

买入

2022年8月12日

上半年收入和利润超市场预期增长，中期派息比率再次提高

- 上半年收入和利润超市场预期增长：**2022H1 公司实现营业收入 4969 亿元人民币 (+YoY12.0%)，其中，通信服务收入 4264 亿元 (+YoY8.4%)，归属于母公司股东净利润 703 亿元 (+YoY18.9%)，超出市场预期，剔除上年同期残值率调整影响后同比增长 7.3%，每股盈利为人民币 3.29 元，同比增长 14.1%，盈利能力继续保持国际一流运营商领先水平。EBITDA 为 1739 亿元 (+YoY7.4%)，EBITDA 率为 35.0%。派息方面，公司决定 2022 年中期派息每股 2.2 港元，同比增长 34.9%，派息比率从 2021H1 的 46.7% 提高到 2022H1 的 57.4%，全年派息率比上年进一步提升。2023 年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。
- 个人和家庭市场收入稳中有升：**2022H1 个人市场实现收入 2561 亿元 (+YoY0.2%)，移动用户 9.70 亿户，净增 1296 万户，其中 5G 套餐客户达到 5.11 亿户，净增 1.24 亿户，5G 渗透率达到 53%，得益于 5G 快速迁转以及数字生活消费增长的拉动，单客户价值稳健增长，移动 ARPU 达到 52.3 元 (+YoY0.2%)，移动 ARPU 延续企稳回升的态势。家庭市场收入达到 594 亿元 (+YoY18.7%) 家庭宽带客户达到 2.3 亿户，净增 1241 万户，其中千兆宽带客户净增占比超 88%；智能组网客户同比增长 86.6%，家庭安防客户同比增长 136.2%，大屏点播客户同比增长 139.3%。带宽升级、智家应用拓展带动家庭客户综合 ARPU 持续提升至 43.0 元 (+YoY4.6%)。
- 政企市场增势强劲：**政企市场收入 911 亿元 (+YoY24.6%)，其中 DICT 收入达到 482 亿元 (+YoY44.2%)。移动云收入 234 亿元 (+YoY103.6%)，其中对公的行业云收入 188 亿 (+YoY93.9%)，对个人和家庭的云收入 46 亿元。截至 6 月底，签约云大单超 3,500 个，拉动收入超 130 亿元，央企国企上云项目超 1100 个，成功打造政务云、教育云、医疗云等一批行业云标杆，移动云向业界第一阵营加速前进。
- 维持目标价 80 港元，买入评级：**考虑去年上半年对资产折旧残值率的调整，我们略微上调公司 2022 年的利润到 1282 亿元（前值 1237 亿元），公司上半年业绩超预期增长，并提高中期股息的派息率，我们持续看好中国移动的基本面改善和价值回归。参考公司历史估值与对比全球运营商的估值，给予中国移动港股 2023 年 11 倍的 PE，维持目标价格至 80 港元，对应 2022-2024 年 7.4 倍/7.2 倍/6.7 倍市盈率，较目前价格有 55% 的上涨空间，维持买入评级。
- 风险提示：**运营商市场竞争加剧；公司分红派息不及预期；公司 DICT 业务发展不及预期；公司移动和固网宽带 ARPU 提升不及预期。

罗凡环

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

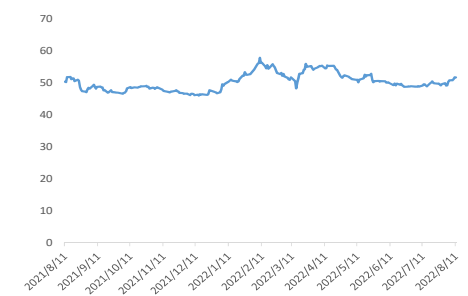
行业	电讯服务
股价	51.75 港元
目标价	80 港元 (+55%)
股票代码	0941
已发行股本	213.63 亿股
市值	11200 亿港元
52 周高/低	56.22/43.47 港元
每股净现值	69.7 港元
主要股东	中国移动香港(BVI)有限公司 72.72% 公众股东 27.28%

盈利摘要

截止12月31日止财政年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	768,070	848,258	899,552	959,559	1,018,605
变动(%)	2.97%	10.44%	6.05%	6.67%	6.15%
净利润(百万元)	107,843	116,148	128,215	132,723	142,638
EPS(港元)	5.86	6.31	6.96	7.21	7.75
变动(%)	1.13%	7.70%	10.39%	3.52%	7.47%
市盈率(倍, @51.75港元)	8.84	8.21	7.43	7.18	6.68
每股派息(港元)	3.29	4.06	4.53	5.04	5.81
息率(%)	6.36%	7.85%	8.74%	9.75%	11.22%

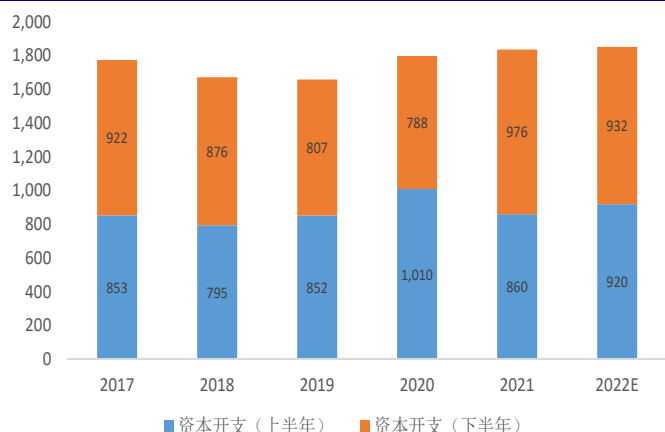
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



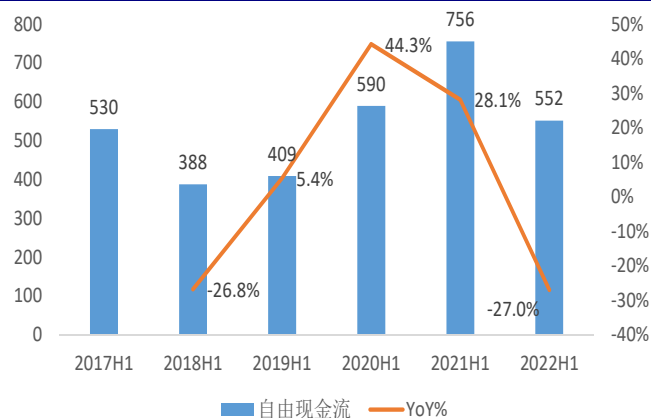
来源：彭博

图表 1: 中国移动资本开支 (亿元)



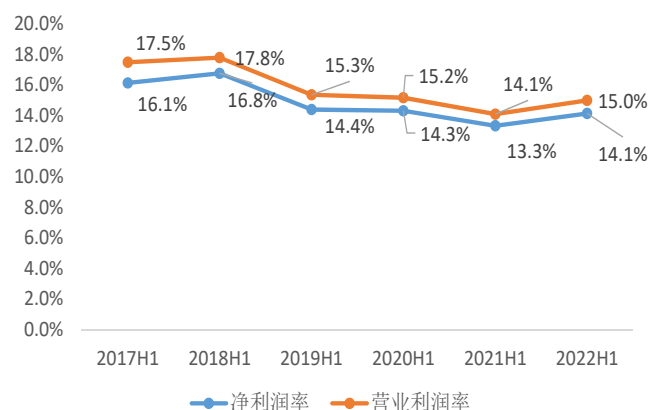
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 2: 中国移动自由现金流情况 (亿元)



