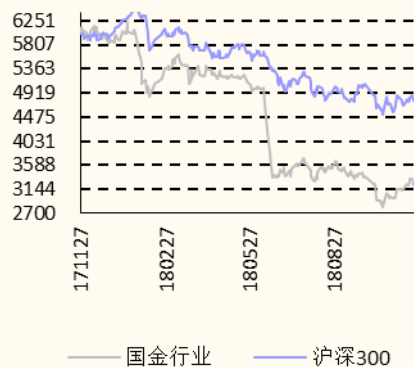


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金通信指数	5583.61
沪深300指数	3833.80
上证指数	3104.15
深证成指	9879.22
中小板综指	9855.23



相关报告

- 1.《人工智能‘视’‘听’盛宴来临-AI视觉及语音专题分析报告》，2019.3.20
- 2.《MWC2019 深度分析:智能终端爆发,边缘计算崛起,看好时延...》，2019.3.5
- 3.《科创板前瞻之计算机视觉: AI 行业最具商业化价值赛道,关注 CV...》，2019.2.25
- 4.《通信行业周报-车联网浪潮谁家受益,中国联通大单影响几何?-通信...》，2019.2.19
- 5.《5G 商用在即,边缘计算崛起-国金通信行业周报》，2019.2.11

运营商资本开支拐点确立,有线电视网络融合迎来曙光

一周行情回顾

- 本周(2019/03/18-2019/03/22)沪深300指数上涨2.37%,创业板指上涨1.88%;通信申万指数上涨2.25%,其中通信设备指数上涨2.41%,通信运营指数上涨1.19%。
- 行业内上市公司本周涨幅前五分别是:长江通信(+46.44%),*ST大唐(+24.27%),中光防雷(+22.72%),实达集团(+22.72%),*ST凡谷(+15.09%)。

本周行业观点

- **三大运营商业绩点评:传统业务与创新业务依旧冰火两重天,2019年资本开支拐点确立。**截止到3月21日,三大运营商已陆续公布了2018年业绩,营收、利润、用户数等关键指标整体符合市场预期:传统业务方面,营收和用户数均有增长,但量、收剪刀差持续扩大,反映出整个行业竞争愈加激烈;创新业务方面,中国电信、中国联通的物联网、IDC、云计算业务全面开花,中国移动在物联网业务上独占鳌头,物联网连接数两倍于另两家之和。此外,三大运营商相继公布了2019年的资本开支计划:中国联通计划开支580亿元,其中60-80亿元用于5G建设;中国电信计划开支780亿元,其中90亿元用于5G建设;中国移动的资本开支上限为去年的1,671亿元,下限为1,499亿元(不考虑5G建设投入)。整体看,今年三大运营商的资本开支增速预计在5%左右,2015年以来的资本开支下行趋势止住,新一轮上升周期开启。从结构上看,资本开支偏向无线,三大运营商无线侧投资预计超过1300亿元,同比增长约15%。关于5G进展,后续建议重点关注运营商(尤其是中国移动)在年中调整5G资本开支的可能性、5G试商用创新应用进展、政策驱动因素、首期5G基站招投标进展以及华为、中兴在海外市场的进展等。

- **有线电视网络融合进展点评:“全国一网”迎来真正曙光,中国广电或在5G时代大放异彩。**3月21日,中国广电与中信、阿里签署了战略合作框架协议,将在全国有线电视网络整合发展、改造升级、产品开发和运营管理中形成战略联盟。历史上中国广电在推进“全国一网”工作时频繁受阻,“没钱”、“没权”是最大掣肘,此次战略合作的达成意味着资源支持和政策驱动已同时就位:一方面,中信、阿里及其它的潜在“全国一网”战略投资方有望为中国广电带来资本和资源的双重加持;另一方面,《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》明确在“十三五”末基本完成全国有线电视网络整合、实现全国一张网的工作目标,当前已进入倒计时,政策驱动下有线电视网络融合或将提速。另外,中国广电参与5G建设已获工信部同意,目前正申请移动通信资质和5G牌照,预期如获批将至少带来2000亿新增投资。我们认为,依托全国第四大有线宽带用户群体、700MHz黄金频谱资源以及电子政务专网建设、运营能力,中国广电有望在5G时代家庭宽带、4k/8k超高清视频、VR/AR以及政府专网等C/B/G端业务上充分受益。

投资建议

- 建议关注运营商中迎来改革红利的中国联通,5G产业链主设备商中兴通讯、天线厂商通宇通讯, IDC龙头光环新网、车联网龙头高新兴等。

风险提示

- 运营商资本开支不及预期;5G商用进展不及预期;有线网络整合不及预期;中国广电5G推进不及预期。

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

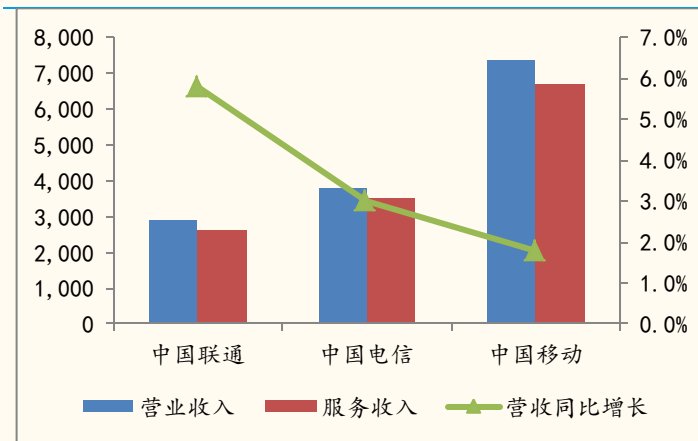
1.三大运营商业绩点评：传统业务与创新业务依旧冰火两重天，2019年资本开支转折点确立

