

行业拐点确认，运营商价值凸显

——通信运营行业专题报告

✍️ : 分析师: 张建民 执业证书编号: S1230518060001
☎️ : 联系人: 汪洁 (S1230519120002)
✉️ : Email: zhangjianming1@stocke.com.cn

行业评级

通信运营 II

看好

报告导读

2020 年电信业务收入同比增长 3.6%，Q4 同比增 4.7%，5G 有望带动行业持续向上。运营商当前基本面向好，估值低、股息率高，价值凸显。

投资要点

□ 电信业务收入拐点形成，呈加速增收态势

2020 年全年电信业务收入累计完成 13564 亿元同比增 3.6%，增速较 2019 年增速 0.7% 提升 2.9pct，2020 年四季度单季电信业务收入同比增速 4.7%，较三季度单季的同比增速 3.4% 提升 1.4pct，自 2019 年 1-8 月转正以来呈持续提升态势，我们之前就电信业务收入拐点形成的判断基本得到验证。

移动 DOU 明显增长，移动短信收入明显改善

2020 年移动通信业务实现收入 8891 亿元，同比下降 0.4%，降幅较 2019 年的 -2.9% 明显收窄 2.5 个百分点。2020 全年 DOU 达 10.35G 同比增长 32%，12 月当月 DOU 达 11.92G 同比增长 38%；移动短信业务收入同比增长 2.4%，较 2019 年的下降 0.8% 明显好转。

固定增值业务是拉动电信业务增长的第一引擎

2020 年固定增值业务实现收入 1743 亿元，同比增长 26.9%，在电信业务收入中占比由上年 10.5% 提升至 12.9%，拉动电信业务收入增长 2.82 个百分点，对收入增长贡献率 79.1%。其中云计算、数据中心业务、大数据、物联网、IPTV 业务收入分别同比增长 85.8%、22.2%、35.2%、17.7%、13.6%。

5G 时期电信运营商的发展预期可以更加乐观

2020 年底已开通 5G 基站超 71.8 万个，5G 网络已覆盖全国地级以上城市及重点县市。预计 5G 用户将快速增长，驱动移动用户 DOU 和 ARPU 值提升；垂直行业应用逐步落地，将催化固定增值业务需求、提升固定增值业务价值。5G 时代电信运营商有望继续向上势头。

□ 投资建议：推荐联通，关注移动和电信

在基本面向好的同时，当前运营商估值低：H 股移动、联通、电信 PB 仅 0.79/0.46/0.41 倍，大幅低于 5 年历史中枢 1.29/0.77/0.80 倍，更低于全球行业可比 1.85 倍；股息率高：H 股移动、联通、电信为 8.8%/3.4%/5.6%。

我们推荐联通，业绩弹性最为可观；关注移动，家庭业务和政企业务驱动成长；关注电信，固移融合优势明显，2020 年唯一实现移动用户净增长。

风险提示：运营商费用支出超预期；移动 ARPU 下降超预期；5G 应用发展不及预期等。

相关报告

- 1 《运营商投资价值凸显》2021.01.10
- 2 《通信运营行业专题报告：运营商呈增收态势，推荐联通/关注移动》2020.12.28
- 3 《通信 9 月运营数据点评：固定增值业务仍为主要增长驱动力》2020.10.21
- 4 《通信业 8 月运行情况点评：电信业务收入延续增长态势》2020.09.22
- 5 《上半年数据验证运营商机会——运营商行业专题报告》2020.08.21

报告撰写人：张建民

联系人：汪洁

正文目录

1. 电信业务：加速增收态势.....	3
2. 移动通信：DOU 增长明显.....	5
3. 固定增值：增长第一引擎.....	6
4. 投资建议：板块价值凸显.....	7
5. 风险提示.....	9

图表目录

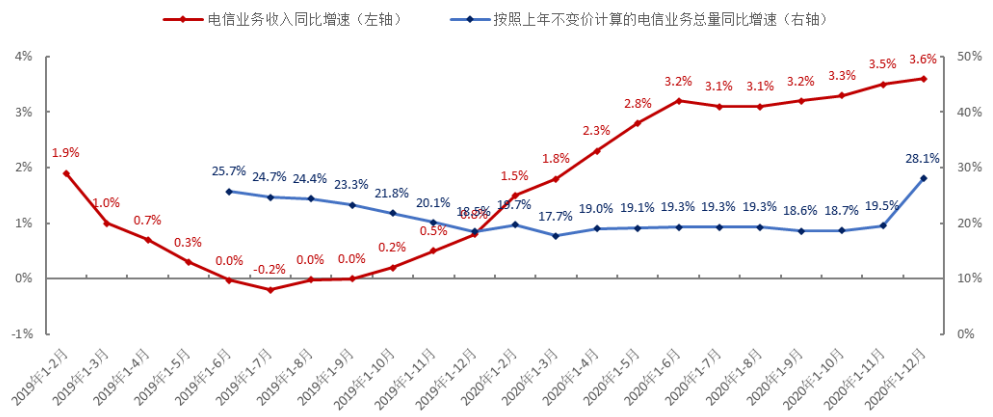
图 1：2019-2020 年电信业务收入和电信业务总量累计月度增速.....	3
图 2：2018 年-2020 年电信业务收入情况.....	3
图 3：2019 年 3 月-2020 年 12 月电信业务收入情况.....	4
图 4：2015 年-2020 年全国基站建设情况.....	4
图 5：5G 手机出货量及渗透率情况.....	4
图 6：中国移动、中国电信 5G 用户数发展情况.....	4
图 7：2015 年-2020 年移动通信业务情况.....	5
图 8：2015-2020 年移动数据及互联网业务情况.....	5
图 9：2015 年-2020 年移动互联网接入流量和 DOU 情况.....	5
图 10：2019-2020 年移动用户 DOU 及同比情况.....	5
图 11：2015 年-2020 年移动短信业务情况.....	6
图 12：2015 年-2020 年固定通信业务情况.....	6
图 13：2015-2020 年固定数据及互联网业务情况.....	7
图 14：2020 年固定增值业务情况.....	7
图 15：2020 年固定增值业务各细分业务增长情况.....	7
图 16：全球部分运营商 PB（MRQ）情况.....	8
图 17：H 股三大运营商各年报报告期股息率情况（2021.1.22 股价）.....	8
图 18：2020 年三大运营商移动用户数净增情况.....	9
图 19：2020 年三大运营商固网宽带用户数净增情况.....	9
表 1：三大运营商盈利预测情况.....	8

1. 电信业务：加速增收态势

工信部数据，2020 年全年，电信业务收入累计完成 13564 亿元，同比增长 3.6%，我们之前就电信业务收入拐点形成的判断基本得到验证，2020 年全年同比增速较 2019 年同比增速 0.7% 提升 2.9 个百分点，自 2019 年 1-8 月起电信业务收入累计同比转正以来呈现加速提升态势。

按照上年不变价计算的电信业务总量为 15032 亿元，同比增长 20.6%，尤其 2020 年 1-11 月和 1-12 月电信业务总量明显增加 19.5% 和 28.1%，我们认为这主要由 5G 带动移动用户 DOU 增加和固定增值业务快速增长所致。

图 1：2019-2020 年电信业务收入和电信业务总量累计月度增速

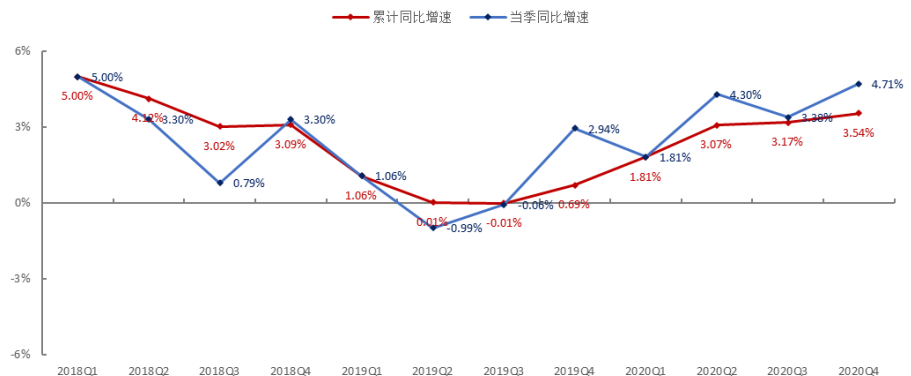


资料来源：工信部，浙商证券研究所

季度数据来看，行业持续向好趋势更加明确。

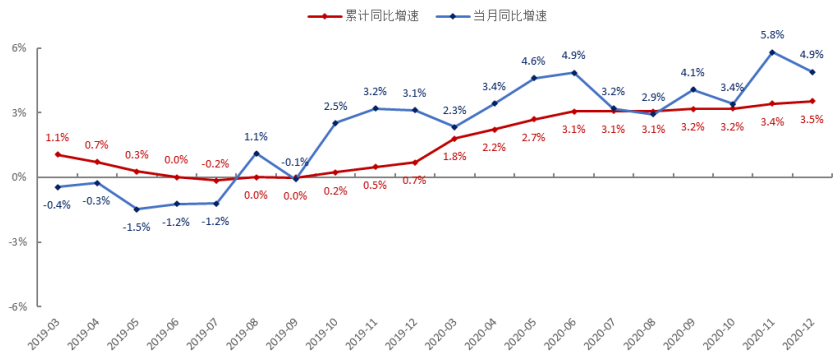
2020 年四季度单季电信业务收入同比增速 4.7%，较第三季度的同比增速 3.4% 提升 1.4 个百分点，其中 2020 年 12 月同比增长 4.9%，11 月单月同比增长 5.8%。自 2019 年二季度单季同比增速触底以来，持续向好。

图 2：2018 年-2020 年电信业务收入情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 3：2019 年 3 月-2020 年 12 月电信业务收入情况

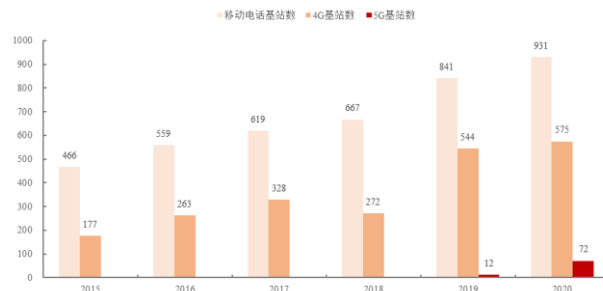


资料来源：工信部，浙商证券研究所

5G 网络和 5G 用户发展顺利。

2020 年，全国移动通信基站总数达 931 万个，全年净增 90 万个。其中 4G 基站总数达到 575 万个，城镇地区实现深度覆盖。5G 网络建设稳步推进，按照适度超前原则，新建 5G 基站超 60 万个，全部已开通 5G 基站超过 71.8 万个，其中中国电信和中国联通共建共享 5G 基站超 33 万个，5G 网络已覆盖全国地级以上城市及重点县市。

图 4：2015 年-2020 年全国基站建设情况

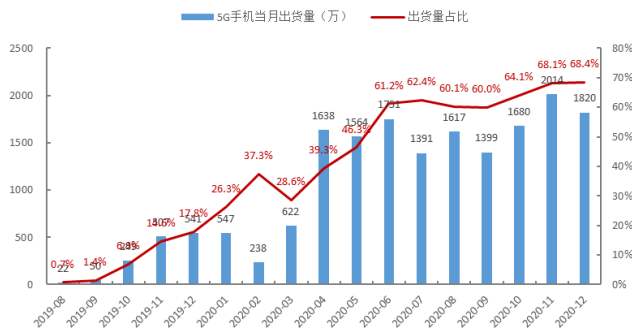


备注：5G 基站数，2020 年新建 5G 基站超 60 万个，2020 年底全部已开通 5G 基站超过 71.8 万个

资料来源：工信部，浙商证券研究所

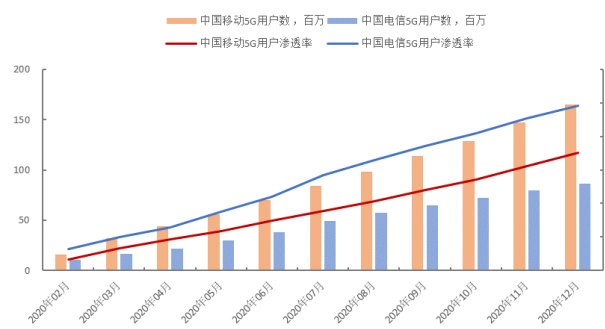
2020 年年国内市场 5G 手机累计出货 1.63 亿部、上市新机型累计 218 款，占比分别为 52.9%和 47.2%。2020 年 12 月当月 5G 手机出货量占比 68.4%。截至 2020 年 12 月底，中国移动、中国电信分别发展 5G 用户 1.65 亿、8650 万户，渗透率分别达到 17.5%、24.6%。

图 5：5G 手机出货量及渗透率情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 6：中国移动、中国电信 5G 用户数发展情况



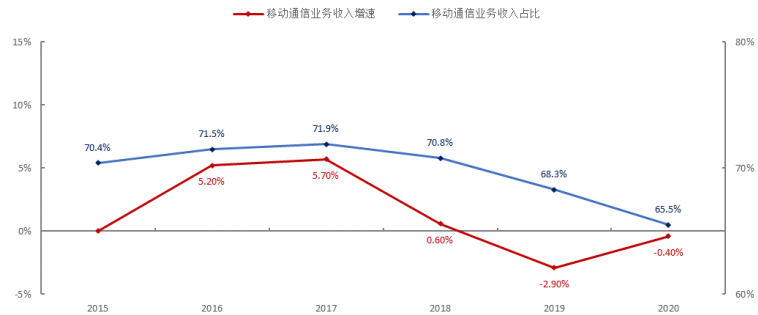
资料来源：工信部，浙商证券研究所

2021 年 5G 网络建设与应用预期乐观，随着 5G 用户数的持续提升和行业应用的发展，5G 时代电信运营商收入有望继续向上势头。

2. 移动通信：DOU 增长明显

2020 年，移动通信业务实现收入 8891 亿，同比下降 0.4%，降幅较 2019 年的-2.9% 收窄 2.5 个百分点，电信业务收入占比降至 65.5%，比 2017 年峰值回落 6.4 个百分点。

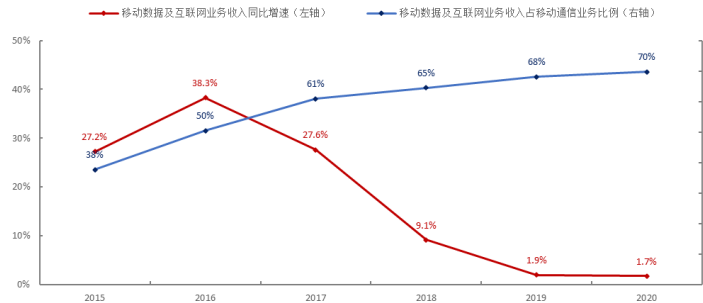
图 7：2015 年-2020 年移动通信业务情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

其中，移动数据及互联网业务实现收入 6204 亿元，比上年增长 1.7%，在电信业务收入中占比由上年的 46.6% 下滑到 45.7%，拉动电信业务收入增长 0.79 个百分点，对收入增长贡献率为 22.3%。

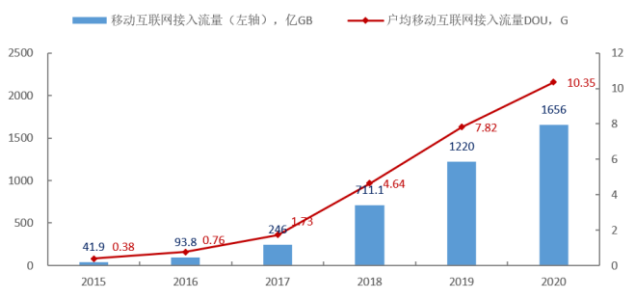
图 8：2015-2020 年移动数据及互联网业务情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

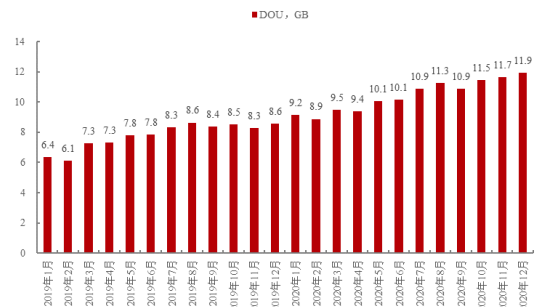
2020 年，移动互联网接入流量消费达 1656 亿 GB，同比增长 36%，全年移动互联网月户均流量 DOU 达 10.35G，同比增长 32%，12 月当月 DOU 高达 11.92G 较 2019 年同期的 8.6G 增长 38.4%。随着 5G 用户渗透率的提升，预计移动用户 DOU 将继续增长势头。

图 9：2015 年-2020 年移动互联网接入流量和 DOU 情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

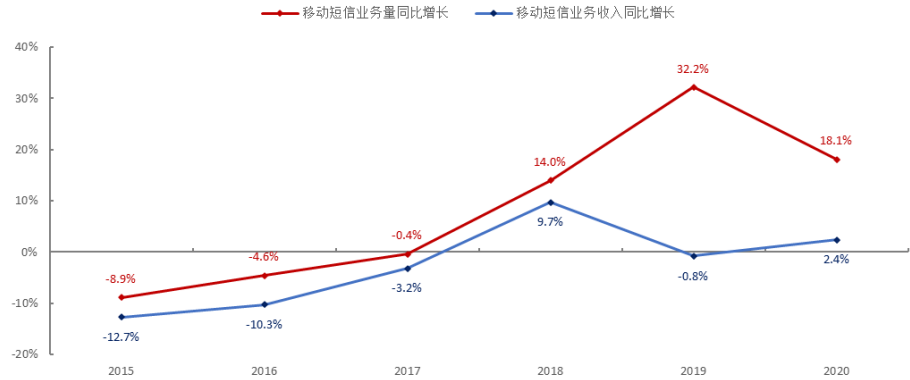
图 10：2019-2020 年移动用户 DOU 及同比情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

2020 年，全国移动短信业务量比上年增长 18.1%，增速较上年下降 14.1 个百分点；移动短信业务收入比上年增长 2.4%，较 2019 年的下降 0.8% 明显好转。

图 11：2015 年-2020 年移动短信业务情况

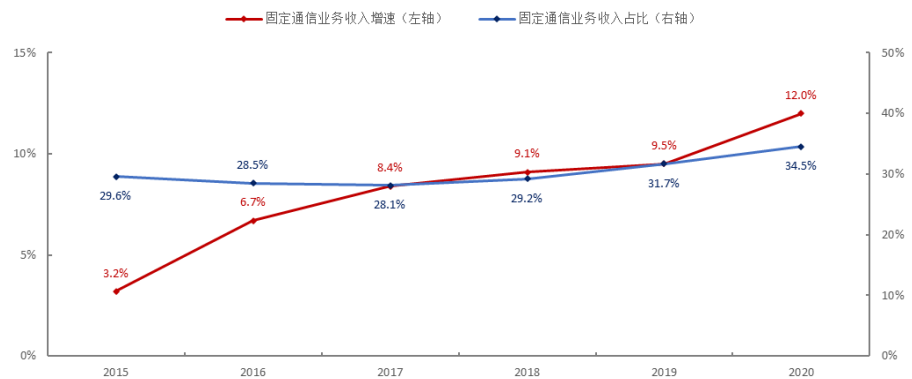


资料来源：工信部，浙商证券研究所

3. 固定增值：增长第一引擎

2020 年，固定通信业务实现收入 4673 亿元，比上年增长 12%，在电信业务收入中占比达 34.5%，占比较上年提高 2.8 个百分点，占比连续三年提高。

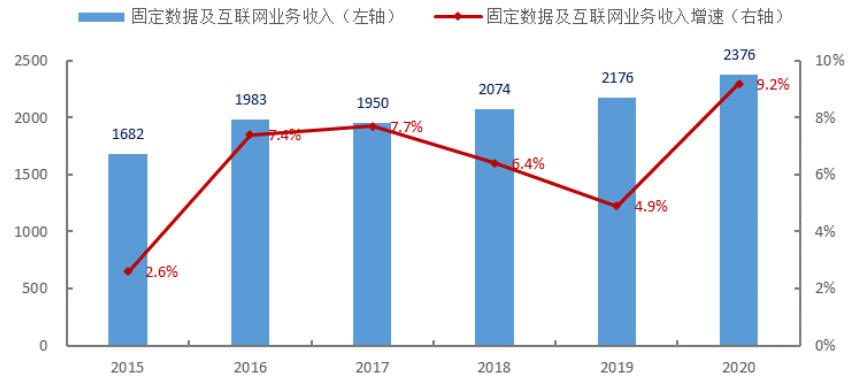
图 12：2015 年-2020 年固定通信业务情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

2020 年，固定数据及互联网业务实现收入 2376 亿元，比上年增长 9.2%，在电信业务收入中占比由上年的 16.6% 提升至 17.5%，拉动电信业务收入增长 1.53 个百分点，对全行业电信业务收入增长贡献率达 42.9%。

图 13：2015-2020 年固定数据及互联网业务情况



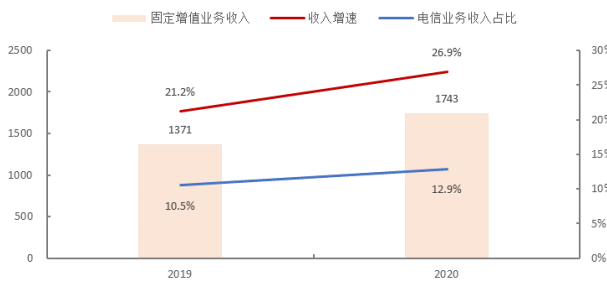
资料来源：工信部，浙商证券研究所

三家基础电信企业应用云计算、大数据、物联网、人工智能等新技术，大力拓展新兴业务，固定增值及其他业务的收入成为增长第一引擎。2020 年，固定增值业务实现收入 1743 亿元，比上年增长 26.9%，在电信业务收入中占比由上年的 10.5% 提升至 12.9%，拉动电信业务收入增长 2.82 个百分点，对收入增长贡献率达 79.1%。

其中，数据中心业务、云计算、大数据以及物联网业务收入比上年增长 22.2%、85.8%、35.2% 和 17.7%；IPTV（网络电视）业务收入 335 亿元，比上年增长 13.6%。

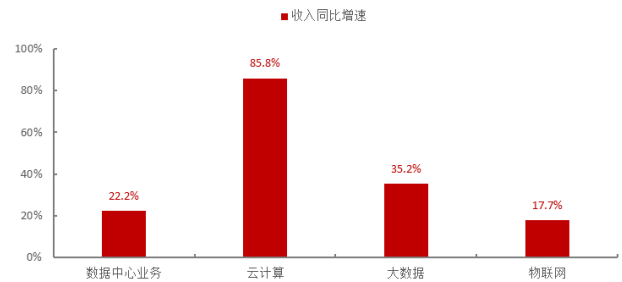
截至 2020 年底，三家基础电信企业发展蜂窝物联网用户达 11.36 亿户，全年净增 1.08 亿户，其中应用于智能制造、智慧交通、智慧公共事业的终端用户占比分别达 18.5%、18.3%、22.1%。发展 IPTV（网络电视）用户总数达 3.15 亿户，全年净增 2120 万户。

图 14：2020 年固定增值业务情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 15：2020 年固定增值业务各细分业务增长情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

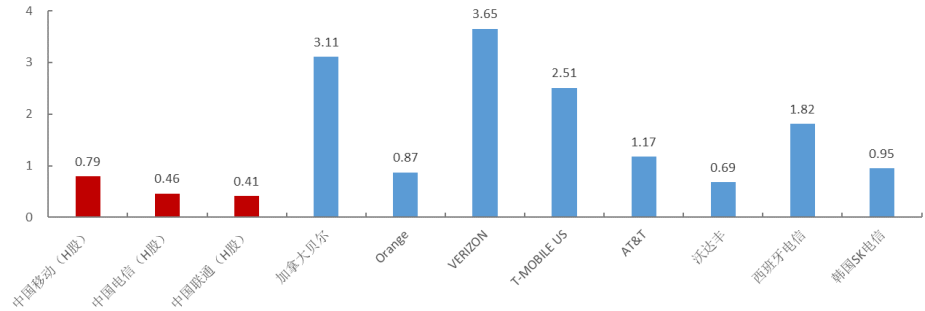
4. 投资建议：板块价值凸显

电信行业收入拐点已经形成，2021 年 5G 网络建设与应用预期乐观，随着 5G 用户数的增长和行业应用发展的提速，未来电信业务收入有望继续向上态势。

当前 H 股中国移动、中国联通、中国电信 PB 仅 0.79 倍、0.46 倍、0.41 倍，大幅低于 5 年历史中枢的 1.29 倍、0.77 倍、0.80 倍，更低于全球行业可比水平的 1.85 倍。运营

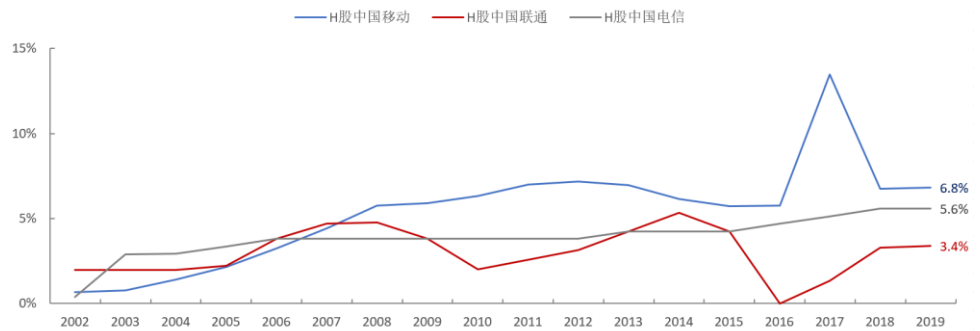
商基本面稳中向好，有望继续估值修复，同时 H 股中国移动、中国联通、中国电信拥有较高的股息率，板块投资价值凸显。

图 16：全球部分运营商 PB (MRQ) 情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：H 股三大运营商各年报报告期股息率情况 (2021.1.22 股价)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：三大运营商盈利预测情况

股票代码	公司简称	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600050.SH	中国联通	0.21	0.28	0.35	22.0	16.5	13.2
0941.HK	中国移动	5.26	5.41	5.52	7.5	7.3	7.1
0728.HK	中国电信	0.26	0.27	0.29	7.4	7.2	6.8
0762.HK	中国联通	0.41	0.47	0.53	10.2	8.9	7.9

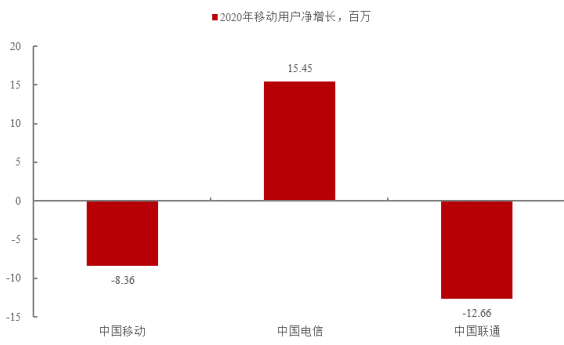
资料来源：中国联通（600050.SH）预测数据来自浙商证券研究所，其他来自 Wind 一致预期

推荐中国联通，在创新业务快速发展增速领先预期和共建共享降本增效预期的双向积极带动下，中国联通业绩弹性最为可观。

关注中国移动，2020 年宽带用户净增在三大运营商中遥遥领先，宽带市场占有率达到 43%，移动业务也有望随着 5G 用户渗透提升和价值品牌运营效果的体现持续改善。

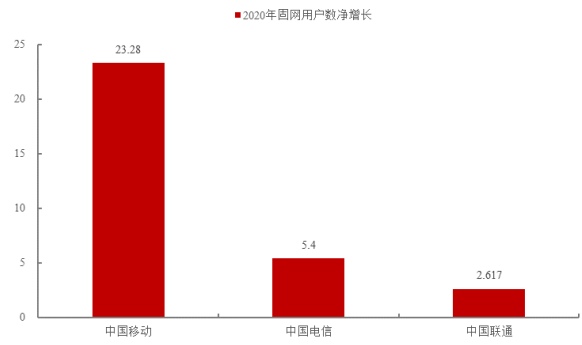
关注中国电信，中国电信 2020 年移动用户新增 1545 万户，三家运营商中唯一实现净增长，5G 用户数渗透率达到了 24.6%，移动业务发展势头良好。

图 18：2020 年三大运营商移动用户数净增情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 19：2020 年三大运营商固网宽带用户数净增情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

5. 风险提示

运营商费用支出超出预期；移动 ARPU 下降幅度超出预期；5G 应用发展不及预期的风险等。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>