

推荐（首次）

运营商专题报告

风险评级：中风险

国内三大运营商基本面向好，有望迎来价值重估

2021年3月22日

投资要点：

罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340521020001

电话：0769-23320059

邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 移动业务：前期压制ARPU因素边际减弱，5G渗透提升有望驱动ARPU上行。**近年三大运营商移动业务ARPU总体呈现下行的趋势，主要是受2015-2019年提速降费的政策以及运营商在4G期间通过价格竞争抢占市场份额等两方面影响。2020及2021年政府工作报告已连续2年未再提出降低流量资费的要求，同时随着移动互联网用户红利逐渐消退，三大运营商移动业务的市场份额趋于稳定，过去无序的价格战已无法进一步创造价值，运营商将战略重点聚焦在深挖用户的价值上，前期压制ARPU因素边际减弱。后续随着5G用户渗透率提升，5G用户较高的ARPU有望驱动运营商移动业务ARPU上行，移动业务收入有望持续进入上升通道。
- 产业互联网业务：发展初见成效，有望开启第二成长曲线。**近年三大运营商积极发力B端及G端市场，产业互联网业务的收入维持高速增长，远高于同期主营业务收入的增速，同时产业互联网收入占主营业务收入的比重亦有所提升。随着5G、云计算、大数据、物联网、工业互联网等技术在B/G端领域应用的加深，三大运营商产业互联网业务将迎来较好的发展前景，有望开启第二成长曲线。
- 成本端：5G网络共建共享以及行业步入良性竞争有望促进成本端优化。**与单独建设相比，联通/电信、移动/广电分别通过共建一张5G接入网络，大幅降低了以往新一代通信设施建设初期资本开支大幅增长的壓力。据中国联通数据，截至到2020年，5G网络的共建共享已经累计为联通、电信节省网络建设成本超760亿元。同时，共建共享亦有望进一步降低后期5G网络的运营及维护成本。另外，随着三大运营商战略重点从市场份额转移至深挖用户价值上，行业步入良性竞争新局面，三大运营商后续销售费用有望进一步降低。
- 全球情况：我国三大运营商率先从疫情中恢复，估值远低于欧美龙头运营商平均水平。**从业绩来看，2017-2019年，我国三大运营商业绩复合增速与欧美龙头运营商相近，EBITDA利润率领先欧美龙头运营商。2020年，联通、电信率先从新冠疫情中恢复，营收、EBITDA增速均值分别为4.67%和0.39%，增速领跑Verizon、AT&T等美国龙头运营商的平均水平。从估值来看，截至3月19日，美国龙头运营商PE TTM、PB的均值分别是国内三大运营商的3.48/4.09倍；欧洲龙头运营商PE TTM、PB的均值分别是国内三大运营商的3.34/2.95倍，我国三大运营商的估值水位远低于欧美龙头运营商的平均水平。
- 投资策略：首次覆盖，给予推荐评级。**收入方面，前期压制移动业务ARPU的因素边际减弱，随着5G用户渗透率的提升，5G用户较高的ARPU有望驱动运营商移动业务整体ARPU上行，移动业务收入有望持续进入上升通

道。同时，三大运营商近年积极发力产业互联网业务，收入高增长且营收占比提升，有望开启第二成长曲线。成本方面，5G网络共建共享有助于降低前期资本开支的压力，后期运维成本亦进一步降低，同时叠加行业步入良性竞争，有望促进成本端优化。目前，国内三大运营商的估值水位远低于欧美龙头运营商的平均水平，考虑到基本面向好，中国移动（0941.HK）、中国电信（0728.HK）、中国联通（0762.HK）有望迎来价值重估。

- **风险提示：**5G用户渗透率不及预期；产业互联网业务发展不及预期；行业竞争加剧等。

目录

1. 移动业务：前期压制 ARPU 因素边际减弱，5G 渗透提升有望驱动 ARPU 上行.....	5
1.1 压制运营商移动业务 ARPU 的因素边际减弱.....	5
1.2 5G 有望推动移动业务整体 ARPU 提升，移动业务收入有望持续进入上行通道.....	7
2. 产业互联网业务：发展初见成效，有望开启第二成长曲线.....	10
3. 成本端：5G 网络共建共享以及行业步入良性竞争有望促进成本端优化.....	13
3.1 共建共享策略有助于降低前期资本开支的压力，同时后期运维成本有望进一步降低.....	13
3.2 行业步入良性竞争，销售费用有望进一步降低.....	16
4. 全球情况：我国三大运营商率先从疫情中恢复，估值远低于欧美龙头运营商平均水平.....	17
5. 投资策略.....	19
6. 风险提示.....	20

插图目录

图 1：中国移动移动业务收入及收入占比情况.....	5
图 2：中国联通移动业务收入及收入占比情况.....	5
图 3：中国电信移动业务收入及收入占比情况.....	5
图 4：三大运营商移动业务 ARPU 情况.....	6
图 5：三大运营商移动客户数量占全国人口比重.....	7
图 6：三大运营商移动业务市场份额.....	7
图 7：三大运营商 5G 套餐内容及资费.....	8
图 8：中国移动 4G 套餐资费.....	9
图 9：中国电信 5G ARPU 及迁移情况.....	9
图 10：中国移动 5G ARPU 迁移情况.....	9
图 11：我国 5G 手机出货量情况.....	10
图 12：中国移动 5G 用户及渗透率情况.....	10
图 13：中国电信 5G 用户及渗透率情况.....	10
图 14：中国联通产业互联网收入情况.....	11
图 15：中国电信产业互联网收入情况.....	12
图 16：中国移动产业互联网收入情况.....	13
图 17：中国电信资本开支情况.....	15
图 18：中国移动资本开支情况.....	15
图 19：中国联通资本开支情况.....	16
图 20：中国移动销售费用情况.....	16
图 21：中国联通销售费用情况.....	16
图 22：中国电信销售费用情况.....	17

表格目录

表 1：运营商提速降费的相关政策.....	6
表 2：中国联通产业互联网收入拆分情况.....	11
表 3：中国电信产业互联网收入拆分情况.....	12
表 4：中国移动 DICT 收入拆分情况.....	13
表 5：三大运营商及中国广电 5G 共建情况.....	13
表 6：中国及欧美龙头运营商近年营业收入情况.....	17
表 7：中国及欧美龙头运营商近年 EBITDA 情况.....	18
表 8：中国及欧美龙头运营商近年 EBITDA 利润率情况.....	18

