

通信

运营商专题

超配

(维持评级)

2021年01月14日

## 纽交所摘牌冲击已过，静待运营商价值重估

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001  
 证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

### 事项：

因特朗普政府颁布的行政命令，美国纽约证券交易所 2020 年 12 月 31 日发布声明，将对中国联通、中国移动和中国电信三家中国公司进行退市处理，纽约证交所将于 2021 年 1 月 11 日上午 4:00（美国东部标准时间）暂停相关公司红筹美国存托证券的买卖。

纽约梅隆银行为运营商红筹美国存托证券代理机构。联通红筹美国存托证券持有人可以根据存托协议的条款和条件，将其持有的联通红筹美国存托证券交还给纽约梅隆银行以换取相应红筹公司的普通股，红筹公司的普通股在香港联交所进行交易。

受此影响，美资基金（包括股东含有美国资本的外资基金）强制卖出运营商股票，运营商港股股价不断下挫。

### 评论：

■ 事件冲击下，运营商估值来到 10 年内底部，适合长线资金布局

截止 2021 年 1 月 8 号，三大运营商港股股价受到事件影响下挫至底部。

图 1：中国移动近期美股和港股交易情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

运营商港股 PB 已跌至近十年最低水平，与可比上市公司相比，显著低估。

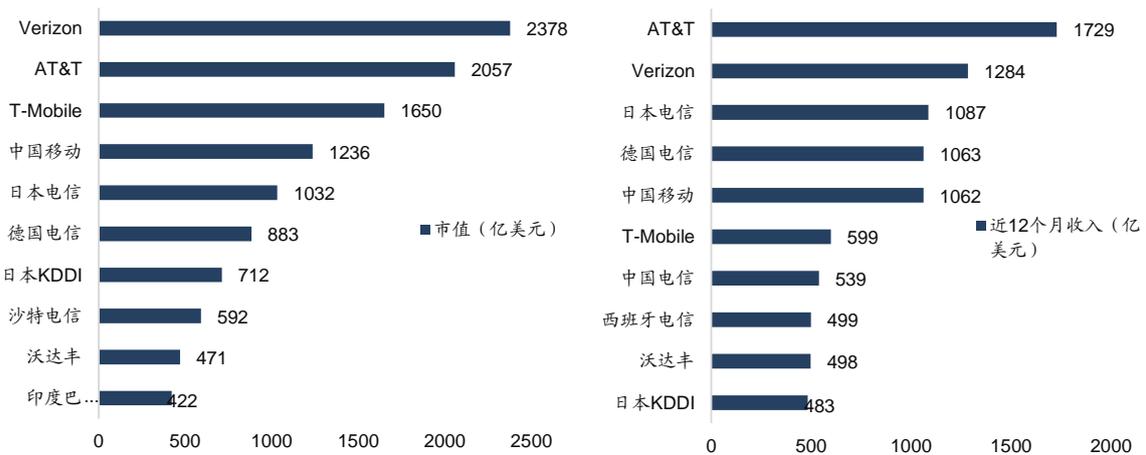
图 2: 近十年三大运营商港股 PB (TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

与全球运营商相比, 三大运营商估值处于低位。

图 3: 市值和收入分别全球排名前十的运营商



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理 (2021.01.12)

表 1: 全球运营商估值对比

运营商	股票代码	PE (TTM)	PE (2020E)	PE (2021E)	PB (2020Y)	EV/EBITDA(2020Y)	EV/EBITDA(2021E)	
美国	AT&T	T.N	12.24	9.29	9.18	1.11	6.78	6.7
	Telefonica	TEF.N	-	8.91	7.88	1.24	5.53	5.36
欧洲	vodafone	VOD.LN	16.47	-	18.28	0.66	4.32	7.3
	Orange	ORA.N	10.09	9.97	9.27	0.81	5.18	5.06
日本	NTT	9432.T	20.61	18.77	20.21	2.08	7.54	8.47
韩国	SK Telecom	017670.KS	17.3	15.11	11.08	0.84	5.64	5.42
	KT Corp	KT.N	9.69	8.79	7.47	0.43	2.48	2.4
中国	中国移动	0941.HK	7.52	7.33	7.19	0.7	1.37	1.35
	中国电信	0728.HK	7.25	6.86	6.69	0.41	1.79	1.74

