

中国移动 (600941.SH) 买入 (首次评级)

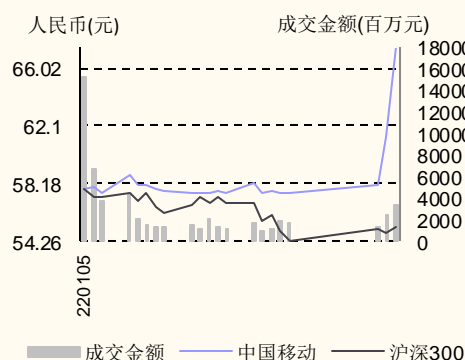
公司深度研究

市场价格 (人民币): 67.43 元

目标价格 (人民币): 93.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	213.78
已上市流通 A 股(亿股)	4.01
流通港股(亿股)	204.75
总市值(亿元)	14,415.35
年内股价最高最低(元)	67.43/57.58
沪深 300 指数	4652
上证指数	3480



数字经济时代，大象起舞

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	745,917	768,070	849,335	916,162	973,461
营业收入增长率	1.23%	2.97%	10.58%	7.87%	6.25%
归母净利润(百万元)	106,325	107,837	115,890	126,270	136,283
归母净利润增长率	-8.89%	1.42%	7.47%	8.96%	7.93%
摊薄每股收益(元)	5.193	5.267	5.435	5.922	6.392
每股经营性现金流净额	2.58	6.09	8.00	7.31	8.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.95%	9.68%	9.57%	9.94%	10.18%
P/E	N/A	N/A	N/A	9.82	9.10
P/B	N/A	N/A	N/A	0.98	0.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **从人口红利到信息红利，中国移动有望再次“大象起舞”。**无论从规模指标还是盈利指标看，中国移动均位于全球一流运营商之列。公司共拥有移动用户近 10 亿户，有线宽带用户近 2.5 亿户，均位于全球第一。公司 EBITDA 率、净利润率常年保持在 30%/15% 以上水平，全球领先。过去二十年，中国移动最大的成功，在于“网络为王”的 2G 时代和“内容为王”的 4G 时代建设了全球最大的 2G/4G 网络，收获了人口红利和流量红利。数字经济时代未来十年，是 ICT 产业从“内容为王”走向“智能为王”的转型期。公司依托“用户+网络+渠道+服务”等核心优势，通过构建“云+数据”的能力，有望实现商业模式从“管道+流量”向“连接+算力+能力”的转型。公司近期回 A 引入战投及募投项目的未来建成投产，将加速公司转型步伐。
- **数字经济时代，中国移动基本面呈现趋势性好转。**我们认为从 2011 年开始对运营商的强监管周期已接近尾声。随着央企要成为国家战略科技力量的重新定位，政策上限空间有望打开。5G 时代行业周期属性减弱，资本开支压力减小，运营商投资强度 (Capex/Revenue) 将从峰值 41% 逐步下行稳定在 20% 左右水平。同时，运营商进入存量经营时代，寡头竞争压力减弱，价格竞争已无商业基础，公司 ARPU 值已实现探底回升。数字经济时代伴随 ICT 产业生态变化，公司将从 To C 走向 To B，2025 年 HBN (家庭、政企和新业务) 营收占比有望达到 50%，H/B/N 业务 21-25 年预期将分别增长 81.37%、121.08%、181.41%。
- **估值处于全球洼地水平，增长和转型预期打开未来市值空间。**无论何种方法 (PE、PB、EV/EBITDA)，公司估值均处于全球同业低位。公司经营效率优于 Verizon、AT&T 等海外领先运营商，估值差异主要是由于杠杆率及投资强度差异导致，这反映了公司过往在投资建网上相对激进、在财务杠杆上相对保守的经营策略。随着公司经营进入弱周期性成熟期，投资强度稳中向下，经营利润温和增长 (21-25 CAGR~5%)，市值空间有望逐步上行。

投资建议

- 我们看好数字经济时代下公司实现从人口红利到信息红利转型的前景。预计公司 2021-2023 年收入分别为 8493 亿/9162 亿/9735 亿元，归母净利润分别为 1159 亿/1263 亿/1363 亿元，对应 EPS 分别为 5.44/5.92/6.39 元。综合 DCF 和 PE 估值方法，给予目标价 93 元，“买入”评级。

风险

- 5G 业务尚未形成清晰商业模式，云、物联网等新业务发展不及预期，颠覆性通信技术的出现，组织与激励机制无法适应业务转型需要，人才流失。

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

金晶

联系人
jinjing@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

行业假设:

- 1) 在可预期的未来, 不会出现颠覆性的技术, 公司作为基础设施运营商的商业模式不被颠覆;
- 2) 国内运营商的竞争格局不发生突变, 在可预期的未来, 除广电外不会出现新的基础电信运营商主体。

盈利预测假设:

- 1) 公司个人业务收入随着 5G 升级, 有望实现小幅增长, 预计 21-23 年增长率分别为 2%/1.5%/1.2%。家庭业务在光宽从百兆升级到千兆, 以及内容捆绑提升 ARPU 推动下有望保持较快增长, 预计 21-23 年增长率分别为 30%/15%/8%。政企业务随着云转数改不断深入, 预计 21-23 年增长率分别为 25%/24%/23%。新兴业务预计延续快速增长, 预计 21-23 年增长率分别为 25%/24%/23%。
- 2) 随着 B 端业务收入占比加大, 公司总体毛利水平将稳中略降, 预计 21-23 年毛利率保持在 29%左右水平。

■ 我们区别于市场的观点

市场普遍观点认为公司当前商业模式类似于公共事业股, 未来成长乏力, 最大的投资价值在于稳定的分红。

我们的观点: 我们认为 5G 时代, 中国移动基本面已呈现趋势性好转。从 2011 年开始对运营商的强监管周期已接近尾声。随着央企要成为国家战略科技力量的重新定位以及运营商新一批混改的深入, 政策上限空间有望打开。5G 时代行业周期属性减弱, 资本开支压力减小, 运营商投资强度 (Capex/Revenue) 将从峰值 41% 逐步下行稳定在 20% 左右水平。同时, 运营商进入存量经营时代, 寡头竞争压力减弱, 价格竞争已无商业基础, 公司 ARPU 值已实现探底回升。伴随 ICT 产业生态变化, 公司将从 To C 走向 To B, 2025 年 HBN (家庭、政企和新业务) 营收占比有望达到 50%。依托“用户+网络+渠道+服务”等核心优势, 通过构建“云+数据”的能力, 公司有望实现商业模式从“管道+流量”向“连接+算力+能力”的转型。

■ 股价上涨的催化因素

- 1) VR 等 5G C 端应用、车联网等 5G B 端应用商业进展超预期;
- 2) 公司定价模式发生重大变化, 如类似瑞士电信采取按速度计费模式;
- 3) 公司“云转数改”进展超出市场预期;
- 4) 公司大幅提供分红比率等。

■ 估值和目标价格

我们综合采用 DCF 绝对估值及整体 PE 相对估值方法对公司进行估值。通过对标中美日欧主要电信市场可比公司, PE 估值法我们给予公司 2022 年 15 倍 PE, 目标市值 18500 亿元。采用 DCF 法对公司投资价值进行分析, 得到公司估值区间为 15736-24821 亿元。综合 PE 估值和 DCF 估值, 我们取 PE 和 DCF 估值区间中值的算术平均, 给予公司 2022 年目标市值 19389 亿元, 目标价 91.0 元, 给予“买入”评级。

■ 投资风险

- 1) 5G 业务尚未形成清晰商业模式;
- 2) 云、物联网等新业务发展不及预期;
- 3) 颠覆性通信技术的出现
- 4) 组织与激励机制无法适应业务转型需要;
- 5) 核心人才流失。

内容目录

投资要件	2
一、从人口红利到信息红利，中国移动有望再次“大象起舞”.....	5
1.1 中国移动的业务演进之路：从语音到流量，从 To C 到 To B.....	5
1.2 全球用户规模最大，盈利能力一流运营商.....	7
1.3 回 A 助力公司战略转型.....	8
二、数字经济时代，中国移动基本面呈现趋势性好转.....	9
2.1 监管：从 2011 年开始的十年强监管周期已接近尾声.....	9
2.2 行业：从消费互联网到产业互联网，数字经济时代行业周期减弱.....	10
2.3 竞争：5G 时代进入存量运营时代，价格竞争已无商业基础.....	11
2.4 结构：从 To C 到 To B，2025 年 HBN 营收占比将达 50%.....	12
三、中美运营商估值差异看中国移动投资价值.....	15
四、盈利预测和估值.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 估值与投资建议.....	20
五、风险提示	22

图表目录

图表 1：中国移动的产品及服务流程.....	5
图表 2：中国移动二十年营收结构变迁（按业务类型）.....	6
图表 3：中国移动营收组成历史走势及预测（按客户群）.....	6
图表 4：中国移动用户数.....	7
图表 5：中国移动 4G/5G 基站数.....	7
图表 6：2004-2021H1 三大运营商收入规模.....	7
图表 7：2004-2021H1 三大运营商净利润及净利润率.....	7
图表 8：2015-2021 三大运营商移动用户数对比.....	8
图表 9：2015-2021 三大运营商固网用户数对比.....	8
图表 10：中国移动与海外主要运营商 EBITDA 率对比.....	8
图表 11：中国移动与海外主要运营商净利润率对比%.....	8
图表 12：募投项目分析.....	9
图表 13：从 2011 年开始的十年强监管周期已接近尾声.....	9
图表 14：三大运营商历年资本开支走势及预测.....	10
图表 15：我国 5G 基站数量及占比.....	10
图表 16：5G 相关资本开支（亿元）.....	10
图表 17：中国的移动用户渗透率（部/百人）.....	11
图表 18：国内 5G 手机终端连接数及在移动用户数占比.....	11
图表 19：中国光纤到户渗透率.....	11
图表 20：千兆光纤用户超过千万.....	11

图表 21: 我国移动数据流量平均资费及使用量情况.....	12
图表 22: 中国移动通信服务用户收入占比 (亿元)	12
图表 23: 预计 2025 年 HBN 用户收入占比达 50%.....	12
图表 24: 中国移动移动业务 ARPU 值探底回升	13
图表 25: 5G 套餐用户(百万户)及渗透率.....	13
图表 26: 中国移动 H 端收入与家庭宽带 ARPU 同步增长.....	13
图表 27: 中国移动 IDC 业务营收增速	14
图表 28: 2021Q3 国内公有云 IaaS+PaaS 市场份额	14
图表 29: 中国移动新兴市场业务收入.....	14
图表 30: ICT 战略制高点从内容 (时间之争) 走向智能 (数据之争)	15
图表 31: Verizon 与中国移动 P/B 估值对比.....	15
图表 32: Verizon 与中国移动 EV/EBITDA 估值对比	15
图表 33: Verizon 与中国移动 P/B (MRQ)估值对比	16
图表 34: Verizon 与中国移动 P/B 估值拆解.....	16
图表 35: Verizon 与中国移动 EV/EBITDA 估值对比	16
图表 36: Verizon 与中国移动 EV/EBITDA 估值拆解	16
图表 37: 中国移动总市值 2019 年起逐渐下降.....	17
图表 38: 中国移动 EV/EBITDA 估值拆解	17
图表 39: 十年期国债收益率 2020 年先降后升.....	17
图表 40: 2016-2021H1 净利润、EBITDA 增速.....	17
图表 41: AT&T 内容营收占比提升.....	18
图表 42: Verizon 及 AT&T 的 PB 估值变化.....	18
图表 43: Verizon 及 AT&T P/B、P/E 估值对比	18
图表 44: Verizon 及 AT&T ROE 拆解对比	18
图表 45: 2009 年起中国移动净利率下降后趋于平稳, 进入成熟期	19
图表 46: 营收及毛利率预测 (百万元)	20
图表 47: 公司业务分类及相应估值方法.....	20
图表 48: 可比公司盈利预测及估值比较.....	21
图表 49: 公司现金流量折现法.....	21

一、从人口红利到信息红利，中国移动有望再次“大象起舞”