表 9：中国及欧美龙头运营商估值情况（截至 3 月 19 日） 19

1. 移动业务：前期压制 ARPU 因素边际减弱，5G 渗透提升有望驱动 ARPU 上行

1.1 压制运营商移动业务 ARPU 的因素边际减弱

移动业务是三大运营商主要收入来源，主要受用户数量以及单用户价值量影响。按业务种类划分，国内三大运营商主要从事移动业务、宽带业务、产业互联网业务等。其中，移动业务是运营商主要收入来源。2020 年中国联通、中国电信移动业务收入分别为 1567 和 1817 亿元，占当期营业收入的比重分别为 51.57%和 46.17%，中国移动 2019 年移动业务收入 5517.02 亿元，占营业收入的比重达到 81.81%。由于移动业务收入=用户数量*单用户 ARPU，用户数量以及单用户的价值量成为了影响移动业务收入的重要因素。

图 1：中国移动移动业务收入及收入占比情况



数据来源：同花顺，公司公告，东莞证券研究所

图 2：中国联通移动业务收入及收入占比情况



数据来源：同花顺，公司公告，东莞证券研究所

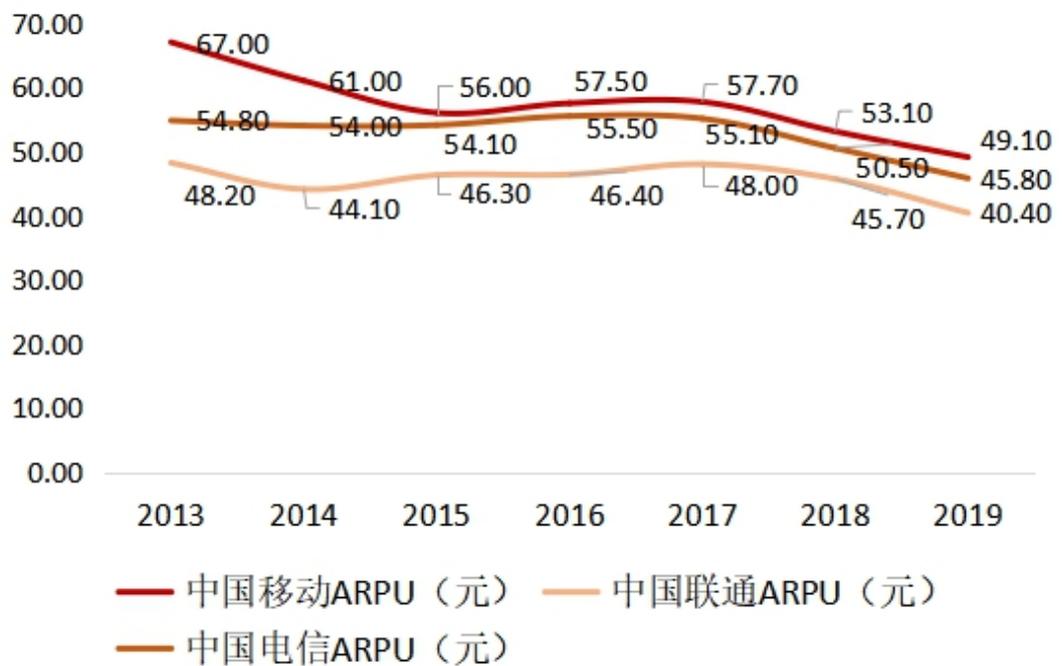
图 3：中国电信移动业务收入及收入占比情况



资料来源：同花顺，公司公告，东莞证券研究所

近年国内三大运营商移动业务 ARPU 总体呈现下行的趋势。2019 年中国移动、中国联通移动用户的 ARPU 分别为 49.1 和 40.4 元，分别较 2015 年下降了 12.32%和 12.74%；中国电信方面，2019 年移动用户的 ARPU 为 45.8 元，较 2015 年的 54.1 元下降了 15.34%。总体来看，三大运营商近年移动业务的 ARPU 整体呈现下滑的态势，主要是受两个方面影响，一是提速降费的政策要求，2015 年 5 月国务院常务会议鼓励电信企业尽快发布提速降费方案计划，率先开启运营商提速降费的序幕。随后 2017、2018 及 2019 年的政府工作报告中，均提及电信企业提速降费的具体目标，其中 2017 年要求电信企业取消手机国内长途和漫游费、2018 年要求移动流量资费至少降低 30%，三大运营商均积极落实了提速降费的政策要求。另一方面，三大运营商在 4G 时期为了抢占市场份额，通过推出无限量套餐、低价套餐、终端补贴等形式进行拉新，无序的价格竞争在一定程度上刺激了移动互联网的发展，但同时也使得 ARPU 出现较大的承压，削弱了运营商的盈利情况。

图 4：三大运营商移动业务 ARPU 情况



资料来源：同花顺，wind，东莞证券研究所

表 1：运营商提速降费的相关政策

时间	文件/会议	主要内容
2015/5/13	国务院常务会议	鼓励电信企业尽快发布提速降费方案计划，实施宽带免费提速，使城市平均宽带接入速率提升 40%以上，降低资费水平，推出流量不清零、流量转赠等服务。
2016/3/5	2016 年政府工作报告	实现城乡宽带网络全覆盖。
2017/3/5	2017 年政府工作报告	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，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费。
2018/3/5	2018 年政府工作报告	加大网络提速降费力度，实现高速宽带城乡全覆盖，扩大公共场所免费上

		网范围，明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费，取消流量“漫游”费，移动网络流量资费年内至少降低 30%。
2019/3/5	2019 年政府工作报告	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。
2020/5/28	2020 年政府工作报告	宽带和专线平均资费降低 15%。
2021/3/5	2021 年政府工作报告	中小企业宽带和专线平均资费再降 10%。

