

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

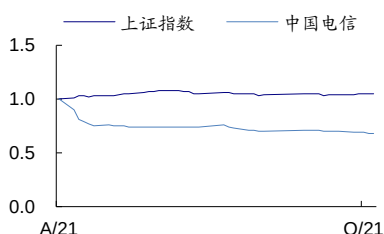
中国电信(601728)
买入

2021 年三季报业绩点评

(首次评级)

2021 年 10 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	91,507/18,283
总市值/流通(亿港元)	378,840/18,238
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12 个月最高/最低(元)	6.52/4.13

证券分析师：马成龙

电话：021-60933150

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

证券分析师：陈彤

电话：0755-81981372

E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

独立性声明：

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。

财报点评
收入和利润双位数增长，业务结构持续优化

公司发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营业收入 3265.36 亿元，同比增长 12.3%；其中服务收入 3042.71 亿元，同比增长 8.3%；实现归母净利润 233.27 亿元，同比增长 24.7%。整体符合预期。

● 收入和利润双位数增长，盈利能力持续改善

前三季度公司的营收和利润实现同步双位数增长，业务结构持续优化。前三季度移动通信服务收入同比上升 6.3%，其中移动用户数相比去年同期增长 5.8%，5G 套餐用户渗透率从去年同期的 18.5% 提升至 42.1%，移动用户 ARPU 值从去年同期的 44.4 元提升至 45.4 元，手机上网总流量同比上升 39.3%。固网及智慧家庭服务收入同比增长 4.7%，有线宽带用户数同比增长 6.9%，宽带接入 ARPU 和宽带综合 ARPU 分别为 38.8 元和 46.1 元，较去年同期均保持增长，其中智慧家庭收入同比增长 30.3%，是提升固网用户价值的核心驱动力。产业数字化业务保持快速增长，收入达到 740.9 亿元，同比增长 16.8%，在总营收占比 22.7%，其中，IDC 和天翼云业务均位居行业领先地位。

2021Q3 单季度公司营业收入为 1090 亿元（+10.8%），归母净利润为 55.8 亿元（+17.4%），整体增速相比上半年有所放缓。

● 加大网络建设和创新业务投入，A 股上市后现金流改善

前三季度公司的营业成本同比增长 13.3%，略高于收入增速，主要与公司提升网络质量和能力有关。费用端，销售/管理/研发费用分别同比增长 6.6%/12.7%/29.7%，研发费用增长较快主要因为公司强化科技创新，加大创新业务投入和高科技人才引进。管理费用增长主要与股权激励费用增长有关。公司 A 股上市后随着付息债规模下降，财务费用和现金流状况也得到进一步改善，财务费用同比下降 44.8%。

● 看好公司业务持续改善，首次覆盖，给予“买入”评级

预计公司 21-23 年归母净利润为 258/291/340 亿元，对应 PE 为 13/12/10x，对应 PB 为 0.9/0.88/0.85x，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：客户数增长或创新业务发展不达预期；成本费用控制风险
盈利预测和财务指标

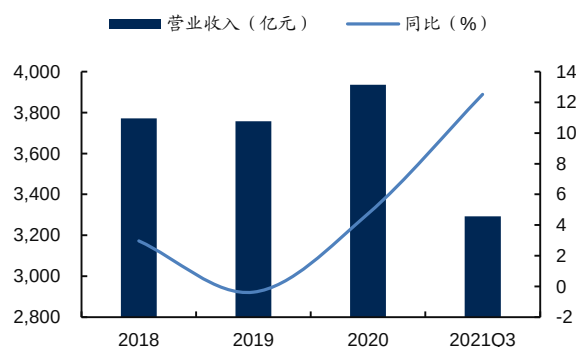
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	375,734	389,939	443,556	493,486	544,412
(+/-%)	-0.4%	4.8%	13.8%	11.3%	10.3%
净利润(百万元)	20517	20,855	25,915	29,641	35,209
(+/-%)	5.5%	1.6%	24.3%	14.4%	18.8%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.26	0.32	0.37	0.44
EBIT Margin	7.7%	9.1%	7.2%	7.6%	8.5%
净资产收益率(ROE)	5.8%	5.7%	6.9%	7.7%	9.0%
市盈率(PE)	16.3	16.1	12.9	11.3	9.5
EV/EBITDA	6.4	6.1	9.5	8.4	7.6
市净率(PB)	0.95	0.92	0.90	0.88	0.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