1.1 中国移动的业务演进之路：从语音到流量，从 To C 到 To B

中国移动是全球领先的通信及信息服务企业，成立于 1997 年，为个人、家庭、政企、新兴市场提供全方位的通信及信息服务。

图表 1：中国移动的产品及服务流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

从 2G 到 5G，伴随着通信产业变迁，公司业务结构实现了从语音向流量，客户结构从 To C 向 To B 的不断转型。

从 1990 年 2G 时代开始，通信行业从模拟语音正式进入数字语音时代，语音和短消息业务成为运营商营收的主要构成部分。短消息和语音的增长趋势一直持续了 25 年，直到 2015 年左右，全球运营商语音和短消息收入见顶，中国移动的话音收入早于全球，于 2012 年（4G 商用前）见顶。

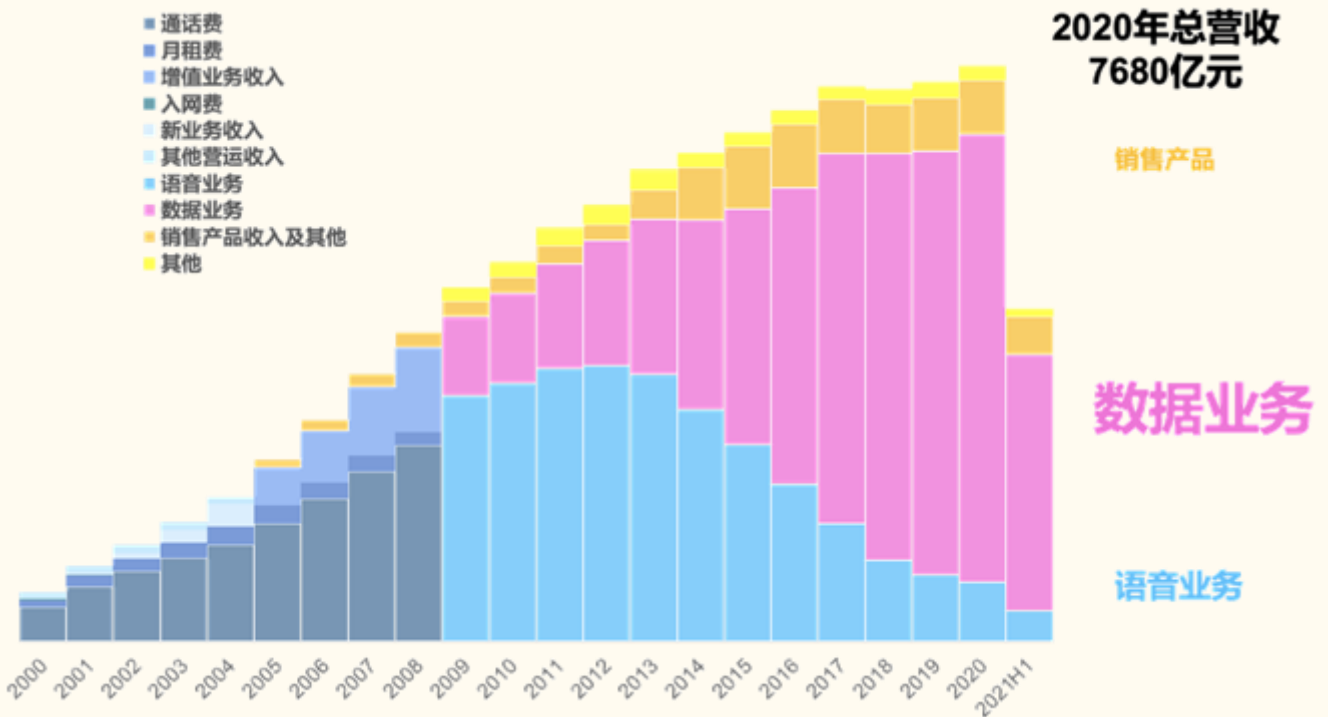
2000 年，以 Docomo 正式商用 3G 为标志，整个产业进入到移动互联网时代，核心业务是上网、娱乐、社交等互联网化业务。在这个阶段，产业转型以终端和应用为中心，终端和互联网巨头公司纷纷崛起。中国移动晚于海外，于 2009 年开始 3G 商用，流量业务开始快速发展。

2010 年开始，以美国运营商率先商用 4G 为标志，产业正式从窄带互联网时代进入到移动宽带互联网时代。2010-2015 年是一个承上启下的时期，移动通信技术在改变了人的生活之后，逐步与行业和产业结合。中国移动于 2013 年正式推出 4G 业务，移动视频成为了 4G 时代的杀手级业务，流量业务出现爆发式增长，4G 时代中国移动成功收获了流量红利。

5G 时代，中国移动等国内运营商领先全球，率先于 2019 年正式商用 5G 业务。随着通信商业模式和产业生态变迁，公司的业务结构也与 20 年前发生了巨大的变化。

公司 2020 年总营收 7680.7 亿元，其中销售产品收入 724 亿元，通信服务收入 6957 亿元。按业务类型划分，语音业务继续萎缩，实现收入 788 亿元，同比减少 11.1%；数据业务是公司收入增长的主要驱动，在通信服务收入中占比 85.8%，实现营收 5970 亿元，同比增长 5.7%。

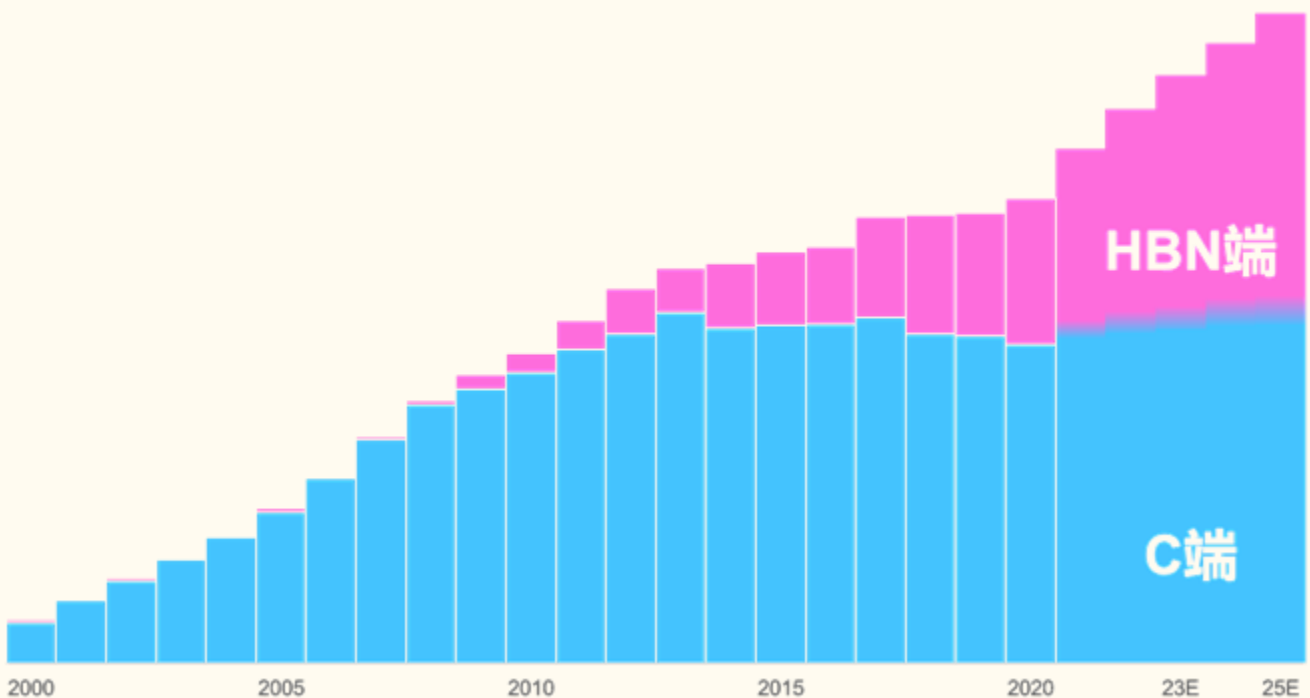
图表 2: 中国移动二十年营收结构变迁 (按业务类型)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

我们认为 5G 的应用是数字经济时代的一个重要特征。5G 下电信业务模式从过去承载基础通信服务转为使能垂直行业和生态, 主流的业务是数据化的企业和行业服务。中国移动未来转型最大的机会, 在于数字经济时代下的行业数字化, 实现从人口红利到信息红利的转型。

图表 3: 中国移动营收组成历史走势及预测 (按客户群)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司 2020 年实现通信服务收入 6957 亿元，按客户群划分，CHBN（移动市场、家庭市场、政企市场、新兴市场）各营收 4769/832/1129/226 亿元，C 端客户占比 69%，HBN 端客户占比 31%。未来五年，公司营收结构将更加优化，预计 2025 年 C 端-HBN 端收入各占 50%。

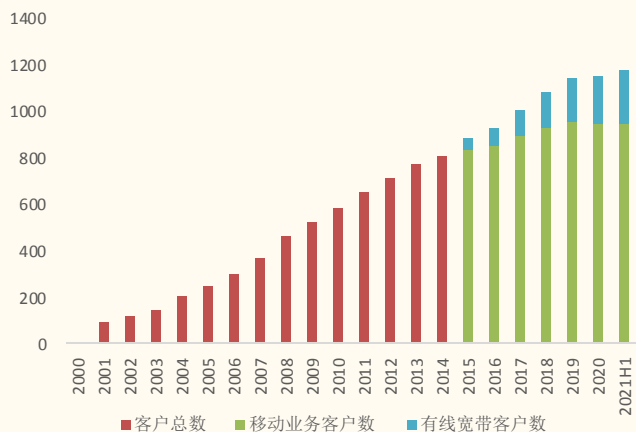
1.2 全球用户规模最大，盈利能力一流运营商

无论从规模指标还是盈利指标看，中国移动均位于全球一流运营商之列。

作为重资产的基础设施运营产业，电信运营商具备典型的规模效应，用户规模是生死线。大国三家，小国两家，是全球运营商的稳态盈利结构。截止到 2021 年 11 月，公司共拥有移动用户 9.57 亿户，有线宽带用户 2.41 亿户，均位于全球第一。

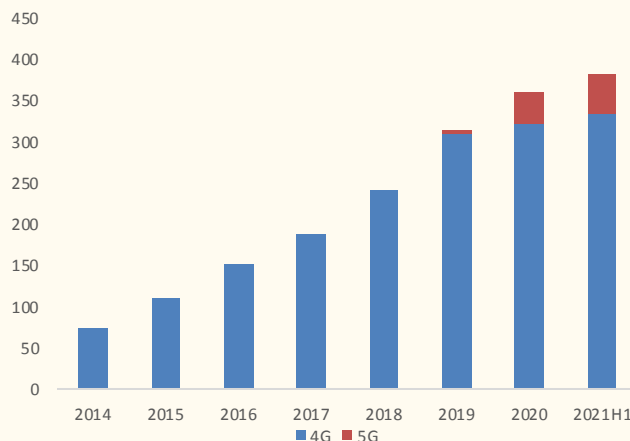
与客户规模对应，公司的网络规模也位居全球第一。截止 2021 年 6 月，公司共建设基站 528 万个，其中 4G 基站 332 万，占全球 4G 基站总数的三分之一；5G 基站 50.1 万，2021 年底前建设超 70 万个。