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

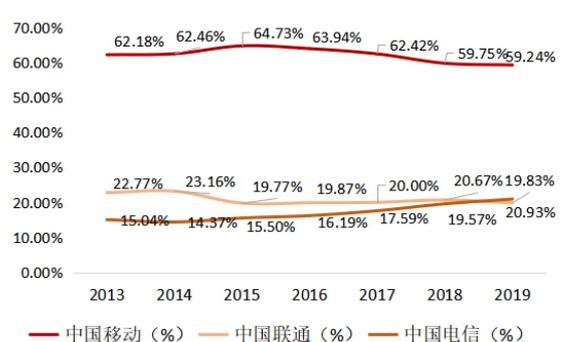
压制因素边际变弱，近期三大运营商 ARPU 出现改善迹象。政策方面，2020 及 2021 年政府工作报告主要聚焦宽带和专线平均资费的下降上面，已经连续 2 年未再提出降低流量资费的要求。另一方面，随着移动互联网用户红利逐渐消退，三大运营商移动业务的市场份额也趋于稳定，过去无序的价格战已经无法进一步创造价值。因此，运营商开始将战略重点聚焦在深挖用户的价值上，2019 年 9 月开始停售达量限速套餐，逐步减少终端费用补贴，行业开始进入到良性发展的新局面。

图 5：三大运营商移动客户数量占全国人口比重



数据来源：wind，公司公告，东莞证券研究所

图 6：三大运营商移动业务市场份额



数据来源：wind，公司公告，东莞证券研究所

随着前期压制 ARPU 因素边际减弱，同时叠加 5G 套餐的推广，近期三大运营商移动业务的 ARPU 均出现改善的迹象。其中，移动 2020 上半年 ARPU 为 50.3 元，较 2019 年底的 49.1 元有所回升，联通 2020 年 ARPU 为 42.1 元，增速同比转正，电信 2020 年 ARPU 为 44.1 元，同比下降 3.71%，降幅较 19 年收窄了 5.6 个百分点。

1.2 5G 有望推动移动业务整体 ARPU 提升，移动业务收入有望持续进入上行通道

5G 用户 ARPU 高于运营商移动业务整体 ARPU。2019 年 10 月，工信部正式宣布 5G 商用启动，一个月后，三大运营商上线 5G 商用套餐，我国正式进入 5G 商用时代。据 ifanr 统计，三大运营商 5G 套餐起步价为 128/129 元，定价区间处于 128-599 元之间，不同档位的定价基本趋同。虽低于最初 199 元的起步价预期，但与 4G 套餐服务门槛相比，5G 套餐资费出现大幅提升，目前移动官网在售 4G 套餐的起步价为 39 元，仅为 5G 套餐起步价的 30%。

图 7：三大运营商 5G 套餐内容及资费

ifanr	中国移动	中国联通	中国电信
99-197 元	【128 元】 30G 流量 国内 200 分钟 国际及香港 100 分钟	【129 元】 30G 流量 全国 500 分钟通话	【129 元】 30G 流量 全国 500 分钟通话
	【158 元】 40G 流量 国内 300 分钟通话 国际及香港 200 分钟	【159 元】 40G 流量 全国 700 分钟通话	【169 元】 40G 流量 全国 800 分钟通话
198-297 元	【198 元】 60G 流量 国内 500 分钟通话 国际及香港 300 分钟	【199 元】 60G 流量 全国 1000 分钟通话	【199 元】 60G 流量 全国 1000 分钟通话
	【238 元】 80G 流量 国内 500 分钟通话 国际及香港 400 分钟	【239 元】 80G 流量 全国 1000 分钟通话	【239 元】 80G 流量 全国 1000 分钟通话
298-397 元	【298 元】 100G 流量 国内 800 分钟通话 国际及香港 600 分钟	【299 元】 100G 流量 全国 1500 分钟通话	【299 元】 100G 流量 全国 1500 分钟通话
398 元以上	【398 元】 150G 流量 国内 1200 分钟通话 国际及香港 800 分钟	【399 元】 150G 流量 全国 2000 分钟通话	【399 元】 150G 流量 全国 2000 分钟通话
	【598 元】 300G 流量 国内 3000 分钟通话 国际及香港 1000 分钟	【599 元】 300G 流量 全国 3000 分钟通话	【599 元】 300G 流量 全国 3000 分钟通话

资料来源：ifanr，东莞证券研究所

图 8：中国移动 4G 套餐资费

套餐详情

套餐内资费					
套餐 (元/月)	国内流量 (GB)	国内拨打 时长 (分钟)	融合宽带 /电视	网络 权益	业务 权益
39	5	30	--	--	
59	5	150	--	--	
89	15	300	--	--	

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

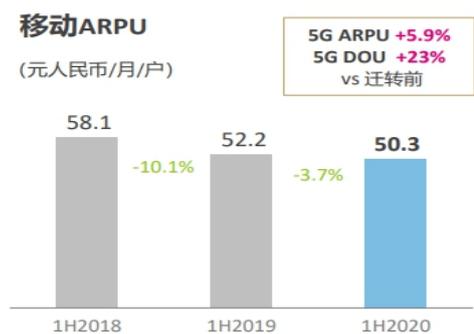
受益于较高的套餐资费，5G 用户的 ARPU 高于运营商移动业务整体的 ARPU，其中，电信 2020 年 5G 用户 ARPU 为 65.6 元，高于其同期移动业务整体 ARPU 近 49%。同时，电信 2020 年 4G 用户往 5G 迁移的 ARPU 提升近 10%，移动 2020 上半年 5G ARPU 较迁移前提升 5.9%。

图 9：中国电信 5G ARPU 及迁移情况



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 10：中国移动 5G ARPU 迁移情况



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

运营商 5G 用户渗透率快速上升。2020 年我国手机出货量为 3.08 亿台，其中，5G 手机出货 1.63 亿台，占手机出货量的比重达到 52.68%。同时，5G 手机的终端价格不断下探，从首发的数千元进一步覆盖至千元以下的价格带，有效满足了各类用户的潜在需求，进一步刺激了消费者换机的热潮。受此带动，三大运营商 5G 用户渗透率快速上升。其中，2020 年电信、联通 5G 套餐用户分别为 0.87 和 0.71 亿户，5G 用户渗透率分别达到 24.79% 和 23%；中国移动方面，截至 2020 年 12 月，5G 用户累计有 1.65 亿户，大幅领先电信

和联通，5G 用户的渗透率为 17.52%。

图 11：我国 5G 手机出货量情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 12：中国移动 5G 用户及渗透率情况



