

中国电信(601728.SH)

成长性领先的电信运营商

——中国电信深度报告

分析师: 张建民

执业证书编号: S1230518060001

分析师: 汪洁

执业证书编号: S1230519120002

评级
买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥4.26

报告导读

公司是全球领先的全业务综合智能信息服务运营商,发展的均衡性和创新能力的领先性优势,有望驱动业绩超预期增长。

投资要点

□ 中国电信具备均衡发展、创新领先优势

相较于移动、联通,公司呈现出发展更为均衡、创新能力领先的竞争优势,帮助公司在移动用户新增数/产业数字化收入规模/通信服务收入增速上领跑行业。我们判断在5G和数字经济趋势下,公司有望延续该优势。

□ 行业拐点确认,公司成长性有望超预期

市场担心运营商的成长的持续性,我们认为行业拐点已经确立,在5G渗透率提升和产业数字化打开更大市场空间的背景下,运营商自上而下贯彻落实信息化转型、高质量发展、竞合成长的发展策略,我们对运营商的发展预期持乐观判断。

公司积极推进“云改数转”战略转型,成效逐步体现,20H1通信服务收入增速反转,利润增速转正,后续增速逐季放大,市场预期公司21-23年收入CAGR 8.8%,我们认为公司移动业务和产业数字化业务的成长性有望超预期,带动公司21-23收入CAGR达到12.0%。

- 个人: 公司在新增移动用户数行业领先,21Q1 ARPU值45.6元实现回升,21Q2进一步提升至45.9元,移动业务收入增速有望继续乐观。
- 家庭: 智家业务打开增长空间,智家业务渗透率快速提升,带动2020年融合ARPU同比增4.2%达44.4元,21H1进一步同比增5.9%达46.8元。
- 政企: 2020年产业数字化收入规模 and 市场份额行业领先。5G行业应用有望开始规模落地,我们预计公司产业数字化收入有望加速增长。

□ 投资建议

预计2021-2023年收入同比增速12.3%/11.7%/12.0%;归母净利润同比增速24.9%/5.4%/13.7%;未来12个月目标价5.56元,现价空间31%;公司大幅提高分红率,估值低;首次覆盖,给予“买入”评级。

可能的催化剂:5G专网发展超预期等。

风险提示:1)5G建网成本和运维成本增幅超预期;2)提速降费影响超预期等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	389939	437760	488941	547765
(+/-)	4.77%	12.26%	11.69%	12.03%
归母净利润	20855	26041	27459	31220
(+/-)	1.63%	24.87%	5.44%	13.70%
每股收益(元)	0.23	0.28	0.30	0.34
P/E	18.69	14.97	14.20	12.49

公司简介

中国电信是全球大型的领先的全业务综合智能信息服务运营商,主要在中国提供固定及移动通信服务、互联网接入服务、信息服务以及其他增值电信服务等。

报告撰写人: 张建民

联系人: 汪洁

正文目录

1. 均衡发展&创新领先优势	4
2. 拐点确认开启新成长曲线	7
3. 5G/智家/政企业务促发展	11
3.1. 移动通信: 增长行业领跑	11
3.2. 固网及智家: 智家提升价值	13
3.3. 产业数字化: 继续高速增长	15
4. 共建共享有效降低成本	20
5. 投资建议	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 估值分析	24
5.3. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

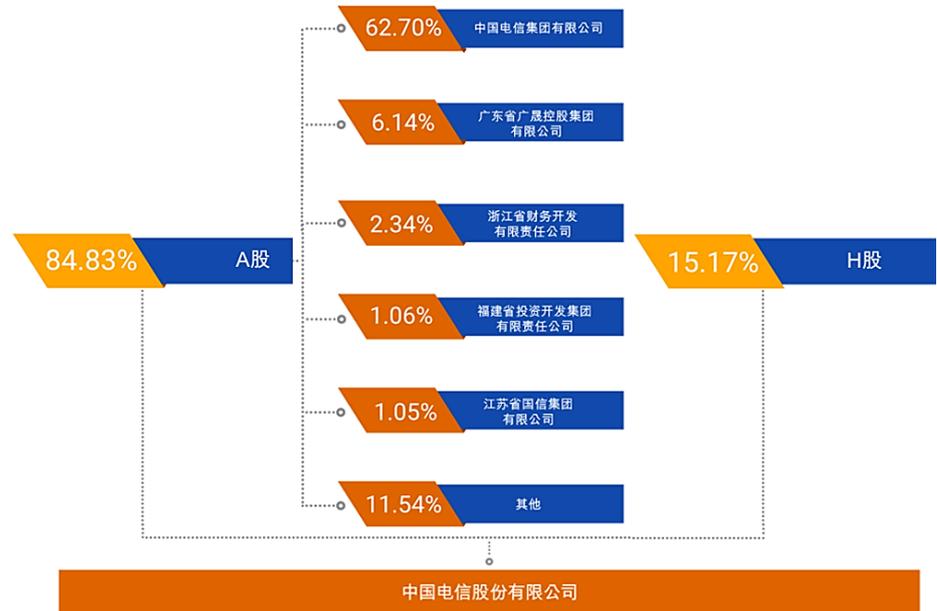
图 1: 中国电信股权结构 (截至 2021 年 9 月 24 日)	4
图 2: 中国电信业务版图	4
图 3: 公司各业务收入情况	5
图 4: 公司各业务收入占比情况	5
图 5: 2020 年三家运营商收入结构	5
图 6: 三大运营商有线宽带用户净增情况 (百万户)	5
图 7: 三大运营商移动用户新增情况 (百万户)	5
图 8: 中国电信用户市占率情况 (2021.6)	6
图 9: 近年来三大运营商产业数字化业务收入情况	6
图 10: 三大运营商产业数字化业务收入占通信服务收入比情况	6
图 11: 近年来三大运营商通信服务收入同比增速	6
图 12: 2019 年来电信业务收入和电信业务总量累计月度增速	7
图 13: 5G 时期运营商开启“平台+应用”第四增长曲线	7
图 14: 电信行业新兴业务收入及占比情况	8
图 15: 2020 年电信行业新兴业务各细分业务增长情况	8
图 16: 中国电信深入实施云改数转发展战略	8
图 17: 中国电信收入和利润同比增速情况 (季度累计)	9
图 18: 中国电信收入和利润情况 (单季)	9
图 19: 引入战投强强联合打造合作共赢生态	10
图 20: 三大运营商移动用户净增情况 (百万户)	11
图 21: 中国电信移动用户市占率情况	11
图 22: 积极引入权益打造差异化产品	11
图 23: 三大运营商 5G 渗透率情况	12

图 24: 中国电信移动 ARPU 情况	12
图 25: 中国电信单季度移动 ARPU 情况.....	12
图 26: 中国电信 2021 年上半年 5G 移动业务发展情况	12
图 27: 中国电信移动业务收入情况	13
图 28: 三家电信运营商移动业务增速对比	13
图 29: 中国电信宽带接入收入情况	13
图 30: 中国电信 SmartFamily 收入情况	13
图 31: 三大运营商有线宽带用户净增情况 (百万户)	14
图 32: 三大运营商有线宽带用户数情况 (截至 2021.6, 百万)	14
图 33: 我国智能家居市场 2019-23 年复合增速 38%.....	14
图 34: 中国电信 2020 年 Smart Family 业务发展情况	14
图 35: 中国电信固定接入 ARPU 和固定融合 ARPU 情况.....	15
图 36: 电信行业新兴业务收入增长情况	15
图 37: 2020 年新兴业务各细分业务增长情况	15
图 38: 公司产业数字化业务收入 (亿元) 情况	16
图 39: 2021 年上半年中国电信产业数字化收入 (亿元) 情况	16
图 40: 中国电信政企改革思路.....	16
图 41: 公司产业数字化业务布局	17
图 42: 我国云计算行业保持高速增长	17
图 43: 中国电信云网融合资源深度融合	17
图 44: 公司全面引领企业数字化转型	18
图 45: 中国电信产业云收入情况	18
图 46: 中国电信 IDC 收入情况	18
图 47: 中国电信融合协同 5G 专网解决方案	19
图 48: 中国电信“致远、比邻、如翼”定制网服务模式.....	19
图 49: 中国电信近年来成本费用率情况	21
图 50: 中国联通、中国电信合作共建 5G 接入网	21
图 51: 公司 5G 网络建设进展	22
图 52: 中国联通、中国电信合作共建 5G 接入网实现共赢.....	22
图 53: 三大运营商资本开支 (亿元)	23
图 54: 中国电信折旧及摊销费用情况	23
图 55: 中国电信能耗费支出情况 (亿元)	23
图 56: 公司 H 股 PB	24
表 1: 发行前后公司股本结构	10
表 2: 公司 5G 垂直行业应用部分案例	20
表 3: 中国电信 2020 年成本费用情况	20
表 4: 中国电信收入关键指标预测	24
表 5: 中国电信可比公司估值情况	25
表附录: 三大报表预测值	27

1. 均衡发展&创新领先优势

中国电信是全球大型的领先的全业务综合智能信息服务运营商，最终控股股东是中国电信集团有限公司，截至 2021 年 9 月 24 日，中国电信集团有限公司间接持有中国电信约 62.70% 的已发行总股份，国务院国资委是公司实际控制人。

图 1：中国电信股权结构（截至 2021 年 9 月 24 日）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

