

中国移动 (600941.SH)

加快数字化转型, ROE 逐步回升

买入

核心观点

2021 年收入利润稳步增长。公司 21 年实现营收 8483 亿元 (+10.4%)，归母净利润 1159 亿元 (+7.5%)。其中 21Q4 营收 1998 亿元 (+3.1%)，归母净利润 289.8 亿元 (+10.3%)。业绩符合预期。

收入端：(1) 移动业务实现回升, 5G 业务价值提升。公司 21 年移动用户达 9.57 亿户,净增 1497 万户,其中 5G 用户达 3.87 亿户,净增 2.2 亿户(+134%)，规模保持行业领先。5G ARPU 值 82.8 元拉动移动 ARPU 值达 48.8 元 (+3.0%)，移动用户数与 ARPU 值同比均实现回升。**(2) 家庭宽带规模价值双提升。**家庭宽带用户达到 2.18 亿户,净增 2588 万户,宽带综合业务 ARPU 值 39.8 元 (+5.6%)，家庭宽带大幅增长得益于千兆网络和智慧家庭拓展成效显著。

(3) 业务创新动能强劲, 移动云表现抢眼。公司数字化转型收入 1594 亿元 (+26.3%)。其中移动云收入 242 亿元 (+114%)，公有云排名业界前七，私有云排名第五。DICT 收入 623 亿元 (+43.2%)，为主营业务增长贡献 2.7pp。

成本端：从 5G 逐步转向云建设, 成本管控良好。公司 21 年营运支出 7303 亿元 (+11.4%)。其中折旧摊销费用 1930 亿元 (+12%)，已超过资本开支 1836 亿元。5G 终端销售带动销售产品成本增加 31%，研发投入同比增长 40%，员工薪酬同比增长 11%。资本开支方面，5G 资本开支约 1100 亿元，21 年开通 5G 基站 73 万个，后续将逐步收缩 5G 建设。算力网络资本开支 480 亿元，其中 IDC 机架约 45 万架，云服务器超 66 万台，后续算力网络将加大投入。

公司 ROE 逐步回升。公司盈利能力领先于同行，资产周转率进一步提升，过往 3 年来 ROE 和 ROIC 均首次实现回升，21 年 ROE 为 10.2% (+0.3pp)。公司资产负债率 34%，低于同行均值 43%。经营活动现金流和自由现金流分别达 3148 亿元和 1312 亿元。

有望持续提高分红。公司全年股息合计每股 4.06 港元 (+23.4%)，现金分红占股东应占利润 60%。公司过往 10 年的股利支付率和每股派息均高于同行。计划未来三年内现金分红逐步提升至股东应占利润 70%以上。

风险提示：移动用户数不及预期；创新业务发展不及预期；疫情影响加剧。

投资建议：我们认为公司网络资源好、客户规模大、经营稳健、盈利能力强，在“数字经济”背景下重视数字化转型创新业务发展，看好公司 CHBN 全向发力、融合发展，迎来价值回归。预计公司 22-24 年营业收入分别为 9293/9627/10086 亿元，归母净利润为 1259/1367/1493 亿元，对应 PE 为 11/10/9x，对应 PB 为 1.07/1.02/0.96x，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	768,070	848,258	929,247	962,655	1,008,583
(+/-%)	3.0%	10.4%	9.5%	3.6%	4.8%
净利润(百万元)	107837	115937	125924	136708	149341
(+/-%)	1.4%	7.5%	8.6%	8.6%	9.2%
每股收益(元)	5.26	5.66	6.15	6.67	7.29
EBIT Margin	15.6%	14.7%	14.9%	15.4%	16.3%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	9.9%	10.2%	10.5%	10.8%
市盈率 (PE)	12.3	11.4	10.5	9.7	8.9
EV/EBITDA	15.8	15.7	8.4	7.6	6.7
市净率 (PB)	1.19	1.13	1.07	1.02	0.96

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

公司研究·财报点评

通信·通信服务

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：付晓钦

0755-81982929

fuxq@guosen.com.cn

S0980520120003

联系人：袁文翀

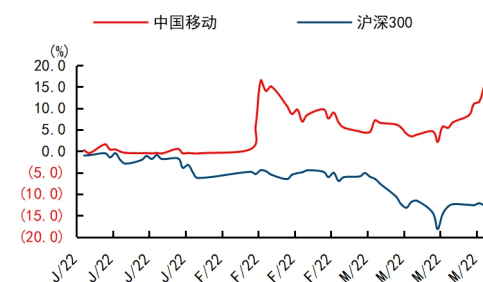
021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	不适用
收盘价	66.75 元
总市值/流通市值	1425980/1425980 百万元
52 周最高价/最低价	69.62/57.58 元
近 3 个月日均成交额	1582.02 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