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 13：中国电信 5G 用户及渗透率情况



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

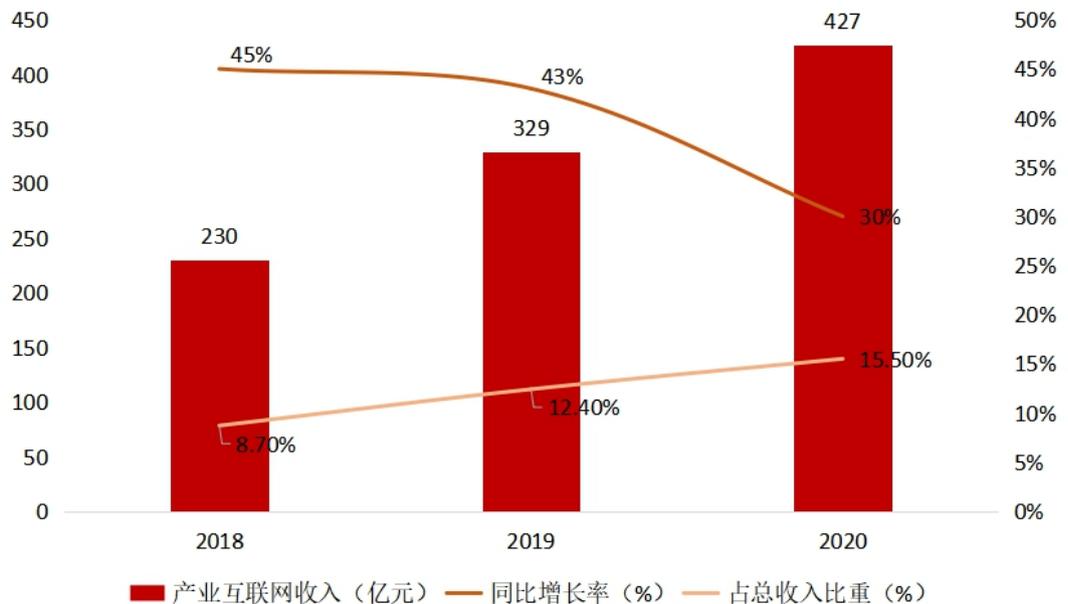
总体来看，随着 5G 套餐逐渐普及、5G 用户渗透率提升，5G 用户较高的 ARPU 有望驱动运营商移动业务整体 ARPU 上行，移动业务收入有望持续进入上升通道。

2. 产业互联网业务：发展初见成效，有望开启第二成长曲线

三大运营商积极发展产业互联网业务。近年三大运营商积极发力 B 端及 G 端市场，加大对 5G、云计算、大数据、物联网、工业互联网等技术领域的投入，积极将新兴技术与下游客户的场景相结合，推出相应的解决方案，打造新的业务增长点。其中，以中国移动为例，公司持续推进“网+云+DICT”信息服务，聚焦智慧城市、智慧交通、工业互联网等重点领域，打造了超 100 万个集团级 5G 行业应用示范项目，截至 2020 上半年，公司政企客户数量达到 1129 万家，较 2019 年底净增 101 万家。

产业互联网业务发展初见成效。中国联通 2020 年产业互联网收入达到 427 亿元，同比增长 30%，增速远高于同期 4.59% 的营收增速；从收入占比来看，2020 年产业互联网收入占同期收入的比重达到 15.50%，较 2019 年提升了 3.10 个百分点，收入占比逐年提升。其中，大数据、物联网、ICT 业务收入增长较快，2020 年的收入增速分别为 39.80%、39.00% 和 33.40%。

图 14：中国联通产业互联网收入情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

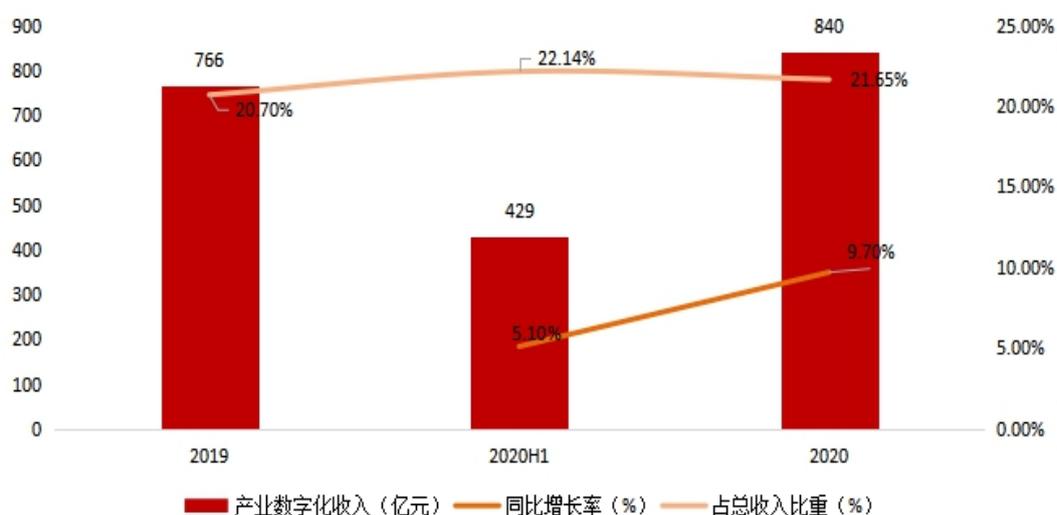
表 2：中国联通产业互联网收入拆分情况

		2018	2019	2020
ICT	收入 (亿元)	56	100.45	134
	同比增长率 (%)		79.38%	33.40%
IDC 及云计算	收入 (亿元)	147	185.57	234
	同比增长率 (%)		26.24%	26.10%
物联网	收入 (亿元)	21	30.22	42
	同比增长率 (%)		43.90%	39.00%
大数据	收入 (亿元)	6	12.16	17
	同比增长率 (%)		102.67%	39.80%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

中国电信方面，2020 年产业互联网业务收入为 840 亿元，同比增长 9.70%，增速高于同期 4.74% 的营收增速；从收入占比来看，2020 年产业互联网收入占营收的比重达到 21.65%，较 2019 年提升 0.95 个百分点。其中，行业云、互联网金融等细分业务增速较快，2020 年收入增速分别为 58% 和 23%。

