

600941.SH
买入

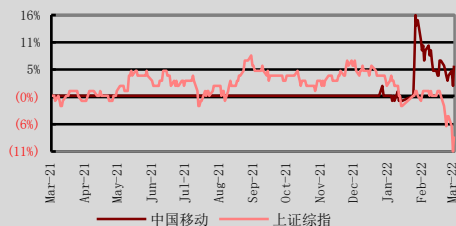
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 61.21

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 中国移动首次覆盖报告

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|-------|------|------|
| 绝对 | 5.8 | (3.6) | 0.0 | 0.0 |
| 相对上证指数 | 18.5 | 4.9 | 13.7 | 8.0 |

| | |
|------------------|-----------|
| 发行股数(百万) | 21,363 |
| 流通股(%) | 0 |
| 总市值(人民币 百万) | 1,307,619 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 1,715 |
| 净负债比率(%) (2022E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 中国移动香港(BVI)有限公司 | 70 |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 3 月 16 日收市价为标准

相关研究报告

《电信运营商的新黄金时代: 竞合格局下高质量发展期开启, 基本面向好有望迎价值重估》

20211203

《运营商的 5G“新黄金时代”》 20210621

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信运营

证券分析师: 吕然

(8610)66229185

ran.lv@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521050001

中国移动

运营商龙头重回 A 股, 数智化转型开疆扩土

中国移动是国内运营商龙头, 已于今年初重返 A 股, 拉动大陆运营商估值修复。国内价格竞争基本结束, 运营商走上了合作共建 5G 之路。中国移动 5G 基站数量全球领先, 同中国广电合作, 把握 700MHz 黄金频率, 商用速度超预期。个人、家庭、政企、新兴四轮驱动, 公司业绩有望再上高峰。

支撑评级的要点

- 中国 5G 发展全球领先, 中国移动 5G 建设走在前列, 合作共建加快发展。中国移动、华为等国内企业积极参与标准制定; 中国基站数量在全球占比超 70%, 国内 52% 的基站是由中国移动建设; 中国移动同拥有 700MHz 频段建设权的中国广电共建基站, 建设速度超预期。
- 传统强势业务稳中有进, 个人业务持续发展, 智慧家庭成为发展新方向。公司的个人业务持续领先, 智慧家庭业务成为公司业绩新增长点。
- 政企市场和新兴市场双轮驱动, 借助 5G 链接优势再发力。政企业务坚持“网+云+DICT”融合发展, 虽然起步晚, 但是发展迅速。

盈利预测与投资建议

- 基于 5G 基站铺设速度加快, 与 5G 最为相关的家庭和政企市场收入的持续上升, 我们预测公司 2021-2023 年收入总额 8,522 亿元、9,448 亿元和 10,218 亿元, 同比增长 10.95%、10.87% 和 8.14%; 实现归母净利润 1,162 亿元、1,288 亿元和 1,467 亿元, 同比增长 7.78%、10.77% 和 13.86%。首次覆盖给予 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 市场竞争进一步加剧, 通信行业用户增长面临下降的风险, 5G 商业模式尚不成熟, 政策变化风险, 境外监管风险。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 销售收入(人民币 百万) | 745,917 | 768,070 | 852,174 | 944,823 | 1,021,826 |
| 变动(%) | 1.2 | 3.0 | 10.95 | 10.87 | 8.14 |
| 净利润(人民币 百万) | 106,325 | 107,837 | 116,229 | 128,835 | 146,697 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 4.977 | 5.048 | 5.441 | 6.031 | 6.867 |
| 变动(%) | (8.89) | 1.42 | 7.78 | 10.77 | 13.86 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 12.0 | 11.9 | 11.3 | 10.1 | 8.9 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 9.5 | 13.8 | 8.6 | 12.4 | 10.2 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | - | - | 111.4 | 102.7 | 91.4 |
| 每股股息(人民币) | - | - | 0.13 | 0.14 | 0.16 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

| | |
|---|-----------|
| 1 中国移动重回 A 股，运营商龙头持续领跑..... | 6 |
| 1.1 深耕二十余载，龙头地位稳固..... | 6 |
| 1.2 强势传统业务保持领先，数智化建设再加码..... | 8 |
| 1.3 重回 A 股，有望拉动资金填充估值洼地..... | 10 |
| 1.4 财务状况回暖，成本控制优良..... | 11 |
| 2 5G 发展全球领先，运营商“5G+”业务加速部署 | 13 |
| 2.1 运营商加速攻城略地，抢占 5G+ 业务市场 | 13 |
| 2.2 中国移动 5G 建设遥遥领先，龙头地位稳固..... | 19 |
| 3 传统强势业务稳中有进，龙头效用明显..... | 23 |
| 3.1 个人通信及信息化服务：稳中有进 | 23 |
| 3.2 家庭通信及信息化服务：智慧家庭新增长点..... | 27 |
| 4 政企业务和新兴市场双轮驱动，数智化转型畅行..... | 31 |
| 4.1 政企业务坚持“网+云+DICT”融合发展..... | 31 |
| 4.2 新兴市场提前布局，把握战略发展新方向 | 34 |
| 5 盈利预测与投资建议..... | 37 |
| 5.1 投资建议 | 37 |
| 5.2 盈利预测 | 38 |
| 5.3 相对估值 | 40 |
| 6 风险提示..... | 41 |
| 6.1 市场竞争进一步加剧 | 41 |
| 6.2 通信行业用户增长面临下降的风险 | 41 |
| 6.3 5G 商业模式尚不成熟..... | 41 |
| 6.4 政策变化风险..... | 41 |
| 6.5 境外监管风险..... | 41 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 股价表现..... | 1 |
| 投资摘要..... | 1 |
| 图表 1. 中国通信业经三次重大重组，形成三足鼎立的格局..... | 6 |
| 图表 2. 中国移动发展历程..... | 7 |
| 图表 3. 中国移动股权结构..... | 7 |
| 图表 4. 中国移动业务概览..... | 8 |
| 图表 5. 中国移动业务发展..... | 8 |
| 图表 6. 中国移动是全球领先的运营商龙头..... | 9 |
| 图表 7. 中国移动创世界一流“力量大厦”..... | 9 |
| 图表 8. 中国移动“四轮驱动”战略成效显著..... | 10 |
| 图表 9. 三大运营商的 PE 触及近 10 年的最底部..... | 10 |
| 图表 10. 三大运营商的 PE、PB、EV/EBITDA 已明显处于低估位置..... | 11 |
| 图表 11. 公司 2018-2021H1 营业收入持续增长..... | 12 |
| 图表 12. 公司 2018-2021H1 净利润持续增长..... | 12 |
| 图表 13. 公司 2018-2020 年及最新一期分业务占比..... | 12 |
| 图表 14. 2016 年-2020 年资本开支占营收比重..... | 12 |
| 图表 15. 5G 标准演进过程..... | 13 |
| 图表 16. 中国在 5G 标准演进过程中的贡献时间线..... | 13 |
| 图表 17. 近两年我国 5G 基站部署总量领跑全球..... | 14 |
| 图表 18. 2021 年中国 5G 基站数量全球占比超 70%..... | 14 |
| 图表 19. 华为 5G 专利数量领跑全球..... | 14 |
| 图表 20. 我国推动 5G 发展相关政策..... | 15 |
| 图表 21. 多地出台政策着力降低 5G 运行成本..... | 16 |
| 图表 22. 近两年运营商共建共享 5G 基站数量..... | 16 |
| 图表 23. 中国电信、中国联通 5G 合作进程..... | 17 |
| 图表 24. 近两年运营商共建共享 5G 基站频段及带宽..... | 17 |
| 图表 25. 中国移动、中国广电 5G 共建共享合作协议主要内容..... | 18 |
| 图表 26. 国内运营商 5G 资本开支规模将趋于平缓..... | 18 |
| 图表 27. 近两年我国 5G 连接总量接近全球总量..... | 19 |
| 图表 28. 2021 年中国 5G 用户全球占比将达 80%..... | 19 |
| 图表 29. 2018-2020 年中国移动研发投入持续增长..... | 20 |
| 图表 30. 2021H1 中国移动 5G 基站数量领先国内外同业..... | 20 |

| | |
|--|----|
| 图表 31.“5G+云”双引擎服务场景..... | 21 |
| 图表 32. 算力网络体系架构..... | 21 |
| 图表 33. 赋能生活场景..... | 22 |
| 图表 34. 中国移动移动用户数独占鳌头..... | 23 |
| 图表 35. 2020 年三大运营商 5G 用户增势迅猛..... | 23 |
| 图表 36. 移动互联网接入流量及月 DOU 爆发式增长..... | 24 |
| 图表 37. 三大运营商 ARPU 值开始回升..... | 24 |
| 图表 38. 中国移动个人业务应用场景..... | 25 |
| 图表 39. 个人市场主要产品服务..... | 25 |
| 图表 40. 主营业务无线上网收入占比略微下降..... | 26 |
| 图表 41. 移动用户转增，个人市场收入占比缩减..... | 26 |
| 图表 42. 中国移动家庭业务应用场景..... | 27 |
| 图表 43. 城乡网络普及率差距缩小..... | 27 |
| 图表 44. 中国移动百兆及千兆宽带用户数量显著增长..... | 28 |
| 图表 45. 中国智慧家庭市场规模及增速快速提升..... | 28 |
| 图表 46. 三大运营商在智慧家庭领域的业务布局..... | 29 |
| 图表 47. 家庭市场主要产品服务..... | 29 |
| 图表 48. 2021 H1 家庭市场信息服务领域客户规模..... | 30 |
| 图表 49. 2018-2021 H1 中国移动家庭市场家庭宽带综合 ARPU 持续正增长..... | 30 |
| 图表 50. 数字经济增加值规模及 GDP 占比稳步提升..... | 31 |
| 图表 51. 产业数字化相关政策..... | 31 |
| 图表 52. 三大运营商近年均加大数字经济的资本开支..... | 32 |
| 图表 53.“5G+云”双引擎服务场景..... | 33 |
| 图表 54. 政企市场主要产品服务..... | 33 |
| 图表 55. 运营商产业互联网业务快速增长..... | 34 |
| 图表 56. 2018-2021H1 中国移动新兴市场收入增长由负转正..... | 34 |
| 图表 57. 对外承包工程流量（单位：亿美元）..... | 35 |
| 图表 58. 对外直接投资流量（单位：亿美元）..... | 35 |
| 图表 59. 国际业务主要产品服务..... | 35 |
| 图表 60. 数字内容主要产品服务及用户数量..... | 35 |
| 图表 61. 移动支付用户规模（亿人）..... | 36 |
| 图表 62. 中国移动从 2010 年到 2020 年归母净利润及同比增速..... | 37 |
| 图表 63. 中国移动客户数量假设及 ARPU 未来三年测算..... | 38 |
| 图表 64. 中国移动未来三年移动业务收入假设及测算..... | 39 |
| 图表 65. 政企市场，新兴市场及其他收入细分未来三年同比增速假设及预测..... | 39 |

图表 66. 分业务营业收入预测.....40

图表 67. 中国移动及可比电信公司估值情况40

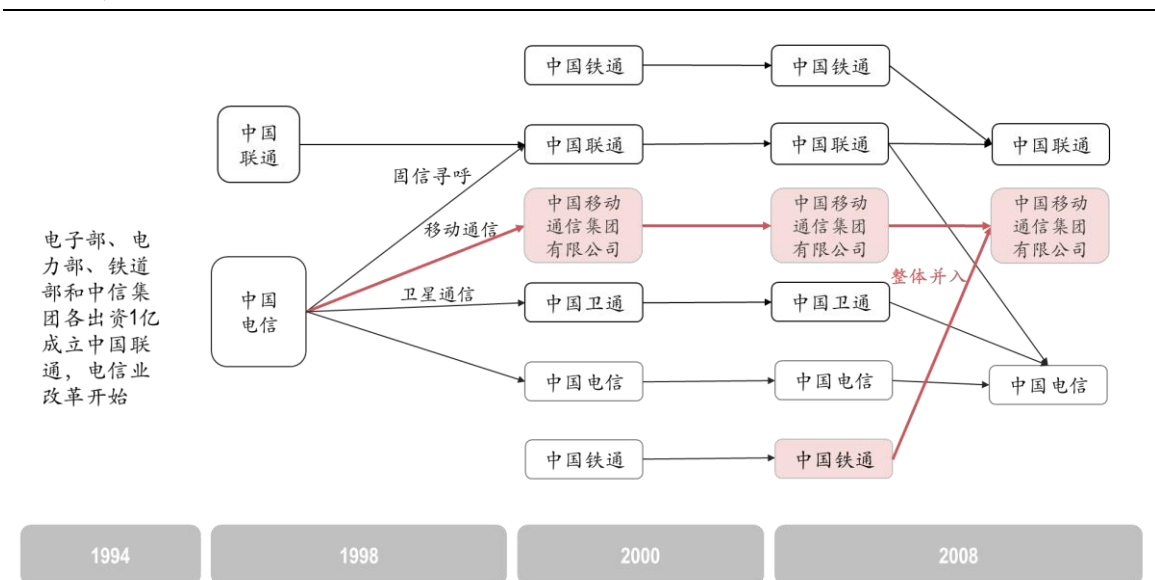
1 中国移动重回 A 股，运营商龙头持续领跑

1.1 深耕二十余载，龙头地位稳固

中国移动有限公司是中国内地最大的通信服务供应商。致力于为个人、家庭、政企、新兴市场提供全方位的通信及信息服务，是我国信息通信产业发展壮大的科技引领者和创新推动者。中国移动在发展传统业务的同时，推动 5G 发展，并致力于开拓数字经济新蓝海，把握发展方向。

中国移动通信集团有限公司由中国通信的“移动通信”业务发展而来。中国通信业发展二十余年，至今形成了三足鼎立的局面。中国电信业改革重组始于 1994 年中国联通的进入，1995 年中国电信业进行企业法人登记，逐步实行政企分开。1998 年，邮电分家重组，电信行业将当时的邮电部拆分形成了两个独立的部门，政企分开，组建信息产业部，负责电信行业的监管；2000 年，电信移动分离重组，中国电信总局的移动业务被剥离出去，成为中国移动的雏形；2008 年，六大重组合并为三大，中国铁通整体并入中国移动通信集团，弥补了移动固网业务的不足，至此中国移动成为中国通信业的三大巨头之一。

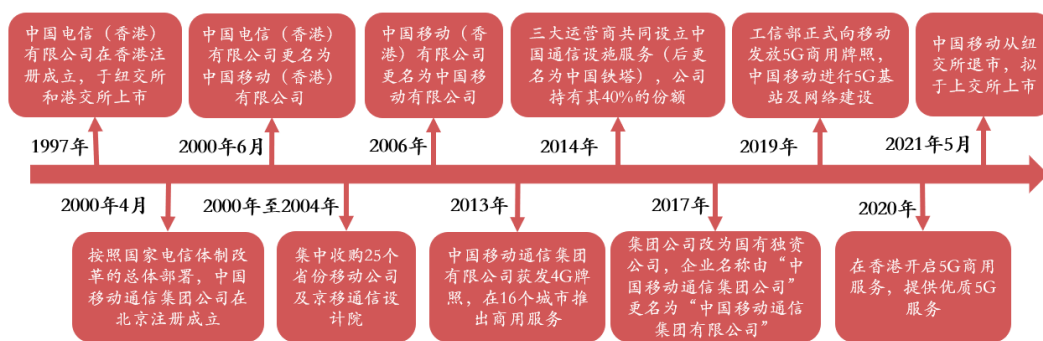
图表 1. 中国通信业经三次重大重组，形成三足鼎立的格局



资料来源：工信部，中银证券

中国移动二十多年深耕通信行业，是中国通信业的龙头企业。中国移动于 1997 年 9 月 3 日在香港成立，并于 1997 年 10 月 22 日和 23 日分别在纽约证券交易所和香港联合交易所有限公司上市，成为央企海外上市第一股；2000 年，在北京注册成立中国移动通信集团公司，先后收购了多个省份移动公司和中国铁通等集团公司；2013 年，中国移动获发 4G 牌照，在 16 个城市推出商用服务；2019 年，工信部正式向移动发放 5G 商用牌照；2021 年，中国移动从纽交所退市，于 2022 年 1 月 5 日在上交所上市，重返 A 股。经过发展，中国移动成为了全球网络和客户规模最大、盈利能力领先、市值排名位居前列的世界级电信运营商。