3月14日，中国联通发布2018年年报，报告期内公司实现营业收入人民币2,909亿元，同比增长5.8%；其中，通信服务收入2,637亿元，同比增长5.9%；EBITDA 852亿元，同比增长4.3%；归母净利润93亿元，同比增长452%。

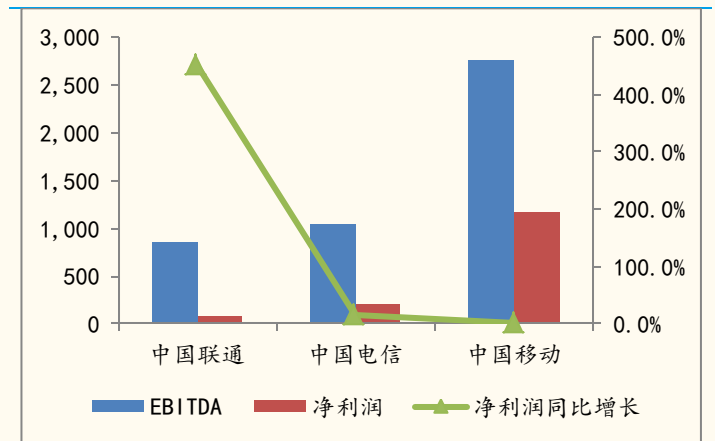
3月19日，中国电信发布2018年业绩公告，报告期内公司实现营业收入人民币3,771亿元，同比增长3.0%；其中，通信服务收入3,504亿元，同比增长5.9%；EBITDA 1,042亿元，同比增长2.0%；股东应占利润212亿元，同比增长13.9%。

3月21日，中国移动发布2018年业绩公告，报告期内公司营业收入人民币7,368亿元，同比增长1.8%；其中，通信服务收入6,709亿元，同比增长3.7%。EBITDA 2,755亿元，同比增长1.9%。股东应占利润为1,178亿元，同比增长3.1%。

图表 1：2018 年三大运营商收入（亿元）



图表 2：2018 年三大运营商利润（亿元）



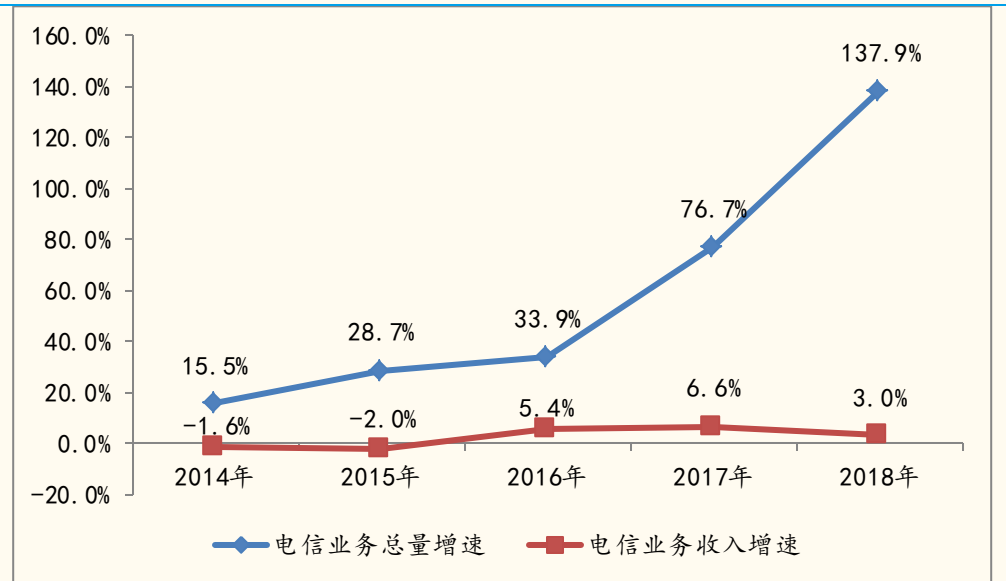
来源：运营商业绩公告，国金证券研究所

来源：运营商业绩公告，国金证券研究所

三家运营商业绩均实现正增长，且利润增长均远高于收入增长，用户数也继续保持增长。在通信行业趋于饱和尤其是4G业务已进入发展尾声的情况下，三家运营商营收和净利润均实现同比正增长，实属不易。同时利润增长远大于收入增长，三大运营商均在管理提升、降本增效上用足了功夫。从用户发展来看，三大运营商移动用户数共计15.48亿户，同比净增1.29亿户，增长9.1%；其中，4G用户11.75亿户，渗透率接近76%，同比净增1.68亿户，增长率16.7%；有线宽带用户数3.83亿户，同比净增6100万户，增长18.9%。可以看到，在移动电话渗透率达到110%的情形下，移动用户总数较去年底依然增长接近10%。同时，4G用户和有线宽带增长率均超过15%，增速相对较高，但考虑目前已超过76%的4G渗透率和估计4.6亿的全国家庭总数，明年增速预期将会放缓。

高速成长期已过，增量不增收魔咒持续。用户数趋于饱和的当下，实质上成为数字社会基础设施的通信网络，面临着社会性和盈利性某种程度上的冲突，同时在层层加码的业绩考核压力下，行业内竞争呈现白热化，进一步压缩了行业利润空间，其结果，就是增量不增收的魔咒和不断扩大的量收剪刀差。今年政府工作报告明确指出2019年中小企业宽带平均资费再降低15%，移动网络流量平均资费再降低20%以上，在全国实行“携号转网”。3月初中国移动就明确表示确保2019年流量平均资费再降20%以上。三大运营商网络已逐步同质化，如果无法顺利实现向内容运营转型来保护管道价值，我们判断这种趋势还将持续。