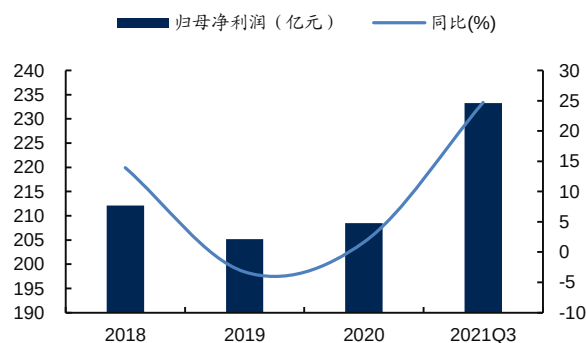
公司发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营业收入 3265.36 亿元，同比增长 12.3%；其中服务收入 3042.71 亿元，同比增长 8.3%；实现归母净利润 233.27 亿元，同比增长 24.7%。整体符合预期。

图 1：中国电信营业收入及增速（单位：亿元、%）



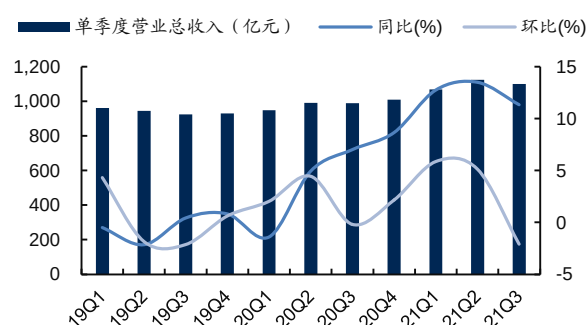
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：中国电信归母净利润及增速（单位：亿元、%）



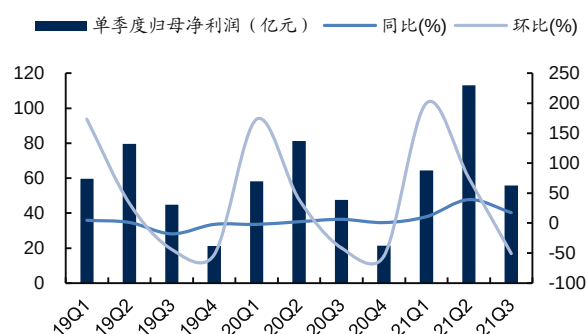
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：中国电信单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：中国电信单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务拆分和盈利预测

我们基于以下逻辑对中国电信核心业务数据进行预测：

- 1、假设 2021-2023 年的 5G 客户数分别为 1.7/2.1/2.6 亿户，5G ARPU 值分别为 64/56/54 元；移动业务客户总数 2021-2023 年分别增长 7%/3%/3%，移动业务 ARPU 值分别为 45.5/46.0/46.9 元。2021-2023 年整体移动业务收入增速分别为 9.1%/6.2%/4.9%。
- 2、假设 2021-2023 年的有线宽带客户数分别增长 7%/4%/4%，有线宽带接入 ARPU 每年增长 1%；智慧家庭收入分别增长 30%/25%/25%，2021-2023 年固网及智慧家庭服务业务收入增速分别为 5.9%/6.1%/5.8%。
- 3、假设产业数字化收入增速分别为 185/15%/17%。

表 1: 核心数据假设和测算

	2020	2021E	2022E	2023E
移动业务客户数 (万户)	35102	37559	38686	39846
移动业务 ARPU (元/户/月)	44.1	45.5	46.0	46.9
其中: 5G 客户数 (万户)	8650	17200	21000	26000
5G ARPU (元/户/月)	65.6	64	56	54
移动业务收入 (亿元)	1755.64	1915.05	2033.66	2133.42
YOY	3.5%	9.1%	6.2%	4.9%
宽带接入客户数 (万户)	15853	16963	17556	18171
宽带接入 ARPU (元/户/月)	38.4	38.9	39.2	39.6
智慧家庭收入 (亿元)	111.02	144.33	180.41	225.51
YOY	37%	30.0%	25.0%	25.0%
固网及智慧家庭服务收入 (亿元)	1090.18	1154.39	1225.05	1295.57
YOY	3.1%	5.9%	6.1%	5.8%
产业数字化收入 (亿元)	839.7	990.82	1139.45	1333.15
YOY	9.7%	18.0%	15.0%	17.0%
其他主营业务收入 (亿元)	52.48	52.48	52.48	52.48
出售商品收入	161.41	322.82	484.23	629.50
YOY	10.6%	100.0%	50.0%	30.0%
营业总收入 (亿元)	3899.4	4435.6	4934.9	5444.1
YOY	4.8%	13.8%	11.3%	10.3%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理及预测

表 2: 中国电信成本端拆分及预测 (单位: 亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业成本	2721.96	3134.89	3493.52	3825.24
成本率	69.8%	70.7%	70.8%	70.3%
折旧及摊销	857.60	925.4	952.4	1011.1
折旧及摊销费占比	22.9%	22.5%	21.4%	21.0%
运行维护及技术支撑费	709.43	795.8	890.1	953.3
运行维护及技术支撑费占比	19.0%	19.4%	20.0%	19.8%
人工成本	432.51	493.5	547.4	587.4
人工成本占比	11.6%	12.0%	12.3%	12.2%
网络资源使用及相关费用	227.66	255.0	271.5	288.9
网络资源使用及相关费用占比	6.1%	6.2%	6.1%	6.0%
出售商品支出	154.39	306.7	460.0	598.0
商品出售成本率	95.7%	95.0%	95.0%	95.0%
能耗费	146.37	164.5	178.0	192.6
能耗费占比	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
网间结算支出	120.50	120.5	120.5	120.5
其他	73.50	73.5	73.5	73.5

资料来源: 运营商公告、国信证券经济研究所分析师整理及预测

表 3: 中国电信费用端拆分及预测 (单位: 亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E
税金及附加	14.8	17.7	19.7	21.8
税金及附加占比	0.38%	0.40%	0.40%	0.40%
销售费用	488.8	554.4	607.0	658.7
销售费用占比	12.5%	12.5%	12.3%	12.1%
管理费用	271.6	332.7	360.2	386.5
管理费用占比	7.0%	7.5%	7.3%	7.1%
研发费用	47.4	59.9	64.2	73.5
研发费用占比	1.2%	1.4%	1.3%	1.4%
财务费用	30.1	18.0	13.0	12.0
加: 其他收益	22.11	25.0	20.0	15.0
投资净收益	17.57	40.0	30.0	20.0
公允价值变动净收益	0.32	-0.7	0.6	0.6
资产减值损失	-50.78	-0.5	-0.2	-0.2
信用减值损失	-15.11	-28.0	-20.0	-20.0
资产处置收益	11.97	10.0	10.0	10.0

资料来源: 运营商公告、国信证券经济研究所分析师整理及预测

综上, 计算得出, 2021-2023 年中国电信总收入分别为 4435.6/4934./5444.1 亿元, 同比增速分别为 13.8%、11.3%和 10.3%; 归母净利润分别为 240.4/286.0/342.5 亿元, 同比增速分别为 15.3%/19.0%/19.7%, 对应 PB 分别为 0.90/0.88/0.85 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 4: 同类公司估值比较 (截至 2021 年 10 月 22 日)