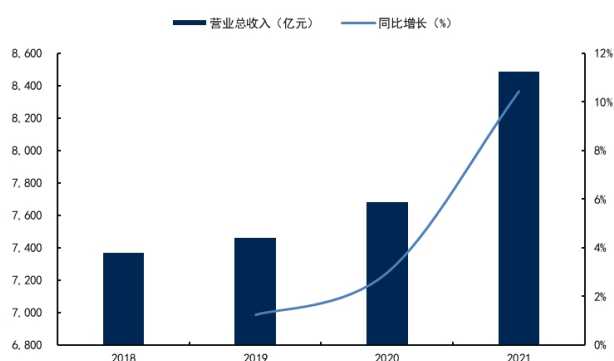
相关研究报告

2021 年业绩：收入利润稳步增长，ROE 逐步回升

2021 年公司收入利润稳步增长。2021 年，公司全年营业收入达到人民币 8483 亿元，同比增长 10.4%，其中通信服务收入达到人民币 7514 亿元，同比增长 8.0%。归母净利润 1159.37 亿元，同比增长 7.5%；基本每股收益 5.66 元。EBITDA 为 3110.1 亿元，同比增长 9.1%。资产收益率 ROE 为 10.2%，同比增长 0.3pp。公司 2021 年全年现金分红占股东应占利润比例为 60%。2021 年全年股息合计每股 4.06 港元，较 2020 年增长 23.4%。

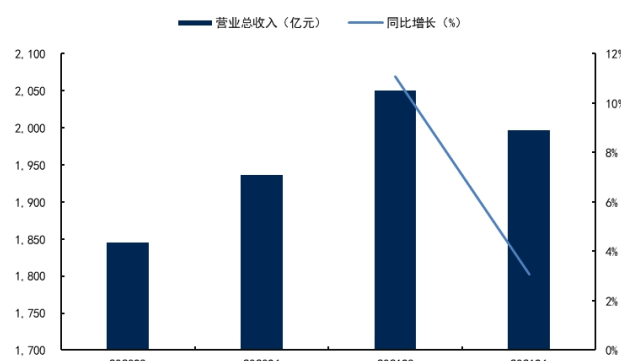
2021 年第四季度，公司单季度主营收入 1998 亿元，同比上升 3.1%；单季度归母净利润 289.8 亿元，同比上升 10.3%。业绩符合预期。

图1：中国移动营业收入及增速（单位：亿元、%）



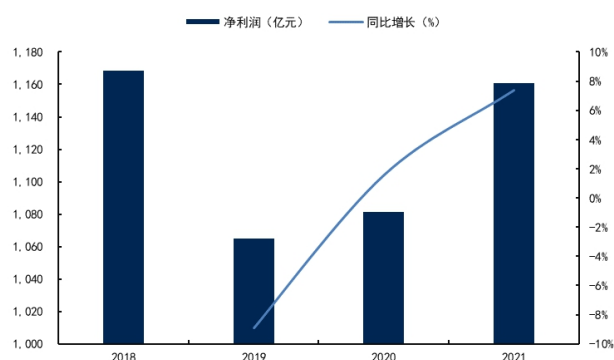
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国移动单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



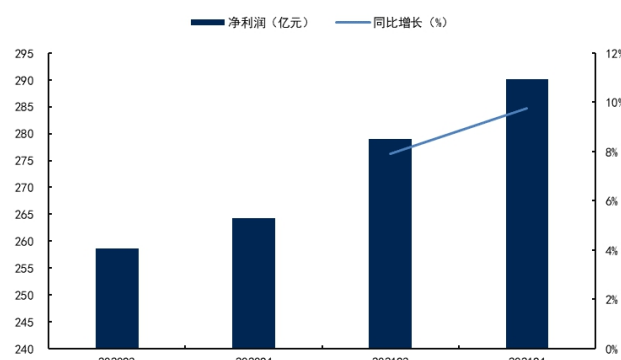
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国移动归母净利润及增速（单位：亿元、%）



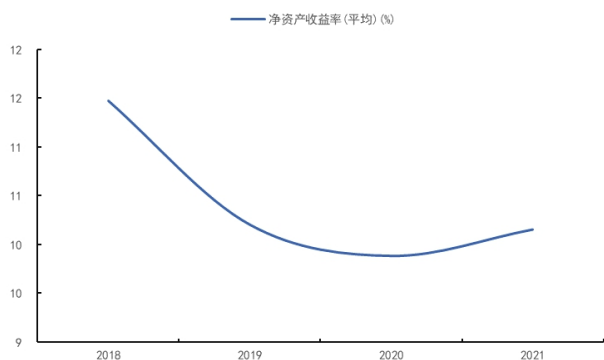
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国移动单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

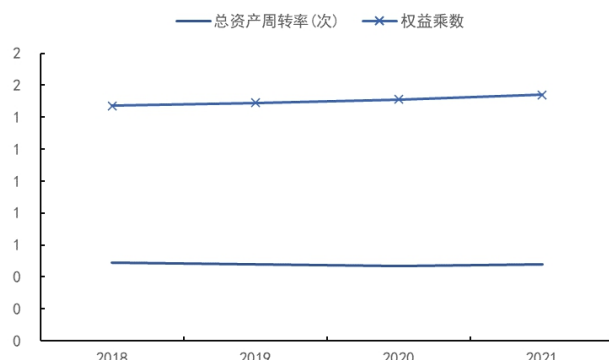


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年净资产收益率开始回升。公司 2021 年净资产收益率 ROE 为 10.2%，同比增长 0.3pp，过往三年以来首次回升。公司不再扩大 5G 网络建设投资，资产规模稳中有降，收入稳步增长，资产周转率逐步提升，公司 2021 年 ROE 实现回升。

图5: 中国移动净资产收益率 (单位: %)


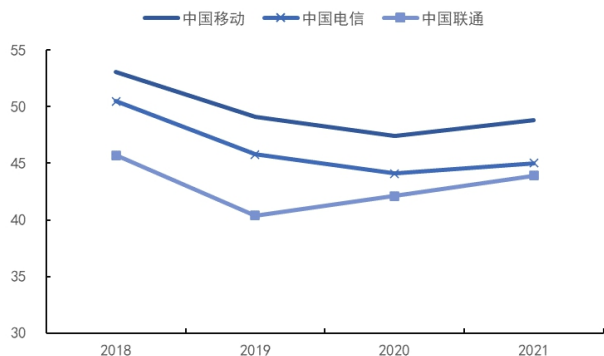
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国移动资产周转率和权益乘数


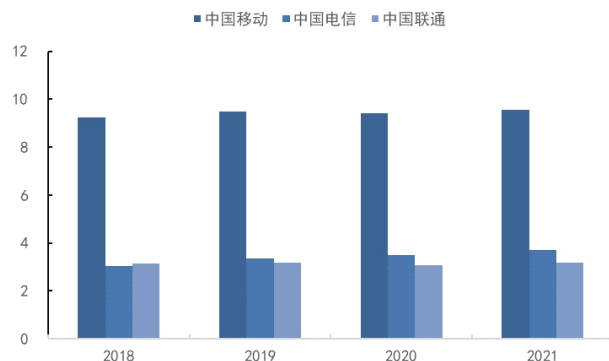
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

收入端: CHBN 四大市场全向发力, 融合发展成效显著

移动业务实现回升, 5G 业务价值提升。2021 年, 移动业务收入为 5549 亿元, 同比增长 3%。移动用户达到 9.57 亿户, 其中 5G 用户数达 3.87 亿户, 净增 2.22 亿户, 同比增长 134%, 5G 套餐客户渗透率达 40.4%。5G ARPU 值达 82.8 元, 较 4G 迁转前提升 7.5%。5G 业务价值体现, 带动业务综合 ARPU 值提升 3.0%至 48.8 元。“提速降费”政策以来首次 ARPU 值出现回暖趋势。对比三大运营商移动业务综合 ARPU 值和移动用户数, 中国移动 ARPU 值和用户规模均保持领先。

图7: 三大运营商 2018-2021 年移动 ARPU 值对比 (单位: 元)


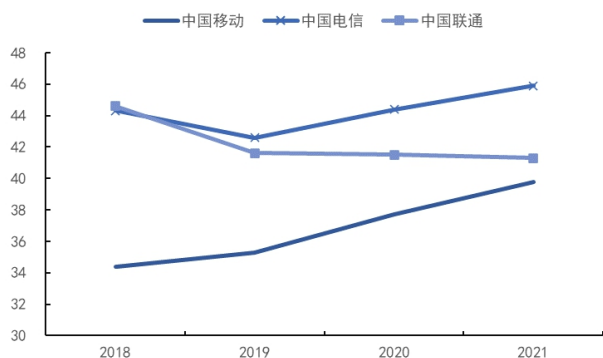
资料来源: 运营商推介材料、国信证券经济研究所整理

图8: 三大运营商 2018-2021 年移动用户数对比 (单位: 亿户)


资料来源: 运营商推介材料、国信证券经济研究所整理

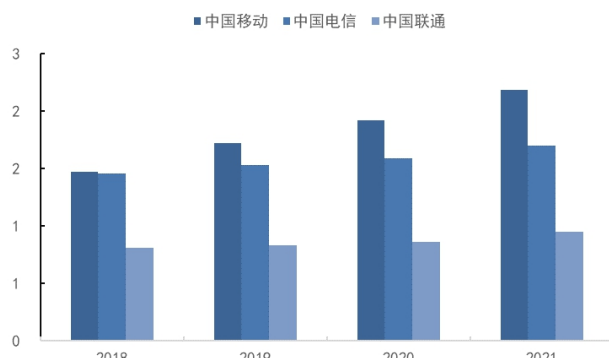
家庭业务增势强劲, 规模与价值双提升。2021 年, 家庭市场收入达到 1005 亿元, 同比增长 20.8%, 家庭宽带用户达到近 2.18 亿户, 净增 2588 万户。家庭宽带综合 ARPU 值同比提升 5.6%至 39.8 元。公司持续推进智慧家庭向智慧社区延伸, 通过构建“全千兆+云生活”服务体系领先家庭宽带市场。家庭宽带大幅增长得益于千兆网络和智慧家庭拓展成效显著。对比三大运营商移动业务综合 ARPU 值和移动用户数, 中国移动 ARPU 值呈现持续追赶势头, 用户规模方面, 移动从过往的追赶趋势变为领先趋势, 截至 2021 年移动家庭宽带用户已经大幅度领先于同行。

图9: 三大运营商 2018-2021 年宽带 ARPU 值对比 (单位: 元)



资料来源: 运营商推介材料、国信证券经济研究所整理

图10: 三大运营商 2018-2021 年家庭宽带用户数对比 (单位: 亿户)

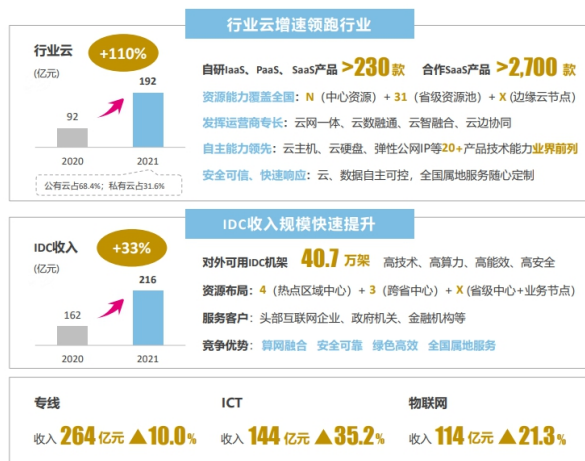


资料来源: 运营商推介材料、国信证券经济研究所整理

政企业务成为增收新引擎。2021 年, 公司政企市场收入达到 1371 亿元, 同比增长 21.4%。政企客户数达到 1883 万家, 净增 499 万家。DICT 收入达到 623 亿元, 同比增长 43.2%, 对主营业务收入的贡献达到 2.7 个百分点。移动云收入达到人民币 242 亿元, 同比增长 114.4%。其中行业云收入 192 亿元, 同比增长 110%, 公有云占 68.4%, 私有云占 31.6%。公有云排名进入业界前七, 私有云排名第五。公司重视云、网和 DICT 业务发展, 行业云收入增速领先同行, 为未来云网融合发展打下良好基础。

新兴市场布局成效显著。2021 年, 新兴市场收入实现了双位数的快速增长, 达到 303 亿元, 同比增长 34.2%。国际业务收入达到 133 亿元, 同比增长 20.1%。数字内容业务收入达到人民币 167.6 亿元, 同比增长 47.1%。咪咕视频业务表现抢眼, 在 App Store 下载量排名前列, 带动中国移动品牌曝光 718 亿次, 其互联网基因成为公司与同行间差异化较大的优势。

图11: 公司 2021 年政企市场业务介绍



资料来源: 运营商推介材料、国信证券经济研究所整理

图12: 公司 2021 年新兴市场业务市场介绍



资料来源: 运营商推介材料、国信证券经济研究所整理

成本端: 从 5G 逐步转向云建设, 成本保持良好管控

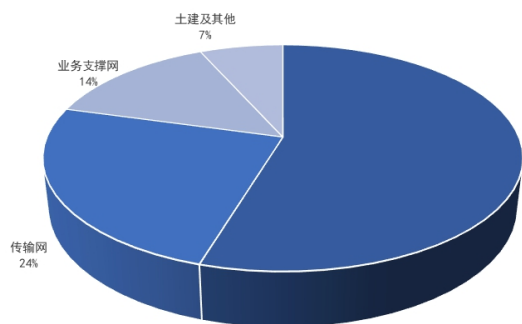
营运支出增长较高, 5G 提升网络质量。公司 2021 年营运支出为人民币 7302 亿元,

较去年同期增长 11.4%，主要原因是 5G 网络大规模建设后，网络整体营运质量提升所带动相关运营管理费用提升。细看，销售产品成本、折旧与摊销费用、员工薪酬三部分费用增长较为显著，分别为 31.4%/12.0%/11.5%。5G 网络规模建设带动公司 5G 手机等移动终端商品销量大幅增长，对应出售产品成本增长 31.4%。同时公司重视 ESG 经营，持续深化网络节能技术研究应用，推进网络架构绿色转型，公司单位电信业务总量综合能耗同比下降 22.1%。

5G 网络业界领先，算力网络扬帆起航。2021 年累计开通 5G 基站 73 万个，5G 基站数目超过电信联通的共享共建网络，基本实现城区、县城、乡镇连续覆盖。2.6GHz 与 700MHz 频段形成多频协同，容量和覆盖优势尽显。公司重视落实国家“东数西算”工程部署，累计投产对外可用 IDC 机架约 45 万架；加快布局热点中心云，按需建设边缘云，累计投产云服务器超 66 万台。算力网络资本开支为 480 亿元。

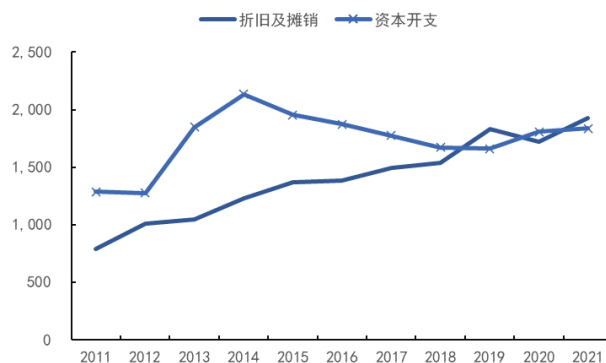
公司 2021 年资本开支累计 1836 亿元，与原计划相符，折旧摊销费用 1930 亿元，同比净增 206 亿元，所占营业收入的比重上升了 0.4pp。折旧摊销费用已经超过资本开支，公司总资产逐步降低。

图13: 中国移动资本支出结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 中国移动折旧及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

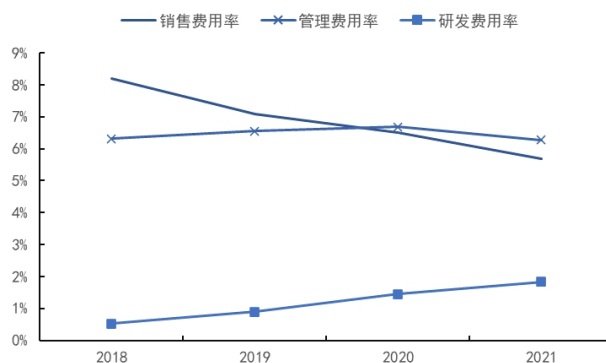
持续加大研发投入，重视科技创新布局。公司 2021 年研发投入达 186 亿元，研发人员近 1.4 万人。公司持续保持 5G 网络技术领先和感知领先，推动 R16 标准产业成熟，累计牵头 47 项 R17 标准项目，位居全球第一阵营，发布 5G Advanced 技术白皮书，推动网络智能化升级，引领 R18 研究方向。

图15: 中国移动主要费用变化介绍

(亿元人民币)	2020	2021	同比变化	主要因素说明
费运支出	6,553.36	7,302.95	11.4%	
网络运营及支撑成本	2,064.24	2,250.10	9.0%	• 主要由于新建项目加速建设投产以及转型投入增加 • 其中：维护支撑相关成本为1,371亿元，增长16.4%；能源使用费为569亿元，下降2.1%
折旧及摊销	1,724.01	1,930.45	12.0%	• 加速网络升级、转型布局，资产规模扩大 • 部分资产残值率调整
雇员薪酬及相关成本	1,064.29	1,186.80	11.5%	• 5G、AI/CDT研发以及政企、新兴市场经营人才投入加大
销售费用	499.43	482.43	-3.4%	• 主要得益于加快推进渠道转型，线上销售服务能力提升
销售产品成本	731.00	960.83	31.4%	• 5G机型丰富、价格门槛下降，手机销量大幅增长
其他营运支出	470.39	492.34	4.7%	• 加大研发投入投入、严控行政办公费、业务招待费
其中：网间互联支出	198.21	200.64	1.2%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 中国移动费用结构（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推进新型信息基础设施布局，创新业务动能强劲

公司重视数字化转型，加快建设以 5G、算力网络、智慧中台为重点的高速泛在、天地一体、云网融合、智能敏捷、绿色低碳、安全可控的智能数字信息基础设施：

- ◆ 5G 垂直行业打造 200 个 5G 龙头示范项目，签约高品质“商品房”超 2800 个，拓展 5G 专网项目 1590 个，带动 DICT 项目签约金额超人民币 160 亿元，在智慧矿山、智慧工厂、智慧电力、智慧冶金、智慧港口、智慧医院等多个行业实现规模拓展。
- ◆ 公司积极落实“东数西算”工程，加快构建泛在融合的算力网络。“4+3+X”数据中心布局优化形成，对外可用 IDC 机架达 40.7 万架，净增 4.7 万架；“N+31+X”10 移动云布局持续优化，中心节点达到 13 个；累计投产云服务器超 48 万台。
- ◆ 公司着力打造业界标杆级智慧中台。汇聚共性能 325 项，月均调用量超过 81 亿次，注智赋能超过 2000 个内外部场景应用；梧桐大数据累计价值数据超 600PB，规模行业领先。

图17：公司 5G 垂直行业发展概况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图18：公司算力网络架构体系

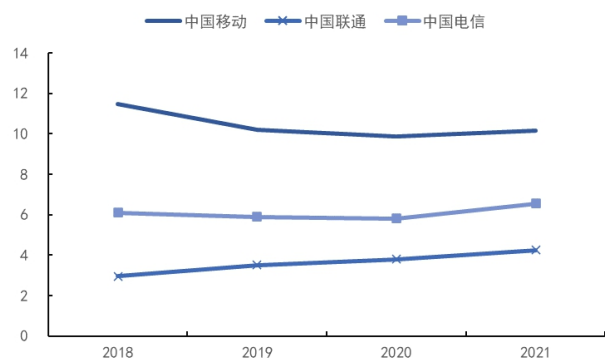


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

重回 A 股，稳健经营迎价值回归

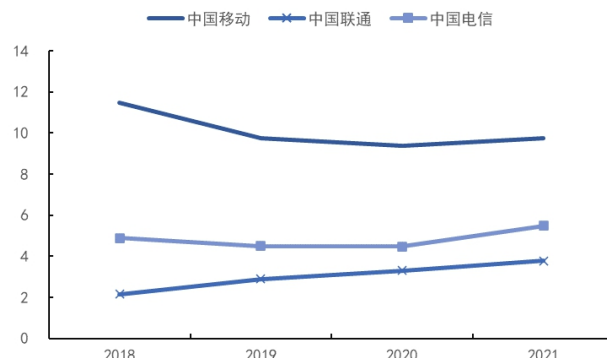
2021 年公司 ROE 和 ROIC 均实现回升，领先于同行。近几年我国三大运营商持续大力投入 5G 建设，资本开支增长较多。随着 5G 建设步入中期，运营商在 5G 网络侧投入逐步趋缓，折旧摊销费用逐步超过资本开支，资产规模稳中有降，资产周转率逐步提升，中国移动 2021 年实现 ROE 和 ROIC 回升。公司经营良好，净利率大幅领先于中国电信和中国联通，使得其 ROE 和 ROIC 在国内同行处于绝对领先水平。

图19: 三大运营商 2018-2021 年 ROE 对比



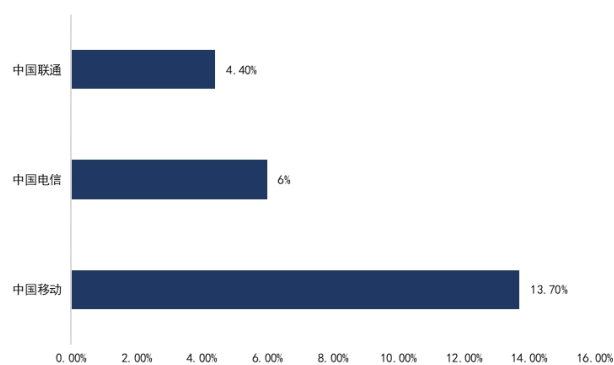
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 三大运营商 2018-2021 年 ROIC 对比



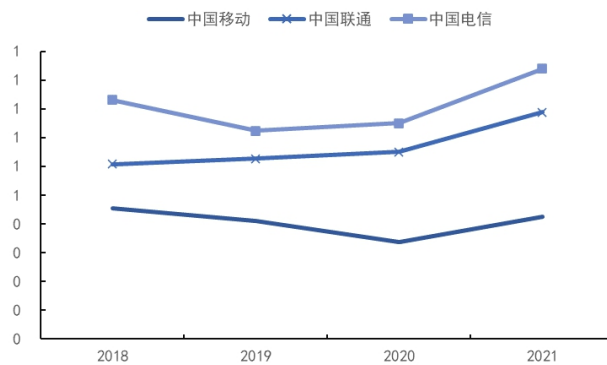
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 三大运营商 2021 年净利率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

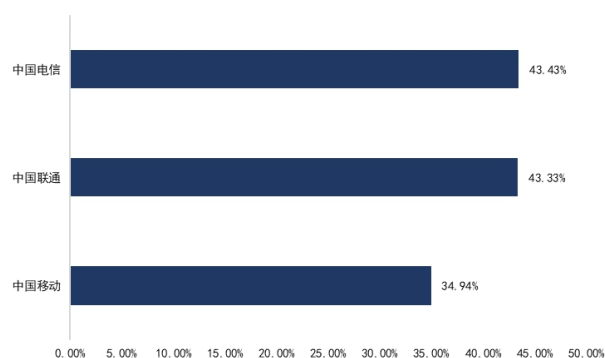
图22: 三大运营商 2021 年总资产周转率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

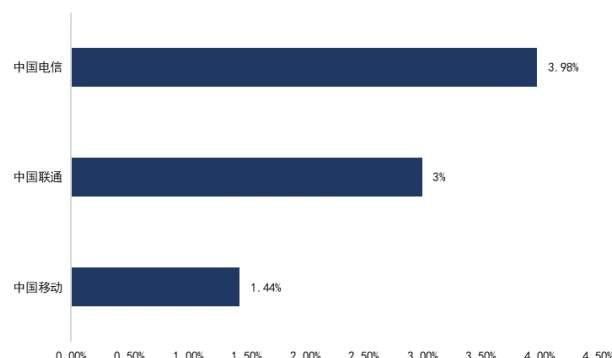
资本结构稳健, 资产负债率和有息负债率均低于同行。公司 2021 年资产负债率为 34.9%, 远低于同行水平。虽然资产负债率同比增长 0.9pp, 但这包含了截至 2021 年底, 公司人民币股份发行上市尚未完成, 已收相关认购款 (未扣除上市费用) 金额为 487 亿元, 计入其他应付款, 若剔除此影响, 资产负债率为 33.1%, 比上年下降 0.9pp。中国移动 2021 年有息负债率为 1.44%, 远低于同行水平。

图23: 三大运营商 2021 年资产负债率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

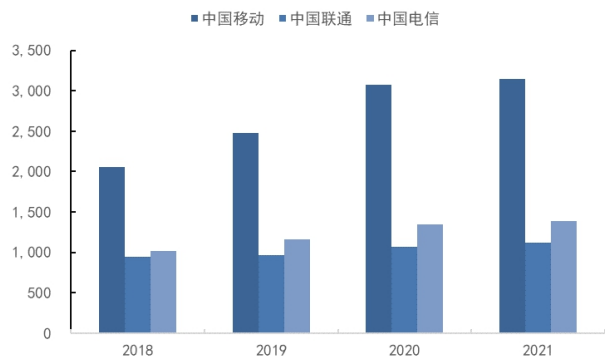
图24: 三大运营商 2018-2021 年有息负债率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

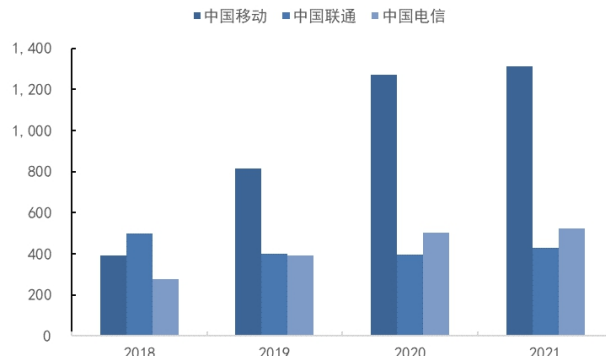
现金流充裕。公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额为 3148 亿元，同比增长 2.3%；自由现金流为 1312 亿元，同比增长 3.2%。两项指标均高于同行水平。公司经营稳健，抗风险能力较强。

图25: 三大运营商 2018-2021 年经营活动现金流净额（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图26: 三大运营商 2018-2021 年自由现金流（单位：亿元）

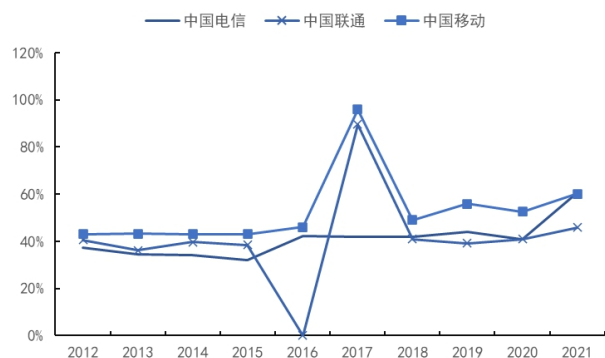


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：自由现金流=经营活动现金流入净额-资本开支

持续保持高分红回报

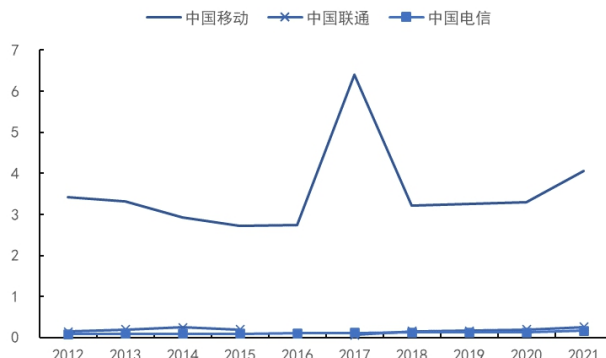
公司董事会建议 2021 年全年现金分红占股东应占利润比例为 60%。全年股息合计每股 4.06 港元，较 2020 年增长 23.4%。对比三大运营商港股过往 10 年的股利支付率和每股派息，中国移动均大幅高于同行水平。为更好地回馈股东、共享发展成果，公司计划 2021 年起三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年公司股东应占利润的 70%以上。

图27: 三大运营商过往 10 年港股股利支付率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 三大运营商过往 10 年港股每股派息（单位：港元/股）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：自由现金流=经营活动现金流入净额-资本开支

投资建议

业绩拆分和盈利预测，我们基于以下假设对中国移动核心业务进行预测：

1、假设 2022-2024 年的移动用户数分别为 9.57/9.67/9.76 亿户，移动业务 ARPU 值分别为 49.9/47.3/45.7 元。其中 5G 用户数分别为 5.17/5.69/5.97 亿户，5G ARPU

值分别为 68/62/59 元。对应 2022-2024 整体个人业务收入增速分别为 3.3%/-4.3%/-2.5%。

2、假设 2022-2024 年的有线宽带用户数分别 2.6/2.8/3.0 亿户，宽带用户 ARPU 值分别为 42.2/43.5/43.9 元。对应 2022-2024 整体宽带业务收入增速分别为 15%/10%/7%。

3、假设 2022-2024 年政企市场业务增速分别为 25%/20%/20%，新兴市场业务增速分别为 20%/10%/5%。销售产品收入增速分别为 10%/5%/5%。

表1: 中国移动业务拆分（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
通信服务收入	7513	8226	8507	8910
YOY	8%	9%	3%	5%
个人市场	4834	4995	4779	4661
YOY	1.4%	3.3%	-4.3%	-2.5%
家庭市场	1005	1154	1272	1362
YOY	21%	15%	10%	7%
政企市场	1371	1713	2056	2467
YOY	21%	25%	20%	20%
新兴市场	303	364	400	420
YOY	34%	20%	10%	5%
销售产品收入	968	1065	1119	1175
YOY	34%	10%	5%	5%
总收入	8482	9293	9627	10086
YOY	10.4%	9.5%	3.6%	4.8%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

表2: 中国移动营业成本拆分（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本	5332.6	6039.1	6532.3	6700.4
营业成本/营业收入	69.4%	71.2%	70.3%	69.6%
主营业务成本	4601.6	5078.2	5477.6	5592.9
网络运营及支撑成本	1967.2	2159.3	2385.6	2475.6
网络运营及支撑占通信服务比	28.3%	28.7%	29.0%	29.1%
折旧与摊销	1645.6	1847.6	1933.8	1909.6
折旧与摊销占通信服务比	23.7%	24.6%	23.5%	22.5%
员工薪酬	744.1	828.7	913.1	952.8
员工薪酬占通信服务比	10.7%	11.0%	11.1%	11.2%
网间结算支出	198	201	200	205
其他	47	42	45	50
其他业务成本	731	960.8	1054.7	1107.4

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 中国移动各块费用分析 (单位: 亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	499.5	482.4	557.5	587.2
销售费用占营业收入比	6.5%	5.7%	6.0%	6.1%
管理费用	514.0	532.3	585.4	606.4
管理费用占营业收入比	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用	111.0	155.8	185.8	197.3
研发费用占营业收入比	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%
税金及附加	24.6	27.2	29.7	30.8
税金及附加占营业收入比	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

综上, 我们认为公司作为国内运营商龙头, 网络资源好、客户规模大、经营稳健、盈利能力强, 在“数字经济”背景下重视数字化转型创新业务发展, 看好公司 CHBN 全向发力、融合发展, 迎来价值回归。预计公司 22-24 年营业收入分别为 9293/9627/10086 亿元, 归母净利润为 1259/1367/1493 亿元, 对应 PE 为 11/10/9x, 对应 PB 为 1.07/1.02/0.96x, 公司 PB 低于行业均值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 同类公司估值比较

国家/区域	运营商	股票代码	PE (2022E)	PE (2023E)	PB (2022E)	EV/EBITDA (2022E)	EV/EBITDA (2023E)	总市值(\$B)
中国	中国移动	600941.SH	10.5x	9.7x	1.07x	8.4x	7.6x	202.81B
	中国联通	600050.SH	16.1x	14.3x	0.77x	6.2x	5.6x	15.92B
	中国电信	0728.HK	7.8x	6.9x	0.5x	2.3x	2.2x	53.83B
澳大利亚	澳大利亚电信股份有限公司	TLS.O	26.9x	22.7x	3.1x	8.3x	7.8x	33.09B
美国	美国电话电报公司	T.N	7.6x	7.7x	1.0x	7.7x	7.6x	165.64B
欧洲	西班牙电信股份公司	TEF.N	11.8x	10.3x	1.1x	5.6x	5.6x	25.30B
	Orange 公司	ORA.N	9.8x	8.6x	0.8x	5.2x	4.9x	30.55B
日本	KT 株式会社	KT.N	7.4x	6.9x	0.5x	3.1x	3.0x	6.78B
行业均值			12.5x	11.1x	1.2x	5.5x	5.3x	

资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所预测 (2022.03.13); 中国联通、中国电信、澳大利亚电信股份有限公司、美国电话电报公司、西班牙电信股份公司、Orange 公司、KT 株式会社的估值取自一致预期

风险提示:

- 1、移动客户数增长不及预期, 移动套餐升级速度慢于预期值;
- 2、公司的成本费用优化不及预期, 费用管控水平低于预期;
- 3、公司面对的市场竞争环境并没有显著改善, 营收增速不及预期;
- 4、疫情加剧, 影响到各块业务发展;

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	325941	335155	330548	330548	332084	营业收入	768070	848258	929247	962655	1008583
应收款项	39812	37592	44674	44471	47540	营业成本	533260	603905	653284	670095	691400
存货净额	8044	10203	8585	8758	8931	营业税金及附加	2462	2722	2982	3089	3236
其他流动资产	77343	79426	87009	90137	94438	销售费用	49949	48243	55755	58722	62532
流动资产合计	579743	595371	601615	605812	614341	管理费用	51395	53228	60352	62457	65350
固定资产	754820	770399	867474	943008	997891	研发费用	11099	15577	18585	19734	21180
无形资产及其他	42343	45238	43428	41620	39812	财务费用	(7905)	(8096)	3321	(922)	(868)
投资性房地产	153865	225463	225463	225463	225463	投资收益	13093	13396	12000	12000	12000
长期股权投资	161811	169556	177633	185101	192865	资产减值及公允价值变动	3112	4481	4433	4009	4308
资产总计	1692582	1806027	1915613	2001004	2070372	其他收入	(12178)	(14139)	(3585)	(4734)	(6180)
短期借款及交易性金融负债	24173	26059	121534	131294	124617	营业利润	142936	151994	166401	180489	197060
应付款项	267151	275981	254296	253291	254424	营业外净收支	(583)	(21)	(485)	(363)	(290)
其他流动负债	225950	280108	252556	260544	260583	利润总额	142353	151973	165916	180126	196771
流动负债合计	517274	582148	628386	645129	639625	所得税费用	34219	35878	39820	43230	47225
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	297	158	172	187	205
其他长期负债	57836	48887	49187	49387	49487	归属于母公司净利润	107837	115937	125924	136708	149341
长期负债合计	57836	48887	49187	49387	49487	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	575110	631035	677573	694516	689112	净利润	107837	115937	125924	136708	149341
少数股东权益	3856	3942	4028	4122	4224	资产减值准备	7	161	53	42	31
股东权益	1113616	1171050	1234012	1302366	1377037	折旧摊销	0	0	99114	118242	137203
负债和股东权益总计	1692582	1806027	1915613	2001004	2070372	公允价值变动损失	(3112)	(4481)	(4433)	(4009)	(4308)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(7905)	(8096)	3321	(922)	(868)
每股收益	5.26	5.66	6.15	6.67	7.29	营运资本变动	25769	(19420)	(61931)	4127	(6239)
每股红利	2.92	2.82	3.07	3.34	3.65	其它	125	(82)	33	51	71
每股净资产	54.37	57.17	60.24	63.58	67.23	经营活动现金流	130626	92115	158760	255162	276100
ROIC	12%	12%	12%	12%	12%	资本开支	0	(20221)	(190000)	(188001)	(186002)
ROE	10%	10%	10%	10%	11%	其它投资现金流	(14344)	(4392)	2196	(1098)	549
毛利率	31%	29%	30%	30%	31%	投资活动现金流	(20927)	(32358)	(195881)	(196567)	(193216)
EBIT Margin	16%	15%	15%	15%	16%	权益性融资	(607)	48695	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	26%	28%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	3%	10%	10%	4%	5%	支付股利、利息	(59907)	(57789)	(62962)	(68354)	(74671)
净利润增长率	1%	8%	9%	9%	9%	其它融资现金流	23550	16340	95475	9760	(6677)
资产负债率	34%	35%	36%	35%	33%	融资活动现金流	(96871)	(50543)	32514	(58594)	(81347)
息率	4.5%	4.4%	4.8%	5.2%	5.6%	现金净变动	12828	9214	(4607)	0	1536
P/E	12.3	11.4	10.5	9.7	8.9	货币资金的期初余额	313113	325941	335155	330548	330548
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	325941	335155	330548	330548	332084
EV/EBITDA	15.8	15.7	8.4	7.6	6.7	企业自由现金流	0	55530	(47717)	47271	70274
						权益自由现金流	0	71870	45235	57732	64257

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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