中国电信主要在提供固定及移动通信服务、互联网接入服务、信息服务以及其他增值电信业务服务等。面对数字经济新蓝海带来的新机遇、新业态、新模式，公司加快推动云网融合，丰富应用版图，已经实现从基础通信服务运营商向全业务综合智能信息服务运营商的转型，面向个人、家庭、政企市场提供连接、云、应用、安全的全业务通信及信息化服务。

图 2：中国电信业务版图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2020 年底, 公司资产规模超过 7000 亿元, 实现收入 3935.6 亿元, 股东应占净利 208.5 亿元, 被《金融亚洲》评选为亚洲最佳电信公司第一名。2020 年, 中国电信实现通信服务收入 3738 亿元, 其中移动通信服务、固网及智慧家庭服务、产业数字化收入分别为 1756 亿元、1090 亿元、840 亿元, 占总收入比例分别为 46%、25%、21%。

图 3: 公司各业务收入情况



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 4: 公司各业务收入占比情况

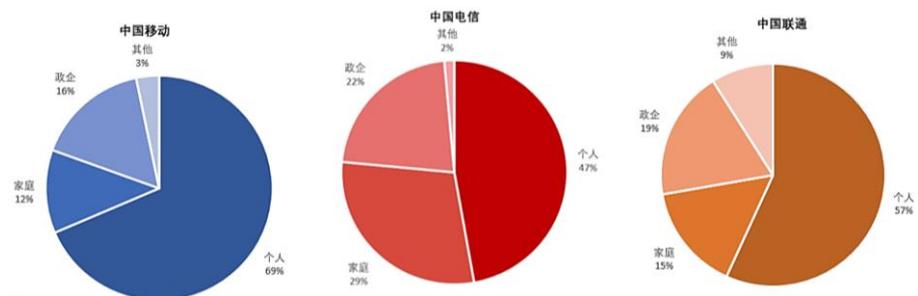


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

相较于中国移动、中国联通, 公司呈现出发展更为均衡、创新能力领先的竞争优势, 帮助公司在经营数据的表现上更为突出。

收入结构来看, 2020 年中国电信个人、家庭、政企业务分别占通信服务收入比 47%、29%、22%, 较中国移动和中国联通的收入结构更为均衡。

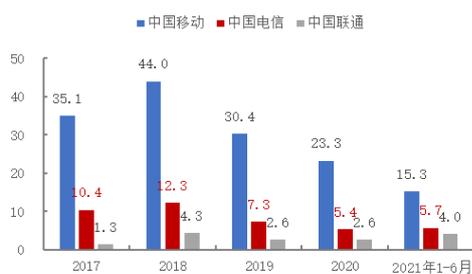
图 5: 2020 年三家运营商收入结构



资料来源: 招股说明书, 三大运营商财报, 浙商证券研究所

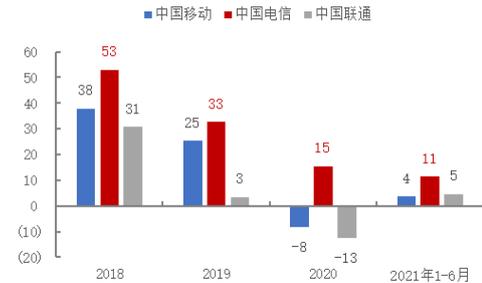
业务的均衡性利于公司在固移融合发展趋势下强化竞争力, 基于固网业务优势带动移动业务发展, 2018 年以来公司移动用户新增数量持续领跑三大运营商。截至 2021 年 6 月, 公司移动用户数市占率 22%, 固网用户数市占率 38% (含北方未上市宽带用户数, 采用总用户-移动和联通用户数倒推)。

图 6: 三大运营商有线宽带用户净增情况 (百万户)



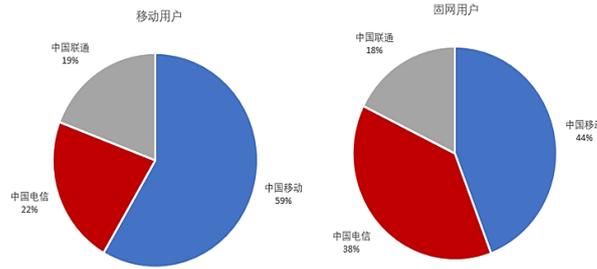
资料来源: 三大运营商官网, 浙商证券研究所

图 7: 三大运营商移动用户新增情况 (百万户)



资料来源: 三大运营商官网, 浙商证券研究所

图 8：中国电信用户市占率情况（2021.6）

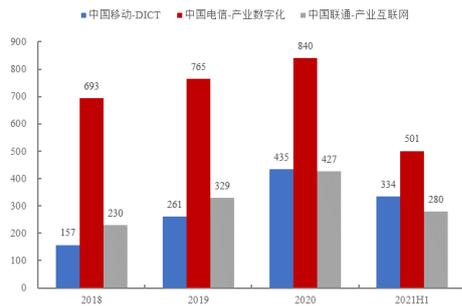


资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

创新能力方面，尤其在产业数字化业务领域，面对 5G 和云网融合带来的数字经济巨大机会，公司加快构建以客户为中心的新型组织体系，打造纵向一体化的政企事业群，政企 BG 改革突破内部组织边界，强化跨领域能力协同，增强云化、平台化解决方案的研发创新，引入市场化的考核激励机制，旨在建立数字化供给和交付体系、打造专业化服务和运营能力、完善市场化运作和合作机制。

2020 年公司产业数字化相关业务收入规模达到 840 亿元，收入占比达到 22.5%，行业领先。2021 年上半年公司产业数字化收入占通信服务收入比例进一步提升至 24.6%。

图 9：近年来三大运营商产业数字化业务收入情况



资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

图 10：三大运营商产业数字化业务收入占通信服务收入比情况



资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

基于发展的均衡性、领先的创新能力等优势，在行业开展高质量发展以来，公司通信服务业务发展顺利，2019 年以来收入增速领跑行业。我们判断在 5G 和数字经济发展趋势下，公司有望进一步延续该优势，展现出更为优秀的成长性。

图 11：近年来三大运营商通信服务收入同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 拐点确认开启新成长曲线

高质量发展确立行业拐点。

前期行业陷入剪刀差困境。2013 年国内移动电话普及率超过 90% 逐步趋于饱和，运营商业务同质化，行业竞争加剧，电信业务总量与电信业务收入的剪刀差日益增大，运营商陷入增量不增收困境，行业整体盈利能力严重下滑。

行业变局谋求高质量发展。2019 年中国移动提出禁止终端补贴、禁止排他性行为、禁止考核市场份额、禁止任何赠送和变相赠送行为以及地域成本价的产品销售等；中国联通全面停止终端补贴政策，清理 5 元互联网套餐，副卡控制在两张以内。2020 年 3 月中国电信董事长柯瑞文表示坚决不打价格战，共同维护行业生态，共同繁荣 5G 产业。

电信行业收入拐点已经形成。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 2.9pct；2021 年 1-8 月，电信业务收入累计完成 9919 亿元，同比增长 8.4%，增速进一步较 2020 年增速提升 4.8pct；自 2019 年 1-8 月起电信业务收入累计同比转正以来呈现快速增长态势。

图 12：2019 年来电信业务收入和电信业务总量累计月度增速

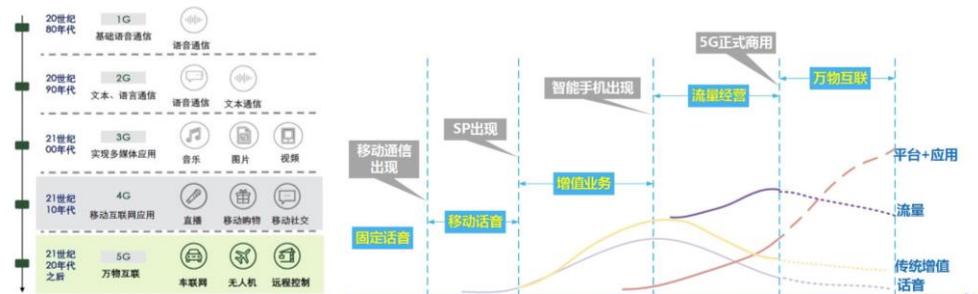


资料来源：工信部，浙商证券研究所

运营商开启新的增长曲线。

移动通信大约每十年有一个转型升级，每一次转型升级除了速率提升，也实现价值动能的转换。2G、3G、4G 时代运营商沿着“语音”、“传统增值”、“流量”三条增长曲线演进，有望在 5G 时代开启“平台+应用”的第四增长曲线。

图 13：5G 时期运营商开启“平台+应用”第四增长曲线

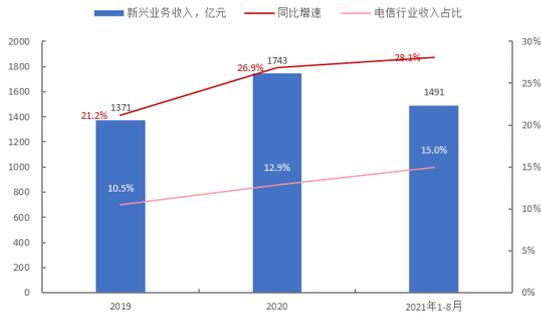


资料来源：德勤，中国电信，2019 年网易未来大会，浙商证券研究所

“平台+应用”的引擎作用已经凸显。运营商积极转型升级，推进 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、人工智能等新兴业务，新兴业务成为运营商增值主要驱动，2021年1-8月完成相关业务收入1491亿元，同比增长28.1%，在电信业务收入中占比为15%，拉动电信业务收入增长3.6pct，占比较2020年底提升2.1pct。

