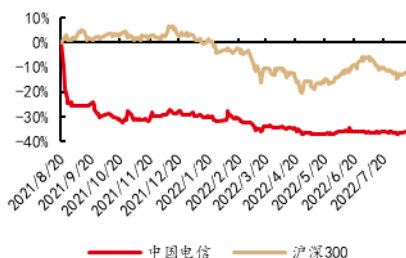


公司投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

相对指数表现（截至 2022.08.16）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

基本数据（2022.08.16）

总市值（百万元）	325,410.26
流通市值（百万元）	20,218.34
52周最高/最低（元）	6.24/3.65
52周最高/最低PE（倍）	22.64/12.71
52周最高/最低PB（倍）	1.33/0.78
52周涨幅（%）	-35.83
52周换手率（%）	669.67

研究所

分析师：王立康

SAC 登记编号：S1340522080001

Email: wanglikang@cnpsec.com

中国电信（601728.SH）：

电信业务 ARPU 继续回升，产业数字化业务快速增长

● 投资要点

公司发布 2022 年中报，上半年实现营业收入 2402.19 亿元，同比增长 10.4%，实现归母净利润 182.91 亿元，同比增长 3.1%，实现扣非归母净利润 183.76 亿元，同比增长 12.1%。

全面实施“云转数改”战略，收入结构持续优化。公司积极把握数字经济发展机遇，全面实施“云改数转”战略，发挥云网服务能力优势，基础业务稳健增长，产业数字化业务发展提速，公司上半年营业收入 2402.19 亿元，同比增长 10.4%，其中移动通信业务收入为 990 亿元，同比增长 6%；固网及智慧家庭服务收入达到 599 亿元，同比增长 4.4%；产业数字化收入为 589 亿元，同比增长 19%，推动公司收入结构持续优化。

5G 和千兆宽带推动个人与家庭数字消费需求升级，移动与宽带业务 ARPU 稳步增长。公司持续提升 5G 网络覆盖，精准促进 5G 用户登网用网，优化云 VR/AR、云游戏、超高清等应用体验，打造 5G 消息、5G 新通话、量子密话等创新应用，不断拓展 5G 场景下的产品及服务，推动个人数字消费需求升级，公司上半年移动用户达到 3.84 亿户，净增 1179 万户，用户份额稳步提升，其中 5G 套餐用户达到 2.32 亿户，渗透率达到 60.3%，持续保持行业领先水平。家庭业务方面，公司持续推进宽带用户速率升级，加快千兆产品规模拓展，聚焦客户数字生活升级需求，打造更广连接、更宽延展和更高智能的数字生活应用平台，推动应用从单品互联向生态互通迈进，不断丰富数字生活内涵，推动家庭业务稳步增长。公司上半年宽带接入收入达到 408 亿元，同比增长 7.1%。有线宽带用户达到 1.75 亿户，其中千兆宽带用户达到 2068 万户，渗透率提升至 11.8%，实现行业领先。在用户价值和规模同步提升下，上半年移动业务与宽带业务 ARPU 分别达到 46 元与 47.2 元，相比与 2021 年全年分别提升 1 元与 1.3 元，均保持良好增长。

产业数字化业务快速增长，政务公有云市场持续领跑。报告期内公司积极把握当前经济社会各行业网络化、数字化、智能化的综合信息服务需求，发挥全程全网资源、客户积累和属地化服务等优势，依托丰富的应用场景和海量的数据，聚焦项目与产品双引擎驱动，打造

差异化融合优势，积极赋能传统产业转型升级，公司上半年产业数字化收入达到 589 亿元，同比增长 19.0%，是公司增长最快的业务方向。其中，在云计算服务方面，公司围绕不同客户群的上云需求，为政府、企业和广大公众提供多形态、高性能、普惠便捷的公私混合云服务，市场拓展成效显著，持续领跑政务公有云市场，上半年公司天翼云收入达到 281 亿元，同比增长 100.8%。IDC 业务方面，公司围绕“东数西算”工程需求，加快新增枢纽能力建设，上半年收入达到 179 亿元，同比增长 11.1%。

网络共享共建减轻投资重担，研发投入增加打造核心竞争力。公司与中国联通持续全面深化网络共建共享，上半年共建共享 5G 基站 18 万站，在用 5G 基站达到 87 万站，新增共享 4G 基站 21 万站，加快推进“4G 一张网”，双方累计节约投资 2400 亿元，大大降低公司投资端资金压力。公司上半年研发费用为 32.5 亿元，同比增长 84.8%，主要原因是公司打造科技创新核心能力，激发科技人才创新活力，加大云网融合等核心技术研发投入，研发费用率提升至 1.35%。公司在销售、管理费用管控能力较强，上半年费用率分别降低 0.14pct 和 0.39pct。

高度重视股东回报，兑现增加派息承诺。公司高度重视股东回报，努力增强盈利和现金流创造能力，董事会决定 2022 年首次派发中期股息，以现金方式分配的利润为 2022 年上半年公司股东应占利润的 60%，兑现了发行 A 股时关于增加中期派息的承诺。在半年报中公司表示，董事会将充分考虑公司盈利情况、现金流水平及未来发展资金需求后，综合审视 2022 年度股息派发方案并向股东大会提出建议，持续努力为股东创造良好价值。

● 投资建议

预计 2022-2024 年营业收入为 4802.13 亿元、5272.74 亿元、5757.83 亿元，归母净利润为 292.26 亿元、328.06 亿元、363.58 亿元，EPS 为 0.32 元、0.36 元、0.40 元，对应 PE 为 12 倍、10 倍、9 倍，我们看好公司未来表现，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	434158.92	480213.00	527273.87	575783.07
增长率(%)	11.34%	10.61%	9.80%	9.20%
EBITDA（百万元）	131252.48	136201.35	136524.90	144853.34
归属母公司净利润（百万元）	25951.98	29225.85	32805.66	36357.99
增长率(%)	24.44%	12.62%	12.25%	10.83%
EPS(元/股)	0.31	0.32	0.36	0.40
市盈率（P/E）	13.97	11.74	10.46	9.44
市净率（P/B）	0.92	0.78	0.72	0.67
EV/EBITDA	2.89	2.02	1.46	0.78

数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

● 风险提示

5G 及千兆宽带渗透率不及预期；国内各行业数字化转型进程不及预期；资本开支及费用控制不及预期；市场竞争加剧。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	127360.53	167344.84	221137.34	290953.59
货币资金	75210.20	107495.36	160917.39	226812.48
应收及预付	30161.17	34154.18	30505.45	30581.48
存货	3826.73	4016.75	4584.45	4812.04
其他流动资产	18162.44	21678.54	25130.05	28747.59
非流动资产	634881.05	619526.35	603758.76	582116.80
长期股权投资	41165.83	42586.83	44129.83	45752.83
固定资产	415380.08	401830.04	383709.84	363066.39
在建工程	51456.48	49010.83	47709.75	46538.77
无形资产	39914.35	40664.30	41756.11	42733.97
其他长期资产	86964.31	85434.35	86453.23	84024.83
资产总计	762241.58	786871.19	824896.10	873070.39
流动负债	260297.41	279227.36	291783.20	308780.17
短期借款	2820.50	-8141.26	-22794.26	-38226.26
应付及预收	115116.36	128053.40	138239.95	152811.93
其他流动负债	142360.55	159315.22	176337.50	194194.50
非流动负债	70768.45	62592.45	55016.45	49573.45
长期借款	5348.27	2814.27	580.27	580.27
应付债券	2047.01	2047.01	2047.01	2047.01
其他非流动负债	63373.17	57731.17	52389.17	46946.17
负债合计	331065.86	341819.81	346799.65	358353.62
实收资本	91507.14	91507.14	91507.14	91507.14
资本公积	67579.70	67579.70	67579.70	67579.70
留存收益	270431.84	284101.48	316907.14	353265.13
归属母公司股东权益	428681.35	442350.99	475156.65	511514.64
少数股东权益	2494.37	2700.39	2939.81	3202.13
负债和股东权益	762241.58	786871.19	824896.10	873070.39

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	434158.92	480213.00	527273.87	575783.07
营业成本	307336.75	336149.10	369091.71	403048.15
税金及附加	1729.91	1881.88	2077.85	2264.81
销售费用	52171.86	57049.30	62376.50	67942.40
管理费用	32361.52	35151.59	38490.99	41801.85
研发费用	6933.36	11044.90	12654.57	13818.79
财务费用	1293.51	-885.12	-1848.34	-3134.69
资产减值损失	-235.17	-1285.73	-923.19	-1044.04
公允价值变动收益	-67.30	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4193.00	2401.07	2636.37	2878.92
资产处置收益	1588.83	960.43	1054.55	1151.57
其他收益	3672.02	2881.28	2636.37	2303.13
营业利润	39664.70	44778.39	49834.69	55331.33
营业外收入	2042.16	2030.00	2043.00	1254.00
营业外支出	7836.34	8654.00	9054.00	9123.00
利润总额	33870.52	38154.39	42823.69	47462.33
所得税	7716.22	8722.51	9778.61	10842.02
净利润	26154.29	29431.88	33045.08	36620.31
少数股东损益	202.32	206.02	239.42	262.33
归属母公司净利润	25951.98	29225.85	32805.66	36357.99
EBITDA	131252.48	136201.35	136524.90	144853.34

数据来源：iFinD，中邮证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	139194.84	150423.50	154659.61	164128.30
净利润	26154.29	29431.88	33045.08	36620.31
折旧摊销	95842.77	94383.85	91306.28	95643.14
营运资金变动	7018.56	22192.56	26838.36	28507.81
其它	10179.22	4415.22	3469.88	3357.04
投资活动现金流	-79427.01	-83577.39	-79781.96	-78883.73
资本支出	-83455.96	-83576.72	-79894.96	-79159.15
投资变动	3399.41	-2401.74	-2523.37	-2603.49
其他	629.54	2401.07	2636.37	2878.92
筹资活动现金流	-10043.42	-34560.95	-21455.61	-19349.49
银行借款	38922.24	-13495.76	-16887.00	-15432.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	47615.28	0.00	0.00	0.00
其他	-96580.94	-21065.19	-4568.61	-3917.49
现金净增加额	49597.21	32285.16	53422.04	65895.08
期初现金余额	23683.90	73281.11	105566.27	158988.30
期末现金余额	73281.11	105566.27	158988.30	224883.39

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	11.34%	10.61%	9.80%	9.20%
营业利润增长	27.59%	12.89%	11.29%	11.03%
归属母公司净利润增长	24.44%	12.62%	12.25%	10.83%
获利能力 (%)				
毛利率	29.21%	30.00%	30.00%	30.00%
净利率	6.02%	6.13%	6.27%	6.36%
ROE	6.05%	6.61%	6.90%	7.11%
ROIC	5.58%	6.65%	7.04%	7.42%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.43%	43.44%	42.04%	41.05%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	0.49	0.60	0.76	0.94
速动比率	0.39	0.49	0.64	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.61	0.64	0.66
应收账款周转率	19.44	18.69	24.90	28.21
存货周转率	113.45	119.55	115.01	119.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.32	0.36	0.40
每股经营现金流	1.52	1.64	1.69	1.79
每股净资产	4.68	4.83	5.19	5.59
估值比率				
P/E	13.97	11.74	10.46	9.44
P/B	0.92	0.78	0.72	0.67
EV/EBITDA	2.89	2.02	1.46	0.78

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。