



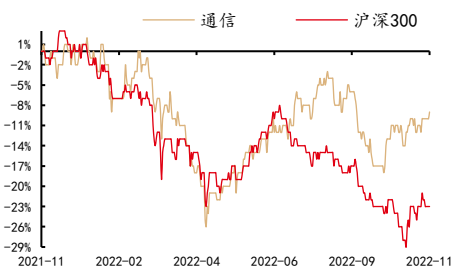
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	1950.98
52周最高	2193.15
52周最低	1597.07

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：王立康
SAC 登记编号：S1340522080001
Email: wanglikang@cnpsec.com

近期研究报告

通信行业动态点评

探索建立具有中国特色估值体系，运营商有望迎来价值重估

● 投资要点

据新华社讯，证监会主席易会满 21 日在 2022 金融街论坛年会上对中国资本市场建设和发展作了讲话，特别指出探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。我们认为，运营商作为大型通信行业央企，承载了大规模的通信网络基础设施的建设和运营的工作，为移动互联网和固定互联网的普及做出了突出贡献，但却因长期大规模的资本开支投入和市场的充分竞争导致较长时间处于低质量成长状态。在 5G 和数字经济时代，电信运营商传统业务回暖，新兴业务贡献第二增长曲线，整体业绩水平重回高质量成长期，角色也转变为综合型的信息服务科技创新公司，在探索建立中国特色估值体系的方向下，电信运营商有望迎来价值重估。

收入端与成本端同步改善，业绩稳健增长。得益于 5G 商用、提速降费边际效应减弱、竞争格局改善等因素，国内三大运营商收入端、成本端均呈现改善趋势。今年前三季度，中国移动、中国电信、中国联通分别实现营业收入 7235 亿元、3578 亿元、2640 亿元，分别同比增长 11.5%、9.6%、8.0%，实现归母净利润 985 亿元、245 亿元、68 亿元，分别同比增长 13.3%、5.2%、20.4%，继续保持较好的成长能力，并且均显著高于同期 GDP 增速，已进入高质量发展期。

新兴业务高速增长，数字经济浪潮带来第二成长曲线。前三季度，中国移动的 DICT 业务收入达到 685 亿元，同比增长 40%；中国电信产业数字化收入达到 856 亿元，同比增长 16.5%；中国联通产业互联网收入 532 亿元，同比增长 29.9%。从工信部口径来看，今年 1-10 月三家电信运营商积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务，完成相关收入 2563 亿元，同比增长 33.1%，已连续 10 个月增速超过 30%，新兴业务收入在电信业务收入中占比为 19.4%，拉动电信业务收入增长 5.2pct。其中云计算和大数据收入同比增速分别达到 127.8%、59.3%，数据中心业务收入同比增长 12.7%，物联网业务收入同比增长 25.6%。从各项数据来看，电信运营商已成为数字经济的重要支柱，电信运营商在通信基础设施和服务方面处于垄断地位，具备非常大的客户资源优势，能够充分享受到政企客户数字化转型的红利，在国内数字经济的浪潮中扮演重要角色，相关领域收入具备较大增长潜力。在数字经济时代，我们认为对电信运营商的商业模式和估值体系都应进行相应的转变。在中国移动 2021 年度业绩发布会材料上，可以看出公司已将自身定位从电信服务运营商转变为“世界一流信息服务科技创新公司”，做网络强国、数字中国、智慧社会主力军。

高质量高效益发展将成为主基调，运营商行业竞争趋于理性，费用投放比例缩减。2019 年，国资委发布了《中央企业负责人经营业绩

考核办法》(国资委令第40号),其中明确指出,考核将遵循“坚持质量第一,效益优先”的原则,对于处于充分竞争行业和领域的企业,以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资本保值增值为导向,重点考核企业经济效益、资本回报水平和市场竞争能力。我们认为运营商作为重点央企,其考核的重心也将从市场份额转为经营效率和经济效益。从2019年开始,运营商不限量套餐停售、社会渠道营业厅规模压缩,并且5G时代两两合作共享共建的形式也弱化了竞争,强化了运营商之间的合作关系,多重因素推动下,运营商多类销售费用支出持续下降,销售费用率均得到优化,今年上半年,中国移动、中国电信、中国联通的销售费用率分别为5.16%、11.38%、9.36%,同比变动分别为-0.91pct、-0.27pct、-0.1pct。我们认为在两两合作共享共建的背景下将长期延续当前的良好态势,行业竞争趋于理性,降本增效将成为运营商经营的主基调,盈利能力有望持续回升。

整体估值水平低于海外龙头,作为优质央企资产有望迎来价值重估。截至2022年11月22日收盘,A股中国移动、中国电信、中国联通的PB估值分别为1.21倍、0.86倍、0.81倍,海外运营商龙头AT&T、Verizon、T-Mobile的PB估值分别为1.10倍、1.85倍、2.66倍,整体水平显著高于国内三大运营商。股息率方面,中国移动、中国电信、中国联通当前值分别为5.69%、7.20%、2.52%,与海外龙头公司相当。此外,中国移动表示自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;中国电信表示A股发行上市后三年内,每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,在股息率方面仍有提升空间。低估值高股息属性下,叠加回归高质量成长期,电信运营商作为优质央企资产有望迎来价值重估。

● 投资建议

我们重点推荐市占率绝对领先,传统业务与数字化业务齐头并进的电信运营商龙头中国移动(600941.SH),建议关注中国电信(601728.SH)、中国联通(600050.SH)。

● 风险提示:

5G商用推进不及预期;资本开支控制不及预期;提速降费力度加强;市场竞争加剧。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600941.SH	中国移动	推荐	70.10	10199.19	6.10	6.77	11.49	10.35
601728.SH	中国电信	谨慎推荐	4.03	3507.08	0.32	0.36	12.59	11.19
600050.SH	中国联通	谨慎推荐	4.08	1297.62	0.23	0.26	17.74	15.69

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所(注:未评级公司盈利预测来自 iFinD 机构的一致预测)

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

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。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048