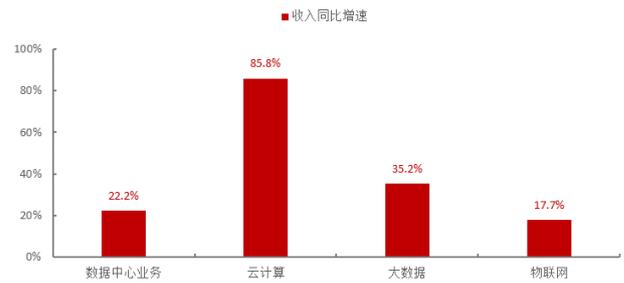
分细项来看，云业务增长势头最为强劲。2020年数据中心业务、云计算、大数据、物联网业务收入比上年分别增长22.2%、85.8%、35.2%、17.7%、13.6%。2021年上半年云计算、大数据收入同比增速分别达96.7%、31.3%。

图 14：电信行业新兴业务收入及占比情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 15：2020 年电信行业新兴业务各细分业务增长情况



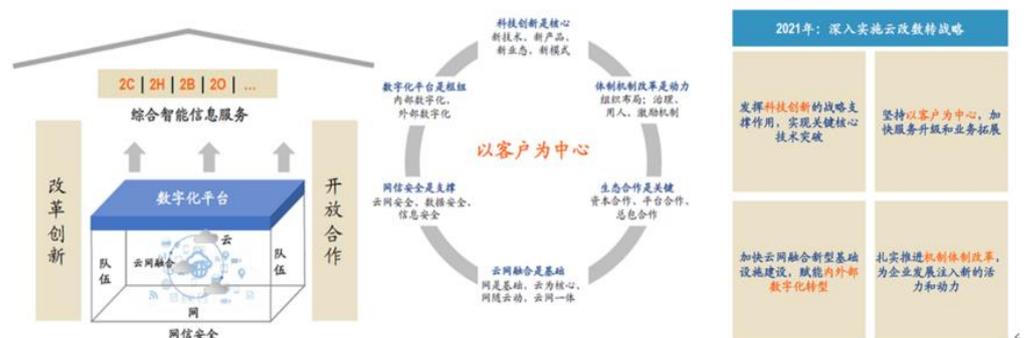
资料来源：工信部，浙商证券研究所

中国电信积极推进云改数转。

公司 2018 提出“云改”，从基础设施、组织机制、产品服务能力、销售渠道建设等方面积极推进转型。2019 年底开始将“云网”理念进行主业全链条渗透，实现全集团“一张网、一朵云、一个系统、一套流程”。2020 年明确“新建系统 100% 上云，存量系统三年上云”的目标，坚持“网是基础、云为核心、网随云动、云网一体”战略，从企业上云、政务上云、家庭智慧化三方面入手，推动业务、网络等全面云化，促进社会数字化转型。

2021 年度工作会上，公司指出 2021 年是中国电信全面实施“云改数转”战略、开创新局面的关键之年，提出全面深入推进“云改数转”战略，深化企业改革，强化科技创新等九个方面的重点工作，继续推进企业高质量发展。

图 16：中国电信深入实施云改数转发展战略



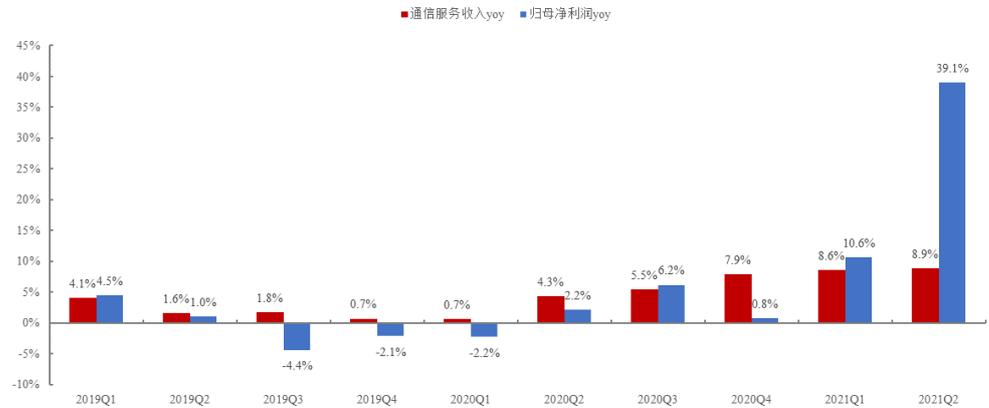
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司战略转型和高质量发展取得成果。

2020 年上半年，公司通信服务收入增速 V 型反转，利润增速实现转正，此后收入利润增速逐季放大。2020 年全年公司实现通信服务收入 3738 亿元，同比增长 4.53%，实现

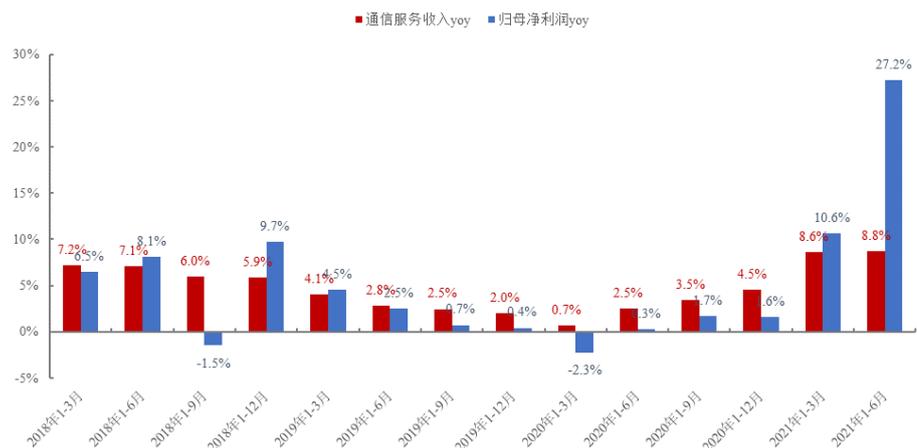
股东应占利润 209 亿元，同比增长 1.62%。2021 年上半年，公司实现通信服务收入 1871 亿元，同比增长 8.8%，股东应占利润为 177.4 亿元，同比增长 27.2%。

图 17：中国电信收入和利润同比增速情况（季度累计）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 18：中国电信收入和利润情况（单季）



备注：2021Q2 单季增速部分与公司投资收益相关

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

回 A 引入战投提升综合竞争力。

2021 年 3 月 9 日公司公告拟申请 A 股发行并在上海证券交易所主板上市，8 月 20 日公司 A 股上市，综合首次公开发行 A 股股票以及超额配售选择权实施情况，此次发行最终，发行价格 4.53 元/股，合计发行 105.75 亿股股票，募集资金总额 479.04 亿元，扣除发行费用后募集资金净额约为 475.16 亿元，全部用于公司 5G 产业互联网建设项目、云网融合新型信息基础设施项目、科技创新研发项目三项募集资金投资项目。

募集资金净额拟用于 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，项目未来三年总投资规模为 1021 亿元。

表 1：发行前后公司股本结构

序号	股东名称	股份类别	发行前		发行后 (考虑超额配售选择权实施情况)	
			持股数, 股	持股比例	持股数, 股	持股比例, %
1	电信集团	内资股	57,377,053,317	70.89%	57,377,053,317	62.70%
2	广东广晟	内资股	5,614,082,653	6.94%	5,614,082,653	6.14%
3	浙江财务开发	内资股	2,137,473,626	2.64%	2,137,473,626	2.34%
4	福建投资集团	内资股	969,317,182	1.20%	969,317,182	1.06%
5	江苏国信	内资股	957,031,543	1.18%	957,031,543	1.05%
6	境外上市外资股 (H 股, 包括美国存托股份) 股东	外资股	13,877,410,000	17.15%	13,877,410,000	15.17%
7	其他 A 股股东	内资股	-	-	10,574,770,378	11.54%
合计			80,932,368,321	100%	91,507,138,699	100%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司 A 股战略配售引入 20 家战略投资人，涵盖大型企业、产业基金、互联网公司等，进一步完善公司治理和市场化经营机制，拓展生态版图，增强公司在产品服务、科技创新等领域的综合竞争力，进一步推动公司“云改数转”战略落地。此次发行也将有效提升公司净资产规模，改善公司整体资产负债结构，提升公司经营活力和抗风险能力。

图 19：引入战投强强联合打造合作共赢生态



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

股权激励彰显发展决心和信心。

2021 年 3 月 3 日，公司第二期股票增值权计划获国资委审批，且 2021 年 3 月 10 日，计划规定的授予条件均已满足。2021 年 3 月 10 日，董事会审议批准于授予日（2021 年 3 月 10 日）向共 8239 名核心骨干人员（不包括执行董事、非执行董事、独立董事、监事及高级管理人员），授予总数约为 24.1162 亿股股票增值权，对应公司 H 股数量约占于授予日已发行总股本约 2.98%，每份股票增值权的行权价为 2.69 港元。方案有效期为 60 个月，自授予日起生效。