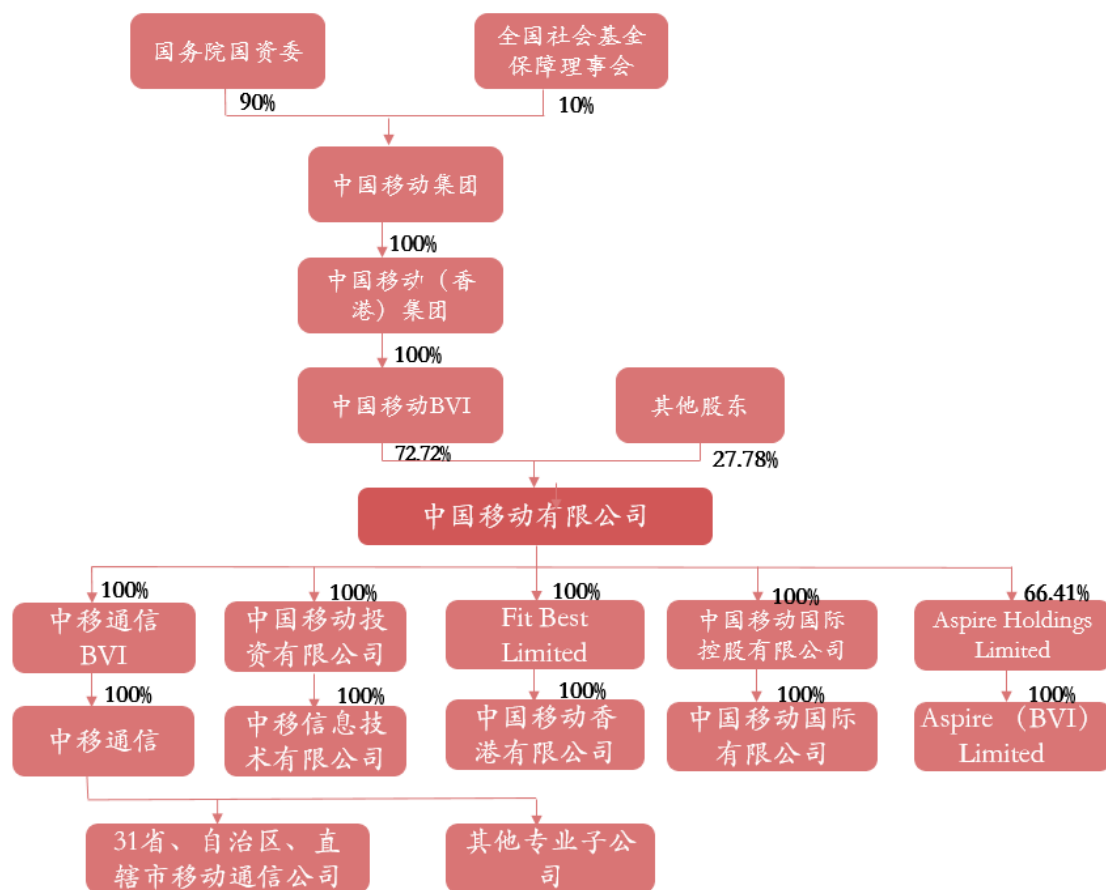
图表 2. 中国移动发展历程



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中银证券

中国移动有限公司的实际控股人为中国移动集团。中国移动集团是按照国家电信体制改革的总体部署组建成立的电信企业, 国务院国资委和全国社会保障基金理事会分别持有中国移动集团 90%和 10% 的股权。

图表 3. 中国移动股权结构



资料来源: 公司官网, 中银证券

1.2 强势传统业务保持领先，数智化建设再加码

中国移动是全球领先的通信及信息服务企业，致力于为个人、家庭、政企、新兴市场提供全方位的通信及信息服务。公司建成了惠及全球五分之一的高速、移动、安全、泛在信息基础设施。公司通过构建基础网络能力，形成了包括移动通信、有线宽带的通信服务，以及 IDC、云计算、物联网、数字应用与内容等一系列的信息服务，进而服务于个人、家庭、政企和新兴市场。

图表 4. 中国移动业务概览



资料来源：招股说明书，中银证券

中国移动业务经过发展，迎来 5G 时代。围绕着 GSM、3G、4G、5G，中国移动的业务也不断变化。随着 5G 的发展，万物智联成为了业务发展的重心，中国移动作为运营商业务范围进一步扩大，迎来了新的井喷式发展。

图表 5. 中国移动业务发展



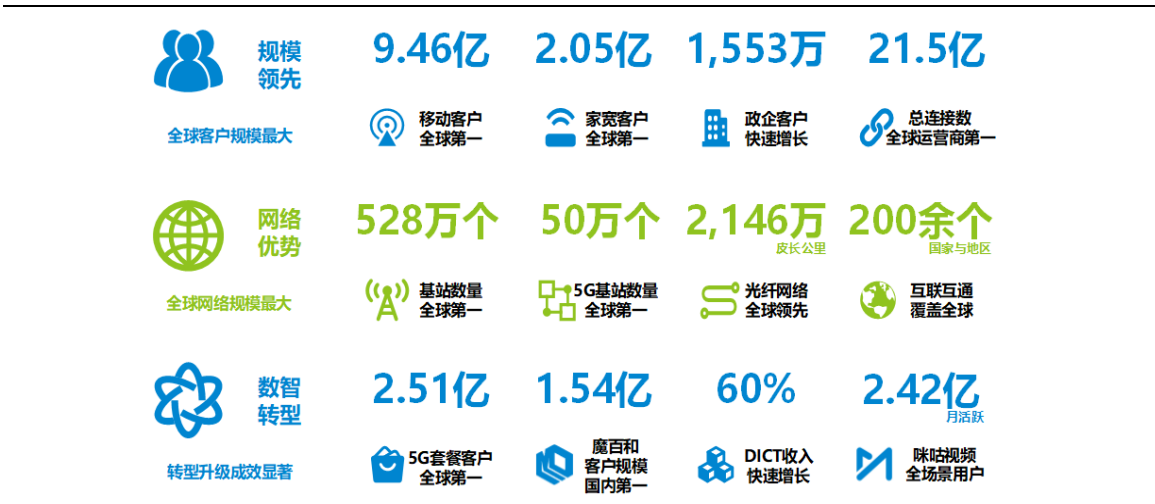
资料来源：招股说明书，中银证券

公司传统强势业务持续领先。公司的全球客户规模最大。业务范围覆盖全球 200 余个国家和地区，竭诚服务全国 9.46 亿移动客户、2.05 亿家庭客户，移动客户和宽带客户量均居于全球第一；公司拥有 1553 万政企客户，政企客户实现快速增长；总连接数达 21.5 亿，总连接数在全球运营商中位列第一。

公司全球网络规模最大，竭诚为客户服务。截止 2021 年 6 月末，公司拥有基站总数达 528 万个，其中 4G 基站数量 332 万个，5G 基站数量 50 万个，均位居全球第一；公司 4G 网络行政村覆盖率达 99%，5GSA 网络已实现在全国地市以上城区、部分县城及重点区域提供 5G 服务。

把握未来发展，公司数智转型成果显著。截至 2022 年 1 月，公司拥有 5G 套餐客户 4.01 亿，比 2021 年上半年增加了 54.18%，客户数量居全球第一；截至 2021 年上半年，DICT 收入增长 60%，实现快速增长；咪咕视频全场景用户月活跃达 2.42 亿。

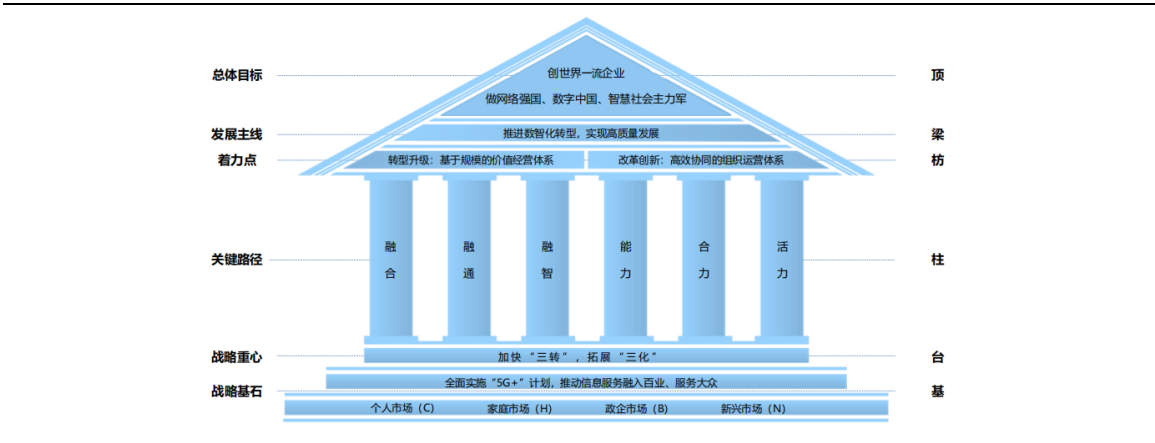
图表 6. 中国移动是全球领先的运营商龙头



资料来源：招股说明书，中银证券

公司注重数智化转型，把握战略发展方向。公司大力推进网络云化部署，核心网功能云化比例超 70%，已打造全球最大 NFV、5GSA 云化网络并投入运营。公司规划布局“4+3+X”数据中心，并锻造业界领先的新型算力基础设施，数据中心累计装机能力超百万架。公司行业领先、覆盖广泛、云网一体的网络基础设施保障了用户高速、安全、稳定的网络体验。

图表 7. 中国移动创世界一流“力量大厦”



资料来源：招股说明书，中银证券

中国移动“大连接战略”拓展客户主体。中国移动的“大连接战略”提出连接对象从个人向家庭、企业以及万物互联扩展，在个人、家庭、政企、新兴（CHBN）四个市场全面发力，全力发展各类信息服务，发挥用户规模、去大规模等核心优势，不断拓展业务发展空间，打造新的收入增长点。

图表 8. 中国移动“四轮驱动”战略成效显著

CHBN全向发力、融合发展，价值经营成效显著

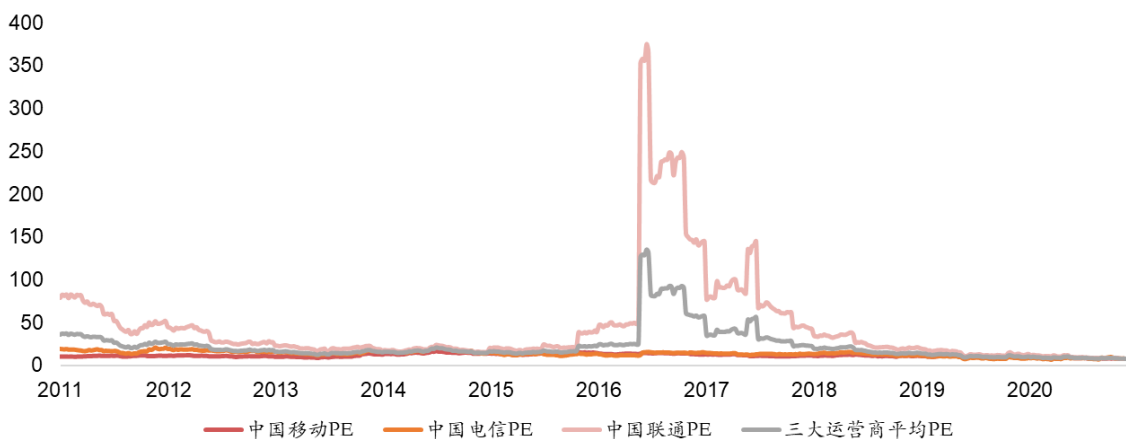


资料来源：公司年报，中银证券

1.3 重回 A 股，有望拉动资金填充估值洼地

国内三大运营商的估值处于历史低点。2016 年开始，三大运营商估值实现高速增长；随着国家提速降费政策的实施，迎来估值高点后从 2017 年开始持续下降；随着退市风波的褪去，至 2020 年，处于近十年的底部。

图表 9. 三大运营商的 PE 触及近 10 年的最底部



资料来源：万得，中银证券

从世界范围内对比，中国大陆三大运营商的估值均处于低位。中国大陆三大运营商的 PE、PB 及 EV/EBITDA 远低于亚太、北美、欧洲地区的运营商。

图表 10. 三大运营商的 PE、PB、EV/EBITDA 已明显处于低估位置

| 地区 | 国家/地区 | 公司名称 | 股票代码 | 市值(亿 rmb) | P/E (TTM) | P/B (MRQ) | EV/EBITDA |
|----|----------|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 亚太 | 中国大陆 | 中国移动 | 600941.SH | 9617.2 | 11.68 | 1.10 | - |
| | 中国大陆 | 中国电信 | 601728.SH | 3596.4 | 15.05 | 0.90 | 2.48 |
| | 中国大陆 | 中国联通 | 600050.SH | 1221.1 | 19.04 | 0.82 | 1.04 |
| | 中国台湾 | 台湾大哥大 | 3045 TW | 840.6 | 34.81 | 5.92 | 12.89 |
| | 中国台湾 | 远传电信 | 4904 TW | 507.1 | 24.67 | 3.54 | 10.27 |
| | 韩国 | SK Telecom | 017670 KS | 640.5 | 5.57 | 0.47 | - |
| | 韩国 | Korea Telecom | 030200 KS | 447.3 | - | 0.58 | - |
| | 日本 | SOFTBANK GROUP CORP | 9984 JP | 4967.0 | 1.77 | 0.86 | 3.48 |
| | 日本 | NTT | 9432 JP | 6630.0 | 13.00 | 1.57 | 5.85 |
| | 日本 | KDDI | 9433 JP | 4807.0 | 13.37 | 1.83 | 5.38 |
| 北美 | 美国 | Verizon | VZ US | 13934.0 | 10.16 | 2.74 | 7.58 |
| | 美国 | T-Mobile US | TMUS US | 10133.8 | 52.66 | 2.30 | 9.88 |
| | 美国 | IRIDIUM | IRDM US | 297.7 | - | 3.56 | - |
| | 美国 | AT&T | T US | 10767.2 | 8.60 | 1.03 | 5.38 |
| | 加拿大 | BCE | BCE CN | 3004.0 | 21.32 | 3.16 | - |
| | 墨西哥 | América Móvil | AMXL MM | 2625.0 | 8.33 | 2.60 | - |
| 欧洲 | 英国 | Vodafone | VOD LN | 3246.9 | - | 0.78 | 0.06 |
| | 英国 | British Telecom | BT/A LN | 1719.8 | 19.04 | 1.65 | 0.05 |
| | 德国 | Deutsche Telecom | DTE GY | 5994.4 | 19.76 | 2.13 | 4.43 |
| | 法国 | Orange | ORA FP | 28933.2 | 6.00 | 0.84 | - |
| | | 中国大陆运营商平均值 | | 4818.5 | 15.3 | 0.9 | 1.8 |
| | | 日韩运营商平均值 | | 3498.4 | 8.4 | 1.1 | 4.9 |
| | | 北美运营商平均值 | | 6793.6 | 20.2 | 2.6 | 7.6 |
| | 欧洲运营商平均值 | | 9973.6 | 14.9 | 1.4 | 1.5 | |

资料来源：万得，中银证券

注：数据时间截至 2022 年 2 月 17 日

纽交所退市风波淡去，中国电信打响了回 A 第一枪。中国电信于 2021 年 8 月 20 日在上海证券交易所上市交易，共募集资金 541 亿元。运营商龙头中国移动紧随中国电信，重回 A 股，有望进一步拉动板块上涨，提升估值水平。

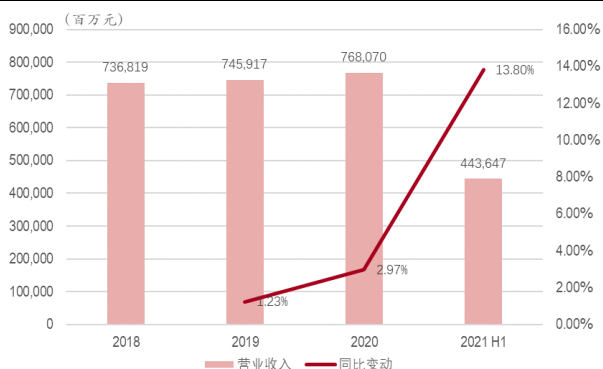
1.4 财务状况回暖，成本控制优良

2020 年中国移动营收和净利润从 2019 年的低谷逐渐回暖。2021 年 H1 中国移动营收为 4436.47 亿元，同比增长 13.80%；2021 年 H1 中国移动净利润 591.86 亿元，同比增长 5.95%。2017 年开始，受部分互联网应用对传统业务替代持续加深、市场竞争及“提速降费”等因素影响，营收和净利润增速放缓，2020 年开始回暖，并于 2021 年第一季度实现新高。

预计 2021 年营收和净利润持续增加，公司财务状况向好。根据招股说明书的预测，2021 年度营业收入约为 8,448.77 亿元至 8,525.58 亿元，同比增长幅度约为 10%至 11%；归属于母公司股东的净利润约为 1,143.07 亿元至 1,164.64 亿元，同比增长幅度约为 6%至 8%。

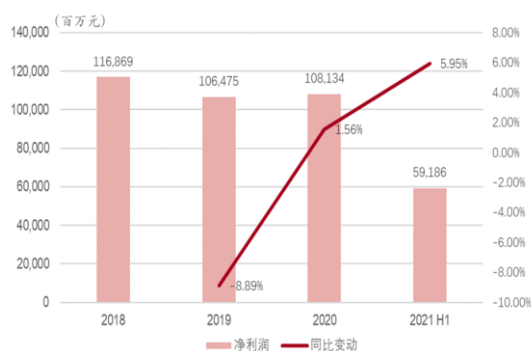
传统业务稳健，政企市场发力，公司成本控制优良。中国移动个人市场收入占比最高，但是随着家庭和政企市场的扩大，个人市场占比有所下降。公司个人业务趋于稳定，家庭业务有所提升，政企业务增速较快。资本开支占营收的比重波动下降，因与中国广电合作共建及建设方式的优化，5G 基站建设费用有望低于预期。