图表 3: 2014-2018 年电信业务总量与电信业务收入增长情况



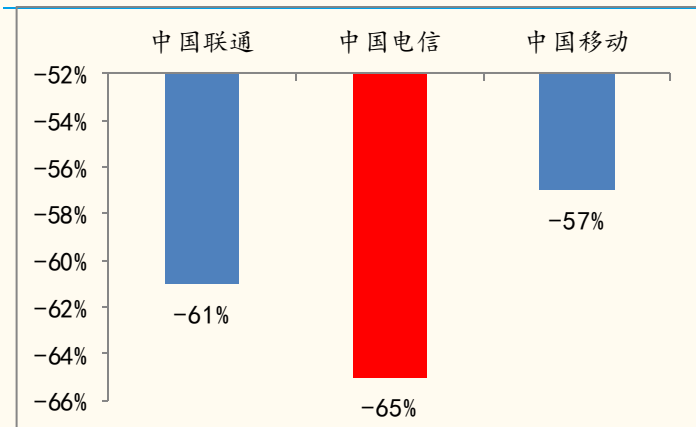
来源: 工信部, 国金证券研究所

另外, 无论是移动用户还是有线宽带用户, 下半年的用户数增速均比上半年高。

我们认为下半年移动用户增长率的加速主要由以下三个原因造成: 1) 三大运营商于去年 6 月 23 日同时发布公告, 自 7 月 1 日起取消流量漫游费; 2) 去年 7 月 24 日, 工信部发文强调年底前必须落实移动流量资费降低 30% 的工作目标。根据运营商公布的数据, 截至去年 11 月底, 三大运营商的移动上网流量单价平均降幅均在 57% 以上; 3) “携号转网” 实施预期加强, 运营商进一步降低移动上网流量单价吸引客户。总之, 我们认为上述三个因素造成移动资费进一步降低, 从而导致下半年移动用户增长率显著提高。

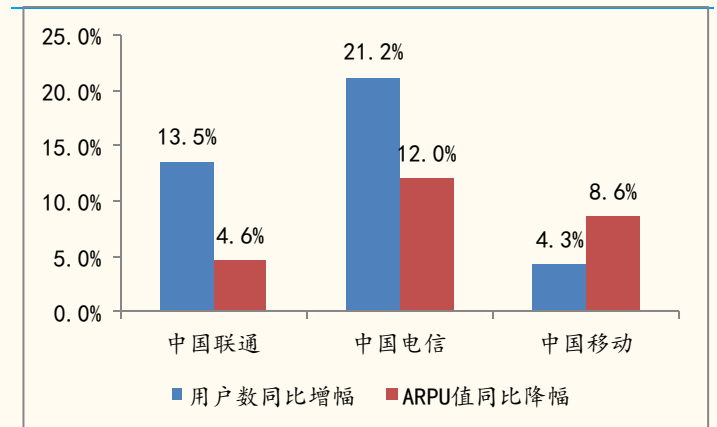
分运营商来看, 中国联通和中国电信的移动用户增长率显著高于中国移动, 我们认为主要是由于: 1) 中国联通的在混改后 4G 业务上推出腾讯王卡等一系列低资费套餐; 2) 中国电信移动资费同比降幅最大, 因此均吸引到了更多的客户。

图表 4: 截至 2018 年 11 月三大运营商移动上网流量单价同比变化



来源: 运营商公告, 国金证券研究所

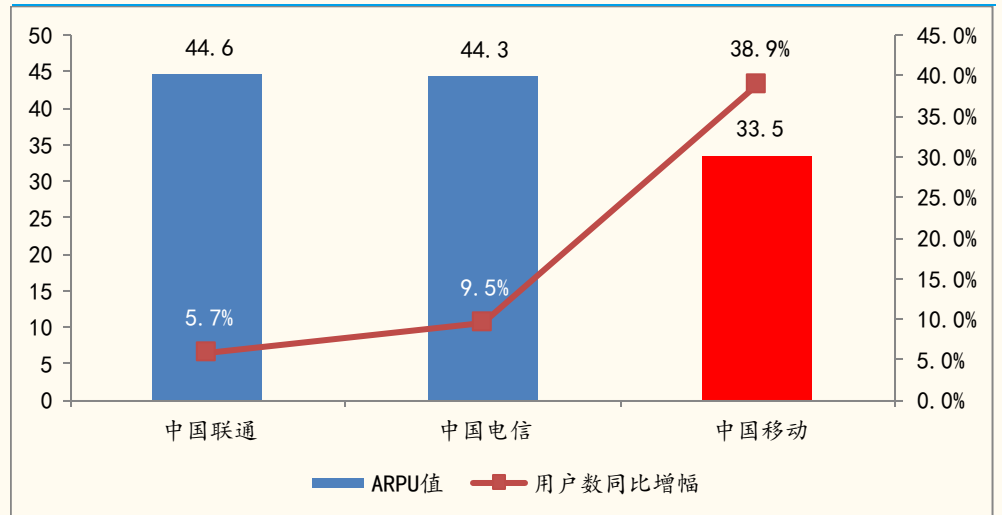
图表 5: 2018 年三大运营商移动用户数同比增幅及 ARPU 值同比降幅



来源: 运营商年报, 国金证券研究所 (注: ARPU 值降幅数据中的正值表示同比是下降的)

有线宽带用户增长率的加速主要由中国移动贡献。下半年, 公司持续推进低价策略 (例如在江西大力开展免费送宽带活动等, 反映在财务指标上即相对较低的 ARPU 值), 共获得 4,400 万新增宽带用户。