代码	简称	股价 (港股为港币, A 股为人民币) (10 月 22 日)	EPS (元人民币)			PE			PB (2021E)	总市值 (港股为亿港元, A 股为亿人民币) (10 月 22 日)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
601728.SH	中国电信	4.14	0.26	0.32	0.37	12.93	11.30	11.30	0.90	3,535
600050.SH	中国联通	4.11	0.18	0.22	0.24	25.05	19.02	16.80	0.88	1,274
0762.HK	中国联通	4.08	0.41	0.46	0.51	8.29	7.39	6.66	0.32	1,248
0941.HK	中国移动	48.95	5.27	5.73	6.37	7.74	7.12	6.40	0.83	10,023
0728.HK	中国电信	2.81	0.26	0.32	0.36	9.09	7.31	6.57	0.51	4,292
均值						12.54	10.21	9.11	0.55	5,187.81

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

风险提示

客户数增长不及预期; CAPEX 力度加大; 创新业务发展不达预期; 成本控制不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	33092	119385	111260	130275	营业收入	389939	443556	493486	544412
应收款项	26825	30513	33948	37452	营业成本	272196	313489	349352	382524
存货净额	3317	4382	4865	5326	营业税金及附加	1477	1774	1974	2178
其他流动资产	18502	21046	23415	25832	销售费用	48882	55444	60699	65874
流动资产合计	84016	177607	175769	201164	管理费用	31891	40811	43996	47559
固定资产	466308	459139	483442	500936	财务费用	3014	2537	2537	2537
无形资产及其他	38899	37443	35987	34531	投资收益	1757	4000	3000	2000
投资性房地产	85577	85577	85577	85577	资产减值及公允价值变动	5110	(1920)	(960)	(960)
长期股权投资	40303	41303	42303	43303	其他收入	(8259)	2500	2000	1500
资产总计	715103	801069	823079	865511	营业利润	31087	34081	38969	46281
短期借款及交易性金融负债	30647	30647	30647	30647	营业外净收支	(3691)	(48)	(42)	(42)
应付款项	107578	142126	157798	172739	利润总额	27396	34033	38927	46239
其他流动负债	126475	165411	160757	175567	所得税费用	6307	7828	8953	10635
流动负债合计	264700	338184	349202	378953	少数股东损益	234	291	332	395
长期借款及应付债券	24222	24222	24222	24222	归属于母公司净利润	20855	25915	29641	35209
其他长期负债	59999	61999	63999	65999					
长期负债合计	84221	86221	88221	90221					
负债合计	348921	424405	437423	469174					
少数股东权益	2719	2835	2935	3054					
股东权益	363463	373829	382721	393284					
负债和股东权益总计	715103	801069	823079	865511					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	20855	25915	29641	35209
资产减值准备	5014	44066	2163	1885
折旧摊销	76296	47738	54130	59217
公允价值变动损失	(5110)	1920	960	960
财务费用	3014	2537	2537	2537
营运资本变动	20842	112253	8893	27256
其它	(4924)	(43950)	(2063)	(1767)
经营活动现金流	112973	187942	93724	122761
资本开支	(78164)	(85100)	(80100)	(78100)
其它投资现金流	(1761)	0	0	0
投资活动现金流	(81036)	(86100)	(81100)	(79100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(9830)	0	0	0
支付股利、利息	(12828)	(15549)	(20749)	(24646)
其它融资现金流	22052	0	0	0
融资活动现金流	(23264)	(15549)	(20749)	(24646)
现金净变动	8673	86293	(8125)	19014
货币资金的期初余额	24419	33092	119385	111260
货币资金的期末余额	33092	119385	111260	130275
企业自由现金流	46296	99560	11771	44007
权益自由现金流	58518	97607	9818	42054

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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