

通信

报告日期：2023年03月05日

国内运营商明显低估（海外对标）

——电信运营商行业点评报告

投资要点

□ 国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动

2023年3月3日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。会议强调，对标世界一流，国资国企要进一步提高政治站位，突出效益效率，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，切实提高资产回报水平；突出创新驱动；突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道；突出服务大局，巩固在关系国家安全和国民经济命脉重要行业领域的控制地位。

2020年8月，国资委网站发文，深入推进国有重点企业对标世界一流管理提升行动。2020年6月，国资委正式印发《关于开展对标世界一流管理提升行动的通知》，对国有重点企业开展对标提升行动作出部署安排，提出，到2022年，基本形成系统完备、科学规范、运行高效的中国特色现代国有企业管理体系，企业总体管理能力明显增强，部分国有重点企业管理达到或接近世界一流水平。

□ 全球头部对标，国内电信运营商基本面明显领先

基础设施能力全球领先：参考工信部2019年信息，中国4G的基站数量占到全球4G基站数量的一半以上，而中国移动、中国电信、中国联通4G基站数分别达到241万（2018年底）、159万（2019年底）、141万站（2019年底）；我国5G网络更是成为全球引领角色，目前也建成了全球规模最大、技术领先的5G移动通信网络，截至2022年中报，中国移动、中国电信、中国联通5G基站数分别达100万、87万、87万站。

用户覆盖数量全球领先：截至2022年中，中国移动、中国电信、中国联通移动客户/5G套餐用户数分别为9.7/5.1、3.8/2.3、3.2/1.8亿户，宽带客户数分别为2.6/1.8/1.0亿户，处于全球领先水平，以verizon为例，其无线用户数量为1.2亿（2020年三季度）。

收入规模居前/增速领先：中国移动已跃居世界收入第一运营商，此外中国电信、中国联通在收入规模上同样全球居前（详见表1）；收入增速全球领先，中国移动、中国电信、中国联通收入增速（最近12个月）10.4%、11.7%、7.9%，增速全球领先；盈利能力方面，中国移动盈利能力全球居前，中国电信、中国联通基于共建共享等近年来盈利能力持续提升。

积极建设世界一流企业：

中国移动：中国移动董事长杨杰表示，公司将把握新发展阶段，锚定“创建世界一流信息服务科技创新公司”新定位，践行创世界一流“力量大厦”新战略。

中国电信：中国电信在2023年度工作会议上明确全面深入实施云改数转战略，加快建设世界一流企业，将持续推进云改数转战略，推动数字经济高质量发展。

中国联通：中国联通深入贯彻国资委对标世界一流管理提升行动工作部署，主动承接新时代赋予的新使命，全面梳理该公司发展战略，加快向一流企业迈进。

□ 当前低估明显，“央企特色估值体系”进一步弹性

对标全球，三大运营商PB、EV/EBITDA明显低于全球中值/均值：中国移动H/A、中国电信H/A、中国联通H/A PB分别0.9/1.5、0.8/1.4、0.5/1.2倍，明显低于全球中值/均值1.63/1.64倍；中国移动H/A、中国电信H/A、中国联通H/A EV/EBITDA 1.1/1.1、2.7/2.7、0.6/2.8倍，明显低于全球中值/均值5.48/5.49倍。

同时“央企特色估值体系”带来进一步弹性，我们取PS为4倍对运营商云业务进行估值，同时结合各厂商21年收入及22年通信行业云计算收入（同比增118%）给出合理估值区间，天翼云、移动云、联通云分别2232-2364、1536-1688、1304-1428亿元。

行业评级：看好(维持)

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

分析师：汪洁

执业证书号：S1230519120002
wangjie01@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《《数字中国建设整体布局规划》发布，利好通信行业发展》 2023.02.28
- 2 《AIGC加速芯片级液冷散热市场爆发》 2023.02.14
- 3 《2023年电信运营商十大预测》 2023.01.31

投资建议

持续看好运营商继续利润、估值双升，持续推荐运营商板块。

风险提示

创新业务发展不及预期；CAPEX、OPEX 对业绩影响超预期等。

全球运营商估值情况

简称	收入增速 (最近 12 个月)	净利率	股息率	PE	PB	EV/EBITDA
中值	2.4%	7.9%	5.9%	13.4	1.6	5.5
均值	3.3%	4.4%	5.3%	12.4	1.6	5.5
中国移动-H	10.4%	14.1%	7.5%	9	0.9	1.1
中国移动-A	10.4%	14.1%	4.6%	14.6	1.5	1.1
中国电信-H	11.7%	5.8%	6.6%	12.7	0.8	2.7
中国电信-A	11.7%	5.8%	4.6%	20.6	1.4	2.7
中国联通-H	7.9%	5.0%	4.8%	9.9	0.5	0.6
中国联通-A	7.9%	4.9%	2.2%	24.9	1.2	2.8

资料来源：bloomberg, wind, 选取 2023.3.5 收盘价，浙商证券研究所

表1: 全球运营商对比 (单位: 美元)

代码	简称	总市值	收入 (最近 12 个月)	收入 Yoy	归母净利润 (最近 12 个月)	净利率	ROE	资债率	股息率	PE	PB	EV/EBITDA
VZ US Equity	Verizon	160.69B	136.84B	2.40%	21.26B	15.9%	24.4%	46.4%	6.8%	7.6	1.8	6.6
DTE GR Equity	德国电信	112.53B	120.28B	6.10%	8.61B	7.9%	28.4%	49.9%	3.0%	14.1	2.2	5.4
T US Equity	美国电话电报	134.11B	129.13B	-9.92%	-8.73B	-5.3%	14.3%	39.3%	5.9%	-	1.4	6.3
9432 JP Equity	日本电信电话	106.10B	98.00B	1.80%	8.89B	9.9%	15.3%	37.9%	3.0%	11.8	1.6	6.1
9984 JP Equity	软银集团	70.33B	49.87B	10.50%	-26.35B	-44.0%	-39.0%	44.7%	0.8%	-	1	-
9433 JP Equity	KDDI	68.48B	42.98B	2.30%	4.93B	12.6%	13.2%	14.7%	3.2%	13.7	1.8	5.5
AMXL MM Equity	美洲电信	66.64B	42.73B	-1.29%	3.77B	10.2%	25.7%	41.4%	2.3%	14.8	3.2	5.5
BCE CN Equity	加拿大贝尔	40.58B	18.59B	3.10%	2.10B	12.1%	16.6%	46.0%	6.1%	18.1	3	8.8
VOD LN Equity	沃达丰	32.63B	49.88B	4.00%	2.26B	5.6%	8.4%	48.0%	7.7%	15.5	0.6	5
ORA FP Equity	Orange	30.37B	45.79B	2.20%	2.07B	6.0%	10.3%	41.1%	6.5%	14.7	1.1	4.5
TLKM IJ Equity	印尼电信	25.58B	10.06B	1.80%	1.55B	21.3%	18.9%	24.8%	3.9%	17.2	3.1	6
TEF SM Equity	西班牙电信	23.93B	42.12B	1.80%	2.13B	5.8%	10.8%	43.6%	7.6%	12.2	0.9	5
BT/A LN Equity	英国电信	17.28B	26.76B	-2.25%	2.22B	8.3%	8.1%	44.6%	5.3%	8.2	0.9	4.8
TEL NO Equity	挪威电信	16.26B	11.36B	-10.24%	4.51B	14.1%	36.0%	51.4%	7.7%	13.1	2.8	5.5
TELIA SS Equity	Telia 公司	10.60B	9.01B	2.80%	-1.34B	-15.6%	2.8%	42.2%	7.6%	-	1.7	6.4
030200 KS Equity	KT 株式会社	6.12B	19.91B	3.00%	1.15B	5.4%	8.4%	28.5%	6.4%	5.8	0.5	2.9
032640 KS Equity	LG Uplus 公司	3.70B	10.79B	0.40%	476.40M	4.8%	8.3%	34.7%	5.9%	7.1	0.6	3.6
中值				2.40%		7.9%	13.7%		5.9%	13.4	1.6	5.5
均值				3.30%		4.4%	15.6%		5.3%	12.4	1.6	5.5
941 HK Equity	中国移动-H	172.96B	139.69B	10.40%	19.71B	14.1%	10.0%	3.2%	7.5%	9	0.9	1.1
600941 CH Equity	中国移动-A	172.96B	139.69B	10.40%	19.71B	14.1%	10.0%	3.2%	4.6%	14.6	1.5	1.1
728 HK Equity	中国电信-H	79.19B	71.36B	11.70%	4.10B	5.8%	7.7%	8.4%	6.6%	12.7	0.8	2.7
601728 CH Equity	中国电信-A	79.19B	68.15B	11.70%	4.10B	5.8%	7.7%	8.4%	4.6%	20.6	1.4	2.7
762 HK Equity	中国联通-H	24.44B	53.03B	7.90%	2.60B	5.0%	5.6%	-	4.8%	9.9	0.5	0.6
600050 CH Equity	中国联通-A	27.96B	53.03B	7.90%	1.13B	4.9%	5.6%	5.6%	2.2%	24.9	1.2	2.8

资料来源: bloomberg, wind, 选取 2023.3.5 收盘价, 其中资债率=SHORT AND LONG TERM DEBT/TOT ASSET, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>