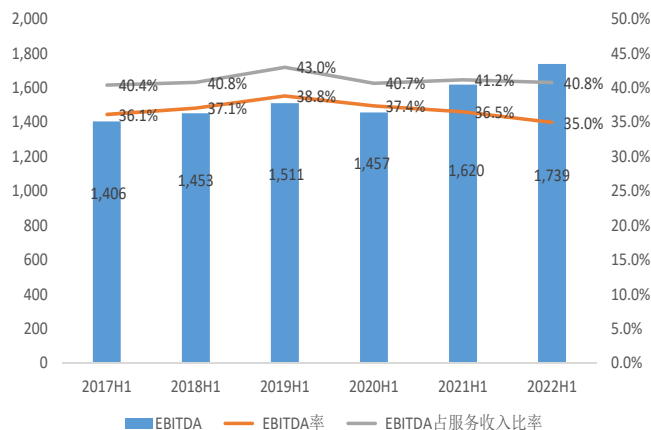
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 3: 中国移动营业利润率和净利润率



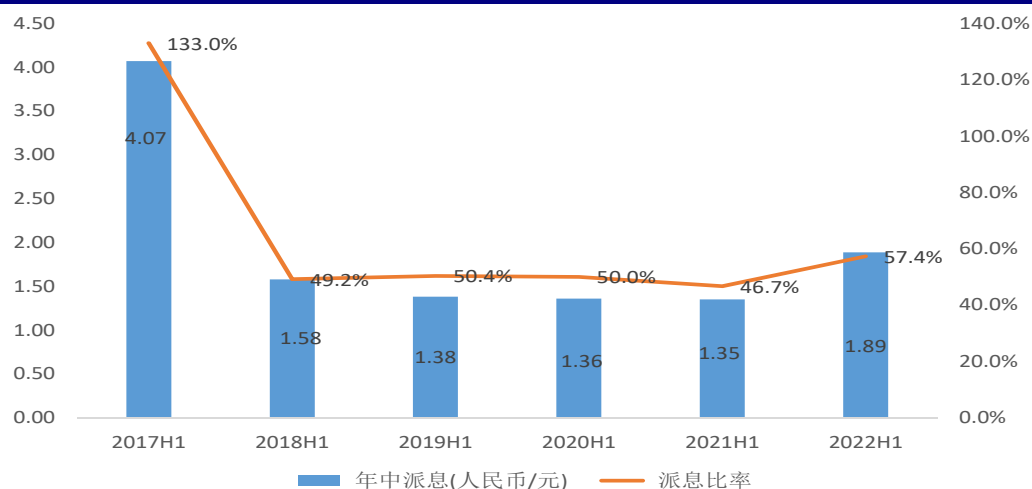
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 4: 中国移动 EBITDA 和 EBITDA 率 (亿元)



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 5: 中国移动年中派息情况和派息比率



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 6：中国移动主要运营数据

		单位	1H2021	1H2022
移动业务	客户数	万户	94,551	96,985
	移动业务收入	亿元人民币	2,924.59	3,003.22
	移动ARPU	元人民币	52.2	52.3
	手机上网流量	亿GB	581.9	682.8
	手机上网DOU	GB	11.9	13.5
	MOU	分钟	264	254
其中：5G	网络客户数	万户	12,706	26,264
	ARPU	元人民币	88.9	85.0
	手机上网DOU	GB	20.7	21.5
有线宽带	客户数	万户	22,560	25,606
	有线宽带收入	亿元人民币	472.00	541.68
	ARPU	元人民币	36.1	36.3
其中：家庭宽带	客户数	万户	20,544	23,034
	家庭客户综合ARPU	元人民币	41.1	43.0

资料来源：公司公告、第一上海整理

附录 1：主要财务报表

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
固定资产	705,547	723,305	749,334	774,923	796,571
其他资产合计	442,592	522,651	516,597	510,649	504,814
非流动资产	1,148,139	1,245,956	1,265,931	1,285,572	1,301,385
现金及等价物	212,729	243,943	279,671	302,261	324,949
应收账款	85,048	44,805	45,802	46,823	47,867
预付账款	25,713	28,291	28,857	29,434	30,023
其他资产合计	256,253	278,332	278,937	279,564	280,213
流动资产	579,743	595,371	633,267	658,081	683,052
总资产	1,727,882	1,841,327	1,899,198	1,943,653	1,984,437
租赁负债	42,460	30,922	30,922	30,922	30,922
其他非流动负债	15,376	17,965	17,965	17,965	17,965
非流动负债	57,836	48,887	48,887	48,887	48,887
应付账款	167,990	152,712	154,239	155,782	157,339
应计费用及其他应付款	200,952	274,509	274,509	274,509	274,509
其他非流动负债	148,332	154,927	167,559	167,559	167,559
流动负债	517,274	582,148	596,307	597,850	599,407
负债合计	575,110	631,035	645,194	646,737	648,294
所有者权益	1,152,772	1,210,292	1,254,004	1,296,917	1,336,143

	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
除税前净利润	142,359	152,184	168,704	174,635	187,681
折旧及摊销	172,401	193,045	198,597	207,253	216,771
预期信用减值损失	5,084	4,171	0	0	0
投资收益	-12,678	-11,914	-11,914	-11,914	-11,914
其他	595	-22,722	-57,859	-59,324	-62,497
经营活动现金流	307,761	314,764	297,528	310,651	330,040
资本开支	-189,577	-202,673	-202,904	-208,317	-213,892
已收利息	12,999	13,361	0	0	0
其他投资现金流	1,471	-35,623	21,666	10,065	9,952
投资活动现金流	-188,106	-238,296	-181,238	-198,252	-203,940
已付本公司股东股息	-59,726	-57,585	-80,562	-89,809	-103,412
偿还租赁负债本金及利息	-27,346	0	0	0	0
其他投资活动现金流	-101,034	-180,711	-100,676	-108,443	-100,528
筹资活动现金流	-82,252	-45,201	-80,562	-89,809	-103,412
现金净变动	37,403	31,267	35,728	22,590	22,688
加:年初现金余额	175,933	212,729	243,943	279,671	302,261
年末现金余额	212,729	243,943	279,671	302,261	324,949

资料来源: 公司资料、第一上海预测

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
营业收入	768,070	848,258	899,552	959,559	1,018,605
减: 营业成本	655,336	730,295	767,747	821,824	867,824
网络运营及支撑成本	206,424	225,010	238,616	254,534	270,197
折旧	172,401	193,045	198,597	207,253	216,771
雇员薪酬及相关成本	106,429	118,680	119,857	134,252	142,513
销售费用	49,943	48,243	51,160	56,492	62,006
销售产品成本	73,100	96,083	102,809	106,921	110,129
其他营运支出	47,039	49,234	56,709	62,371	66,209
营业利润	112,734	117,963	131,804	137,735	150,781
除税前利润	142,359	152,184	168,704	174,635	187,681
减: 所得税费用	34,219	35,878	40,489	41,912	45,043
净利润	108,140	116,306	128,215	132,723	142,638
归母公司股东的净利润	107,843	116,148	128,215	132,723	142,638
每股收益					
基本每股收益(元)	5.05	5.44	6.00	6.21	6.68
股本	21,363	21,363	21,363	21,363	21,363
派息比率	54.31%	62.23%	65.00%	70.00%	75.00%

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
同比增长率					
营业收入	2.97%	10.44%	6.05%	6.67%	6.15%
EBITDA	-3.66%	9.07%	6.24%	4.42%	6.54%
净利润	1.13%	7.70%	10.39%	3.52%	7.47%
盈利能力					
净利润率	14.04%	13.69%	14.25%	13.83%	14.00%
营业利润率	14.68%	13.91%	14.65%	14.35%	14.80%
回报率					
净资产收益率	9.36%	9.60%	10.22%	10.23%	10.68%
总资产收益率	6.24%	6.31%	6.75%	6.83%	7.19%
偿债能力					
流动比率	1.12	1.02	1.06	1.10	1.14
每股指标					
每股收益	5.05	5.44	6.00	6.21	6.68
每股净资产	53.96	56.65	58.70	60.71	62.54
估值倍数					
市盈率	8.84	8.21	7.43	7.18	6.68
市净率	0.83	0.79	0.76	0.73	0.71

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。