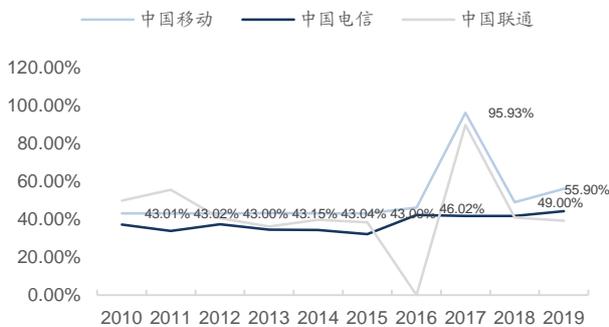
中国联通	0762.HK	10.73	9.95	8.76	0.43	0.55	1.87
香港电讯-SS	6823.HK	15.23	15.21	14.39	2.01	9.16	8.8
电迅盈科	0008.HK		188.33	46.12	2.65	7.34	6.98
中国卫通	601698.SH	163.4	174.55	160	6.79	7.27	6.96
中国联通	600050.SH	26.35	22.9	18.42	0.98	0.55	1.87
平均		26.41	38.15	24.64	1.51	4.68	5.02

资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理 (2021.01.12)

三大运营商股息率达到较高水平。运营商港股的股利支付率较高, 维持在 40% 上下的水平, 中移动最高, 在 50% 上下。同时由于中移动 EPS 较高, 其每年的分红达到了 5-6 元/股。

在本次下跌之后, 三大运营商的股息率也达到了较高的水平, 中国移动、中国电信、中国联通港股股息率分别来到了 7%、5.5%、3.2% 的水平。尤其是中国移动, 7% 以上的股息率超过了很多固定收益债券的收益率, 对于保险等长线资金投资价值凸显。

图 4: 近十年三大运营商港股股利支付率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 近十年三大运营商港股每股派息 (元/股)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 长期来看, 看好运营商价值重估

移动 ARPU 值拐点已现。在 2020 年政府工作报告中, 只提到了“宽带和专线平均资费降低 15%”以“推动降低企业生产经营成本”, 相较于以往针对普通居民的降低宽带套餐资费的要求, 政策力度边际改善, 移动 ARPU 值下行压力得到一定释放, 运营商拥有一定的定价权。

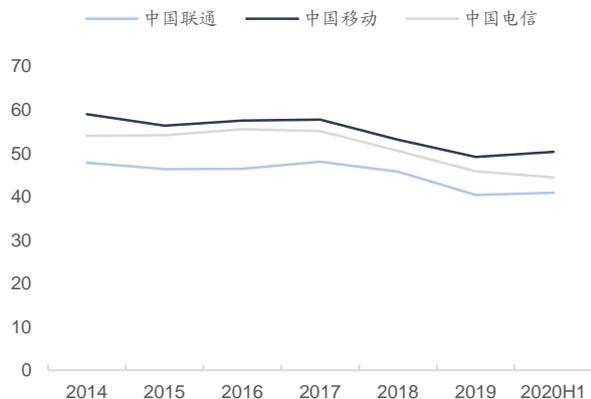
表 2: “提速降费”政策梳理

时间	内容
2015 年 5 月 13 日	李克强总理在主持召开国务院常务会议时再度明确促进提速降费的五大具体举措, 包括鼓励电信企业发布提速降费方案, 使城市平均宽带接入速率提升 40% 以上, 降低资费水平; 推进电信市场开放和公平竞争(推出流量不清零、流量转赠等服务)
2017 年 2 月 22 日	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 要求有关方面进一步顺应社会期盼, 继续深挖潜力, 抓紧再出台一批提速降费新措施, 加大电信基础设施投入, 提高网络服务能力和质量
2017 年 3 月 5 日	国务院总理李克强在《政府工作报告》中提及, 网络提速降费要迈出更大步伐, 年内全部取消手机国内长途和漫游费
2018 年 3 月 5 日	2018 年政府工作报告再次敦促提速降费, 要求年内取消流量“漫游”费, 且移动资费年内降低至少 30%、明显降低宽带费用。
2019 年 3 月 5 日	国务院总理李克强在十三届全国人大二次会议上作政府工作报告。报告提出, 今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”, 规范套餐设置
2019 年 12 月 23 日	全国工业和信息化工作会议在北京召开, 对 2020 年重点工作进行部署, 会议要求, 2020 年继续做好网络提速降费, 在扶贫助残领域实施精准降费

