

电信运营 III

中国电信 (601728.SH)

买入-A(维持)

天翼云 Ai+智算能力业内领先，派息率再提升

2024 年 8 月 21 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述:

中国电信发布 2024 年半年度报告, 2024H1, 公司实现营收 2660 亿元, 同比+2.8%。其中, 服务收入为 2,462 亿元, 同比+4.3%, 持续高于行业增幅; 归母净利润 218 亿元, 同比+8.2%, 扣非后归母净利润 217 亿元, 同比+6.0%, 资本开支为 472 亿元。

事件点评:

➤ 1) 移动和固网业务基本盘稳定, 用户数&ARPU 均保持增长

2024H1, 公司移动用户数实现近千万增长, 用户规模达到 4.17 亿户, 移动 ARPU 同比+0.1 元; 有线宽带用户数同比净增 320 万户, 综合 ARPU 同比+0.1 元。从服务收入构成看, 移动增值及应用业务收入同比+17.1%, 增速快于移动通信服务; 智慧家庭业务收入同比+14.4%, 增速快于宽带接入, 成为维持公司服务 ARPU 值稳定的重要力量。移动通信方面, 公司 5G 登网渗透率达 55%, 卫星通信收入同比+110%, 手机直连卫星用户较 2023 年底增长 67%。智慧家庭方面, 公司大力拓展多场景应用, 全屋智能用户数达 1,484 万, 同比+72.2%; FTTR 用户数超 600 万, 同比增长 7.2 倍; 视联网客户同比+54%。

➤ 2) 产数业务增速快于整体服务收入增长, 天翼云领先地位稳固

2024 上半年产数收入达 738 亿元, 同比+7.2%, 天翼云继续作为核心驱动力量, 上半年收入 552 亿元, 占服务收入 22.4%, 其中天翼云公有云收入同比增长 26%, IaaS+PaaS 市场份额同比增长 1.5pp。公司产数业务深挖行业数字化潜力, 深度融合广泛赋能, 政企客户数增长 12%, 数字平台覆盖 15 类行业, 大于 110 平台, 在城市基层治理、智慧旅游、智慧医疗、工业互联网领域广泛覆盖全国各省。

➤ 3) AI 能力对内对外持续赋能, 构建一体化智算服务体系

对内 AI 赋能内部数字化升级, 建立了 10 个内部大模型, 用于故障自动处理、云网维护、智能客服、网络节电等功能, 切实将大模型提质增效落到实处。对外建立业内领先的一体化智算服务平台“息壤”, 集成 39 家合作伙伴算力 22EFLOPS, 自有智算 21EFLOPS(较 2023 年底+90.9%), 提供一站式异构算力训推服务能力。推动星辰基础大模型能力突破, 语义、语音、多模态大模型均已完成算法及服务的“双备案”, 通过星辰大模型落地 32 个行业大模型, 新增超 20 个, 服务器客户大于 7600 家。我们认为, 天翼云正在完成公有云向智算云的转型, 自研大模型产品将持续为云计算增长贡献新动能。

➤ 4) 资本开支占收比下降, 重点投资国产算力

2024H1, 公司累计完成资本开支 472 亿元, 同比+13.5%。虽然整体投资

市场数据: 2024 年 8 月 21 日

收盘价 (元):	6.18
总股本 (亿股):	915.07
流通股本 (亿股):	202.53
流通市值 (亿元):	1,251.62

基础数据: 2024 年 6 月 30 日

每股净资产 (元):	5.03
每股资本公积 (元):	0.76
每股未分配利润 (元):	2.27

资料来源: 最闻

分析师:

高宇洋

执业登记编码: S0760523050002

邮箱: gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码: S0760524060001

邮箱: zhaotianyu@sxzq.com





额有所增长，但结构发生显著变化，其中，产业数字化投资 161 亿元，同比 +36%，在京津冀、长三角建成国内领先的全液冷万卡池，在 31 省部署推理池，加快打造数字信息基础设施能力底座，为未来的变现能力提供保障。2024 全年，公司计划资本开支 960 亿元，占收比降至 20%以内（2023 年为 21.3%）。

全年展望：公司力争全年收入和 EBITDA 良好增长，净利润增幅高于收入增幅，上半年每股派息继续提升至 0.1671 元，同比+5%，派息率达到 70%，并计划三年内提升到 75%以上。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-2026 年归母净利润 333.54/363.56/392.09 亿元，同比增长 9.6%/9.0%/7.8%；对应 EPS 为 0.36/0.40/0.43 元，2024 年 08 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 17.0/15.6/14.4 倍，我们认为公司收入利润增长稳健，同时资本开支占收比继续下降，分红率继续提升，估值对比海外主流运营商仍有提升空间，维持“买入-A”评级。

风险提示：

- 通信行业用户增速下降的风险。
- 天翼云基数增大以及市场竞争激烈下增速放缓风险。
- 由于外部政策限制或内部供给有限新增智算目标无法按时完成风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	474,967	507,843	547,009	585,697	623,684
YoY(%)	9.4	6.9	7.7	7.1	6.5
净利润(百万元)	27,593	30,446	33,354	36,356	39,209
YoY(%)	6.3	10.3	9.6	9.0	7.8
毛利率(%)	28.4	28.8	29.3	29.4	29.3
EPS(摊薄/元)	0.30	0.33	0.36	0.40	0.43
ROE(%)	6.3	6.8	7.0	7.4	7.8
P/E(倍)	20.5	18.6	17.0	15.6	14.4
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
净利率(%)	5.8	6.0	6.1	6.2	6.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	141072	167863	220575	279543	343502
现金	76300	91851	144886	196740	260768
应收票据及应收账款	24312	32210	28672	36516	32899
预付账款	9400	7640	10714	8938	11989
存货	3513	3417	4440	3715	5110
其他流动资产	27547	32744	31864	33633	32736
非流动资产	666626	667951	645936	614971	575232
长期投资	42220	43158	46180	49217	52247
固定资产	413406	409455	400652	380916	350965
无形资产	44836	48502	42754	36627	30208
其他非流动资产	166165	166836	156351	148211	141813
资产总计	807698	835814	866511	894514	918735
流动负债	277874	301027	299882	317442	330870
短期借款	2840	2867	2867	2867	2867
应付票据及应付账款	127260	145872	146447	165968	167250
其他流动负债	147774	152288	150569	148607	160753
非流动负债	93397	87620	85929	84224	82559
长期借款	4484	5142	3451	1746	80
其他非流动负债	88913	82478	82478	82478	82478
负债合计	371271	388647	385812	401666	413429
少数股东权益	4338	4241	4419	4560	4712
股本	91507	91507	91507	91507	91507
资本公积	69394	69406	69406	69406	69406
留存收益	271303	281483	290536	300026	309866
归属母公司股东权益	432089	442926	476281	488288	500593
负债和股东权益	807698	835814	866511	894514	918735

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	137219	138623	112278	119137	130956
净利润	27676	30428	33533	36497	39361
折旧摊销	83132	85678	70256	77585	84662
财务费用	7	332	-462	-1644	-2917
投资损失	-2265	-2374	-2320	-2347	-2333
营运资金变动	-2341	-7748	12698	10446	13497
其他经营现金流	31009	32306	-1427	-1400	-1314
投资活动现金流	-95588	-93962	-44495	-42872	-41276
筹资活动现金流	-42901	-36122	-14748	-24410	-25652
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.33	0.36	0.40	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.51	1.23	1.30	1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.72	4.84	5.20	5.34	5.47

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	474967	507843	547009	585697	623684
营业成本	339940	361422	386811	413404	440931
营业税金及附加	1643	1862	2005	2147	2370
营业费用	53803	56117	60171	64251	68293
管理费用	33578	35715	38400	41057	43658
研发费用	10560	13052	15863	18742	19334
财务费用	7	332	-462	-1644	-2917
资产减值损失	-2441	-3507	-4605	-3689	-4173
公允价值变动收益	-91	-883	-252	-323	-387
投资净收益	2265	2374	2320	2347	2333
营业利润	41304	42569	47371	51540	55230
营业外收入	2332	2612	2612	2612	2612
营业外支出	7922	5977	6780	7129	7129
利润总额	35714	39204	43204	47023	50714
所得税	8038	8776	9671	10526	11353
税后利润	27676	30428	33533	36497	39361
少数股东损益	83	-17	178	141	152
归属母公司净利润	27593	30446	33354	36356	39209
EBITDA	117025	122640	110224	119743	128717

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.4	6.9	7.7	7.1	6.5
营业利润(%)	4.1	3.1	11.3	8.8	7.2
归属于母公司净利润(%)	6.3	10.3	9.6	9.0	7.8
获利能力					
毛利率(%)	28.4	28.8	29.3	29.4	29.3
净利率(%)	5.8	6.0	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	6.3	6.8	7.0	7.4	7.8
ROIC(%)	5.1	5.6	5.8	6.0	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	46.0	46.5	44.5	44.9	45.0
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	20.3	18.0	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
估值比率					
P/E	20.5	18.6	17.0	15.6	14.4
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.0	4.5	4.4	3.6	2.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