图 15：中国电信产业互联网收入情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

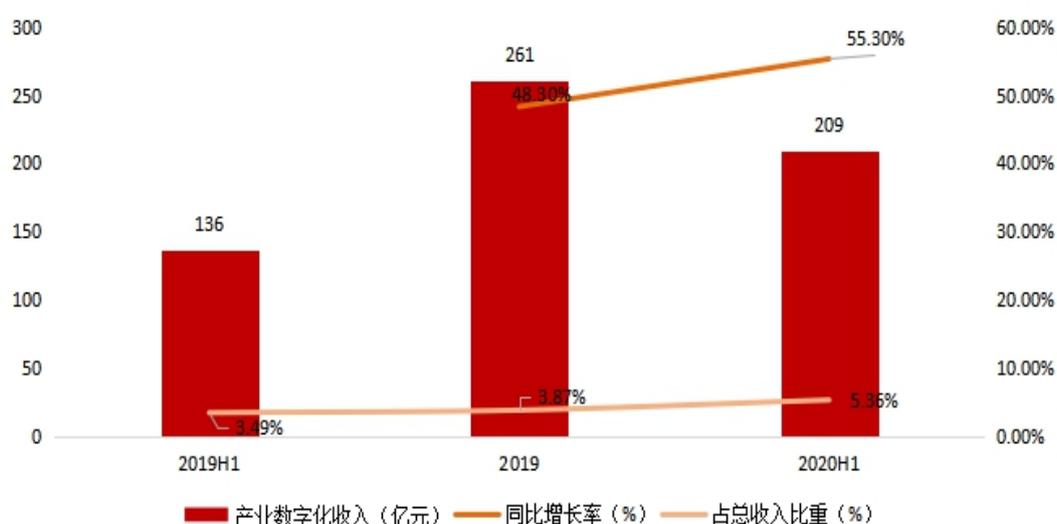
表 3：中国电信产业互联网收入拆分情况

		2019	2020H1	2020
IDC	收入 (亿元)	254.31	145	280
	同比增长率 (%)		11.90%	10.10%
行业云	收入 (亿元)	70.89	47	112
	同比增长率 (%)		30.40%	58.00%
组网专线	收入 (亿元)	196.41	102	197
	同比增长率 (%)		4.60%	0.30%
物联网	收入 (亿元)	18.95	13	22
	同比增长率 (%)		15.50%	16.10%
互联网金融	收入 (亿元)	13.01	7	16
	同比增长率 (%)		7.50%	23.00%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

中国移动方面，2020 上半年 DICT 收入为 209 亿元，同比增长 55.30%，增速高于同期 1.94% 的营收增速，DICT 收入占总营收的比重为 5.36%，较 2019H1 提升了 1.87 个百分点。其中，移动云、IDC 以及 ICT 业务发展较快，2020H1 收入增速分别为 556.40%、61.40% 和 37.70%。

图 16：中国移动产业互联网收入情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 4：中国移动 DICT 收入拆分情况

		2019H1	2020H1
IDC	收入 (亿元)	57.55	92.89
	同比增长率 (%)		61.40%
移动云	收入 (亿元)	6.79	44.57
	同比增长率 (%)		556.40%
ICT	收入 (亿元)	36.98	50.92
	同比增长率 (%)		37.70%
其他	收入 (亿元)	34.68	20.65

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

总体来看，三大运营商产业互联网业务的收入维持高速增长，远高于同期主营业务收入的的增长，同时产业互联网收入占运营商主营业务收入的比重亦有所提升。随着 5G、云计算、大数据、物联网、工业互联网等新兴技术在 B/G 端领域应用的加深，三大运营商产业互联网业务将迎来较好的发展前景，有望开启第二成长曲线。

3. 成本端：5G 网络共建共享以及行业步入良性竞争有望促进成本端优化

3.1 共建共享策略有助于降低前期资本开支的压力，同时后期运维成本有望进一步降低

2019 年 9 月，中国联通、中国电信率先达成 5G 网络共建共享协议，按照协议的内容，双方划定区域，分区建设，各自负责在划定区域内的 5G 网络建设相关工作。2020 年 5 月，中国移动携手中国广电签订共建共享协议，双方将按 1:1 比例共同投资建设 700MHz 5G 无线网络。

