

# 抢占 5G 网络全球发展制高点，国内运营商龙头迎来 5G 收获期新机遇

推荐(维持)

## 核心观点:

- 全球电信基建高速发展趋势不改，中国 5G 先发优势有望带来新机遇。**

截至 2021 年年底，145 个国家/地区的 487 家运营商正在投资 5G，包括试验、获得许可、规划、网络部署和启动，其中 74 个国家/地区的 189 家运营商推出了一项或多项符合 3GPP 标准的 5G 服务，同比增长 40%，全球进入 5G 投入期。美国威瑞森在全球最有价值电信品牌中领先，AT&T 由媒体提供商转向更专注于电信基础设施运营商，重点建设 5G 网络基建，中国移动仍然保持着作为全球第四大最有价值的品牌地位。

中国 5G 基建全球领先，目前中国有 142.5 万个 5G 站点，占全球总数 70% 以上，领先全球。随着国内 5G 业务的快速发展，5G 流量占比不断提升，“十四五”期间（2021-2025 年）预计一半以上的我国人口将使用 5G 网络，每万人拥有 5G 基站数量将达到 26 个，预计基站总数超过 350 万个。中国将率先由 5G 投入期转入 5G 收获期，优先享受信息发展变革带来的科技红利，中国领先的全球 5G 建设及应用创新将进一步推动我国数字经济的发展，打开新的市场空间。
- 海外运营商品牌领先估值较高，我国通信运营商估值有望企稳修复。**

国内运营商盈利能力、现金流资产不断改善，持续增加分红回馈股东，相对历史估值和国外水平，我国通信运营商均处于估值低位。随着我国运营商的不断发展，抓住 5G 发展信息发展大变革新机遇，全球品牌价值有望不断提升带来估值的修复。

同时运营商 PEG 与股息率指标皆优，投资价值凸现。在我国千亿元市值 A 股标的中，选取营收、归母净利润增长率、股息率和市盈率较好的 30 个相关标的，整体来说运营商龙头中国移动表现优势明显。
- 政策面向好叠加行业发展新机遇，低估值运营商业绩改善有望超预期。**

从行业景气度来看，2022 年“提速降费”政策收敛，市场化程度持续优化，运营商最受益；从成本端来看，成本压小有所减少，3 年的 5G “投入期”效果显著，用户数和渗透率提升，资本开支企稳结构优化降低成本压力，同时资本开支由 CT 侧逐步重点转向 IT 服务侧，符合数字经济发展新基建发展需求；从收入端来看，运营商营收有望双位数增长，5G “收获期”到来，包括 APRU 持续提升，2B/2C 端齐发力经营业绩有望再超预期，基于 5G+云网背景下拓宽商业模式和市场化方向，依靠网络基础和客户黏性优势，提供更多增值服务有望带来新的业绩增量。

运营商业绩的双位数增长重回高成长赛道，叠加高分红策略有望带动运营商板块的估值修复，推荐运营商龙头中国移动（A+H）。

**风险提示** 运营商 ToB 端业务转型不及预期，创新商业模式未形成；竞争加剧等因素导致未来运营商 ARPU 趋势不及预期；5G 规模化商用推进不及预期。

## 分析师

赵良毕

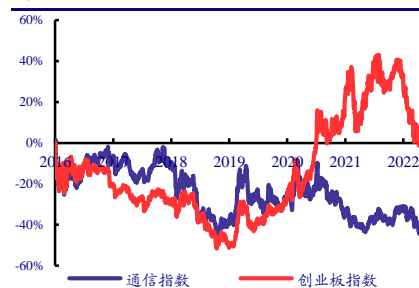
☎: 010-80927619

✉: zhaoliangbi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030003

特此鸣谢: 赵中兴 肖行健

## 行业数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 相关研究

【银河通信】行业深度: 运营商景气上行, 5G 收获期大有可为

【银河通信】行业深度: “东数西算”持续推进, 光网络景气上行

【银河通信】春季策略报告: 流量新时代, 通信新变革

## 目 录

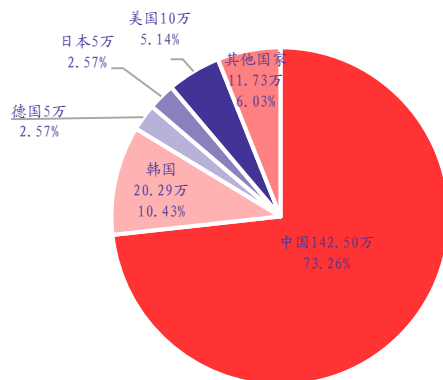
一、5G 全球竞争高速发展，中国率先转入 5G 收获期 .....	2
（一）中国运营商 5G 基建全球领先.....	2
（二）海外运营品牌价值领先，估值相对较高.....	4
（三）国内三大运营商营收利润端边际改善.....	7
（四）中国移动综合盈利能力保持国际领先水平.....	8
二、运营商对比 A 股其他优质资产，指标表现优势凸显.....	9
三、运营商基本面边际向好，重回高成长带来估值修复.....	12
四、投资建议.....	15
五、风险提示.....	17

## 一、5G 全球竞争高速发展，中国率先转入 5G 收获期

### (一) 中国运营商 5G 基建全球领先

**5G 全球范围高速发展，中国 5G 网络基建优势突出。**截至 2021 年 12 月末，根据 GSA 数据，145 个国家/地区的 487 家运营商正在投资 5G，包括试验、获得许可、规划、网络部署和启动，整体来看全球进入 5G 投入期。其中 74 个国家/地区的 189 家运营商推出了一项或多项符合 3GPP 标准的 5G 服务，比上一年的 135 家增长 40%。中国相较于其他国家，5G 基础建设较为领先。根据工信部数据，目前全国有 142.5 万个 5G 站点，占全球总数 70% 以上。全国所有地级市都实现了 5G 全覆盖，5G 已经在工业制造、矿业、港口、医疗、教育、娱乐等 22 个行业得到应用。中国“十四五”期间（2021-2025 年）发展目标为，56% 的中国人口使用 5G 网络（高于 2020 年的 15%），每万人拥有 5G 基站数量将达到 26 个，基站总数预计达到 364 万个。随着我国 5G 发展快速推进，5G 用户数和渗透率不断增长。中国将率先由 5G 投入期转入 5G 收获期，优先享受数字发展新机遇。

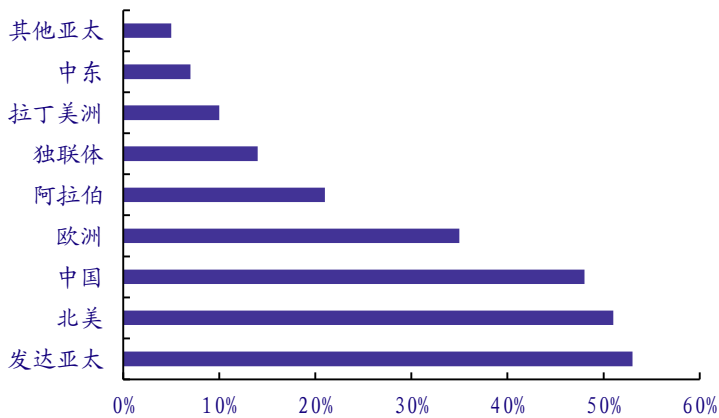
图 1. 中国 5G 基建数量全球领先（单位：万，%）



资料来源：gsma，2021 年通信业统计公报，中国银河证券研究院

**全球 5G 手机销量增长强劲，亚太 5G 渗透率较高。**根据 Counterpoint 数据，2022 年初，全球 5G 手机销售渗透率首次超过 4G 手机，中国、北美和西欧市场成为增长的第一驱动力。自苹果 2020 年发布 iPhone 12 系列（支持 5G）后，目前北美和西欧的 5G 手机销售份额分别超过 50% 和 30%。相比全球来看，中国移动市场行业发展更为快速，中国 2022 年初，5G 普及率全球最高，达到 84%。随着中国电信运营商对 5G 建设的不断推动、5G 创新应用不断增加、5G 终端成本不断下降，将持续提供全球 5G 消费者市场增量。根据 GSMA 预测数据，到 2025 年，发达亚太的 5G 渗透率最高，达到 53%，中国的 5G 渗透率将为 48%，从国家及地区来看有望继续保持市场领先地位。

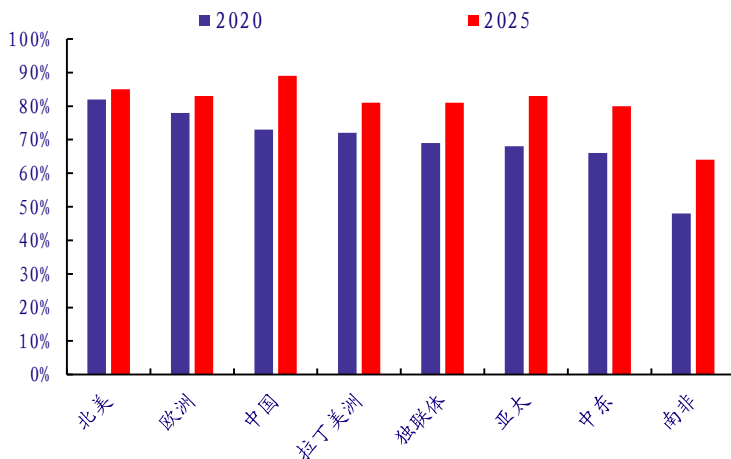
图 2. 2025 年全球 5G 渗透率预测，中国渗透率较高（单位：%）



资料来源：中国移动官网，中国银河证券研究院

**智能手机连接数持续增长，推动 5G 流量不断增加。**根据《2022 中国移动经济发展》报告数据，中国 2021 全年新增 5G 连接数 2.85 亿，占全球 5G 连接数 70% 以上。随着中国 5G 套餐价格不断大众化、电信运营商大力转向数字化服务（音视频等），消费者逐步由 4G 套餐（采用率在 2020 年达顶峰）转入 5G 套餐，各类应用对带宽的需求日益增长，用户移动互联网的使用量有望稳步上升。根据 GSMA 预测数据，到 2025 年，智能手机的连接数将增长 16 亿，主要增长地区来自中国、亚太、中东地区以及南非地区。中国 5G 连接数量将达到 8.92 亿，5G 技术及相关有望成为全球市场主流。

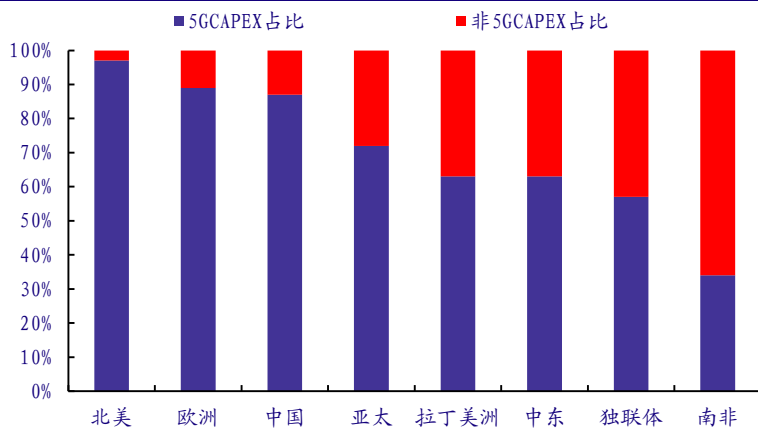
图 3. 2025 年智能手机连接百分比持续升高（单位：%）



资料来源：Wind, GSMA, 中国银河证券研究院

**全球运营商资本开支投入 5G，中国资本开支企稳。**根据 GSMA 数据显示，预计到 2025 年，全球运营商将累计投资 9000 亿美元在网络建设上，其中超过 80% 将是在 5G 上的投资。

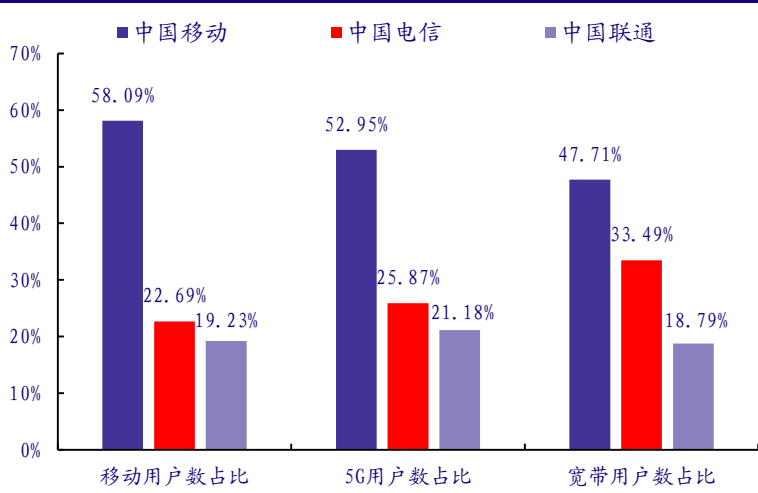
图 4. 全球资本开支投向 5G 占比较高



资料来源: Wind, GSMA, 中国银河证券研究院

**国内运营商基本面向好发展，中国移动市场份额领先。**根据 Wind 数据，截至 2022 年 3 月，中国移动移动用户总数达到 9.61 亿户，中国电信移动用户总数达到 3.76 亿户，分别占工信部统计的国内移动用户总数 16.55 亿户的 58.09% 和 22.69%，中国移动有线宽带用户总数达到 2.44 亿户，中国电信有线宽带用户总数达到 1.71 亿户，分别占工信部统计的国内固网宽带用户 5.36 亿户的 47.71% 和 33.49%。中国移动与中国电信已经是全球前二大的移动业务运营商和有线宽带业务运营商。同时中国电信和中国联通 5G 渗透率已超 50%，中国移动渗透率略低，主要原因系移动用户基数较大影响。5G 渗透率不断提高，三大运营商业务结构优化，有望迎来业绩边际改善。

