

2021年03月10日

# 中国电信拟回 A 上市，“云改数转”面向 5G 蓄势已发 增持（维持）

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

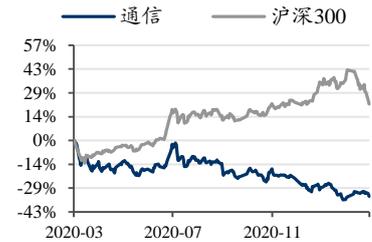
研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

## 投资要点

- **事件摘要：**中国电信于 3 月 9 日发布公告称拟公开发行 A 股不超过 120.93 亿股。中国电信公布 2020 年年度业绩报告，全年实现营收 3935.61 亿元，同比上升 4.74%，实现主营业务收入 3737.98 亿元，同比增长 4.5%，行业平均水平为 3.6%，高于行业平均水平 0.9pp。
- **把握数字化转型发展机遇，加快云网融合战略布局：**电信的“云网”布局自 2014 年提出开始不断完善，当前中国电信已经明确“2+4+31+X+O”的云网融合资源布局，此次中国电信 A 股 IPO 的募投方向进一步明确公司加快云改数转战略布局的决心。资本开支方面，中国电信 2021 年资本开支规划 870 亿元，其中产业数字化投资占比达到 25.3%，相比 2020 年提升 9.70pp，5G 资本开支约 397 亿元。
- **ToC&ToB 业务共振，带动业绩稳步向上：**移动业务收入高达 1816.87 亿元（包括语音与数据流量），较去年收入提升 3.5%；互联网业务收入为 2080.19 亿元，占总收入比重的 52.86%，较 2019 年（1972.44 亿元）上升 5.46%，智慧家庭收入高达 111.02 亿元，较 2019 年（8077 亿元）增长 37.5%。我们认为未来 2021 年公司将全面实施数字化转型战略，加速新型基础设施建设与云网融合，为内外数字化转型赋能，积极投入 5G 建设，推动机制体制改革，为公司发展注入新动能。
- **5G 时期迎 B 端业务机遇，三大运营商加快布局：**回顾三大运营商历史融资进程，我们认为，此次电信 IPO 募资项目有三大不同：1）云网共同建设，加强云网融合；2）加快转型节奏，把握数字化发展机遇；3）拓展 2B 业务，打开盈利空间。当前三大运营商均在加快 B 端业务的战略布局，中国电信 2020 年产业数字化转型收入达到 627 亿元，移动和联通 2019 年产业互联网收入分别达到 280 亿元和 328.6 亿元，同比分别上升 51.51%和 42.81%。
- **建议关注的标的：**中国移动、中国联通（A/H）、中国电信。
- **风险提示：**5G 产业进度不及预期；运营商资本开支不及预期；数字化转型进度不及预期。

## 行业走势



## 相关研究

- 1、《运营商深度研究：站在十年新征程的起点》2021-03-09
- 2、《通信行业跟踪周报：本周专题：不同于市场一般认知，数字化转型浪潮下，为何同时看好运营商和主设备商？》2021-03-07
- 3、《通信行业跟踪周报：本周专题：当前时点如何看新基建、运营商和 5G 应用？》2021-02-28