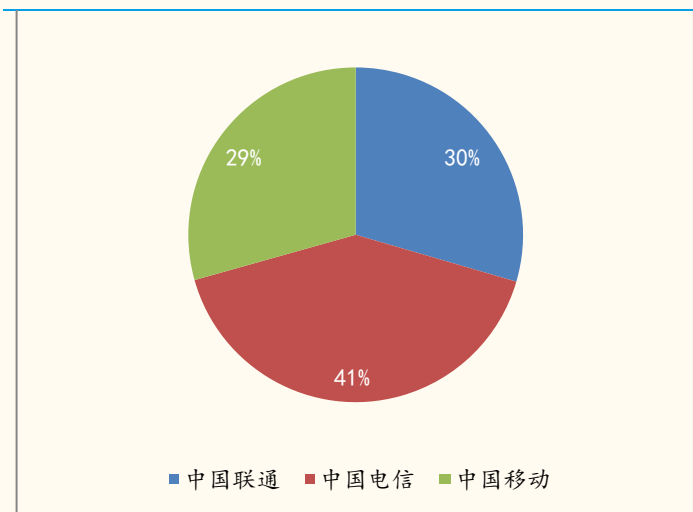
图表 6：三大运营商有线宽带用户 ARPU 值及用户数同比增幅



来源：运营商业绩公告，国金证券研究所

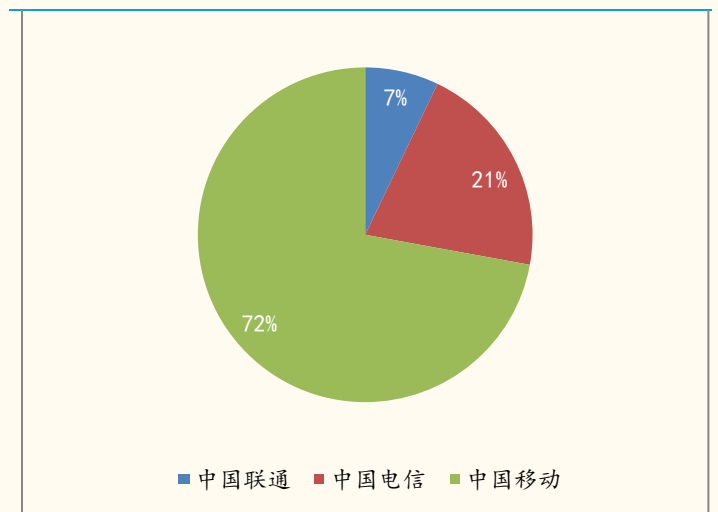
行业内全面战争持续拼杀，中国电信移动用户净增独占鳌头，中国移动占据宽带净增绝对份额。从用户增长的份额来看，中国电信和中国移动表现优异，分别在移动用户和宽带用户取得最大份额。其中，传统固网优势但移动网弱势的中国电信在净增移动用户发展上市场份额占到 41%，而传统移动网优势、固网弱势的中国移动在宽带用户净增占到 72% 的绝对份额，总宽带用户数超越中国电信成为行业第一。我们维持此前的观点，即运营商之间的竞争愈加激烈，传统优势项目优势不再，攻守之间易位，捆绑和融合套餐的持续拼杀下，行业已经是全面战争的态势。

图表 7：三大运营商 2018 年全年移动用户净增份额



来源：运营商业绩公告，国金证券研究所

图表 8：三大运营商 2018 年有线宽带用户净增份额



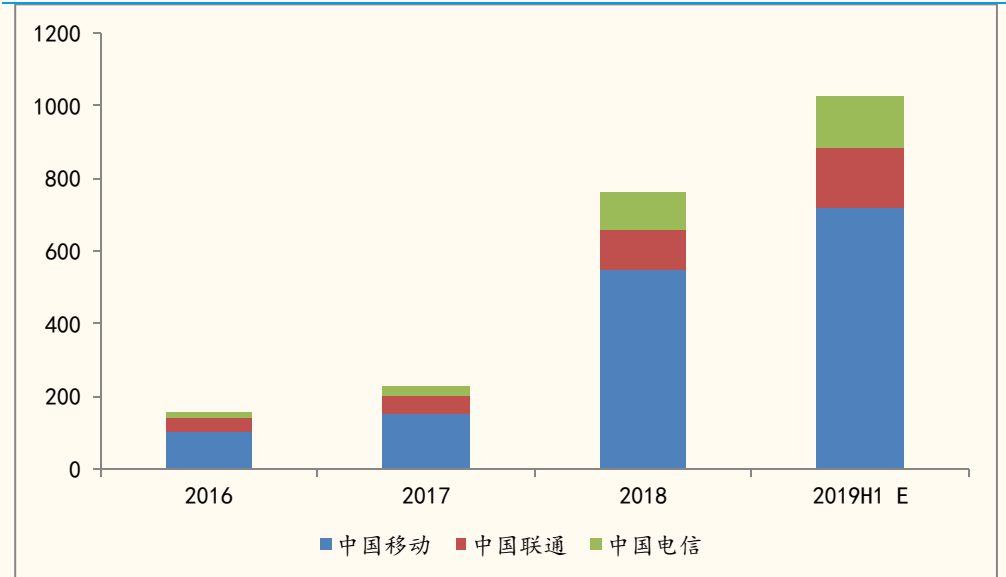
来源：运营商业绩公告，国金证券研究所

从具体经营指标上看，中国联通表现最为亮眼，在三大运营商中营收、利润增长最快，混改已初步看到成效。我们认为，过去制约联通发展的核心不在于技术和资金，而在于运营。2018 年以来，联通集团把“培育强健互联网新基因，全力加快互联网化新运营”摆到了最核心的位置，在“全面转型互联网”方面决心最大、动力最强。随着与竞争对手网络差距的缩小，以及混改和互联网化运营的不断深化，预期未来经营情况将持续改善。

