

通信

运营商中报全出炉，业绩承压，流量当家

本周重点推荐：中兴通讯 000063、太辰光 300570、亿联网络 300628、数据港 603881。持续推荐：天孚通信 300394、天和防务 300397、光环新网 300383、生益科技 600183、沪电股份 002463、紫光股份 000938、中际旭创 300308、移远通信 603236。

三大运营商中报相继出炉，哪些指标值得关注？运营商相继发布 2019 年中报，在用户红利见顶和提速降费背景下，业绩有所承压。但有几项指标仍值得重点关注：

- 流量增速未见放缓。移动/电信/联通的 4G 用户月均 DOU 分别达到 7.1/7.3/10.3GB，在提速降费压力下，用户 ARPU 值保持稳定，与流量高增长密切相关。
- 4G 基站持续扩容。2019 年上半年，三大运营商新建基站 80 万个，其中，中国联通/移动/电信分别新建 36/30/14 万基站。流量高增长的承载压力带来了新一轮基站扩容。
- 共建共享有望推进。中国联通、中国电信都在中期发布会上提及相互推进共建共享，由于 5G 资本开支较大，同时由于提速降费带来的业绩压力，运营商谋求共建共享或将逐步推进。

投资逻辑从资本开支驱动转向流量需求驱动。我们认为，此前市场的资本开支驱动逻辑会向流量需求驱动的逻辑演进。资本开支的波动在情绪上有一定影响，但是长期流量的增长才是带动产业链持续推进的本质原因。

贸易摩擦或有反复，国产替代仍值得关注。中美贸易摩擦仍有反复，贸易格局重塑可能是一个长期过程，情绪上的影响在逐步钝化。相关公司对于征税的影响也做了更多的应对措施。而国产替代将成为长期确定的趋势。

上周大盘上涨，通信板块上涨。从细分行业指数看区块链、运营商、移动互联网、通信设备、云计算分别上涨 8.4%、5.3%、5.1%、5.0%、4.7%，表现优于通信行业平均水平。光通信、卫星通信导航、量子通信、物联网分别上涨 4.4%、3.5%、3.1%、2.1%，表现劣于通信行业平均水平。

风险提示：中美贸易摩擦加剧；5G 进度不达预期。

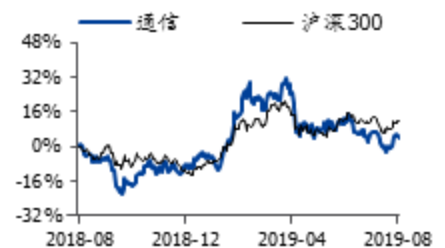
重点标的

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|--------|------|------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 603881 | 数据港 | 买入 | 0.68 | 0.82 | 1.03 | 1.48 | 53.82 | 44.63 | 35.53 | 24.73 |
| 300394 | 天孚通信 | 买入 | 0.68 | 0.90 | 1.21 | 1.58 | 48.90 | 36.94 | 27.48 | 21.04 |
| 300570 | 太辰光 | 买入 | 0.66 | 0.98 | 1.36 | 1.75 | 49.80 | 33.54 | 24.17 | 18.78 |
| 300628 | 亿联网络 | 买入 | 1.42 | 1.97 | 2.49 | 3.08 | 44.63 | 32.17 | 25.45 | 20.58 |
| 002463 | 沪电股份 | 增持 | 0.33 | 0.39 | 0.46 | 0.59 | 58.76 | 49.72 | 42.15 | 33.10 |
| 000063 | 中兴通讯 | 买入 | -1.67 | 1.15 | 1.51 | 1.97 | -17.51 | 25.43 | 19.36 | 14.84 |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

分析师 黄瀚

执业证书编号：S0680519050002

相关研究

- 《通信：供给驱动向需求驱动演进，流量唱响当下主旋律》2019-08-18
- 《通信：流量需求驱动的 5G 后周期配置思路》2019-08-15
- 《通信：鸿蒙面世，国产科创新纪元》2019-08-11



内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 投资策略：运营商中报出炉，业绩承压，流量当家 | 3 |
| 2. 行情回顾：通信板块上涨，区块链板块表现最佳 | 4 |
| 3. 三大运营商上半年业绩分析 | 5 |
| 4. 中国电信发布 2019 中期业绩 | 6 |
| 5. 广电下发新文件，加速全国“一张网”建设 | 7 |
| 6. 全球 5G 终端发布数量达 100 款，华为或将成主要赢家 | 8 |
| 7. SK 电讯达到了 100 万 5G 用户的里程碑 | 8 |
| 8. 美对华为禁令再延期 90 天 | 8 |
| 风险提示 | 9 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1: 通信板块上涨，细分板块中区块链表现相对最优 | 4 |
| 图表 2: 上周新雷能领涨通信行业 | 4 |
| 图表 3: 运营商收入（单位：亿元） | 5 |
| 图表 4: 运营商 EBITDA（单位：亿元） | 5 |
| 图表 5: 运营商 4G 用户数（单位：亿户） | 5 |
| 图表 6: 4G 用户 DOU（MB/户/月） | 6 |
| 图表 7: ARPU 值 | 6 |
| 图表 8: 运营商 4G 基站数（单位：万个） | 6 |

1. 投资策略：运营商中报出炉，业绩承压，流量当家

本周重点推荐：中兴通讯 000063、太辰光 300570、亿联网络 300628、数据港 603881。

持续推荐：天孚通信 300394、天和防务 300397、光环新网 300383、生益科技 600183、沪电股份 002463、紫光股份 000938、中际旭创 300308、移远通信 603236。

三大运营商中报相继出炉，哪些指标值得关注？运营商相继发布 2019 年中报，在用户红利见顶和提速降费背景下，业绩有所承压。但有几项指标仍值得重点关注：

- (1) 流量增速未见放缓。移动/电信/联通的 4G 用户月均 DOU 分别达到 7.1/7.3/10.3GB，在提速降费压力下，用户 ARPU 值保持稳定，与流量高增长密切相关。
- (2) 4G 基站持续扩容。2019 年上半年，三大运营商新建基站 80 万个，其中，中国联通/移动/电信分别新建 36/30/14 万基站。流量高增长的承载压力带来了新一轮基站扩容。
- (3) 共建共享有望推进。中国联通、中国电信都在中期发布会上提及相互推进共建共享，由于 5G 资本开支较大，同时由于提速降费带来的业绩压力，运营商谋求共建共享或将逐步推进

投资逻辑从资本开支驱动转向流量需求驱动。我们认为，此前市场的资本开支驱动逻辑会向流量需求驱动的逻辑演进。资本开支的波动在情绪上有一定影响，但是长期流量的增长才是带动产业链持续推进的本质原因。

贸易摩擦或有反复，国产替代仍值得关注。中美贸易摩擦仍有反复，贸易格局重塑可能是一个长期过程，情绪上的影响在逐步钝化。相关公司对于征税的影响也做了更多的应对措施。而国产替代将成为长期确定的趋势。

2. 行情回顾：通信板块上涨，区块链板块表现最佳

上周大盘收于 2897 点。各行情指标从好到坏依次为：创业板综>中小板综 >万得全 A (除金融、石油石化)>万得全 A>沪深 300>上证综指。通信板块上涨，表现优于大盘。

图表 1: 通信板块上涨，细分板块中区块链表现相对最优

| 指数 | 涨跌幅度 |
|------------------|------|
| 创业板综 | 3.6% |
| 中小板综 | 3.4% |
| 万得全 A(除金融, 石油石化) | 3.3% |
| 万得全 A | 3.2% |
| 沪深 300 | 3.0% |
| 上证综指 | 2.6% |
| 国盛通信行业指数 | 4.5% |
| 国盛区块链指数 | 8.4% |
| 国盛运营商指数 | 5.3% |
| 国盛移动互联指数 | 5.1% |
| 国盛通信设备指数 | 5.0% |
| 国盛云计算指数 | 4.7% |
| 国盛光通信指数 | 4.4% |
| 国盛卫星通信导航指数 | 3.5% |
| 国盛量子通信指数 | 3.1% |
| 国盛物联网指数 | 2.1% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从细分行业指数看区块链、运营商、移动互联、通信设备、云计算分别上涨 8.4%、5.3%、5.1%、5.0%、4.7%，表现优于通信行业平均水平。光通信、卫星通信导航、量子通信、物联网分别上涨 4.4%、3.5%、3.1%、2.1%，表现劣于通信行业平均水平。

5G 商用带动大客户需求增长和半年报业绩亮眼，新雷能周涨幅达 37.3%，领涨通信行业。公司与华为在应急指挥、可视化操作领域达成战略合作，华平股份周涨幅达 25.3%。受益金融科技三年规划出台，四方精创周涨幅达 22.9%。5G+深圳概念火热，英维克周涨幅达 22.3%，特发信息周涨幅达 22.1%。

图表 2: 上周新雷能领涨通信行业

| 涨幅前五名 | | | | 跌幅前五名 | | | |
|-----------|------|---------|---------|-----------|--------|---------|---------|
| 证券代码 | 证券名称 | 涨跌幅 (%) | 成交量(万手) | 证券代码 | 证券名称 | 涨跌幅 (%) | 成交量(万手) |
| 300593.SZ | 新雷能 | 37.28 | 76.52 | 002897.SZ | 意华股份 | -3.69 | 28.79 |
| 300074.SZ | 华平股份 | 25.31 | 143.13 | 600198.SH | 大唐电信 | -4.03 | 130.66 |
| 300468.SZ | 四方精创 | 22.93 | 48.60 | 600703.SH | 三安光电 | -4.92 | 699.35 |
| 002837.SZ | 英维克 | 22.28 | 63.18 | 002123.SZ | 梦网集团 | -5.10 | 177.98 |
| 000070.SZ | 特发信息 | 22.06 | 318.97 | 600485.SH | *ST 信威 | -22.60 | 13.44 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 三大运营商上半年业绩分析

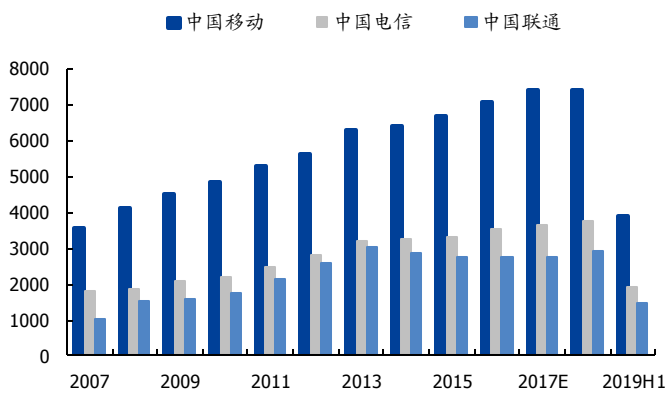
截至8月22日，三大运营商均发布2019年上半年财务报告。提速降费背景下，营收和利润面临较大压力：

(1) 中国移动上半年营收3894亿元，同比下降0.6%，净利润为561亿元，同比下降14.6%，EBITDA为1511亿元，同比上升3.6%。

(2) 中国电信的通信服务收入、净利润均实现增长，经营收入达到1904.88亿元，其中服务收入达1825.89亿元，同比上升2.8%，EBITDA为632.87亿元，同比上升13.3%，净利润139.09亿元，同比上升2.5%。

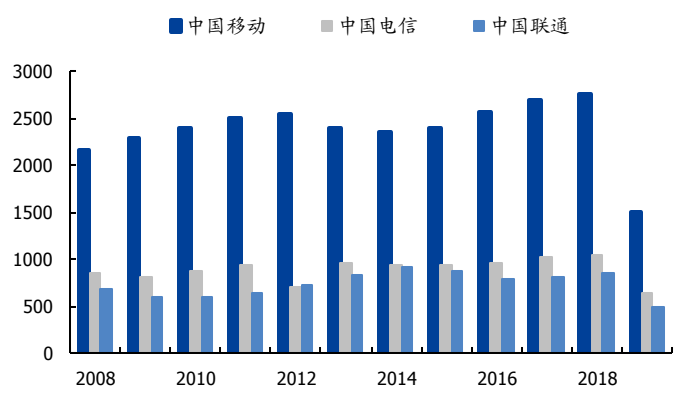
(3) 中国联通实现营收1450亿元，同比下降2.8%，EBITDA为495亿元，同比上升8.4%，净利润30.2亿元，同比增长16.8%。

图表3: 运营商收入 (单位: 亿元)



资料来源: 三大运营商财报, 国盛证券研究所

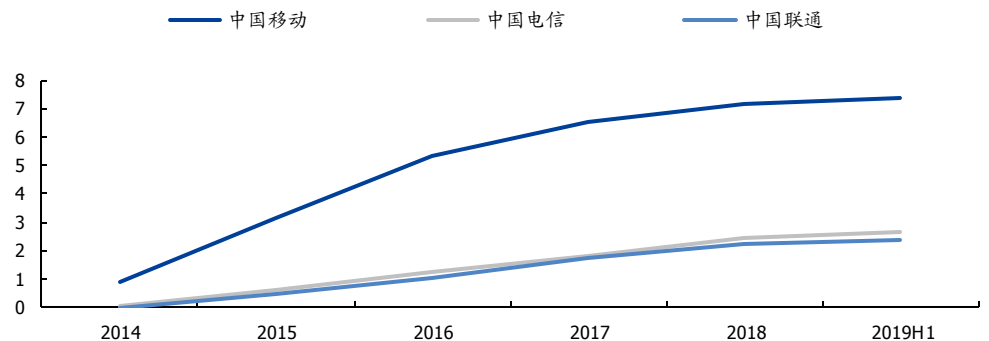
图表4: 运营商EBITDA (单位: 亿元)



资料来源: 三大运营商财报, 国盛证券研究所

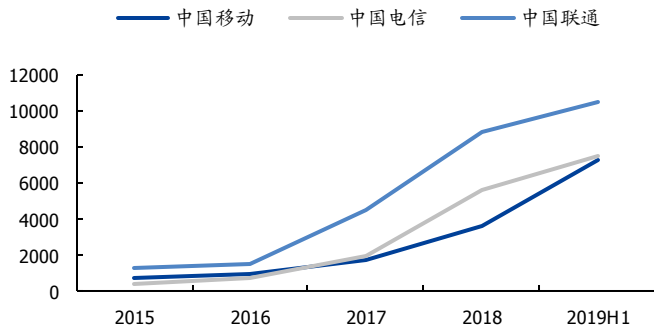
4G用户数逐渐见顶，流量增长趋势不减。(1) 4G用户数的增长逐渐趋缓，渗透率的提升较为明显；(2) 流量增长趋势明显，5G商用有望加快增速。上半年移动、电信、联通4G用户DOU(GB/户/月)分别达到7.1、7.3、10.3。(3) ARPU值逐渐下滑，传统业务经营压力大，拓展新兴业务成为收入增长的关键。

图表5: 运营商4G用户数 (单位: 亿户)

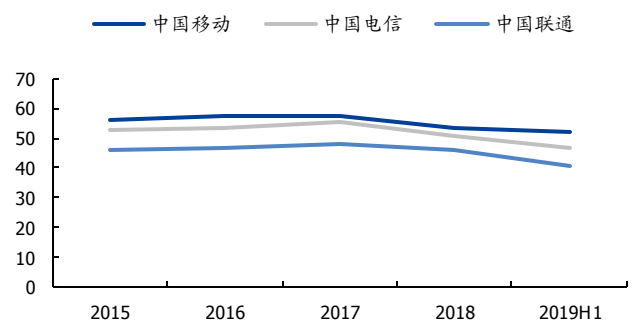


资料来源: 运营商财报, 国盛证券研究所

图表 6: 4G 用户 DOU (MB/户/月)



图表 7: ARPU 值

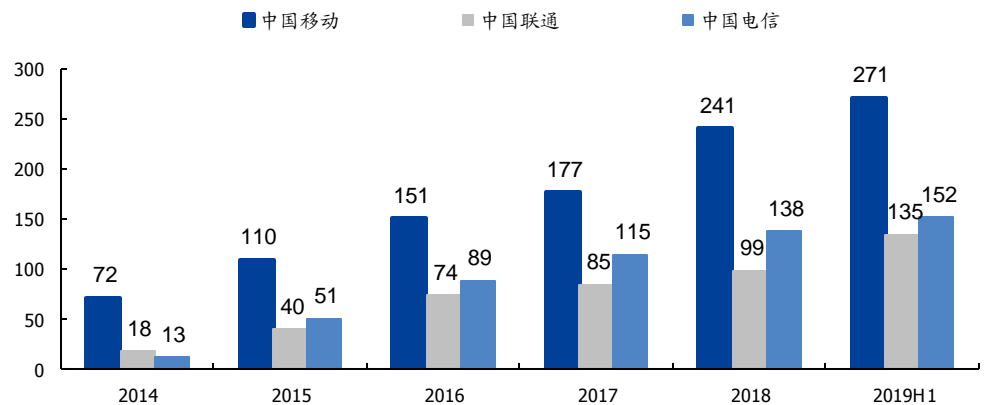


资料来源: 运营商财报, 国盛证券研究所

资料来源: 运营商财报, 国盛证券研究所

面对流量爆发的压力, 提升 4G 服务水平仍是关键。2019 年上半年, 三大运营商新建基站 80 万个, 其中, 中国联通新建 36 万基站, 较高的 DOU 增速和流量经营策略促使中国联通加大对 4G 建设的投入。

图表 8: 运营商 4G 基站数 (单位: 万个)



资料来源: 运营商财报, 国盛证券研究所

4. 中国电信发布 2019 中期业绩

据中国电信讯, 8 月 22 日, 中国电信公布 2019 年中期业绩, 经营收入达 1905 亿元, 其中, 服务收入达到人民币 1826 亿元, 同比增长 2.8%, EBITDA 达 632.87 亿元, 同比上升 13.3%, EBITDA 率为 34.7%; 净利润 139.09 亿元, 同比上升 2.5%, 每股基本净利润为 0.172 元。资本开支为 350 亿元, 同比增长 6.3%, 自由现金流维持强劲, 为 183 亿元。

用户规模持续扩展, 流量增速翻番。2019 上半年, 移动用户达到 3.23 亿户, 净增 2048

万户，净增市场份额继续保持行业领先，总体市场份额提升至 20.4%，较去年底提升 0.8 个百分点。其中，4G 用户达到 2.66 亿户，净增 2,371 万户，渗透率达到 82%，继续保持行业领先。手机上网总流量实现翻番，4G 用户月均 DOU 达到 7.3GB，手机上网收入同比增长 11.5%。有线宽带用户突破 1.50 亿户，净增 439 万户，百兆及以上用户占比达到 69.6%，三重打包融合率 7 达到 63.3%。

云网融合注入活力，新兴业务成为拉动服务收入增长核心动力。新兴业务收入占服务收入比例达到 55.4%，拉动服务收入增长 5.7%。DICT 和物联网业务合计拉动服务收入增长 3.0 个百分点，其中 IDC 和云业务收入分别同比增长 11.0%和 93.2%，物联网收入同比增长 52.0%；互联网金融收入同比增长 112.2%，累计交易额同比增长 40.4%。

云业务继续巩固行业领先优势。IDC 机架数达到 34 万架，规模行业领先；在政企业务领域，中国电信建设政企客户高质量专线承载网络(OTN)，满足行业客户高质量、高可靠、低时延的云网需求；建成覆盖全国的天翼云资源池超过 100 个。推进网络基础设施云改，截至目前，中国电信公有云 IaaS 市场份额排名全球第七，成为全球唯一跻身前十的电信运营商。

在 5G 建设方面，共建共享或成为降本良药。在业绩发布会上，中国电信董事长柯瑞文表示，今年将建设 4 万个 5G 基站，5G 初期将以市场和客户为导向，在约 50 个城市开展(SA/NSA)混合组网，在重点城市的城区实现规模连片覆盖。**在 5G 共建共享方面，将重点考虑与联通的共建共享，认为除了频率的考量外，双方资源互补性亦较强。**

我们认为，在传统电信业务市场逐渐饱和的背景下，如何提升新兴业务在收入中的占比，改善收入结构至关重要。随着 5G 的到来，云网融合下的网络构造将为运营商拓展 IDC、云计算和物联网等领域提供发展良机。**面对经营压力，运营商选择共建共享和直采等方式来降低成本。**中国联通谋求共建共享，并预计若与中国电信共建共享，可在未来 5 年为联通、电信各节省 2000 亿 CAPEX。共建共享最终如何落地仍有待于观察，其中的协调成本不容小觑，重要时点是看下半年集采的方式、规模是否有改变。共建共享着实可以帮助运营商在 5G 建设上节省开支，但整体的建设进度最终受流量需求增长的影响。同时，在光模块等领域，运营商或选择直接面向上游厂商进行采购。

5. 广电下发新文件，加速全国“一张网”建设

据广电总局讯，8月19日，总局印发了《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》，对 5G、建网规划、股份制改造等问题做出最新的解读和指导。

在 5G 网络建设方面，按照全国有线电视网络整合发展领导小组部署，加快实现全国“一张网”，与广电 5G 网络建设一体化推进。加快建设广电 5G 网络，打造集融合媒体传播、智慧广电承载、智能万物互联、移动通讯运营、国家公共服务、绿色安全监管于一体的新型国家信息化基础网络。

在公司制改革和股份制改造方面，在允许社会资本进入的领域，支持国有资本和民营资本资源整合和交叉持股，探索推动混合所有制改革试点。支持已上市企业做强做大，鼓励上市企业发挥各自优势，积极稳妥开展跨地区、跨行业、跨所有制并购重组，着力打造综合性产业集团。引导支持基础较好的网络视听企业在符合国家和行业有关法规政策的前提下，加强资源整合和新产品推广应用，壮大主导产业，发展关联产业。鼓励支持具备条件的广播电视和网络视听企业按程序申请认定高新技术企业。

到 2025 年，在 5G 网络建设和新型产业链上取得突破。广电 5G 网络和智慧广电建设取得重要成果，高新技术深度融合应用，网络综合承载能力和智能化水平显著提升，不

断满足政用、民用、商用多样性多层次的视听需求和信息需求。产业结构和布局更加优化，京津冀、长三角、粤港澳等地区产业协作发展取得积极进展，辐射带动能力进一步增强。产业市场涌现一批特色鲜明、有较强实力和影响力的骨干企业、龙头企业，一批布局合理、集聚引导效应强大的产业基地和产业园区，一批功能融合、服务多元、优势独具的新产品、新业态。

我们认为，随着政策的出台以及与资方合作的不断推进，广电将加速对于 5G 基础设施建设投入的进度。同时，各地根据自身的优势实行差异化经营显得尤为重要，本次政策出台改善广电体系之间的协作能力，加强在智慧城市、融合媒体等关联产业的布局。

6. 全球 5G 终端发布数量达 100 款，华为或将成主要赢家

据 C114 讯，8 月 21 日，GSA 发布的《2019 年 8 月 5G 生态系统报告》显示，目前，全球发布的 5G 终端设备数量已达 100 款，32 个国家的 56 家运营商已宣布在其现网中部署 5G 技术，其中 39 家运营商已经宣布推出 3GPP 标准的 5G 服务。GSA 总裁 Joe Barrett 表示，“我们预期，到今年年底，各种形式尺寸的 5G 终端设备数量将达到 150 款。终端、网络和服务正齐头并进。”

另据 GSMA 讯，8 月 23 日，《Strategy Analytics》发布的报告称，如果 5G 在中国如预期的那样“起飞”，2020 年全球 5G 智能手机销量将达到 1.6 亿台，华为被认为将成为主要赢家。该公司在一份声明中表示，华为最有能力占领中国 5G 智能手机的大部分销售额，并且华为可以此机会“重新夺回其全球智能手机的地位”。

7. SK 电讯达到了 100 万 5G 用户的里程碑

据 GSMA 讯，8 月 21 日，韩国最大的移动运营商 SK 电讯宣布其 5G 用户达到 100 万的里程碑。目前，这家运营商拥有韩国 48% 的移动用户份额，5G 用户占其 2760 万总基数的 3.6%，平均每月数据使用量增加至 33.7GB，而 LTE 用户为 20.4GB。相对应于 4G 时代，SK 在 2011 年 7 月商用 LTE 服务后，用了 8 个月的时间达到 100 万 LTE 用户规模。

我们认为，未来流量需求仍是关键，从电信、联通的中报可看出流量仍然保持高速增长，在 5G 等终端普及后流量有望进一步高增，为满足流量需求，网络规模仍需匹配，不可避免仍需要加大资本开支。

8. 美对华为禁令再延期 90 天

据 C114 讯，8 月 19 日，美国商务部长罗斯在接受福克斯新闻台采访时表示，美国将把华为购买美国产品的“临时许可证”再延长 90 天，截止日期大约是 11 月 19 日。

罗斯对此表示，“很多美国农村的通讯公司都依赖华为设备，再次延长 90 天可以给这些公司更多时间来适应”。同时，将在“实体清单”上增加 46 家华为子公司，使华为受限制的实体子公司总数超过 100 家。

对此，华为回应称：“此举没有改变华为被不公正对待的事实，并反对美商务部关于向实体清单增加其他 46 家华为子公司的决定。不管临时许可延期与否，华为经营受到的实

质性影响有限，将继续聚焦做好自己的产品，服务于全球客户”。

风险提示

1. 中美贸易摩擦加剧。
2. 5G 进度不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com