## 内容目录

1. 募投聚焦云网方向，ToB 业务将会有更大发展 .....	3
1.1. 电信此次 IPO 募投项目情况梳理 .....	3
1.2. “云网”布局逐步完善，迎来更大发展机遇 .....	3
1.3. 加大产业数字化资本投入，加快战略转型升级 .....	4
2. ToC&ToB 业务共振，推动业绩稳步向上 .....	5
2.1. 传统 ToC 业务：5G ARPU 更高，带动传统 ToC 业务稳步向上 .....	6
2.2. 智慧家庭与云网数字化业务贡献逐步提升 .....	7
3. 5G 时期迎 B 端业务机遇，三大运营商加快布局 .....	8
3.1. 三大运营商历史融资情况梳理 .....	8
3.2. 加快 B 端业务布局，拥抱更广阔空间 .....	9
4. 投资建议 .....	10
5. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 中国电信云网融合发展布局历史进程 .....	3
图 2: 中国电信 2020 年资本开支和 2021 年资本开支规划 (亿元) .....	4
图 3: 中国电信营业收入与同比增速 .....	5
图 4: 中国电信净利润与同比增速 .....	5
图 5: 中国电信整体 ARPU 值 (元) .....	6
图 6: 5G ARPU 值 (元) .....	6
图 7: 手机用户数市场占有率 (单位: %) .....	6
图 8: 中国电信数据流量 (单位: kTB) .....	6
图 9: 中国移动产业互联网营收及增速 (亿元, %) .....	9
图 10: 中国电信产业互联网营收及增速 (亿元, %) .....	9
图 11: 中国联通产业互联网营收及增速 (亿元, %) .....	10
图 12: 三大运营商产业互联网收入及增速 (亿元, %) .....	10
表 1: 中国电信 2021 年业务目标 .....	5
表 2: 中国电信主营业务收入情况 .....	6
表 3: 中国电信 4G/5G DOU .....	7
表 4: 中国电信营业收入构成 (单位: 亿元) .....	7
表 5: 中国电信智慧家庭与工业数字化业务情况 (单位: 百万元, %) .....	8
表 6: 三大运营商历史融资事件及资金投向 .....	8
表 7: 三大运营商港股 P/B (截止日期为 2020 年 3 月 10 日) .....	10

## 1. 募投聚焦云网方向，ToB 业务将会有更大发展

### 1.1. 电信此次 IPO 募投项目情况梳理

中国电信于 3 月 9 日发布公告称拟公开发行 A 股不超过 120.93 亿股（即不超过本次 A 股发行后公司已发行总股本的 13%）。此次募资将用于 5G 产业互联网建设项目、云网融合新型信息基础设施项目及科技创新研发项目。

资金具体用途包含三个方面：

1) **把握数字化发展机遇，推动云改数转战略落地。**本次 A 股发行有助于中国电信把握经济社会数字化转型机遇，推动云改数转战略落地，增强科技创新能力，从而为公司高质量发展打下坚实基础。

2) **拓宽融资渠道，增强可持续发展能力。**本次 A 股发行有助于公司建立更加灵活、多元化的融资渠道，利用境内外资本市场，拓宽资金来源，壮大资本实力，提高抗风险能力，增强可持续发展能力。

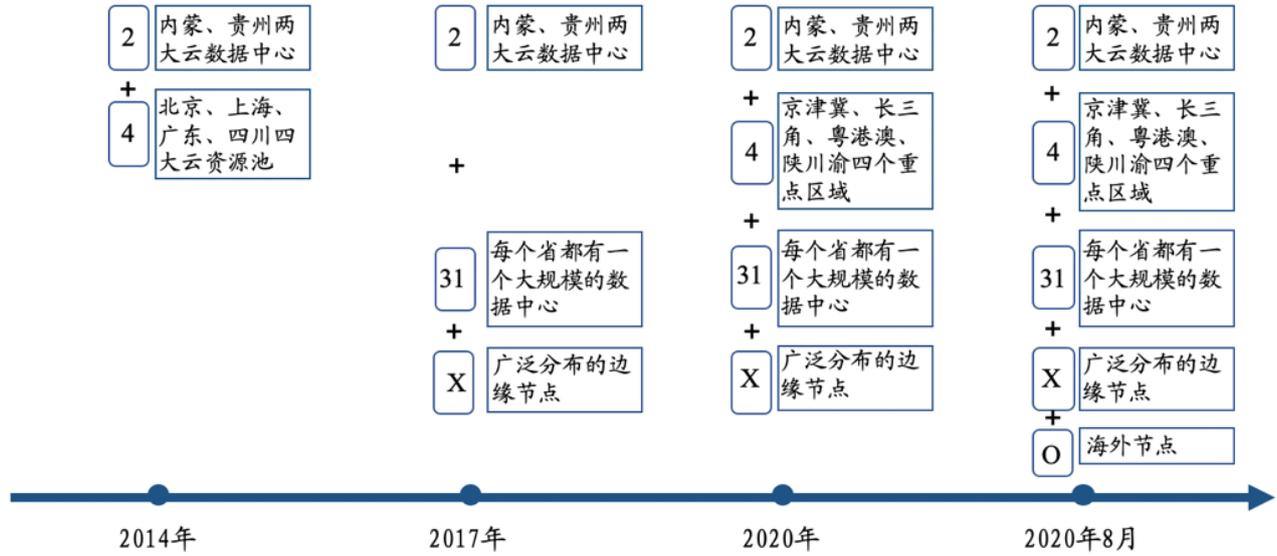
3) **完善公司治理，提升综合竞争实力。**本次 A 股发行有利于优化公司治理结构，通过引入与公司发展战略相契合、能力资源互补、具有协同效应的战略投资人，提升治理水平，进一步增强综合竞争实力。

### 1.2. “云网”布局逐步完善，迎来更大发展机遇

作为基础电信运营商和网络强国建设主力军，中国电信日前明确了“2+4+31+X+O”的云网融合资源布局。自 2014 年以来，中国电信先后通过“4+2”布局、“2+31+X”布局和“2+4+31+X”布局形成独特的云网融合资源优势，且公司正在推进“天翼云”向“2+4+31+X+O”的层次化布局演进。“2”是两个服务全球的中央数据中心；“4”分别是京津冀、长三角、粤港澳、陕川渝等 4 个重点区域节点；“31”是指每一个省份都有一个数据中心；“X”指广泛分布的边缘节点，部署在离用户最近的层面；“O”是指海外节点。

中国电信表示要全力做强云网能力，打造基于云网融合的数字化平台和开放的生态，最终实现一体化云网基础设施、一体化云网产品和一体化云网运营体系，赋能全社会向数字经济转型。

图 1：中国电信云网融合发展布局历史进程



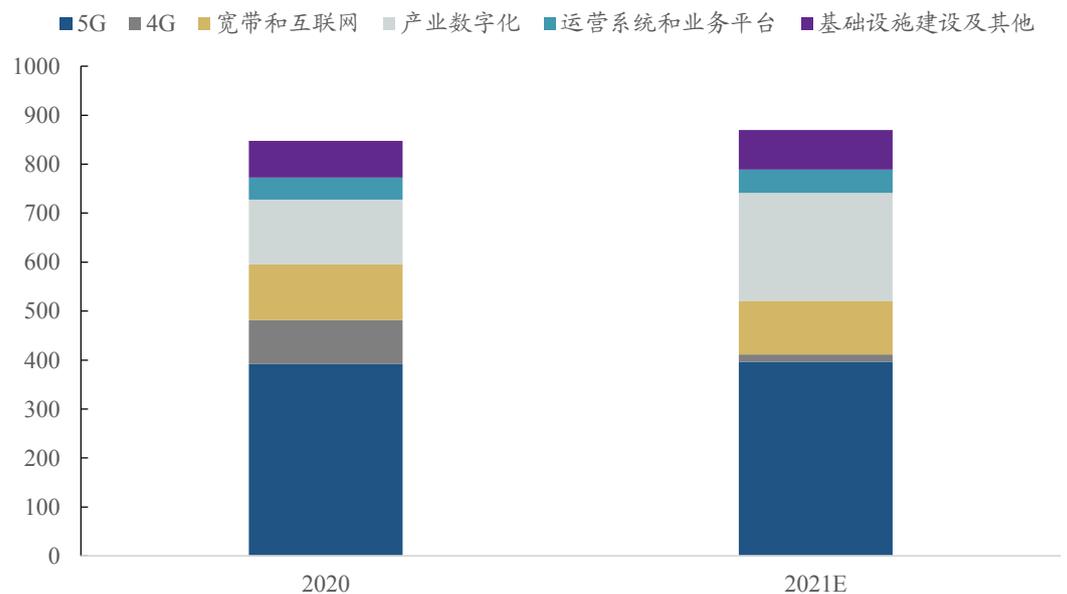
数据来源：中国电信，东吴证券研究所

### 1.3. 加大产业数字化资本投入，加快战略转型升级

此次电信 A 股上市正值公司云改数转战略布局的关键时期，未来资金投入也将更注重产业数字化转型方向。电信 2021 年资本开支规划 870 亿元，其中产业数字化投资占比达到 25.3%，相比 2020 年提升 9.70pp。5G 时期 B 端业务的变革相比于 C 端业务更加重要，中国电信未来的资本开支计划展现了其加快产业数字化转型的决心。

我们认为，未来 2B 端的产业数字化业务将占据运营商更重要的业务比重，给运营商业绩带来新的增量。5G 方面，中国电信同样在加快资本开支，2020 年中国电信 5G 资本开支 392 亿元，预计到 2021 年将提升到 397 亿元。

图 2：中国电信 2020 年资本开支和 2021 年资本开支规划（亿元）



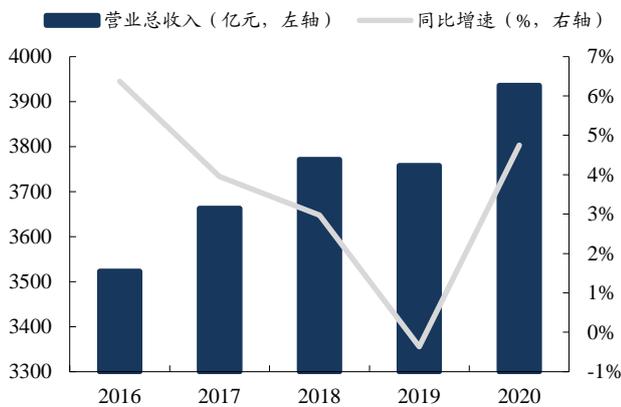
数据来源：中国电信，东吴证券研究所

## 2. ToC&ToB 业务共振，推动业绩稳步向上

2021年3月9日，中国电信公布2020年年度业绩报告，全年实现营收3935.61亿元，同比上升4.74%，实现主营业务收入3737.98亿元，同比增长4.5%，行业平均水平为3.6%，高于行业平均水平0.9pp。

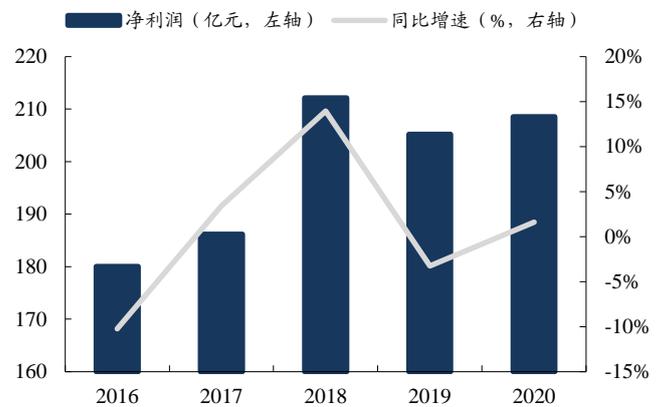
2020年中国电信云收入达到138亿元，较去年上升58.4%，同时智慧家庭业务增长37.5%。

图3：中国电信营业收入与同比增速



数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

图4：中国电信净利润与同比增速



数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

同时中国电信对2021年相关的业务目标进行披露，其中5G用户数净增加8000万人，截止2020年12月31日，中国电信的5G用户数为8650万人，根据最新数据测算，预计2021年中国电信5G用户数将达到1.67亿人，同比增加约92%；我们认为，2021年随着5G基础设施的进一步完善，5G用户数将进一步快速提升。

其次强调加快数字化转型业务发展，2021年实现两位数的增长；我们认为，随着5G产业的进一步推进ToB业务将成为运营商发力的重点，同时也将成为运营商收入的重要新增量。

表1：中国电信2021年业务目标

业务	2021年目标
手机用户数净增加	1200万人
5G用户数净增加	8000万人
宽带用户净增加	500万人
数字化转型收入	实现两位数增长
服务收入	保持健康增长
净利润	保持健康增长
股息	保持稳定

数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

## 2.1. 传统 ToC 业务：5G ARPU 更高，带动传统 ToC 业务稳步向上

2020 年，中国电信移动业务收入高达 1816.87 亿元（包括语音与数据流量），较去年收入提升 3.5%；语音收入自 2019 年（267.21 亿元）下降 7.1%；数据流量收入 2020 年高达 1564.43 亿元，同比上升 5.4%。

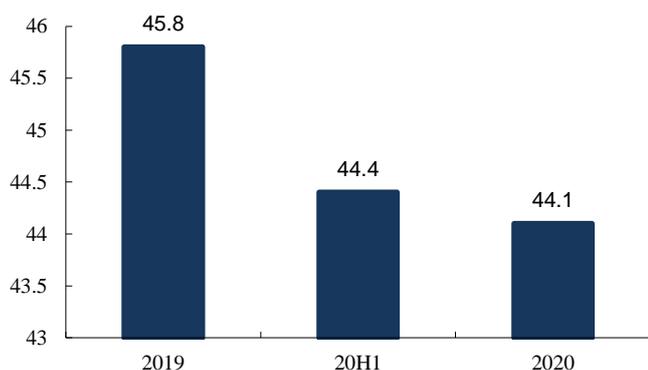
表 2：中国电信主营业务收入情况

	2017	2018	2019	2020
<b>移动服务收入(亿元)</b>	<b>1805</b>	<b>1677</b>	<b>1756</b>	<b>1817</b>
收入占比 (%)	49.30%	44.47%	46.72%	46.16%
YOY (%)	4.83%	-7.11%	4.68%	3.50%
<b>固网服务收入</b>	<b>1857</b>	<b>1827</b>	<b>1821</b>	<b>1921</b>
收入占比 (%)	50.70%	48.45%	48.46%	48.81%
YOY (%)	3.13%	-1.61%	-0.35%	5.52%
<b>其他收入</b>		<b>267</b>	<b>181</b>	<b>198</b>

数据来源：中国电信财报，东吴证券研究所

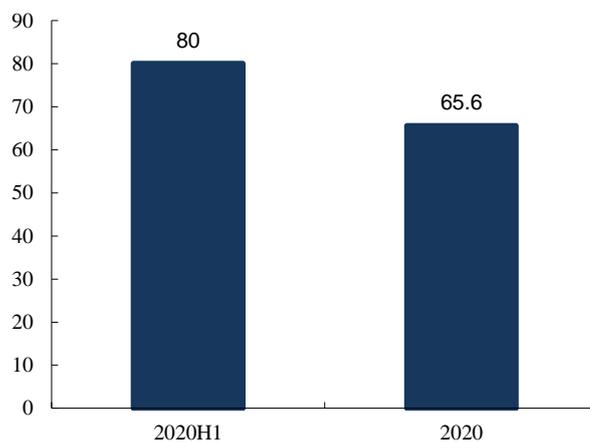
**中国电信表示，2021 年 4G 提升到 5G 以后，ARPU 预计将提升 10%以上：**2020 年中国电信 ARPU 值为 44.1 元，较 2019 年（45.8 元）下滑 3.7%，2020 年年末 5G ARPU 值 65.6 元，较 2020 年年中有所下滑，主要是因为前期基本为高净值客户；随着 5G 用户数的提升，中国电信的 ARPU 值将进一步提升，预计 2021 年 4G 提升到 5G 以后移动 ARPU 要提升 10%以上。

图 5：中国电信整体 ARPU 值（元）



数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

图 6：5G ARPU 值（元）

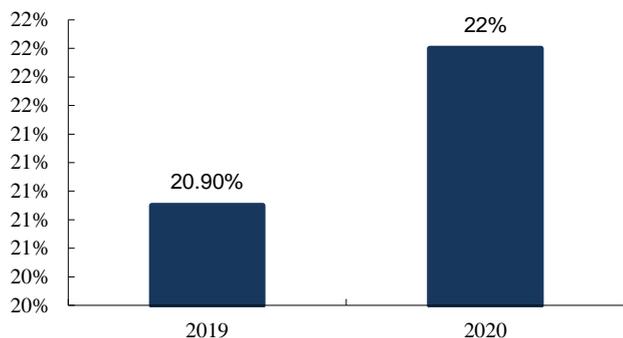


数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

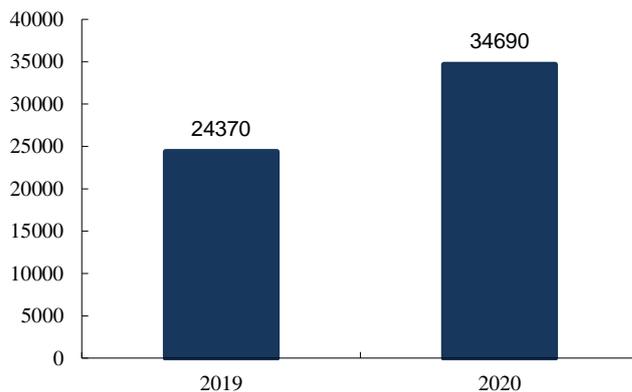
**用户数与流量双增长，促进手机上网业务收入上升：**2020 年，中国电信手机用户达 3.51 亿人，手机数据流量使用高达 34690KTb，较 2019 年（24370 KTb）提升 42.3%；2020 年中国电信在用户市占率为 22%，较 2019（20.9%）提升 1.1pp。

图 7：手机用户数市场占有率（单位：%）

图 8：中国电信数据流量（单位：kTB）



数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所



数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

**流量用户双增长，DOU 稳步向上：**2020 年电信手机上网总流量达 34690kTB，同比 2019 年提升 42.35%；移动用户数稳步增长 2020 年较 2019 年净增长 1543 万用户，整体 DOU 稳步提升。

表 3: 中国电信 4G/5G DOU

	2016	2017	2018	2019	2020
4G 用户月均流量 DOU (GB/月/户)	1	2	5.5		
5G 用户月均流量 DOU (GB/月/户)					13.4

数据来源：中国电信年报，东吴证券研究所

## 2.2. 智慧家庭与云网数字化业务贡献逐步提升

2020 年中国电信互联网业务收入为 2080.19 亿元，占总收入比重的 52.86%，较 2019 年（1972.44 亿元）上升 5.46%。互联网业务一致为中国电信首要发展业务，自 2016 年以来，互联网业务占收入比重提升 10.18pp。

表 4: 中国电信营业收入构成（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
语音	701.85	616.78	508.11	451.46	408.66
互联网	1504.49	1725.54	1908.71	1972.44	2080.19
信息及应用服务	668.81	730.44	834.78	876.23	968.85
通信网络资源及网络设施服务	177.81	191.25	202.11	219.78	226.23
其他	472.38	398.28	317.53	237.43	251.68
合计	3525.34	3662.29	3771.24	3757.34	3935.61

数据来源：中国电信财报，东吴证券研究所

中国电信的智能家庭业务包括电子冲浪高清（IPTV），全户无线网络，家庭云、电子冲浪网络摄像头和其他智能家庭应用程序。2020 年智慧家庭收入高达 111.02 亿元，

较 2019 年（8077 亿元）增长 37.5%。

同时，在 2020 年国家推广“新基建”的科技浪潮中，中国电信迅速响应号召，专注于 IDC，企业云，物联网以及网络金融等领域。其中 2020 年 IDC 收入达 279.75 亿元，IDC 收入占总收入比重由 2019 年的 6.76% 上升至 2020 年 7.11%。云服务方面，2020 年收入为 111.75 亿元，较 7074 亿元提升 58%。

表 5：中国电信智慧家庭与工业数字化业务情况（单位：百万元，%）

	2019	2020	增长率
智慧家庭	8077	11102	37.50%
工业数字化	76538	83968	9.70%
IDC	25405	27975	10.10%
工业云	7074	11175	58%
网络专线	19689	19744	0.30%
物联网	1869	2169	16.10%
网络金融	1339	1647	23%

数据来源：中国电信财务报表，东吴证券研究所

### 3. 5G 时期迎 B 端业务机遇，三大运营商加快布局

#### 3.1. 三大运营商历史融资情况梳理

中国电信此次 A 股 IPO 所募资金，将用于 5G 产业互联网建设项目、云网融合新型信息基础设施项目及科技创新研发项目。我们认为，此次电信 IPO 的资金投向和过去电信运营商募集资金的目的有三大不同：

1) 云网共同建设，加强云网融合。过去运营商募资主要用于通信网络的建设 and 升级，而此次电信 IPO 募资用途将云计算和通信网络提升到同等重要的战略地位，展现中国电信加快网络云化改革的决心。

2) 加快转型节奏，把握数字化发展机遇。5G 的三大能力使得社会生产和生活数字化成为可能，打开了运营商传统业务的天花板，数字化转型浪潮下率先抓住转型机遇的运营商将充分受益。

3) 拓展 2B 业务，打开盈利空间。5G 网络能力与传统 1G-4G 存在本质区别，使得 5G 时期 B 端业务成为更重要的发展机遇，随着未来 C 端市场逐渐趋向饱和，远程医疗、车联网、工业物联网等 2B 业务将势必成为运营商转型的重头戏。

表 6：三大运营商历史融资事件及资金投向

运营商	时间	事件	资金投向
中国电信	2021/03/09	中国电信在 A 股上市	1) 把握数字化发展机遇，推动云改数转战略落地 2) 拓宽融资渠道，增强可持续发展能力 3) 完善公司治理，提升综合竞争实力

	2002/11/15	中国电信在香港联交所IPO	1) 最多 50%或 51.40 亿港元用于扩展及提升电信网络基础设施, 其中包括配置宽带接入设施及提升智能网络系统 2) 最多 10%或 10.28 亿港元用于改进公司业务运营支撑系统 3) 最多 10%或 10.28 亿港元用于开发电信应用及技术 4) 余下款项将在符合公司业务策略的情况下用于战略投资及一般公司用途
中国联通	2017/8/21	中国联通在 A 股增发 90.37 亿股	1) 4G 能力提升项目 2) 5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目 3) 创新业务建设项目
	2002/9/18	中国联通在 A 股上市	募集所得资金全部用于收购联通集团持有的联通 BVI 公司的股权。联通集团将出售 联通 BVI 公司股权所得资金, 通过增资方式全额投入联通新时空用于 CDMA 网络建设
中国移动	2019/10/15	中国移动在伦敦证交所上市	—
	1997/10/23	中国移动在香港联交所上市	—

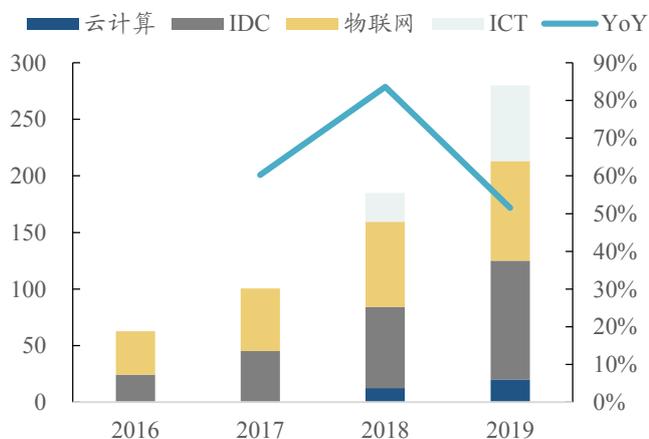
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 加快 B 端业务布局, 拥抱更广阔空间

三大运营商 B 端产业数字化转型业务方面均在加大布局力度。据中国电信最新披露的数据, 2020 年公司 IDC、云计算和物联网三大板块业务收入合计 414 亿元, 同比上升 20.56%, 包括其他 ICT 业务的情况下, 中国电信合计产业数字化转型业务收入在 2020 年已达到 627 亿元。

中国移动和中国联通同样在加快产业数字化转型节奏, 2019 年移动和联通产业互联网收入分别达到 280 亿元和 328.6 亿元, 同比分别上升 51.51%和 42.81%。合计来看, 2019 年三大运营商产业互联网收入达到 952 亿元, 同比上升 24.30%。

图 9: 中国移动产业互联网营收及增速 (亿元, %)



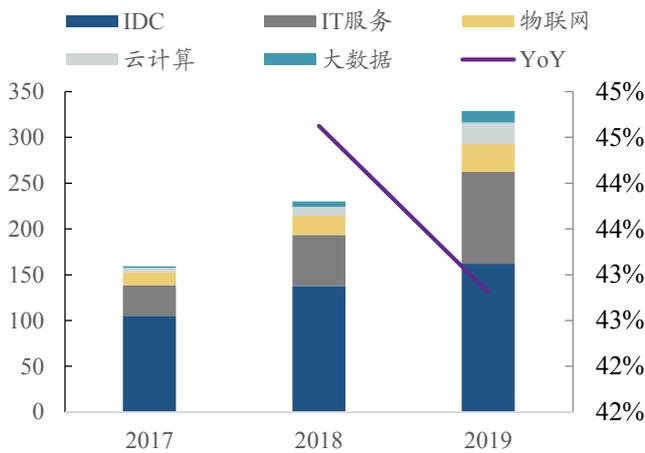
数据来源: 中国移动, 东吴证券研究所

图 10: 中国电信产业互联网营收及增速 (亿元, %)



数据来源: 中国电信, 东吴证券研究所  
注: 未包括中国电信其他 ICT 业务

图 11: 中国联通产业互联网营收及增速 (亿元, %)



数据来源: 中国联通, 东吴证券研究所

图 12: 三大运营商产业互联网收入及增速 (亿元, %)



数据来源: 三大运营商, 东吴证券研究所

注: 未包括中国电信其他 ICT 业务

#### 4. 投资建议

我们回顾当前运营商板块的 P/B 估值情况, 认为三大运营商目前都处于估值的地位水平, 估值仍有修复空间。

表 7: 三大运营商港股 P/B (截止日期为 2020 年 3 月 10 日)

证券代码	证券简称	P/B (3 个月前)	P/B (1 个月前)	P/B (最新)
0728.HK	中国电信	0.411	0.408	0.505
0941.HK	中国移动	0.69	0.707	0.839
0762.HK	中国联通	0.351	0.349	0.399
600050.SH	中国联通	0.992	0.863	0.929

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

建议关注的个股: 中国移动、中国联通 (A/H)、中国电信。

#### 5. 风险提示

5G 产业进度不及预期; 运营商资本开支不及预期; 数字化转型进度不及预期。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