这是公司自 2018 年实行股票增值权计划后第二次采取股票增值权激励计划，进一步加大对核心员工的激励，支撑公司战略转型和长远发展，彰显公司未来发展决心和信心。

3. 5G/智家/政企业务促发展

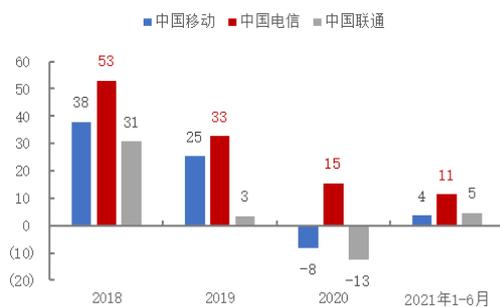
3.1. 移动通信：增长行业领跑

新增用户数领跑行业，渗透率持续提升。

4G时代，公司紧抓流量红利释放的宝贵窗口，加快产品创新，全面融合升级，增强网络优势，市场拓展成效显著，移动用户快速增长。2019年以来，面对移动市场渗透率饱和以及同质化竞争压力，公司坚持有价值地规模拓展移动用户市场，叠加5G套餐升级机会、携号转网机会，公司用户数实现持续净增长，领跑行业。

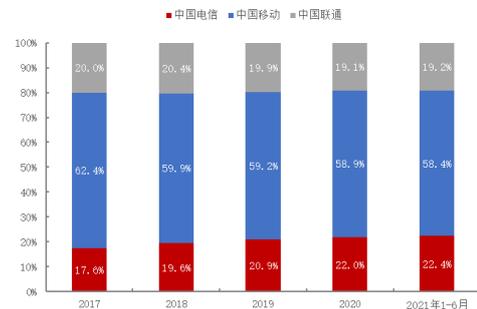
截至2021年6月，公司移动用户数达到3.62亿户，较2020年底提升1147万户，移动用户市占率从2017年的17.6%提升到22.4%。

图 20：三大运营商移动用户净增情况（百万户）



资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

图 21：中国电信移动用户市占率情况



资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

5G 契机打造差异化产品，5G 渗透率持续提升。

公司以“5G+天翼云”为用户提供优质网络体验和差异化的应用服务，打造中国电信特色5G会员权益体系，推出网络、安全和服务等专享权益，联合超过30家头部应用合作伙伴，推出超百款生态权益，丰富用户体验，5G业务持续快速渗透。

图 22：积极引入权益打造差异化产品

Enriching application and privileges

- Members-exclusive privileges: Launched >100 eco-privileges
- Cloud games**: Industry's 1st to launch "Flying Cloud" platform with TV and PC versions to enrich product eco-footprint
- Content introduction: **UHD** – Multilateral partnership to build collaborative ecosphere on content; **cloud VR** – Commenced international collaboration and initiated the **Global XR Content Telco Alliance**

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

截止到2021年6月，公司5G套餐用户达到约1.31亿户，渗透率达到36.2%。

图 23：三大运营商 5G 渗透率情况

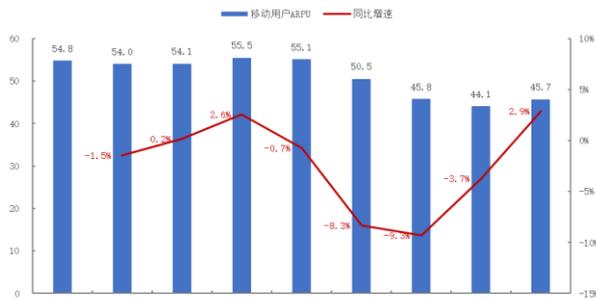


资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

受 5G 和权益拉动，公司 ARPU 逐步得到恢复。

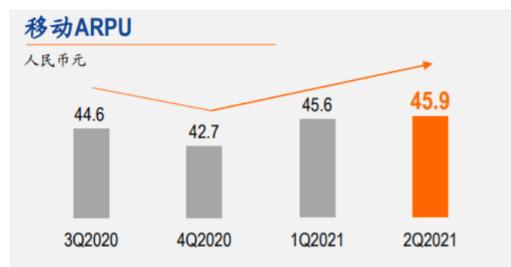
5G 渗透率提升带动公司移动用户 ARPU 企稳恢复，2021 年上半年，公司 5G 用户 ARPU 达到 57.4 元，5G 迁转前后 ARPU 提升 10%。2021 年上半年移动用户 ARPU 45.7 元，同比增长 2.9%，二季度单季 ARPU 达到 45.9 元，较一季度 45.6 元进一步提升。

图 24：中国电信移动 ARPU 情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

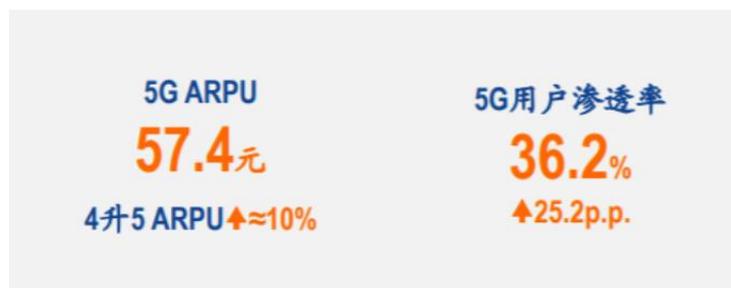
图 25：中国电信单季度移动 ARPU 情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

公司目标 2021 年 5G 用户净增 8000 万户，2020 年底，公司移动用户数为 3.51 亿户，5G 用户数为 8650 万户，目标 2021 年移动用户净增 1200 万户，以此测算，到 2021 年底，公司 5G 用户渗透率将达到 1.665 亿户/3.63 亿户=46%。

图 26：中国电信 2021 年上半年 5G 移动业务发展情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

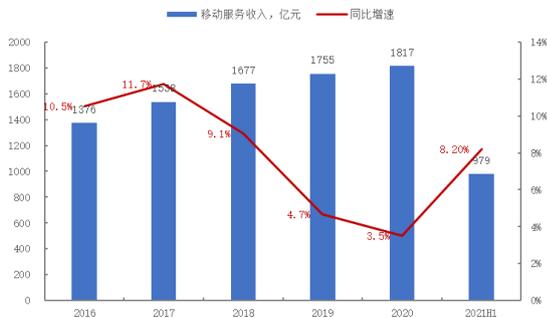
移动业务收入增速持续领跑行业，5G 驱动继续向好。

移动用户持续增长，带动公司近年来移动业务增速领跑行业，2020 年公司移动服务收入 1816 亿元，同比增长 3.5%，占通信服务收入比例达到 48.6%。叠加 5G 用户渗透率

提升带动 ARPU 企稳恢复, 2021 年上半年公司移动服务收入 979 亿元, 同比增长 8.2%, 增速超预期。

随着未来 5G 用户渗透率的持续提升和 5G 应用的发展, 公司移动业务增速有望继续保持乐观的发展预期。

图 27: 中国电信移动业务收入情况



备注: 由于 H 股报表报告期数据更加丰富, 选取 H 股报表信息, 与 A 股披露数据存在小幅差异

资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 28: 三家电信运营商移动业务增速对比



备注: 由于 H 股报表报告期数据更加丰富, 选取 H 股报表信息, 与 A 股披露数据存在小幅差异

资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

3.2. 固网及智家: 智家提升价值

家庭业务是公司的传统优势业务, 近年来面对中国移动发力家庭市场的竞争压力, 公司积极布局家庭信息化, 构建智慧家庭 DICT 产品服务体系, 基于 5G 契机, 进一步推广 5G+光宽+WiFi6 三千兆接入和全屋 WiFi 服务, 宽带接入业务价值得到重塑, 智家业务价值逐步得到体现。

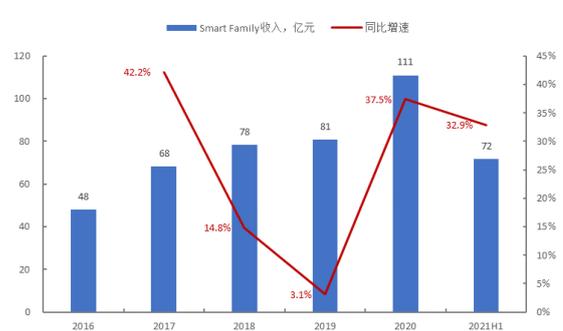
2020 年, 公司宽带接入收入 719 亿元, 同比增长 5.06%, 扭转 2017 年以来的下跌态势, Smart Family 收入达到 111 亿元, 同比大增增长 37.45%。2021 年上半年, 公司宽带接入收入 381 亿元, 同比增长 7.9%, Smart Family 收入 72 亿元, 同比大幅增长 32.9%, 智家应用对宽带综合 ARPU 的带动从 2020 年上半年的 13.3%提升到 15.8%。

图 29: 中国电信宽带接入收入情况



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

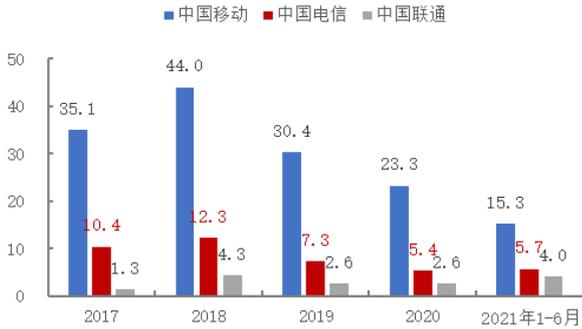
图 30: 中国电信 SmartFamily 收入情况



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

用户数方面, 公司近年来固网用户数均持续增长, 截至 2021 年 6 月底, 公司固网用户数达到 1.94 亿户 (倒推计算, 包括北方未上市部分, 上市公司口径 1.64 亿户), 占工信部统计数据固网宽带用户 5.1 亿户的 38%。整体家庭宽带接入渗透率水平已经较高的情况下, 我们认为更大的成长空间在于智家业务。