与基础业务的饱和截然不同，物联网、IDC、云计算等新兴业务呈现高速发展态势。人与人连接数饱和的当下，未来市场空间更广阔的物联网成为运营商兵家必争之地。2018 年，中国移动的物联网智能连接数净增 3.22 亿，规模达 5.51 亿，NB-IoT 实现乡镇以上区域连续覆盖，部分省市已实现物与物的连接数超过人与人的连接数。中国电信物联网业务加速突破，收入和连接规模再度

翻番，物联网连接数规模突破 1 亿；中国联通物联网平台连接数接近 1.1 亿，承载企业客户超过 2 万家，收入达到 20.8 亿元，同比增长 47.8%。预计在 2019 年上半年，三大运营商物联网连接数将超过 10 亿。

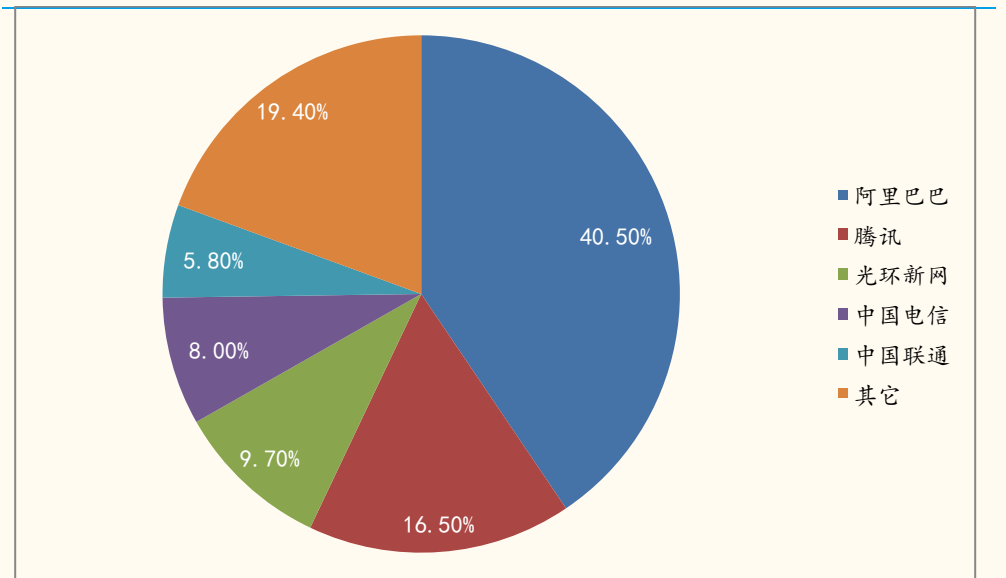
图表 9：预计三大运营商 2019H1 物联网连接数将超 10 亿（纵轴单位：百万）



来源：运营商年报，分析师预测，国金证券研究所

IDC 业务作为数字社会基石，行业需求持续景气，同时与运营商资源禀赋高度契合。中国电信在 IDC 方面是传统强项，已经打造了“2+31+X”达到全球数据中心布局，即贵州、内蒙南北 2 大核心节点，加上 31 省资源池及下沉到地市的私有云、CDN 等 X 节点，全年 IDC 收入增速达到 22.4%。中国联通 IDC 业务收入 105.6 亿元，同比增长 30%。

图表 10：国内公有云 IaaS 厂商市场份额（2018Q4）



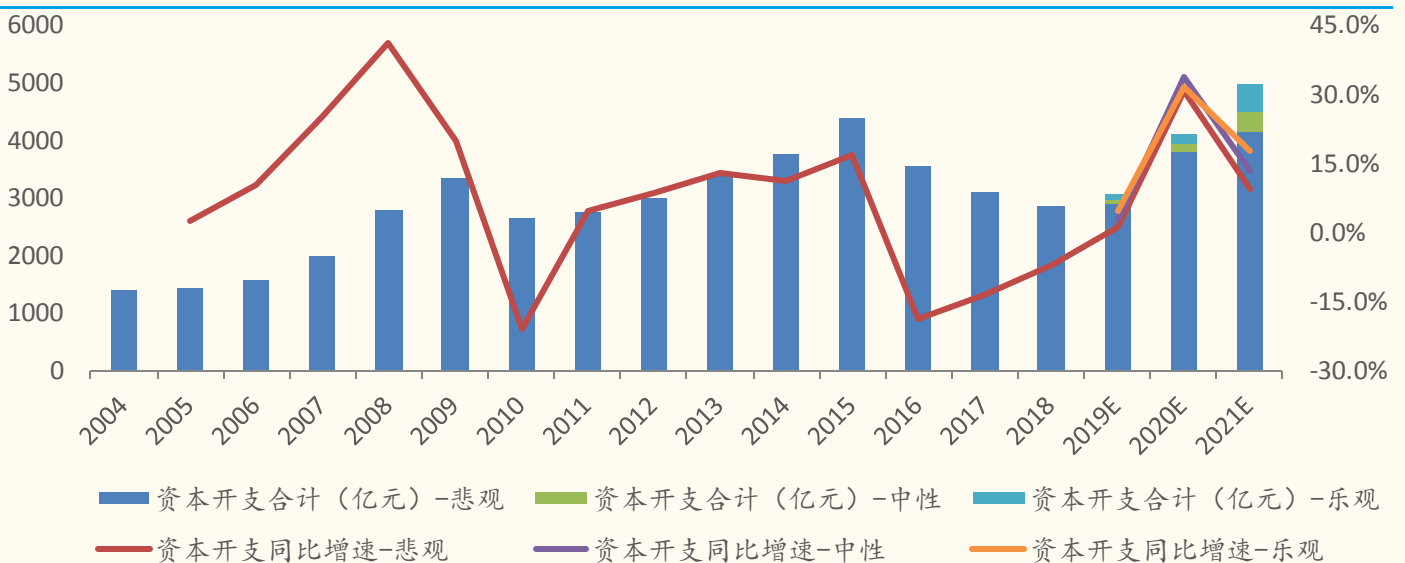
来源：IDC，国金证券研究所

同时，借助 IDC 资源优势 and 国企实力背书，三大运营商也纷纷布局云计算业务。中国电信的天翼云在运营商中投入最坚决，发展也最好，2018 年云业务收入增幅达 85.9%。中国联通发挥混改红利，与阿里、腾讯合作推出以「沃云」为品牌的公有云产品，并开展云联网产品合作，为用户提供混合云组网能力，云计算业务收入为 9.6 亿元，同比增长 98.7%。根据 IDC 最新公布数据，自 2017 年 Q1 以来，天翼云和沃云的市场份额一直提升，至 2018 年 Q4 分别达到 8.0% 和 5.8%，名列国内公有云 IaaS 厂商第四和第五。

中国移动 IDC 业务规模相对小，云计算则是走自内而外的演进路线，目前已在 IaaS、PaaS、SaaS 三层建立了完整的体系。

2019 年运营商资本开支拐点确立，新一轮资本开支上升周期开启。去年，中国移动资本支出为 1,671 亿（年初计划 1,661 亿），中国电信支出 749 亿（年初计划 750 亿），中国联通支出 449 亿（年初计划 500 亿），合计为 2,869 亿，较去年同期的 3,083 亿下降 7.0%。2018 年是 4G 和 5G 建设周期的过渡期，全年资本开支下降符合市场预期。根据三家运营商的说明，2019 年中国联通的资本开支计划为 580 亿元，其中用于 5G 建设的资本开支为 60-80 亿元之间；中国电信的资本开支计划为 780 亿元，其中用于 5G 建设的资本开支为 90 亿元；中国移动总体资本开支不超过去年水平（1,671 亿元），在不考虑 5G 投入的情况下资本开支为 1,499 亿元。按照上述计划，在不考虑移动 5G 投资的情形下，2019 年三大运营商资本开支为 2,859 亿元，与去年基本持平。考虑移动 5G 投资，资本开支可达 3,031 亿元，同比上升 5.6%。这也意味着从 2015 年开始的连续三年资本开支下滑周期结束，新一轮资本开支上升周期开启。

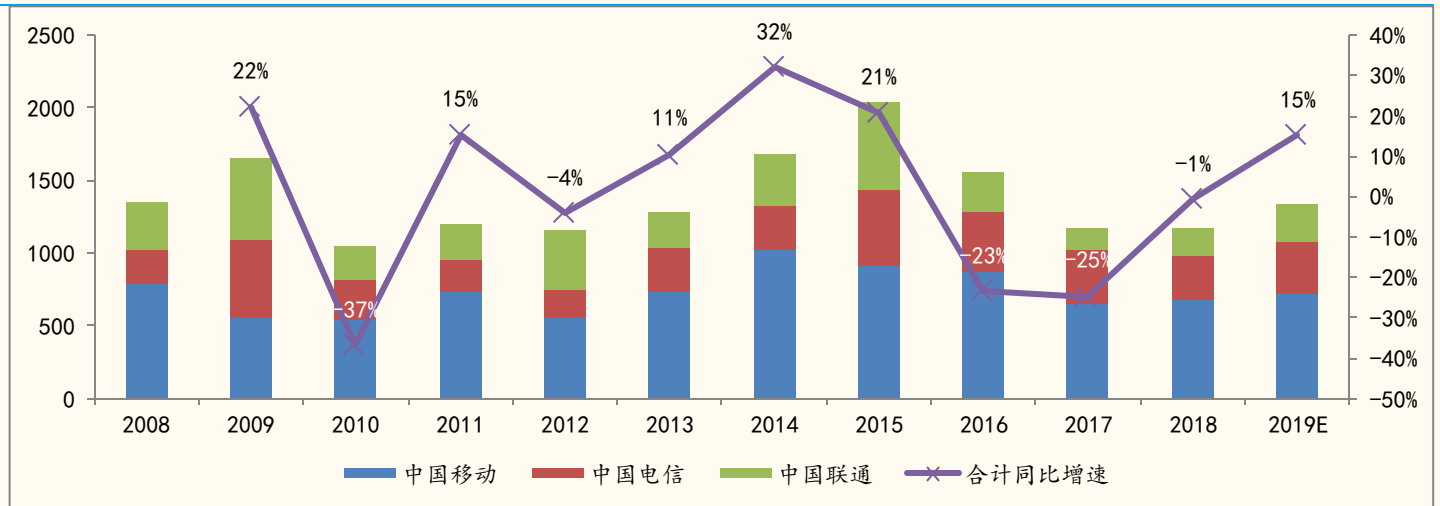
图表 11：三大运营商 2018-2021 年资本开支测算



来源：运营商公告，分析师预测，国金证券研究所

整体而言，三大运营商的资本开支计划符合我们此前的预测，即 2019 年确立拐点，2020 年后资本开支加速。从结构上看，此次公布的数据也印证了我们之前在年度策略报告中的判断，即资本开支结构偏向无线。2019 年，三大运营商无线侧投资预计超过 1300 亿元，同比增长约 15%，无线主设备商及其上游供应商相对受益较大。

图表 12：三大运营商无线侧资本开支（亿元）及合计同比增速



来源：运营商公告，分析师预测，国金证券研究所

后续关于 5G 进展，我们认为应重点关注以下 5 个方面：1) 运营商（尤其是中国移动）在年中调整 5G 资本开支规模的可能性；2) 5G 试商用创新应用的进展；3) 政策支持力度，今年 5G 建设的核心驱动力是政策，后面会逐渐转向商业；4) 运营商首期 5G 基站招投标进展，但初期招标结果对产业不会有太大实质影响；5) 华为、中兴在海外市场尤其是美国传统盟友 5G 市场的进展。