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

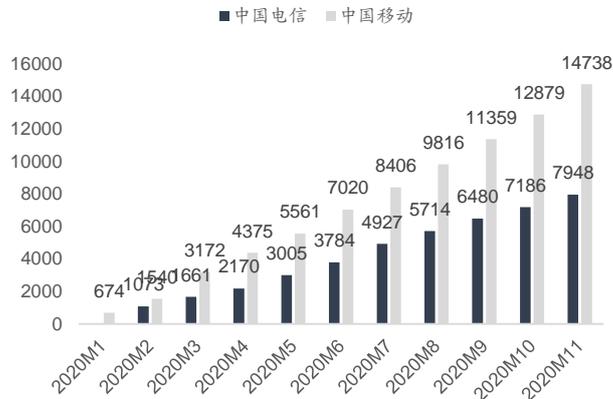
5G 套餐高 ARPU 值可显著提高整体移动 ARPU 值, 参考中国移动的数据, 5G 套餐相较于迁移前的 4G 套餐, ARPU 值提升了 5.9%。随着 5G 套餐占比的提升, 运营商整体 ARPU 值有望不断提升, 2020 年环比改善拐点已现。

图 6: 三大运营商移动 ARPU 值情况 (人/元/月)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 7: 运营商 5G 套餐用户数 (万)



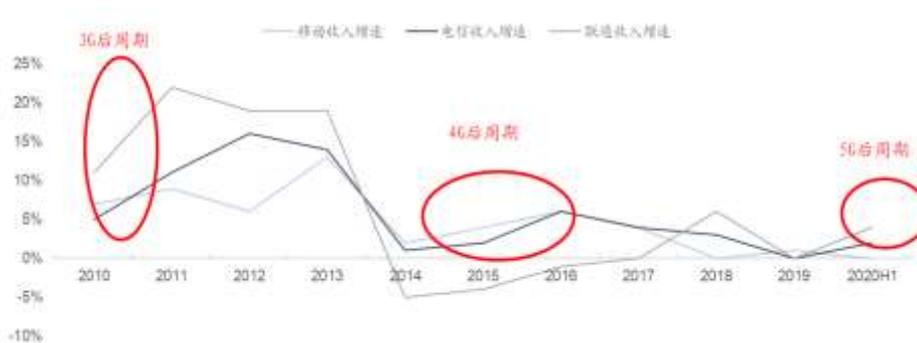
资料来源: 运营商官网, 国信证券经济研究所整理

**收入提升周期开启。**从历史看, 运营商收入增速提振的年份, 均是在基站建设的中后期, 经过一定的基础设施铺设及用户转化后, 网络升级红利开始显现

而每一次提升两年后又进入下降期, 主要是在用户数完成转化以及提速降费的趋势下, 套餐资费快速下降, 即 ARPU 值的下降, 导致了整体的收入增速下滑, 我们认为这在政策边际改善下将也有所改观

4G 周期运营商收入增速很难回到 2G/3G 时代的高位, 主要是网络的附加值部分被互联网厂商攫取, 即运营商被“管道化”, 这在 5G 时代也将有所改变, 因为运营商可以为 B 端客户提供网络增值服务, 这是互联网厂商所难以触及的 (遏制资本无序扩张)。

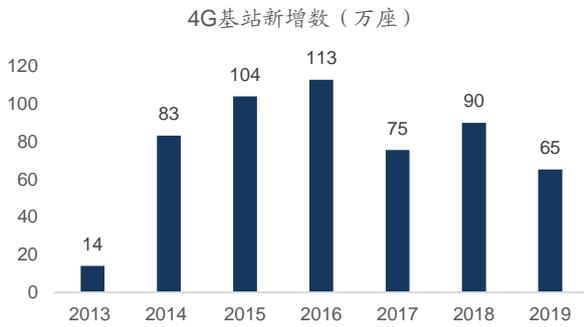
图 8: 近十年三大运营商收入增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