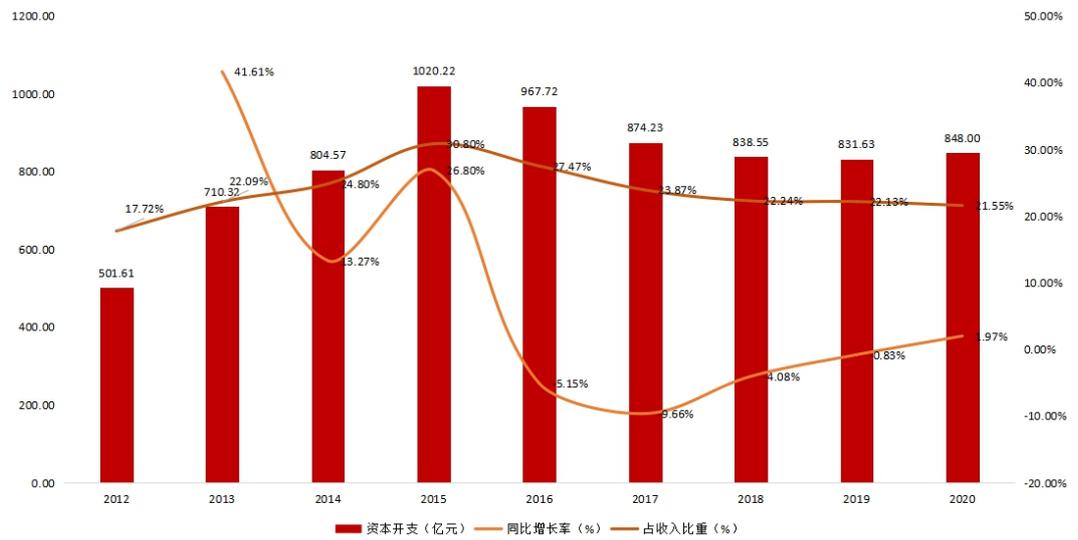
表 5：三大运营商及中国广电 5G 共建情况

时间	合作方	内容
2019/9/9	中国联通、中国电信	<p>联通运营公司与中国电信签署《5G 网络共建共享框架合作协议书》。根据合作协议，联通运营公司将与中国电信在全国范围内合作共建一张 5G 接入网络，双方划定区域，分区建设，各自负责在划定区域内的 5G 网络建设相关工作，谁建设、谁投资、谁维护、谁承担网络运营成本。5G 网络共建共享采用接入网共享方式，核心网各自建设，5G 频率资源共享。双方联合确保 5G 网络共建共享区域的网络规划、建设、维护及服务标准统一，保证同等服务水平。</p> <p>网络建设区域上，双方将在 15 个城市分区承建 5G 网络（以双方 4G 基站（含室分）总规模为主要参考，北京、天津、郑州、青岛、石家庄北方 5 个城市，联通运营公司与中国电信的建设区域比例为 6:4；上海、重庆、广州、深圳、杭州、南京、苏州、长沙、武汉、成都南方 10 个城市，联通运营公司与中国电信建设区域的比例为 4:6）。联通运营公司将独立承建广东省的 9 个地市、浙江省的 5 个地市以及前述地区之外的北方 8 省（河北、河南、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山东、山西）；中国电信将独立承建广东省的 10 个地市、浙江省的 5 个地市以及前述地区之外的南方 17 省。双方将秉持共建共享效益最大化、有利于可持续合作、不以结算作为盈利手段的原则，坚持公允、公平市场化结算，制订合理、精简的结算办法。</p> <p>联通认为，与中国电信进行 5G 网络共建共享合作，特别是双方连续的 5G 频率共享，有助于降低 5G 网络建设和运维成本，高效实现 5G 网络覆盖，快速形成 5G 服务能力，增强 5G 网络和服务的市场竞争力，提升网络效益和资产运营效率，达成双方的互利共赢。</p>
2020/5/20	中国移动、中国广电	<p>双方联合确定网络建设计划，按 1:1 比例共同投资建设 700MHz 5G 无线网络，共同所有并有权使用 700MHz 5G 无线网络资产。中国移动向中国广电有偿提供 700MHz 频段 5G 基站至中国广电在地市或者省中心对接点的传输承载网络，并有偿开放共享 2.6GHz 频段 5G 网络。中国移动将承担 700MHz 无线网络运行维护工作，中国广电向中国移动支付网络运行维护费用。在 700MHz 频段 5G 网络具备商用条件前，中国广电有偿共享中国移动 2G/4G/5G 网络为其客户提供服务。中国移动为中国广电有偿提供国际业务转接服务。</p> <p>双方合作期限自框架协议生效之日起至 2031 年 12 月 31 日。</p> <p>中国移动相信，藉订立 5G 合作框架协议，协议双方可发挥 5G 技术、频率资源等方面的优势，集约高效地实现 5G 网络覆盖。推动双方在内容方面合作，共同打造「网络+内容」生态，达成双方互利共赢。本公司将持续推进「5G+」计划，加快实现技术升级、网络升级、应用升级、运营升级、生态升级，推动 5G 融入百业、服务大众，助力公司持续高质量发展。</p>

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

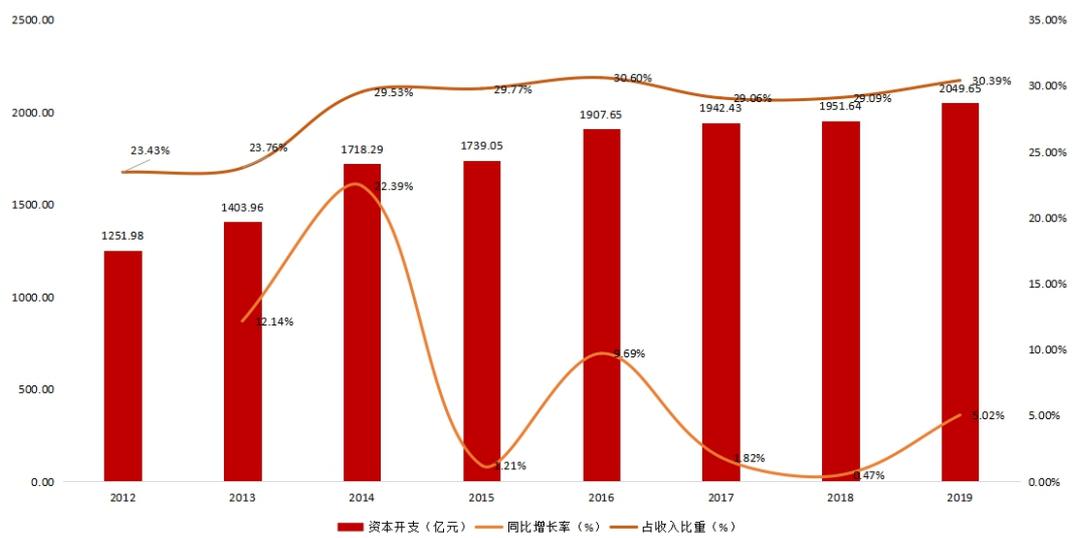
与单独建设相比，联通/电信、移动/广电分别通过共建一张 5G 接入网络，大幅降低了以往新一代通信设施建设初期资本开支大幅增长的壓力。以中国电信为例，在 4G 建设初期，电信资本开支出现较大幅度增长，2013、2014、2015 年分别增长 41.61%、13.27% 和 26.80%。进入到 5G 建设初期，中国电信 2019、2020 年资本开支分别为 831.63 和 848 亿元，同比分别变动-0.83%和 1.97%，资本开支变动较为平滑，主要原因与联通共建 5G 网络之下，降低了网络建设的投入，缓和了资本开支的大幅增长。

图 17：中国电信资本开支情况



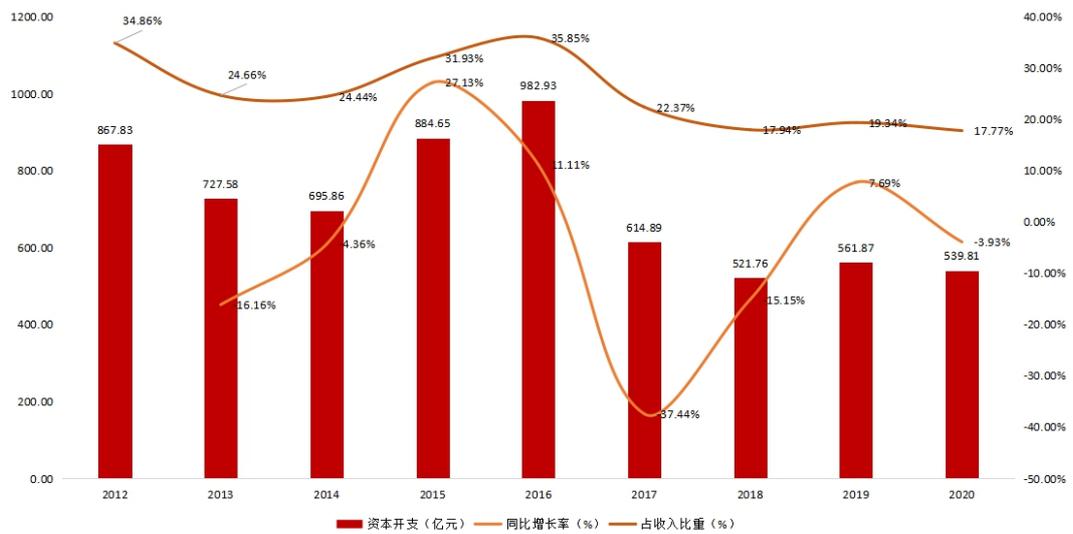
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 18：中国移动资本开支情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 19：中国联通资本开支情况



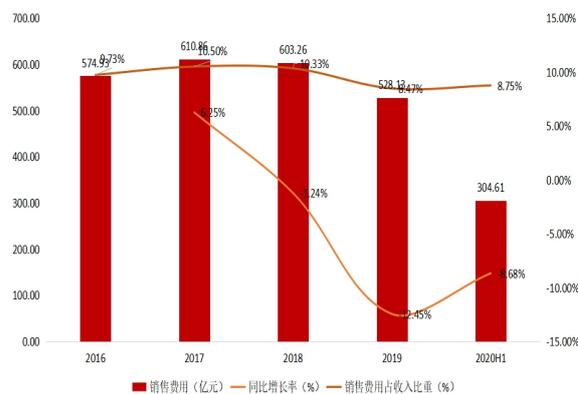
资料来源：wind，东莞证券研究所

据中国联通董事长王晓初在 2019 年的预计，在五年的 5G 建设周期中，共建共享将为联通、电信各节省 2000 亿元的资本开支；据中国联通 2020 年报数据，截至到 2020 年，5G 网络的共建共享已经累计为双方公司节省网络建设成本超 760 亿元。同时，共建共享亦有望进一步降低运营商后期 5G 网络的运营及维护成本。

2.2 行业步入良性竞争，销售费用有望进一步降低

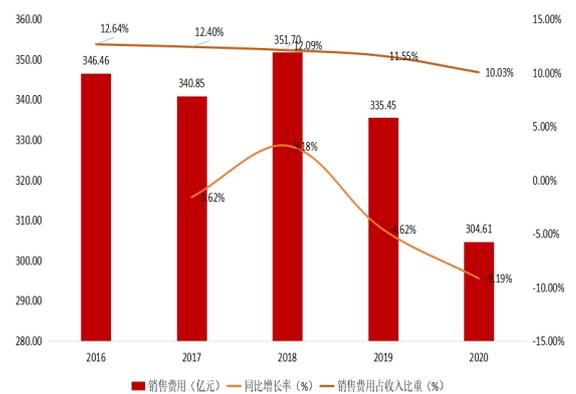
4G 时期，三大运营商在套餐资费上采取低价策略，并通过推出无限量套餐、终端补贴等形式抢占市场份额。随着移动用户红利逐渐消退，三大运营商的市场份额趋于稳定，运营商的战略重点逐渐转移至深挖用户的价值上面。随着行业步入到良性发展的新局面，预计后续的销售费用有望进一步降低。

图 20：中国移动销售费用情况



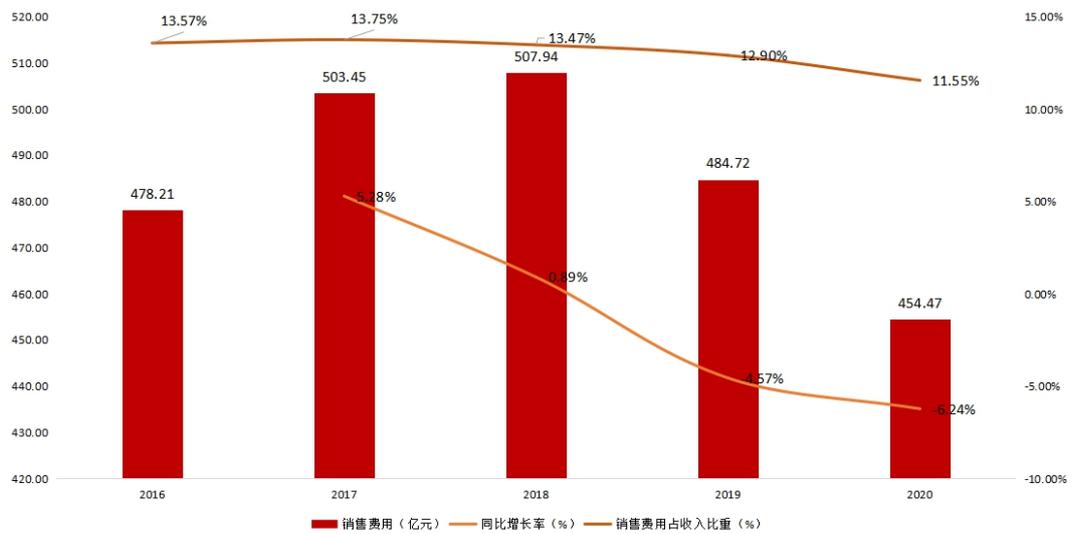
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 21：中国联通销售费用情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 22：中国电信销售费用情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 全球情况：我国三大运营商率先从疫情中恢复，估值远低于欧美龙头运营商平均水平

我们分别选取美国、欧洲地区收入 Top3 的运营商公司，与我国三大运营商进行比较。其中，美国收入 Top3 运营商分别为 AT&T、Verizon 以及 T-Mobile，欧洲收入 Top3 运营商分别为德国电信、西班牙电信以及沃达丰。

我国三大运营商 2017-2019 业绩复合增速与欧美龙头运营商相近，EBITDA 利润领先欧美龙头运营商。从营业收入来看，美国、欧洲三大运营商 2017-2019 年的复合增速均值分别为 3.82%和-1.57%，我国三大运营商的复合增速均值为 2.26%。从 EBITDA 来看，美国、欧洲三大运营商 2017-2019 年的复合增速均值分别为 7.66%和 7.82%，我国三大运营商的复合增速均值为 6.22%，略低于欧美地区。EBITDA 利润率方面，我国三大运营商 2017-2019 年 EBITDA 利润率的均值分别为 33.17%、33.71%和 36.53%，呈现逐年上升的趋势，且高于同期欧美龙头运营商的平均水平。