图表 4：中国移动用户数



来源：公司官网运营数据，国金证券研究所

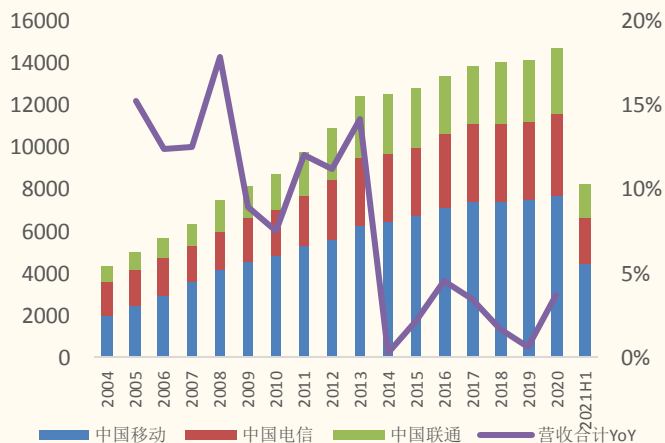
图表 5：中国移动 4G/5G 基站数



来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

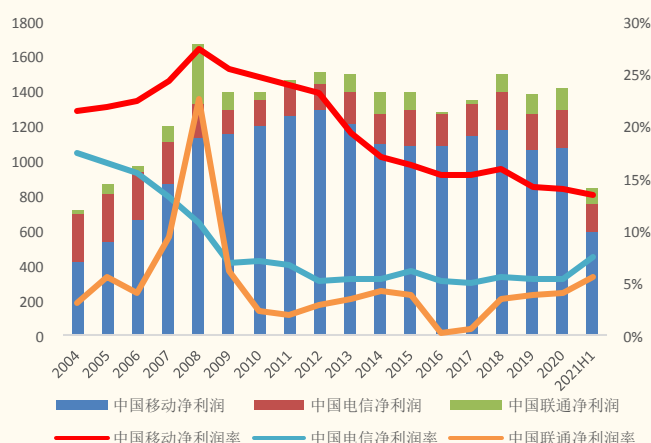
中国移动营收、盈利规模居国内三大运营商之首。根据最新财报显示，2021 年前三季度中国移动实现营运收入 6486 亿元，超过中国电信（3292 亿元）和中国联通（2445 亿元）的总和，2021 年上半年净利润更是超过两家总和的两倍。

图表 6：2004-2021H1 三大运营商收入规模



来源：公司年报，国金证券研究所

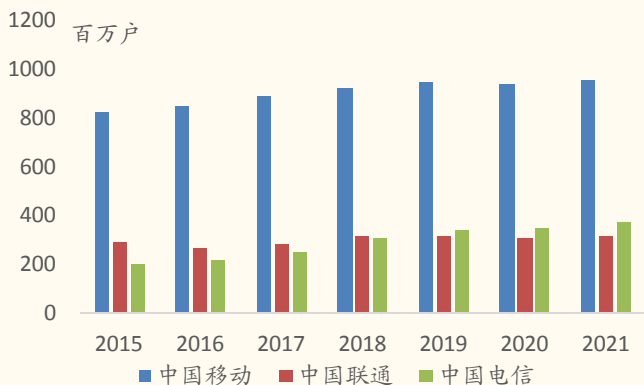
图表 7：2004-2021H1 三大运营商净利润及净利润率



来源：公司年报，国金证券研究所

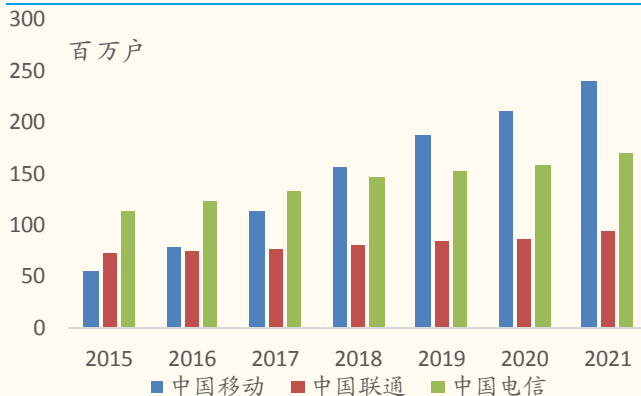
移动+家宽用户规模双第一。公司在国内移动通信市场长期处于绝对领先地位，截至 21 年底公司移动用户数达到 9.57 亿户，超过中国联通（3.17 亿户）和中国电信（3.72 亿户）总和。有线宽带方面，公司自 2013 年底正式获固网牌照后，有线宽带用户数实现了从无到第一的跨越式增长，在 2018 年实现了对中国电信的超越，这也体现了公司强大的战略执行力。截止 2021 年底，中国移动有线宽带用户数 2.4 亿户，三大运营商中市场份额 47.5%。

图表 8: 2015-2021 三大运营商移动用户数对比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

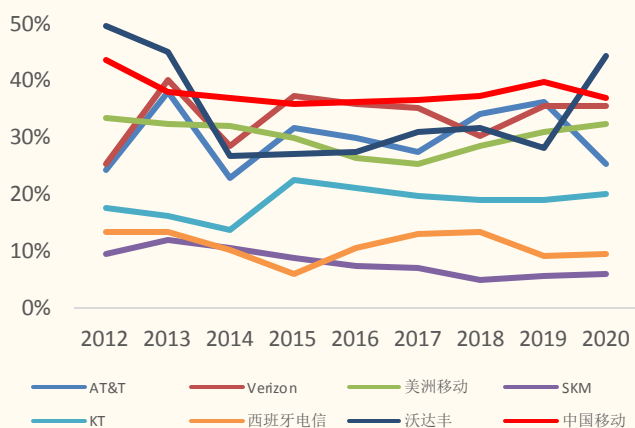
图表 9: 2015-2021 三大运营商固网用户数对比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

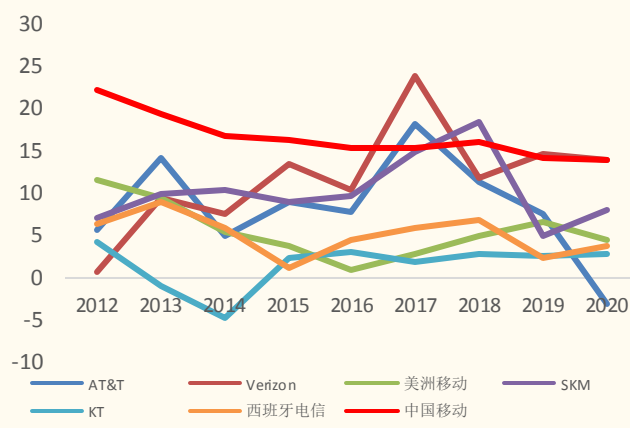
与海外主要运营商相比，公司盈利能力领先。最新财报显示，中国移动前三季度 EBITDA 2375 亿元，同比增长 9.5%，EBITDA 率为 36.6%；净利润 872 亿元，净利润率为 13.4%。公司 EBITDA 率以及净利润率与海外主要运营商相比，一直处于领先地位。

图表 10: 中国移动与海外主要运营商 EBITDA 率对比



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

图表 11: 中国移动与海外主要运营商净利润率对比%



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

1.3 回 A 助力公司战略转型

公司已于 1 月 4 日正式 A 股上市，以 57.58 元/股的价格共发行 9.03 亿股，其中向战略投资者配售 4.22 亿股、向网下投资者配售 1.14 亿股，向网上投资者配售 3.66 亿股。本次发行超额配售选择权行使期已于 2022 年 2 月 7 日届满，最终募集资金总额为 519.81 亿元。

公司募集资金主要用于五大项目，包括积极锻造 5G 精品网络、推动网络智能化转型、推进云网融合一体化发展、提速升级家庭宽带网络、建设运营智慧中

台等。受益于公司回 A 引入战投以及募投项目的未来建成投产，将巩固公司核心优势，加快公司战略转型步伐。

图表 12: 募投项目分析

项目名称	总投资金额	建设期	项目进度
5G 精品网络建设项目	983 亿元	2 年 (2021-2022)	截至 2021 年 6 月末，累计建成 5G 基站达 50 万个。21-22 年新建 5G 基站不少于 50 万个；建设 5G SA 核心网及网络云资源池，可满足 3.5 亿 5G SA 用户业务需求及 0.2 亿行业用户需求。
云资源新型基础设施建设项目	161 亿元	3 年 (2021-2023)	2021: 新增 2.8 万台服务器，移动云全国省份覆盖率达到 85%以上；2022: 新增 7.2 万台服务器，移动云全国省份覆盖率达到 90%以上；2023: 新增 7.4 万台服务器，移动云全国省份覆盖率达到 95%以上。
千兆智家建设项目	116 亿元	3 年 (2021-2023)	截至 2021 年 6 月末，千兆覆盖住户超过 8,600 万户。2021 年市、县城区全面具备千兆能力，千兆覆盖住户超过 1 亿户；2022 年千兆能力覆盖范围由市、县城区向主要发达乡镇延伸，千兆覆盖住户超过 1.4 亿户；2023 年千兆覆盖住户超过 1.7 亿户。
智慧中台建设项目	150 亿元	3 年 (2021-2023)	2021: 构建全网统一门户；业务中台沉淀共性能力达 60 个；数据中台沉淀共性能力达 150 个；技术中台能力覆盖领域 8 个，支持应用数达 50 个；2022: 完善全网能力治理架构；业务中台沉淀共性能力达 80 个；数据中台沉淀共性能力达 230 个；技术中台能力覆盖领域 11 个，支持应用数达 75 个；2023: 全网能力灵活管理、调度、输出；业务中台沉淀共性能力达 100 个；数据中台沉淀共性能力达 280 个；技术中台能力覆盖公司主要技术领域，能力数达 100 个，支持应用数达 100 个。
新一代信息技术研发及数智生态建设项目	159 亿元	3 年 (2021-2023)	2021 年新一代信息技术研发 8 亿元 数智生态建设研发 25 亿元；2022 年新一代信息技术研发 15 亿元，数智生态建设研发 36 亿元；2023 年新一代信息技术研发 25 亿元，数智生态建设研发 50 亿元。

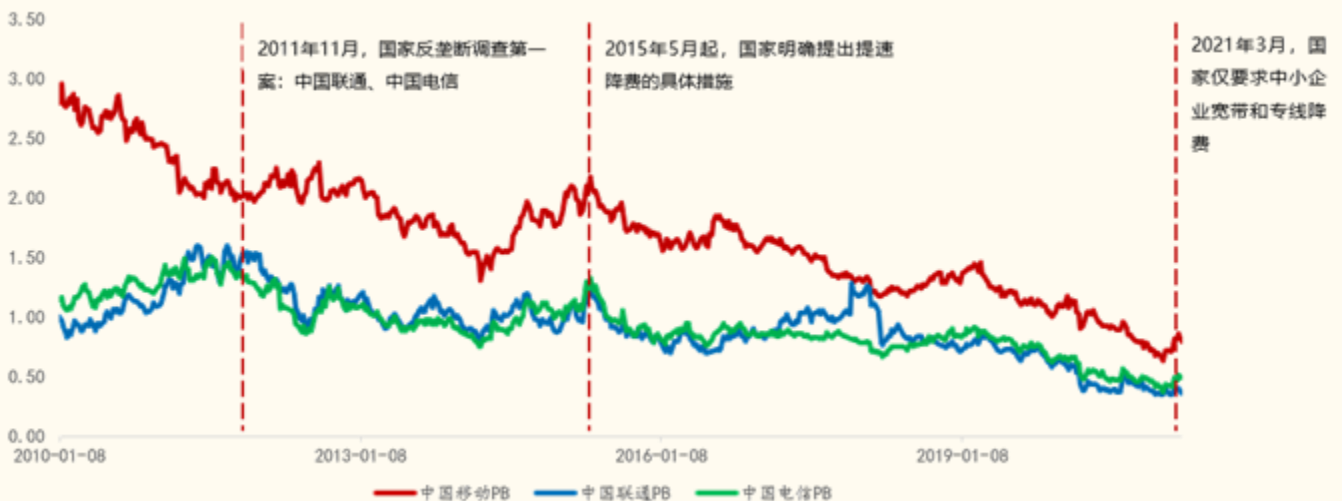
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

二、数字经济时代，中国移动基本面呈现趋势性好转

2.1 监管：从 2011 年开始的十年强监管周期已接近尾声

政策和环境变化：作为政府监管下的垄断行业，运营商具备定价权和议价权。5G 时代管制政策放松，从 2011 年开始的运营商强监管周期已接近尾声。随着央企要成为国家战略科技力量的重新定位（人民网《中央企业引领高水平的科技自立自强》），政策上限空间有望打开。