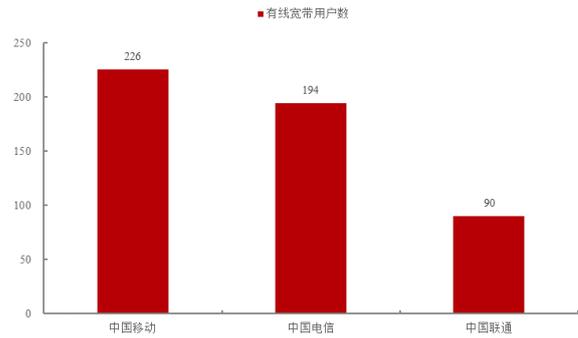
图 31：三大运营商有线宽带用户净增情况（百万户）



备注：中国电信是上市公司口径

资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

图 32：三大运营商有线宽带用户数情况（截至 2021.6，百万）



备注：倒推计算中国电信，包括北方未上市部分，上市公司口径 1.64 亿户

资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

前瞻产业研究院数据，2019 年，我国智能家居市场规模 1422 亿元，预计到 2023 年年将达到 5176 亿元，2019-2023 年复合增速达到 38.13%。

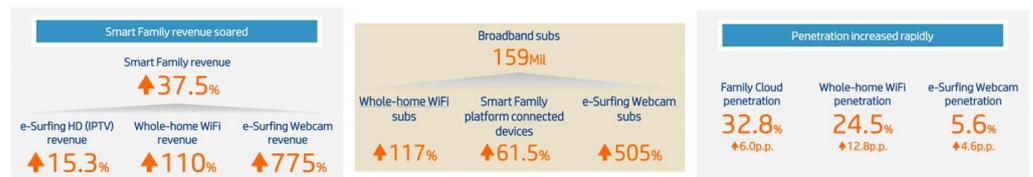
图 33：我国智能家居市场 2019-23 年复合增速 38%



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

截至 2020 年底，公司 IPTV 收入同比增长 15.3%，IPTV 用户数已经达到 1.16 亿户，IPTV (e-Surfing HD) 用户渗透率达到 73%，此外全屋 WiFi、天翼看家 (e-Surfing Webcam) 等新业务也进展顺利，全屋 WiFi 用户数、天翼看家用户数分别为 3889 万户、889 万户（数据倒推），同比分别增长 117%、505%，渗透率分别达到 24.5%、5.6%，较去年同期分别增长 12.8pct、4.6pct。

图 34：中国电信 2020 年 Smart Family 业务发展情况

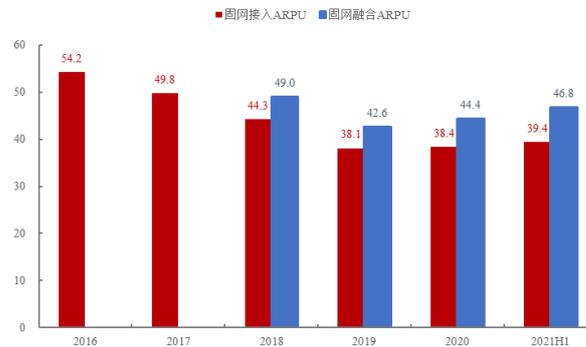


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

智家业务发展带动，固网融合 ARPU 实现增长。2020 年公司固网接入 ARPU、固网融合 ARPU 分别达到 38.4 元、44.4 元，较 2019 年 38.1 元、42.6 元分别同比增长 0.79%、

4.23%。2021 年上半年，公司固网接入 ARPU、固网融合 ARPU 分别达到 39.4 元、46.8 元，分别较 2020 年上半年增长 2.9%、5.9%。

图 35：中国电信固定接入 ARPU 和固定融合 ARPU 情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.3. 产业数字化：继续高速增长

新兴业务成为运营商主要增长驱动。

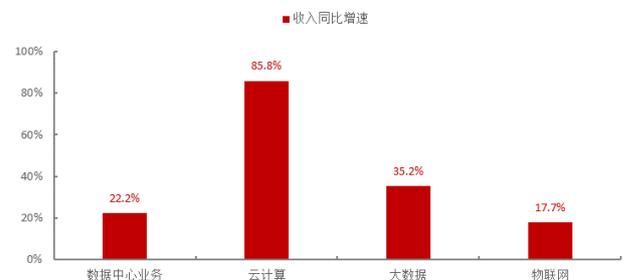
IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、人工智能等新兴业务成为运营商增值主要驱动。2020 年，三大运营商新兴业务实现收入 1743 亿元，比上年增长 26.9%，在电信业务收入中占比由上年的 10.5% 提升至 12.9%，拉动电信业务收入增长 2.82 个百分点。2021 年 1-8 月三大运营商新兴业务收入收入 1491 亿元，同比增长 28.1%，在电信业务收入中占比为 15%，其中云计算业务收入同比增速达 98%。

图 36：电信行业新兴业务收入增长情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 37：2020 年新兴业务各细分业务增长情况



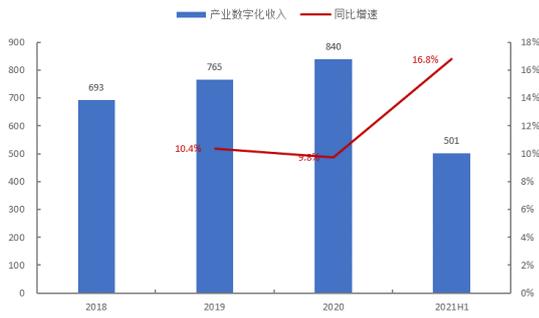
资料来源：工信部，浙商证券研究所

公司产业数字化收入规模和市场份额业内领先。

公司深化机制改革，加快向科技型企业转变，在社会数字化趋势下，云和 5G 等有望驱动公司的产业数字化业务进一步加速成长，成为公司业绩提升的主要动力。

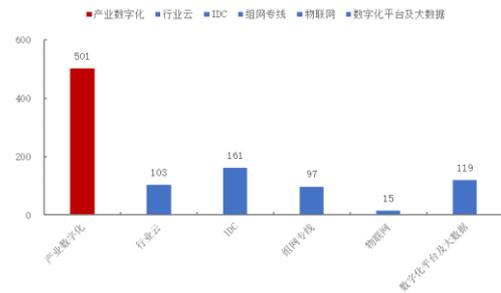
2020 年，公司产业数字化收入达到 840 亿元，同比增长 9.7%。2021 年上半年，公司产业数字化业务发展提速，上半年产业数字化收入 501 亿元，同比增长 16.8%，其中产业云业务收入 103 亿元，同比大幅增长 122%。公司中报推介材料显示，力争全年产业数专收入实现 20% 以上增长。

图 38：公司产业数字化业务收入（亿元）情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 39：2021 年上半年中国电信产业数字化收入（亿元）情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

全面深化改革激发活力，加快向科技型企业转变。

公司全面深化改革，加快构建以客户为中心的新型组织体系，打造纵向一体化的政企事业群，基于数字化平台共享集成原子能力、产品和服务，增强政企市场的信息化拓展能力和运营能力。目前已经针对不同行业成立了 14 个行业部门，建立总部、省、市公司三级纵向一体化政企客户信息服务事业群，打造纵向一体化的营销、服务、支撑、管控、评价体系。

图 40：中国电信政企改革思路

成立 14 个行业部门，建立总部、省、市公司三级纵向一体化政企客户信息服务事业群



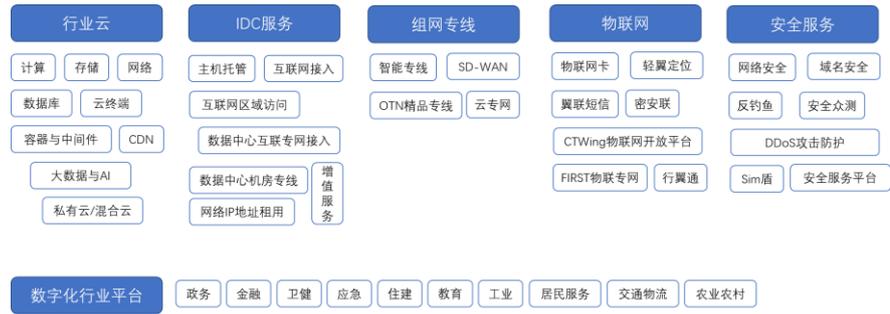
资料来源：网优雇佣军，浙商证券研究所

公司将政企 BG 定位于集团的财务收益的倍增器、生态收益的扩张器、能力与收入的转换器。政企 BG 改革突破内部组织边界，强化跨领域能力协同，增强云化、平台化解决方案的研发创新，引入市场化的考核激励机制，最终目标建立数字化供给和交付体系、打造专业化服务和运营能力、完善市场化运作和合作机制。

公司产业数字化产品体系全面。

公司拥有各类产业数字化云网产品与服务，具备超过百款云产品能力，拥有“云聚”混合多云管理平台，具备主流私有云、公有云的统一纳管能力，形成全栈的服务能力和产品体系，并为客户提供数字化平台服务以及完善的 IDC 服务体系和物联网服务，此外，公司还提供多品质光网、创新开发 OTN 精品专线、云专网、智能专线、云间高速、SD-WAN 等新型云网融合产品。

图 41：公司产业数字化业务布局

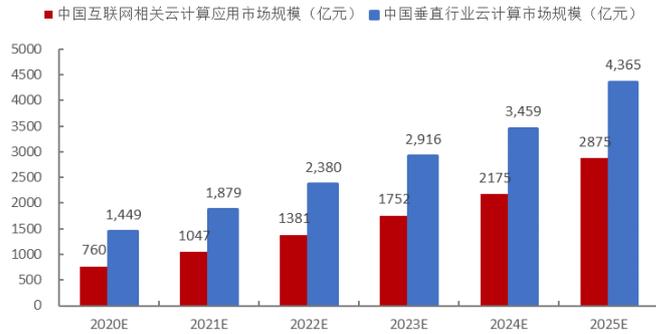


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

云业务高速增长奠定公司产业数字化领先地位。

未来我国云计算市场规模将持续快速增长，前瞻网数据显示，2020年，我国互联网相关、垂直行业云计算市场规模分别为760亿元、1449亿元，预计到2025年将分别达到2875亿元、4365亿元，复合增速分别为30%、25%。

图 42：我国云计算行业保持高速增长



资料来源：前瞻网，浙商证券研究所

公司聚焦企业上云的场景化需求，抓住行业赋能，全面引领数字化转型。公司持续完善 IDC 和云的资源布局，推进形成 2+4+31+X+O 层次化演进资源布局，强化公有云、私有云、专属云和混合云的全栈云服务能力，截至 2021 年 6 月底，公司拥有约 43 万个机柜，IDC 资源禀赋产业第一。

图 43：中国电信云网融合资源深度融合



资料来源：浙商证券研究所

多年发展，公司积累了强大的客户基础，已经为 50 余万党政军、大中型企业客户提供服务，连续多年多次中标各类国家中央机关集采框架，被计世资讯评选为政务云“领导者”，公司基于全栈自主可控的优势，优势将进一步得到强化；医疗影像云、混合云、私有云等解决方案获得信通院、互联网医疗健康产业联盟联合认证，被 IDC 评选为中国医疗云“领导者”。

图 44：公司全面引领企业数字化转型

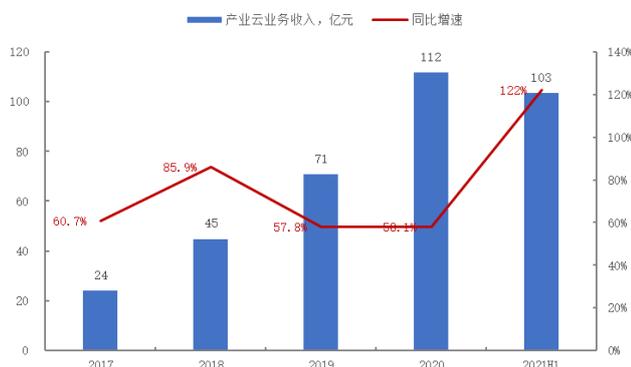


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2020 年公司总体云业务收入达到 138 亿元，同比增长 58.4%，其中产业云业务收入达到 112 亿元，同比增长 58.1%，产业云业务 2018-2020 年三年复合增速达到 67%。根据 IDC 咨询的统计，公司在全球运营商公有云 IaaS 行业中收入规模排名第一，中国公有云 IaaS+PaaS 收入规模排名第四。

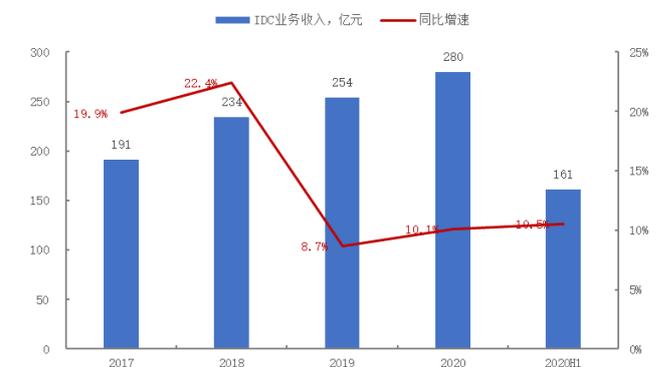
基于公司强大的客户基础和数据中心资源布局、云网融合能力、安全可信、属地服务优势，公司云业务有望继续快速发展。2021 年上半年公司产业云业务收入 103 亿元，同比大幅增长 122%，IDC 业务收入 161 亿元，同比增长 10.5%。

图 45：中国电信产业云收入情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 46：中国电信 IDC 收入情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5G B 端业务有望成为未来新增长引擎。

面对 5G 的大机会，运营商也已经转变战略视角，跳出存量竞争束缚，寻找新的增长空间，叠加网络切片、边缘计算等新技术的发展赋予运营商“平台+应用”商业逻辑的可实现性，运营商将有望在 5G 时代开启“平台+应用”第四增长曲线。

爱立信预测，受益于 5G 新技术，到 2026 年整个 ICT 行业将获得 34580 亿美元的数字化经济收入，其中直接与 5G 相关产业收入为 13070 亿美元（占比约 38%），运营商预计可以获得 2040 亿美元-6190 亿美元。

2020 年公司实现 5G SA 规模商用，针对 2B 市场，打造“网定制、边智能、云协同、应用随选”的 5G 定制网解决方案。

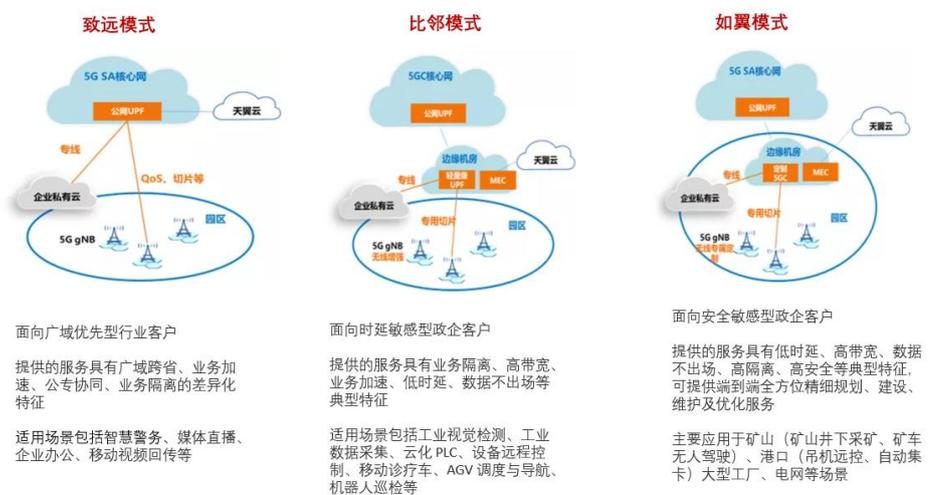
图 47：中国电信融合协同 5G 专网解决方案



资料来源：搜狐，浙商证券研究所

公司提供“致远”“比邻”“如翼”三类定制网服务模式，为行业客户提供安全可信、自主可控的专用信息化基础设施和定制网融合服务，实现“云网一体、按需定制”。

图 48：中国电信“致远、比邻、如翼”定制网服务模式



资料来源：IT168，浙商证券研究所

截至 2020 年底，公司 5G 行业应用累计签约近 1900 家，落地场地超过 1100 个，打造了多个工业互联网、智慧能源、智慧医疗、智慧园区等垂直行业标杆，远程控制、机器视觉、AGV 等 5G 创新应用逐步落地。

表 2：公司 5G 垂直行业应用部分案例

行业	部分案例
煤矿	中国电信与神东煤炭集团成功开通上湾煤矿井下 5G 网络，全国首个井下 5G+无人机智能巡检系统成功运转，井下无人机实现了矿井作业环境下的实时高清视频回传，并对生产过程动态实时监控
电力	青岛 5G 智能电网项目，国网青岛供电公司、中国电信青岛分公司和华为公司三方合作，针对电网智能分布式配电、变电站作业监护及电网态势感知等智能化升级需求，为国网青岛供电公司提供了端到端 5G SA 网络，实现电网故障快速隔离和恢复，把停电时间从分钟级缩短到秒级甚至毫秒级
医疗	中国电信浙江公司与台州市中心医院合作的“5G+智慧病房建设”入选国家卫健委 5G 医疗卫生行业标准项目组公布首批 5G 医疗应用优秀案例；中国电信四川公司携手四川大学华西医院在远程医疗、远程 CT 等方面展开探索
钢铁	携手宝钢股份推进 5G 工业互联网应用，通过搭载上海电信 5G 信号的 AGV(自动导引运输车)、无人仓库、无人码头形成的完整闭环实现“无人化”作业模式
电子制造	中国电信 5G+美的集团智能制造项目，支撑机器视觉、叉车调度、云化 PLC 等创新应用快速落地已入选广东省第一批 5G 应用标杆项目，同时也入选国家创新工程管理项目
政务	中国电信与华为联合打造深圳智慧警务，通过广域切片技术实现公众业务与警用业务之间的物理隔离，为警用无人机空中自动巡航、警用摩托车沿路巡逻、单兵智能执法等 5G 智慧立体巡防警务应用提供高保障 5G 定制网络服务