中国联通、中国电信率先从新冠疫情中恢复，营收出现同比正增长。2020 年，Verizon、AT&T、T-Mobile 营收同比分别变动-2.71%、-5.21%和 52.00%，T-Mobile 由于并表 Sprint 导致收入出现大幅增长，若剔除此影响，2020 年 Verizon、AT&T 收入同比增速的均值为 -3.96%。EBITDA 方面，剔除 T-Mobile 后，2020 年 Verizon、AT&T EBITDA 同比增速分别为 -3.66%和-7.16%，均值为-5.41%。中国方面，中国联通、中国电信 2020 年收入同比分别增长 4.59%和 4.74%，均值为 4.67%；EBITDA 同比分别变动-0.65%和 1.42%，均值为 0.39%。总体来看，中国联通、中国电信已率先从新冠疫情中恢复，业绩增速领跑美国龙头运营商。

表 6：中国及欧美龙头运营商近年营业收入情况

地区	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2017-2019 复合增速	2020 同比增速

美国	Verizon	1259.80	1260.34	1308.63	1318.68	1282.92	1.53%	-2.71%
	AT&T	1637.86	1605.46	1707.56	1811.93	1717.60	3.42%	-5.21%
	T-Mobile	372.42	406.04	433.10	449.98	683.97	6.51%	52.00%
	均值	---	---	---	---	---	3.82%	14.69%
	均值（剔除T-Mobile后）	---	---	---	---	---	---	-3.96%
欧洲	沃达丰	519.40	476.31	465.71	436.66	---	-5.62%	---
	西班牙电信	520.36	520.08	486.93	484.22	---	-2.37%	---
	德国电信	730.95	749.47	756.56	805.31	---	3.28%	---
	均值	---	---	---	---	---	-1.57%	---
中国	中国移动	6234.22	6683.51	6709.07	6743.92	---	2.65%	---
	中国联通	2741.97	2748.29	2908.77	2905.15	3038.38	1.95%	4.59%
	中国电信	3522.85	3662.29	3771.24	3757.34	3935.61	2.17%	4.74%
	均值	---	---	---	---	---	2.26%	4.67%

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：美国运营商营收单位为亿美元，欧洲运营商营收单位为亿欧元，中国运营商营收单位为亿元

表 7：中国及欧美龙头运营商近年 EBITDA 情况

地区	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2017-2019 复合增速	2020 同比 增速
美国	Verizon	429.87	443.68	442.72	472.46	455.18	3.20%	-3.66%
	AT&T	505.55	482.5	583.44	672.17	624.04	9.96%	-7.16%
	T-Mobile	93.14	106.37	117.95	123.38	212.05	9.83%	71.87%
	均值	---	---	---	---	---	7.66%	20.35%
	均值（剔除T-Mobile后）	---	---	---	---	---	---	-5.41%
欧洲	沃达丰	137.12	145.54	140	188.42	---	11.18%	---
	西班牙电信	151.18	161.87	155.71	151.19	---	0.00%	---
	德国电信	183.64	201.51	203.45	259.98	---	12.29%	---
	均值	---	---	---	---	---	7.82%	---
中国	中国移动	2,653.60	2,847.39	2,789.88	3,077.53	---	5.06%	---
	中国联通	810.87	859.88	896.41	976.82	970.5	6.40%	-0.65%
	中国电信	951.58	1021.94	1042.27	1172.16	1188.80	7.20%	1.42%
	均值	---	---	---	---	---	6.22%	0.39%

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：美国运营商 EBITDA 单位为亿美元，欧洲运营商 EBITDA 单位为亿欧元，中国运营商 EBITDA 单位为亿元

表 8：中国及欧美龙头运营商近年 EBITDA 利润率情况

地区	公司	2017	2018	2019
美国	Verizon	33.55%	31.99%	33.48%
	AT&T	28.54%	38.08%	35.70%
	T-Mobile	26.64%	27.15%	27.45%

	均值	29.58%	32.41%	32.21%
欧洲	沃达丰	32.98%	21.23%	41.17%
	西班牙电信	31.12%	31.98%	31.22%
	德国电信	29.48%	27.87%	34.32%
	均值	31.20%	27.02%	35.57%
中国	中国移动	40.32%	41.79%	43.82%
	中国联通	30.92%	31.03%	34.03%
	中国电信	28.26%	28.30%	31.74%
	均值	33.17%	33.71%	36.53%

资料来源：wind，东莞证券研究所

我国三大运营商估值远低于欧美龙头运营商。截至3月19日，剔除AT&T后，Verizon、T-Mobile的PE TTM均值为31.72倍；Verizon、AT&T、T-Mobile的PB均值为2.37倍。欧洲方面，沃达丰、西班牙电信、德国电信PE TTM和PB均值分别为30.51和1.731倍。而我国三大运营商PE TTM、PB的均值分别为9.12和0.58倍，估值远低于欧美龙头运营商的平均水平。

表 9：中国及欧美龙头运营商估值情况（截至3月19日）

地区	公司	PE TTM (倍)	PB MRQ (倍)
美国	Verizon	13.07	3.43
	AT&T	-39.53	1.31
	T-Mobile	50.37	2.36
	均值（剔除负值）	31.72	2.37
欧洲	沃达丰	17.89	0.77
	西班牙电信	48.69	2.10
	德国电信	24.95	2.24
	均值	30.51	1.71
中国	中国移动	9.31	0.88
	中国联通	9.30	0.36
	中国电信	8.76	0.50
	均值	9.12	0.58

资料来源：wind，东莞证券研究所

5. 投资策略

首次覆盖，给予推荐评级。收入方面，前期压制移动业务ARPU的因素边际减弱，随着5G用户渗透率的提升，5G用户较高的ARPU有望驱动运营商移动业务整体ARPU上行，移动业务收入有望持续进入上升通道。同时，三大运营商近年积极发力产业互联网业务，收入高增长且营收占比提升，有望开启第二成长曲线。成本方面，5G网络共建共享有助于降低前期资本开支的压力，后期运维成本亦进一步降低，同时叠加行业步入良性竞争，有望促进成本端优化。目前，国内三大运营商的估值水位远低于欧美龙头运营商的平均水平，考虑到基本面向好，中国移动(0941.HK)、中国电信(0728.HK)、中国联通(0762.HK)有望迎来价值重估。

6. 风险提示

5G 用户渗透率不及预期；产业互联网业务发展不及预期；行业竞争加剧等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn