

利润超预期，DICT 业务延续高增

华泰研究

2022年8月12日 | 中国香港

中报点评

通信运营

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

78.40

研究员

SAC No. S0570520090002
SFC No. BNC535余熠
yuyi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

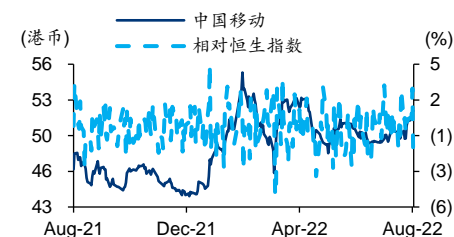
研究员

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066黄乐平, PhD
leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

基本数据

目标价(港币)	78.4
收盘价(港币 截至8月11日)	51.75
市值(港币百万)	1,106,594
6个月平均日成交额(港币百万)	1,310
52周价格范围(港币)	45.90-58.65
BVPS(人民币)	60.08

股价走势图



资料来源: S&P

1H22 收入利润超预期；中期派息率提升

中国移动于8月11日公布1H22财务业绩：1H22收入同比增长12.0%至人民币4969.34亿元，超过彭博一致预期（4809.30亿），主要受5G渗透率提升、DICT业务及手机销量增长驱动。1H22归母净利润为人民币703亿元，超过彭博一致预期（625.39亿），同比增长18.8%，剔除上年同期残值率调整影响后同比增长7.3%。1H22公司中期派息每股2.2港元，同比提升34.9%。我们看好公司数字化业务的发展，预计22-24年归母净利润为1,308/1,412/1,500亿元（前值：1,250/1,341/1,429亿元）。考虑到公司在DICT业务的增长潜力，给予其2.64倍2022年EV/EBITDA估值（过去五年平均：2.4），对应目标价78.4港元（前值：77.5），维持“买入”评级。

移动 ARPU 维持稳健增长，DICT 业务延续高增

公司1H22服务收入同比增长8.4%至人民币4264.17亿元。个人市场方面，移动ARPU同比增长0.2%至人民币52.3元，5G用户增长至5.11亿，5G渗透率为52.7%（1Q22：48.3%）。家庭市场方面，1H22收入达594亿元，同比增长18.7%，其中家用宽带客户数量增长至2.30亿，家用宽带综合ARPU同比增长4.6%至人民币43.0元，主因带宽升级、智家应用持续拓展。政企市场方面，DICT收入达到人民币482亿元，同比增长44.2%。其中，移动云业务同比增长103.6%至234亿元；5G行业商用上半年带动DICT项目签约金额超160亿元。此外，新兴市场收入实现36.5%的高速增长。

加大东数西算及双千兆网络建设投入，成本费用控制良好

公司1H22 EBITDA为人民币1739亿元，同比增长7.4%。资本开支方面，1H22公司5G相关资本开支达587亿元，算力资本开支为200亿元，云服务器净增11.2万台至59.3万台，IDC净增2.2万架至42.9万架。成本费用方面，1H22公司线上销售服务能力提升，带动销售费用下降13.8%至261.8亿元，占收比下降1.58pct，此外，受上年同期资产残值率调整基数影响，虽然资产规模扩大，但1H22折旧摊销费用同比持平。

盈利有望持续增长，维持“买入”

我们看好公司在政企、家庭及新兴市场的长期增长潜力，上调公司22-24年归母净利润预期至人民币1,308/1,412/1,500亿元（前值：1,250/1,341/1,429亿元），考虑到公司DICT业务的增长潜力，给予公司2.64倍2022年EV/EBITDA（过去五年平均EV/EBITDA：2.40倍），对应目标价78.4港币（前值：77.5港币），维持“买入”评级。

风险提示：1) ARPU改善幅度不及我们的预期；2) 5G投入超出预期；3) 竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	768,070	848,258	942,076	1,015,423	1,081,248
+/-%	2.97	10.44	11.06	7.79	6.48
归属母公司净利润(人民币百万)	107,843	116,148	130,784	141,190	149,992
+/-%	1.13	7.70	12.60	7.96	6.23
EPS(人民币, 最新摊薄)	5.27	5.45	6.13	6.62	7.03
ROE(%)	9.57	9.86	10.58	10.90	11.11
PE(倍)	8.06	7.79	6.92	6.41	6.03
PB(倍)	0.76	0.75	0.71	0.68	0.66
EV EBITDA(倍)	2.53	2.21	2.21	1.90	1.92

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

中国移动 2022 年业绩概览

图表1：中国移动：收入及盈利

(人民币百万元)	2018	2019	2020	2021	1H22
收入	736,819	745,917	768,070	848,258	496,934
同比增长 (%)	(0.5)	1.2	3.0	10.4	12
分业务拆分					
通信服务收入	670,907	674,392	695,692	751,409	426,417
同比增长 (%)	0.4	0.5	3.2	8.0	8.4
产品销售及其他	65,912	71,525	72,378	96,849	70,517
同比增长 (%)	(8.7)	8.5	1.2	33.8	39.8
网络运维费用	(200,007)	(175,810)	(206,424)	(225,010)	(138,194)
在总收入中占比 (%)	27.1	23.6	26.9	26.6	27.8
折旧和摊销费用	(154,154)	(182,818)	(172,401)	(193,045)	(99,464)
在总收入中占比 (%)	20.9	24.5	22.4	22.8	20.0
职工薪酬及相关费用	(93,939)	(102,518)	(106,429)	(118,680)	(63,934)
在总收入中占比 (%)	12.7	13.7	13.9	14.0	12.9
销售费用	(60,326)	(52,813)	(49,943)	(48,243)	(26,182)
在总收入中占比 (%)	8.2	7.1	6.5	5.7	5.3
产品成本	(66,231)	(72,565)	(73,100)	(96,083)	(68,900)
在总收入中占比 (%)	9.0	9.7	9.5	11.3	13.9
其他营业费用	(40,775)	(46,244)	(47,039)	(49,234)	(25,812)
在总收入中占比 (%)	5.5	6.2	6.1	5.8	5.2
总营业费用	(615,432)	(632,768)	(655,336)	(730,295)	(422,486)
营业利润	121,387	113,149	112,734	117,963	90,910
同比增长 (%)	1.0	(6.8)	(0.4)	4.6	17.4
营业利润率	16.5	15.2	14.7	13.9	18.3
EBITDA	276,008	295,967	285,135	311,008	173,912
同比增长 (%)	1.9	7.2	(3.7)	9.1	7.4
EBITDA 利润率	37.5	39.7	37.1	36.7	35
归母净利润	117,781	106,641	107,843	116,148	70,257
同比增长 (%)	3.1	(9.5)	1.1	7.7	18.9
净利润率	16.0	14.3	14.0	13.7	14.1

资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测调整

我们看好公司在政企、新兴市场的增长潜力，将 2022/2023/2024 年收入预测上调至人民币 9,421 亿/10,154 亿/10,812 亿元（前值：9,208 亿/9,874 亿/10,468 亿元），净利润预测上调至人民币 1,308 亿/1,412 亿/1,500 亿元（前值：1,250 亿/1,341 亿/1,429 亿元）。

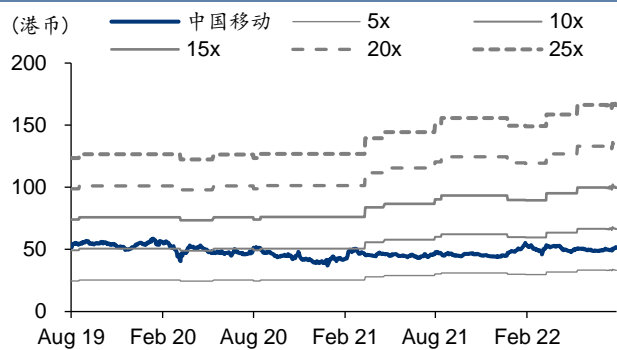
估值方法

我们使用 EV/EBITDA 进行估值，因为历史上电信公司创造现金流的能力较强，而 EBITDA 往往可以较好地反映经营现金流，并能削弱折旧周期、资本支出周期和资本结构方面差异的影响。我们的目标价基于 2.64 倍 2022 年预测 EV/EBITDA，略高于该股 5 年 EV/EBITDA 均值（2.40 倍），鉴于公司基本面的改善以及具有吸引力的股息率，我们认为属适当。

风险提示

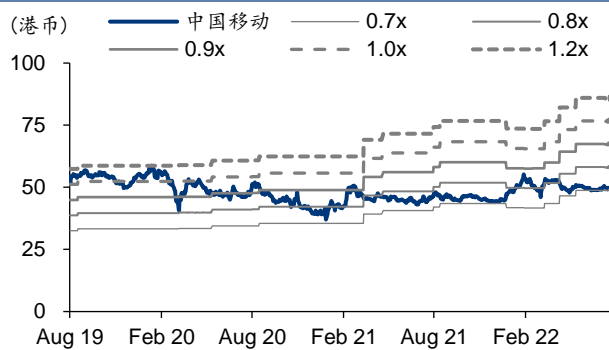
1) ARPU 改善低于预期；2) 5G 资本支出超出预期；3) 竞争加剧；4) 公司采取较为保守的股息政策。

图表2: 中国移动 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 中国移动 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	768,070	848,258	942,076	1,015,423	1,081,248
销售成本	(558,354)	(632,818)	(706,446)	(764,246)	(814,790)
毛利润	209,716	215,440	235,630	251,177	266,458
销售及分销成本	(49,943)	(48,243)	(46,796)	(46,328)	(46,328)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(47,039)	(49,234)	(51,696)	(54,022)	(56,210)
财务成本净额	11,345	14,050	11,821	13,183	12,129
应占联营公司利润及亏损	12,678	11,914	13,232	14,262	15,186
税前利润	142,359	152,184	171,361	185,368	196,661
税费开支	(34,219)	(35,878)	(40,399)	(43,987)	(46,465)
少数股东损益	297.00	158.00	177.91	192.07	204.04
净利润	107,843	116,148	130,784	141,190	149,992
折旧和摊销	(172,401)	(193,045)	(181,393)	(186,005)	(189,276)
EBITDA	303,415	331,179	340,933	358,191	373,808
EPS (人民币, 基本)	5.27	5.45	6.13	6.62	7.03