图表 13: 从 2011 年开始的十年强监管周期已接近尾声

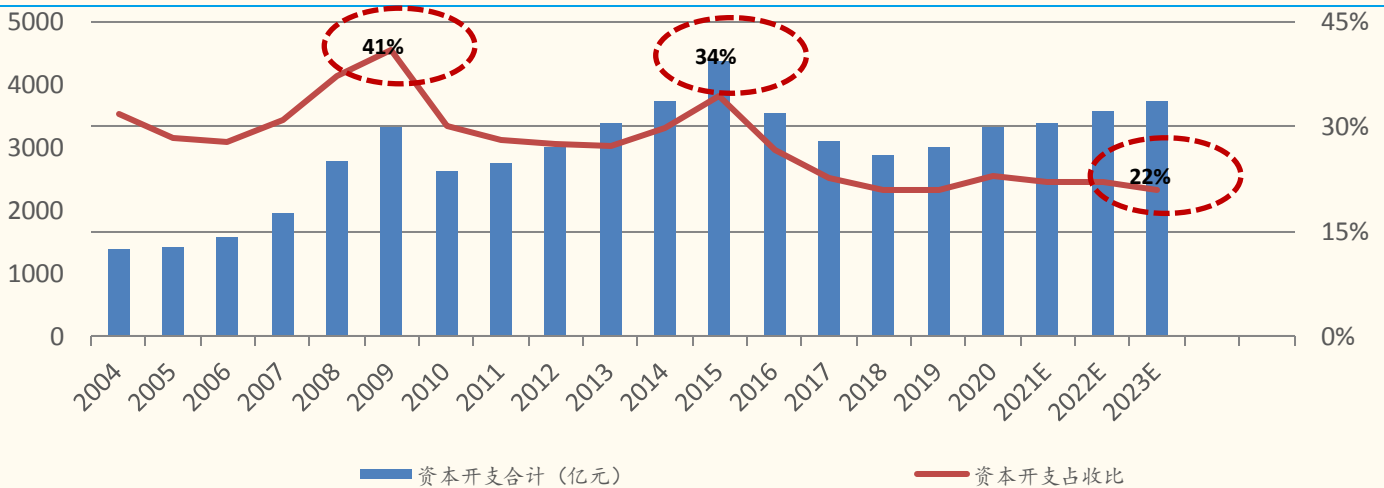


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 行业：从消费互联网到产业互联网，数字经济时代行业周期减弱

数字经济时代，信息通信产业（ICT）已成为跨行业、跨国别的新一代商业基础设施，通信业务模式从过去承载基础通信服务转为使能垂直行业和生态，这是公司所在行业最大的基本面。当前，正是 ICT 产业从 4G 向 5G 迭代升级的重要转折点，5G 与 4G 相比技术上是演进，在商业模式和体验上是突破。

图表 14：三大运营商历年资本开支走势及预测

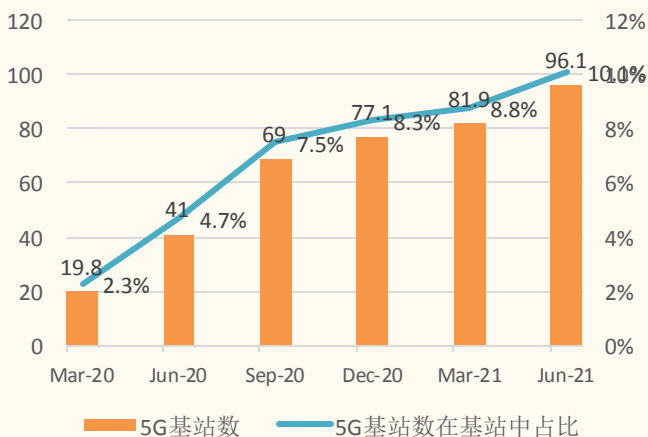


来源: 运营商年报, 国金证券研究所

5G之前是 9-1 模式，5G之后是 1-9 模式，To B 将是未来最重要的应用场景。与传统 2/3/4G 不同，过去移动通信服务 90% 的应用场景着眼于消费者的需求，10% 的连接场景应用在物，5G 时代将发生根本性改变，未来 90% 的应用场景将发生在 To B 市场，业务模式也将从满足人的通信需求向使能垂直行业和企业过渡。

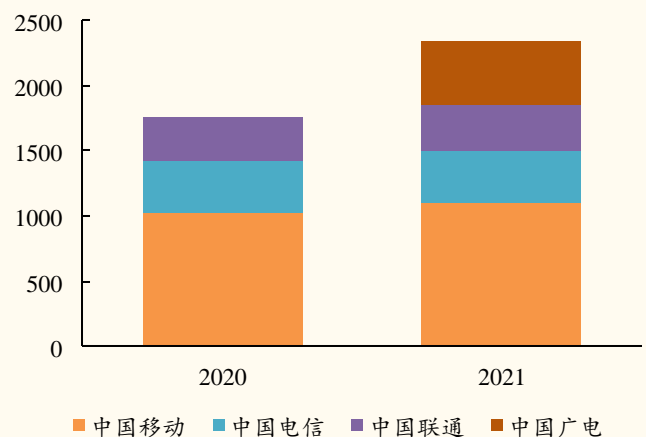
5G 时代运营商资本开支周期已明显减弱，反映到投资强度（Capex/Revenue）指标上，在 5G 时代曲线开始走平，不再像 3/4G 时代存在明显的波峰波谷，公司的折旧压力逐步下行。

图表 15：我国 5G 基站数量及占比



来源: 信通院, 国金证券研究所

图表 16：5G 相关资本开支 (亿元)



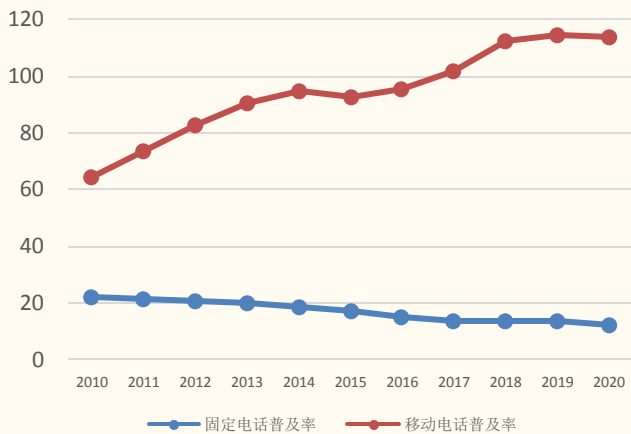
来源: 信通院, 国金证券研究所

2.3 竞争：5G 时代进入存量运营时代，价格竞争已无商业基础

5G 时代运营商进入存量经营时代，寡头竞争压力减弱，类似 4G 时期的“不限流量套餐”价格战失去了商业基础。

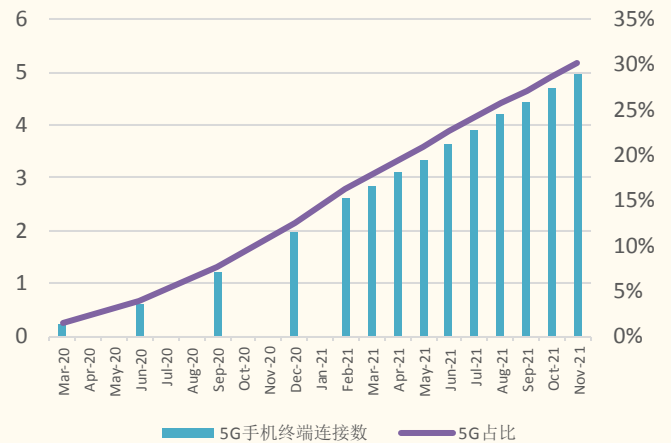
移动用户市场逐渐饱和，5G 终端用户渗透提速。截至 2021 年 11 月底，我国移动电话用户已达 16.42 亿户，同比增长 1.2%。其中 5G 手机终端用户连接数达 4.97 亿户，占全球 80% 以上。5G 手机终端用户占移动电话用户总数的 22.6%，较上年末提升 17.9 个百分点。

图表 17：中国的移动用户渗透率（部/百人）



来源：工信部，国金证券研究所

图表 18：国内 5G 手机终端连接数及在移动用户数占比

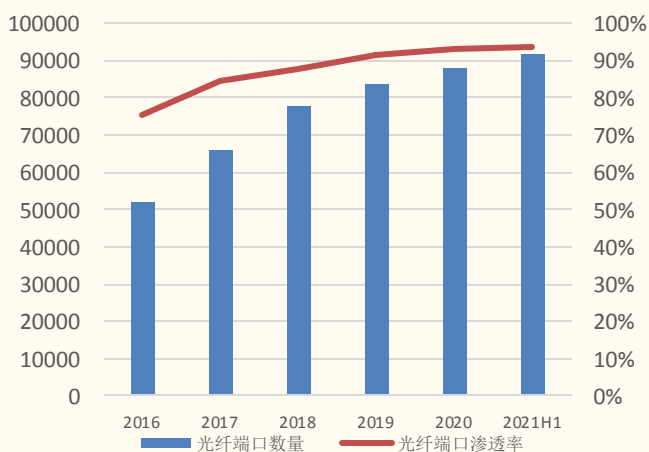


来源：工信部，国金证券研究所

光纤到户渗透率超过 90%，竞争焦点从价到质。截至 2021 年 6 月底，我国光纤接入端口总计达 9.2 亿个，在所有宽带接入端口中占比 93.5%，较去年同期提升 1.4 个百分点。

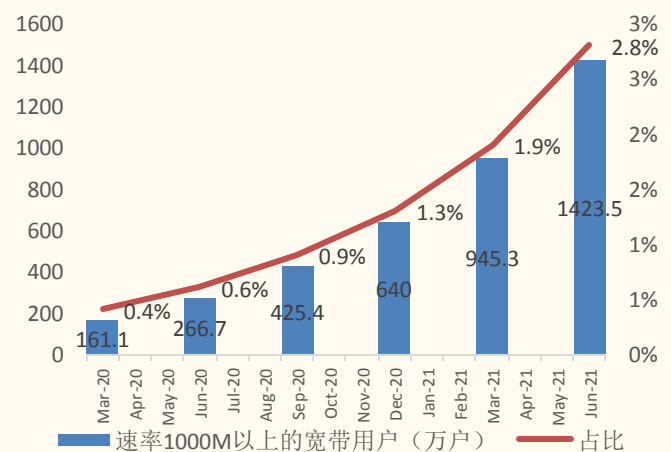
家宽竞争也从前几年的用户之争走向内容和质量之争。光纤速率正由百兆向千兆速率升级，2021 上半年，我国千兆速率以上的宽带用户规模超过 1400 万户，是 2020 年同期的 5.3 倍。根据国务院最新发布的“十四五”数字经济发展规划，2025 年千兆宽带用户数预计将达到 6000 万。

图表 19：中国光纤到户渗透率



来源：信通院《中国宽带发展白皮书》，工信部，国金证券研究所

图表 20：千兆光纤用户超过千万

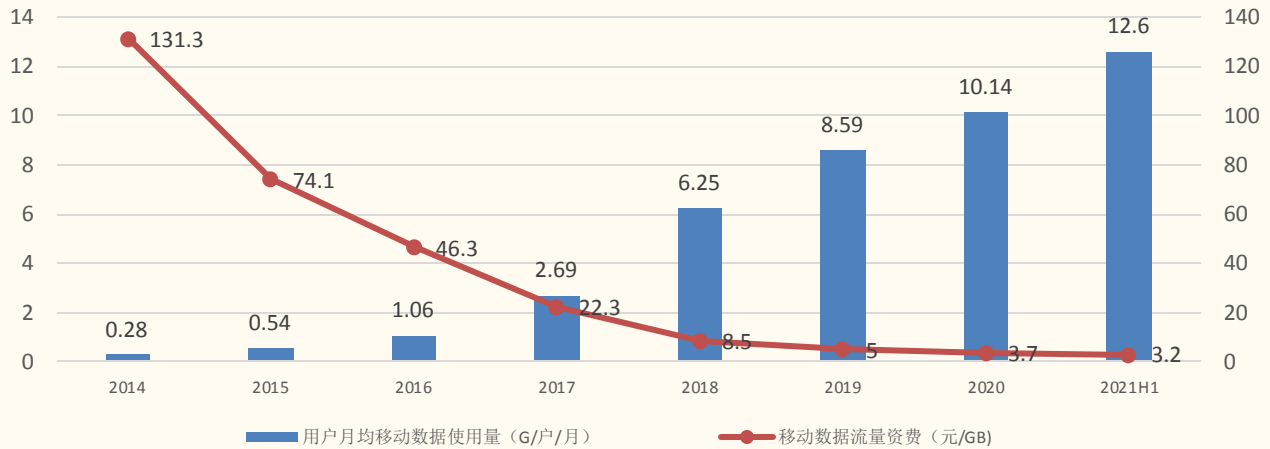


来源：信通院《中国宽带发展白皮书》，工信部，国金证券研究所

4G 时代流量价格战接近尾声，流量价格下降趋于平缓。2021 年上半年，我国移动数据流量平均资费降至 3.22 元/GB，同比下降 24.6%，下降幅度显著低于

4G 商用初期三大运营商“不限流量套餐”竞争导致的 50%+ 的降幅。由于移动数据流量消费增速重新高于数据流量降速，移动通信用户的 ARPU 值同比提升 4.8%，达到 49.9 元。