2. 有线电视网络融合进展点评：“全国一网”迎来真正曙光，中国广电或在 5G 时代大放异彩

3月21日，在北京举行的全国有线电视网络融合发展战略签约活动上，中国广播电视网络有限公司（以下简称“中国广电”）分别与中信集团和阿里巴巴签署了战略合作框架协议。按照合作协议，中国广电、中信和阿里将在全国有线电视网络整合发展、改造升级、产品开发和运营管理中形成战略联盟，各自投入相关优势资源，共同进行规划设计，努力将广电网络打造成新兴的媒体融合传输网、数字文化传播网、数字经济基础网和国家战略资源网。

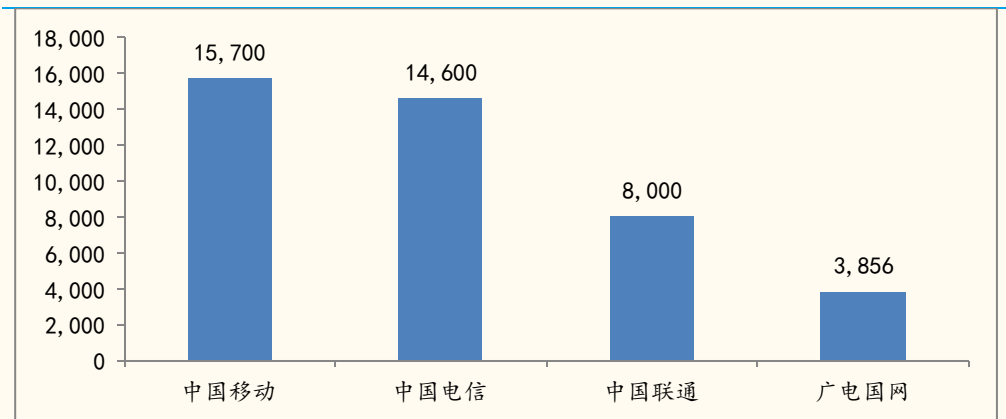
“全国一网”有线电视网络融合迎来真正曙光。2009年，“三网融合”作为国家战略落地，有线网络融合作为首要目标正式提上日程。同年8月，中国广电筹建，一开始就肩负起“全国一网”的历史使命。不过，由于长期以来我国广电有线网络依照自下而上、自发建设的模式，各省广电“藩镇割据”、各自为政，全国有线网络整合进展极其缓慢。

总结中国广电推进“全国一网”频繁受阻的历史教训，“没钱”、“没权”是最大掣肘：资本和资源的缺乏导致中国广电难以整合声势正旺、割据一方的地方“大员”（如湖南广电），同时并不显著高于广电省网的行政地位导致工作的推进举步维艰。**我们认为，此次中国广电与中信、阿里的联合意味着资源和政策同时到位，全国有线电视网络融合迎来真正曙光：**1)一方面，中信、阿里及其它潜在的“全国一网”战略投资方有望给中国广电带来资本和资源的双重加持，在全国有线网络的整合以及“智慧广电”的建设中发挥重大作用；2)另一方面，2016年末中宣部、财政部、广电总局统一意见，通过《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》确认到“十三五”末基本完成全国有线电视网络整合、实现全国一张网，而今明两年是“十三五”最后两年，有线网络融合有望得以提速。

作为实际上的国内第四大网络运营商，整合后的中国广电或在 5G 时代大放异彩，利好通信设备商。去年底，广电总局党组书记、局长聂辰席表示中国广电参与 5G 建设已获得工信部同意，目前正申请移动通信资质和 5G 牌照。自 2016 年获得宽带业务牌照至 2018 年末，广电体系下的有线宽带家庭用户总量达到 3,856.3 万户，接近中国联通的一半，是三大运营商之外的第四大网络运营商。另外，广电体系下的有线双向网改覆盖用户达到 1.71 亿户，理论上讲广电的宽带入网业务仍具有很大空间。

相比家庭宽带业务，我们更看好中国广电在 B 端和 G 端业务上的发展：凭借 700MHz 黄金频谱资源以及电子政务专网建设和运营能力，中国广电将成为 4k/8k 超高清视频、VR/AR 内容以及政府专网等业务浪潮的最大受益者之一。我们预计，中国广电如获得移动通信资质及 5G 牌照，将至少带来 2000 亿新增网络投资，约占三大运营商整体 5G 投资 1.4 万亿的 15%，利好通信设备商尤其是无线主设备商的发展。

图表 13：三大运营商及广电国网有线宽带用户数（2018 年，单位：万户）

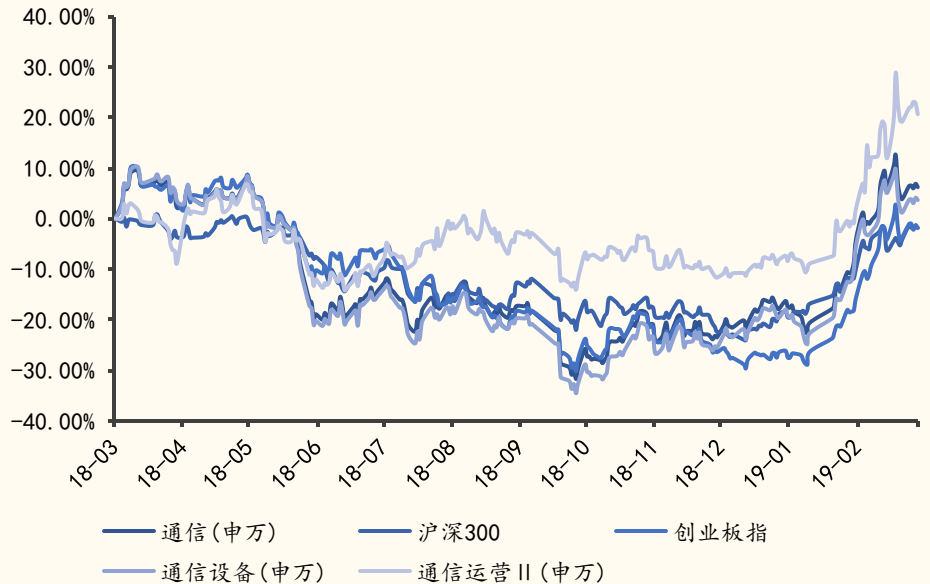


来源：运营商、中国广电公告，国金证券研究所

3.通信板块走势回顾

本周（2019/03/18-2019/03/22）沪深 300 指数上涨 2.37%，创业板指上涨 1.88%；通信申万指数上涨 2.25%，其中通信设备指数上涨 2.41%，通信运营指数上涨 1.19%。