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	8,044	10,203	8,218	11,268	11,195
应收账款和票据	64,114	62,959	73,644	70,858	81,346
现金及现金等价物	212,729	243,943	363,225	379,322	411,928
其他流动资产	294,856	278,266	321,449	328,745	348,643
总流动资产	579,743	595,371	766,536	790,193	853,113
固定资产	705,547	723,305	763,865	796,823	822,895
无形资产	7,213	8,171	12,756	17,698	22,960
其他长期资产	435,379	514,480	439,228	439,836	443,347
总长期资产	1,148,139	1,245,956	1,215,849	1,254,357	1,289,202
总资产	1,727,882	1,841,327	1,982,385	2,044,550	2,142,315
应付账款	387,359	427,221	471,789	478,932	522,134
短期借款	24,173	26,059	28,949	30,623	32,256
其他负债	105,742	128,868	121,894	115,096	109,790
总流动负债	517,274	582,148	622,632	624,651	664,179
长期债务	42,460	30,922	77,489	80,873	84,528
其他长期债务	15,376	17,965	11,122	11,512	11,906
总长期负债	57,836	48,887	88,611	92,385	96,434
股本	402,130	402,130	402,130	402,130	402,130
储备/其他项目	746,786	804,220	864,892	921,072	975,055
股东权益	1,148,916	1,206,350	1,267,022	1,323,202	1,377,185
少数股东权益	3,856	3,942	4,120	4,312	4,516
总权益	1,152,772	1,210,292	1,271,142	1,327,514	1,381,701

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	8.06	7.79	6.92	6.41	6.03
PB	0.76	0.75	0.71	0.68	0.66
EV EBITDA	2.53	2.21	2.21	1.90	1.92
股息率 (%)	6.37	7.41	8.98	10.14	11.09
自有现金流收益率 (%)	9.60	22.37	15.33	15.36	18.59

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	303,415	331,179	340,933	358,191	373,808
融资成本	(11,345)	(14,050)	(11,821)	(13,183)	(12,129)
营运资本变动	9,530	41,613	26,910	10,242	23,969
税费	(34,219)	(35,878)	(40,399)	(43,987)	(46,465)
其他	80,345	56,369	(80,254)	(58,291)	(60,914)
经营活动现金流	347,726	379,233	235,369	252,973	278,269
CAPEX	(190,356)	(128,074)	(184,844)	(181,885)	(177,848)
其他投资活动	(55,017)	(148,145)	77,591	11,777	10,779
投资活动现金流	(245,373)	(276,219)	(107,253)	(170,107)	(167,070)
债务增加量	(7,670)	(9,652)	49,457	5,059	5,287
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(59,808)	(57,887)	(70,112)	(85,010)	(96,009)
其他融资活动现金流	1,921	64,904	11,821	13,183	12,129
融资活动现金流	(65,557)	(2,635)	(8,834)	(66,768)	(78,593)
现金变动	36,796	100,379	119,282	16,097	32,606
年初现金	175,933	212,729	243,943	363,225	379,322
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	212,729	243,943	363,225	379,322	411,928

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	2.97	10.44	11.06	7.79	6.48
毛利润	(1.17)	2.73	9.37	6.60	6.08
营业利润	(0.37)	4.64	16.26	9.98	8.68
净利润	1.13	7.70	12.60	7.96	6.23
EPS	1.13	3.43	12.60	7.96	6.23
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	27.30	25.40	25.01	24.74	24.64
EBITDA	39.50	39.04	36.19	35.28	34.57
净利润率	14.04	13.69	13.88	13.90	13.87
ROE	9.57	9.86	10.58	10.90	11.11
ROA	6.42	6.51	6.84	7.01	7.16
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(12.72)	(15.50)	(20.27)	(20.24)	(21.43)
流动比率	1.12	1.02	1.23	1.27	1.28
速动比率	1.11	1.01	1.22	1.25	1.27
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.46	0.48	0.49	0.50	0.52
应收账款周转天数	28.95	26.96	26.10	25.62	25.34
应付账款周转天数	240.90	231.70	229.06	223.92	221.15
存货周转天数	4.96	5.19	4.69	4.59	4.96
现金转换周期	(206.99)	(199.55)	(198.27)	(193.71)	(190.85)
每股指标 (人民币)					
EPS	5.27	5.45	6.13	6.62	7.03
每股净资产	56.11	56.58	59.43	62.06	64.59

免责声明

分析师声明

本人, 余熠、黄乐平, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师余熠、黄乐平本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国移动（941 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 中国移动（941 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司