图 5. 国内运营商市场份额，中国移动大幅领先（单位：%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## （二）海外运营商品牌价值领先，估值相对较高

**海外运营商具有品牌优势，美国运营商价值领先。**全球运营商通过区域划分，可以划分为国内运营商、美国运营商、欧洲运营商与其他地区运营商。根据 BrandFinance 数据，美国

VERIZON 是 2022 年最有价值的电信品牌。随着其品牌价值小幅增长 1.1%，达到 696 亿美元，VERISON 在电信品牌排行榜中位于榜首。随着 5G 基础设施服务的部署，VERISON 使用无线技术为家庭提供高速互联网服务方面发展其品牌并与有线技术对手竞争。作为提供家庭互联网服务的一个较新的渠道，VERISON 的固定无线服务正与利用有线技术的老牌家庭互联网服务竞争。同时，仅次于 VERISON 的德国电信（品牌价值增长 18%，至 602 亿美元）成为世界上第二大有价值的电信品牌，超过了 AT&T（品牌价值下降 8%，至 470 亿美元）。

**表 1. 全球前五最有价值运营商品牌**

排名	代码	证券简称	2022 品牌价值 (亿美元)	品牌价值变化 (%)	2022 品牌评级
1	VZ.N	VERIZON	69639	1.1	AAA-
2	DTE.DF	德国电信	60169	17.7	AAA-
3	T.N	AT&T	47009	-8.5	AA
4	600941.SH	中国移动	40903	8.9	AAA-
5	9432.T	日本电报电话	40691	18.8	AA+

资料来源: Wind, BrandFinance, 中国银河证券研究院

美国威瑞森在全球最有价值电信品牌中领先,美国品牌 AT&T 是美国第二大有价值品牌,也是全球第三大有价值品牌。AT&T 的品牌价值因剥离美国视频资产而下降,因为他们正从一家媒体提供商转向更专注于电信基础设施,包括 5G 网络。中国移动仍然保持着作为全球第四大最有价值的品牌的地位。随着客户数量的增加,实现了强劲的品牌价值增长。根据工信部数据,2021 年全年 5G 用户数持续攀升,2022 年 2 月,中国移动 5G 套餐客户数保持高速增长,累计达到 4.25 亿户。

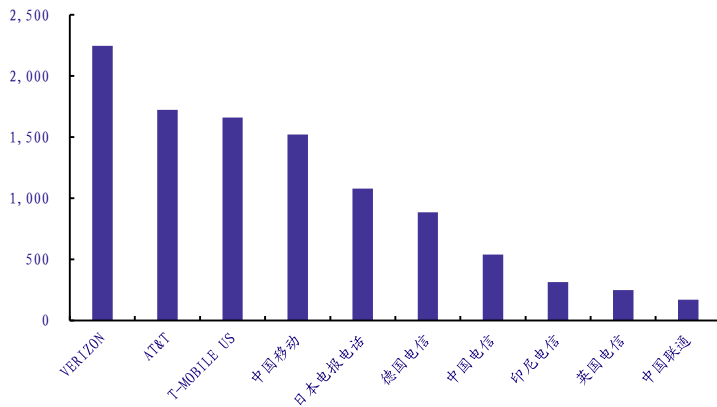
**表 2. 全球不同国家的品牌价值及占比**

国家	品牌价值	占比	品牌数量
美国	186.3	26.22%	17
中国	79.2	11.15%	10
日本	75.4	10.61%	5
德国	62.5	8.80%	3
英国	57	8.82%	9
法国	30.6	4.31%	4
其他	219.6	30.90%	102

资料来源: Wind, BrandFinance, 中国银河证券研究院

**国际龙头运营商市值千亿美元,中国移动跻身国际龙头。**对比海外龙头运营商,采用市值评估全球主要电信运营商公司规模,将全球电信运营商按市值分为三种类型:大型、中型和小型。中国移动、Verizon、AT&T、T-Mobile US 和日本电报电话均为市值千亿美元以上的大型电信运营商。中国移动是唯一一家挤进千亿美元大型电信运营商俱乐部的非美国公司。市值处于 300 亿美元至 1000 亿美元的为中型电信运营商,包括中国电信、德国电信等公司。市值处于 100 亿美元至 300 亿美元的为小型电信运营商,包括中国联通、英国电信和印尼电信等公司。

图 6. 中国移动跻身全球龙头运营商，市值排名较高（单位：亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**海外运营商价值凸显，国内运营商估值较低。**对比全球运营商，国内运营商估值较低。当前海外运营商中美国运营商平均 PE 与 PB 分别为 24.58 与 2.06；欧洲运营商平均 PE 与 PB 分别为 18.80 与 1.84；东南亚运营商平均 PE 与 PB 分别为 17.79 与 3.04，均远超国内运营商估值，国内运营商估值低位成为契机，未来有望修复。同时国内运营商资产结构良好，固定资产占比较低。三大运营商资产负债率均值仅为 40.57%，在当前错综复杂的国际形势下，资产状况稳健，作为典型的重资产型行业，非流动资产占比均值 76.35%仍低于海外运营商。

表 3. 三大运营商与海外运营商估值与业绩对比，国内运营商估值较低

代码	证券简称	PE (TTM)	PB (MRQ)	总市值 (亿元)	非流动资产占比 (%)	资产负债率 (%)
600941	中国移动	12.69	1.26	9690.75	67.03%	34.94%
601728	中国电信	14.00	0.85	3426.64	83.29%	43.43%
600050	中国联通	17.25	0.73	1087.68	78.72%	43.33%
	<b>A 股平均</b>	<b>14.65</b>	<b>0.95</b>	<b>4735.02</b>	<b>76.35%</b>	<b>40.57%</b>
0941	中国移动	8.21	0.79	9690.75	67.67%	34.27%
0728	中国电信	8.82	0.53	3426.64	83.29%	43.43%
0762	中国联通	6.72	0.29	958.84	78.64%	43.59%
	<b>H 股平均</b>	<b>7.92</b>	<b>0.54</b>	<b>4692.08</b>	<b>76.53%</b>	<b>40.43%</b>
T.N	AT&T	8.68	1.04	10975.65	89.12%	66.67%
VZ.N	VERIZON	10.18	2.75	14303.43	89.98%	77.30%
TMUS.O	T-MOBILE US	54.88	2.40	10563.58	89.89%	66.55%
	<b>美股平均</b>	<b>24.58</b>	<b>2.06</b>	<b>11947.55</b>	<b>89.66%</b>	<b>70.17%</b>
DTE.DF	德国电信	19.49	2.1	5,633.35	87.66%	71.71%
BT.A.L	英国电信	18.11	1.57	1,577.37	81.04%	76.61%
	<b>欧洲平均</b>	<b>18.80</b>	<b>1.84</b>	<b>3605.36</b>	<b>84.35%</b>	<b>74.16%</b>
9432.T	日本电报电话	14.63	1.77	6,859.78	76.81%	64.28%
TLK.N	印尼电信	20.94	4.31	1,995.72	81.08%	50.99%

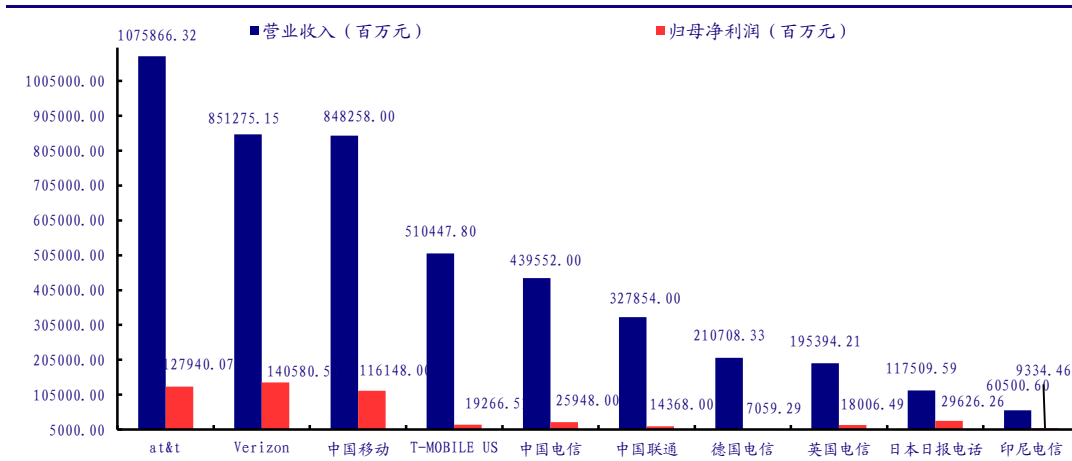
东南亚平均	17.79	3.04	4427.75	78.94%	57.63%
-------	-------	------	---------	--------	--------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 国内三大运营商营收利润端边际改善

全球运营商市场持续扩大, 中国运营商营收位居世界前列。根据 Yahoo finance, 全球电信市场预计将从 2021 年 26421.4 亿美元增长到 2022 年的 28666.1 亿美元, 并预计将在 2026 年达到 38183.6 亿美元, 复合年增长率为 7.4%。亚太地区目前是拥有全球最大的电信市场(近年市场规模复合年增长率为 8.5%), 北美是电信市场第二大地区。从营收和利润端来看, 中国移动、中国电信和中国联通分别位居全球第三、第五和第六。其中, 中国移动 2021 年实现营收达 8482.58 亿元, 同比增长 10.4%。相较 AT&T (2021 年实现营收 1688.64 亿美元, 同比下降 1.69%)、Verizon (2021 年实现营收 1336.13 亿美元, 同比上升 4.15%) 中国运营商营收、净利润增长态势强劲。

图 7. 中国移动营收、归母净利润世界通信运营商名列前茅(单位: 百万人民币)

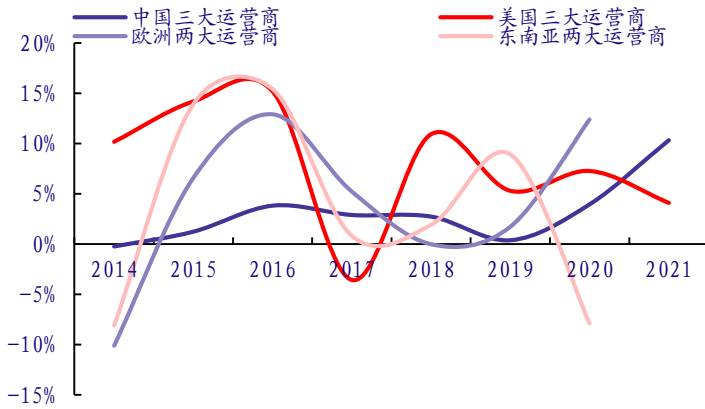


资料来源: 公司 2021 年报, 中国银河证券研究院

**运营商市场边际向好, 中国增长趋势明显。**相比于全球运营商上市公司(中国三大运营商、美国三大运营商、欧洲两大运营商与东南亚两大运营商)的营收增速进行比较, 中国运营商收入近年来增长态势明显, 美国市场整体疲弱, 欧洲市场增速有所回升。根据 2021 年公司年报, A 股市场中, 中国移动、中国电信和中国联通营收同比增长分别为 10.4%、11.34%和 7.90%。日本电报电话 2021 年实现营收 23186.58 亿日元, 同比上升 2.29%。AT&T 和 Verizon 2021 年实现营收分别为 1688.64 (同比下降 1.69%) 和 1336.13 亿美元 (同比上升 4.15%)。德国电信 2021 年实现营收 297.03 亿欧元, 同比上升 4.70%。伴随中国国家政策“提速降费”收敛, 两会提出推进 5G 规模化应用政策的提出, 国内运营商市场有望赶上中国数字经济信息发展变革的大时代, 市场化程度持续优化, 迎来行业景气度的复苏, 经营业绩有望更上一层楼。



图 8. 中国运营商收入增长态势明显，欧美市场整体疲弱



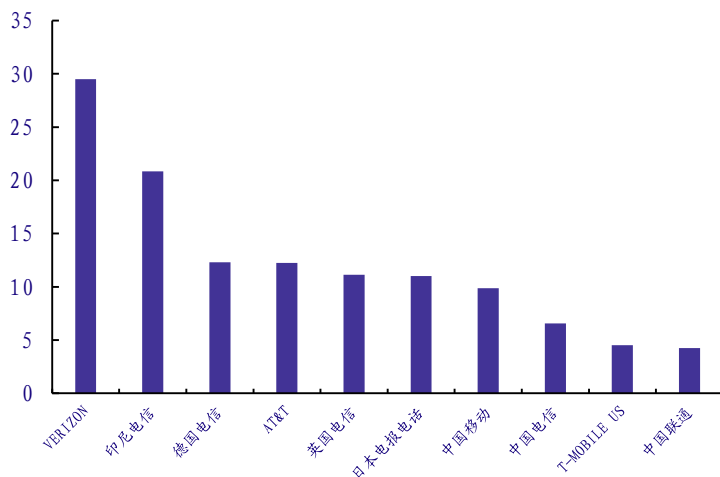
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中国运营商业绩高质量增长，净利润增长态势显著高于海外运营商。海外运营商中，美国运营商利润增速较差，主要原因系 AT&T 与 Verizon 出售子公司的一次性收益。2021 年 9 月 Verizon 出售 Verizon Media，现金收益达到 43 亿美元；2021 年 11 月 AT&T 出售 Vrio 部门，该业务部门主要为使用卫星技术的住宅用户提供视频服务。T-Mobile US 业绩高增主要原因系收购 Sprint 公司并表影响。

#### (四) 中国移动综合盈利能力保持国际领先水平

海外公司净资产收益率指标较为靠前。2021 年中国移动、中国电信与中国联通分别为 9.86%、6.55%和 4.25%。美国无线行业的平均净资产收益率为 2.00%，Verizon ROE 指标行业领先，达到近 30%，AT&T 资本的回报率稳定在 10%左右。我们认为国内运营商盈利水平虽与欧美具有差距，但主要原因系海外运营商资产负债率大幅高于国内运营商。

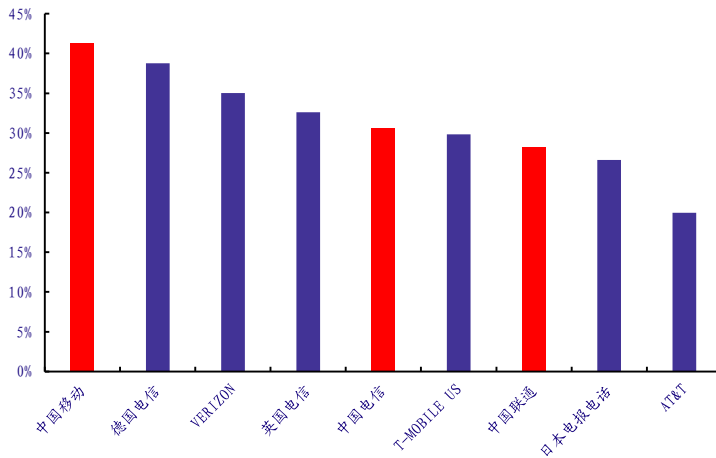
图 9. 中国运营商资产负债率低带动 ROE 偏低 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内运营商 EBITDA 处于全球第一阵营。中国移动 EBITDA 为 41.26%，遥遥领先于其他运营商，反映出中国移动现金流情况优于全球其他运营商。

图 10. 国内运营商 EBITDA 率处于第一阵营 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、运营商对比 A 股其他优质资产，指标表现优势凸显

运营商股息率较高，投资价值性凸显。我们选取市值大于 1000 亿元的 A 股上市公司，并选取营业收入、净利润增长率、股息率和 PE 相关优质标的，排除异常值，样本公司共计 30 个标的（包含运营商 A+H 股）。

表 4. 三大运营商相较 A 股相关 30 个标的重点 KPI 情况不一

证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM) (单位: 倍)	PEG (单位: 倍)	股息率 (单位: %)	营收增长率 (单位: %)	净利润增长率 (单位: %)
000001.SZ	平安银行	8.97	0.38	1.39	10.32	25.61
000166.SZ	申万宏源	14.83	0.91	2.28	16.66	21.05
000338.SZ	潍柴动力	15.61	1.04	2.92	3.17	2.35
000776.SZ	广发证券	17.78	0.61	2.80	17.48	11.92
002142.SZ	宁波银行	13.98	0.52	1.31	28.37	29.55
002241.SZ	歌尔股份	44.38	0.50	0.63	35.47	51.03
002271.SZ	东方雨虹	33.74	0.81	0.64	46.96	24.40
002460.SZ	赣锋锂业	64.84	0.15	0.26	102.07	409.27
002812.SZ	恩捷股份	100.32	0.42	0.16	86.37	145.55
003816.SZ	中国广核	15.67	1.60	3.09	14.30	5.43
600028.SH	中国石化	7.39	0.54	3.25	30.23	101.99
600030.SH	中信证券	17.17	0.99	1.02	40.71	54.71
600050.SH	中国联通	17.35	1.18	2.49	7.90	15.10
600941.SH	中国移动	11.92	1.43	3.07	10.44	7.36
601138.SH	工业富联	12.06	0.31	4.65	1.80	14.91

601186.SH	中国铁建	4.17	1.09	4.30	12.05	14.03
601238.SH	广汽集团	25.18	0.37	3.58	19.76	22.14
601633.SH	长城汽车	58.07	0.22	0.76	32.04	25.41
601688.SH	华泰证券	12.37	0.33	3.39	20.55	25.12
601728.SH	中国电信	14.14	1.01	4.24	11.34	24.02
601800.SH	中国交建	6.57	1.85	2.93	9.25	21.44
601857.SH	中国石油	10.69	0.41	2.06	35.19	242.54
601898.SH	中煤能源	6.13	0.11	5.76	63.96	112.82
601919.SH	中远海控	4.06	0.77	1.61	94.85	687.51
603259.SH	药明康德	84.37	0.51	2.82	38.50	71.99
603288.SH	海天味业	67.71	0.90	1.60	9.71	4.09
688981.SH	中芯国际	48.87	1.21	1.22	29.70	178.58
0941.HK	中国移动	8.32	0.88	7.34	8.01	7.55
0728.HK	中国电信	9.00	0.75	6.72	11.69	24.04
0762.HK	中国联通	6.76	0.45	6.78	7.90	15.35

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 注: 中国移动与中国电信 A 股股息率为半年股息, H 股为全年股息

对比股息率高于三大运营商 A/H 股最低值的优质标的, 得到 17 个优质标的, 其中中国移动 (H 股) 股息率较高, 达到 7.34%。2021 年 A 股电信运营商股息率计算得出, 中国移动较高, 达 5.10%, 中国电信和中国联通股息率分别为 4.34% 和 2.53%。

表 5. 17 个相关标中, 股息率较高

证券代码	证券简称	报告期内股息率 (单位: %)
<b>0941.HK</b>	<b>中国移动</b>	<b>7.34</b>
<b>0762.HK</b>	<b>中国联通</b>	<b>6.78</b>
<b>0728.HK</b>	<b>中国电信</b>	<b>6.72</b>
601898.SH	中煤能源	5.76
601138.SH	工业富联	4.65
601186.SH	中国铁建	4.30
601728.SH	中国电信	4.24
601238.SH	广汽集团	3.58
601688.SH	华泰证券	3.39
600028.SH	中国石化	3.25
003816.SZ	中国广核	3.09
600941.SH	中国移动	3.07
601800.SH	中国交建	2.93
000338.SZ	潍柴动力	2.92
603259.SH	药明康德	2.82
000776.SZ	广发证券	2.80

600050.SH	中国联通	2.49
-----------	------	------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对比市盈率低于三大运营商 A/H 股最高值的优质标的, 得到 20 个优质标的, 其中中国移动 (H 股) 市盈率较低, 达 8.32 倍。

**表 6. 20 个市盈率低优质股中, 中国移动市盈率较低**

证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM) (单位: 倍)
600050.SH	中国联通	17.35
600030.SH	中信证券	17.17
003816.SZ	中国广核	15.67
000338.SZ	潍柴动力	15.61
000166.SZ	申万宏源	14.83
601728.SH	中国电信	14.14
002142.SZ	宁波银行	13.98
601688.SH	华泰证券	12.37
601138.SH	工业富联	12.06
600941.SH	中国移动	11.92
601857.SH	中国石油	10.69
0728.HK	中国电信	9.00
000001.SZ	平安银行	8.97
0941.HK	中国移动	8.32
600028.SH	中国石化	7.39
0762.HK	中国联通	6.76
601800.SH	中国交建	6.57
601898.SH	中煤能源	6.13
601186.SH	中国铁建	4.17
601919.SH	中远海控	4.06

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

选取 PEG 指标, 此指标将市盈率和公司业绩成长性对比综合分析。选取 PEG 处于三大运营商之间的标的, 得到 19 个优质标的。其中三大运营商 (H 股) PEG 均小于 1, 具有良好的成长空间。

**表 7. PEG 符合区间优质股中, 三大运营商均小于 1**

证券代码	证券简称	PEG (单位: 倍)
600941.SH	中国移动	1.43
688981.SH	中芯国际	1.21
600050.SH	中国联通	1.18

601186.SH	中国铁建	1.09
000338.SZ	潍柴动力	1.04
601728.SH	中国电信	1.01
600030.SH	中信证券	0.99
000166.SZ	申万宏源	0.91
603288.SH	海天味业	0.90
0941.HK	中国移动	0.88
002271.SZ	东方雨虹	0.81
601919.SH	中远海控	0.77
0728.HK	中国电信	0.75
000776.SZ	广发证券	0.61
600028.SH	中国石化	0.54
002142.SZ	宁波银行	0.52
603259.SH	药明康德	0.51
002241.SZ	歌尔股份	0.50
0762.HK	中国联通	0.45

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综上所述, 三项指标均满足的标的除三大运营商外还有潍柴动力、中国石化、中国铁建。

**表 8. 三大运营商具有良好股息率、市盈率和 PEG 指标**

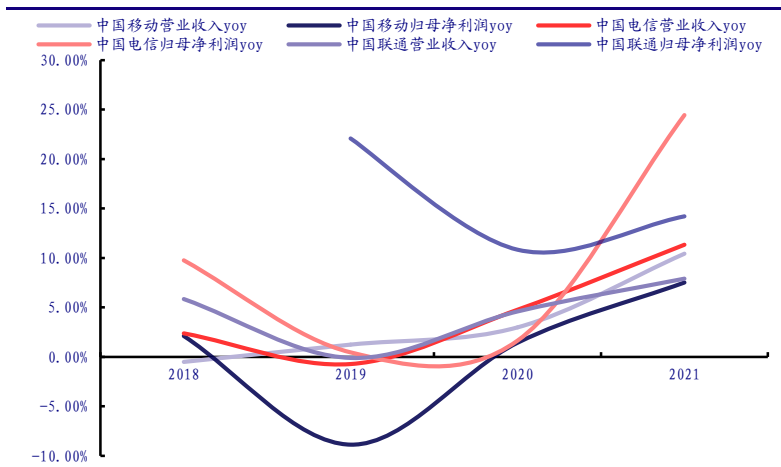
证券代码	证券简称	PEG (单位: 倍)	市盈率 PE (TTM) (单位: 倍)	股息率(报告期) (单位: %)
600941.SH	中国移动	1.43	11.92	3.07
600050.SH	中国联通	1.18	17.35	2.49
601186.SH	中国铁建	1.09	4.17	4.30
000338.SZ	潍柴动力	1.04	15.61	2.92
601728.SH	中国电信	1.01	14.14	4.24
0941.HK	中国移动	0.88	8.32	7.34
0728.HK	中国电信	0.75	9.00	6.72
600028.SH	中国石化	0.54	7.39	3.25
0762.HK	中国联通	0.45	6.76	6.78

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、运营商基本面边际向好, 重回高成长带来估值修复

“提速降费”政策收敛, 运营商基本面有望超预期。随着 2022 年提速降费政策收敛, 运营商业务不断转型升级, 有望在政策扶持下业绩与利润双升, 基本面有望持续改善。

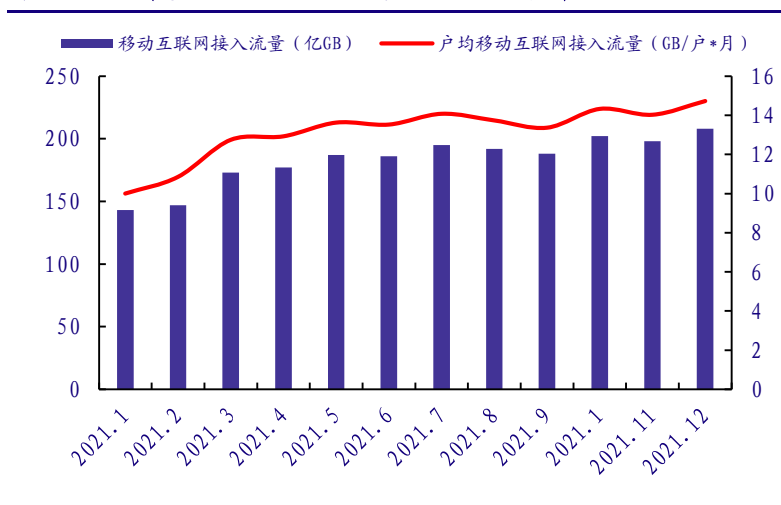
图 11. 三大运营商营收、归母净利润改善边际向好



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

用户数据流量持续增加, DOU 值稳步提升。“提速降费”政策通过降低单位流量的费用, 进而刺激数据量的发展。随着用户数据流量消费习惯的培养, 平均每户每月上网流量 (DOU) 稳步提升。在 DOU 与单位流量费用增长带动下, 每用户平均收入 (ARPU) 有望持续提升。

图 12. 2021 年移动互联网接入月流量与 DOU 稳定提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

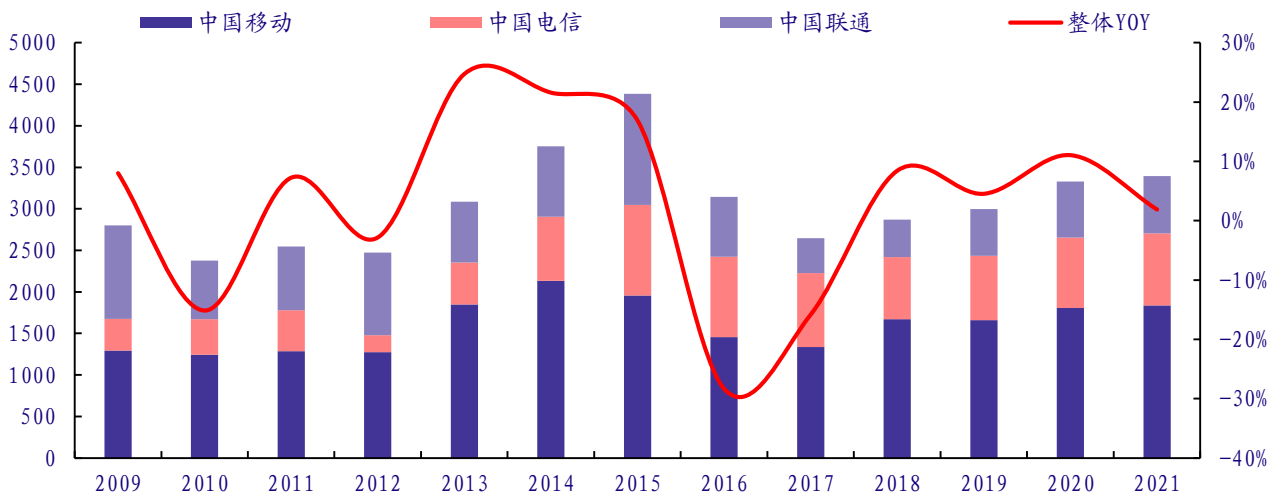
5G 转入收获期, 运营商有望开启新一轮增长。运营商基于 5G+云网背景下更多的强调商业逻辑和市场化, 依靠网络基础和客户黏性优势, 提供更多的网络增值服务, 赋能各行各业数字化转型升级, 提升了社会数字化水平。考虑 5G 基础网络重点投入已有三年, 运营商业务陆续进入 5G “收获期”, 电信企业有望乘 5G 通信技术变革之大潮, 迎来业绩的边际改善。

政策面向好叠加行业发展新机遇, 低估值运营商业绩改善有望超预期。从行业景气度来看, 2022 年“提速降费”政策收敛, 市场化程度持续优化, 运营商最受益; 从成本端来看, 成本压小有所减少, 3 年的 5G “投入期”效果显著, 用户数和渗透率提升, 资本开支企稳结构优化降低成本压力, 同时资本开支由 CT 侧逐步重点转向 IT 服务侧, 符合数字经济发展新基建发展需求; 从收入端来看, 运营商营收有望双位数增长, 5G “收获期”到来, 包括 ARPU 持续提

升,2B/2C 端齐发力经营业绩有望再超预期,基于 5G+云网背景下拓宽商业模式和市场化方向,依靠网络基础和客户黏性优势,提供更多增值服务有望带来新的业绩增量。

**三大运营商资本开支平稳增长,持续优化助力更高质量发展。**中国移动 2021 年资本开支为 1836 亿元,同比增长 1.6%,其中移动通信网投资 1105 亿元,占比较去年下降 1%;**中国电信** 2021 年资本开支为 867.2 亿元,同比增长 2.3%,其中 5G 网络投资 379.85 亿元,整体占比较去年下降 2.4%;**中国联通** 2021 年资本开支 689.6 亿元,同比增长 2.01%。其中移动网络投资 338.9 元,整体占比较去年降低 7%。未来三大运营商将合理规划网络投资,5G 投资企稳,高资本开支压力有望边际改善。

图 13. 近年三大运营商资本开支平稳增长,中国移动占比最高(亿元)

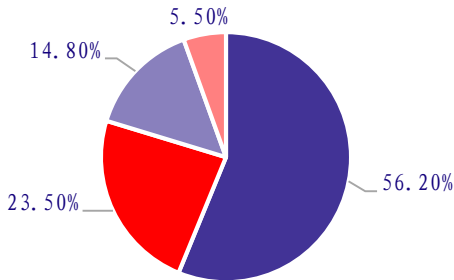


资料来源: wind, 三大运营商官网, 中国银河证券研究院

**数字经济大力发展,运营商资本开支企稳向 IT 侧重。**中国移动预计 2022 年资本开支 1852 亿元,其中 5G 相关资本开支约 1100 亿元,同比下降 3.5%。中国电信预计 2022 年资本开支为 930 亿元,同比增长 7%,其中 5G 网络投资占比 36.6%,达到 340 亿元,同比下降 10.5%;产业数字化投资由 9%增长至 10.3%。中国联通未公布 2022 年资本开支,鉴于与中国电信共建共享,预计 5G 投资趋势类似。运营商 2022 年总体资本开支有小幅增长,其中 5G 相关资本开支企稳,预计未来 5G 建设主要用于完善网络覆盖和容量扩容,投资重点转向推进算力网络建设,宽带互联网、产业数字化方向,以及数据中心能力布局和宽带千兆网等方向。

图 14. 2020 年中国移动资本开支移动通信网占比超 56%

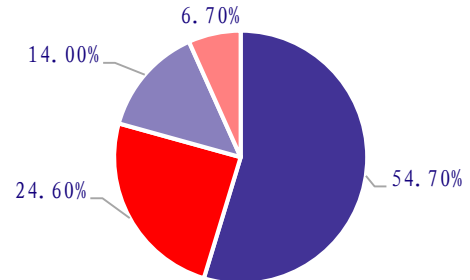
■ 移动通信网 ■ 传输网 ■ 支撑网 ■ 机房土建及其他



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15. 2021 年中国移动资本开支移动通信网占比降低

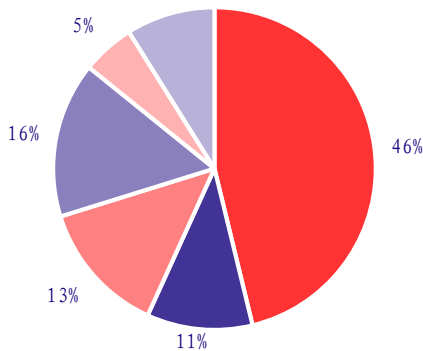
■ 移动通信网 ■ 传输网 ■ 支撑网 ■ 机房土建及其他



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16. 2020 年中国电信 5G 网络投资占比接近 50%

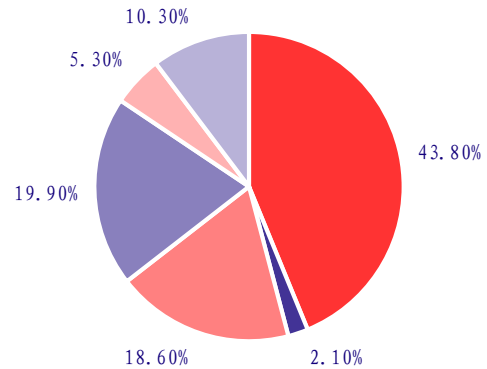
· 5G 网络投资 · 4G 网络投资 · 宽带互联网  
· 产业数字化 · 运营系统及业务平台 · 基础设施及其他



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17. 2021 年中国电信资本开支产业数字化比例提高

· 5G 网络投资 · 4G 网络投资 · 宽带互联网  
· 产业数字化 · 运营系统及业务平台 · 基础设施及其他



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议

**A 股运营商估值较低，未来有望持续恢复。**对比国际运营商上市公司，美国上市公司龙头运营商 AT&T、Verizon、T-Mobile US，2022E-2024E 年市盈率平均预测值为 PE 22.73 倍、13.12 倍、10.33 倍。A 股三大运营商 2022E-2024E 年 EPS 为 2.14 元、2.34 元、2.53 元，对应市 PE 平均值为 12.96 倍、11.61 倍、10.47 倍。

**政策面向好叠加行业发展新机遇，低估值运营商业绩改善有望超预期，推荐中国移动 (A+H)。**从行业景气度来看，2022 年“提速降费”政策收敛，市场化程度持续优化，运营商最受益；从成本端来看，成本压小有所减少，3 年的 5G “投入期”效果显著，用户数和渗透率提升，资本开支企稳结构优化降低成本压力，同时资本开支由 CT 侧逐步重点转向 IT 服务侧，



符合数字经济发展新基建发展需求；从收入端来看，运营商营收有望双位数增长，5G “收获期”到来，包括APRU持续提升，2B/2C端齐发力经营业绩有望再超预期，基于5G+云网背景下拓宽商业模式和市场化方向，依靠网络基础和客户黏性优势，提供更多增值服务有望带来新的业绩增量。

运营商业绩的双位数增长重回高成长赛道，叠加高分红策略有望带动运营商板块的估值修复，推荐运营商龙头中国移动（A+H）。

表 9. 全球运营商可比公司估值表（截至 2022 年 04 月 18 日）

代码	简称/计价单位	市值(亿元)	EPS (元/股)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600941	中国移动(CNY)	14020.42	5.66	5.88	6.39	6.88	12.09	11.24	10.37	9.60
601728	中国电信(CNY)	3632.83	0.31	0.32	0.36	0.41	14.00	12.45	11.01	9.79
600050	中国联通(CNY)	1087.68	0.21	0.23	0.26	0.29	17.25	15.20	13.46	12.03
	<b>A 股平均</b>		<b>2.06</b>	<b>2.14</b>	<b>2.34</b>	<b>2.53</b>	<b>14.45</b>	<b>12.96</b>	<b>11.61</b>	<b>10.47</b>
000941	中国移动(HKD)	12041.47	5.66	5.94	6.47	6.61	8.20	7.64	7.08	6.61
000728	中国电信(HKD)	4253.95	0.31	0.31	0.36	0.40	7.05	8.10	7.10	6.27
000762	中国联通(HKD)	1187.21	0.47	0.53	0.60	0.62	5.61	5.95	5.30	4.94
	<b>H 股票平均</b>		<b>2.15</b>	<b>2.26</b>	<b>2.48</b>	<b>2.54</b>	<b>6.95</b>	<b>7.23</b>	<b>6.50</b>	<b>5.94</b>
T US	AT&T(USD)	1395.72	2.77	2.34	2.32	2.39	5.67	6.87	7.06	7.17
VZ US	Verizon(USD)	2259.69	5.32	5.38	5.66	5.66	9.97	9.91	9.50	9.35
TMUS US	T-Mobile US(USD)	1661.06	2.42	2.59	5.83	9.18	29.58	51.41	22.81	14.49
	<b>美股平均</b>		<b>3.50</b>	<b>3.43</b>	<b>4.60</b>	<b>5.74</b>	<b>15.08</b>	<b>22.73</b>	<b>13.12</b>	<b>10.33</b>
DTE GR	德国电信(EUR)	820.11	0.87	1.02	1.27	1.59	11.19	13.36	11.70	10.04
BT/A LN	英国电信(GBP)	185.72	0.15	0.14	0.18	0.18	10.14	9.39	9.03	9.37
9432 JP	日本电报电话 (JPY)	135861.69	248.15	316.53	338.33	361.70	14.05	11.82	11.08	10.22
TLKM IJ	印尼电信(IDR)	4670369.37	-	262.04	283.14	352.57	21.96	17.74	16.48	12.74

资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

运营商 ToB 端业务转型不及预期，创新商业模式未形成；

竞争加剧等因素导致未来运营商 ARPU 趋势不及预期；

5G 规模化商用推进不及预期；

国内外政策及形势不确定性风险。

### 插图目录

图 1. 中国 5G 基建数量全球领先 (单位: 万, %)	2
图 2. 2025 年全球 5G 渗透率预测, 中国渗透率较高 (单位: %)	3
图 3. 2025 年智能手机连接百分比持续升高 (单位: %)	3
图 4. 全球资本开支投向 5G 占比较高	4
图 5. 国内运营商市场份额, 中国移动大幅领先 (单位: %)	4
图 6. 中国移动跻身全球龙头运营商, 市值排名较高 (单位: 亿美元)	6
图 7. 中国移动营收、归母净利润世界通信运营商名列前茅 (单位: 百万人民币)	7
图 8. 中国运营商收入增长态势明显, 欧美市场整体疲弱	8
图 9. 中国运营商资产负债率低带动 ROE 偏低 (单位: %)	8
图 10. 国内运营商 EBITDA 率处于第一阵营 (单位: %)	9
图 11. 三大运营商营收、归母净利润改善边际向好	13
图 12. 2021 年移动互联网接入月流量与 DOU 稳定提升	13
图 13. 近年三大运营商资本开支平稳增长, 中国移动占比最高 (亿元)	14
图 14. 2020 年中国移动资本开支移动通信网占比超 56%	15
图 15. 2021 年中国移动资本开支移动通信网占比降低	15
图 16. 2020 年中国电信 5G 网络投资占比接近 50%	15
图 17. 2021 年中国电信资本开支产业数字化比例提高	15

### 表格目录

表 1. 全球前五最有价值运营商品牌	5
表 2. 全球不同国家的品牌价值及占比	5
表 3. 三大运营商与海外运营商估值与业绩对比, 国内运营商估值较低	6
表 4. 三大运营商相较 A 股相关 30 个标的重点 KPI 情况不一	9
表 5. 17 个相关标中, 股息率较高	10
表 6. 20 个市盈率低优质股中, 中国移动市盈率较低	11
表 7. PEG 符合区间优质股中, 三大运营商均小于 1	11
表 8. 三大运营商具有良好股息率、市盈率和 PEG 指标	12
表 9. 全球运营商可比公司估值表 (截至 2022 年 04 月 18 日)	16

### 分析师承诺及简介

**赵良毕**，通信行业分析师，通信团队负责人。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，5年证券从业经验，任职国泰君安期间曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，任职开源证券期间2020年获得Wind金牌通信分析师前五名。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun-yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun-yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru-yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru-yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling-bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn)