

买入

2024 年 8 月 21 日

服务收入增长超预期，移动 ARPU 稳健增长

- **服务收入增长超预期，派息比例持续提升：**2024H1 公司实现收入 2680 亿元人民币（YoY+2.8%），其中服务收入为 2462 亿元（YoY+4.3%），持续保持高于中国通信行业增幅水平，服务收入增长超预期。EBITDA 为 768 亿元（YoY+4.7%），净利润 218 亿元（YoY+8.2%），利润增长符合预期。上半年资本开支 472 亿元，全年资本开支占收比降至 20%以内，预计 960 亿左右。公司高度重视股东回报，继续派发中期股息，派息比例为 70%，即每股人民币 0.1671 元（YoY+16.7%），从 2024 年起，三年内公司以现金方式分配的利润将逐步提升至当年股东应占利润的 75%以上，持续为股东创造更大价值。
- **移动和综合宽带 ARPU 稳健增长：**移动业务方面，上半年公司移动通信服务收入 1052 亿元（YoY+3.6%），移动增值及应用收入达到 181 亿元（YoY+17.1%），移动用户数净增 908 万户，用户规模达 4.17 亿，移动用户 ARPU 达到 46.3 元（YoY+0.2%）。固网及智慧家庭服务收入 640 亿元（YoY+3.2%），其中智慧家庭业务收入达 107 亿元（YoY+14.4%），千兆宽带用户渗透率提升至 27.3%。智慧家庭业务价值贡献持续提升，宽带综合 ARPU 48.3 元（YoY+0.2%）。公司移动 ARPU 和宽带综合 ARPU 领先行业同比增长，未来有望能够保持 ARPU 稳中有升。
- **坚持基础与产数双轮驱动：**24H1 公司产业数字化收入 737 亿元（YoY+7.2%），占服务收入比达 30%，提升 0.8p.p；其中天翼云收入 552 亿（+20.4%），继续保持高速增长，全年有望突破上千亿元收入。公司加快数字信息基础设施建设，推动数据中心向 AIDC 全面升级，满足各类 AI 应用推理的需求。公司与中国联通持续深化网络共建共享，上半年新建共建共享 5G 基站超 10 万站，5G 基站超 131 万站；稳步推进 4G 一张网，4G 基站超 200 万站。5G 网络实现全国乡镇及以上区域连续覆盖。
- **维持目标价 6 港元，维持买入评级：**中国电信持续深入实施云改数转战略，全面推进高质量增长，在稳住基础业务基础上，同时在云计算、大模型等基数创新方面，引领行业。我们看好公司作为国家数字基础设施建设主力军的未来增长潜力。考虑到目前宏观经济存在的客观压力，我们下调公司的营业收入和利润指引分别对应 4.4%/4.2%/3.9%和 9.0%/8.8%/8.2%的增长。综合公司历史估值中枢，给予 2024 年 15 倍的利润估值，对应目标价 6 港元，维持买入评级。
- **风险提示：**ARPU 提升和资本开支下降不及预期、竞争加剧等。

罗凡环

852-2532 1539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李宜格

852-25321962

vicky.li@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业 电讯服务

股价 4.6 港元

目标价 6.0 港元

(+31%)

股票代码 728. HK

已发行股本 915.07 亿股

市值 4200 亿港元

52 周高/低 5.0/3.2 港元

每股净现值 5.5 港元

主要股东 中国电信集团：63.9%

广晟控股集团有限公司：6.13%

盈利摘要

截止12月31日财年（中国电信）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	481,448	513,551	536,030	558,399	580,424
变动（%）	9.5%	6.7%	4.4%	4.2%	3.9%
净利润（百万元）	27,593	30,446	33,187	36,102	39,055
EPS（港元）	0.33	0.36	0.40	0.43	0.47
变动（%）	6.3%	10.3%	9.0%	8.8%	8.2%
市盈率（倍，@4.6港元）	13.9	12.6	11.6	10.6	9.8
每股派息（港元）	0.21	0.25	0.28	0.32	0.35
息率（%）	4.7%	5.6%	6.2%	7.0%	7.7%

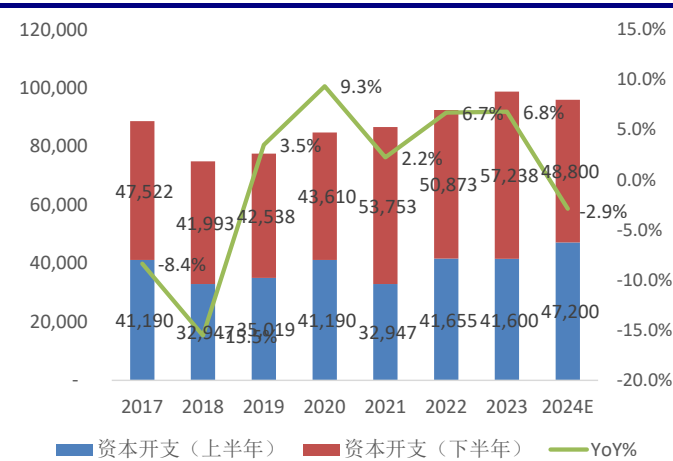
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



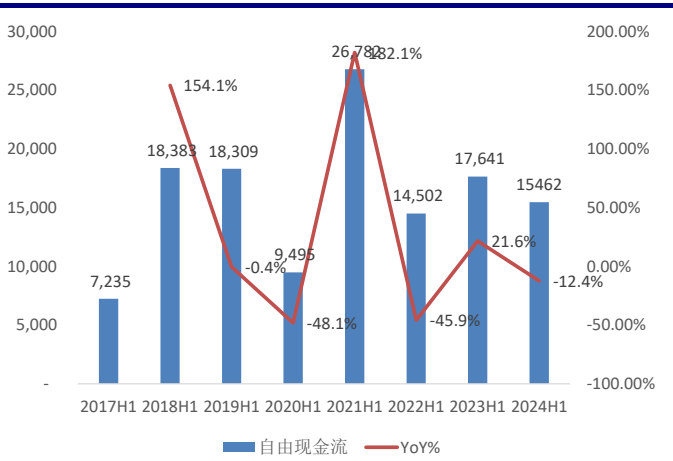
来源：彭博

图表 1：中国电信资本开支（百万元）



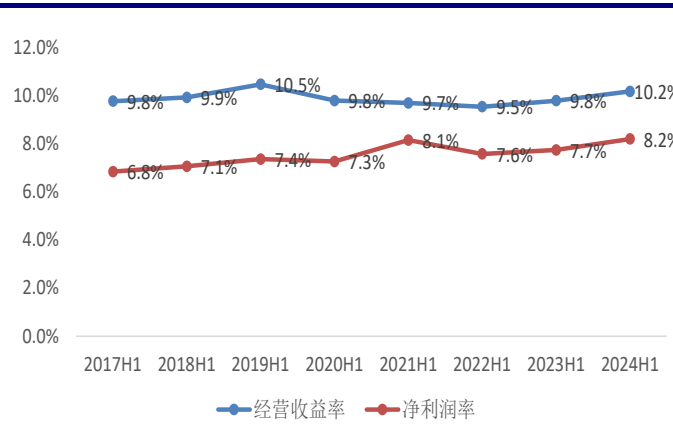
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 2：中国电信自由现金流情况（百万元）



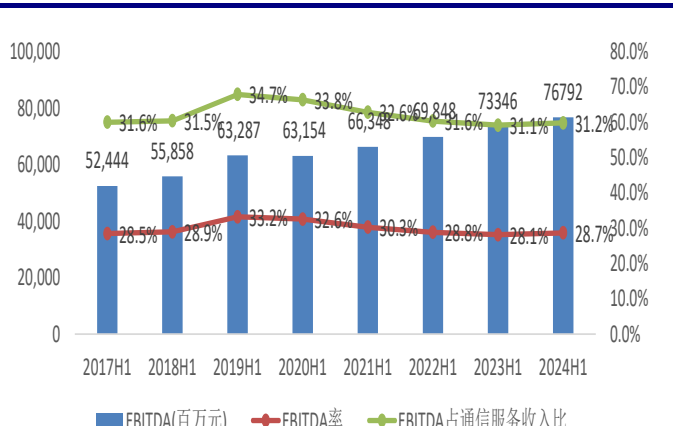
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 3：中国电信经营收益率和净利润率



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 4：中国电信 EBITDA 和 EBITDA 率（百万元）



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 5：中国电信派息情况和派息比率



资料来源：公司公告,第一上海整理

图表 6：中国电信主要运营数据

截至2024年6月30日止期间的若干运营数据

用户数 (百万户)	2023.12	2024.6	变化
移动用户数	407.77	416.85	9.08
5G套餐用户数	318.66	336.63	17.97
有线宽带用户数	190.16	193.35	3.19
固定电话用户数	101.02	99.16	(1.86)
天翼高清用户数	127.81	128.49	0.68
物联网连接数	526.74	601.43	74.69

	1H2023	1H2024	变化
移动 ARPU (人民币元)	46.2	46.3	0.2%
手机上网总流量 (KTB)	33,499	42,951	28.2%
有线宽带综合 ARPU (人民币元)	48.2	48.3	0.2%

资料来源：公司业绩推广 PPT，第一上海整理

附录 1： 主要财务报表

资产负债表					
〈人民币百万元〉，财务年度截止〈十二月〉					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
现金及等价物	72,465	81,046	97,627	114,515	131,554
应收账款	24,312	32,210	33,498	34,838	36,232
其他流动资产	92,919	119,027	122,842	126,801	130,909
流动资产合计：	141,072	167,863	186,971	206,478	226,231
固定资产	413,963	409,943	405,989	401,891	397,699
在建工程	58,443	72,238	72,238	72,238	72,238
其他非流动资产合计：	194,220	185,770	185,770	185,770	185,770
非流动资产合计	666,626	667,951	663,997	659,899	655,707
资产合计：	807,698	835,814	850,968	866,377	881,938
应付账款	127,260	145,872	150,248	154,756	159,398
合同负债	67,841	65,417	65,417	65,417	65,417
其他流动负债合计	86,636	92,147	93,632	95,147	96,692
流动负债合计	281,737	303,436	309,297	315,320	321,508
长期借款	4,484	5,142	5,142	5,142	5,142
租赁债券	52,408	42,650	42,650	42,650	42,650
其他长期负债合计	32,642	37,419	37,419	37,419	37,419
非流动负债合计	89,534	85,211	85,211	85,211	85,211
负债合计	371,271	388,647	394,508	400,531	406,719
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
总储备	340,582	351,419	360,711	370,098	379,471
少数股东权益	4,338	4,241	4,241	4,241	4,241
股东权益合计	436,427	447,167	456,459	465,846	475,219
负债及权益合计	807,698	835,814	850,968	866,377	881,938

现金流量表（百万元）					
〈人民币百万元〉，财务年度截止〈十二月〉					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
净利润					
折旧及摊销	96,932	99,702	102,811	106,542	108,995
营运资本变动	-93	7,378	3,335	3,404	3,474
其他	41,864	39,204	42,876	46,606	50,424
经营活动现金流	138,703	146,284	149,022	156,552	162,893
资本开支	-89,705	-95,492	-98,856	-102,445	-104,803
其他投资现金流					
投资活动现金流	-96,796	-95,492	-98,856	-102,445	-104,803
已付股利	-26,537	-33,477	-23,894	-26,716	-29,682
租赁负债所支付的本	-15,897	0	0	0	0
其他	1,528	0	0	0	0
筹资活动现金流	-40,906	-33,477	-23,894	-26,716	-29,682
汇率变动	454	42	0	0	0
现金净变动	-1,270	8,539	16,581	16,888	17,039
加：年初现金余额	23,684	73,281	72,465	81,046	97,627
年末现金余额	72,465	81,046	97,627	114,515	131,554

利润表（百万元）					
〈人民币百万元〉，财务年度截止〈十二月〉					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
营业收入	481,448	513,551	536,030	558,399	580,424
折旧及摊销	-96,932	-99,702	-102,811	-106,542	-108,995
网络运营及支撑成本	-147,589	-160,411	-165,848	-169,753	-176,159
销售、一般及管理费用	-64,277	-66,804	-71,421	-73,863	-76,538
人工成本	-84,772	-92,805	-95,166	-100,283	-104,532
其他经营费用	-54,451	-56,701	-59,983	-63,424	-65,847
物业、厂房及设备减值损	0	0	0	0	0
经营费用合计	-448,021	-476,423	-495,228	-513,866	-532,070
经营收益	33,427	37,128	40,802	44,534	48,353
铁塔资产处置	0	0	0	0	0
财务成本净额	-7	-332	-347	-361	-375
投资收益	243	292	305	318	330
应占联营公司的收益	2,051	2,116	2,116	2,116	2,116
税前利润	35,714	39,204	42,876	46,606	50,424
减：所得税费用	(8,038)	(8,776)	(9,690)	(10,504)	(11,370)
净利润	27,676	30,428	33,187	36,102	39,055
本年利润	27,676	30,428	33,187	36,102	39,055
股东应占利润					
本公司股东应占利润	27,593	30,446	33,187	36,102	39,055
非控制性权益股东应占利	83	18	-	-	-
每股收益					
基本每股收益（元）	0.30	0.33	0.36	0.39	0.43
股数	91,507	91,507	91,507	91,507	91,508

主要财务比率					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
增长能力					
营业收入	9.5%	6.7%	4.4%	4.2%	3.9%
EBITDA	5.2%	5.0%	5.0%	5.2%	4.2%
净利润	6.3%	10.3%	9.0%	8.8%	8.2%
盈利能力					
EBITD率	27.1%	26.6%	26.8%	27.1%	27.1%
净利润率	5.7%	5.9%	6.2%	6.5%	6.7%
回报率					
净资产收益率	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%	8.2%
总资产收益率	3.4%	3.6%	3.9%	4.2%	4.4%
派息比率	65.0%	70.0%	72.0%	74.0%	76.0%
偿债能力					
流动比率	50.1%	55.3%	60.5%	65.5%	70.4%
速动比率	27.1%	30.3%	35.1%	39.7%	44.3%
估值倍数					
市盈率	13.9	12.6	11.6	10.6	9.8
市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。