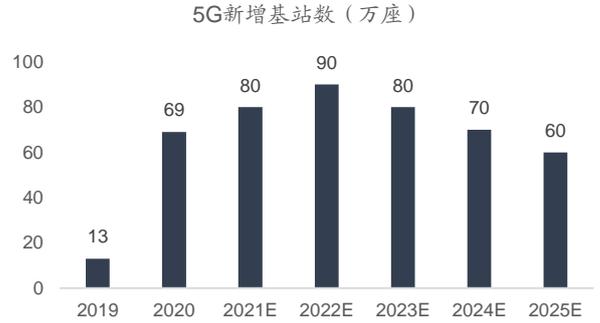
**5G 基站按需建设, 共建共享节省资本开支。**4G 基站建设的节奏是快速大范围全国铺开, 而 5G 基站建设是按需建设重点地区深度覆盖。5G 时代采用共建共享模式, 节省资本开支: 2019 年 9 月, 电信和联通宣布共建共享 5G 基站, 截止 2020 年上半年, 电信和联通已共建共享 5G 基站 15 万座左右, 节省投资成本超过 400 亿元; 中国移动拟与广电开展 5G 共建共享, 据报道, 中国移动与中国广电已签署 5G 共建共享合作框架协议, 将于 2021 年开展 5G 共建共享以及内容和平台合作。

图 9: 4G 基站新增数 (万座)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 10: 5G 基站新增数预测 (万座)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理及预测

**2B 业务占比快速提升, 资产价值有待重估。**5G 网络不仅仅服务于个人, 更多服务于产业。5G 网络加强了对车联网、工业互联网等产业的支持, 助力更多的产业进行数字化升级, 以中国联通为例, 其聚焦新媒体、工业互联网、交通、教育、医疗、文旅等重点行业, 打造 5G+行业解决方案, 2019 年已经打造了 30 个示范项目、20 个创新应用产品。

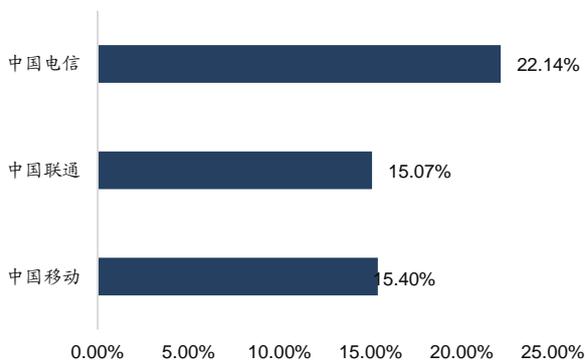
图 11: 中国联通 5G 行业应用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

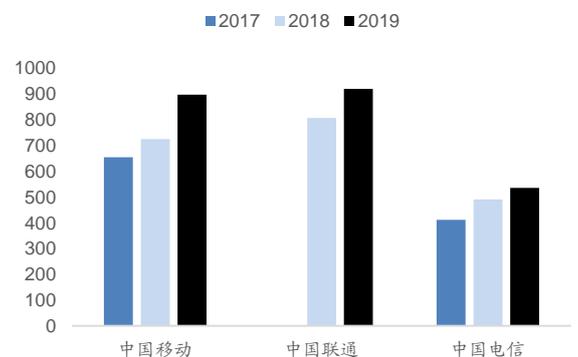
运营商从 2C 单一业务向 2B 多元化业务转型顺利推进。B 端业务主要面向政企客户, 包括 IDC、云、IOT、ICT 等, 运营商在该领域的定价权更高, 有望提升整体盈利能力。三大运营商 B 端业务均快速发展, 目前均占到整体服务收入的 15% 以上, 中国电信甚至超过 20%。

图 12: 三大运营商 2020 年上半年 B 端业务收入占比



资料来源: 运营商年报、国信证券经济研究所整理

图 13: 三大运营商 B 端业务收入 (亿元)



资料来源: 运营商年报 (电信用 DICT 业务代表政企业务收入)、国信证券经济研究所整理

表 3: 运营商 DICT 业务情况

业务收入 (亿元)	中国电信		中国移动		中国联通	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
IDC	234	254	72	105	138	162
云	45	71	13	20	10	24
IOT	15	19	75	88	21	30
ICT	197	193	25	67	62	113
合计	491	536	185	280	230	329
增速		9%		52%		43%

资料来源: 运营商年报、国信证券经济研究所分析师整理

行业无序竞争趋缓,运营费用率有望持续优化。以往监管部门对三大运营商采取市场份额的考核方式,以鼓励行业良性竞争,防止垄断。但是随着 4G 红利消退、市场饱和,同时运营商之间的服务趋于同质化,最后的竞争变为简单的价格战,以及通过各种方式争夺用户,行业竞争走向非理性。最典型的就是 2018 年三大运营商相继推出所谓的“不限量”套餐来争夺互联网用户,此外,终端补贴、门店优惠活动等走向白热化。行业的非理性竞争伤害了整个行业的盈利水平和健康发展,因此到 2019 年下半年,运营商高层开始呼吁行业走向理性竞争。

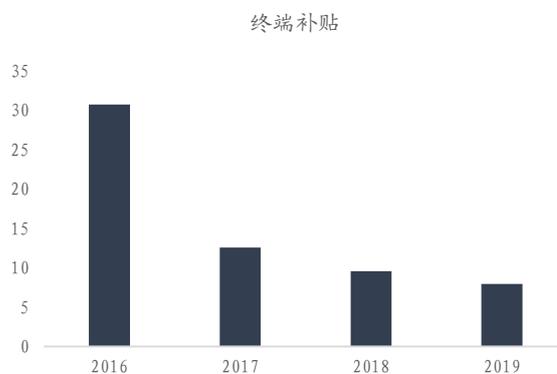
在此背景下,2019 年下半年运营商整体竞争策略都有所改变:(1)9 月份全面停售不限量套餐,即“达量限速”套餐,而是鼓励用户达到一定使用量后购买流量包,用价格对需求进行市场化调节。(2)清理无效渠道营业厅,压缩销售费用,以差异化服务和质量取胜,而不是靠营业厅进行轰炸式宣传。中国移动在 2019 年年报中提到已关停并转 4663 家营业厅。三大运营商 2019 年的销售费用率都有大幅下降,降本增效成为关键词。

图 14: 三大运营商销售费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

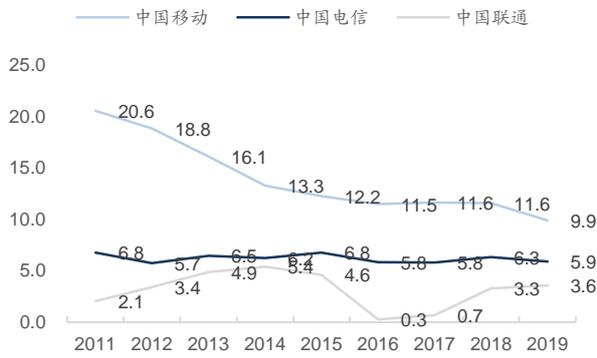
图 15: 中国联通终端补贴 (亿元)



资料来源: 中国联通年报、国信证券经济研究所整理

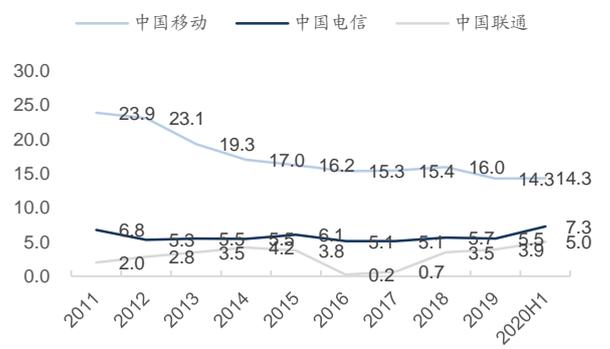
盈利能力复苏在即,有望“戴维斯双击”。三大运营商的净利率在 2020 年均看见显著的止跌回升趋势,参考前面的分析,我们认为运营商整体的盈利能力将逐步修复,ROE 触底反弹。而在 ROE 反转过程中,市场对于运营商的 PB 估值也有望修复,股价有望迎来“戴维斯双击”。

图 16: 三大运营商过去十年 ROE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 三大运营商过去十年净利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

提速降费政策力度加强; 5G 用户数增长不达预期; 运营商成本管控不达预期。

## 相关研究报告:

- 《通信行业 2021 年 1 月投资策略：静待估值修复，关注运营商+车联网机会》 ——2021-01-12  
 《数字浪潮系列之数字基础设施：通讯创新，打造数字经济发展新基石》 ——2021-01-11  
 《通信行业 2021 年投资策略：不卑不亢，砥砺前行---挖掘新赛道机会》 ——2021-01-08  
 《Snowflake-Q3FY21 季报点评：Q3，营收保持较快增长，数据库资源持续丰富》 ——2020-12-14  
 《通信行业 2021 年投资策略：不卑不亢，砥砺前行---挖掘新赛道机会》 ——2020-12-04

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032