资料来源：浙商证券研究所

4. 共建共享有效降低成本

运营商成本结构中占比最大的在于网络投资建设资本开支形成的折旧摊销、运行维护及技术支撑费、人工成本、销售费用等。

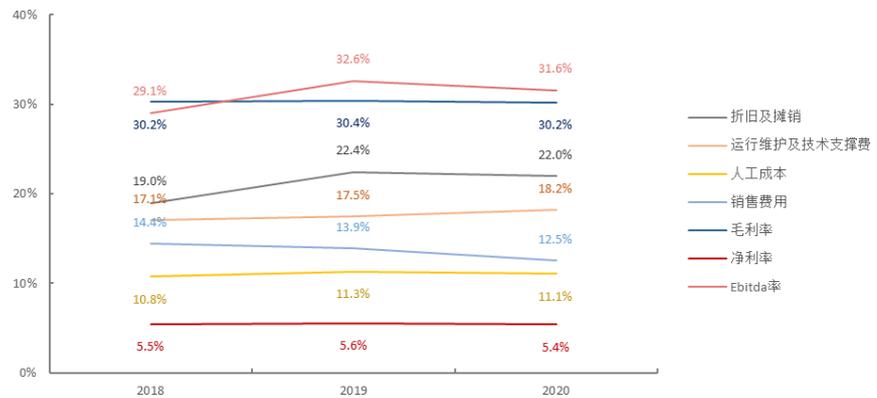
表 3：中国电信 2020 年成本费用情况

	2020 年, 亿元	同比增速	费用率
营业收入	3,899.4	4.8%	
营业成本	2,722.0	5.1%	69.8%
折旧及摊销	857.6	2.7%	22.0%
运行维护及技术支撑费	709.4	9.0%	18.2%
人工成本	432.5	2.5%	11.1%
网络资源使用及相关费用	227.7	8.5%	5.8%
出售商品支出	154.4	15.1%	4.0%
能耗费	146.4	5.9%	3.8%
网间结算支出	120.5	-5.0%	3.1%
其他	73.5	1.9%	1.9%
销售费用	488.8	-5.8%	12.5%
管理费用	271.6	5.4%	7.0%
研发费用	47.4	12.9%	1.2%
财务费用	30.1	-17.2%	0.8%
利润总额	274.0	1.3%	7.0%
净利润	210.9	1.8%	5.4%
归属于母公司股东的净利润	208.6	1.6%	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

由于 4G 网络建设资本开支的大力投入, 2019-2020 年公司折旧及摊销率较 2018 年有所提升, 同时公司为加快数字化转型, 持续加大政企业务和研发体系投入, 进一步带来成本费用端的压力。2020 年, 公司经营费用 2722 亿元, 同比增长 5.1%, 毛利率 30.2%, 较 2019 年减少 0.2pct, 净利润率 5.4%, 较 2019 年减少 0.2pct。

图 49: 中国电信近年来成本费用率情况



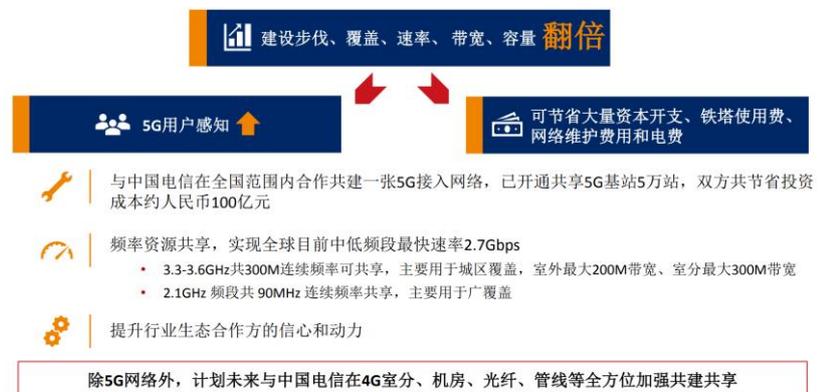
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

5G 时期, 公司和中国联通共建共享 5G 网络, 将明显节减相关网络建设和运营成本。同时公司对内强化数字化平台布局, 多举措持续加强成本精准管控, 深入开展多维划小, 切实提升资源使用效能, 公司成本有望得到有效控制。

与中国联通 5G 共建共享降本成效显著。

2019 年 9 月, 中国电信与中国联通签订框架合作协议书以共建共享 5G 加入网络。中国电信、中国联通分别获得 3400-3500MHz 和 3500-3600MHz 频段各 100MHz 5G 频谱资源, 双方共享下可使用频段将从 100MHz 扩大至 200MHz, 有效扩展频谱带宽、提高频谱效率。中国联通 2019 年年报推介材料显示, 除 5G 网络外, 双方将在 4G 室分、机房、光纤、管线等全方位加强共建共享。

图 50: 中国联通、中国电信合作共建 5G 接入网



资料来源: 中国联通, 浙商证券研究所

基于共建共享, 2020 年末, 中国电信在用 5G 基站达到 38 万站 (共享率从 2020 年初的 50% 提升至 100%), 全球率先实现 5G SA 网络规模商用。公司计划截至 2021 年底, 5G 可用基站数达到 70 万站。

图 51: 公司 5G 网络建设进展



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

5G 共建共享为中国电信、中国联通双方累计节省超过 860 亿元投资, 相较中国电信、中国联通 2019-2020 年的 5G 投资总额 422 亿元、484 亿元节省力度显著, 同时也大幅节省了包括电费、铁塔使用费、维护费用等在内的其他运营成本。

此外, 在深化 5G 网络共建共享的同时, 双方充分发挥双方网络资源互补优势, 积极开展 4G 网络共建共享, 截至 2021 年上半年累计共享约 46 万基站, 为双方节省投资超过 240 亿元。

图 52: 中国联通、中国电信合作共建 5G 接入网实现共赢



资料来源: 中国联通, 浙商证券研究所

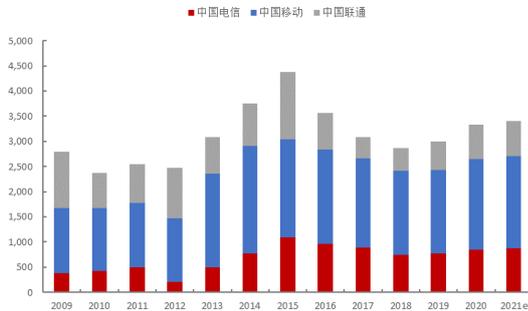
5G 投资预计将相对平稳, 公司折旧摊销率预计小幅降低。

5G 时期, 我国建网规模全球领先, 2020 年实现了所有地级以上城市的覆盖, 2021 年将基本实现县级以上区域、部分重点乡镇的覆盖。我们预计后续 5G 网络建设投入将会是一个相对平稳的状态; 2C 网络通过共建共享等方式, 降低设备成本, 提高部署速度; 2B 网络按需建设, 以建促用, 以用促建; 总体是一个循序渐进、不断完善的过程。

2020 年作为 5G 商用元年, 三大运营商整体计划资本开支 3330 亿元, 较 2019 年实际资本开支增长 11.0%, 2021 年三大运营商合计资本开支计划 3406 亿元, 同比增长 2.3%。

公司 2021 年计划资本开支 870 亿元，同比增长 2.6%。基于未来资本开支整体平稳的判断，我们预计未来公司折旧摊销率将持续降低。

图 53：三大运营商资本开支（亿元）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 54：中国电信折旧及摊销费用情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

多举措控制网络运营成本。

5G 单基站功耗较 4G 基站会有明显增长，中国通信标准化协会的数据显示，目前主要运营商的 5G 基站主设备空载功耗约 2.2-2.3kW，满载功耗约 3.7-3.9kW，是 4G 单站的三倍左右，运营商网络运营及支撑成本未来面临挑战。2020 年中国电信能耗费 146 亿元，同比增长 5.9%，网络运营及支撑成本同比增长 8.9%。

图 55：中国电信能耗费支出情况（亿元）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司积极应对，一方面与联通的共建共享将持续有效分摊铁塔租赁费、电力使用费等相关支出，此外，公司通过 AI、大数据等技术进一步提升资源使用效率，公司自研 AI 算法，推进 5G 基站节能降耗，探索 5G 基站智慧节能方案，逐步扩大试点范围，应用大数据实现精准投资建设，开展 4G 基站拆闲补盲，提高光宽端口利用率。

此外各地政府和电力部门积极在供给端提供支持。各地政府从专项规划、资源开放、站址协调、基站用电等方面给予政策支持；电力部门也积极推动电力基础设施共建共享、推动 5G 基站改转供电为直供电，采取峰谷分时电价降低 5G 基站电费支出。

5. 投资建议

5.1. 盈利预测

预计公司 2021-23 年实现营收 4378 亿、4889 亿、5478 亿，同比增 12.29%、11.69%、12.03%；实现通信服务收入 4192 亿、4685 亿、5253 亿，同比增 12.15%、11.77%、12.12%；实现归母净利润 260 亿、275 亿、312 亿，同比增长 24.87%、5.44%、13.70%。

盈利预测及关键假设:

1) 移动通信服务: 在 5G 用户渗透率提升和价值经营提振下有望持续稳定增长, 综合对移动用户数净增、5G 渗透率、DOU、流量价格等关键因素的假设预判, 我们预计 2021-2023 年移动服务市场收入同比增速 10.2%、8.2%、6.2%。

2) 固网及智慧家庭服务: 智家业务价值逐步得到体现, 带来家庭市场收入稳定增长, 综合对固网用户数净增、固网用户 ARPU 未来趋势等关键因素的假设预判, 我们预计公司固网及智慧家庭服务收入 2021-2023 年同比增速 2.8%、3.1%、4.1%。

3) 产业数字化: 社会信息化数字化转型趋势叠加 5G 行业应用的逐步渗透, 产业数字化业务成为中国电信增收主要驱动力, 综合对包括 IDC、云计算、物联网等关键细分业务行业空间整体、业务增速等关键的假设预判, 我们预计公司产业数字化收入 2021-2023 年同比增速 30.3%、28.4%、28.7%。

表 4: 中国电信收入关键指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	389,939	437,760	488,941	547,765
yoy	4.77%	12.26%	11.69%	12.03%
服务收入	373,798	419,198	468,523	525,305
yoy	4.53%	12.15%	11.77%	12.12%
移动通信服务	175,564	193,442	209,246	222,115
yoy	3.53%	10.18%	8.17%	6.15%
固网及智慧家庭服务	109,018	112,060	115,484	120,186
yoy	3.13%	2.79%	3.06%	4.07%
产业数字化	83,968	109,379	140,458	180,723
yoy	9.71%	30.26%	28.41%	28.67%
出售商品收入	16,141	18,562	20,418	22,460
yoy	10.63%	15.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

5.2. 估值分析

当前公司 H 股 PB 0.57 倍, 明显低于历史十年均值 0.85 倍, 参考恒生沪深港通 AH 股溢价指数过去一年均值 141.38, 则 A 股 PB 合理水平在 1.23 倍, 公司 A 股 PB 为 0.92 倍, 明显低估。

图 56: 公司 H 股 PB



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

全球主流运营商平均 PB 2.06 倍, 公司 PB 明显低于全球行业均值。

表 5：中国电信可比公司估值情况

公司	P/E	P/B	EV/EBITDA
中国电信 (A)	13.87	0.92	5.55
中国电信 (H)	7.52	0.57	3.01
均值	13.31	2.06	5.96
Verizon 通信股份有限公司	9.83	2.93	7.42
美国电话电报公司	8.08	1.15	7.17
T-Mobile US 股份有限公司	36.27	2.17	7.70
中国移动	6.87	0.70	1.12
日本电信电话	9.81	1.45	6.28
德国电信	12.99	2.04	6.53
软银集团股份有限公司	6.64	1.05	13.76
KDDI 有限公司	12.14	1.74	5.57
美洲电信可变动资本额股份有限公	13.25	4.73	5.57
BCE 股份有限公司	18.86	3.11	8.53
沃达丰	12.31	0.66	5.95
澳大利亚电信股份有限公司	25.50	3.14	8.40
瑞士电信股份公司	18.11	2.77	8.25
Orange 公司	9.11	1.03	5.04
印尼电信股份有限公司	15.08	3.81	5.44
西班牙电信股份公司	9.41	0.93	5.51
挪威电信公司	15.21	8.18	6.19
中国联通 (A)	17.80	0.86	3.44
英国电信集团公共有限公司	7.19	1.24	4.24
Telia 公司	19.65	2.14	7.83
中国联通 (H)	6.27	0.31	0.83
KT 株式会社	7.78	0.51	2.68
LG Uplus 公司	8.05	0.82	3.52

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

5.3. 投资建议

市场担心运营商的持续成长性，我们认为行业拐点已经确立，在 5G 渗透率提升和创新业务强劲增长驱动下，我们对运营商的发展预期继续表示乐观。

公司积极推进“云改数转”战略转型，且成效逐步体现，20H1 通信服务收入增速反转，利润转正，后续逐季呈现加速增长态势。

预计公司 2021-23 年实现营收 4378 亿、4889 亿、5478 亿，同比增 12.29%、11.69%、12.03%；实现通信服务收入 4192 亿、4685 亿、5253 亿，同比增 12.15%、11.77%、12.12%；实现归母净利润 260 亿、275 亿、312 亿，同比增长 24.87%、5.44%、13.70%；EPS 为 0.28 元、0.30 元、0.34 元；PE 为 15.0 倍、14.2 倍、12.5 倍。

公司公告控股股东中国电信集团增持计划，承诺在自 2021 年 9 月 22 日起十二个月内择机增持，拟增持金额不少于人民币 40 亿元，体现对公司未来发展前景的信心和对公司投资价值的认可。

公司公告调整派息政策，2021 年度现金分红不少于股东应占利润的 60%，A 股发行上市后三年内，每年逐步提升至 70%以上，同时 2022 年起宣派中期股息，充分体现公司对未来业绩增长以及现金流健康发展的信心。

公司自 2020 年上半年收入增速 V 型反转，利润增速实现转正以来，当前发展势头良好，司未来成长性有望超预期，投资价值凸显，参考 H 股十年 PB 均值和 AH 溢价情况，给予公司未来 12 个月目标价 5.56 元，现价空间 31%，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

风险提示 1: 5G 网络建网成本和运维成本增幅超出预期，导致公司净利润率大幅下滑的风险；

风险提示 2: 行业提速降费政策力度加大，对行业整体竞争格局和厂商盈利能力的影响超出预期的风险；

风险提示 3: 产业数字化业务由于竞争持续加剧等导致增速不及预期的风险；

风险提示 4: 其他风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	84016	148376	169459	205213
现金	33092	98896	122809	160136
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	21502	22802	24490	27436
其它应收款	5323	8164	8291	8994
预付账款	8659	9639	10689	11863
存货	3317	3692	4095	4544
非流动资产	631087	630210	624415	614616
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	40303	42318	44434	46656
固定资产	417882	437688	429382	416846
无形资产	38899	39361	39532	39396
在建工程	48276	25186	24934	24684
其他	85727	85657	86134	87034
资产总计	715103	778586	793874	819829
流动负债	264700	262930	271135	288077
短期借款	15995	14396	12956	11660
应付款项	107578	104142	108770	120718
预收账款	235	264	295	330
其他	140892	144129	149114	155368
非流动负债	84221	74741	71443	69934
长期借款	17226	9362	5430	3464
其他	66995	65379	66013	66470
负债合计	348921	337671	342578	358010
少数股东权益	2719	3011	3319	3670
归属母公司股东权益	363463	437904	447976	458149
负债和股东权益	715103	778586	793874	819829
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	135181	122082	139945	154572
净利润	21089	26333	27767	31570
折旧摊销	90240	97268	101951	105613
财务费用	3014	2404	(197)	(332)
投资损失	(1757)	(4605)	(1800)	(1780)
营运资金变动	12784	(4876)	6849	13059
其它	9811	5557	5375	6442
投资活动现金流	(86474)	(90454)	(94479)	(93553)
长期投资	1992	1767	1749	1731
长期投资	(1094)	(2035)	(2108)	(2220)
其他	(87372)	(90186)	(94119)	(93064)
筹资活动现金流	(45631)	34176	(21553)	(23692)
短期借款	(6537)	(1600)	(1440)	(1296)
长期借款	(9830)	(7864)	(3932)	(1966)
其他	(29264)	43640	(16182)	(20431)
现金净增加额	3076	65804	23913	37327

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	389939	437760	488941	547765
营业成本	272196	302995	336015	372923
营业税金及附加	1477	1734	1931	2191
营业费用	48882	55237	63522	73050
管理费用	27155	31519	35204	39439
研发费用	4736	6829	9290	11503
财务费用	3014	2404	(197)	(332)
资产减值损失	6589	5691	6356	7121
公允价值变动损益	32	10	14	19
投资净收益	1757	4605	1800	1780
其他经营收益	3408	2345	2272	2215
营业利润	31087	38312	40906	45883
营业外收支	(3691)	(4103)	(4835)	(4871)
利润总额	27396	34208	36071	41012
所得税	6307	7875	8304	9442
净利润	21089	26333	27767	31570
少数股东损益	234	292	308	350
归属母公司净利润	20855	26041	27459	31220
EBITDA	285143	132023	139574	148150
EPS (最新摊薄)	0.23	0.28	0.30	0.34
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	4.77%	12.26%	11.69%	12.03%
营业利润	2.44%	23.24%	6.77%	12.17%
归属母公司净利润	1.63%	24.87%	5.44%	13.70%
获利能力				
毛利率	30.20%	30.79%	31.28%	31.92%
净利率	5.41%	6.02%	5.68%	5.76%
ROE	5.78%	6.45%	6.16%	6.84%
ROIC	34.12%	5.28%	5.67%	6.32%
偿债能力				
资产负债率	48.79%	43.37%	43.15%	43.67%
净负债比率	13.72%	11.58%	9.74%	8.46%
流动比率	0.32	0.56	0.62	0.71
速动比率	0.30	0.55	0.61	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.62	0.68
应收帐款周转率	18.19	19.79	20.71	21.13
应付帐款周转率	2.79	3.06	3.40	3.51
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.28	0.30	0.34
每股经营现金	1.48	1.33	1.53	1.69
每股净资产	3.97	4.79	4.90	5.01
估值比率				
P/E	18.69	14.97	14.20	12.49
P/B	0.95	0.89	0.87	0.85

资料来源：浙商证券研究所

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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>