图表 11. 公司 2018-2021H1 营业收入持续增长



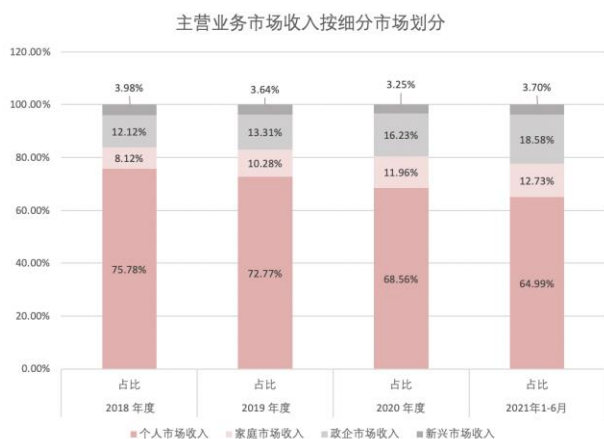
资料来源: 招股说明书, 中银证券

图表 12. 公司 2018-2021H1 净利润持续增长



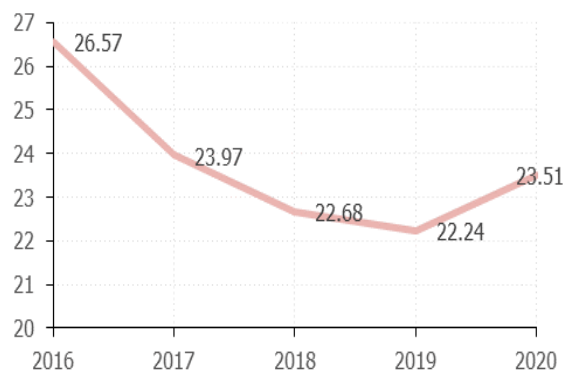
资料来源: 招股说明书, 中银证券

图表 13. 公司 2018-2020 年及最新一期分业务占比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2016 年-2020 年资本开支占营收比重



资料来源: 招股说明书, 中银证券

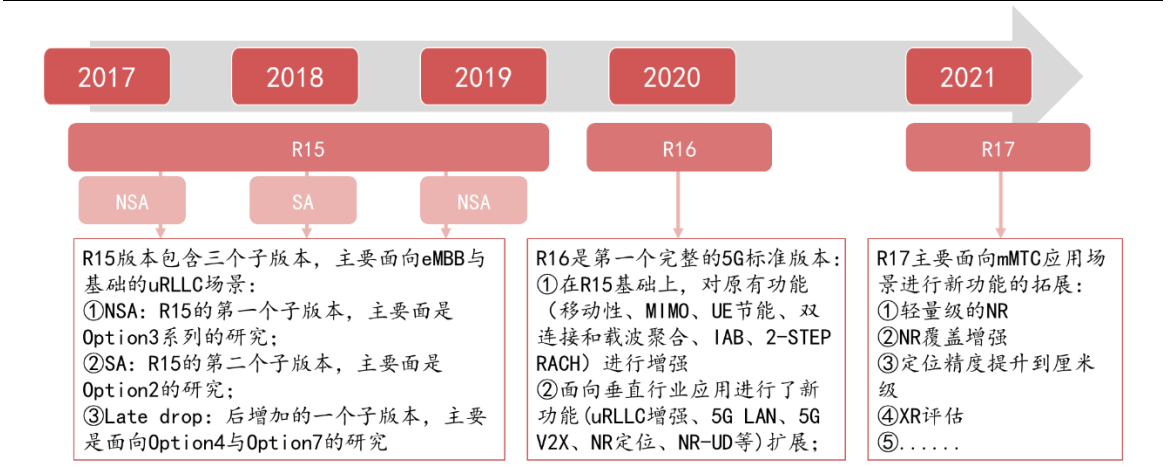
2 5G 发展全球领先，运营商“5G+”业务加速部署

2.1 运营商加速攻城略地，抢占 5G+ 业务市场

2.1.1 5G 发展引领世界，政策扶持持续加码

在推动 5G 标准制定过程中，中国力量至关重要。我国产学研各界在 IMT-2020 工作组的统筹协调下，有力推动了 5G 第一个标准的完成，并在 5G 标准化过程中作出了重要贡献，也完成了面向产业化的三阶段测试。中国通信企业力推的 Polar 成为控制信道编码，是中国在信道编码领域首次突破，体现了中国的实力，也为中国在 5G 标准中争取较以往更多的话语权奠定了基础。

图表 15. 5G 标准演进过程



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

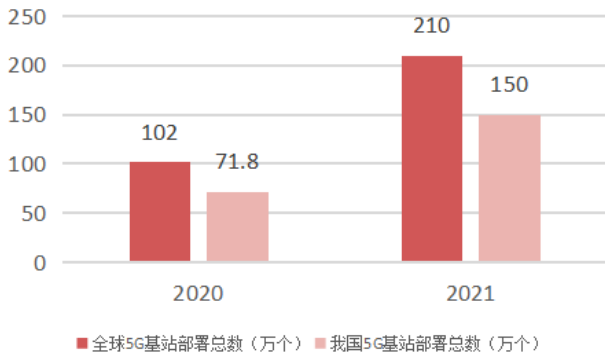
图表 16. 中国在 5G 标准演进过程中的贡献时间线



资料来源：通信世界网，中银证券

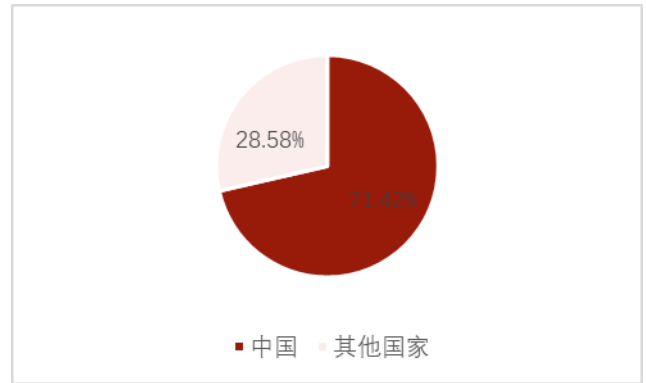
我国 5G 基站部署总量领跑全球。我国 2021 年 5G 基站部署总量 142.5 万个，总量占全球的 70% 以上，持续领跑全球。2021 年，我国 5G 基站新增 65 万个。去年底，工信部印发《“十四五”信息通信行业发展规划》，对基础设施投资提出了量化发展指标，2025 年力争每万人拥有 5G 基站数达到 26 个，根据第七次人口普查结果我国 14.12 亿人，预计 2025 年 5G 基站数约为 367 万。

图表 17. 近两年我国 5G 基站部署总量领跑全球



资料来源: GSMA, 中银证券

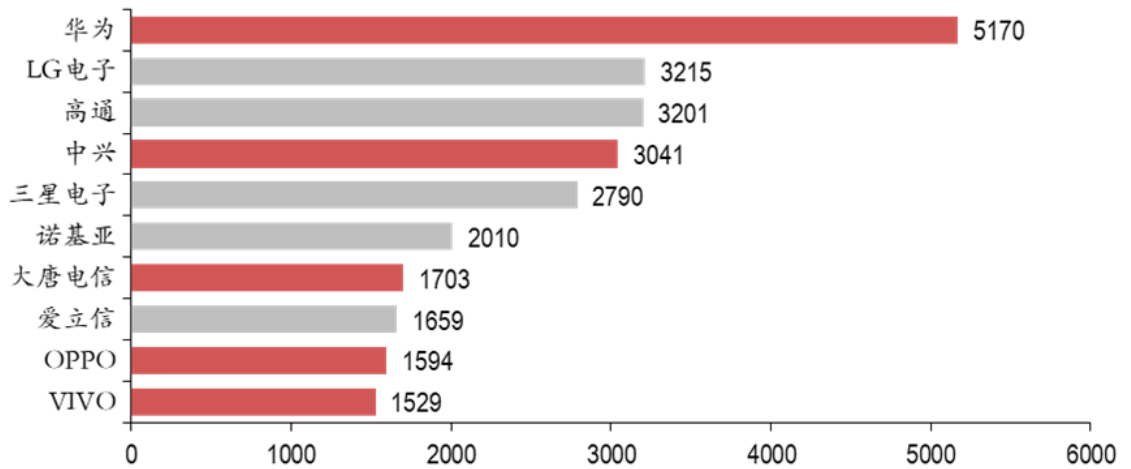
图表 18. 2021 年中国 5G 基站数量全球占比超 70%



资料来源: GSMA, 中银证券

我国 5G 研发不断推进, 创新能力是维持领先地位的关键。以中国移动为代表的移动运营商、以华为为代表的网络厂商是我国 5G 研发的主体, 在核心研发和网络测试等方面均有长足的进展。根据 ETSI 公布数据, 截至 2021 年 5 月, 全球累计披露 146,866 件 5G 必要专利, 专利数量排名前十的公司中有五家中国企业, 分别是华为、中兴、大唐电信、OPPO、VIVO, 这五家公司合计拥有 13,037 件 5G 必要专利簇。我国 5G 标准必要专利份额居全球首位, 以企业为中心的 5G 专利占全球 5G 专利总量的三分之一。

图表 19. 华为 5G 专利数量领跑全球



资料来源: ETSI, 中银证券

政策持续跟进 5G 发展, 鼓励 5G 网络建设和应用开发。2018 年以前, 我国 5G 政策主要侧重于鼓励企业参与 5G 技术和标准的研发。随着 5G 技术的不断突破和 5G 标准的确定, 政策逐渐转向对网络建设和应用开发的鼓励, 在未来会偏重于 5G 应用的开发。

图表 20.我国推动 5G 发展相关政策

| 时间 | 部门 | 会议/文件等 | 详细内容 |
|---------|---------|---|---|
| 2017.01 | 工信部 | 《信息通信行业发展规划 2016-2020》 | 支持 5G 标准研究和技术试验, 推进 5G 频谱规划, 启动 5G 商用 |
| 2017.03 | 国务院 | 《2017 年政府工作报告》 | 要求加快 5G 技术研发和转化, 做大产业集群 |
| 2018.03 | 国务院 | 《2018 年政府工作报告》 | 推动 5G 产业发展 |
| 2018.04 | 工信部 | 《5G 发展前景及政策导向》 | 提到我国 5G 将在 2019 年下半年初步具备商用条件 |
| 2018.07 | 工信部、发改委 | 《扩大和升级信息消费三年行动计划 (2018-2020 年)》 | 加快 5G 标准研究、技术实验, 推进 5G 规模组网建设及应用示范工程, 确保启用 5G 商用 |
| 2018.1 | 国务院 | 《完善促进消费体制机制实施方案》 | 进一步扩大和升级信息消费, 加大网络提速降费力度, 加快 5G 商用 |
| 2019.11 | 工信部 | 《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》 | 提升“5G+工业互联网”网络关键技术产业能力、创新能力、资源供给能力, 加强宣传引导和经验推广 |
| 2019.12 | 国务院 | 《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》 | 提到 2025 年, 5G 网络覆盖率达到 80%, 基础设施互联互通基本实现 |
| 2020.02 | 工信部 | 《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》 | 重点支持 5G、工业互联网等战略性新兴产业的发展, 为 5G 网络建设、5G 终端产品上市检测开辟绿色通道 |
| 2020.03 | 工信部 | 《关于推动 5G 加快发展的通知》 | 指明国家层面的 18 条 5G 发展建议; 加快 5G 网络建设进度、支持加大基站站址资源、加强电力和频率保障、推进网络共享和异网漫游 |
| 2020.03 | 发改委、工信部 | 《关于组织实施 2020 年新型基础设施工程 (宽带网络和 5G 领域) 的通知》 | 发布了七项 5G 创新应用提升工程 |

资料来源: 政府官网, 中银证券

多地出台政策降低通信基础设施运行成本。2020 年 10 月, 发改委、工信部等十四部委联合发布《近期扩内需促消费的工作方案》, 明确提出要进一步推动 5G 基站电力直供, 进一步降低 5G 基站运行成本, 支持各地加大对于 5G 网络建设的支持力度。此前, 全国已有多个省市出台政策, 通过促进 5G 基站与供电公司直接交易、规范清理转供电环节加收的其他费用、规范转供电主体加价行为等措施, 着力降低 5G 运行成本。

图表 21. 多地出台政策着力降低 5G 运行成本

| 时间 | 部门 | 会议/文件等 | 详细内容 |
|---------|----------|------------------------------|--|
| 2020.10 | 发改委等十四部门 | 近期扩内需促消费的工作方案 | 通过进一步扩大电力市场化交易、推动转供电改直供电、加强转供电环节价格监管等措施进一步降低 5G 基站运行电费成本。支持各地在站址资源获取、资金补贴等方面加大对 5G 网络建设的支持力度。推动 5G 基站以用电户号为单位统一参与电力直接交易，分批将具备直接供电条件的存量转供电基站按“一户一表”改造为直供电。对无法改直供电的 5G 基站，规范清理转供电环节加收的其他费用，纠正转供电主体违规加价等行为。支持 5G 基站建设运营企业参与电力需求响应，实现电力削峰填谷。 |
| 2020.8 | 浙江省政府 | 浙江省加快 5G 发展行动计划（2020-2022 年） | 支持 5G 基站用电量打捆通过供电公司统一代理交易等方式参与电力市场交易，力争降低用电成本每千瓦时 2 分以上。要求贵州省发展改革委同贵州省财政厅等统筹省级预算内项目建设资金等相关专项资金，按照先建后补、分年定额补助原则实施以奖代补，支持 5G 基站建设；规范 5G 基站转供电环节的用电价格，转供电按 5G 基站分表公平分摊向电网缴纳总表电费，不得以电费名义收取总表电费以外的人工费、修理费、折旧费等其他费用，市场监督管理部门对违法违规加收电费行为进行监督检查。 |
| 2020.7 | 贵州省政府 | 降低我省 5G 基站用电成本政策措施 | 大力推进 5G 基站转供电改直供电，尚无法改直供电的 5G 基站严格执行转供电最高限价，加强电价执行的监督检查。电网扩容时要依据 5G 基站建设主体提出的用电负荷水平和安装位置明细，预留 5G 基站用电需求。坚持“老用户老办法、新用户新办法”原则，积极研究强、弱电电价协同机制。 |
| 2020.2 | 湖南省政府 | 关于加快第五代移动通信产业发展的若干政策 | 电网公司、铁塔公司和各通信运营商要按照“分步推进、先易后难、能改即改”的原则，加快推进 5G 基站转供电改造为直供电工作；各地价格主管部门要积极协同、配合市场监督管理部门清理规范 5G 基站转供电价格问题，督促转供电主体严格按照规定的目录电价向 5G 基站收取电费，加大力度查处违法违规提高 5G 基站电价、加收电费和额外费用等行为。 |
| 2019.11 | 广东省政府 | 关于降低 5G 基站用电成本有关问题的通知 | 提升电力和通信管线配套服务能级，建立健全相关协调推进机制，制定 5G 建设电力和通信配套绿色通道，缩短响应时间，降低建设和运维成本。 |
| 2019.7 | 上海市政府 | 于加快推进本市 5G 网络建设和应用的实施意见 | |

资料来源：政府官网，中银证券

2.1.2 运营商合作共建，加速攻城略地

2019 年为我国 5G 商用元年。2019 年 6 月 6 日，我国工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照；2020 年 3 月，工信部指出基础电信企业应以 5G 独立组网（SA）为目标，加快 5G 网络规模部署，最终实现全国城市、县城和主要城镇的全覆盖。

5G 建设周期长、投资大。3G/4G 深度覆盖建设需要 3-4 年，而 5G 频率高、覆盖半径小，所以需要更多基站，工信部预计在 2025 年实现 5G 全国覆盖，整体节奏偏缓，未来 2-3 年将是 5G 基站建设高峰期。根据三大运营商年报显示，三大运营商在 4G 网络的投入上，至少花费了 8000 亿元。据运营商预计，5G 网络的主体建设，将达到 1.4 万亿元。

运营商是 5G 基础设施建设的主要承担者，运营商走向合作共建的高质量发展道路。2019 年，中国联通和中国电信签署了合作协议；2021 年 1 月，中国移动与中国广电合作共建 5G 基站。合作共建显著加快 5G 商用进程。

图表 22. 近两年运营商共建共享 5G 基站数量

| 共建主体 | 2020 共建共享 5G 基站 | 2021E 共建共享 5G 基站 |
|-----------|-----------------|------------------|
| 中国移动、中国广电 | 20 万个 | 28 万个 |
| 中国联通、中国电信 | 38 万个 | 32 万个 |

资料来源：公司官网，中银证券

中国联通与中国电信共建一张 5G 接入网络。2019 年 9 月，中国联通与中国电信签署合作协议，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。共建共享下，两家节省 5G 建设投资超 600 亿元，电费、租塔等成本节约超过 60 亿元，基本实现了用最短的时间、花最少的投资，快速形成 5G 网络覆盖能力。2020 年，联通与电信合作共建 5G 基站 38 万个，2021 年预计建成 32 万个。

图表 23. 中国电信、中国联通 5G 合作进程

| 时间 | 合作进程 |
|-------------|---|
| 2019 年 9 月 | 电信与联通公共签署《5G 网络共建框架合作协议书》，两者将在全国范围内共建一张 5G 网络，共享 5G 频谱资源，5G 核心网各自建设。 |
| 2019 年 10 月 | 中国联通董事长王晓初在中国联通智慧生态合作大会上表示，联通今年的目标是建设 5 万个 5G 基站，大部分已经完成。目前正在各个城市调试开通 5G，正式开通后，与中国电信的合建，使得中国联通的 5G 信号覆盖范围翻倍 |
| 2020 年 10 月 | 电信和联通双方 5G 共享规模已达 30 余万站，已覆盖全国所有地级以上城市。实现了 3 个“全球第一”：全球第一张而且是最大规模的共建共享 5G 网络；全球第一个 200MHz 大带宽高性能 5G 网络；全球第一张 TDD+FDD 混合组网的 5G 网络。 |

资料来源：公司官网，中银证券

中国广电手握 700m 为黄金频段。700MHz 频段最大的特征就是频段低，单基站覆盖距离远，绕射能力强，组网成本相对较低，相对于 3.5GHz 组网所需要的基站数量将是 700MHz 组网的 6 倍，是 4.9GHz 组网的 9 倍。即假设中国移动想要在全国实现 5G 网络覆盖，需要建设高达 600 万个 5G 基站，而中国广电则只需要 100 万个 5G 基站。

图表 24. 近两年运营商共建共享 5G 基站频段及带宽

| 运营商 | 5G 频段 | 带宽 | 5G 频段号 |
|------|-----------------|--------|--------|
| 中国移动 | 2515MHz-2675MHz | 160MHz | N41 |
| | 4800MHz-4900MHz | 100MHz | N79 |
| 中国电信 | 3400MHz-3500MHz | 100MHz | N78 |
| 中国联通 | 3500MHz-3600MHz | 100MHz | N78 |

资料来源：工信部，中银证券

中国移动与中国广电合力建设 700m 黄金频段。2021 年 1 月，中国移动与中国广电签订合作协议，双方共同建设 700MHz 无线网络，中国移动承担 700MHz 无线网络运行维护工作，并向中国广电有偿共享。移动和广电的共建共享将分为三个阶段，目的是循序渐进地发展 5G 用户、形成端到端的网络服务能力，预计至 2026 年左右，广电网络基本可实现完整的建设、运营、维护一体化经营能力。2020 年，移动与广电共建 5G 基站 20 万个，2021 年预计进一步新建 28 万个 5G 基站。

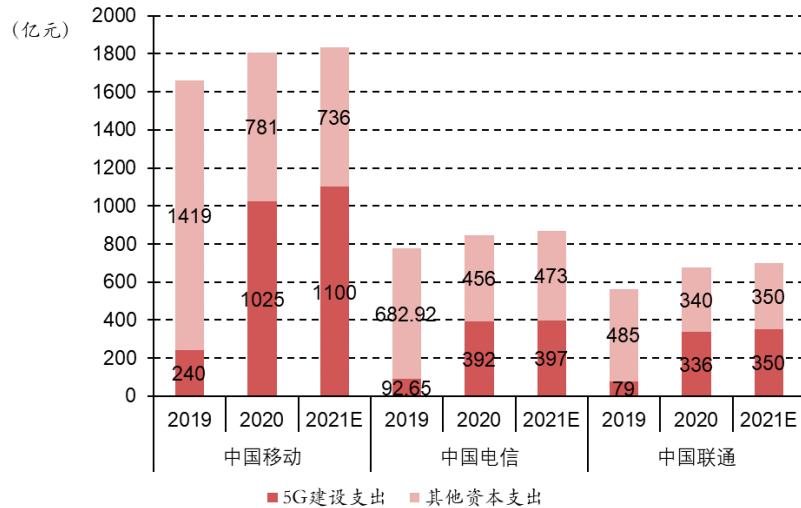
图表 25.中国移动、中国广电 5G 共建共享合作协议主要内容

| 阶段 | 700M移动接入网 | 2.6G移动接入网 | 2G/4G移动接入网 | 移动承载网 | 核心网 |
|---------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------|--------------------------------|-----------------|
| 第一阶段 (至 2021 年底) | 双方按1:1比例共同投资, 共享使用和管理权, 移动有偿承担运维 | 广电有偿共享使用, 根据业务量结算 | 广电有偿共享使用, 根据业务量结算 | 广电有偿使用移动承载网对接地市或省中心节点, 按基站数量收费 | 自建5G核心网, 独立承担维护 |
| 第二阶段 (2022至 2026 年) | 双方按1:1比例共同投资, 共享使用和管理权, 移动有偿承担运维 | 广电有偿共享使用, 根据业务量结算 | 广电新增客户原则上不再共享使用移动 2G/4G 网络 | 广电有偿使用移动承载网, 按照双方协商价格付费 | 自建5G核心网, 独立承担维护 |
| 第三阶段 (2027至 2031 年) | 双方按1:1比例共同投资, 共享使用和管理权, 移动有偿承担运维 | 广电有偿共享使用, 根据业务量结算 | 广电新增客户原则上不再共享使用移动 2G/4G 网络 | 根据前一阶段经营合作情况协商确定 | 自建5G核心网, 独立承担维护 |

资料来源: 公司官网, 中银证券

5G 建设进入稳步建设期, 运营商资本开支趋稳。自 2019 年起, 5G 建设和运营成为三大运营商的业务核心, 2020 年开始大规模 5G 建设, 相应的 5G 建设支出成为三大运营商的主要资本支出, 2020 年 5G 总支出达 1757 亿元, 占总资本支出超 50%。各大运营商 2021 年资本支出预算与 2020 年基本相当, 仅有小幅增长。中国移动依然领跑行业, 2021 年预计资本支出达 1836 亿元, 其中 5G 建设支出为 1100 亿元, 占比接近 60%。2020 年-2022 年是 5G 建设高峰期, 2022 年后 5G 建设步伐将逐渐放缓, 相应的资本支出也会逐渐回落。

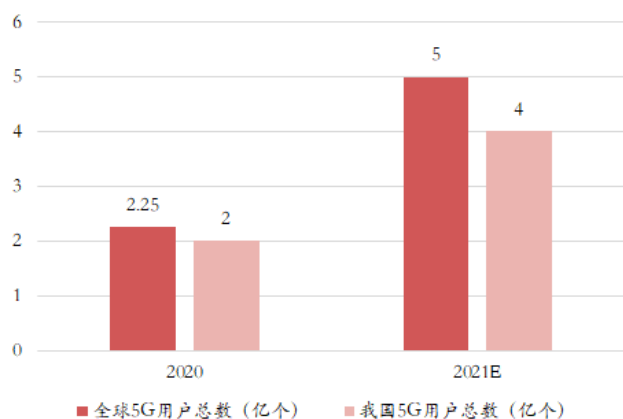
图表 26.国内运营商 5G 资本开支规模将趋于平缓



资料来源: 公司年报, 中银证券

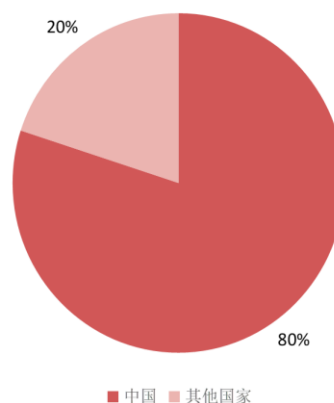
未来两三年, 5G 应用仍处于导入期。根据《2021 中国 5G&AI 年度报告》, 5G 未来两三年, 5G 应用仍将处于导入期, 消费级应用有望率先爆发。根据 GSMA 统计口径, 2020 年, 全球 5G 客户有 2.25 亿个, 我国 5G 客户达 2 亿个; 根据 GSMA 预计, 2021 年全球 5G 客户有 5 亿个, 中国 5G 客户有 4 亿个, 中国 5G 用户全球占比预计达到 80%。将来客户数量持续增加, 5G 应用范围不断扩大。

图表 27. 近两年我国 5G 连接总量接近全球总量



资料来源: GSMA, 中银证券

图表 28. 2021 年中国 5G 用户全球占比将达 80%



资料来源: GSMA, 中银证券

2.2 中国移动 5G 建设遥遥领先，龙头地位稳固

2.2.1 起步早，中国移动引领 5G 建设

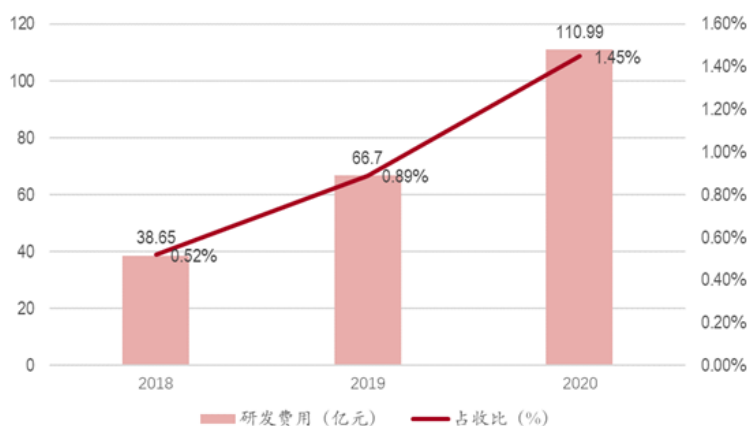
中国移动牵头 5G 国际标准制定。在 5G 标准和技术演进方面，公司积极推动 R16 标准按时冻结，深度参与 R17 及后续版本的全球标准引领，在 3GPP 和 ITU 中牵头 99 个 5G 国际标准项目。截至 2021 年 6 月末，中国移动已牵头制定 122 个 5G 国际标准，累计提交标准提案超 7,000 篇，累计申请 5G 专利超 3,300 件，属于全球运营商的第一阵营。

深化与华为、中兴合作伙伴关系，引领 5G 行业发展。2021 年 4 月 19 日至 30 日，国际电信联盟电信标准化部门 (ITU-T) 召开 SG16 多媒体研究组全会。中国移动牵头我国牵头的首个 5G 消息业务智能安全检测的国际标准，为国内外运营商、内容厂商、行业合作伙伴开展 5G 消息业务安全运营提供标准化依据。

中国移动在 5G 的网络建设与运营具有强大的影响力和优势。推动 TDD 技术成为 5G 核心基础和主流方向，助力我国全面领跑 5G 技术、标准、产业及应用发展。TDD 技术是 5G 系统的基础和主流。中国移动在 4G 时期采用 TD-LTE 成功建设运营了全球最大的 4G 网络，积累了大量技术和经验，为 5G 发展奠定了坚实的基础。

中国移动持续投入研发，具备技术基础和创新能力。中国移动 5G 发展起步早、投入大、推进实，为 5G 的技术、标准、产业、应用发展作出了重要贡献，也积累了深厚的技术基础和创新能力。中国移动在应用基础研究、关键核心技术攻关、产品开发以及现网支撑方面都拥有深厚的技术积累，2020 年研发投入达到了 110 亿元，占营业收入的比重为 1.45%，CAGR 达 70%。

图表 29.2018-2020 年中国移动研发投入持续增长

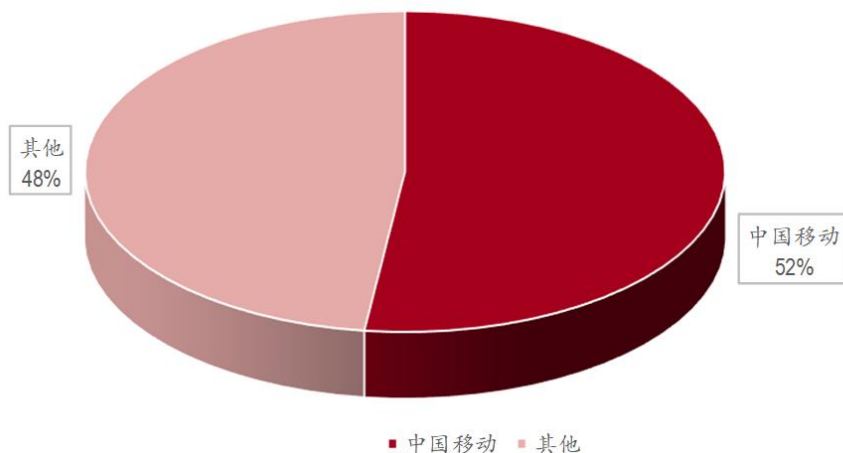


资料来源：公司年报，中银证券

2.2.2 发展稳，中国移动已建成全球最大 5G 精品网络

中国移动建成全球最大 5G 精品网络。截至 2021 年 6 月末，中国移动拥有 5G 基站 50 万个，占 5G 基站全国总量的比重超 50%，位居全球第一；5G SA 网络已实现在全国地市以上城区、部分县城及重点区域提供 5G 服务；已发展 5G 套餐客户超过 2.5 亿户、网络客户超过 1.2 亿户，拓展行业龙头示范项目超过 200 个、5G 商业化项目超过 4000 个，布局 9 大行业平台。

图表 30.2021H1 中国移动 5G 基站数量领先国内外同业



资料来源：招股说明书，中银证券

2.2.3 未来可期，中国移动深化“5G+”计划

深入推进“5G+”计划，5G 发展驶入快车道。2019 年获得 5G 牌照后，中国移动正式发布“5G+”计划，实现 5G+4G 协同发展、5G+AICDE 融合创新、5G+Ecology 生态共建、5G+X 应用拓展。“5G+AICDE”融合创新，即探索 5G 与 AI 人工智能、物联网、云计算、大数据和边缘计算等多元新兴技术的融合。在人工智能领域，公司已正式发布运营商首个自研 AI 平台“九天”；在物联网领域，成立芯昇科技专攻物联网芯片领域，公司 OneLink 连接规模达 7.24 亿，OneNET 连接规模达 2.06 亿；在云计算领域，自研云计算产品在现网大规模应用超 30 万节点；在大数据领域，公司大数据平台日均接入超 1100TB 数据；在边缘计算领域，公司构建分级边缘计算体系，推出边缘云产品。

在 5G 垂直行业方面，公司聚焦 18 个细分行业，沉淀超过 100 个 5G 应用场景，累计打造 200 个集团级龙头示范项目，拓展 5G 垂直行业项目超 4,000 个，推进 5G 应用场景从外围辅助环节向生产核心环节延伸，并落地全国首个 5G+智慧电网、首个无人驾驶矿用卡车、首个 5G 远程手术和首个 5G 全场智慧港口。公司率先推出 5G 专网“优享、专享、尊享”产品体系，创新“按单点菜”的 5G 专网 BAF6 多量纲商业模式，实现“网随业动、按需建网”。

图表 31.“5G+云”双引擎服务场景

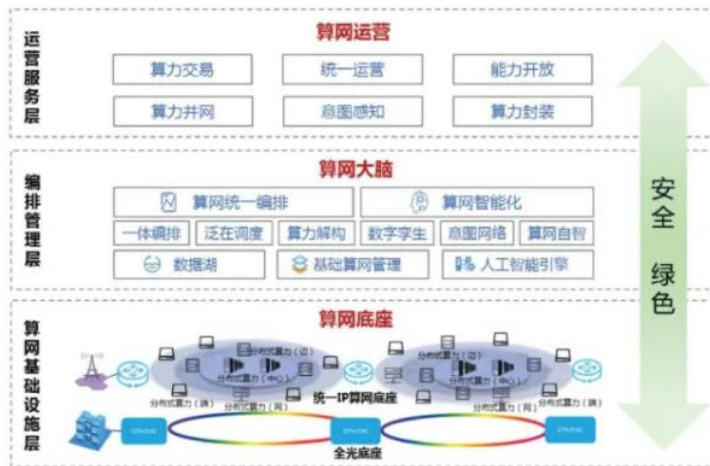
| 服务场景 | 主要特点 |
|--------|-----------------|
| 智慧矿山 | 无人化采掘，无人矿卡作业 |
| 智慧冶金 | AR 远程辅助，无人天车 |
| 智慧电力 | 电网应急通信，智能化巡检 |
| 智慧农业 | 精准养殖，智联农机 |
| 智慧园区 | 一体化物业管理，全方位园区安防 |
| 智慧文旅 | 遗址重现，全景游览 |
| 智慧港航 | 5G 港机远控，智能理货 |
| 自动驾驶 | 网联远程驾驶，公交调度 |
| 民航与无人机 | 无人机高层消防，农业植保 |
| 智慧城市 | 应急响应，政务大厅 |
| 智慧银行 | 数字人客服，金融云问 |
| 智慧医院 | 远程会诊，医疗影像云 |
| 智慧校园 | 远程同步课堂，云考场 |
| 智慧工厂 | AR 远程协作，机器视觉质检 |
| 智慧媒体 | 全息访谈，AR/VR 制播 |
| 行业视频 | 超高清视频会议，超高清视频对讲 |
| 云游戏 | 广域云游戏，局域电竞场 |
| 智慧商贸 | 精准客流分析，顾客精准触达 |

资料来源：招股说明书，中银证券

2.2.4 网为根基，构建算力网络

算力网络是以算为中心、网为根基。网、云、数、智、安、边、端、链等深度融合、提供一体化服务的新型信息基础设施。算力网络的目标是实现“算力泛在、算网共生、智能编排、一体服务”，逐步推动算力成为与水电一样，可“一点接入、即取即用”的社会级服务，达成“网络无所不达、算力无所不在、智能无所不及”的愿景。

图表 32. 算力网络体系架构



资料来源：《算力网络白皮书》，中银证券

算力网络赋能生活和千行百业。赋能生活，提供用户极致生活新体验，在个人生活场景中，算力网络通过应用与算力融合催生全新泛在服务形态；在家庭场景中，智能终端的算力也可以充分共享和复用；算力网络通过深度融合人工智能、物联网、5G、边缘计算、数字孪生等技术要素，将全面助力行业数字化转型。

图表 33. 赋能生活场景



资料来源：《算力网络白皮书》，中银证券

新型算力基础设施，数据中心累计装机能力超百万架。公司行业领先、覆盖广泛、云网一体的网络基础设施保障了用户高速、安全、稳定的网络体验。

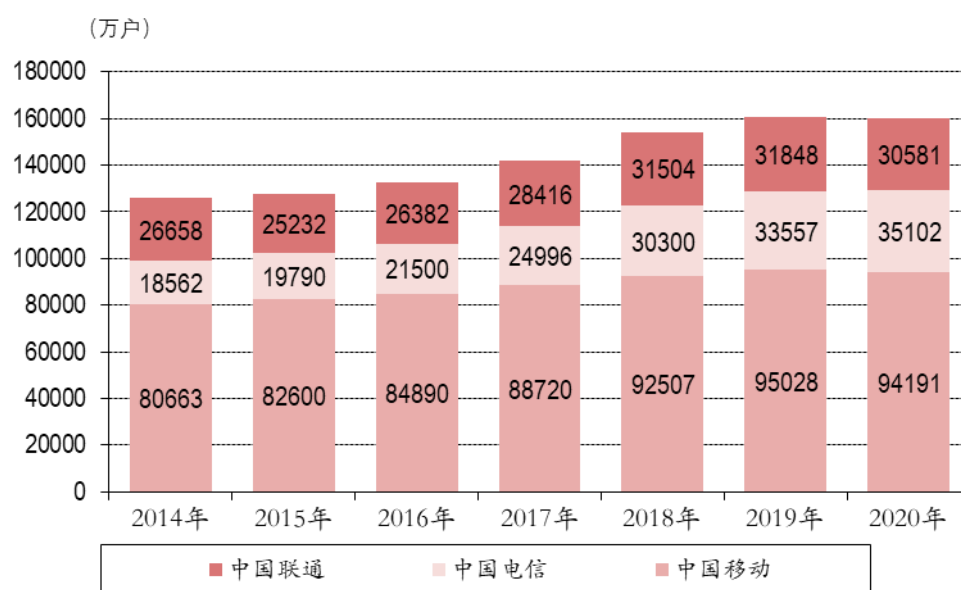
3 传统强势业务稳中有进，龙头效用明显

3.1 个人通信及信息化服务：稳中有进

3.1.1 移动业务规模遥遥领先，抢占 5G 商用高地

运营商市场份额稳定，中国移动移网用户遥遥领先。移动用户是各大运营商的基本盘，经过数十年的发展，中国移动、中国电信、中国联通国内市场份额占比为 60%、20%、20%。截至 2022 年 1 月，中国移动的移动客户数为 9.61 亿户，市场份额占比最大。随着移动用户渗透率接近天花板，全国移动客户总量基本维持稳定，市场份额变化不大。

图表 34. 中国移动移动用户数独占鳌头



资料来源：运营商年报，中银证券

运营商 5G 套餐用户显著增长。随着 5G 商用的推进，2020 年各大运营商 5G 套餐用户数量大幅增长，2020 年末，全国 5G 用户达 3.2 亿户。其中中国移动用户数量最多，截至 2021 年 6 月末，移动 5G 套餐用户达 2.51 亿，占其全部移动用户的 26.5%，市场份额达 50.63%。截止至 2022 年 1 月，移动 5G 用户数达到 4.01 亿，增长迅速。

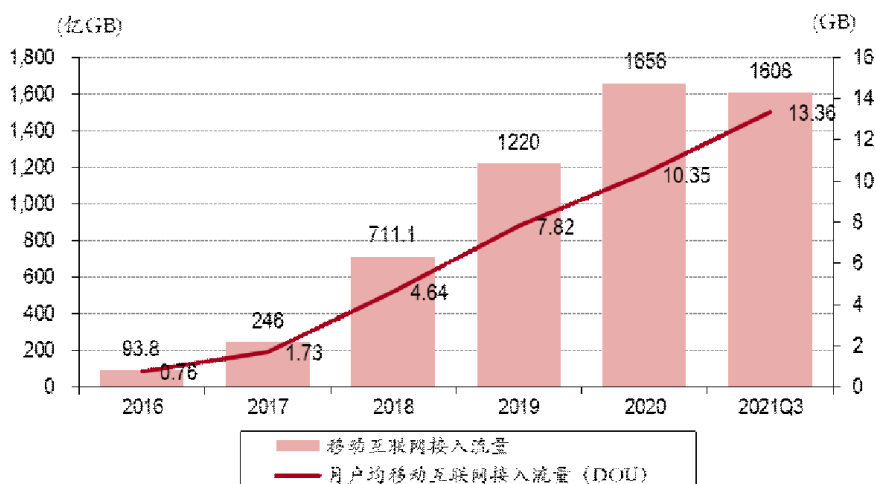
图表 35. 2020 年三大运营商 5G 用户增势迅猛

| | 中国移动 | 中国电信 | 中国联通 |
|------------------|-------|------|----------|
| 全年移动用户新增 (万) | (836) | 1545 | (1266.4) |
| 全年 5G 套餐用户新增 (万) | 16200 | 8189 | / |

资料来源：公司官网，中银证券

高速网络用户群体扩大带来移动流量爆发。随着提速降费政策的实施，月 DOU 爆发式增长，受 2020 年疫情影响，移动互联网应用需求激增，随着线上办公、网络直播、网络游戏等大流量应用场景的普及，移动网络流量高速增长，实现了 10.35% 的增长。9 月当月户均移动互联网接入流量 (DOU) 达到 13.36GB/户/月，同比增长 23%，比上年底高 1.44GB/户/月。

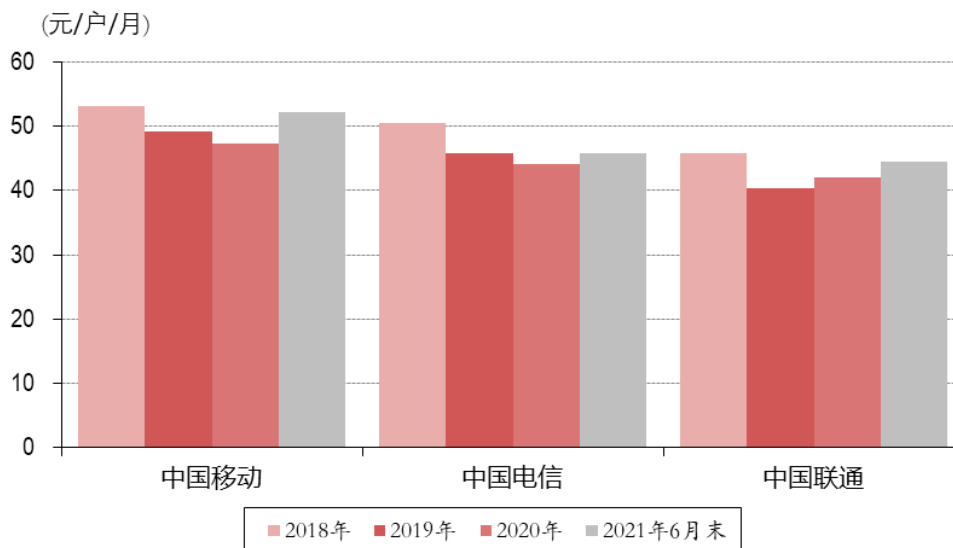
图表 36. 移动互联网接入流量及月 DOU 爆发式增长



资料来源：工信部，中银证券

个人业务 ARPU 企稳回升。2019 年下半年，移动业务“提速降费”基本结束，三大运营商停止无序竞争，恢复理性定价，移动 ARPU 呈现一定程度上的回升。以中国移动为例，截至 2021 年 6 月末，移动 ARPU 值回升至 52.21 元/户/月，较上年年底增幅超 10%。5G 的发展和普及也将成为运营商收入增加的重要驱动力，5G 套餐定价普遍高于 3G/4G 套餐，用户套餐的升级也将带动 ARPU 值的回升。截至 2020 年年底，中国移动 5G 套餐客户达 1.65 亿户，占移动客户比 17.5%，月均净增客户超 1,350 万户，5G 套餐客户 ARPU、DOU（平均每户每月上网流量）较迁移前分别提升 6.0%和 23.7%。

图表 37. 三大运营商 ARPU 值开始回升



资料来源：三大运营商年报，中银证券

3.1.2 中国移动拥有全球最大个人通信市场

中国移动个人业务场景应用广泛。中国移动具有庞大的用户基础和广泛的网络设施，其通信服务是其主营业务中的主要盈利点，其中包括语音业务、短彩信业务、无线上网业务。2021 年 6 月末，通信服务三项业务合计收入占主营业务收入的 67.63%，其中无线上网业务收入占比超 50%。此外，中国移动还提供丰富的信息服务，包括和彩云、超级 SIM、和留言等产品。

图表 38. 中国移动个人业务应用场景



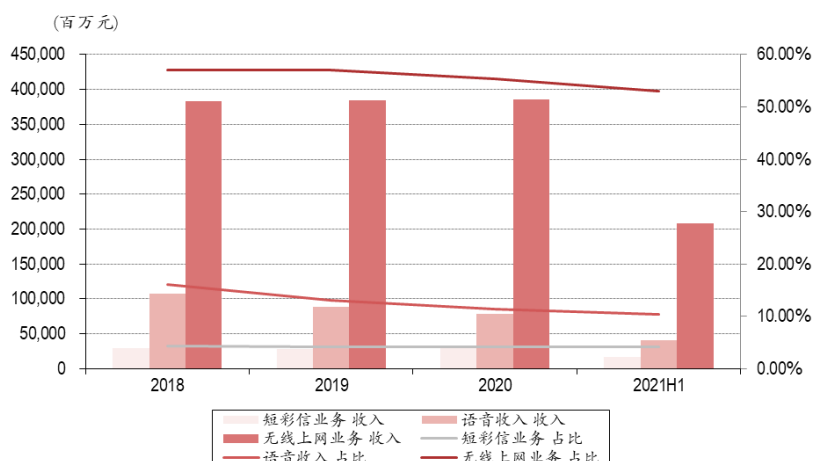
资料来源：招股说明书，中银证券

图表 39. 个人市场主要产品服务

| 业务领域 | 产品服务类型 | 主要产品服务特色 |
|------|--------|---|
| 通信服务 | 移动语音 | 支持用户在移动网络覆盖范围内拨打和接听移动电话，支持主叫显示、呼叫转移等增值服务，同时叠加“全国亲情网”服务可实现多个成员间国内语音互打免费 |
| | 短彩信 | 支持用户编辑和实时传送多种形式信息 |
| | 无线上网服务 | 作为移动互联网的基础，为客户提供随时随地的互联网接入服务 |
| 信息服务 | 和彩云 | 一款主要面向个人及家庭场景的统一云产品，可满足用户各类数字资产如图片、视频、文档、通讯录、笔记、微信文件的云存储、多端同步、智能管理、家庭共享等需求，具有安全智能不限速的特点 |
| | 超级 SIM | 基于 SIM 卡内置的安全加密芯片和 NFC 能力推出的一系列 SIM 卡应用，使 SIM 成为用户随身携带的硬件安全设备，满足用户随时随地进行线上安全转账、审批授权、电子签名等需求，实现“一卡走天下” |
| | 移动认证 | 手机号即账号，一点即登录 |
| | 和留言 | 一款传统呼叫转移的升级化产品，可为客户提供语音留言、来电提醒和非实时信息交互服务，还可借助 5G+AI 技术为客户提供对话式智能应答交互 |
| | 和多号 | 一卡多号，可满足用户在网购、交友、买房、租房和快递等多场景的个人隐私和信息保护 |
| | 139 邮箱 | 一项电子邮件服务，以手机号@139.com 作为邮箱地址，手机号即邮箱地址，方便易记，也可设置别名账号保护隐私。用户可通过 WEB、H5、APP 等多种方式随时随地收发邮件，并能够及时查询话费账单、收取电子发票，满足生活和办公全方位信息化需求 |
| | 权益超市 | 为用户提供覆盖线上线下消费场景的优质生态服务，已有超 360 款数字商品，可满足用户日益增长的数字消费需求 |

资料来源：招股说明书，中银证券

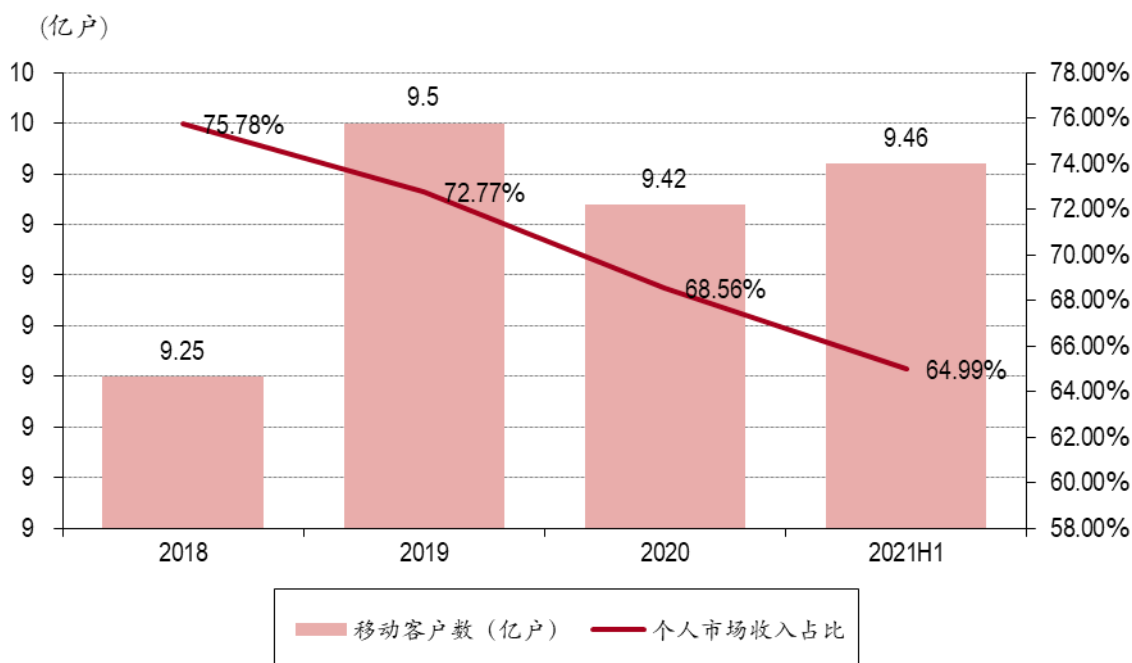
图表 40. 主营业务无线上网收入占比略微下降



资料来源：招股说明书，中银证券

个人业务市场规模全球第一，调整业务结构寻找新增长空间。截至 2021 年 6 月末，移动总连接客户规模达 21.5 亿个，移动用户数达 9.46 亿，规模位列全球第一。重点应用用户规模过亿，其中，“和彩云”为 1.16 亿用户提供安全、智能、便捷、不限速的云存储服务，“权益超市”已上线超 360 款数字商品，发展权益客户超 1 亿户。个人市场的庞大用户规模为公司快速拓展其他市场提供了客户群优势。随着业务结构调整，个人业务市场营收占比逐渐缩减，其他业务随之发展，随着 5G 的普及，有望进一步提升。

图表 41. 移动用户转增，个人市场收入占比缩减



资料来源：招股说明书，中银证券

3.2 家庭通信及信息化服务：智慧家庭新增长点

3.2.1 中国移动拥有全球最大个人通信市场

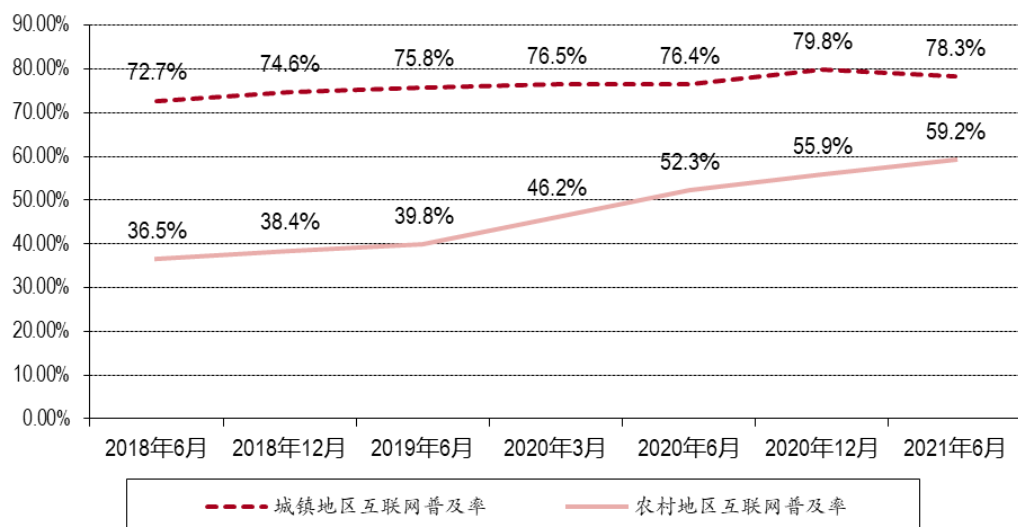
图表 42. 中国移动家庭业务应用场景



资料来源：招股说明书，中银证券

网络普及率进一步增加，城乡差距缩小。我国城镇互联网普及率基本稳定，随着我国数字乡村建设工作不断推进，农村互联网普及率进一步提升，为运营商网络服务带来增长动力。截至 2021 年 6 月，我国城镇地区互联网普及率为 78.3%，农村地区互联网普及率为 59.2%，较 2020 年 12 月提升 3.3 个百分点。全国行政村通光纤和 4G 比例均超过 98%，电信普遍服务试点地区平均下载速率超过 70M，农村和城市实现“同网同速”。

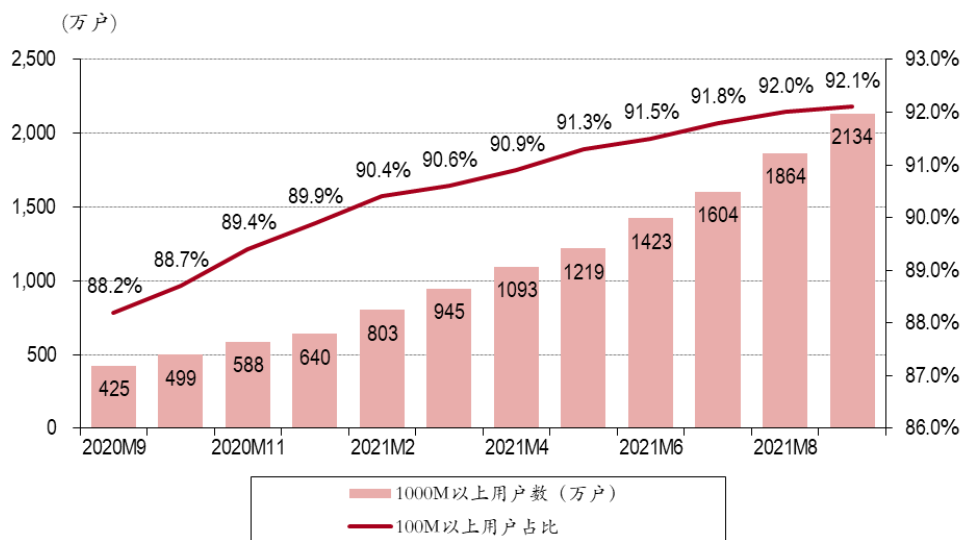
图表 43. 城乡网络普及率差距缩小



资料来源：中国互联网络信息中心，中银证券

固定宽带接入用户稳步增长，千兆市场逐渐打开。截至2021年9月末，三家运营商的固定互联网宽带接入用户总数达5.26亿户，比上年末净增4274万户。其中，100Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达4.85亿户，占总用户数的92.1%，1000Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达2134万户，2021年每月增长率在15%左右，千兆市场正在加速到来。

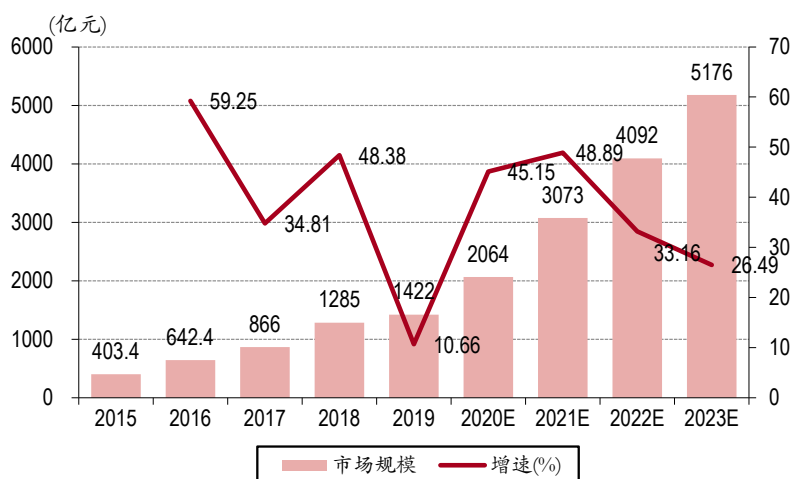
图表 44. 中国移动百兆及千兆宽带用户数量显著增长



资料来源：工信部，中银证券

智慧家庭应用场景广泛，有望带来家庭业务新增长。随着千兆网络时代的到来，家庭场景应用将会越来越丰富，智慧家庭市场主体也将逐渐下沉到二三线城市，将创造万亿级市场空间。据OVUM机构预计，未来5年中国智能家庭户数预计达5亿户，2025年智慧家庭市场规模将达到537亿美元，2020-2025年CAGR将达24%。

图表 45. 中国智慧家庭市场规模及增速快速提升



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

家庭市场潜力巨大，运营商抢先布局。随着经济社会数字化转型和家庭消费变革，智慧家庭备受青睐，尤其是以智能门锁、智能摄像头和智能传感器为代表的智能安防类产品受到格外关注，此外智能照明、智能家居、智能音箱、智能音箱等产品也开拓了广泛的市场。三大运营商在智能网络方面也推出了多种产品，实现了从网络硬件到应用生态的延伸。

图表 46. 三大运营商在智慧家庭领域的业务布局

| 公司名称 | 业务布局 | 2020 年智慧家庭收入 (亿) | 增速(%) |
|------|--|------------------|-------|
| 中国移动 | 以智能家庭网关、魔百和、多形态终端作为智慧家庭的三大入口，基于家庭能力开放平台，打造硬件和内容双主态。 | 156 | 25.7 |
| 中国电信 | 通过全屋 Wi-Fi、引入 FTTR，以及可视可管可维的智能运维体系，推动千兆网络演进。通过云边网端一体化能力平台，构建普通上网通道、IPTV 专网通道、云网超宽带能力通道、IPTV 赛事点播、VR/AR，云游戏等多维度的能力体系。 | 111.02 | 37.5 |
| 中国联通 | 持续推进“1+4+X”智想沃家战略。1 代表高建进接，包括千兆 5G，千兆宽带和千兆 Wi-Fi；4 代表 4 大核心能力，包括云能力、业务能力、入口能力和平台能力；X 代表产业生态。包括内容生态、应用生态、终端生态、渠道生态、运营生态，推动宽带业务从“一根线”到“一个家”延伸。 | 54 | 39.0 |

资料来源：公司官网，中银证券

3.2.2 中国移动布局智能家庭，迎来家庭业务新增长

中国移动提供固定通信服务和多种数智化产品。中国移动面向家庭市场主要提供家庭通信服务和智慧家庭服务，包括魔百和、家庭安防、智能组网、智能语音遥控等业务。截至 2021 年 6 月末，公司家庭宽带客户达 2.05 亿户，公司还将持续聚焦家庭教育、家庭健康、家庭办公、家庭安防、居家养老、智慧社区重点应用场景，以高质量的信息服务为千家万户带来更温馨、舒适的智慧家庭生活。

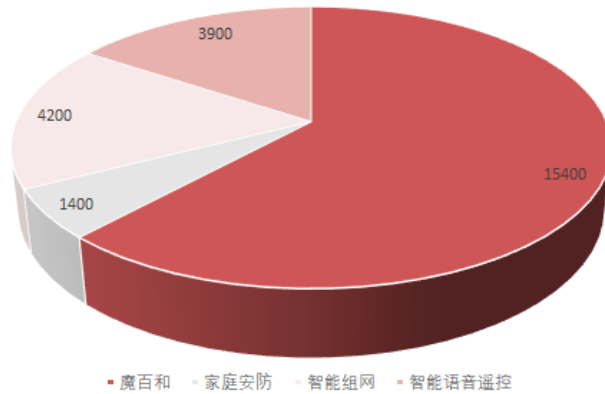
图表 47. 家庭市场主要产品服务

| 业务领域 | 产品服务类型 | 主要产品服务特色 |
|------|----------------|--|
| 通信服务 | 光纤网络固定互联网接入服务 | 满足用户远程办公、远程教育、IPTV、视频点播和网络游戏等高速上网需求 |
| | 智能固话 高清视频通话 | 固话智能化 视频超高清，通话低时延、不卡顿 |
| 信息服务 | 魔百和 | 为家庭用户提供丰富视频服务和其他增值服务于一体的交互式内容服务，并提供多屏互动的便捷体验，为家庭客户带来多样化、个性化、高清化的视觉效果和视听享受 |
| | 家庭安防 | 通过智能摄像头、智能门锁、智能猫眼等家庭安防硬件，配合视频云存储、异常告警通知等增值服务，面向城市使用和乡村使用场景，满足家庭用户安防需求 |
| | 智能组网 | 为家庭用户提供基于以太网组网设备、电力组网设备、PoE 面板及室内 WiFi 评测、综合布线等技术的智能组网服务，为用户提供可靠的家庭有限及无线网络，实现优质的 WiFi 网络覆盖，保证用户工作、娱乐等上网体验，同时为数字家庭业务、智能设备联网和设备联动等方面提供稳定可靠的家庭网络基础。 |
| | 智能语音遥控 | 为“魔百和”用户提供全程智能语音交互产品。用户能够通过语音控制机顶盒，实现智能化控制功能，为家庭用户提供优质视觉语音交互体验 |

资料来源：招股说明书，中银证券

“魔百和”是千兆场景下的主要产品。“魔百和”基于家庭宽带网络，通过“魔百和”定制终端，以电视机为显示设备，向用户提供可点播的电视内容及应用，同时提供多屏互动体验，着力打造“和视界”为多屏首发高清院线。截至 2021 年 6 月末，魔百和已经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，用户达到了 1.54 亿户，较 2018 年末增长 58.76%，占家庭业务用户 43%，渗透率达 74.79%。

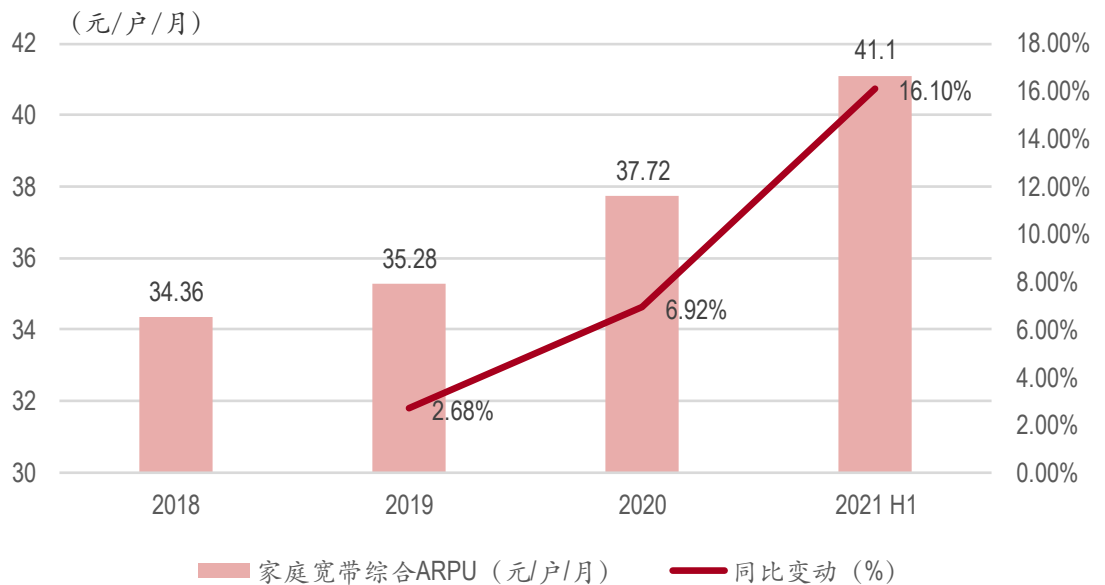
图表 48.2021 H1 家庭市场信息服务领域客户规模



资料来源：招股说明书，中银证券

专注“全千兆+云生活”，家庭宽带综合 ARPU 持续增长。相较于个人市场，家庭市场的客户粘性更高，随着智能应用场景的不断丰富，移动的经营策略开始向数智化转型，家庭市场收入占比也逐渐提升，2021 年 6 月末增加至 12.73%。5G 高质量发展和家庭增值服务带来了家庭市场 ARPU 值的持续提升，2021 年 6 月末家庭宽带综合 ARPU 达到了 41.1 元/户/月，同比增长率达到了 16.1%，远高于移网 ARPU 值。

图表 49.2018-2021 H1 中国移动家庭市场家庭宽带综合 ARPU 持续正增长



资料来源：招股说明书，中银证券

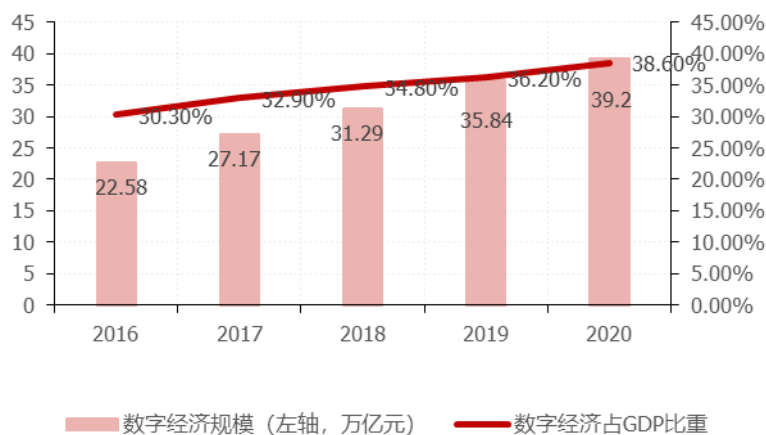
4 政企业务和新兴市场双轮驱动，数智化转型畅行

4.1 政企业务坚持“网+云+DICT”融合发展

4.1.1 数智化转型，运营商发展新趋势

中国数字经济规模持续上升，产业数字化程度加强。数字经济是未来国家经济发展的重要方向，近年来，我国数字经济增加值规模不断提高，数字经济占 GDP 的比重持续稳步上升，2020 年，我国数字经济规模达到 39.2 万亿元，占 GDP 比重为 38.6%。数字经济在整体国民经济发展过程中扮演着越来越重要角色。

图表 50. 数字经济增加值规模及 GDP 占比稳步提升



资料来源：信通院，中银证券

国家重视产业数字化发展。国家提出“牢牢把握信息技术变革趋势，实施网络强国战略，加快建设数字中国”等重要战略方向，陆续出台了一系列促进产业数字化和电信行业发展的行业政策，从战略层面加快国家产业数字化转型，推动产业升级。

图表 51. 产业数字化相关政策

| 发布部门 | 发布时间 | 文件名称 | 相关内容 |
|---------------|---------|-----------------------------|--|
| 国家发改委 | 2020.04 | 4 月例行新闻发布会 | 首次明确了“新基建”范围，包括信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施三个方面，具体涵盖 5G 网络建设、工业互联网、人工智能、大数据、智能交通基础设施、智慧能源基础设施等。 |
| 国家发展改革委、中央网信办 | 2020.04 | 《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》 | 鼓励在具备条件的行业领域和企业范围内，探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新，为企业数字化转型提供技术支持。 |
| 工业和信息化部 | 2020.03 | 《中小企业数字化赋能专项行动方案》 | 鼓励以云计算、人工智能、大数据、边缘计算、5G 等新一代信息技术与应用为支撑，引导数字化服务商针对中小企业数字化转型需求，建设云服务平台、开放数字化资源、开发数字化解决方案，为中小企业实现数字化网络化智能化转型夯实基础。 |

资料来源：政府网站，中银证券

运营商是数字经济的使能者。电信运营商所具备的构建信息社会基础设施的能力是其他主体所望尘莫及的，强大的经济实力和资源整合能力，使得运营商在提供网、云和 DICT 方面具备优势。5G、云计算、人工智能等新兴技术和新型信息基础设施，以云为核心，并持续融合网络、承载算力、融通数据，赋能千行百业，加速经济社会数字化发展。运营商在产业数字化过程中发挥了越来越重要的作用，也决定了公司未来的发展。

三大运营商加大数字经济的资本开支。中国移动 2021 年资本开支结构上降低无线侧占比，提升传输网、业务支撑网等占比。中国电信 2021 年资本开支结构上降低无线侧和固网宽带网络投资占比。无线侧投资下降主要是 4G 投资缩减，5G 投资稳中有升，亮点在于对产业数字化的重视，相关资本开支主要投向云和 IDC。中国联通 2021 年资本开支结构上与 2020 年基本一致，5G 资本开支有所增长。

图表 52. 三大运营商近年均加大数字经济的资本开支

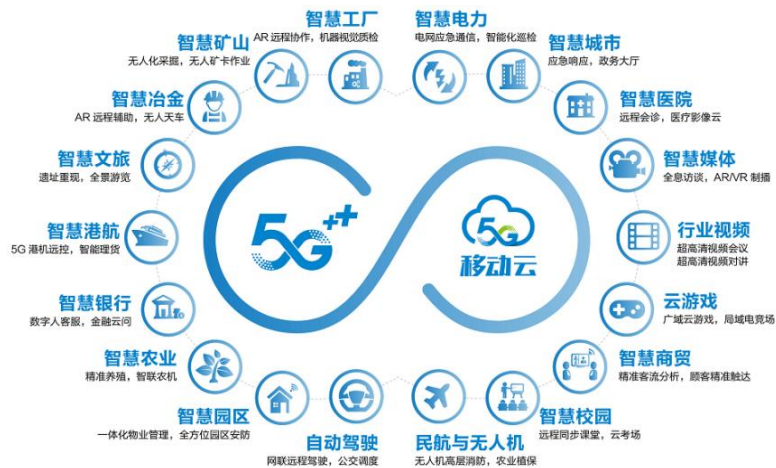
| | | 2020 | 2021E |
|---------|-------------|----------------|---------------|
| 中国移动 | 移动通信网 | 1015 亿 (56.2%) | 931 亿 (50.7%) |
| | 其中: 5Gcapex | 781 亿 | 736 亿 |
| | 传输网 | 424 亿 (23.5%) | 483 亿 (26.3%) |
| | 业务支撑网 | 267 (14.8%) | 279 亿 (15.2%) |
| | 土建及动力 | 87 亿 (4.8%) | 83 亿 (4.5%) |
| | 其他 | 13 亿 (0.7%) | 61 亿 (3.3%) |
| 小计 (亿元) | 1806 | 1836 | |
| 中国电信 | 5G 网络 | 392 亿 (46.2%) | 397 亿 (45.6%) |
| | 4G 网络 | 90 亿 (10.6%) | 15 亿 (1.7%) |
| | 宽带与网络 | 114 亿 (13.4%) | 110 亿 (12.6%) |
| | 信息及应用 | 132 亿 (15.6%) | 220 亿 (25.3%) |
| | IT 支撑 | 45 亿 (5.3%) | 48 亿 (5.5%) |
| | 基建及其它 | 75 亿 (8.9%) | 81 亿 (9.3%) |
| 小计 (亿元) | 848 | 870 | |
| 中国联通 | 移动网络 | 379 亿 (56%) | 399 亿 (57%) |
| | 其中: 5GCAPEX | 340 亿 | 350 亿 |
| | 基础设施、传输网及其它 | 196 亿 (29%) | 203 亿 (29%) |
| | 宽带及数据 | 101 亿 (15%) | 98 亿 (14%) |
| 小计 (亿元) | 676 | 700 | |
| 合计 (亿元) | 3330 | 3406 | |

资料来源: 三大运营商公司年报, 中银证券

4.1.2 中国移动政企市场快速发展, 智慧中台赋能千行万业

中国移动包括政企市场主要包括 DICT、集团专线、物联网及集团短彩信等业务。政企业务的规模数持续增长。截至 2021 年 6 月末, 公司政企客户数达到 1,553 万家, 同比增长 37.56%。公司政企市场收入 2018 年度、2019 年度、2020 年度和 2021 年 1-6 月分别为 813.40 亿元、897.79 亿元、1129.20 亿元和 730.74 亿元, 2019 年度、2020 年度和 2021 年 1-6 月同比增幅分别为 10.37%、25.78%和 32.37%, 增速持续加快。

图表 53.“5G+云”双引擎服务场景



资料来源：信通院，中银证券

图表 54.政企市场主要产品服务

| 业务领域 | 产品服务类型 | 主要产品服务特色 |
|------|-------------------------|---|
| 通信服务 | 集团专线 | 依托网络资源，为政企客户提供的高质量有线网络传输服务，满足客户数据传输、互联网访问等需求 |
| | 集团短彩信 | 为政企客户提供快速便捷地向个人用户发送信息地服务，满足客户企业通知、活动通知、民生服务等信息发布需求，并支持短信、彩信以及 5G 行业消息等类型 |
| | 集团语音 | 为政企客户提供办公固话、呼叫中心等服务，满足日常办公、业务咨询、售后服务等场景的需求 |
| | 物联卡 | 基于物联网专网提供的移动通信接入产品，为政企客户提供语音、短信、数据等服务，广泛应用于车联网、共享服务、智能抄表、金融支付、工业制造等行业场景，并为客户提供连接管理、API 能力开放等智能服务，满足客户物联卡自主管理要求 |
| | 5G 专网 | 公司于 2020 年 7 月率先发布 5G 专网产品，可提供优享、专享、尊享三类网络服务模式，实现“网随业动，按需建网”，满足客户“自运维、自服务、自开发”需求，为客户提供一站式、可视化运营体验。同时，5G 专网创新 BAF 多量纲商业模式，支持针对行业客户需求灵活定制 |
| 信息服务 | 移动云 | 面向政企客户需求提供的公有云产品体系，包括弹性计算、存储、云网一体等 IaaS 产品，数据库、中间库等 PaaS 产品，以及海量优质 SaaS 应用，并针对教育、金融、教育、医疗、互联网等不同行业的客户提供定制化解决方案。 |
| | IDC | 为满足政府、互联网、金融等行业客户的高速互联网连接和设备托管等信息化需求，提供的主机托管、网络接入、增值服务及配套的新型基础设施服务 |
| | 信息化应用产品 行业 DICT 解决方案 | 可面向通用行业推广、标准化程度高的产品，包括云视讯、和对讲、千里眼等行业 DICT 解决方案聚焦行业数字化转型痛点，整合终端、网络、平台以及场景化应用等能力，打造形态丰富、功能完备、具备市场竞争力的行业 DICT 解决方案，满足政企客户在智慧交通、智慧教育、智慧医疗、工厂、矿山、电力、港航、智慧城市、文旅、媒体等多个细分领域的多元化需求 |

资料来源：招股说明书，中银证券

中国移动互联网业务增速较快。中国移动的 IDC、云、ICT 等业务起步较晚，但是发展较快。中国移动一直是国内运营商龙头，具有较强的资源整合能力和庞大的客户数量，相对于其他厂商具备更强的发展能力。中国移动将通过网络升级，构建全球领先的 5G+AICDE 新一代智能基础设施；通过应用升级，发布 100 个 5G 应用场景，打造产业数字化应用“样板房”；通过模式升级，以 5G 推动产业模式变革，促进跨界融合创新。

图表 55. 运营商产业互联网业务快速增长

| (单位: 亿元) | 中国电信 | | | 中国移动 | | | 中国联通 | | |
|-----------------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|
| | 2019 | 2020 | 增速(%) | 2019 | 2020 | 增速(%) | 2019 | 2020 | 增速(%) |
| IDC | 254 | 280 | 10 | 105 | 162 | 54 | 162 | 196 | 21 |
| 云 | 71 | 112 | 58 | 20 | 92 | 360 | 24 | 38 | 58 |
| IOT | 19 | 22 | 16 | 88 | 107 | 22 | 30 | 42 | 40 |
| ICT | 210 | 214 | 2 | 67 | 95 | 42 | 113 | 151 | 34 |
| 合计 | 22 | 589 | 13 | 280 | 456 | 63 | 329 | 427 | 30 |
| 产业互联网收入占营收比例(%) | 13.9 | 15.0 | | 3.8 | 5.9 | | 11.3 | 14.1 | |

(产业互联网业务包括 IDC、ICT、云计算和其他应用及信息服务。中国电信的 ICT 收入=网络专线收入+金融科技收入；中国移动的 ICT 收入按原文披露；中国联通的 ICT 收入=IT 服务收入+大数据收入)

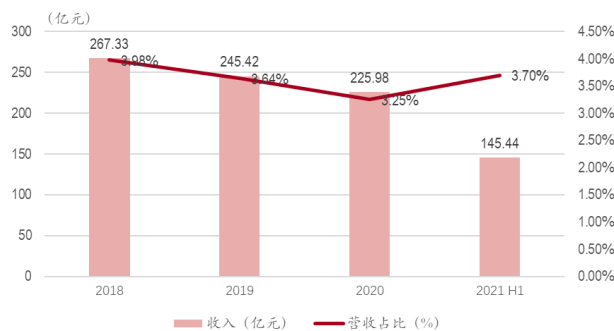
资料来源：公司公告，中银证券

打造智慧中台 AaaS（能力即服务）体系，赋能千行万业。智慧中台由业务中台、数据中台、技术中台组成，是企业优化资源配置的重要“抓手”，是企业数智化转型升级、实现价值经营的关键基础设施。在智慧中台建设中，中国移动发挥资源禀赋，将多年沉淀出来的涵盖大数据、AI、区块链等多个领域的部分优质能力组织上台，形成统一能力视图；构建了可视、可管、可控的统一门户，推动实现生产过程、服务过程、业务过程的数智化；开展中台能力应用推广，能力月度调用量近百亿次。

4.2 新兴市场提前布局，把握战略发展新方向

中国移动在新兴市场业务中重点布局国际业务、数字内容及移动支付三大领域，收入与占比呈现持续增长。从 2018 年到 2021 年 1-6 月，公司新兴市场收入分别为 267.33 亿元、245.42 亿元、225.98 亿元和 145.44 亿元，占所处报告年度公司主营业务收入的比重分别为 3.98%、3.64%、3.25%、3.70%。

图表 56.2018-2021H1 中国移动新兴市场收入增长由负转正

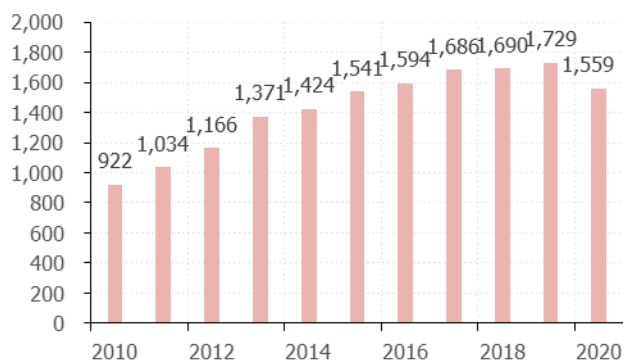


资料来源：招股说明书，中银证券

4.2.1 扩大境外数智化信息服务建设规模，加强全球范围资源服务覆盖

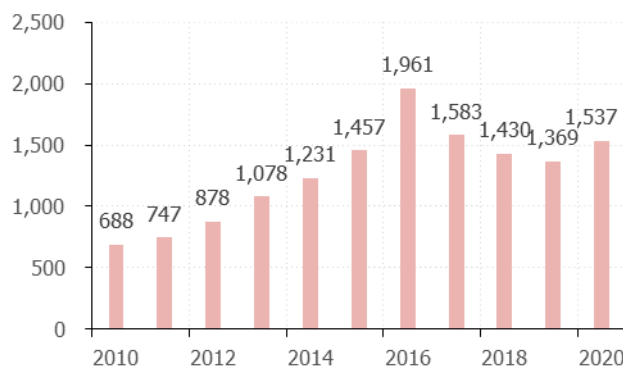
通信基础设施需满足境外市场需求。一方面，我国对外投资步伐稳健。虽然在贸易战、疫情等逆全球化浪潮冲击下，“一带一路”战略深入推进，我国的“走出去”战略依然取得较好的成果。对外承包工程和对外直接投资流量均较 2015 年有了较大幅度的提升并维持在基本稳定的水平。随着“走出去”的企业不断增加，国外通信需求也持续增加。另一方面，在数字经济的浪潮下，全球重点区域和综合性枢纽港对信息通信基础设施互联互通产生了大量需求。

图表 57. 对外承包工程流量 (单位: 亿美元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 58. 对外直接投资流量 (单位: 亿美元)



资料来源: 万得, 中银证券

中国移动为境外个人、企业、境外运营商等各类用户提供通信服务。截至 2021 年 6 月末, 公司国际/港澳台漫游服务覆盖 264 个方向, 5G 开通方向 43 个, 保持全球领先; 与 466 家运营商达成深度合作, 联合 27 个电信行业领先伙伴开展“牵手计划”, 覆盖全球超过 30 亿移动用户; 在中国香港运营本地子网, 率先实现 5G 商用。

图表 59. 国际业务主要产品服务

| 客户类型 | 产品服务类型 |
|---------|---|
| 个人客户 | 国际数据、语音、短彩信、虚拟运营商、流量全球卡等全球及海外本地移动互联网服务 机票酒店预订、翻译、汇率、旅游购物指南等一站式出行生活平台服务 |
| 企业客户 | 云网融合 国际数据连接 数据中心 ICT 解决方案 物联网解决方案 |
| 境外运营商客户 | 一站式语音、短信、数据、物联网 “牵手计划” |

资料来源: 招股说明书, 中银证券

4.2.2 创新打造数字内容新产品

数字内容主要产品包括视频彩铃、咪咕视频、云 VR/云 AR、云游戏、咪咕音乐、咪咕阅读等产品。咪咕视频全场景月活用户持续增长, 视频彩铃、云游戏、咪咕音乐、咪咕阅读用户规模不断扩大。移动支付和包支付用户数已达近 3 亿户。数字内容产品发展路径清晰, 以元宇宙路线布局。从成长性的角度来看, 或将在几年内成为公司核心优良资产。

图表 60. 数字内容主要产品服务及用户数量

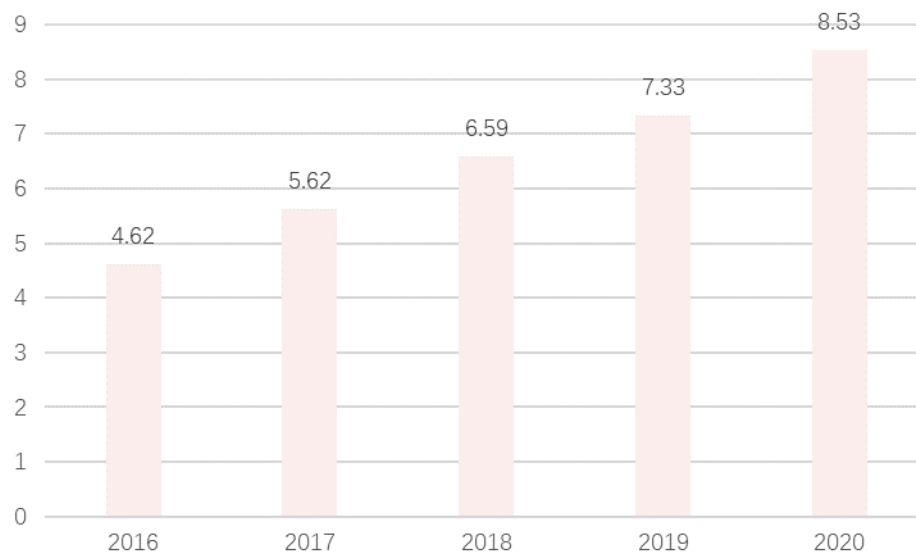
| 序号 | 产品服务类型 | 全场景月活跃用户数量 (户) |
|----|-----------|----------------|
| 1 | 视频彩铃 | 1.89 亿 |
| 2 | 咪咕视频 | 2.42 亿 |
| 3 | 云 VR/云 AR | - |
| 4 | 云游戏 | 4,800 万 |
| 5 | 咪咕音乐 | 2.07 亿 |
| 6 | 咪咕阅读 | 7,800 万 |
| 7 | 和包支付 | 2.93 亿 |

资料来源: 招股说明书, 中银证券

4.2.3 移动支付业务发展迅速

中国移动支付规模不断扩大。截至 2020 年 12 月，中国移动支付用户规模为 8.53 亿人，在网民中的渗透率不断攀升。随着技术与市场的成熟化发展，移动支付覆盖场景将更加广泛，用户规模有望持续上升。截至 2021 年 6 月，移动和包支付业务月活跃用户数同比增长 31.5%。

图表 61. 移动支付用户规模 (亿人)



资料来源：艾媒咨询，中银证券

中国移动凭借运营商地位抢占市场份额。公司力求借助“和包支付”第三方支付平台打造为用户提供“使用流畅、场景丰富、操作便捷”的支付体验。截至 2021 年 6 月末，和包支付平台注册用户数已达 2.93 亿户，支持银行总数 185 家。

5 盈利预测与投资建议

5.1 投资建议

中国移动根基雄厚，深耕行业二十余载，业务发展优势显著。中国移动是中国最大的移动通信服务供应商，拥有全球最多的移动用户及全球最大规模的移动通信网络。政企市场收入位列第一。DICT收入快速增长，在云资源、数据中心、物联网、国际通信网络等方面，不断完善加强设施建设，均处于行业领先水平。政策加码产业互联网下，产业互联网的兴盛将助推5G时代的万物互联，大数据大连接将辐射到各行各业，重大利好其基础的运营商网络。中国移动是全球盈利能力领先、市值排名位居前列的世界级电信运营商。公司具备规模效应，助力各项业务快速发展。

把握行业发展趋势，全面领跑5G发展，对国家通信业具突出贡献。2G时代领航移动通信快速变迁，3G时代开创我国自主通信技术先河，4G时代推动移动互联网蓬勃发展，5G时代引领千行百业迈向万物智联。自成立以来，中国移动持续推进信息技术突破与应用，在每一个时代都引领了信息通信产业的创新突破，助力我国信息通信业实现“2G跟随、3G突破、4G同步、5G引领”的跨越式发展。与华为、中兴等共同为5G的研发和标准化工作做出了重要的贡献，是推动5G标准化的重要力量，具备其他运营商不可比拟的地位。

营收水平持续保持行业领先，扣非归母净利润维持千亿水平，盈利能力稳中有升。2020年中国移动实现营业收入7,490亿元，同期中国电信和中国联通营业收入分别为3,757亿元和2,905亿元，领先优势较大。尽管受转型投入和刚性支出持续增加的影响，2020年公司扣非归母净利润依旧维持千亿水平，为1,066亿元。公司扣非归母净利润自2008年首次破千亿后，仅2015年低于千亿元，其余均保持在1000亿元的水平之上，维持了良好的发展态势。根据万得统计，公司的归母净利润率达到14.0%，远超前全球行业均值6.3%；EBITDA率达到37.1%，远超前全球行业均值32.9%；总资产收益率达到6.6%，远超前全球行业均值3.22%。盈利能力稳定强劲。

图表 62. 中国移动从 2010 年到 2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：万得，中银证券

公司现金充沛，收益质量明显提升，股东回报长期丰厚。公司一贯坚持稳健审慎的财务政策和严格的资金管理制度，努力保持健康的现金流水平。同时，公司持续加大资金集中管理力度，合理调度资金，提升资金使用效率。公司自由现金流充沛，在5G前期建设投入加码的影响下，仍维持较大体量，说明公司有足够多的资金应对几乎所有投资。公司现金流状况持续健康，经营业务现金流入的营业占比逐年递增，收益质量提升明显。稳健的资金管理和健康的现金流为公司持续健康发展奠定了坚实的基础。上市以来公司累计现金分红超1万亿港元，自2007年起，公司连续9年维持43%的派息率，后续在2016年开始逐年提升派息率，近两年均超过50%。公司在2019年利润下滑的情况下，为保证投资者的回报收益，将派息指引调整为了每股派息的金额保持稳定。公司注重股东收益，努力提升投资者到手利益。

稀缺红筹股，未来成长空间较大，紧跟数字经济发展，助推“5G+算力+能力”发展，打造数字经济新蓝海。公司是中国移动通信集团有限公司间接控股的红筹股公司，且当前在“回A”浪潮下，公司的股票属于稀缺红筹股，价值增长空间较大，未来成长可期。中国移动着眼于数字经济新蓝海，紧跟数字经济发展脚步，不断加大科技研发投入，积极推动科技创新，持续强化数智化关键能力锻造，形成了较强的科创实力，打造全球领先的信息服务科技创新公司。

受限中美贸易摩擦和疫情等不确定性因素，我国电信板块被严重低估，移动回A有望重塑整个电信板块估值水平。我国运营商总体估值相比于海内外运营商仍然偏低，而A股的估值水平相比于港股更高。中国联通因为混改和战略的拖累，过去几年业绩一直处于震荡期，拉低了板块估值，Verizon是美国最大的电信运营商，目前的PE为10倍，T-mobile是美国第三大电信运营商，目前的PE为43倍。中国移动、中国电信、中国联通在港股的PE分别为8倍、8倍、7倍，从全球上看我国运营商估值相对较低。中国移动回归A股后，有助于我国运营商总体估值水平提升。中国移动集团旗下另有多家上市公司，移动回A后将会与其产生估值共振，综合提升整个电信系的市值水平。

5.2 盈利预测

根据中国移动招股说明书说明，中国移动的营业收入可以拆分为五个板块：**个人移动市场，家庭市场，政企市场，新业务市场和其他收入。**将会按照这五个板块来进行分板块盈利预测。由于中国移动的移动客户数量和家庭用户数量值较为稳定，因此根据过去三年移动用户及家庭用户的增长率，**预计未来3年内移动用户和家庭用户的增长率分别为3%和14%。**同时根据过去三年移动用户ARPU及家庭用户ARPU，**预计未来三年移动用户ARPU及家庭用户ARPU的增长率分别为3%和5%。**

图表 63. 中国移动客户数量假设及 ARPU 未来三年测算

| 客户数量 (百万家) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 移动客户 | 925 | 950 | 942 | 970 | 999 | 1029 |
| 移动用户增长率 (%) | | 2.70 | (0.84) | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 家庭用户 | 147 | 172 | 192 | 219 | 250 | 284 |
| 家庭用户增长率 | | 17.01 | 11.63 | 14.00 | 14.00 | 14.00 |
| ARPU(元) | | | | | | |
| 移动用户 ARPU | 53.1 | 49.1 | 47.4 | 48.822 | 50.2867 | 51.7953 |
| 移动用户 ARPU 增长率 (%) | | (7.53) | (3.46) | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 家庭用户 ARPU | 34.4 | 35.3 | 37.7 | 39.585 | 41.5643 | 43.6425 |
| 家庭用户 ARPU 增长率 (%) | | 2.62 | 6.80 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |

资料来源：招股说明书，中银证券

根据假设条件，可以推算出中国移动未来3年的移动客户和家庭客户数量及移动用户和家庭客户的ARPU。根据过去三年个人移动市场收入和家庭市场收入的偏差值，**预计未来3年个人移动市场收入的偏差值为-12%，家庭市场收入偏差值为-5%。**

图表 64. 中国移动未来三年移动业务收入假设及测算

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 移动业务测算 | | | | | | |
| 移动客户 (百万) | 925 | 950 | 942 | 970.26 | 999.37 | 1029.35 |
| 移动用户 ARPU (元) | 53.1 | 49.1 | 47.4 | 48.8 | 50.3 | 51.8 |
| 收入估算 (亿元) | 5,894 | 5,597 | 5,358 | 5,684 | 6,031 | 6,398 |
| 个人移动市场收入 (亿元) | 5085 | 4907 | 4770 | 5,002 | 5,307 | 5,630 |
| 偏差率 (%) | (14) | (12) | (11) | (12) | (12) | (12) |
| 家庭业务测算 | | | | | | |
| 家庭用户 (百万) | 147 | 172 | 192 | 219 | 250 | 284 |
| 家庭宽带 ARPU (元) | 34.4 | 35.3 | 37.7 | 39.6 | 41.6 | 43.6 |
| 收入估算 (亿元) | 607 | 729 | 869 | 1,040 | 1,245 | 1,490 |
| 家庭市场收入 (亿元) | 544 | 693 | 832 | 988 | 1,182 | 1,415 |
| 偏差率 (%) | (10) | (5) | (4) | (5) | (5) | (5) |

资料来源: 招股说明书, 中银证券

根据政企市场, 新兴市场及其他市场的过去 3 年的同比增速, 给出未来 3 年政企市场, 新兴市场及其他市场同比增速。

图表 65. 政企市场, 新兴市场及其他收入细分未来三年同比增速假设及预测

| 同比增速 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 政企市场收入 | 10.4 | 25.8 | 26.3 | 17.8 | 11.6 |
| 其中: DICT | 48.3 | 66.7 | 50 | 35 | 20 |
| 其中: 物联网 | 17.5 | 7.4 | 8 | 5 | 5 |
| 其他收入 | (2.4) | 9.3 | 12 | 3 | 2 |
| 新兴市场收入 | (8.2) | (7.9) | 10 | 3 | 3 |
| 其中: 国际业务 | 31.4 | 16.4 | | | |
| 通信服务收入 | 0.5 | 3.2 | 10.2 | 9.9 | 9.0 |
| 其他收入 | 8.5 | 1.2 | 18.4 | 19.3 | 1 |
| 营业收入 | 1.2 | 3.0 | 13.0 | 8.9 | 8.1 |

资料来源: 招股说明书, 中银证券

根据以上假设, 预测中国移动的个人市场 2021-2023 年实现营业收入 5,002、5,307 和 5,630 亿元, 同比增长 4.86%、6.10%和 6.09%。家庭市场 2021-2023 年实现营业收入 988、1,182 和 1,515 亿元, 同比增长 18.75%、19.64%和 19.71%。政企市场 2021-2023 年实现营业收入 1,426、1,680 和 1,875 亿元, 同比增长 26.30%、17.81%和 11.61%。新兴市场收入 2021-2023 年实现营业收入 249、256 和 264 亿元, 同比增长 10.18%、2.8%和 3.12%。其他收入 2021-2023 年实现营业收入 857、1,022 和 1,034 亿元, 同比增长 39.92%、1%和 1%。预计公司 2021-2023 年整体实现营业收入 8,522、9,448 和 10,218 亿元, 同比增长 10.95%、8.88%和 8.14%。实现归母净利润 1,163 亿元、1,288 亿元和 1,467 亿元, 同比增长 7.78%、10.77%和 13.86%。

图表 66. 分业务营业收入预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 个人移动市场收入 (亿元) | 5,085 | 4,907 | 4,770 | 5,002 | 5,307 | 5,630 |
| 其中: 无线上网 | 3,684 | 3,746 | 3,756 | 4,067 | 4,439 | 4,825 |
| 其中: 语音及短信 | 1,087 | 889 | 781 | 726 | 675 | 628 |
| 其他收入 | 315 | 272 | 233 | 209 | 193 | 177 |
| 家庭市场收入 | 544 | 693 | 832 | 988 | 1,182 | 1,415 |
| 政企市场收入 | 813 | 898 | 1,129 | 1,426 | 1,680 | 1,875 |
| 其中: DICT | 176 | 261 | 435 | 653 | 881 | 1,057 |
| 其中: 物联网 | 75 | 88 | 95 | 103 | 108 | 113 |
| 其他收入 | 562 | 548 | 599 | 671 | 691 | 705 |
| 新兴市场收入 | 267 | 245 | 226 | 249 | 256 | 264 |
| 其中: 国际业务 | 72 | 95 | 111 | | | |
| 通信服务收入 | 6,709 | 6,744 | 6,957 | 7,665 | 8,425 | 9,184 |
| 其他收入 | 659 | 715 | 724 | 857 | 1,022 | 1,034 |
| 营业收入 | 7,368 | 7,459 | 7,681 | 8,522 | 9,448 | 10,218 |

资料来源: 招股说明书, 中银证券

5.3 相对估值

中国移动市值巨大且营收稳定, 我们认为中国移动属于成熟的公司有着稳定的净利润, 所以我们选取市盈率作为相对估值的模型。以下, 我们将对估值模型中所涉及的参数进行合理假设, 并最终计算公司发行后合理股权价值。

- 1) 相对估值对象选取: 我们选取具备类似发展运营的通信运营商标的中国电信, 中国联通作为可比公司进行估值比较。
- 2) 市盈率判定: 由于选中个股市值差异较大, 故采取市值加权平均来计算市盈率。

图表 67. 中国移动及可比电信公司估值情况

| 代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | 市盈率 PE | | | 市净率 PB(MQR) |
|-----------|------------|---------|----------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | | TTM | 21E | 22E | |
| 601728.SH | 中国电信 | 3.94 | 3,384.49 | 14.15 | 13.97 | 12.50 | 0.85 |
| 600050.SH | 中国联通 | 3.52 | 1,090.78 | 17.30 | 15.98 | 13.97 | 0.73 |
| | 平均值 | | | 15.73 | 14.98 | 13.24 | 0.79 |
| 600941.SH | 中国移动 | 61.21 | 8,927.11 | 11.55 | 11.32 | 10.44 | 1.14 |

资料来源: 万得, 中银证券

注: 数据时间截至 2022 年 3 月 16 日, 采用万得一一致预期

在三家可比的电信运营商中, 考虑到中国移动是在 2000 年从中国电信中拆分出来, 两者的市值净资产更为相近, 我们认为中国电信与中国移动存在更大的可比性。

相较于中国电信, 中国移动在 ROE、ROA、EBITDA Margin 和资产负债率水平等方面存在相对优势, 具备估值溢价。A 股上市融资后, 资本实力得到进一步提升, 业务空间多维度扩容。同时考虑流通股以及港股溢价情况, 我们给予公司 2022 年 14.1 倍 PE, EPS 为 6.03 元。

首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

6.1 市场竞争进一步加剧

科技变革速度不断加快，市场竞争进一步加剧。一方面，电信行业的市场参与者更加多元化，行业竞争也变得复杂多变；另一方面，数字化服务创新在不断改变与深化，各方都想积极探索数字化创新的未来，以占据未来市场价值的“高地”，探索数字化服务的“窗口期”在不断缩小。随着 5G 加速部署，客户资源的抢夺有可能进一步加强。

6.2 通信行业用户增长面临下降的风险

通信行业用户已经接近饱和，用户增长的市场空间逐步缩小。如若公司不能采取合理且有效的措施增加客户黏性，可能会导致客户增长速度下降甚至客户流失。

6.3 5G 商业模式尚不成熟

5G 尚处于建设阶段，商业模式尚不成熟。当前 5G 应用处于发展初期，相关产业链发展、技术研发等发展还不成熟，应用场景将进一步丰富，商业模式尚需进一步探索。

6.4 政策变化风险

市场政策存在变化的风险。“提速降费”政策使营收下降，2015 年 5 月，国务院办公厅发布了《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，提出加快高速宽带网络建设，大幅提高网络速率，有效降低网络资费，储蓄提升服务水平，以壮大信息消费、降低创业成本、推动社会信息化发展。如若应对不利，则可能陷入恶性价格竞争。“携号转网”政策可能导致客户流失。市场准入政策，民间资本的涌入可能抢占电信业市场。

6.5 境外监管风险

公司列入受限公司名单。美国发布的一系列禁令或者可能进一步发布的命令或禁令，在短期乃至中期对于公司都属于负面消息，限制了美国投资者投资公司股票的途径，对于市场来说属于利空消息。可能对公司股票交易价格与流动性造成不利影响。

损益表(人民币亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 销售收入 | 7,459 | 7,681 | 8,522 | 9,449 | 10,218 |
| 销售成本 | 726 | 731 | 1,023 | 1,034 | 1,044 |
| 经营费用 | 5,602 | 5,822 | 6,447 | 6,981 | 7,376 |
| 息税折旧前利润 | 2,959 | 2,851 | 3,165 | 3,547 | 3,975 |
| 折旧及摊销 | 1,828 | 1,724 | 1,957 | 2,113 | 2,177 |
| 经营利润(息税前利润) | 1,131 | 1,127 | 1,208 | 1,434 | 1,798 |
| 净利息收入/(费用) | 156 | 143 | 145 | 146 | 148 |
| 其他收益/(损失) | 134 | 153 | 181 | 120 | 101 |
| 税前利润 | 1,421 | 1,424 | 1,534 | 1,700 | 1,934 |
| 所得税 | 353 | 342 | 368 | 408 | 464 |
| 少数股东权益 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 净利润 | 1,066 | 1,078 | 1,162 | 1,288 | 1,467 |
| 核心净利润 | | | | | |
| 每股收益(人民币) | 4.99 | 5.04 | 5.44 | 6.03 | 6.86 |
| 核心每股收益(人民币) | | | | | |
| 每股股息(人民币) | 2.61 | 2.93 | 3.09 | 3.64 | 4.51 |
| 收入增长(%) | 1.23 | 2.97 | 12.99 | 8.88 | 8.14 |
| 息税前利润增长(%) | 7.64 | 0.16 | 6.64 | 15.69 | 21.49 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 6.04 | 3.14 | 10.40 | 11.36 | 11.39 |
| 每股收益增长(%) | 9.46 | 1.26 | 6.69 | 15.69 | 21.49 |
| 核心每股收益增长(%) | | | | | |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 1,763 | 2,156 | 2,160 | 2,316 | 2,663 |
| 应收帐款 | 668 | 850 | 918 | 967 | 1,018 |
| 库存 | 73 | 80 | 113 | 114 | 115 |
| 其他流动资产 | 2,794 | 2,711 | 2,740 | 2,766 | 2,791 |
| 流动资产总计 | 5,299 | 5,797 | 5,931 | 6,162 | 6,587 |
| 固定资产 | 7,428 | 7,772 | 8,046 | 8,283 | 8,427 |
| 无形资产 | 663 | 587 | 587 | 587 | 587 |
| 其他长期资产 | 2,903 | 3,122 | 3,235 | 3,356 | 3,486 |
| 长期资产总计 | 10,994 | 11,481 | 11,869 | 12,226 | 12,501 |
| 总资产 | 15,939 | 16,926 | 17,800 | 18,759 | 19,765 |
| 应付帐款 | 4,079 | 4,525 | 4,525 | 4,525 | 4,525 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 542 | 647 | 647 | 647 | 647 |
| 流动负债总计 | 4,621 | 5,173 | 5,173 | 5,173 | 5,173 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 599 | 578 | 578 | 578 | 578 |
| 股本 | 4,021 | 4,021 | 4,021 | 4,021 | 4,021 |
| 储备 | 7,016 | 7,468 | 7,986 | 8,572 | 9,268 |
| 股东权益 | 11,038 | 11,489 | 12,007 | 12,593 | 13,289 |
| 少数股东权益 | 35 | 39 | 42 | 45 | 47 |
| 总负债及权益 | 16,292 | 17,279 | 17,800 | 18,389 | 19,088 |
| 每股帐面价值(人民币) | 1.48 | 1.50 | 1.48 | 1.46 | 1.44 |
| 每股有形资产(人民币) | 76.33 | 81.52 | 84.07 | 86.85 | 90.36 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | | | | | |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 税前利润 | 1,421 | 1,424 | 1,534 | 1,700 | 1,934 |
| 折旧与摊销 | 1,828 | 1,724 | 1,517 | 1,590 | 1,664 |
| 净利息费用 | 156 | 143 | 145 | 146 | 148 |
| 运营资本变动 | 240 | 462 | 128 | 76 | 77 |
| 税金 | 373 | 361 | 364 | 421 | 512 |
| 其他经营现金流 | 4 | 896 | 84 | 91 | 100 |
| 经营活动产生的现金流 | 2,476 | 3,078 | 2,314 | 2,612 | 2,961 |
| 购买固定资产净值 | 2,020 | 1,893 | 1,791 | 1,827 | 1,809 |
| 投资减少/增加 | 1,377 | 12 | 114 | 116 | 117 |
| 其他投资现金流 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | 642 | 1,881 | 1,677 | 1,711 | 1,692 |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 107 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 535 | 599 | 633 | 746 | 923 |
| 其他融资现金流 | 221 | 275 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动产生的现金流 | 649 | 823 | 633 | 746 | 923 |
| 现金变动 | 1,185 | 374 | 5 | 155 | 347 |
| 期初现金 | 573 | 1,759 | 2,127 | 2,132 | 2,287 |
| 公司自由现金流 | 1833.85 | 1196.55 | 639.59 | 751.43 | 619.61 |
| 权益自由现金流 | 2055.60 | 1470.01 | 645.46 | 757.62 | 626.08 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 43.56 | 40.98 | 40.04 | 40.95 | 42.18 |
| 息税前利润率(%) | 21.01 | 21.65 | 21.92 | 24.15 | 27.19 |
| 税前利润率(%) | 19.05 | 18.53 | 17.49 | 18.59 | 20.88 |
| 净利率(%) | 14.3 | 14.0 | 13.4 | 13.6 | 14.4 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.15 | 1.12 | 1.12 | 1.20 | 1.25 |
| 利息覆盖率(倍) | -24.71 | -18.62 | -19.33 | -16.14 | -16.67 |
| 净权益负债率(%) | 48.7% | 51.5% | 51.2% | 50.2% | 48.6% |
| 速动比率(倍) | 1.13 | 1.11 | 1.12 | 1.15 | 1.19 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 12.0 | 11.9 | 11.3 | 10.1 | 8.9 |
| 核心业务市盈率(倍) | 6.78 | 7.64 | 7.70 | 7.20 | 6.63 |
| 市净率(倍) | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 价格/现金流(倍) | 9.5 | 13.8 | 8.6 | 12.4 | 10.2 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | - | - | 111.4 | 102.7 | 91.4 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 40.17 | 37.88 | 33.96 | 39.42 | 39.42 |
| 应收帐款周转天数 | 14.49 | 16.89 | 17.57 | 18.39 | 18.80 |
| 应付帐款周转天数 | 88.52 | 80.85 | 72.57 | 66.66 | 61.64 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 49.95 | 55.38 | 55.00 | 56.00 | 57.00 |
| 净资产收益率(%) | 9.63 | 9.36 | 9.55 | 10.54 | 12.14 |
| 资产收益率(%) | 6.55 | 6.24 | 6.47 | 7.24 | 8.48 |
| 已运用资本收益率(%) | 10.97 | 11.34 | 12.75 | 15.03 | 17.82 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371