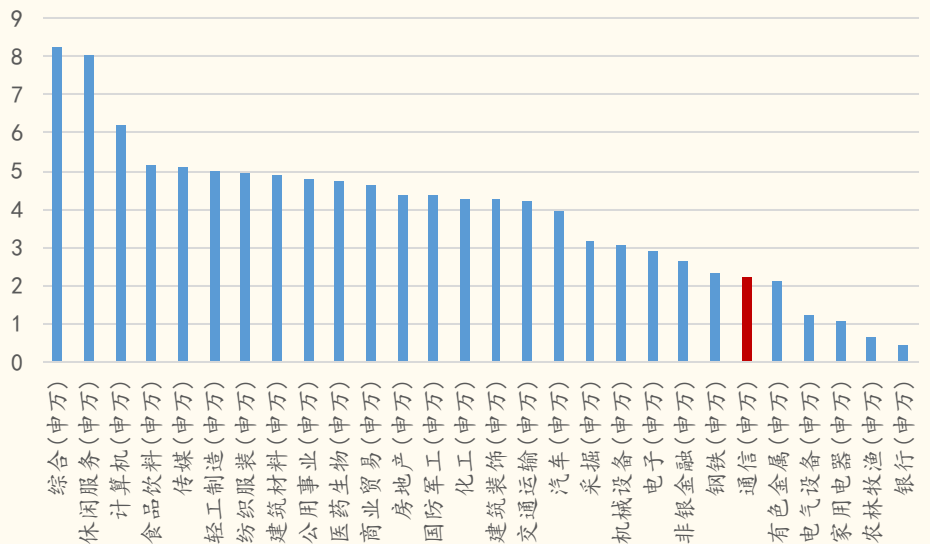
图表 14：通信板块走势图



来源：Wind，国金证券研究所

- 申万一级行业上周排名前三：综合（+8.23%），休闲服务（+8.03%），计算机（+6.22%），通信行业（+3.84%）排名第 23。

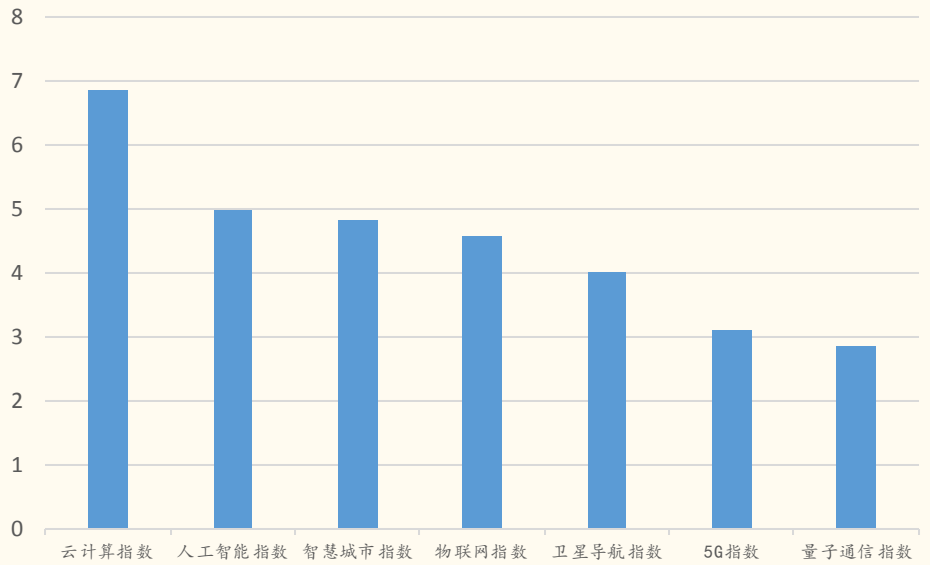
图表 15：申万一级行业周涨跌幅（%）



来源：Wind，国金证券研究所

概念板块中，上周排名前三：云计算指数（+6.86%），人工智能指数（+4.98%），智慧城市指数（+4.83%）。

图表 16: 通信行业概念板块周涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 通信行业个股周涨跌幅排行榜

周涨幅榜				周跌幅榜			
公司代码	公司名称	股价	周涨幅 (%)	公司代码	公司名称	股价	周跌幅 (%)
600345.SH	长江通信	36.01	46.44	300590.SZ	移为通信	40.24	-9.16
600198.SH	*ST 大唐	11.93	24.27	300531.SZ	优博讯	22.55	-5.49
300414.SZ	中光防雷	22.70	23.24	600776.SH	东方通信	28.86	-4.02
600734.SZ	实达集团	10.21	22.72	300571.SZ	平治信息	60.80	-3.95
002194.SZ	*ST 凡谷	12.81	15.09	600260.SH	凯乐科技	23.20	-3.69

来源: Wind, 国金证券研究所, 股价日期 2019/03/22

4.风险提示

- 运营商资本开支不及预期;
- 5G 商用进展不及预期;
- 有线网络整合进展不及预期;
- 中国广电 5G 建设推进不及预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH