

# 中国电信 (601728. SH)

云网龙头，价值重估

买入

## 核心观点

**全面数字化转型的综合智能服务运营商。**中国电信是一家全球领先的全业务综合智能信息服务运营商，在数字经济的大背景下，公司全面实施“云改数转”战略，加快推动云网融合，目前已实现从基础通信服务运营商向全业务综合智能信息服务运营商转型。22年上半年公司产业数字化收入达到589亿元（同比+19%），占主营业务收入比重超过20%。

**行业层面：数字经济带来价值重估。**数字经济作为未来重要发展新方向，运营商将深度参与，主要体现两个方面：1) 作为算力网络建设的主要主导方，运营商拥有丰富云网资源，可提供算力基础；2) 运营商作为数据的提供方，将深度参与算力交易，带来持续的收入增量。数字经济作为尚未被充分挖掘的蓝海市场，有望带来运营商价值重估。

**公司传统主业趋势向上，算力规模行业领先。**在移动业务市场，公司不断优化服务质量的应用终端生态，驱动用户规模和价值持续提升。固网市场，公司通过推行智慧家庭等创新服务，推动宽带综合ARPU值提升。在产业数字化市场，中国电信在战略、投入、业务布局上全面推进，战略上公司于2020年就提出“云改数转”战略，推行云网融合；在投入方面，公司资本开支全面向产业数字化倾斜，2022年预计在资本开支中占比达到30%；业务布局上，中国电信的IDC收入、机架数、云网资源数量上均处于国内行业第一位。

**天翼云行业地位领先，助力国云建设。**天翼云综合实力已经上升至国内第三位，2022H1中国电信天翼云收入达到281亿元，同比增长100.8%，天翼云市场份额稳居业界第一阵营，保持政务公有云市场的领先地位；2022年7月，国资监管云正式启动，由中国电信牵头；在增资扩股方面，天翼云已经顺利引入中国国新、中国电科、中国诚通和中国电子四家央企。

**盈利预测与估值：**看好中国电信盈利改善及估值修复逻辑。维持盈利预测，预计公司22-24年归母净利润分别为292/334/370亿元，对公司A股PB分别为1.38/1.35/1.31x，对公司港股PB分别为0.77/0.76/0.74。通过多角度估值，公司A股合理区间在7.31-7.70元，相对于目前股价有12%-16%溢价空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**用户数发展不及预期；政企客户拓展不及预期；技术创新进展不及预期；市场竞争加剧影响产品销售和利润风险。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	389,939	434,159	483,350	536,545	588,221
(+/-%)	4.8%	11.3%	11.3%	11.0%	9.6%
净利润(百万元)	20855	25952	29284	33385	37071
(+/-%)	1.6%	24.4%	12.8%	14.0%	11.0%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.32	0.36	0.41
EBIT Margin	9.1%	7.7%	8.0%	8.2%	8.2%
净资产收益率(ROE)	5.7%	6.1%	6.6%	7.4%	8.0%
市盈率(PE)	25.7	23.4	20.7	18.2	16.4
EV/EBITDA	7.9	8.4	9.6	8.6	8.0
市净率(PB)	1.48	1.42	1.38	1.35	1.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 通信·通信服务

证券分析师：马成龙	联系人：袁文翀
021-60933150	021-60375411
machenglong@guosen.com.cn	yuanwenchong@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.31 - 7.70元
收盘价	6.63元
总市值/流通市值	606692/221892百万元
52周最高价/最低价	7.03/3.65元
近3个月日均成交额	1745.19百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《中国电信(601728.SH)-移动及固网业务稳健增长，云业务翻倍增长》——2022-10-24
- 《中国电信(601728.SH)——季度收入利润双位数增长，产业数字化发展势头良好》——2022-04-21
- 《中国电信(601728.SH)-移动业务稳增长，产业数字化迎发展》——2022-03-21
- 《中国电信-601728-2021年三季报业绩点评：收入和利润双位数增长，业务结构持续优化》——2021-10-26

# 内容目录

<b>中国电信：全球领先电信运营商</b> .....	6
全面数字化转型的综合智能服务运营商 .....	6
股权结构清晰，管理层经验丰富 .....	9
经营稳健，强调数字化转型 .....	10
<b>行业层面迎边际改善，数字经济带来价值重估</b> .....	13
传统业务 ARPU 值企稳回升，推动收入上行 .....	13
成本端：资本开支增速趋缓，费用可控 .....	16
政策频出，数字经济成为重要发展新方向 .....	18
政企应用有望进一步带动千行百业投资增长 .....	19
运营商积极部署，数字经济蓝海推动价值重估 .....	20
<b>公司优势：传统主业趋势向上，算力规模行业领先</b> .....	23
移动&固网业务：用户数和用户价值稳步提升 .....	23
推行“云改数转”战略，加大产业数字化投入 .....	27
算力网络规模行业领先，强化 B 端业务开拓 .....	29
天翼云行业地位领先，助力国云建设 .....	33
<b>财务分析</b> .....	36
资本结构及偿债能力分析 .....	36
盈利能力分析 .....	36
成长性分析 .....	37
成本费用分析 .....	39
现金流量分析 .....	41
<b>盈利预测</b> .....	42
假设前提 .....	42
盈利预测的敏感性分析 .....	43
<b>估值与投资建议</b> .....	45
绝对估值：7.31–8.13 元 .....	45
相对估值：7.21–7.70 元 .....	46
投资建议 .....	48
<b>风险提示</b> .....	49
<b>财务预测与估值</b> .....	51
<b>免责声明</b> .....	52

# 图表目录

图1: 中国电信运营商的重组之路 .....	6
图2: 重组后中国电信发展历程 .....	7
图3: 中国电信主要业务内容及分类 .....	8
图4: 2020–2022H1 中国电信分业务收入占比情况 .....	8
图5: 中国电信股权结构 .....	9
图6: 2010–2021 中国电信营收及增速 .....	11
图7: 2010–2021 中国电信归母净利润及增速 .....	11
图8: 2010–2021 中国电信销售净利率 .....	11
图9: 2018–2021 中国电信主要成本和费用项目占营收比重 .....	12
图10: 近十年三大运营商收入增速 (%) .....	13
图11: 我国移动用户总数变化情况 (万户) .....	14
图12: 运营商 ARPU 值变化 (单位: 元/月) .....	14
图13: 运营商智慧家庭与智慧社区、数字乡村联动策略 .....	15
图14: 运营商智慧家庭业务布局 .....	15
图15: 2016–2021 年我国农村宽带接入用户及占比情况 (单位: 万户、%) .....	15
图16: 2021 年我国 100M 速率以上、1000M 速率以上的固定互联网宽带接入用户情况 (单位: 万户、%) .....	15
图17: 2015–2021 三大运营商家庭宽带用户数 (单位: 万户) .....	16
图18: 三大运营商家庭宽带总收入与家庭宽带业务综合 ARPU 值 (单位: 亿元、元/月) .....	16
图19: 5G 资本开支增速趋缓 (单位: 亿元; %) .....	16
图20: 2013–2019 年 4G 基站新增数 (万站) .....	17
图21: 2019–2023 年 5G 基站新增数及预测 (万站) .....	17
图22: 运营商网络运营支撑成本占服务收入比重 (%) .....	17
图23: 国家“东数西算”一体化数据中心布局 .....	19
图24: 我国数据中心机柜数预测 (单位: 万架) .....	19
图25: 智慧城市规模及预测 (单位: 亿美元) .....	20
图26: 实体经济行业上云渗透情况 (单位: %) .....	20
图27: 运营商盈利模型 .....	20
图28: 5G 资本开支增速趋缓 (单位: 亿元; %) .....	21
图29: 算力网络商业模式 .....	21
图30: 运营商是数据要素产业链中的多环节重要参与者 .....	22
图31: 2018–2022Q3 中国联通大数据业务收入 .....	23
图32: 2019–2022H1 三大运营商大数据业务同比增幅 .....	23
图33: 运营商移动客户数变化 (万户) .....	24
图34: 中国电信移动用户 ARPU 值实现回升 .....	24
图35: 中国电信固网服务收入及增速 .....	25
图36: 运营商有线客户数变化 (万户) .....	26
图37: 中国电信宽带综合 ARPU 企稳回升 .....	26

图38: 中国电信战略转型之路 .....	28
图39: “2+4+31+X+0”的布局含义 .....	28
图40: 中国电信资本开支向产业数字化倾斜 .....	28
图41: 2019年IDC市场份额 .....	30
图42: 2021年三大运营商云资源池部署对比(单位:个) .....	31
图43: 运营商建设政务云的优势 .....	32
图44: 中国电信持续开拓B段市场,巩固行业领先地位 .....	32
图45: 中国电信天翼云市场份额不断提升 .....	33
图46: 中国电信天翼云4.0分布式云技术 .....	34
图47: 三大运营商资产负债率对比(单位:%) .....	36
图48: 三大运营商2021年有息负债率对比(单位:%) .....	36
图49: 三大运营商净利润对比(单位:亿元) .....	36
图50: 三大运营商净利率对比(单位:%) .....	36
图51: 三大运营商ROE(平均)(单位:%) .....	37
图52: 三大运营商人均创收(单位:万元) .....	37
图53: 三大运营商人均创利(单位:万元) .....	37
图54: 三大运营商收入对比(单位:亿元) .....	38
图55: 三大运营商收入增速对比(单位:%) .....	38
图56: 三大运营商2021年收入结构对比(单位:%) .....	38
图57: 三大运营商个人市场增速对比(单位:%) .....	38
图58: 三大运营商家庭市场增速对比(单位:%) .....	39
图59: 三大运营商政企市场增速对比(单位:%) .....	39
图60: 三大运营商资本开支(单位:亿元) .....	40
图61: 三大运营商资本开支占营收比(单位:%) .....	40
图62: 三大运营商2021年总资产周转率对比(单位:次) .....	40
图63: 三大运营商三大费用占营收比(单位:%) .....	41
图64: 三大运营商研发费用(单位:亿元) .....	41
图65: 三大运营商2018-2021年经营活动现金流净额(单位:亿元) .....	41
图66: 三大运营商2018-2021年自由现金流(单位:亿元) .....	41
图67: 2012-2023年(至今)三大运营商港股PB .....	47
图68: 全球运营商PB(MRQ)(截止3月8日) .....	47

表1: 中国电信现任核心管理层 .....	10
表2: 中国电信募投规划 .....	12
表3: 提速降费政策影响不断弱化 .....	13
表4: “数字经济”相关政策梳理 .....	18
表5: 2016–2021 年中国电信移动用户数变化 .....	24
表6: 中国电信智慧家庭业务体系 .....	27
表7: 中国电信产业数字化规模行业领先 .....	30
表8: 第三方数据中心运营商业务覆盖区域对比 .....	31
表9: 中国电信天翼云发展历程 .....	35
表10: 三大运营商政企业务收入分析（单位：亿元、%） .....	39
表11: 中国电信营收拆分（单位：亿元、万户、元/月、%） .....	42
表12: 中国电信营业成本拆分（单位：亿元、%） .....	43
表13: 中国移动各块费用分析（单位：亿元、%） .....	43
表14: 总营收变化率随移动业务和产业数字化业务变化的敏感性分析（单位：%） .....	44
表15: 情景分析（乐观、中性、悲观）（单位：百万元、%） .....	44
表16: 公司盈利预测假设条件（单位：%） .....	45
表17: 资本成本假设 .....	46
表18: FCFF 估值表 .....	46
表19: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元） .....	46
表20: 中国电信 ROE 预测（单位：%、次） .....	47
表21: 可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 3 月 10 日） .....	48

# 中国电信：全球领先电信运营商

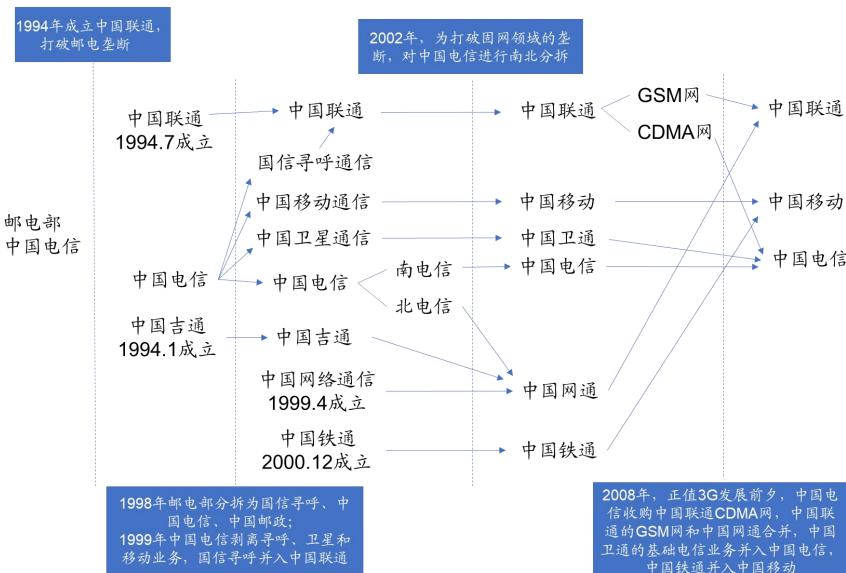
## 全面数字化转型的综合智能服务运营商

中国电信是一家全球领先的全业务综合智能信息服务运营商，在数字经济的大背景下，公司全面实施“云改数转”战略，加快推动云网融合，目前已实现从基础通信服务运营商向全业务综合智能信息服务运营商转型，可面向个人、家庭、政企市场提供连接、云、应用、安全的全业务通信及信息化服务。

**中国电信行业经历了三次大重组形成现在的“三足鼎立”的局面。**

1997年，邮电部实施“邮电分营”，形成了“中国电信”主体。第一次是1998—1999年期间，为打破邮电行业垄断，中国电信进行行业务分拆，并剥离了寻呼、卫星和移动业务；第二次是2002年，为打破中国电信在固网领域的垄断，对中国电信进行南北业务分拆；第三次是2008年，正值3G发展前夕，6大运营商重组合并为三大运营商，CDMA制式归入中国电信，弥补了无线网络的不足；覆盖北部九省一市的中国网通并入中国联通，弥补了固网业务的不足；铁通并入中国移动，弥补了其固网业务的不足，至此，三大运营商进入电信全业务运营（移动业务+固网业务）的新市场竞争格局。

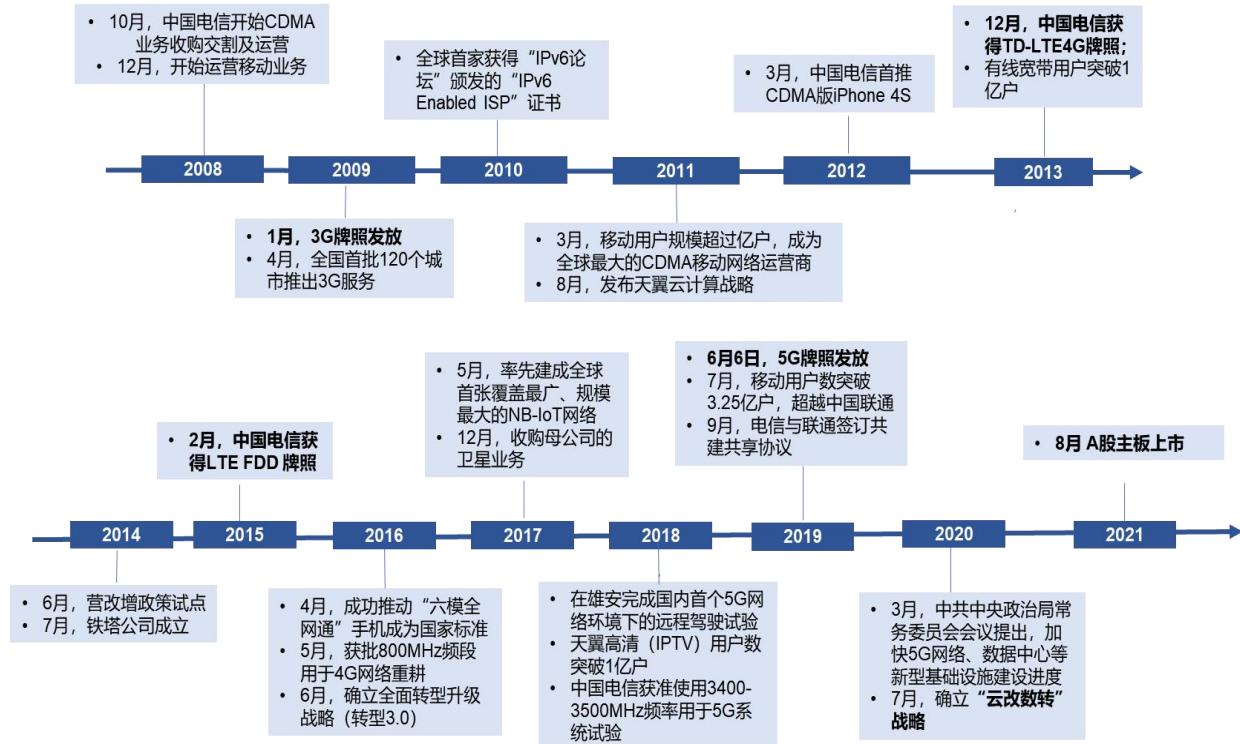
图1：中国电信运营商的重组之路



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**2008年重组后，中国电信开始移动业务和固网业务的全电信业务运营，至今经历了3G、4G和5G时期。**2009年1月3G牌照发放，2013年12月4G牌照发放和2019年6月5G牌照发放是区分三个时代的重要节点。中国电信拥有全球规模最大的宽带互联网网络和技术领先的移动通信网络，具备为全球客户提供跨地域、全业务的综合信息服务能力和客户服务渠道体系。

截至2021年底，中国电信的移动用户数为3.72亿户，用户净增连续四年保持行业领先，有线宽带用户数1.70亿户。

**图2：重组后中国电信发展历程**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**三大运营商现在形成的市场格局是重组过程和市场竞争叠加下的结果。**例如，中国移动在移动业务上的绝对领先优势在2008年重组时已经显现，移动、电信、联通当时的移动用户数分别为3.87亿（GSM）、4192.6万（CDMA）和1.21亿；早期中国电信和中国联通在固网业务上占据先发优势，中国移动在铁通加入后开始布局固网方向，凭借移动用户的高基数，对应档位赠送宽带的模式迅速打开市场，后续中移动的固网份额明显提升；中国电信虽然固网用户数在2018年被中移动反超，但在网络覆盖和宽带服务上仍占据优势。

**中国电信当前业务主要面向三大领域，分别为移动通信服务（To C）、固网及智慧家庭服务（To H）和产业数字化（To B/G）。**

**移动通信服务：**主要针对个人信息化，公司为用户提供优质的移动网络体验和差异化应用服务，持续拓展移动用户规模、提升用户价值。在持续打造个人云、视频彩铃、来电名片等个人信息化应用，不断推出5G特色应用。

**固网及智慧家庭服务** “主要针对家庭信息化，公司以云网融合为基础，充分把握娱乐、健康、教育、安全等行业对家庭信息化的升级需求，聚焦家庭数字化、智能化需求，围绕“五智”能力体系，增强家庭云网交付能力，为客户提供从传统固网通信向智慧生活升级的综合信息服务，持续提升家庭通信及信息化用户规模和价值。

**产业数字化：**主要针对政企通信及信息化服务，公司以客户为中心，充分发挥“云、网、物、数、智”融合资源又是，打造产业应用生态赋能千行百业；同时加快推进程企改革，不断提升自主研发的数字化产品交付和运营能力。公司拥有规模庞

大的属地化政企销售、技术服务、运维团队，已经成为政企客户最重要的产业数字化服务提供商之一。

图3：中国电信主要业务内容及分类

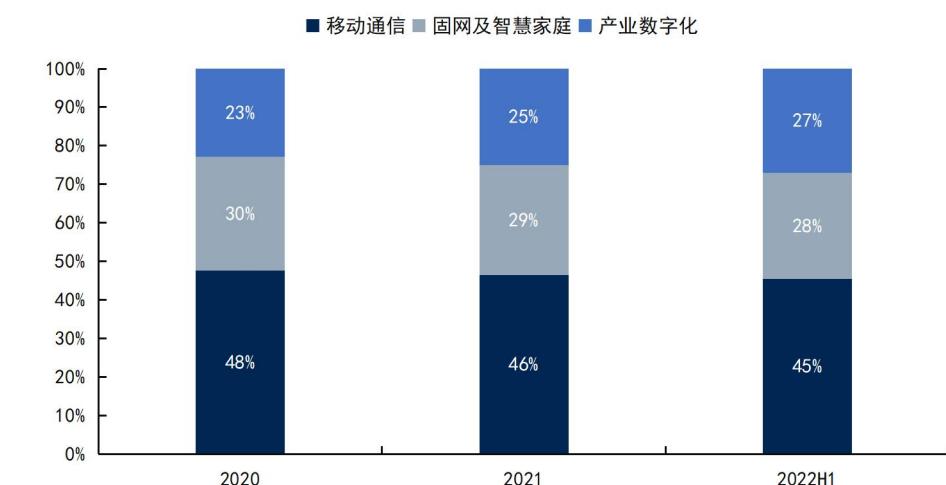


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

**产业数字化营收占比稳步提升，2022H1 达到 27%。**根据公司 2022 年中报，2022 年上半年中国电信移动通信服务收入为 990 亿元，同比增长 6.0%；固网及智慧家庭服务收入为 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%，增速明显快于传统业务（移动和固网）。

以这三类收入合计口径衡量各业务收入占比情况，横向比较，2022-2022H1 公司传统业务占比稳步降低，产业数字化收入占比从 23%稳步提升至 27%，体现公司向 B 端业务转型已有明显成效。

图4：2020-2022H1 中国电信分业务收入占比情况

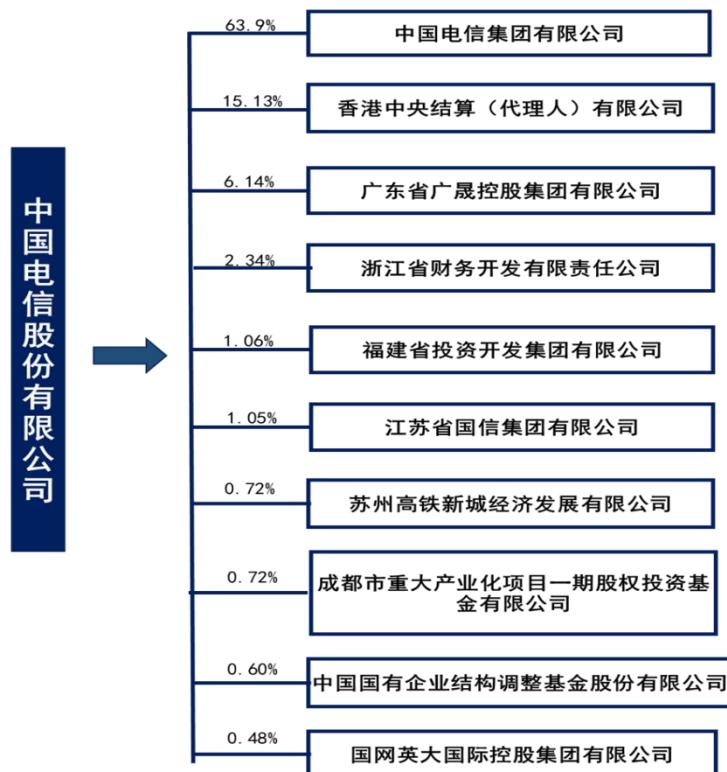


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 股权结构清晰，管理层经验丰富

公司股权结构清晰，中国电信集团为控股股东。根据最新数据，中国电信A股上市公司的控股股东为中国电信集团有限公司，目前持有股权比例为63.9%。公司其他持股股东包括了广东省广晟控股集团有限公司（持股比例6.14%）、浙江省财务开发有限责任公司（持股比例2.34%）等多个国有公司。

图5：中国电信股权结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**管理层行业经验丰富。**中国电信核心管理层以 60 后和 70 后为主，均具备丰富的管理及电信行业从业经验。其中，总裁邵广禄曾在中国联通任职高管，执行副总裁刘桂清曾经在中国联通任职分公司总经理。

三大运营商之间高管轮换是常见之事，此前 2004 年王晓初从中国移动调任中国电信集团公司总经理、党组书记，现在为中国联通董事长。中国移动现任董事长原来是中国电信董事长，现任副总高同庆也来自中国电信。

表1：中国电信现任核心管理层

高管姓名	职务	主要经历	出生年份
柯瑞文	董事长、首席执行官、执行董事	柯先生历任江西省邮电管理局副局长、江西省电信公司副总经理、中国电信股份有限公司和中国电信集团公司市场部经理、江西省电信公司总经理、中国电信股份有限公司人力资源部主任、中国电信股份有限公司执行副总裁、总裁兼首席运营官、中国电信集团有限公司副总经理及总经理，以及中国铁塔股份有限公司监事会主席。现兼任中国电信集团公司董事长。柯先生具有丰富的管理及电信行业从业经验。	1963
邵广禄	总裁，首席运营官。执行董事	邵广禄先生于 2020 年 5 月加入公司董事会。邵广禄先生为教授级高级工程师，毕业于哈尔滨工业大学，并取得工学硕士及经济学硕士学位，及南开大学管理学博士学位。邵广禄先生现任本公司执行董事，兼任电信集团董事，工信部通信科学技术委员会副主任。邵广禄先生曾任中国联合网络通信集团有限公司副总经理，于香港联交所主板上市之中国联合网络通信(香港)股份有限公司执行董事兼高级副总裁，于上海证券交易所上市之中国联合网络通信股份有限公司高级副总裁，中国联合网络通信有限公司董事兼高级副总裁，中国通服，中国铁塔及电讯盈科有限公司(均于香港联交所主板上市)之非执行董事，开放网络基金会开源社区理事会理事，全球移动通信系统协会战略委员会委员，中国电子信息行业联合会副会长。	1964
刘桂清	执行副总裁、执行董事	刘桂清先生于 2019 年 8 月加入公司董事会。刘桂清先生为教授级高级工程师，拥有国防科技大学工学博士学位。刘桂清先生现任本公司执行董事兼执行副总裁，兼任电信集团副总经理，中国通信学会副理事长，GSMA 全球移动通信系统协会董事。刘桂清先生曾任中国联通湖南分公司副总经理，总经理及中国联通江苏省分公司总经理。	1966
唐珂	执行副总裁、董事	现任中国电信集团有限公司副总经理。唐先生为高级会计师，1999 年中央财经大学投资经济专业毕业，获硕士学位。曾任中国电信集团有限公司及本公司财务部总经理，中国电信安徽分公司总经理，广东分公司总经理等职务。唐先生具有丰富的财务、管理及电信行业从业经验。	1974
李英辉	执行副总裁，财务总监	本公司执行副总裁及财务总监，为正高级会计师，中国注册会计师会员，香港会计师公会会员，会计学硕士。李先生曾任中国华能集团有限公司(曾用名“中国华能集团公司”)财务部副主任，于上海证券交易所主板，香港联合交易所有限公司主板上市的华能国际电力股份有限公司财务与预算部主任，中国华能集团有限公司财务与资产管理部主任。现兼任中国电信集团有限公司总会计师。李先生具有丰富的财务、管理及基础行业从业经验。	1971

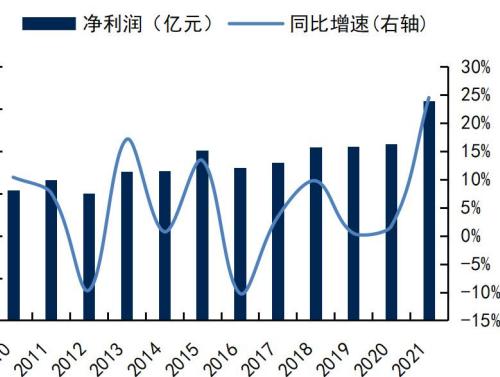
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 经营稳健，强调数字化转型

**中国电信的营业收入持续保持稳步增长，2021 年盈利能力明显实现提升。**2011-2021 年公司营业收入 CAGR 为 5.7%；净利润呈现波动向上的态势，过去十年净利润 CAGR 为 4.6%。2021 年中国电信实现营业总收入 4242 亿元，同比增长 11.3%；实现净利润 260 亿元，同比增长 24%，利润增速明显快于收入增速。

**图6: 2010–2021 中国电信营收及增速**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图7: 2010–2021 中国电信归母净利润及增速**


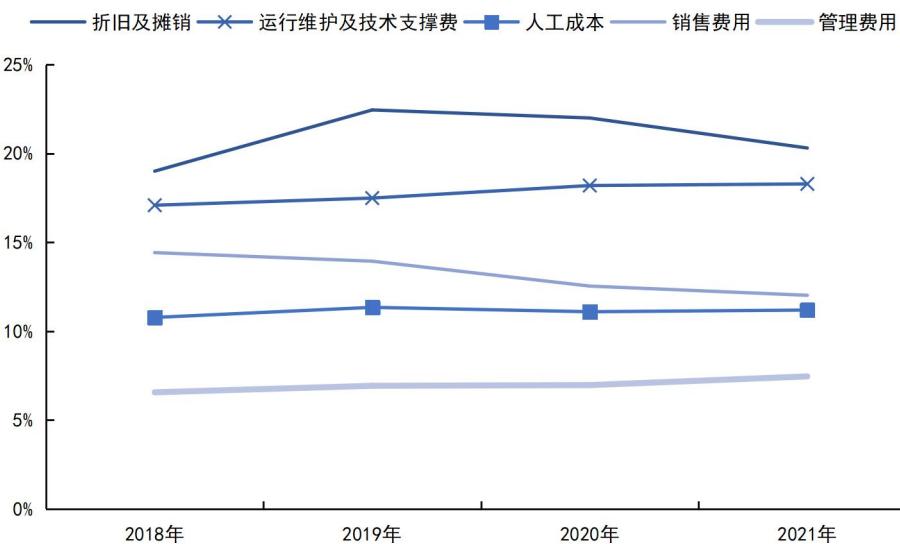
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

销售净利率角度，2010–2016 年公司的净利率保持稳中略降趋势；2016–2021 年公司销售净利率实现稳定回升，一方面 5G 基站建设整体保持温和增长趋势，另一方面 5G 时期用户 ARPU 值也实现提升。2021 年中国电信的销售净利率较 2020 年实现明显提升，达到 6.0%。

**图8: 2010–2021 中国电信销售净利率**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**费用率趋势稳定。**整来看，公司各项成本和费用在总营收比重相对稳定，近五年维持在营业收入中占比约 91%–93%。细分项目来看，成本中最高的项目是折旧及摊销，主要跟着 5G 建设节奏变化，2019–2021 年占比呈现稳中略降趋势，2021 年在营收中比重为 20.30%。5G 基站建设会带来运维成本的增加，所以 2018–2021 年公司运行维护及技术支撑费占比保持小幅提升趋势，2021 年在营收中比重为 18.28%。

**图9：2018–2021 中国电信主要成本和费用项目占营收比重**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**A股上市，募投资金重点投向创新业务方向。**2021年8月中国电信A股上市，根据当时募投计划，所募资金将用于5G产业互联网建设项目、云网融合新型信息基础设施项目及科技创新研发项目。三大募投项目未来三年总投资规模达到人民币1021亿，其中初步利用募集资金投资额为人民币544亿元。

**表2：中国电信募投规划**

募投项目	未来三年拟投资规模（亿元）	未来三年初步利用募集资金投资额(超额配售选择权行使前)（亿元）
5G产业互联网建设项目	214	114
云网融合新型信息基础设施项目	507	270
科技创新研发项目	300	160
合计	1021	544

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 行业层面迎边际改善，数字经济带来价值重估

### 传统业务 ARPU 值企稳回升，推动收入上行

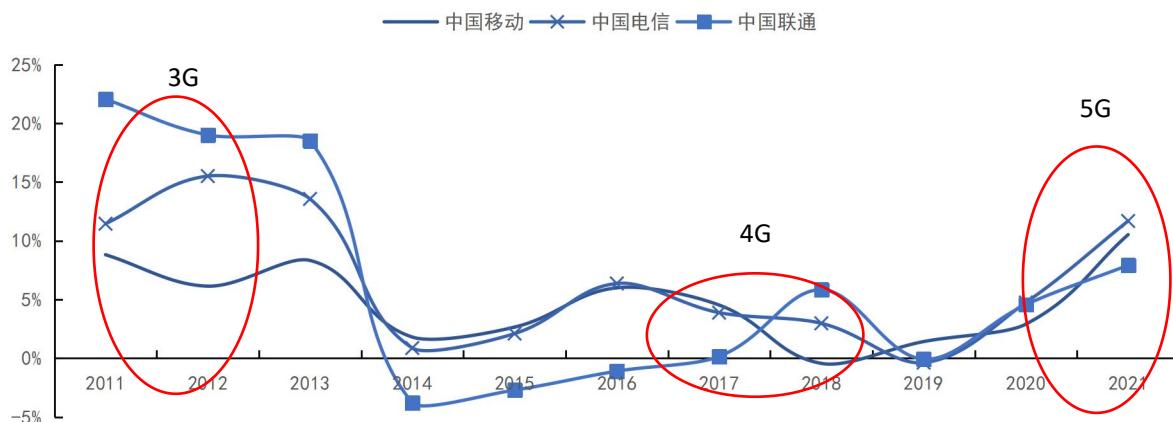
运营商的传统业务主要针对的是 2G 的移动业务和 2H 的家庭业务。

#### 收入端：新一轮收入提升周期或开启。

根据工信部统计，2021 年电信业务收入累计完成 1.47 万亿元，比上年增长 8.0%，增速同比提高 4.1 个百分点。按照上年价格计算的电信业务总量达 1.7 万亿元，同比增长 27.8%。从历史看，运营商收入增速提振的年份，均是在基站建设的中后期，一般持续 2 年，2021 年运营商或进入新一轮提升周期。

每一次提升后又下降，主要由于在用户数完成转化以及提速降费的趋势下，ARPU 值又快速下滑，我们认为这在政策降费力度缩小背景下将有所改观，ARPU 值长期将处于平稳水平，收入波动减小。

图10: 近十年三大运营商收入增速 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3: 提速降费政策影响不断弱化

时间	事件及内容
2015 年	国务院办公厅发布《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，提出要加快高速宽带网络建设，大幅提高网络速率，有效降低网络资费。
2018 年	《政府工作报告》：明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费；取消流量漫游费，移动网络流量资费年内至少降低 30%。
2019 年	《政府工作报告》：移动网络流量平均资费在降低 20%以上；中小企业宽带平均资费再降低 15%
2020 年	《政府工作报告》：宽带和专线平均资费降低 15%
2021 年	《政府工作报告》：中小企业宽带和专线平均资费再降 10%
2022 年	《政府工作报告》未提及

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2C 业务：用户数已趋于稳定，ARPU 值企稳回升。

目前我国移动用户数发展已经趋于稳定。3G 时期受益于移动终端和应用生态的快速发展，用户数实现快速增长，2014 年后进入 4G 时代，用户总数进入缓慢发展阶段，并在 2017 年就已突破 14 亿户（已高于 2021 年全国人口普查结果）；细看 5G 时代近两年移动用户发展，增速小于 1%。

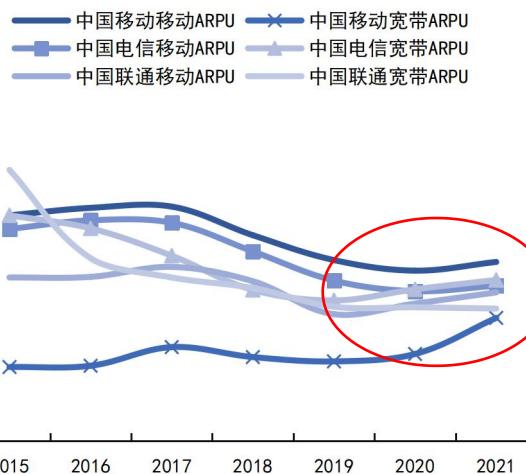
ARPU 值成为 2C 业务增长重要指标。运营商业务发展不再受限于“提速降费”影响，移动和家宽 ARPU 值在 5G 时代不再呈现下降势头，在提供更多增值业务和内容服务后（比如 VoNR 高清通话、智慧家庭等），ARPU 值呈现回升势头。

图11：我国移动用户总数变化情况（万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：运营商 ARPU 值变化（单位：元/月）

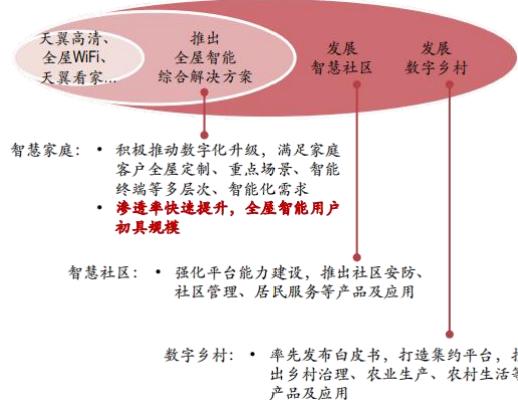


资料来源：运营商财报，国信证券经济研究所整理

## 2H 业务：受益千兆升级，正快速发展

千兆用户升级和乡村覆盖渗透仍有较大提升空间，每月套餐费（ARPU 值）受益千兆宽带和智慧家庭服务持续改善。千兆宽带网络所提供的丰富内容服务也对家庭宽带 ARPU 值有积极推动作用。综合看，家庭市场受益量价齐升，正较快发展。

**家庭宽带入乡和智慧家庭是运营商家庭市场的主要发展战略。**固网宽带网络已成为战略性公共基础设施，国家先后发布实施“宽带中国”战略、“双 G 双提”行动、“双千兆”计划等重大政策，为高带宽应用创新和推广提供基础网络保障。千兆网络时代催生了数字家庭丰富应用需求，运营商均将家庭宽带业务向智慧家庭方向演进。同时，拓展数字乡村成为了运营商在固网业务的新增量市场。

**图13: 运营商智慧家庭与智慧社区、数字乡村联动策略**


资料来源：中国电信公告，国信证券经济研究所整理

**图14: 运营商智慧家庭业务布局**

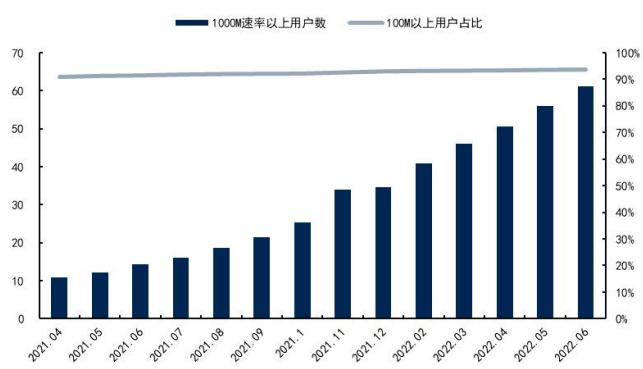

资料来源：中国移动公告，国信证券经济研究所整理

**农村宽带仍有增量空间。**我国农村宽带普及率仍然不高，根据中国互联网信息中心统计，截至 2021 年农村地区互联网普及率为 58%，有较大提升空间。近些年运营商持续深化拓展数字乡村市场效果显著，推动宽带用户数稳步增长——中国移动、中国电信、中国联通 2021 年家庭宽带用户数同比分别增长 2588/1118/895 万户。

**千兆网络渗透率提升空间广阔。**2022 年 6 月我国家庭宽带用户数 5.63 亿户，1000Mbps 及以上接入速率的用户为 6111 万户，千兆升级空间仍然较大。

**图15: 2016–2021 年我国农村宽带接入用户及占比情况(单位: 万户、%)**


资料来源：信通院，国信证券经济研究所整理

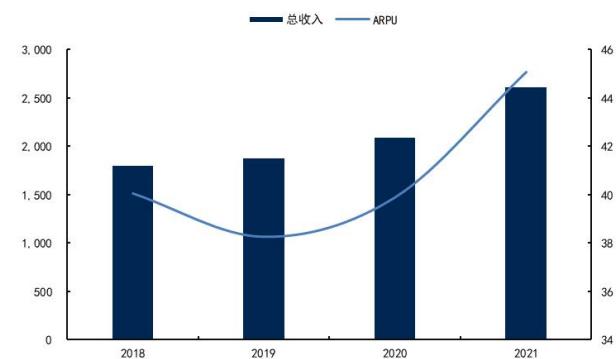
**图16: 2021 年我国 100M 速率以上、1000M 速率以上的固定互联网宽带接入用户情况(单位: 万户、%)**


资料来源：信通院，国信证券经济研究所整理

**重视智慧家庭增值业务发展，家庭宽带 ARPU 值及业务收入呈上升趋势。**运营商以千兆网络升级和智慧家庭增值业务为家庭宽带网络发展重心。2020 年以来运营商对套餐定价逐步由竞争走向竞合，无序降价逐步停止。三大运营商家庭宽带业务总和 ARPU 值逐步回暖提升，家庭宽带业务收入随之稳步增长。

**图17: 2015–2021 三大运营商家庭宽带用户数(单位:万户)**

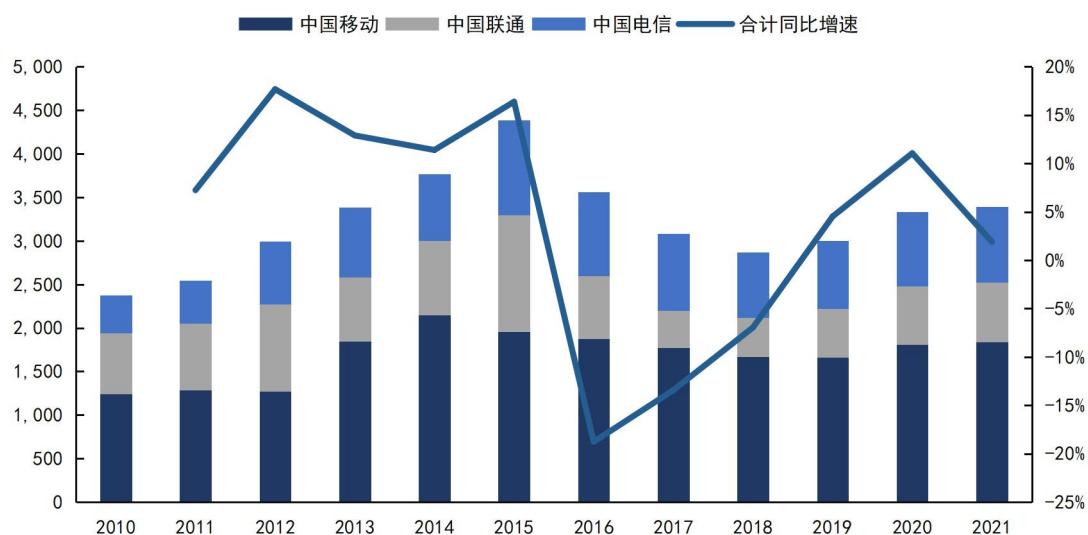

资料来源：信通院，国信证券经济研究所整理；备注：中国联通在2022年初调整战略，家庭宽带用户统计并入“大连接”，因此本文家庭宽带用户数统计至2021年底。

**图18: 三大运营商家庭宽带总收入与家庭宽带业务综合ARPU值(单位:亿元、元/月)**


资料来源：运营商公告，国信证券经济研究所整理

## 成本端：资本开支增速趋缓，费用可控

**5G时期资本开支增速趋缓。**资本开支是决定成本重要因素。每一轮新技术升级前期，运营商需要进行新一轮网络部署，投资加大，成为成本增加的主要因素。我国4G牌照发放于2013年，2012年开始启动建设，连续四年运营商资本开支同比增速超过10%，之后进入下行阶段。相反，我国5G牌照发放于2019年6月，5G基站建设从2019年开始小规模启动，2020年是规模建设元年，资本开支同比增长11%，但2021年三大运营商资本开支为3393亿元，同比增长1.9%，其中5G相关资本开支为1849亿元。

**图19: 5G资本开支增速趋缓(单位:亿元；%)**


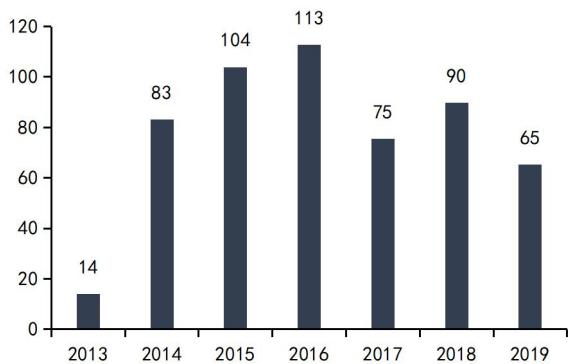
资料来源：运营商财报，国信证券经济研究所整理

**5G基站按需建设，共建共享节省资本开支。**4G基站从2013年开始建设，2014–2016

年集中大规模铺设，迅速覆盖全国；5G 基站从当前的规划来看，速度低于 4G，主要原因为 5G 基站造价较高，同时消费者下游应用生态不成熟，运营商从投资回报的角度，先在重点城市重点区域进行网络覆盖，后根据需求逐步补充。在这一思路下，运营商资本开支可得到有效控制，保证投入产出比。

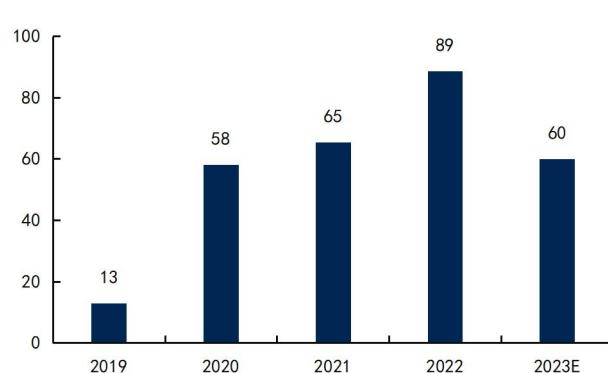
中国电信和中国联通在 5G 基站建设上选择共建共享模式，并不断扩大共建共享范围，截止 2021 年年底，二者共享 4G/5G 基站达到 135 万站，累计节省资本开支超过 2100 亿元，预计每年节省运营开支 200 亿元。

图20: 2013–2019 年 4G 基站新增数（万站）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理。

图21: 2019–2023 年 5G 基站新增数及预测（万站）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

**资本开支稳健避免折旧成本快速上升，运营支撑成本整体可控。**根据上文分析可知，折旧和运营成本两类是运营商成本中最重要两类。

**资本开支**主要用于建设基站、购买房屋等形成固定资产，运营商对于固定资产的折旧年限范围不同，对于通信设备一般在 5–10 年。以中国联通为例，用每年的折旧除以前一年的固定资产+在建工程，这一比例拉长来看反映了对于固定资产的折旧速度，相对稳定。

**运营商的网络运营支撑成本**，主要包括铁塔使用费、网络维护费用和电费及其他等，其主要和所需运维的通信网络规模正相关，因此与收入规模正相关，如下所示，虽然不同运营商占比不同（口径不同），但整体保证在稳定的水平。2019 年整体的下降与新租赁准则下的会计处理改变有关。

**5G 基站单基站耗电量增加，会使维护成本上升，但共建共享背景下，电信和联通各自只需要负责一半新增基站的维护，就可以使用全部基站用于创收，有助于抵消单基站成本的上升。**后期随着 5G 基站耗电问题的逐步缓解，成本整体呈下降趋势。中移动后期引入广电共摊维护成本，亦有望实现先升后降趋势。

图22: 运营商网络运营支撑成本占服务收入比重（%）



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

## 政策频出，数字经济成为重要发展新方向

数字经济有望成为我国经济发展的重要引擎，多次被中共中央、国务院、发改委、工信部等重要机构提出。2023年2月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》中进一步提到，到2025年，我国要基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放，政务及企业数字化程度显著提高。

表4：“数字经济”相关政策梳理

日期	文件名称	机构	核心要点
2023. 02	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	政务数字化智能化水平明显提升，打通数字基础设施大动脉。加快5G网络与千兆光网协同建设，深入推进IPv6规模部署和应用，系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造。
2022. 03	《政府工作报告》	国务院	加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进5G规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
2022. 02	《国家发展改革委等部门关于同意京津冀地区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函》等	发改委等	同意启动八大算力枢纽节点建设并规划十大数据中心集群，正式启动东数西算工程
2022. 01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	布局八大算力枢纽，推进云网协同，统筹算力和智能调度，建设绿色数据中心
2021. 07	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》	工信部	计划用三年时间形成与数字经济相适应的新型数据中心发展格局，建设全国一体化算力网络，逐步降低电能利用效率
2021. 05	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	发改委等	建设全国一体化算力网络枢纽节点，加强绿色数据中心建设，推动老旧基础设施转型升级
2020. 12	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	发改委等	到2025年，全国范围内数据中心形成布局合理、绿色集约的一体化格局，围绕京津冀等重点区域建设大数据中心枢纽节点，完善配套设施，深化大数据应用创新

数据来源：国务院、工信部、发改委等，国信证券经济研究所整理

**算力网络将成为支撑数字经济发展的重要底座。**算力是数字经济时代的关键生产要素。2020年，我国数字经济核心产业增加值占国内生产总值（GDP）比重达到7.8%。到2025年，这一比重预计将达到10%。由国际数据公司IDC、浪潮信息、清华大学全球产业研究院联合编制的《2021-2022全球计算力指数评估报告》报

告显示，计算力指数平均每提高 1 点，数字经济和 GDP 将分别增长 3.5% 和 1.8%。

国家发展改革委印发的《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》明确提出布局全国算力网络国家枢纽节点，启动实施“东数西算”工程，构建国家算力网络体系。

**算力主要为未来数据经济相关的应用提供计算、存储等基础功能，主要通过多维度分布的数据中心提供算力支持。**按照国家统一规划，未来我国有望形成多层次的算力体系架构，形成“中心算力（东数西算节点）”、“基础算力（各地数据中心机房）”、“边缘算力（边缘数据中心）”等多维度计算体系。

**数据中心是算力重要载体，2025 年我国数据中心机柜需求量有望超过 750 万架。**

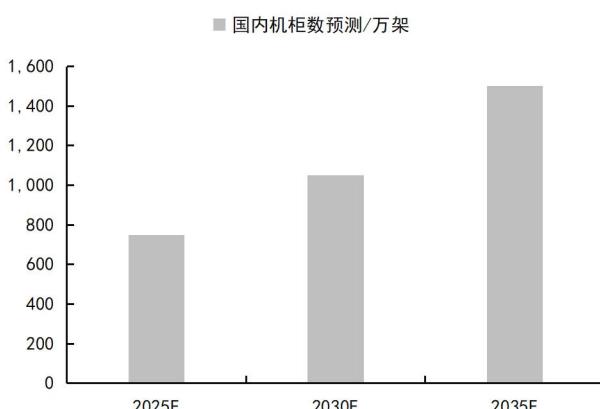
根据 CDCC 统计，截至 2021 年，我国存量数据中心机柜数超过 350 万架，其中华东地区超过 100 万架，华南华北地区分别达到 90/80 万架，未来随着数字经济发展以及流量的增长，国内数据中心 2025 年规模有望超过 750 万架。

图23: 国家“东数西算”一体化数据中心布局



资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

图24: 我国数据中心机柜数预测（单位：万架）



资料来源：CDCC，国信证券经济研究所整理（上述统计口径按照 2.5KW 标准机柜折算）

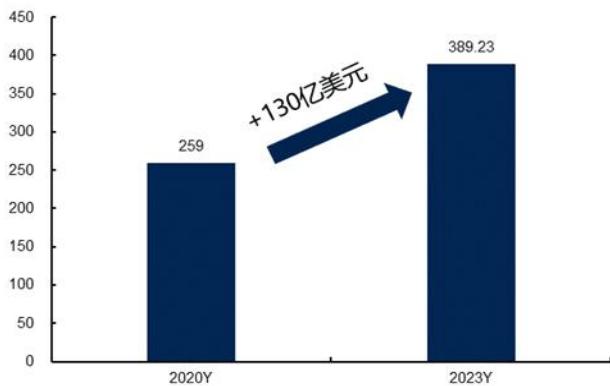
## 政企应用有望进一步带动千行百业投资增长

数字经济相关发展规划中提出重点打造关于数字经济核心产业群，推动在农业、工业、金融、教育、医疗、交通、能源等重点领域，加快数字技术创新应用，政府、运营商、实体企业、互联网等在数字化方面投资有望持续增长。

- 根据《“十四五”数字经济发展规划》指出，到 2025 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重有望增加至 10%，（较 2020 年的 7.8% 提升约 2.2pct）。
- 根据中国信通院发布的《数字时代治理现代化研究报告——数字政府的实践与创新》中提到的，我国政府数字建设的几个重要的方向包括：1) “互联网+”带动政务服务流程智能化；2) 5G、物联网、AI 等技术推动城市智能化；3) 大数据助力疫情防控科学化、精准化等。
- 目前我国实体经济企业平均上云渗透率约 12%，其中零售业、制造业达到 30% 平均水平，其余企业尚不足 10%，数字经济有望全面赋能企业数字化转型，成为企业提升生产效率的重要抓手，企业端对于设备以及数字化解决方案的

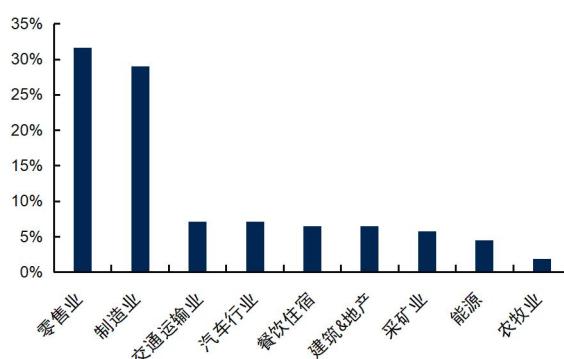
投资有望持续增加。

图 25: 智慧城市规模及预测 (单位: 亿美元)



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图26: 实体经济行业上云渗透情况 (单位: %)



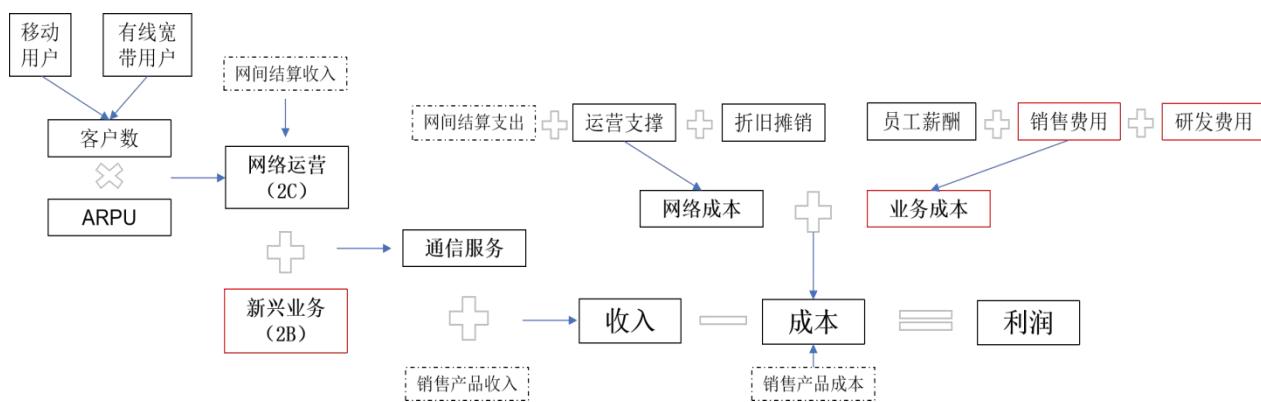
资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

运营商积极部署，数字经济蓝海推动价值重估

**产业数字化收入是当下运营商盈利模型的重要新增量。**在没有进行数字化转型之前，运营商主要针对家庭和个人进行服务，收入形式主要表现为对每人每月收取固定的套餐费（ARPU），成本端主要为支撑通信网络运行的各项成本费用，具体如下所示。

数字经济时代，运营商新兴业务相关占比有望大幅提升，对相应的收入成本项或产生较大影响，是构成最终利润波动的重要关注点。

图 27: 运营商盈利模型



资料来源：运营商财报，国信证券经济研究所整理

**运营商积极布局算力网络，聚焦数据中心投入。**为了更好抓住数字化转型机遇并利用好自身已有丰富的网络资源，三大运营商均在战略上积极部署算力网络建设。

**中国移动：**数据中心“4+3+X”布局，面向京津冀、长三角、粤港澳为代表的东部节点及成渝国家枢纽节点，与呼和浩特、哈尔滨、贵州三大跨省节点，进行算力互补对接。

**中国联通：**实施“5+2+31+X”数据中心布局体系规划。聚焦京津冀、长三角、珠三角(大湾区)、川渝陕、鲁豫五大热点区域；以贵安、呼和浩特作为南北两大备份中心；同步推进31省会城市、经济发达城市的省级数据中心及边缘数据中心建设。

**中国电信：**进一步明确了“2+4+31+X”的云网融合资源布局，围绕京津冀、长三角、粤港澳、陕川渝4个重点区域，积极推进大数据基地、创新孵化基地、数据中心、研发中心等一大批重点数据中心项目建设。

图28: 5G资本开支增速趋缓（单位：亿元；%）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

**长期来看：算力网络部署平台可实现算力交易，市场化手段匹配资源。**算网运营平台以网络为中心调度算力资源。该模式强调直接使用底层网络对算力进行整合、组织和调度，通过优化后的算力标识、路由协议与传输协议，来实现算力资源与网络资源的高度集成与协同调度。

算力交易系统包括算力消费者、算力提供者和算力网络控制层。交流流程商，算力消费者提出的业务需求，交易平台制定分配策略，算力网络控制层根据分配策略，建立算力消费者与算力提供者之间连接的一体化服务。

图29: 算力网络商业模式



资料来源：中国联通《算力网络架构与技术体系白皮书》，国信证券经济研究所整理

运营商是数据供应方和数据服务方的重要参与者之一，充分受益算力平台模式发展。运营商作为数据要素产业链中的重要参与者，基于企业自身资源禀赋，多方位参与数据要素市场各环节的建设，推动数据要素市场化配置。

一方面作为数据的提供方参与数据要素市场交易。基于其独有的用户数据、业务数据、网络数据和位置信息等数据，运营商在安全合规前提下的创新开发利用，挖掘商业价值，推动数据要素价值的产品化和服务化。

一方面作为数据服务方深度参与数据处理、数据交易等环节。运营商在数据处理各环节为数据产品化提供全价值链数字化能力及运营服务，依托区块链、隐私计算等数字技术为数据资产化提供可信流通底座，积极参与地方性大数据交易平台建设和运营，并发挥技术优势助力数字政府建设，在建设多边模式的数据要素市场生态中承担关键角色。

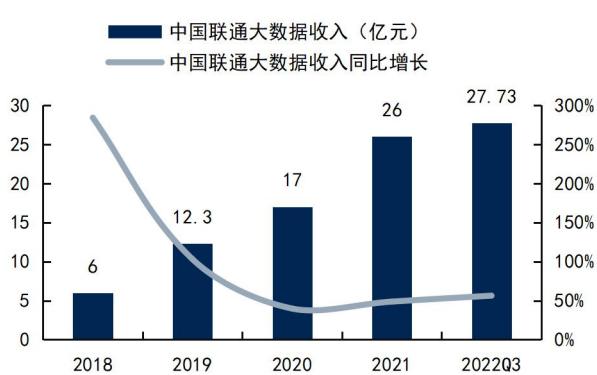
图30：运营商是数据要素产业链中的多环节重要参与者



资料来源：国信证券经济研究所整理

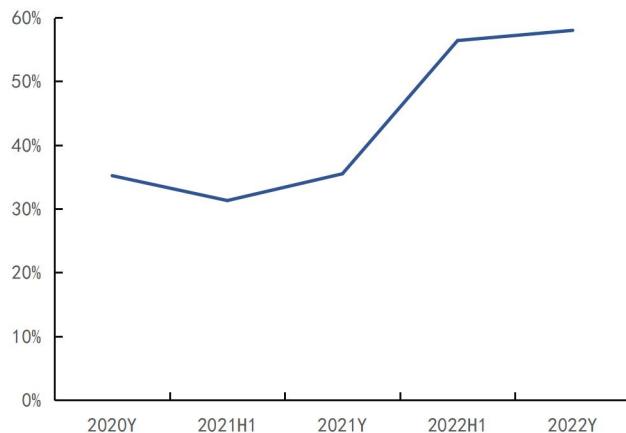
近年三大运营商大数据业务实现高速增长，成为运营商增收新动能的重要组成部分。据工信部数据，2022年三家运营商大数据业务增速达到58%，增长势头强劲。2018–2022Q3，中国联通大数据收入分别达人民币6/12.3/17/26/27.3亿元，2021年同比增长48.7%，业绩连续三年位居运营商首位；中国移动2021年梧桐大数据累计价值数据规模>6亿GB；2021年中国电信数字化平台和大数据收入224亿元，大数据收入同比增长35.5%。

图31：2018–2022Q3 中国联通大数据业务收入



资料来源：中国联通，国信证券经济研究所整理

图32：2019–2022H1 三大运营商大数据业务同比增幅



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

我们认为，在数字经济的大时代背景下，运营商在算力网络部署环节和算力交易平台的落地方面均是重要的参与方，充分受益行业未来发展，而产业数字化作为运营商转型的长期推动力和数据资产交易带来的潜在明显增量，有望带来对于运营商行业价值体系重新估值。

## 公司优势：传统主业趋势向上，算力规模行业领先

### 移动&固网业务：用户数和用户价值稳步提升

**移动业务：**中国电信与时俱进，积极应对政策和技术变化，推动用户数和用户价值走向提升。2016年，中国电信采取进攻型市场策略，全面推进4G业务，推进全网通成为国家标准；2017年，4G发展进入快车道，公司采取多业务融合，全网通终端引领，翼支付红包等活动的组合策略；2018年，公司紧抓流量需求升级窗口期，移动用户规模发展全面提速；2019年，公司聚焦客户感知和客户需求，套餐端打造“5G+权益+应用”的新模式，推出5G会员体系。2020年，公司以“5G+天翼云”为用户提供优质网络体验和差异化的应用服务，率先在业界推出5G云手机“天翼1号”，促使5G用户快速渗透，用户价值进一步提升。

2021年公司持续提升5G覆盖和网络质量，创新天翼云手机终端生态，丰富5G应用和权益体系，推出5G云套餐，以极致融合优化用户体验，促进个人新兴信

息消费需求升级，持续释放新一轮流量红利，驱动移动用户规模和价值持续提升。

表5：2016-2021年中国电信移动用户数变化

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
移动用户规模（亿户）	2.15	2.50	3.03	3.36	3.51	3.72
净增数（万户）	1710	3469	5304	3257	1545	2141
其中 4G 用户规模(万户)	12187	18200	24200	28000		
4G 净增数（万户）	6341	6017	6039	3800		
5G 套餐数（万户）				461	8650	18780

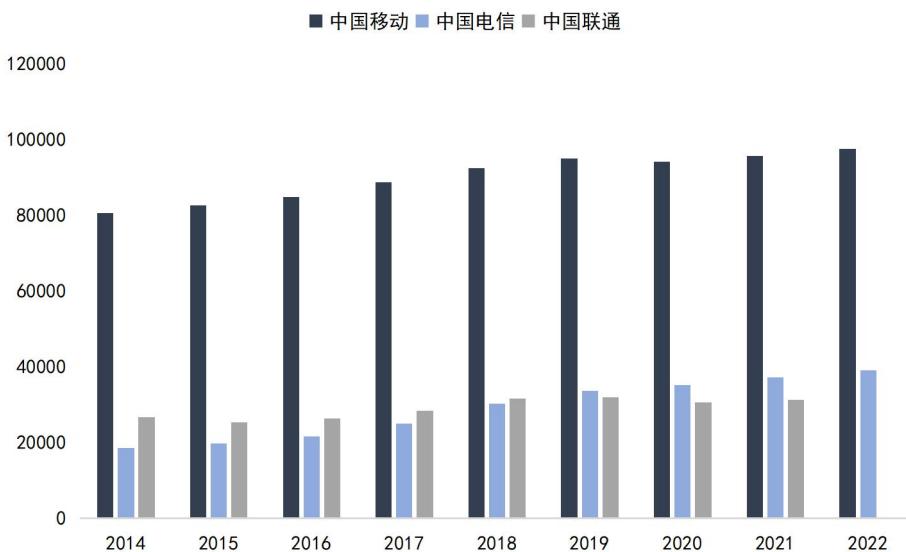
数据来源：中国电信，国信证券经济研究所整理

### 中国电信的移动用户总数在三大运营商中排名第二，用户 ARPU 值稳步回升。

电信早期专注于固网业务，移动业务垫底。中国电信于 2008 年收购联通的 CDMA 网络（包括资产和用户）后，开始提供移动服务。4G 时代，中国电信以家庭宽带用户为抓手加强移动客户拓展，逐步在移动业务领域超越联通，但两者之和仍小于移动。

2021 年公司移动用户达到 3.72 亿户，净增超过 2000 万户，5G 用户快速渗透，5G 套餐用户达到 1.88 亿户，渗透率超过 50%，天翼超高清、云游戏、云 VR 等 5G 应用用户快速增长。

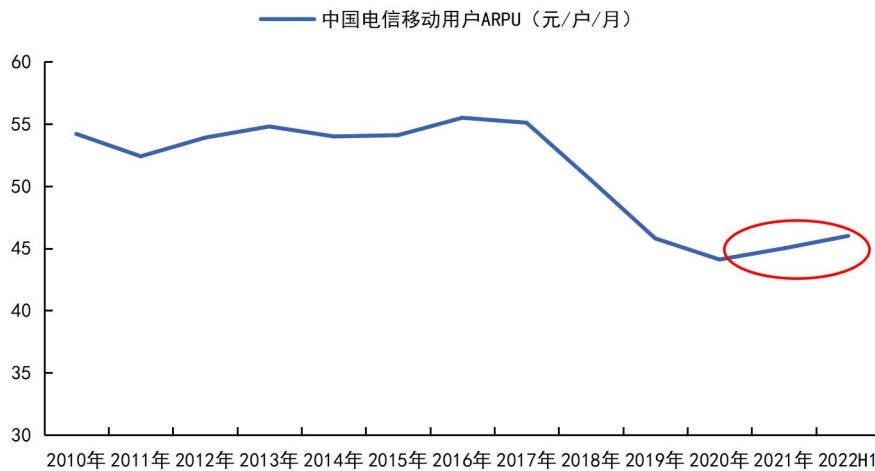
图33：运营商移动客户数变化（万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在用户价值方面，随着 5G 用户的渗透，ARPU 值逐步企稳回升。2022 年上半年，公司移动用户达到 3.84 亿户，净增 1179 万户，用户份额稳步提升。5G 套餐用户达到 2.32 亿户，渗透率达到 60.3%，继续保持行业领先水平。移动用户 ARPU 达到人民币 46.0 元，继续保持增长。

图34：中国电信移动用户 ARPU 值实现回升

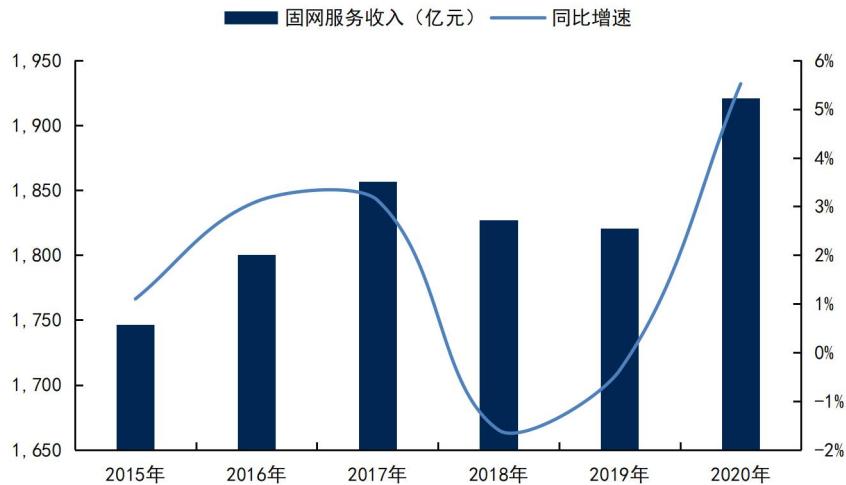


资料来源：中国电信，国信证券经济研究所整理

**中国电信固网收入稳定增长。**中国电信的固网 ARPU 过去几年在价格战压力下持续下降，得益于固网用户的增长，中国电信在固网业务方面的收入始终比较稳定，2020 年突破新高。智慧家庭与宽带接入互为促进。

2021 年，公司固网及智慧家庭服务收入达到人民币 1135 亿元，同比增长 4.1%，有线宽带用户达到近 1.70 亿户，全屋 WiFi、天翼看家等智家业务用户渗透率快速提升，智慧家庭收入达到 139 亿元，同比增长 25.1%，宽带综合 ARPU 达到人民币 45.9 元，同比增长 3.4%。

图 35：中国电信固网服务收入及增速

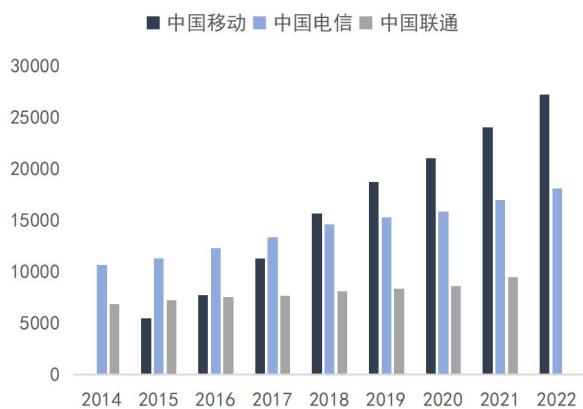


资料来源：中国电信，国信证券经济研究所整理；注：数据采用港股财报披露口径

**固网用户数保持稳健增长，固网接入 ARPU 值企稳回升。**当前，中国电信有线宽

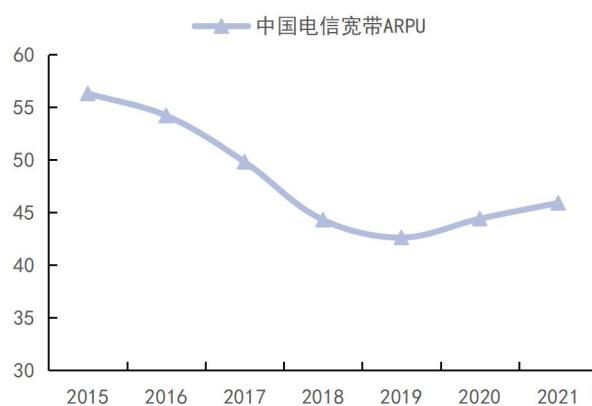
带客户数和 ARPU 均处于三大运营商中等水平，截至 2021 年底有线宽带客户数达到 1.70 亿户。2021 年宽带接入 ARPU 为 38.9 元/月，宽带综合 ARPU 为 45.9 元/月，随着智慧家庭等创新业务的推进，未来用户数有望持续增长，固网接入 ARPU 值也企稳回升。

图36：运营商有线客户数变化（万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：中国电信宽带综合 ARPU 企稳回升



资料来源：中国电信财报，国信证券经济研究所整理

**中国电信发展固网的优势主要在于优质稳定的网络质量、快速响应的服务质量以及智慧家庭产品的营销。**

- 优质稳定的网络质量：中国电信拥有全球规模最大 ROAM 全光骨干网。整个骨干网分为五大区域，系统总长达 22 万公里，包括 470 个 ROADM 节点、2357 个 OA 节点，网络总容量达 590T；5039 条 100G，区域 WSON 控制，恢复时间小于 2 分钟；基于 20 维 WSS 的 CD 主导；光层直达，时延最小；
- 快速响应的服务质量：中国电信的固网服务承诺“当日装、当日修、慢必赔”；
- 智慧家庭产品营销：天翼智慧家庭科技有限公司为中国电信股份有限公司的全资子公司，是中国电信从事智慧家庭业务研发运营一体化的集团级专业公司，成立于 2018 年 12 月 24 日。公司主要产品应用涵盖小翼管家、全屋 WiFi、天翼高清、天翼看家、家庭 DICT、云网超宽、家庭云、安全管家、云游戏、云 VR/AR 等，服务 1.87 亿宽带用户、1.34 亿天翼高清 IPTV 用户以及 6450 万家庭云用户，智家平台智能设备连接数超 1.89 亿。

**表6：中国电信智慧家庭业务体系**

产品名称	介绍		核心要点	应用场景
智能宽带 云网超宽带	中国电信云网超宽带业务是指光纤宽带用户原有普通上网能力基础上，通过云网边端能力贯通，支持网关智能选路、上下行独立带宽保障、端到端 QoS 优先级及云能力下沉，从而实现端到端应用保障能力，通过与生态应用合作，为用户提供强感知、有质量保障、有差异的高带宽应用服务		1、差异化的高带宽应用；2、一站式快速部署服务	云游戏、超高清视频、视频社交、在线教育、云存储、融合创新服务体验
智能宽带 家庭云	家庭云是中国电信面向个人及家庭用户推出的云存储服务产品，定位“个人与家庭的数据中心”。主要为用户提供手机相册备份、智能相册管理、多终端文件共享、多屏浏览等云存储服务。		1、免密登录；2、文件高速上传；3、自动备份；4、智能分类；5、多屏浏览	天翼云盘
智能平台 小翼管家	小翼管家以智慧家庭各类平台、系统为依托，整合天翼网关、智能家居、家庭云、天翼高清等能力打造中国电信智慧家庭统一入口，为用户提供智能应用和智能服务		1、轻松管理智能宽带；2、一键操控智能应用；3、轻松玩转家庭云；4、灵活操控天翼高清；4、自助预约智能服务	
智能应用 天翼高清	天翼高清是新一代的互动电视，以电信宽带为传输媒介，接上电视和机顶盒即可观看电视节目，并且在现有的 IPTV 节目基础上，增加 4K 节目，节目清晰度更高。同时还可以视频聊天、游戏、学习、唱 K、健身等		生活、阅读、音乐、教育、游戏	
智能应用 天翼看家	天翼看家是中国电信为家庭用户打造的，集远程实时视频查看、拍照录像、双向语音对讲、移动侦测告警、红外夜视等功能为一体的智慧家庭产品		用户可通过手机中的小翼管家 APP 实时查看视频进行云端存储和回看	看家护院、爱心陪护等多种场景
智能安全 安全管家	安全管家是中国电信面向家庭宽带用户提供智慧家庭应用安全防护的一款产品		1、终端安全检测；2、应用风险防护；3、隐私信息保护	
智能服务 全屋智能	语音开关包括深度定制的智能音箱和支持语音控制的智能插座；居家传感产品包括智能网关、水浸感应器、烟雾传感器、燃气探测器、智能门锁等		居家传感、智能音箱、智能插座等	
智能服务 全屋 WiFi	包括千兆路由器，设计安装及 WiFi 调优服务等	全屋 WiFi		包括千兆路由器，设计安装及 WiFi 调优服务等

数据来源：中国电信官网，国信证券经济研究所整理

## 推行“云改数转”战略，加大产业数字化投入

中国电信始终紧密跟踪行业趋势变化，积极推行战略转型，并在 2020 年提出面向未来云网系统的“云改数转”新战略。

2004 年，中国电信顺应互联网发展新趋势，率先提出战略转型（转型 1.0），将企业定位为电信全业务提供者、互联网应用聚合者、企业 ICT 服务领先者，大力拓展 ICT 应用、互联网增值等非话音业务，收购 C 网开展全业务运营，开展固网智能化改造，发展 CN2 等。

2010 年底，中国电信顺应移动互联网时代的到来，适时提出深化转型（转型 2.0），将企业定位为智能管道主导者、综合平台提供者、内容应用参与者、大力推进光进铜退，发展 3G/4G，推进产品、渠道服务的互联网化运营，同时深化改革，在基础业务领域开展划小承包和倒三角变革，在新兴业务领域开展隔离运营、公司化、混合所有制改革等。

2016 年 6 月，中国电信顺应智能服务时代的到来，进一步推进转型升级（转型 3.0），将企业定位为领先的综合智能信息服务运营商，着重推进网络智能化、业务生态化、运营智慧化，引领数字生态。在此基础上提供的综合智能信息服务包括智能连接、智能平台、智能应用，以及三者深度融合形成的业务生态。

2020 年中，中国电信顺应数字化浪潮，确立“云改数转”战略，“数转”指代数字化转型，包括基础设施、数据、API 等几个维度。中国电信坚持“网是基础、云为核心、网随云动、云网一体”的战略方向，提出从云网融合、体制机制创新、开放合作、内部数字化四个方面“加快云改数转、推动高质量发展”。“云改”

是战略和执行的结合，核心是构建面向未来的云网系统。

图38：中国电信战略转型之路



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 聚焦“云改数转”战略，中国电信在云网融合布局上具备四大独特优势：

**优势 1：云的层次化布局，并加大产业数字化投入。**根据 2020 年财报，中国电信拥有 IDC 机架数 42 万个，上架率约 70%，一线城市 IDC 占比 50%左右。中国电信正在实现“2+4+31+X+0”的云资源池布局。2021 年中国电信的 IDC 机架数增加至 47 万个。

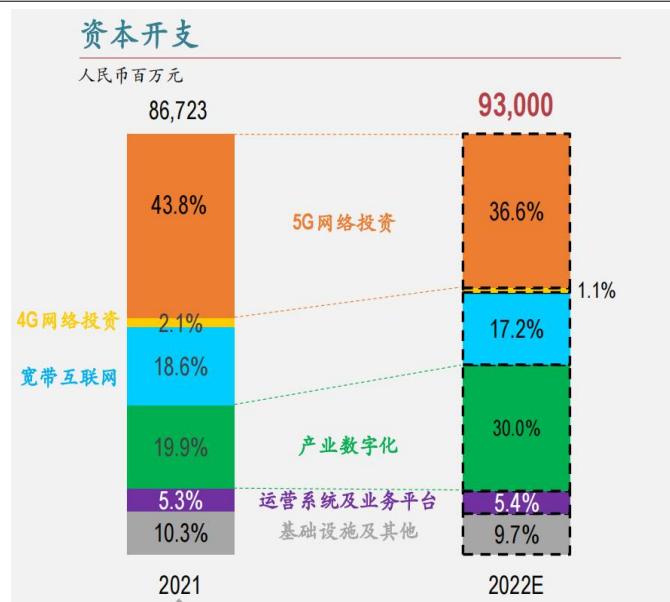
图39：“2+4+31+X+0”的布局含义



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**中国电信的资本开支结构向产业互联网业务倾斜。**根据中国电信 2022 年资本开支规划，在产业数字化方面的资本开支继续增加，在总计划 capex 中占比从 2021 年 19.9%进一步增加至 30%，对应绝对值为 279 亿，同比增长 62%，主要用于云和 IDC 基础设施的布局。

图40：中国电信资本开支向产业数字化倾斜



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**优势 2：云边协同。**中国电信依托全国超 6000 个的边缘机房及 5 万个综合接入局所，部署广泛覆盖的边缘基础设施，按需就近部署边缘计算节点和 UPF 设备，充分发挥云边各自优势，打造便捷可靠的边缘服务能力，协同提供综合数字化解决方案。同时，中国电信还自研 MEP 管理平台，满足各类能力接入，赋能各类行业应用。

以人工智能应用为例，AI 的实现包括两个环节：训练、推理。根据承担责任的不同，AI 芯片可以分为训练芯片和推理芯片。用于构建神经网络模型训练芯片，受算力、经济效率考虑，一般在云端部署，天翼云可部署强大的训练算力，基于云端海量数据进行模型训练。相比训练芯片，推理芯片需要平衡单位功耗算力，时延，成本等因素，一般部署到边缘。天翼云可将训练生成的模型推送的边缘 MEC，使得在边缘侧仅需要轻量级部署就可以实现 AI 应用，从而可提供云边协同的视频内容分析、人脸识别等多种人工智能服务。

**优势 3：网随云动。**中国电信依托天翼云广泛分布的云资源节点和通达全球的丰富网络资源，为用户提供快捷组网、专线入云、多云互联的云网融合服务，具有广覆盖、易接入、高性能、安全可靠、灵活组网、简便运维的特点。目前中国电信已在全国 31 个省及境外日美欧等热点地区部署 pop 节点，支持企业通过 Internet、专线、4G/5G 移动网络等多种方式就近接入，提供基于 IPsec 技术和 CN2 客户专网的高安全通道，实现应用级别的七层流量精细化管控及全网的智能流量调度，可满足百万量级、单租户上万节点规模的并发承载需求。

**优势 4：云网一体化安全。**中国电信基于运营商网络安全优势，推出了“云堤”抗 DDOS 产品，打造了涵盖终端安全、网络安全和云内安全的云网一体的安全能力。

## 算力网络规模行业领先，强化 B 端业务开拓

中国电信的产业数字化业务收入规模位居三大运营商第一。当前创新业务主要面

向 B 端客户为主，中国电信的网络和客户基础较好，目前创新业务收入规模和份额业界领先，2021 年公司的产业数字化收入达到 989 亿元，同比增长 19.4%。根据年报披露的产业互联网业务明细统计，横向对比其他两家规模，中国电信收入规模明显领先。

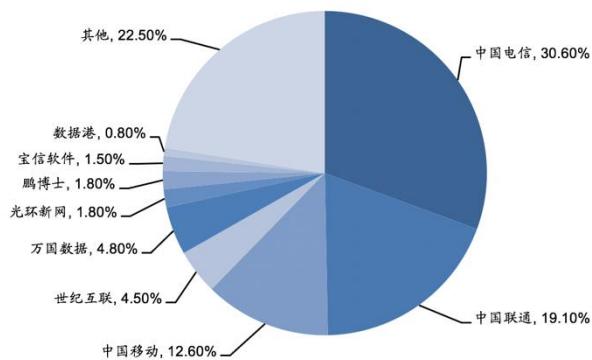
表7：中国电信产业数字化规模行业领先

	中国电信	中国移动	中国联通
行业云	213	192	163
IDC	316	216	
组网专线	201	264	
物联网	29	114	60
数字化平台及大数据	224	-	
合计	989	786	548

数据来源：运营商财报，国信证券经济研究所整理（空白代表数字未披露）

**中国电信 IDC 收入，机架数均为国内行业第一。**以前的运营商数据中心比较分散，中国电信从 2005 年开始集中建设大规模数据中心，IDC 产业逐渐从最初的资源消耗型产业转换为应用服务型产业。公司的 IDC 收入在国内占据最大的市场份额。根据信通院统计，截至 2019 年三大基础电信运营商共占我国 IDC 市场约 60% 的份额，其中中国电信最高占比约 30.6%，中国联通、中国移动分别次之。

图41：2019 年 IDC 市场份额



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

截止 2021 年，中国电信对外可服务的机架数达到 47 万个，超过中国移动的 40.7 万个，中国联通的 31.2 万个，继续保持行业第一的为主。2022 年根据公司规划，中国电信有望继续新增 4.5 万个机架。

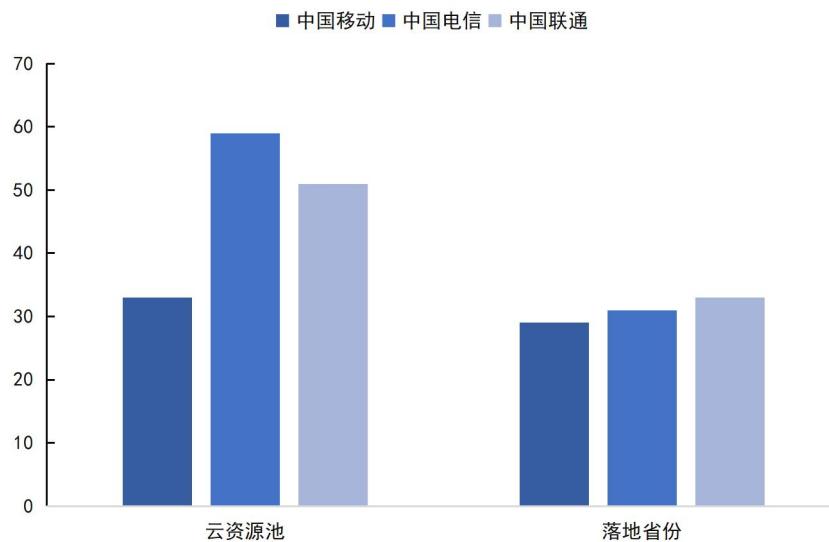
**表8：第三方数据中心运营商业务覆盖区域对比**

企业名称	机柜数量（截至 2021 年）	主要地区	主要客群
中国移动	40.7 万台	全国	政企客户、金融机构、互联网公司等
中国电信	47.0 万台	全国	政企客户、金融机构、互联网公司等
中国联通	31.2 万台	全国	政企客户、金融机构、互联网公司等
万国数据	12.7 万台	北上广地区合计 93%	云厂商 78%，互联网 13%、金融机构及其他 9%
世纪互联	5.4 万台	北上广深地区合计 81%	云厂商+互联网公司
宝信软件	3.8 万台	上海、武汉、华北、华南等	运营商、金融机构、大型互联网企业等
光环新网	3.0 万台	北京、上海、华南地区等	金融机构、互联网公司等
数据港	3.6 万台	上海、杭州、华北、华南等	和阿里巴巴深度合作
秦淮数据	1.6 万台	主要集中在华北地区，拥有印度、马来西亚数据中心	字节跳动为第一大客户
科华数据	5.0 万台	北上广地区共 7 个	订制型数据中心主要和腾讯合作

资料来源：各公司官网，Wind，国信证券经济研究所整理

**云网资源上，中国电信具备行业领先的规模优势。**对比云厂商和第三方数据中心服务商，电信运营商建设数据中心起步早，拥有多年的政府和大型国有企业客户积累，在全国拥有较大规模的数据中心，各数据中心间的信息传输网保障成为其跨区域的服务优势。

电信拥有云网优势。22 年中国移动和中国电信预计分别采购 18 万台和 16 万台与服务器，截至 21 年移动、电信、联通的云资源池分别为 33/59/51 个，规模行业领先。

**图42：2021 年三大运营商云资源池部署对比（单位：个）**


资料来源：运营商公告，国信证券经济研究所整理

中国电信在政企市场部署领先。云计算行业的下半场是政企的数字化转型，运营商在政企市场具备市场优势。政企客户业务复杂、技术能力弱，需要更完善的一揽子解决方案，相比于互联网企业需求更具差异化。根据中国信通院《中国政务云发展白皮书（2018）》预测，到 2021 年政务云将以 813 亿元规模占到国内云计算市场总规模的 43.8%。中国电信已经与 31 个省、236 个城市建立了智慧城市战略合作关系，构建省级政务云平台 11 个，地市级政务云平台 100 余个；中国移动政务云则覆盖了 20 多个省份，部署超过 100 多个城市。

图43：运营商建设政务云的优势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**结合算力网络。云网资源优势，中国电信加快推进 B 端业务进展。**5G 行业应用方面，公司整合内外资源，深入实施 5G 应用“扬帆”行动计划，开展“强基行动、引擎行动、护航行动、共创行动、绽放行动”五大专项行动，以 5G 应用新产品、新业态、新模式助力千行百业数字化转型和智能化升级。持续打造并迭代 5G 工业互联网、智慧城市、医疗、教育、文旅等行业基线化解决方案；夯实 5G 行业融合标准研制，做大 5G 应用创新联盟，优化 5G 生态开放平台；持续加大研发投入，在双碳物联网、5G+车路协同、5G+北斗、智慧法务、智慧养老等领域开展产品孵化。

截止 2021 年公司行业客户超过 1000 万家，以自研为核心实施 8000 多个行业应用项目，拉动行业应用收入 60 亿元，并通过设立 12 产业研究员和 2 大创新中心不断提升公司核心竞争力。

图44：中国电信持续开拓 B 段市场，巩固行业领先地位



资料来源：中国电信财报，国信证券经济研究所整理

## 天翼云行业地位领先，助力国云建设

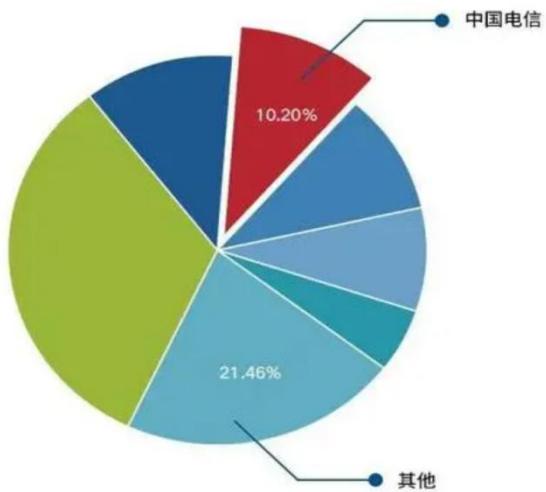
天翼云市场地位不断提高，综合实力目前已经跻身行业第三。根据 IDC 最新发布的《中国公有云服务市场（2022 第三季度）跟踪》报告显示，在中国公有云 IaaS+PaaS 市场中，中国电信天翼云以 10.2% 的份额排名再进一位，升至行业第三。

报告显示，在中国公有云 PaaS 市场中，天翼云以 100.8% 的增速取得较大突破，份额占比达 5.1%。与此同时，在中国公有云 IaaS 市场中，天翼云市场份额占比达 11.6%，继续保持行业第三位。

2022 年上半年中国电信天翼云收入达到 281 亿元，同比增长 100.8%，天翼云市场份额稳居业界第一阵营，保持政务公有云市场的领先地位。

图45：中国电信天翼云市场份额不断提升

中国Top6公有云IaaS+PaaS服务厂商市场份额占比  
2022第三季度



数据来源：IDC《中国公有云服务市场（2022第三季度）跟踪》

资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

**天翼云担纲国云建设，并顺利完成增资扩股。**2022年7月12日，国务院国资委召开中央企业深化专业化整合工作推进会，其中提到中国电信引入多家中央企业战略投资者建设“国云”。

2022年7月24日，在第五届数字中国建设峰会云生态大会上，国资监管云正式启动，国资监管云由中国电信牵头，中国电子、中国电科等多家央企参与。国资委副主任翁杰明在大会上提出：“坚定不移成为国家基础公有云的运营者，构建数字基础设施国资央企，致力于打造开放协同、绿色安全、自主可控、高效可用的国家级基础公有云平台。”

**中国电信积极开展“央企上云专项行动”，**会同云计算研发和运营能力领先的中央企业共同开展国资央企云的顶层设计，制定相关技术标准和规范，基于“云网融合、安全可信、绿色低碳、生态开放”的天翼云底座，打造了“国资央企云”，配套一条服务热线、一套咨询服务、一次技术讲座的“三个一”上云服务。

图46：中国电信天翼云4.0分布式云技术



资料来源：中国电信，国信证券经济研究所整理

**天翼云增资扩股落地。**根据企查查最新数据，天翼云进行了多项工商变更，公司注册资本从40亿元增加至47.64亿元，增幅超19%，股权结构从原来的中国电信100%持股，变更为中国电信持股83.96%、中国国新持股5.25%、中国电科持股5.25%、中国诚通持股5.25%、中国电子持股0.29%。标志2021年12月中国电信与四家央企签订的《天翼云科技有限公司增资扩股框架协议》完成。

**天翼云战略地位提高，有望成为中国电信新增长点。**2021年3月16日，中国电信股份有限公司内部发文：“胡志强任天翼云科技有限公司执行董事、总经理，关丽莘任副总经理，李云庄任副总经理，冀晖任副总经理(三级正)。以上领导人

员原中国电信股份有限公司云计算分公司职务随公司注销自然免去。”此次新成立的天翼云科技公司是独立法人，整合了中国电信云计算分公司、中国电信上海信息化研发中心、中国电信广州信息化研发中心以及中国电信云计算内蒙古分公司和中国电信云计算贵州分公司这五家专业公司。2020 天翼智能生态博览会期间，中国电信党组副书记邵广禄表示：“我们将把云计算服务打造成为中国电信的主业。”

**我们认为，云网融合是信息基础设施的演进方向，云计算业务独立经营是中国电信推进“云改数转”战略的重要一步，未来有望以更加市场的方式运作，成为中国电信新的业务增长点。**

表9：中国电信天翼云发展历程

时间	事件
2009 年	中国电信启动云计算的战略布局，天翼云是国内最早和最大的云服务商之一
2011 年	中国电信正式对外发布天翼云计算战略、品牌及解决方案
2012 年	中国电信成立云计算公司，并在北京召开天翼云卡发布会
2013 年	中国电信内蒙古云计算数据中心一期投产，规划机架总数为 5000 个，互联网带宽 160G
2014 年	中国电信天翼云通过了工信部指导组织的可信云服务认证
2015 年	天翼云 OOS v5.0 实现“跨区域复制”
2016 年	中国电信携手华为发布天翼云 3.0 产品及服务，在云网融合、安全保障和全面定制化服务方面具备独特优势
2017 年	上海电信联合华为正式发布“天翼云”产品，携手 5 家合作伙伴成立“天翼云合作联盟”。上海电信为上海中心视频监控平台完成企业上云计划。
2018 年	中国电信江苏分公司正式推出基于电信光网络与天翼云融合的云网通产品。中国电信 IT 研发中心推出的具备完全自主知识产权的云化 PaaS 平台成功应用于福建 IT 互联网化试点和天翼物联网使能平台。天翼云平台率先应用于中国电信的 CRM、计费、服务开通等运营商关键 IT 系统。天翼云拥有全国 6 万名客户经理和 8 万名技术服务人员的雄厚力量，能够为用户提供从咨询到迁移、集成、服务的一站式解决方案。
2019 年	中国电信成为了业内唯一一家通过可信云云专线解决方案认证的云服务商。中国电信 5G 创新合作大会在深圳举行，中国电信推出了“天翼云工业互联网平台”。中国电信正式发布了 5G 物云综合管理平台。在第十一届天翼智能生态博览会上，中国电信天翼云发布了“5G+天翼云+AI 三生万物”战略。中国电信集团设立了 5 大能力中心，包括金融能力中心、物联网能力中心、DICT 能力中心、智慧家庭能力中心、云计算能力中心，5 个能力中心基于云的底座构建，以云为核心，5 大能力中心融通互促，共同发展。
2020 年	天翼云在公有云 IaaS 市场份额排名全球第七、位居全球运营商之首，在中国混合云市场位居榜首，IDC 业务国内综合排名第一。中国电信云游戏能力生态合作大会上，中国电信正式发布天翼云游戏“飞云”平台，天翼云游戏 TV 版上市试商用，与完美世界合作推出首款原生云游戏《新神魔大陆》。2020 天翼智能生态博览会上，中国电信集团系统集成有限责任公司在线发布天翼云会议 2.0 产品。中国电信还发布了天翼云诸葛 AI 开放平台、混合多云管理服务、天翼云原生 5GC 方案等多项产品和研究成果。中国电信与石墨文档正式签约，成为天翼云手机预装云办公 APP。中国电信天翼云与印象笔记签订战略合作协议。2020 年 12 月，中国电信成功中标雄安新区云资源、IDC 及专线采购项目。
2021 年	2021 年 3 月 5 日，中国电信浙江公司联合长龙航空在“Hello 5G”号飞机上开展了“天翼云 VR+航空”科技之旅主题航班活动。

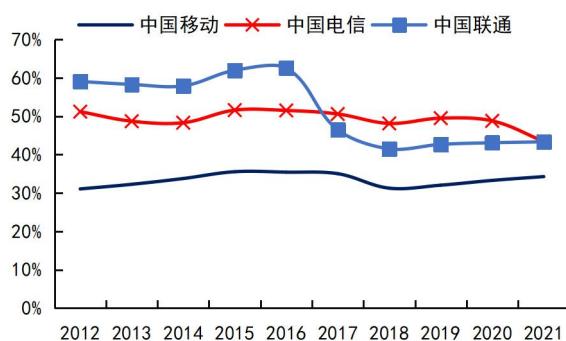
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务分析

### 资本结构及偿债能力分析

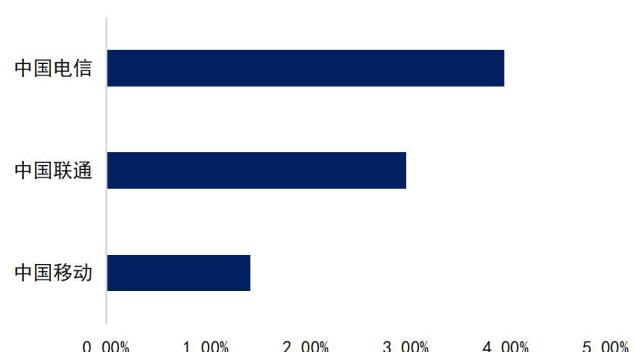
**公司资本结构稳健，资产负债率保持下降趋势。**回顾过往 10 年，公司资产负债率一直保持稳中略降低的趋势。公司 2021 年资产负债率为 43.3%，持续新低。公司 2021 年有息负债率为 3.98%，横向对比处于行业较高水平。

图47：三大运营商资产负债率对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：三大运营商 2021 年有息负债率对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 盈利能力分析

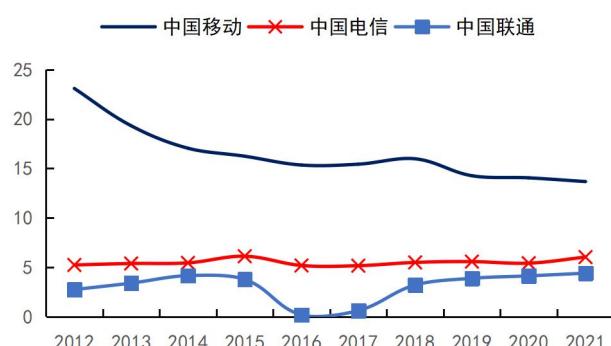
**中国电信的净利率水平保持稳定，利润规模处于行业中间水平。**回顾过往十年，中国电信的净利率水平基本保持稳定在 5%-6% 之间。2021 年公司的净利率水平为 6.02%，高于 2020 年。绝对值角度，中国电信利润规模一直处于行业中间水平。

图49：三大运营商净利润对比（单位：亿元）



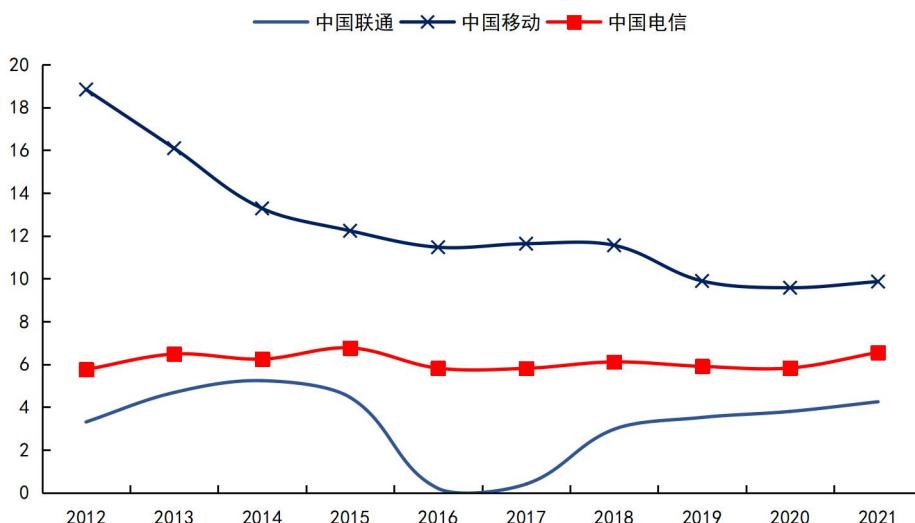
资料来源：Wind，运营商公告，国信证券经济研究所整理

图50：三大运营商净利率对比（单位：%）



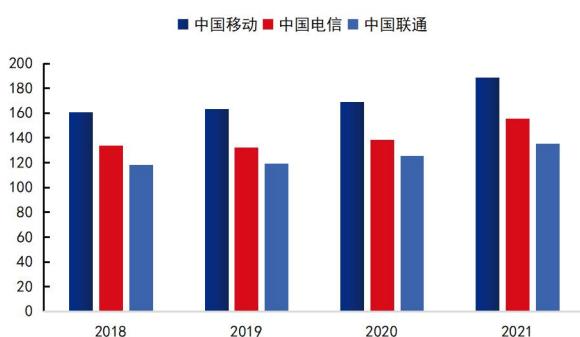
资料来源：Wind，运营商公告，国信证券经济研究所整理

**公司 ROE 保持基本稳定。**过往近十年，中国移动的 ROE 处于下滑趋势，中国联通 ROE 波动较大，中国电信是唯一一个保持 ROE 基本稳定的公司。2021 年中国电信的 ROE 水平为 6.55%。

**图51：三大运营商 ROE（平均）（单位：%）**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**从人均产出角度看，中国电信处于居中水平。**中国电信 2021 年人均创收为 155 万元，居于中国移动 188 万元和中国联通的 135 万元之间。中国电信 2021 年人均创利 9.3 万元，中国移动人均创利为 25.7 万元，中国联通为 2.6 万元。

**图52：三大运营商人均创收（单位：万元）**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图53：三大运营商人均创利（单位：万元）**

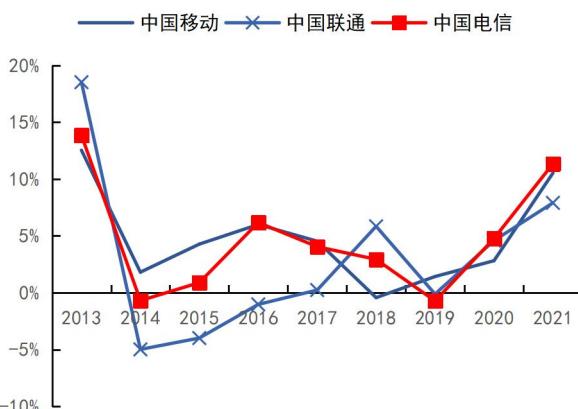

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 成长性分析

**中国电信收入增速重回上升趋势。**公司过去十年收入稳步增长，2021 年公司实现营业收入 4341.59 亿元，同比增长 11.34%。从收入增速角度来看，行业整体波动趋势相对趋同，中国电信从 2019 年增速触底后持续保持上升趋势，并在 2021 年取得行业领先的增速水平。

**图54: 三大运营商收入对比 (单位: 亿元)**


资料来源: Wind, 运营商公告, 国信证券经济研究所整理

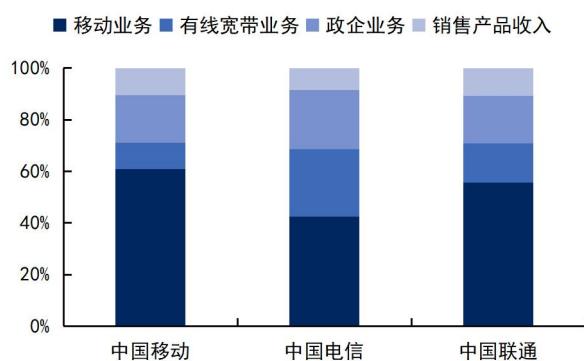
**图55: 三大运营商收入增速对比 (单位: %)**


资料来源: Wind, 运营商公告, 国信证券经济研究所整理

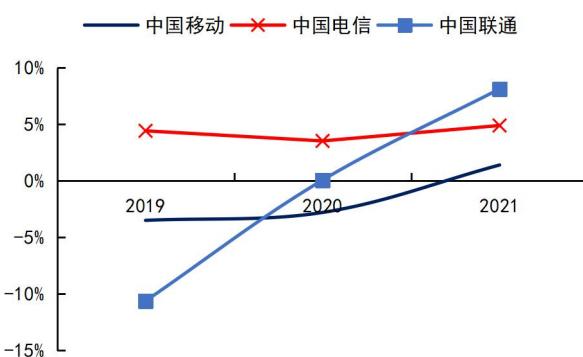
分结构看, 中国电信目前转型进度最快, 针对个人的移动过业务三家占比最低, 2021 年为 42%, 家庭、政企和新兴市场业务发展增速较快。

增速角度, 移动市场中国电信是三家运营商中近三年唯一实现每年均正向增长的公司, 2021 年公司移动业务市场增速为 4.89%。

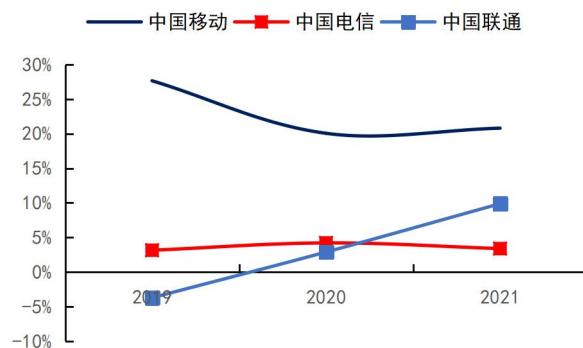
家庭市场, 中国电信的增速水平居于行业中间; 政企市场, 2019–2021 年中国电信业务增速保持稳步向上趋势。

**图56: 三大运营商 2021 年收入结构对比 (单位: %)**


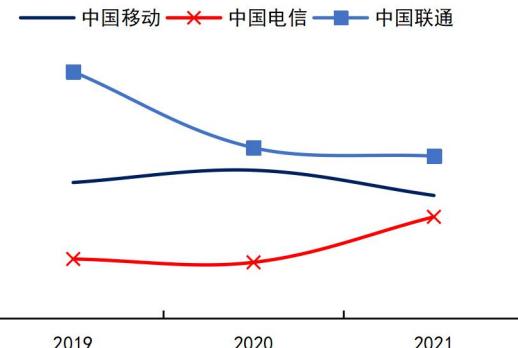
资料来源: Wind, 运营商公告, 国信证券经济研究所整理

**图57: 三大运营商个人市场增速对比 (单位: %)**


资料来源: Wind, 运营商公告, 国信证券经济研究所整理

**图58：三大运营商家庭市场增速对比（单位：%）**


资料来源：Wind，运营商公告，国信证券经济研究所整理

**图59：三大运营商政企市场增速对比（单位：%）**


资料来源：Wind，运营商公告，国信证券经济研究所整理

**政企业务规模居于行业中间。**中国电信在有线业务端的资源位居首位并重点强调企业数字化转型，当前中国电信政企业务整体规模已经取得明显进展，2021年产业数字化收入达到989亿元。

**表10：三大运营商政企业务收入分析（单位：亿元、%）**

运营商					CAGR
	2018	2019	2020	2021	
中国移动					
政企	725	897	1,129	1,371	17.3%
DICT	157	261	435	623	41.1%
IDC	72	105	162	216	31.6%
移动云	13	20	92	242	107.7%
ICT	25	67	107	144	54.9%
其他政企信息化	48	69	74	-	
物联网	60	88	95	114	
中国电信					
产业数字化	693	765	840	989	9.3%
行业云	45	71	112	279	57.8%
IDC	234	254	280	316	7.8%
数字化平台	205	206	207	-	
组网专线	178	197	197	-	
物联网	15	19	22	-	
中国联通					
产业互联网	230	329	427	548	24.2%
IDC	138	162	196	-	
云计算	10	24	111	163	100.9%
物联网	21	30	42	60	30.0%
大数据	6	12	17	26	44.3%
IT服务	56	100	134	-	

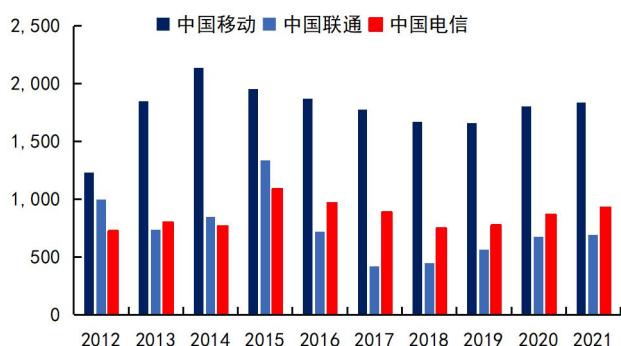
资料来源：运营商公告，国信证券经济研究所整理

## 成本费用分析

### 资本开支占收比稳中有降，资产周转率将逐步提升

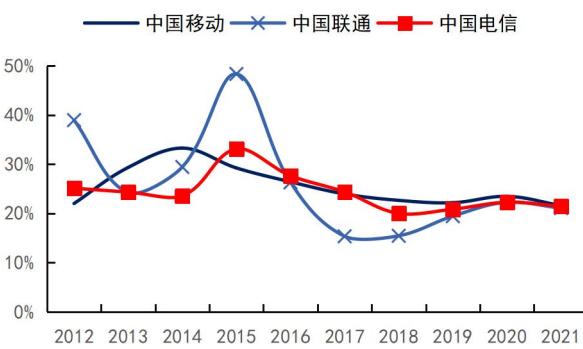
**中国电信占营收比控制较好，稳重有降。**回顾过往十年，三大运营商资本随4G和5G建设周期有所波动，中国移动资本开支超过中国电信和中国联通之和。中国电信资本开支占营收比重呈现逐年递减趋势。

图60: 三大运营商资本开支（单位：亿元）



资料来源：运营商公告，国信证券经济研究所整理

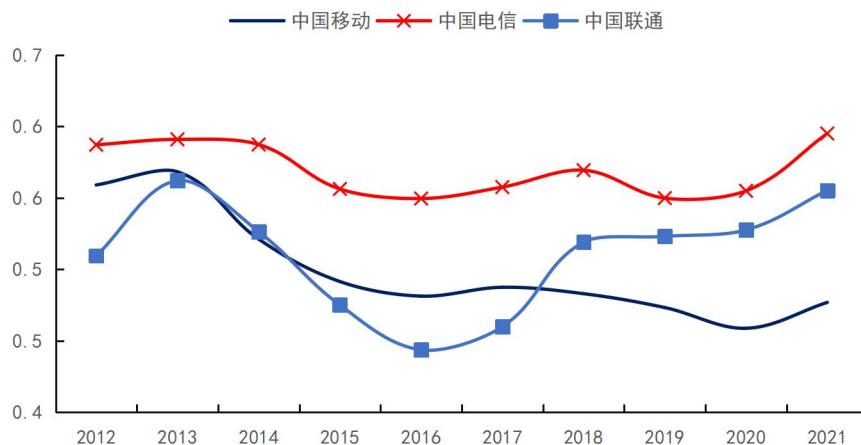
图61: 三大运营商资本开支占收比（单位：%）



资料来源：Wind，运营商公告，国信证券经济研究所整理

**中国电信资产周转率高于行业水平，且不断提升。**2022年为5G建设峰值，5G建设步入中后期，网络折旧摊销费用或逐步超过资本开支，资产规模将得到管控良好，总资产周转有望提升。受益于共享共建节约资本开支，中国电信和中国联通近几年总资产周转率高于移动。

图62: 三大运营商2021年总资产周转率对比（单位：次）



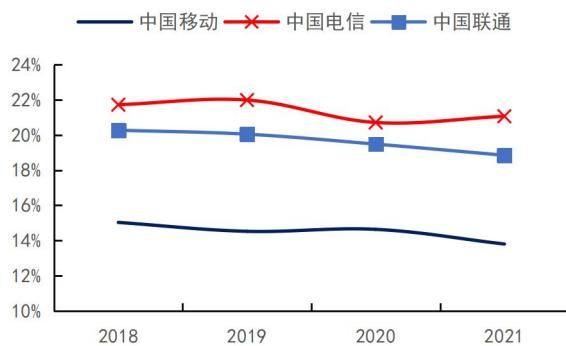
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 研发投入持续加大，成本费用持续优化

**重视创新业务发展，中国电信加大研发创新投入，整体费用管控良好。**横向比较看，研发费用、管理费用、销售费用总和占营收比，中国移动近几年一直控制在

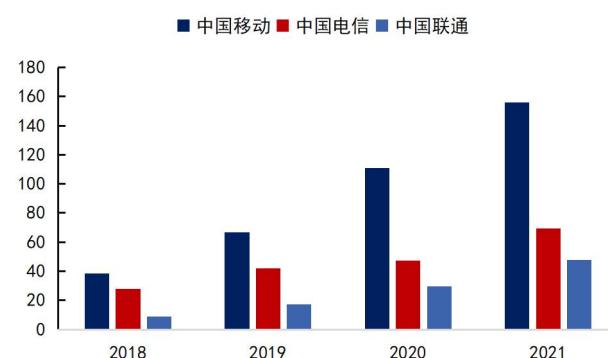
16%左右，中国电信和中国联通费用占收比略超出20%。中国电信研发投入近几年显著上升，持续加大研发投入彰显其在创新业务侧持续发展壮大的信心。

图63: 三大运营商三大费用占营收比（单位: %）



资料来源：运营商公告，国信证券经济研究所整理

图64: 三大运营商研发费用（单位: 亿元）

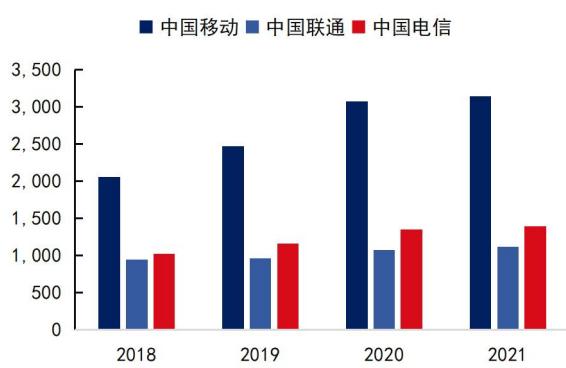


资料来源：Wind, 运营商公告，国信证券经济研究所整理

## 现金流量分析

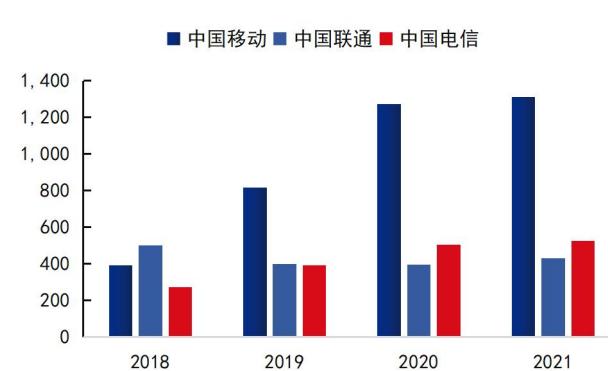
**公司现金流充裕。**公司2021年经营活动产生的现金流量净额为1392亿元，同比增长2.9%；自由现金流为525亿元，同比增长4.2%。公司经营稳健，抗风险能力较强。

图65: 三大运营商 2018–2021 年经营活动现金流净额（单位: 亿元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 三大运营商 2018–2021 年自由现金流（单位: 亿元）



资料来源：Wind, 运营商公告，国信证券经济研究所整理；自由现金流=经营活动现金流入净额-资本开支

## 盈利预测

### 假设前提

基于以下假设对中国电信核心业务进行预测：

- 参考上文移动通信业务分析，假设 2022–2024 年的移动用户数分别为 3.88/3.93/3.96 亿户，移动业务 ARPU 值分别为 44.0/44.0/44.2 元。对应 2022–2024 整体个人业务收入增速分别为 2.7%/2.6%/0.4%。
- 参考上文固网及智慧家庭业务分析，假设 2022–2024 年的有线宽带用户数分别为 1.78/1.81/1.83 亿户，宽带用户综合 ARPU 值分别为 47.6/49.3/51.0 元。对应 2022–2024 整体固网及智慧家庭业务收入增速分别为 3.2%/2.8%/1.4%。
- 参考上文产业数字化业务分析，公司在云计算、IDC、5G 行业应用方面拥有明显优势，并在持续发力，假设 2022–2024 产业数字化业务增速分别为 25.0%/23.6%/23.7%。此外销售产品收入增速分别为 50%/35%/20%。

表11：中国电信营收拆分（单位：亿元、万户、元/月、%）

	2021	2022E	2023E	2024E
移动通信业务收入（亿元）	1842	1859	1873	1878
$\text{YoY}$	4.90%	2.7%	2.6%	0.4%
移动用户数（万户）	37243	39118	39509.18	39904.2718
移动业务 ARPU（元/月）	45.0	43.8	43.6	43.3
固网及智慧家庭业务收入（亿元）	1135	1179	1241	1306
$\text{YoY}$	4.10%	3.2%	2.8%	1.4%
家庭用户数（万户）	16971	18187	18551	18736
家庭业务 ARPU（元/月）	38.9	39.2	39.2	39.1
产业数字化收入（亿元）	989	1217	1479	1774
$\text{YoY}$	18%	25.0%	23.6%	23.7%
行业云	279	500	750	1050
IDC	316	325	342	376
大数据及数字化平台	224	231	242	266
组网专线	201	150	150	150
物联网	29	30	32	34
出售商品收入（亿元）	313	470	611	733
$\text{YoY}$	94%	50%	30%	20%
其他收入（亿元）	62	62	62	62
总收入（亿元）	4342	4788	5265	5754
$\text{YoY}$	11.30%	10.30%	10.00%	9.30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

### 主营业务成本假设如下：

- 网络运营及支撑成本以及折旧摊销费用随着网络规模变大逐步提升。
- 出售商品支出保持小幅增加，人工成本占比小幅上升但能耗费用占比保持稳中略降趋势。
- 和中国电信继续保持共建共享合作模式，有利于各项成本控制。

综合评估，各项成本有所增长，但增长速度可控，预计未来三年总成本在营收中占比基本保持稳定。

**表12: 中国电信营业成本拆分 (单位: 亿元、%)**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业成本</b>	3074	3377	3729	4071
<b>营业成本/营业收入</b>	70.8%	70.5%	70.7%	70.8%
<b>运营维护及技术支撑费</b>	794	849	930	980
<b>运营维护及技术支撑占通信服务比</b>	19.7%	19.5%	19.6%	19.5%
<b>折旧与摊销</b>	882	936	1018	1087
<b>折旧与摊销占通信服务比</b>	21.9%	21.5%	21.5%	21.5%
<b>人工成本</b>	486	531	584	624
<b>人工成本占通信服务比</b>	12.1%	12.2%	12.3%	12.3%
<b>网络资源使用及相关费用</b>	253	270	290	309
<b>网络资源使用及相关费用占比</b>	6.3%	6.2%	6.1%	6.1%
<b>出售商品支出</b>	304	447	580	755
<b>能耗费</b>	162	174	190	193
<b>能耗费占通信服务比</b>	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%
<b>网间结算支出</b>	129	129	129	129
<b>其他</b>	64	64	64	64

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

### 三项费用假设如下:

- 随着运营商间价格战趋缓、管理经营效率提升, 预计销售费用率和管理费用率将有所优化, 占比小幅下降。
- 考虑到收入端保持稳定增长, 未来三年预计研发费用率占比基本保持稳定。

**表13: 中国移动各块费用分析 (单位: 亿元、%)**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>销售费用</b>	522	579	643	704
<b>销售费用占营业收入比</b>	12.0%	11.9%	11.7%	11.6%
<b>管理费用</b>	324	352	380	411
<b>管理费用占营业收入比</b>	7.5%	7.3%	7.1%	7.0%
<b>研发费用</b>	69	77	86	94
<b>研发费用占营业收入比</b>	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

### 盈利预测的敏感性分析

影响公司收入比较大的业务为移动业务(占比最大)和产业数字化业务(增速最快), 2021年两块业务占营收比超过70%。假设个人业务增速变化幅度为1%, 政企业务增速变化幅度为3%, 得到公司营收在乐观和悲观情况下的变化幅度约1%。

**表14：总营收变化率随移动业务和产业数字化业务变化的敏感性分析（单位：%）**

	移动通信业务增速				
	4.3%	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%
产业数字化 业务增速	17%	8.9%	9.3%	9.8%	10.2%
	20%	9.6%	10.0%	10.4%	10.9%
	23%	10.3%	10.7%	11.1%	11.5%
	26%	11.0%	11.4%	11.8%	12.2%
	29%	11.6%	12.1%	12.5%	12.9%

资料来源：中国电信，国信证券经济研究所分析

针对盈利预测进行情景分析，乐观预测将营收增速和成本分别提高 1%；悲观预测将营收增速和成本分别降低 1%。

**表15：情景分析（乐观、中性、悲观）（单位：百万元、%）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	389,939	434,159	483,029	536,755	588,311
(+/-%)	4.8%	11.3%	11.3%	11.1%	9.6%
净利润(百万元)	20855	25952	32731	37475	41382
(+/-%)	1.6%	24.4%	26.1%	14.5%	10.4%
摊薄 EPS	0.26	0.28	0.36	0.41	0.45
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	389,939	434,159	483,350	536,545	588,221
(+/-%)	4.8%	11.3%	11.3%	11.0%	9.6%
净利润(百万元)	20855	25952	29284	33385	37071
(+/-%)	1.6%	24.4%	12.8%	14.0%	11.0%
摊薄 EPS(元)	0.26	0.28	0.32	0.36	0.41
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	389,939	434,159	482,061	534,618	584,952
(+/-%)	4.8%	11.3%	11.0%	10.9%	9.4%
净利润(百万元)	20855	25952	25772	29686	32729
(+/-%)	1.6%	24.4%	-0.7%	15.2%	10.3%
摊薄 EPS	0.26	0.28	0.28	0.32	0.36
总股本(百万股)	80,932	80,932	91,507	91,507	91,507

资料来源：中国电信，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

**绝对估值：7.31-8.13 元**

公司营收主要由移动通信收业务、固网及智慧家庭服务、产业数字化业务四部分组成，移动业务和固网及智慧家庭两大业务正步入 5G 业务长收益期，目前均呈现出企稳回升趋势；产业数字化业务包括云、IDC、物联网、大数据等业务，增长势头强劲；在公司资本开支增长趋缓背景下，**公司盈利能力增强具有确定性，投资者可以考虑对公司风险进行重新定价。**

在收入端，将公司分为可预测期（2022-2024 年）、过渡期（2025-2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法反映公司的长期成长价值。

对于 2022-2024 年可预测期，参考盈利预测拆解，预计公司 2022-2024 年收入增速分别为 11.3%/11.0%/9.5%。对于 2025-2031 年过渡期，假设公司营业收入增速逐步收窄。对于 2032 年起的永续增长期，基于审慎原则假设永续增长率为 1.0%。

营业成本方面，随着 5G 网络建设投入及规模逐步变大，预计公司在网络支撑成本费用方面将会有所提升。公司持续研究节能等创新技术以优化网络运营成本，预计 5G 网络建设高峰期过后营业成本占比会逐步趋于稳定。

费用率方面，随着运营商间价格战趋缓、管理经营效率提升，预计销售费用率和管理费用率将有所优化。公司虽然持续保持对于研发的高投入，但是考虑到营收的快速增长，预计研发费用率保持稳中略降趋势。

所得税方面，公司的部分子公司和所投企业享受高新技术企业 15% 的所得税优惠，考虑到税率差异等方面因素，假设税率为 23%。

股利分配比率方面，分红率逐年提高。

未来 5 年估值假设条件见下表：

表16: 公司盈利预测假设条件（单位：%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入增长率</b>	-0.73%	4.77%	11.34%	11.33%	11.01%	9.63%	7.63%	6.63%
<b>营业成本/营业收入</b>	69.57%	69.80%	70.79%	70.48%	70.74%	70.89%	70.79%	70.69%
<b>管理费用/营业收入</b>	7.08%	7.24%	8.69%	7.30%	7.10%	7.00%	6.98%	6.96%
<b>研发费用/营业收入</b>	1.13%	1.21%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.65%	1.62%
<b>销售费用/销售收入</b>	13.94%	12.54%	12.02%	11.90%	11.70%	11.60%	11.58%	11.56%
<b>营业税及附加/营业收入</b>	0.41%	0.38%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
<b>所得税税率</b>	23.38%	23.02%	22.78%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>股利分配比率</b>	64.68%	61.51%	42.67%	60.00%	70.00%	70.00%	70.00%	80.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

资本成本假设方面，无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.3x；股票风险溢价率采用近 2 年沪深 300 指数过去 5 年的年化收益率与无风险利率的差值 8.5%；债务成本采用 5.30%；由此计算出 WACC 为 14%。

**表17：资本成本假设**

无杠杆 Beta	1. 3	T	23. 00%
无风险利率	3. 00%	Ka	14. 05%
股票风险溢价	9. 50%	有杠杆 Beta	1. 36
公司股价(元)	6. 45	Ke	14. 58%
发行在外股数(百万)	91507	E/(D+E)	94. 09%
股票市值(E, 百万元)	590221	D/(D+E)	5. 91%
债务总额(D, 百万元)	38100	WACC	13. 96%
Kd	5. 30%	永续增长率(10年后)	1. 0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司A股股价的合理价值区间为7.31-8.13元。对应公司港股股价6.48-7.21(人民币兑港币汇率假设0.887)。

**表18：FCFF估值表**

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	39, 052. 6	43, 936. 0	47, 673. 0	52, 409. 3	55, 851. 3
所得税税率	23. 00%	23. 00%	23. 00%	23. 00%	23. 00%
EBIT*(1-所得税税率)	30, 070. 5	33, 830. 7	36, 708. 2	40, 355. 1	43, 005. 5
折旧与摊销	65, 882. 8	75, 025. 1	83, 192. 2	90, 899. 2	98, 309. 3
营运资金的净变动	57, 861. 6	22, 266. 2	18, 149. 1	27, 020. 3	19, 239. 4
资本性投资	(80, 000. 0)	(78, 001. 0)	(76, 002. 0)	(74, 003. 0)	(72, 004. 0)
FCFF	73, 814. 9	53, 121. 1	62, 047. 5	84, 271. 6	88, 550. 2
PV(FCFF)	63, 626. 8	39, 469. 1	39, 738. 4	46, 522. 5	42, 137. 3
核心企业价值	645, 169. 6				
减：净债务	(58, 670. 2)				
股票价值	703, 839. 8				
每股价值	7. 64				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

**表19：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元）**

		WACC 变化				
7. 64		14. 2%	14. 7%	15. 24%	15. 7%	16. 2%
永续增长率变化	2. 5%	8. 78	8. 39	8. 04	7. 71	7. 40
	2. 0%	8. 62	8. 25	7. 91	7. 60	7. 31
	1. 5%	8. 48	8. 13	7. 80	7. 49	7. 21
	1. 0%	8. 35	8. 01	7. 64	7. 40	7. 13
	0. 5%	8. 22	7. 90	7. 59	7. 31	7. 05
	0. 0%	8. 11	7. 79	7. 50	7. 23	6. 97
	-0. 5%	8. 00	7. 70	7. 41	7. 15	6. 90

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

### 相对估值：7.21-7.70元

运营商过去 10 年 PB 呈不断下降趋势，和整体的 ROE 呈不断下降有关。作为全球运营商头部公司，公司 ROE 正逐步回升，PB 估值水平将随 ROE 逐步修复。此外，公司目前 PB (MRQ) 为 1.38x，仍低于全球运营商平均水平 (1.8x)。

### 给予中国电信 A 股 1.5–1.6 倍 PB 估值。

考虑到中国电信作为全球领先的电信运营商之一，目前在 B 端业务拓展已经初具规模，并不断提升在行业内地位，数字化转型不断深化，同时天翼云目前已在行业占领领先地位并保持高速增长，我们认为在数字经济大背景下，有望享受一定的估值溢价，在参考全球运营商 PB (MRQ) 平均水平基础上，我们认为给予公司 1.5–1.6 倍 PB 相对合理，预计公司 22 年的每股净资产为 4.81 元，对应股价为中国电信 A 港股股价 7.21–7.70 元，对应中国电信港股股价 6.40–6.83 (人民币兑港币汇率假设 0.887)。

- ROE：公司业绩与盈利能力持续向好，净利率逐步企稳回升。随着 5G 建设进入后期，叠加 5G 应用逐步落地，预计公司整体资产规模可控，总资产周转率或小幅提升。财务杠杆保持稳定的情况下，整体 ROE 将步入上升通道。

表20：中国电信 ROE 预测（单位：%、次）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>ROE</b>	5.7%	6.1%	6.6%	7.4%	7.9%
<b>总资产周转率</b>	0.55	0.57	0.57	0.60	0.63
<b>权益乘数</b>	1.97	1.78	1.93	1.96	1.97
<b>净利润率</b>	5.35%	5.98%	6.06%	6.27%	6.31%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

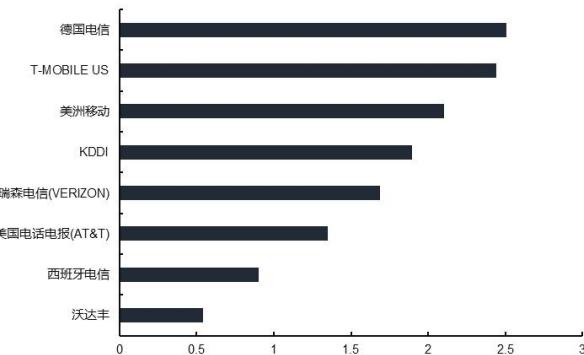
- PB：中国移动、中国电信、中国联通 A 股的 PB (MRQ) 分别为 1.53/1.38/1.24x，中国移动、中国电信、中国联通港股的 PB (MRQ) 分别为 0.93/0.80/0.45，全球同行均值为 1.8x。

图67：2012–2023 年（至今）三大运营商港股 PB



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图68：全球运营商 PB (MRQ)（截至 3 月 8 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**表21：可比公司盈利预测估值比较（更新至2023年3月10日）**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		PB MRQ	
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600941.SH	中国移动	买入	90.61元	12,064亿元	5.93	6.45	6.97	15	15	14	1.53
600050.SH	中国联通	买入	6.63元	1,931亿元	0.26	0.29	0.32	24	21	19	1.24
601728.SH	中国电信	买入	6.00元	5,529亿元	0.32	0.37	0.40	23	20	18	1.38
0728.HK	中国电信	-	4.42港元	6561亿港元	0.30	0.31	0.35	13	22	29	0.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测；中国移动A股、中国联通A股、中国电信港股估值取自Wind一致预期

## 投资建议

看好中国电信盈利改善及估值修复逻辑。维持盈利预测，预计公司22-24年归母净利润分别为292/334/370亿元，对应公司A股PB分别为1.34/1.31/1.28x，对应公司港股PB分别为0.77/0.76/0.74。通过多角度估值，公司A股价合理区间在7.31-7.70元，相对于目前股价有12%-16%溢价空间，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理股价在 7.31-7.70 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3%、风险溢价 9.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了全球行业可比最近一期财报的 PB 做为相对估值的参考，最终给予公司 1.4-1.5 倍 PB，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、移动用户数和宽带接入用户数相对较为饱和，上升空间有限，新客户拓展可能不及预期；
- 2、5G 用户渗透速度提升或智慧家庭业务拓展不及预期，可能导致移动用户 ARPU 值或宽带业务 ARPU 提升不及预期；
- 3、5G 运维费用和耗电费较高，网络运营支撑成本占收入比可能预估过低。

### 政策风险

公司所处行业是政策性非常强的行业，可能为了降低企业网络费用压力，导致行业调控政策频出，进而影响公司的利润空间，使公司未来 3 年销售收入/利润不及预期的风险。

### 财务风险

由于下属公司数量较多、覆盖范围较广，且随着业务的发展和扩张其数量与规模可能继续增加，公司对下属公司的管理难度将随之增加，若出现管理决策或业务拓展未达预期等情况，可能对公司经营管理造成不利影响。且下属子公司的收益每年波动的不可控性较大。

### 技术风险

公司积极贯彻落实国家创新驱动的发展要求，持续加大研发投入，推动 5G 与 AICDE 技术融合创新，攻关“卡脖子”的关键技术。但由于研发成果转化具有不确定性，若未来公司研发成果未能得到市场认可，产业化和商业化程度不及预期，

公司将面临研发投入预期收益难以达成的风险。

### 市场风险

电信运营商之间的市场竞争较为激烈，整体面临人口红利逐渐消失、基础通信业务资费持续降低、部分互联网应用替代等不利因素。运营商市场竞争加剧，价格竞争会影响公司产品销售和利润空间。

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	33092	75210	124163	148221	181846	营业收入	<b>389939</b>	<b>434159</b>	<b>483350</b>	<b>536545</b>	<b>588221</b>
应收款项	26825	22389	31687	33251	35116	营业成本	272196	307337	340589	379513	417054
存货净额	3317	3827	4407	4949	5395	营业税金及附加	1477	1730	1933	2146	2353
其他流动资产	18502	24753	24173	27627	31081	销售费用	48882	52172	57519	62776	68234
<b>流动资产合计</b>	<b>84016</b>	<b>127361</b>	<b>185612</b>	<b>215230</b>	<b>254620</b>	管理费用	27155	32362	36881	39691	42772
固定资产	466308	466837	485524	492840	489612	研发费用	4736	6933	7734	8638	9470
无形资产及其他	38899	39914	38319	36723	35128	财务费用	3014	1294	(298)	(899)	(1562)
投资性房地产	85577	86964	86964	86964	86964	投资收益	1757	4193	3500	3500	3500
长期股权投资	40303	41166	42204	43208	44177	资产减值及公允价值变动	5110	168	100	100	0
<b>资产总计</b>	<b>715103</b>	<b>762242</b>	<b>838624</b>	<b>874966</b>	<b>910500</b>	其他收入	(12995)	(3962)	(7734)	(8638)	(9470)
短期借款及交易性金融负债	30647	22922	30705	28091	27240	营业利润	31087	39665	42592	48279	53401
应付款项	107578	114895	133351	147615	161660	营业外净收支	(3691)	(5794)	(4263)	(4583)	(4880)
其他流动负债	126475	122480	160519	174917	185949	<b>利润总额</b>	<b>27396</b>	<b>33871</b>	<b>38329</b>	<b>43697</b>	<b>48521</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>264700</b>	<b>260297</b>	<b>324575</b>	<b>350623</b>	<b>374849</b>	所得税费用	6307	7716	8816	10050	11160
长期借款及应付债券	24222	7395	7395	7395	7395	少数股东损益	234	202	229	261	290
其他长期负债	59999	63373	63673	63873	63973	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20855</b>	<b>25952</b>	<b>29284</b>	<b>33385</b>	<b>37071</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>84221</b>	<b>70768</b>	<b>71068</b>	<b>71268</b>	<b>71368</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>348921</b>	<b>331066</b>	<b>395643</b>	<b>421891</b>	<b>446217</b>	<b>净利润</b>	<b>20855</b>	<b>25952</b>	<b>29284</b>	<b>33385</b>	<b>37071</b>
少数股东权益	2719	2494	2586	2664	2751	资产减值准备	5014	(4843)	20	8	(0)
股东权益	363463	428681	440395	450411	461532	折旧摊销	76296	78307	65988	75373	83826
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>715103</b>	<b>762242</b>	<b>838624</b>	<b>874966</b>	<b>910500</b>	公允价值变动损失	(5110)	(168)	(100)	(100)	0
						财务费用	3014	1294	(298)	(899)	(1562)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	20842	(1858)	47517	23310	19412
每股收益	0.26	0.28	0.32	0.36	0.41	其它	(4924)	4959	71	71	87
每股红利	0.16	0.12	0.19	0.26	0.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>112973</b>	<b>102349</b>	<b>142781</b>	<b>132046</b>	<b>140396</b>
每股净资产	4.49	4.68	4.81	4.92	5.04	资本开支	0	(67041)	(83001)	(81001)	(79001)
ROIC	9%	9%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(1761)	1098	0	0	0
ROE	6%	6%	7%	7%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2872)</b>	<b>(66806)</b>	<b>(84039)</b>	<b>(82005)</b>	<b>(79969)</b>
毛利率	30%	29%	30%	29%	29%	权益性融资	(183)	47615	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	(9830)	(11878)	0	0	0
EBITDA Margin	29%	26%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(12828)	(11073)	(17571)	(23370)	(25950)
收入增长	5%	11%	11%	11%	10%	其它融资现金流	(55929)	4861	7782	(2613)	(852)
净利润增长率	2%	24%	13%	14%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(101428)</b>	<b>6574</b>	<b>(9788)</b>	<b>(25983)</b>	<b>(26802)</b>
资产负债率	49%	44%	47%	49%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>8673</b>	<b>42118</b>	<b>48953</b>	<b>24058</b>	<b>33624</b>
息率	2.1%	1.8%	2.9%	3.9%	4.3%	货币资金的期初余额	24419	33092	75210	124163	148221
P/E	25.7	23.4	20.7	18.2	16.4	货币资金的期末余额	33092	75210	124163	148221	181846
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	0	35374	60298	51393	61457
EV/EBITDA	7.9	8.4	9.6	8.6	8.0	权益自由现金流	0	28357	68310	49471	61808

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032