图表 21：我国移动数据流量平均资费及使用情况

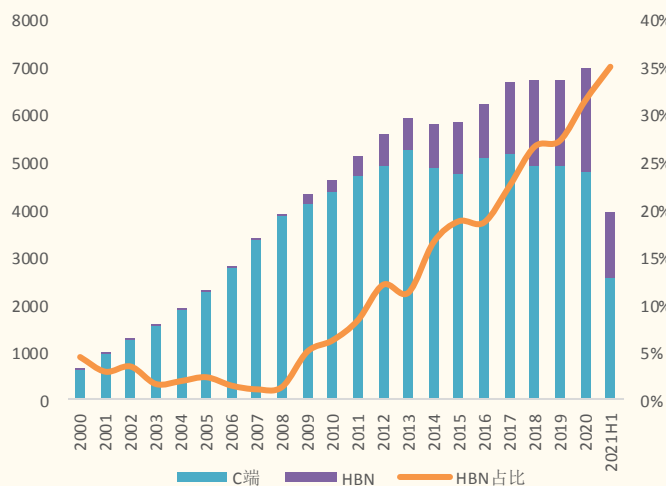


来源：信通院《中国宽带发展白皮书》，工信部，国金证券研究所

2.4 结构：从 To C 到 To B，2025 年 HBN 营收占比将达 50%

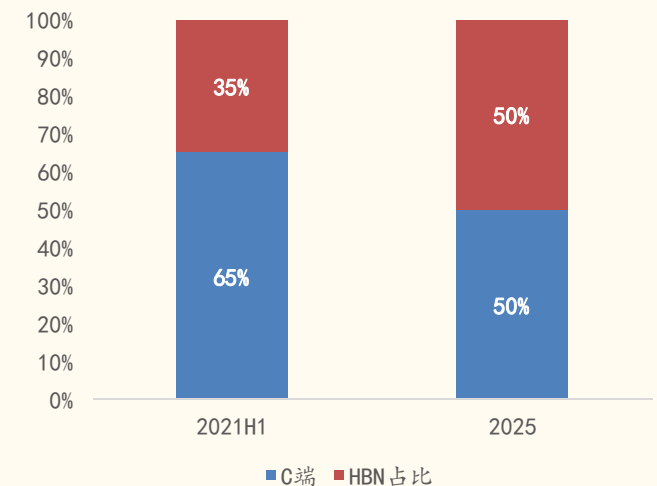
数字经济时代伴随 ICT 产业生态变化，公司的用户类型将逐步从 To C 走向 To B。2021 年上半年，中国移动通信服务 C 端收入占比高达 65%，HBN（家庭、政企、创新）业务占比 35%，HBN 业务占比同比 2020 年提升 5 个百分点。预计到 2025 年，公司 HBN 营收占比将达 50%。

图表 22：中国移动通信服务用户收入占比（亿元）



来源：运营商年报，国金证券研究所

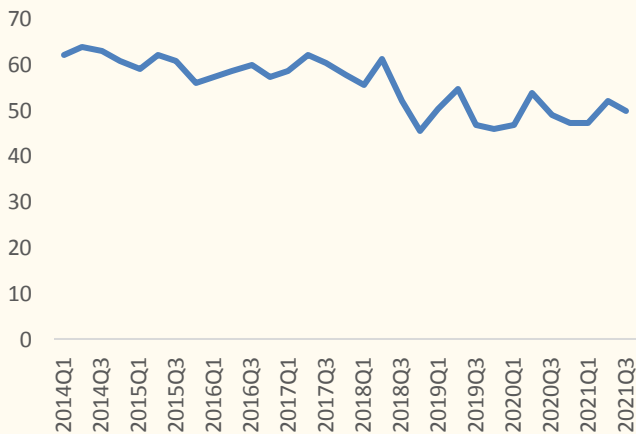
图表 23：预计 2025 年 HBN 用户收入占比达 50%



来源：运营商年报，产业调研，国金证券研究所

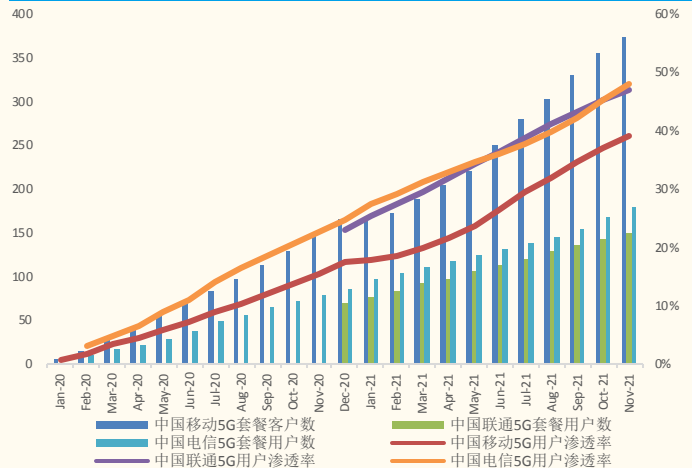
个人市场：5G 加速渗透引领通信消费升级，ARPU 值有望实现温和上涨。2021H1 公司个人市场业务收入 2555 亿元，同比增长 0.7%，移动业务 ARPU 50.1 元，同比小幅上涨 2.6%。在出现 5G 杀手级业务之前，我们预期 ARPU 值将是是个位数的温和增长。

图表 24: 中国移动移动业务 ARPU 值探底回升



来源: 运营商年报, 国金证券研究所

图表 25: 5G 套餐用户(百万户)及渗透率

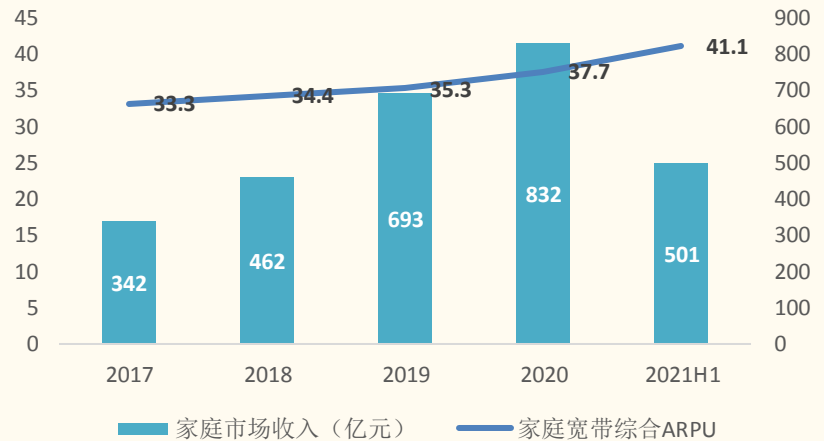


来源: 运营商年报, 国金证券研究所

家庭市场: 跑马圈地接近尾声, 家庭市场收入将持续快速增长。截至 2021 年 6 月末, 公司家庭宽带客户达 2.05 亿户, “魔百和”客户达 1.54 亿户, 已成为国内市场客户规模最大的家庭宽带运营商和大屏内容服务提供商。

2021H1 公司家庭市场收入 500 亿元, 同比增长 33.7%。家庭宽带综合 ARPU41.1 元, 对比去年同期上涨 16.2%。一方面, 家庭宽带将捆绑更多的大屏点播、家庭安防、游戏教育等内容服务, 另一方面, 家庭宽带速率将从百兆向广泛的千兆覆盖演进, 公司家庭宽带收入有望持续实现两位数的快速增长。

图表 26: 中国移动 H 端收入与家庭宽带 ARPU 同步增长

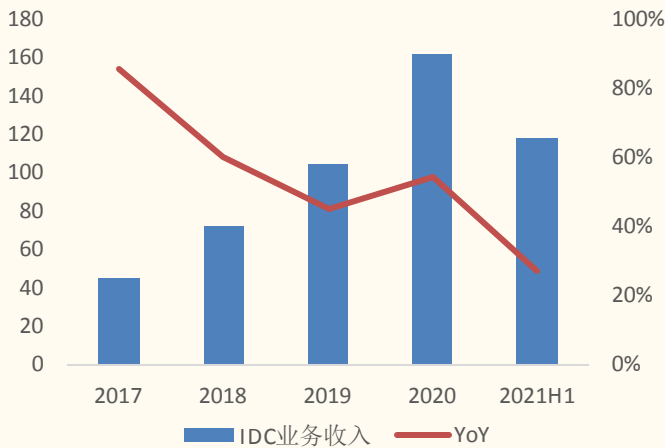


来源: 公司年报, 国金证券研究所

政企市场是公司未来五年最大收入增长来源, 持续推进云+网+DICT 融合发展。2021 上半年中国移动政企市场收入 730 亿元, 同比增长 32.4%。其中, IDC 业务 118 亿元, 同比增长 27%; 移动云收入 97 亿元, 同比增长 118.1%; ICT 收入 80 亿元, 同比增长 57.3%。

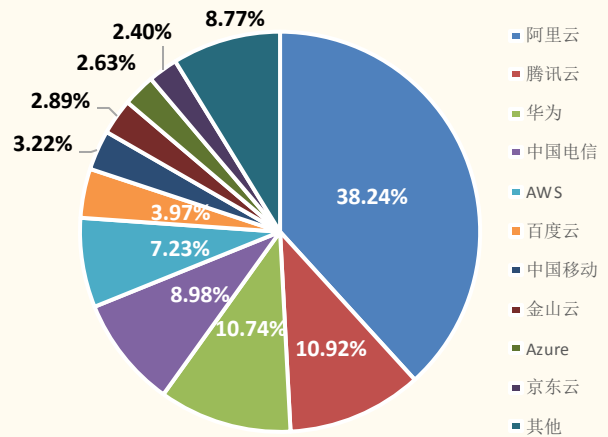
2021 年 Q3, 移动云市场份额上升至 3.22%, 排名从 20 年 Q4 的第 10 上升至第 7, YoY 增速 135%, QoQ 增速 34% 全行业第一。IDC 业务作为数字经济的底座也将成为公司新的增长极, 我们测算, 2025 年公司的 IDC 收入预计将达到 HBN 的 12%、总收入的 6%, 即 600 亿。

图表 27: 中国移动 IDC 业务营收增速



来源: 运营商年报, 国金证券研究所

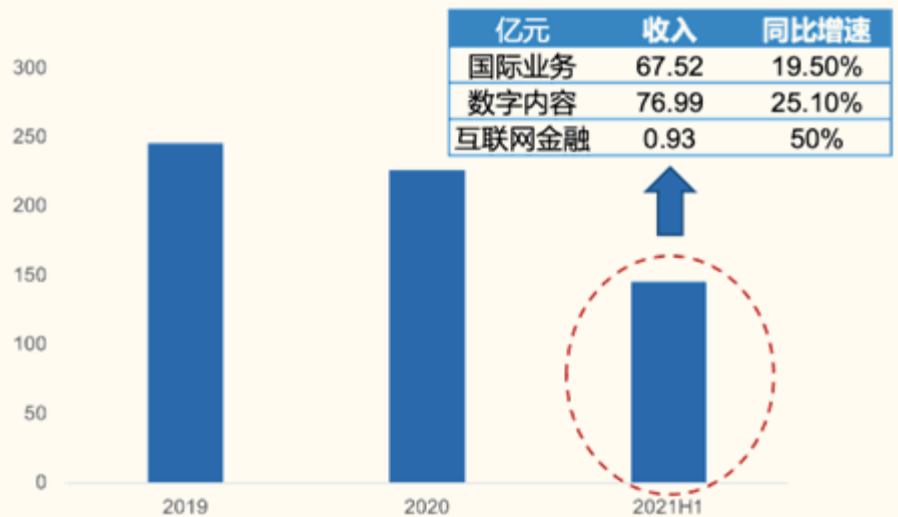
图表 28: 2021Q3 国内公有云 IaaS+PaaS 市场份额



来源: IDC, 国金证券研究所

新兴市场: “产业+投资”协同布局, 加速构建数智化生态体系。 新兴市场业务目前虽然占比不大, 却是公司拓展新兴业务市场边界、为未来成长蓄势的重要组成部分。在新业务领域, 公司产投协同, 同时加大了人工智能、金融科技、智能硬件等行业的投资布局。2021 上半年, 新兴市场实现营收 145 亿元, 其中国际业务和数字内容分别贡献 67.52/76.99 亿元, 同比增速高达 19.5%/25.1%。数字内容方面, 中国移动咪咕公司以算力网络为差异化竞争点, 聚焦超高清视频、视频彩铃、云游戏和云 XR, 逐步探索元宇宙的 MIGU 演进路线。

图表 29: 中国移动新兴市场业务收入

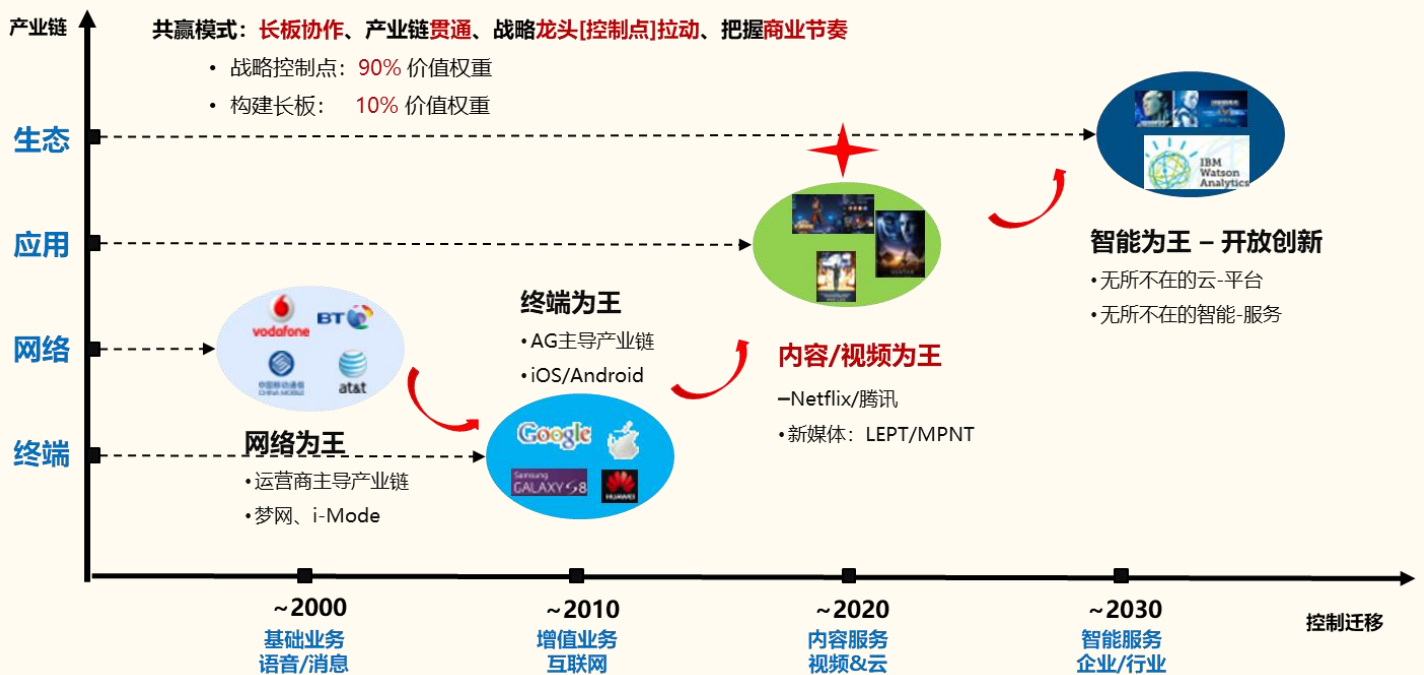


来源: 运营商年报, 国金证券研究所

回顾 ICT 产业的发展历程, 科技企业的成功更多是顺应产业大势和商业节奏下, 自身努力的结果。从“终端-网络-应用-生态”的视角, ICT 产业的价值链不断转移, 战略制高点从网络到终端再到内容。过去二十年, 中国移动最大的成功, 在于“网络为王”的 2G 时代建设了全球最大的 2G 网络, 收获了人口红利; “内容为王”的 4G 时代建设了全球最大的 4G 网络, 收获了流量红利。数字经济时代的未来十年, 也是 ICT 产业从“内容为王”走向“智能为王”的转型

期。中国移动转型成功的关键，在于能否构建“云+数据”的能力，从而实现商业模式从“管道+流量”向“连接+算力+能力”的转型。

图表 30: ICT 战略制高点从内容（时间之争）走向智能（数据之争）

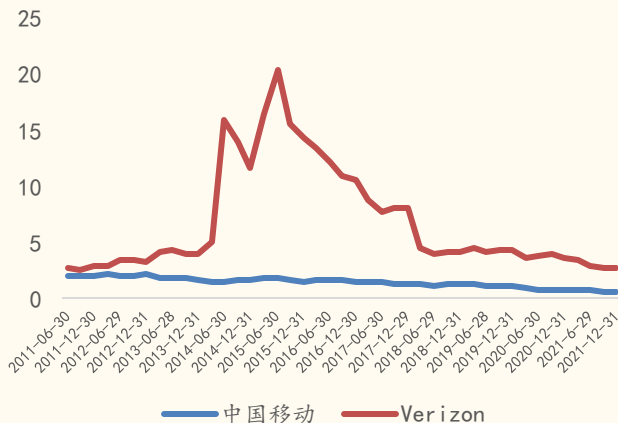


来源：华为，国金证券研究所

三、从中美运营商估值差异看中国移动投资价值

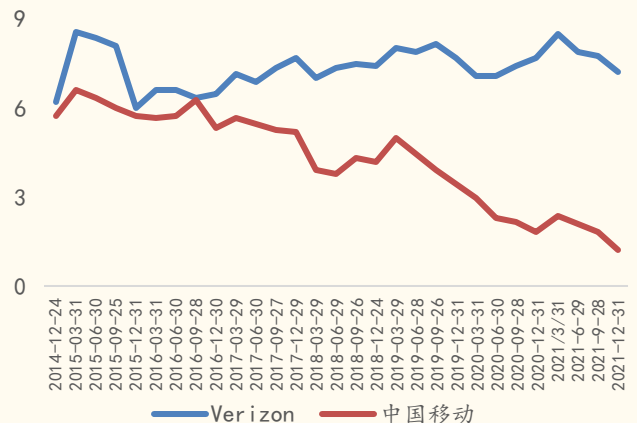
以中国移动和 Verizon 为代表，中美运营商估值差异较大。从 P/B 估值来看，Verizon 2014-2018 年高估值主要源于收购事件，期间负债及权益乘数暴增，导致 ROE 超 100%；之后 P/B 估值趋于稳定，但仍高于中国移动，目前 Verizon 与中国移动 P/B 分别为 2.74x 和 0.71x。从 EV/EBITDA 来看，Verizon 与中国移动估值差距在 2017 年后逐渐拉大，根据最新财报披露 EBITDA 计算 Verizon 与中国移动 EV 倍数分别为 7.18x 和 1.21x。（考虑到数据的连续性，本章节相关的估值数据取自中国移动 H 股）

图表 31: Verizon 与中国移动 P/B 估值对比



来源：Wind，国金证券研究所

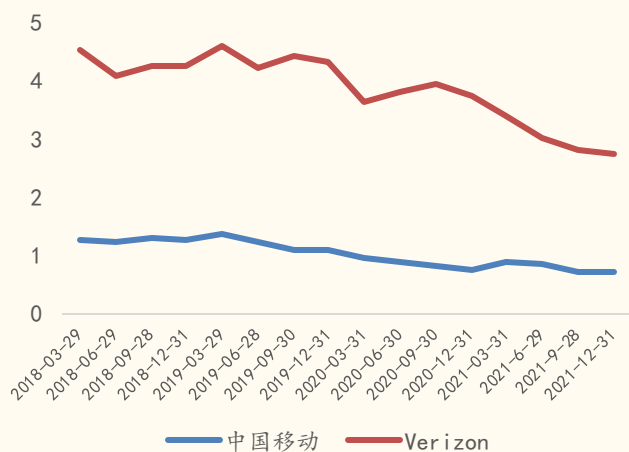
图表 32: Verizon 与中国移动 EV/EBITDA 估值对比



来源：Wind，国金证券研究所

中国移动及 Verizon 的 P/B 估值差异主要源于杠杆率差异。将 P/B 值拆解分析： $P/B = P/E * ROE = P/E * E/S * S/A * A/B$ 。从 2018 年后的数据分析，主要为 ROE 差距，而 ROE 的差距主要源于杠杆率的差异（权益乘数 = 总资产/股东权益），与公司经营效率（净利润率、总资产周转率）无关。

图表 33: Verizon 与中国移动 P/B (MRQ) 估值对比



来源: Wind, 国金证券研究所

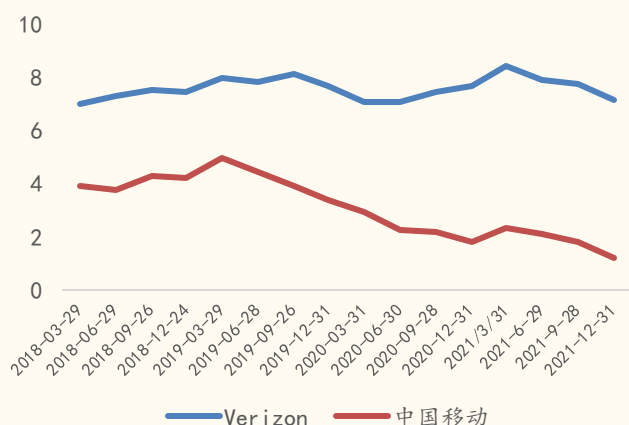
图表 34: Verizon 与中国移动 P/B 估值拆解

运营商 (时间)	P/B	P/E	ROE	净利润率	总资产周转率	权益乘数
中国移动 (2018)	1.28	11.09	11.56%	15.97%	0.48	1.50
Verizon (2018)	4.26	13.20	32.27%	12.26%	0.50	4.98
中国移动 (2019)	1.08	10.90	9.89%	14.26%	0.47	1.47
Verizon (2019)	4.31	12.81	33.64%	15.01%	0.47	4.75
中国移动 (2020)	0.88	7.1	9.8%	14.0%	0.47	1.51
Verizon (2020)	3.39	13.66	26.9%	13.9%	0.42	4.60

来源: 运营商年报, 国金证券研究所

中国移动及 Verizon 的 EV/EBITDA 估值差异主要源于杠杆率及投资强度差异。将 EV 及 EBITDA 值拆解分析原因， $EV = 总市值 + Debt$ ， $EBITDA = 净利润 + 利息 + 税收 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销$ 。其中 EBITDA 以 EBITDA 率作比较，净利润以净利润率作比较，负债及利息费用以资产负债率作比较，固定资产折旧主要来自资本开支，用投资强度（Capex/Revenue）作比较，税收、无形资产摊销影响较小。从 2018 年后的数据出发分析，中国移动的高投资强度体现在固定资产折旧中，拉高了 EBITDA 值；Verizon 的高资产负债率拉高了 EV，整体表现为二者 EV/EBITDA 的悬殊。

图表 35: Verizon 与中国移动 EV/EBITDA 估值对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: Verizon 与中国移动 EV/EBITDA 估值拆解

运营商 (时间)	EV/EBITDA	EBITDA率	资产负债率	净利润率	投资强度
中国移动 (2018)	4.68	41.79%	31.26%	15.97%	23%
Verizon (2018)	7.74	4.66%	79.34%	12.26%	14%
中国移动 (2019)	3.40	43.82%	32.04%	14.26%	22%
Verizon (2019)	7.68	4.88%	78.46%	15.01%	14%
中国移动 (2020)	1.8	37.12%	33.3%	14.0%	23.51%
Verizon (2020)	7.69	5.37%	78.1%	13.9%	14.18%

来源: 运营商年报, 产业调研, 国金证券研究所

中国移动 EV/EBITDA 估值下降主要源于 P/E 估值走低。2018-2020 年，中国移动 P/E 估值由 11.09 下降到 7.77，导致公司总市值和 EV 走低，最终带来的结果是 EV/EBITDA 估值逐渐下降。

图表 37: 中国移动总市值 2019 年起逐渐下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 中国移动 EV/EBITDA 估值拆解

时间	2018年	2019年	2020年
EV/EBITDA	4.68	3.40	1.80
EBITDA率	41.79%	43.82%	37.12%
资产负债率	31.26%	32.04%	33.3%
总市值(亿元)	15428.28	13411.44	9050.16
股价(元)	75.35	65.50	44.20
P/E	11.09	10.90	7.77
EPS(元)	5.73	5.28	5.19

来源: 运营商年报, 国金证券研究所

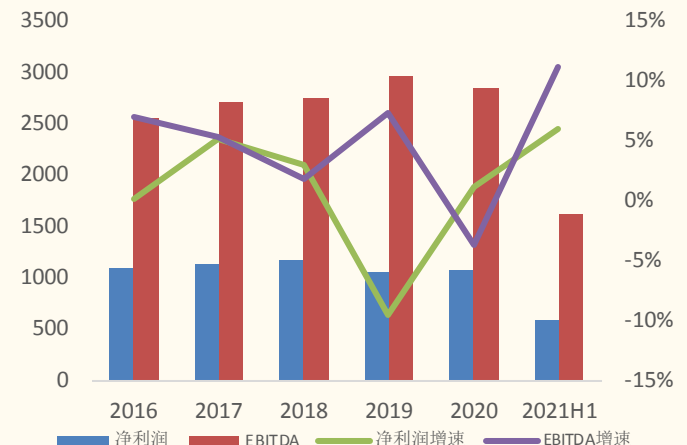
中国移动 P/E 估值走低主要源于成长预期下降。2019-2020 年十年国债收益率保持低位, 流动性较充足。2019、2020 起净利润、EBITDA 增速先后转负, 盈利预期下降, 成长性削弱。2021 上半年, 公司净利润和 EBITDA 分别同比增长 6%和 11.2%, 盈利空间逐步打开, 公司估值有望从低点修复。

图表 39: 十年期国债收益率 2020 年先降后升



来源: Wind, 国金证券研究所

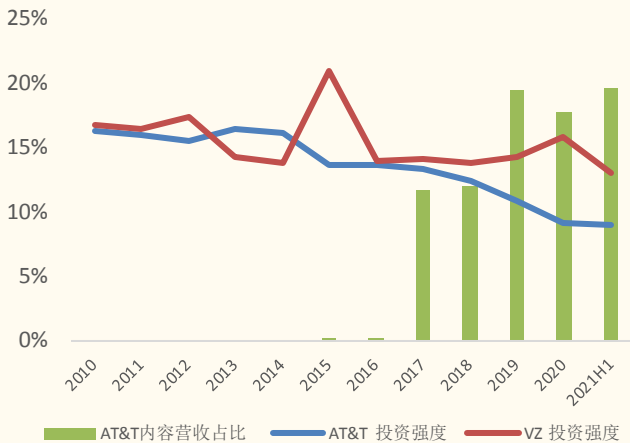
图表 40: 2016-2021H1 净利润、EBITDA 增速



来源: 运营商年报, 产业调研, 国金证券研究所

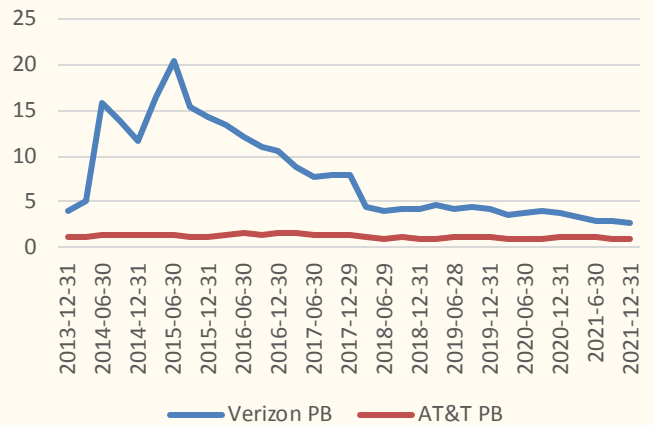
估值对比: 相较 Verizon, AT&T 向内容业务转型。AT&T 2015 年 7 月收购 DirecTV, 2016 年 10 月收购时代华纳, 5G 时代投资强度持续下降至 9.1%, 2021 半年报显示 Warner media 的内容营收占比达 19.7%。Verizon 坚持拓展管道业务, 投资强度保持在 15%左右。2018 年后稳定的 P/B 估值对比来看, AT&T 均值约为 1.5x, Verizon 均值约为 4.0x, 二者有较大差距。

图表 41: AT&T 内容营收占比提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 42: Verizon 及 AT&T 的 PB 估值变化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

Verizon、AT&T P/B 差距原因在于, AT&T 业务拓展后应采用分部估值法。根据 $P/B = P/E * ROE = P/E * E/S * S/A * A/B$, 由图可知, AT&T 的 P/E 高于 Verizon, P/B 差距主要来自 ROE。拆解 Verizon 及 AT&T 的 ROE, AT&T 的盈利能力(净利润率)、经营能力(总资产周转率)及杠杆率(权益乘数)均逊于 Verizon。AT&T 应采用分部估值法, 内容业务不适用 P/B 估值, 应采用 P/E 估值。

图表 43: Verizon 及 AT&T P/B、P/E 估值对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

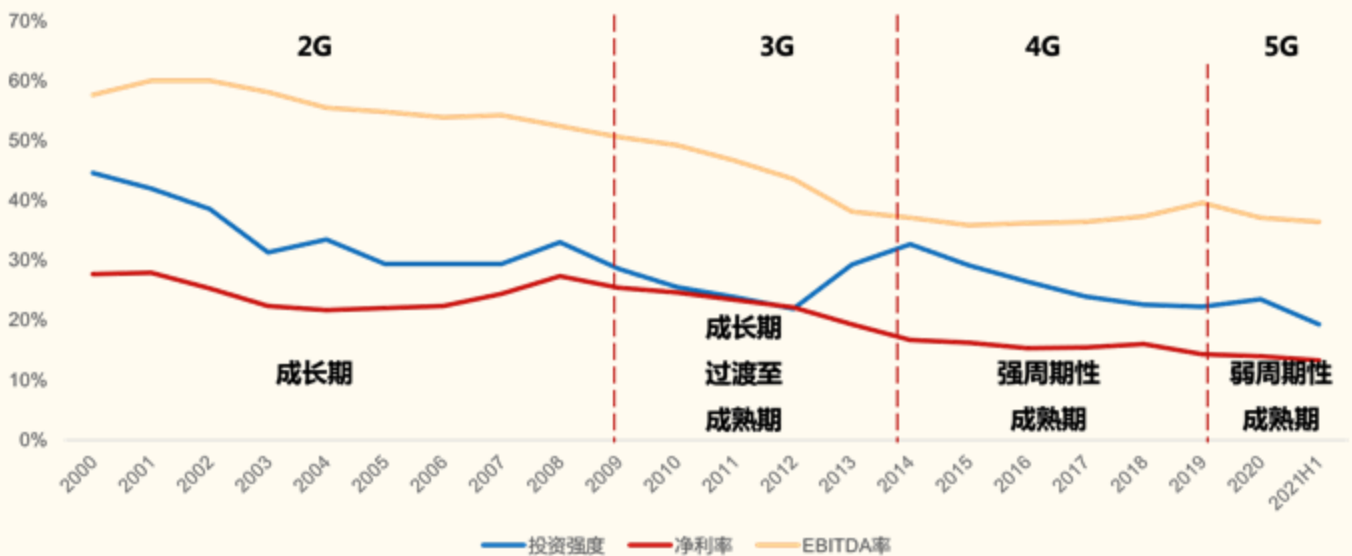
图表 44: Verizon 及 AT&T ROE 拆解对比

运营商 (时间)	ROE	净利润率	总资产周转率	权益乘数
AT&T (2018)	11.92%	11.69%	0.35	2.89
Verizon (2018)	32.27%	12.26%	0.50	4.98
AT&T (2019)	7.55%	8.26%	0.33	3.00
Verizon (2019)	33.64%	15.01%	0.47	4.75
AT&T (2020)	-2.7%	-3%	0.32	2.83
Verizon (2020)	26.9%	13.9%	0.42	4.60

来源: 运营商年报, 产业调研, 国金证券研究所

2009 年起中国移动净利润率下降后趋于平稳, 进入成熟期。根据企业生命周期理论, 净利润率的变化代表了企业价值量的转移, EBITDA 率可平滑周期性。3G-4G 时代窄带变宽带, 行业核心控制点由网络向应用及服务迁移, 中国移动进入成熟期。4G-5G 时代 To C 转向 To B, 周期性减弱。

图表 45：2009 年起中国移动净利率下降后趋于平稳，进入成熟期



来源：运营商年报，国金证券研究所

综上，中国移动经营效率（净利润率、总资产周转率等）优于 Verizon、AT&T，与两者估值差异主要是由于杠杆率及投资强度差异。这反映了与美国运营商相比，中国移动在投资建网上相对激进、在财务杠杆上相对保守的策略。随着公司经营进入弱周期性成熟期，投资强度稳中向下，经营利润温和增长，市值空间有望逐步上行。

四、盈利预测和估值

4.1 盈利预测

营业收入预测：公司主营业务按照客户群拆分为 CHBN（个人、家庭、政企、新兴及其他），其中，个人业务收入随着 5G 升级，有望实现小幅增长，预计 21-23 年增长率分别为 2%/1.5%/1.2%。家庭业务在光宽从百兆升级到千兆，以及内容捆绑提升 ARPU 推动下有望保持较快增长，预计 21-23 年增长率分别为 30%/15%/8%。政企业务随着云转数改不断深入，预计 21-23 年增长率分别为 25%/24%/23%。新兴业务预计延续快速增长，预计 21-23 年增长率分别为 25%/24%/23%。

毛利率预测：公司主营电信业务具有全程全网的特点，相关网络运营及支撑支出、折旧与摊销等营业成本无法按照服务及产品类别进一步拆分。随着 B 端业务收入占比加大，总体毛利水平将稳中略降，预计 21-23 年毛利率保持在 29% 左右水平。

费用率预测：公司降本增效进一步推进，整体费用率将稳中有降。其中，随着线上线下业务办理渠道进一步融合，叠加公司长期积累的客户规模优势，预计销售费用率实现稳步下降，21-23 年为 6.4%/6.3%/6.2%，管理费用率 21-23 年为 6%/5.7%/5.5%，同时，为在转型发展过程中的关键领域和方向如算力网络、智慧中台等等储备能力，预计公司研发费用率 21-23 年将保持 1.5% 不变。

图表 46: 营收及毛利率预测 (百万元)

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
营收	736819	745917	768070	443647	849335	916162	973461
yoy	-	1.23%	2.97%	-	10.58%	7.87%	6.25%
毛利率	32.64%	31.25%	30.57%	29.42%	29.20%	29.00%	29.00%
业务拆分							
个人							
收入	508444	490748	476966	255545	486505	493803	499729
yoy	-	-3.48%	-2.81%	-	2.0%	1.5%	1.2%
家庭							
收入	54390	69323	83208	50052	108170	124396	134348
yoy	-	27.46%	20.03%	-	30%	15%	8%
政企							
收入	81340	89779	112920	73074	146796	176155	202578
yoy	-	10.37%	25.78%	-	30%	20%	15%
新兴							
收入	26733	24542	22598	14544	28248	35027	43083
yoy	-	-8.20%	-7.92%	-	25%	24%	23%
其他							
收入	65912	71525	72378	50432	79616	86781	93724
yoy	-	8.52%	1.19%	-	10%	9%	8%

来源: wind, 国金证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司 C 端业务和非 C 端业务存在较大差异, 理论上采取分部估值法较为合理。其中 C 端+HBN 端传统电信业务采用 P/E 估值, B 端 DICT 采用 EV/EBITDA 估值, 物联网业务采用 P/S 估值。由于公司主营电信业务具备全程全网特点, 细分业务的成本结构无法详细拆分, 我们综合采用 DCF 绝对估值及整体 PE 相对估值方法对公司进行估值。

PE 估值方法: 我们通过对标中美日欧主要电信市场可比公司中国电信、中国联通、Verizon、AT&T、日本电报及德国电信可看出, 行业平均 2022 PE 为 11.9, 考虑中国移动无论是规模还是经营效益都处于全球运营商领先水平, 我们给予公司 2022 年 15 倍 PE, EPS 为 5.92 元, 2022 年目标市值 18940 亿元, 目标价 88.8 元。

图表 47: 公司业务分类及相应估值方法

业务分类	业务内容	战略	适用估值方法
C	语音及短彩信	连接+应用+权益	P/E
	无线上网		P/E
H	家庭宽带	硬件+内容+服务	P/E
	销售产品		P/E
B	通信服务 (集团语音、短彩信等)	网+云+DICT	P/E
	DICT (IDC、ICT、移动云、大数据及其他政企应用及信息服务)		EV/EBITDA
N	物联网		P/S
	国际业务 (LTE 漫游等)	投资+业务	P/E
	股权投资	并购+参股+投资	DCF
	数字内容 (咪咕视频等)	聚合+生产+分发+运营	P/E
	金融科技 (和包支付等)	通信+金融	P/S

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 可比公司盈利预测及估值比较

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得/彭博一致预测均值)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601728.SH	中国电信	4.32 (元)	0.28	0.32	0.36	15.14	13.5	11.98
600050.SH	中国联通	4.01 (元)	0.21	0.24	0.28	18.77	16.32	14.42
T.N	美国电话电报	26.29 (美元)	3.362	3.147	3.207	7.82	8.35	8.2
9432.T	日本电报电话	3295 (日元)	248.15	317.216	331.258	11.43	10.39	9.95
VZ.N	Verizon 通信股份有限公司	54.24 (美元)	5.365	5.374	5.48	10.11	10.09	9.9
DTE	德国电信	16.178 (欧元)	1.186	1.266	1.459	13.69	12.82	11.13
平均数						14.88	13.25	11.86
600941	中国移动	57.62	4.95	5.47	5.85	11.63	10.53	9.85

来源: Wind, 彭博, 国金证券研究所

DCF 法估值: 考虑到中国移动业务的稳定性以及可持续经营的假设的确定性, 我们对公司未来业务进行 DCF 现金流折现法进行计算。

- **BETA:** 我们参考公司在港股上市以来收益率相对恒指收益率回归计算, 取值为 1;
- **无风险收益率:** 参考十年期国债到期收益率, 取值为 2.82%;
- **风险溢价:** 预期市场收益率为 8%, 扣除无风险收益率, 风险溢价取值为 5.18%;
- 参考行业整体负债水平并结合我们对公司未来负债的判断, 取**预期债务比率** 4.79%, 参考公司年报借款利率数据 **Kd** 取 4.00%;
- 预期未来**所得税税率** 25%左右, 与报告期内公司所得税率较为接近;
- 综合考虑公司当前业务体量以及所处行业增长情况, **显性期**取 10 年;

按照上述假设, 采用 DCF 法对公司投资价值进行分析, 得到公司归母股权价值 **20605.1 亿元**左右。我们对这一估值进行敏感性分析, 分别取永续增长率 0.8%、1%、2%, Beta 值 0.9、1、1.1, 得到公司估值区间为 **15736-24821 亿元**。

图表 49: 公司现金流量折现法

DCF	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
单位: 人民币百万元											
是否显性期	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	135,894	146,586	155,754	164,514	172,588	170,091	178,105	186,075	193,798	201,237	209,144
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
EBIT*(1-所得税率)	101,920	109,939	116,815	123,385	129,441	127,568	133,579	139,556	145,349	150,927	156,858
加: 折旧和摊销	1,953	2,016	2,142	2,159	2,265	2,435	2,550	2,664	2,775	2,881	2,995
营运资本变动	179	-69	-146	-95	99	144	130	143	140	149	159
资本开支	2,038	2,107	2,142	2,159	2,157	2,319	2,429	2,537	2,643	2,744	2,852
FCFF	101,657	109,778	116,669	123,290	129,450	127,540	133,571	139,539	145,341	150,916	156,842
FCFF 现值	101,657	101,873	100,470	98,526	95,998	87,771	85,301	82,695	79,930	77,019	74,279
TV	2,254,643										
TV 现值	1,150,645										
企业价值	2,061,885										

净负债	2,681	-
少数股东权益	4,056	
归母股权价值	2,060,510	
总股数 (百万股)	21,300	
每股价值	96.74	

来源: Wind, 国金证券研究所

综合 PE 估值和 DCF 估值, 我们取 PE 和 DCF 估值区间中值的算术平均, 给予公司 2022 年目标市值 19783 亿元, 目标价 93 元, 给予“买入”评级。

五、风险提示

- 5G To C 业务目前尚未形成清晰的商业模式, To B 行业应用可能需要较长的培育时间;
- 企业上云进度不及预期, 行业竞争加剧, 企业 IT 支出大幅缩减;
- 物联网连接数增长不及预期, 产业链发展滞后;
- 智能驾驶产业发展不及预期, 5GV2X 发展不及预期;
- 颠覆性通信技术的出现, 公司现有商业模式无法延续;
- 公司组织和激励体系无法适应创新业务互联网化运营要求, 核心人才存在流失风险;
- 中美贸易摩擦升级风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	736,819	745,917	768,070	849,335	916,162	973,461	货币资金	356,689	313,113	325,941	399,087	433,838	497,372
增长率		1.2%	3.0%	10.6%	7.9%	6.3%	应收款项	59,389	62,361	86,566	76,256	80,060	82,734
主营业务成本	-496,286	-512,808	-533,260	-601,329	-650,475	-691,158	存货	8,857	7,338	8,044	9,061	9,623	10,036
%销售收入	67.4%	68.7%	69.4%	70.8%	71.0%	71.0%	其他流动资产	110,181	147,054	159,192	191,568	221,773	251,785
毛利	240,533	233,109	234,810	248,006	265,687	282,304	流动资产	535,116	529,866	579,743	675,973	745,295	841,926
%销售收入	32.6%	31.3%	30.6%	29.2%	29.0%	29.0%	%总资产	35.7%	33.2%	34.3%	36.7%	38.5%	40.8%
营业税金及附加	-2,519	-2,424	-2,462	-2,548	-2,748	-2,920	长期投资	146,413	155,741	162,922	173,837	179,627	185,417
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	724,312	724,149	754,820	789,820	813,820	837,820
销售费用	-60,326	-52,819	-49,949	-54,357	-57,718	-60,355	%总资产	48.3%	45.4%	44.6%	42.9%	42.0%	40.6%
%销售收入	8.2%	7.1%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	无形资产	39,513	39,599	47,563	49,343	51,443	53,543
管理费用	-46,582	-48,885	-51,395	-50,960	-52,221	-53,540	非流动资产	965,494	1,064,074	1,112,839	1,164,468	1,191,650	1,219,637
%销售收入	6.3%	6.6%	6.7%	6.0%	5.7%	5.5%	%总资产	64.3%	66.8%	65.7%	63.3%	61.5%	59.2%
研发费用	-3,865	-6,670	-11,099	-12,740	-13,742	-14,602	资产总计	1,500,610	1,593,940	1,692,582	1,840,441	1,936,945	2,061,562
%销售收入	0.5%	0.9%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	0	22,668	24,173	25,000	25,000	25,000
息税前利润 (EBIT)	127,241	122,311	119,905	127,400	139,257	150,887	应付款项	319,396	291,423	316,341	345,593	373,556	396,715
%销售收入	17.3%	16.4%	15.6%	15.0%	15.2%	15.5%	其他流动负债	154,096	146,986	176,760	207,786	224,110	263,201
财务费用	10,849	5,979	7,905	8,322	10,626	12,599	流动负债	473,492	461,077	517,274	578,379	622,666	684,916
%销售收入	-1.5%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	4,834	5,986	5,302	-2,036	-2,356	-2,608	其他长期负债	6,609	60,874	57,836	47,127	38,819	32,782
公允价值变动收益	4,442	5,495	2,894	4,000	4,000	4,000	负债	480,101	521,951	575,110	625,506	661,485	717,698
投资收益	13,201	13,049	13,093	13,000	13,000	13,000	普通股股东权益	1,017,105	1,068,473	1,113,616	1,210,729	1,270,904	1,338,959
%税前利润	8.6%	9.2%	9.2%	8.4%	7.7%	7.1%	其中：股本	402,130	402,130	402,130	402,976	402,976	402,976
营业利润	151,585	142,669	142,936	154,686	168,526	181,877	未分配利润	915,369	964,488	1,010,835	1,062,761	1,122,935	1,190,990
营业利润率	20.6%	19.1%	18.6%	18.2%	18.4%	18.7%	少数股东权益	3,404	3,516	3,856	4,206	4,556	4,906
营业外收支	1,228	-852	-583	300	300	300	负债股东权益合计	1,500,610	1,593,940	1,692,582	1,840,441	1,936,945	2,061,562
税前利润	152,813	141,817	142,353	154,986	168,826	182,177	比率分析						
利润率	20.7%	19.0%	18.5%	18.2%	18.4%	18.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-35,944	-35,342	-34,219	-38,747	-42,207	-45,544	每股指标						
所得税率	23.5%	24.9%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	5.699	5.193	5.267	5.435	5.922	6.392
净利润	116,869	106,475	108,134	116,240	126,620	136,633	每股净资产	49.674	52.183	54.388	56.785	59.608	62.799
少数股东损益	170	150	297	350	350	350	每股经营现金净流	2.067	2.579	6.093	8.005	7.308	8.628
归属于母公司的净利润	116,699	106,325	107,837	115,890	126,270	136,283	每股股利	2.800	2.960	2.820	3.000	3.100	3.200
净利率	15.8%	14.3%	14.0%	13.6%	13.8%	14.0%	回报率						
							净资产收益率	11.47%	9.95%	9.68%	9.57%	9.94%	10.18%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.78%	6.67%	6.37%	6.30%	6.52%	6.61%
							投入资本收益率	9.53%	8.38%	7.97%	7.69%	8.02%	8.26%
净利润	116,869	106,475	108,134	116,240	126,620	136,633	增长率						
少数股东损益	170	150	297	350	350	350	主营业务收入增长率	N/A	1.23%	2.97%	10.58%	7.87%	6.25%
非现金支出	-4,834	-5,986	-5,302	9,859	9,265	8,712	EBIT增长率	N/A	-3.87%	-1.97%	6.25%	9.31%	8.35%
非经营收益	-26,400	-23,443	-28,390	-22,616	-16,432	-16,931	净利润增长率	N/A	-8.89%	1.42%	7.47%	8.96%	7.93%
营运资金变动	-43,306	-24,245	50,314	67,190	36,360	55,544	总资产增长率	N/A	6.22%	6.19%	8.74%	5.24%	6.43%
经营活动现金净流	42,329	52,801	124,756	170,672	155,812	183,957	资产管理能力						
资本开支	-195,156	-204,542	-190,183	-40,035	-26,800	-26,800	应收账款周转天数	6.7	15.0	17.5	17.5	17.5	17.5
投资	-7,809	-31,999	-12,048	-38,802	-30,790	-30,790	存货周转天数	3.3	5.8	5.3	5.5	5.4	5.3
其他	-9,266	172,335	14,125	13,000	13,000	13,000	应付账款周转天数	102.2	184.9	172.6	173.0	173.0	173.0
投资活动现金净流	-212,231	-64,206	-188,106	-65,837	-44,590	-44,590	固定资产周转天数	324.2	322.9	325.9	307.6	293.2	283.4
股权募资	0	0	0	48,295	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	1,274	0	0	净负债/股东权益	-42.44%	-37.75%	-38.51%	-44.01%	-46.92%	-51.42%
其他	-57,254	-64,754	-82,859	-69,625	-67,963	-69,597	EBIT利息保障倍数	-11.7	-20.5	-15.2	-15.3	-13.1	-12.0
筹资活动现金净流	-57,254	-64,754	-82,859	-20,056	-67,963	-69,597	资产负债率	31.99%	32.75%	33.98%	33.99%	34.15%	34.81%
现金净流量	-227,156	-76,159	-146,209	84,779	43,259	69,770							

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	7	7	7
增持	1	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.29	1.22	1.22	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402