

买入

2021年10月11日

基本面显著改善，被低估的全球运营商龙头

➤ **移动和宽带用户数全球最大，现金流表现最好运营商：**截止2021年8月，中国移动有9.51亿移动用户数，2.31亿宽带用户数，拥有全球最大的移动和宽带用户数。移动基站建设方面，截止2020年，中国移动已建设了541万台基站，全国行政村4G覆盖率超过99%，是全世界移动信号覆盖面积最广，基站数量最多的运营商。公司自由现金流强劲，最近五年平均经营现金流净额为2500亿人民币，平均自由现金流达800亿，截止2021年6月末，公司账上现金及现金等价物2700亿，是全世界现金流表现最好的运营商。

➤ **移动和宽带 ARPU 企稳回升，公司经营拐点显现：**随着5G渗透率的上升，光纤入户、宽带升级带来的智慧家庭应用场景的增多，公司移动ARPU和综合宽带ARPU有望企稳回升，公司的经营拐点已明晰。我们预计移动ARPU值在2021-2023年将随着5G渗透率的上升有望在2021年实现企稳回升，预计有5%的年化增长至49.8/52.3/52.9元，移动业务收入为5648/5931/6229亿元；综合宽带业务，智慧家庭规模的增长和用户对高质量宽带需求的提升，使得2021H1综合宽带ARPU同比增长16%，我们认为宽带业务基本面已显著改善，预计未来三年达到919/972/1027亿元；DICT方面，TO B业务有望成为中国移动未来收入的第二增长曲线，数字经济的快速发展使得对企业数据中心和云的需求急剧增长，我们预计未来三年DICT收入有望达到30%的年化增长，收入达到565/735/955亿；预计2021-2023年中国移动营业收入为7363/8588/9162亿。公司董事会已于今年5月通过了回A上市计划，预计发行股数9.64亿股相当于扩大后总股本4.5%，预计今年完成回A上市。

➤ **目标价 80 港币，首次覆盖，给予买入评级：**三大运营商从美国退市之后，公司目前处于估值洼地，未来公司的收入将显著受益于竞争环境的趋缓、政策提速降费要求的降低、5G渗透率的提高、智慧家庭应用场景的增多。我们预计公司2021-2023年净利润分别为1138/1208/1296亿元，当前股价对应市盈率为7.24/6.82/6.36，市净率为0.68/0.66/0.63，首次覆盖，目标价80港元，给予“买入”评级。

罗凡环

852-2532 1962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

黄佳杰

852-2532 1599

harry.huang@firstshanghai.com.hk

主要资料

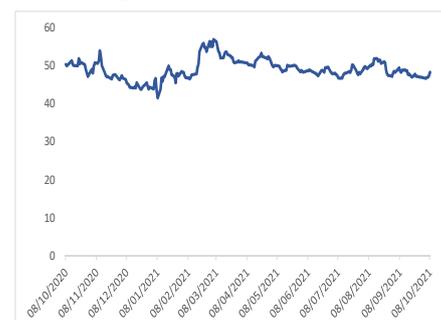
| | |
|---------|---------------------------------------|
| 行业 | 电讯服务 |
| 股价 | 48.3 港币 |
| 目标价 | 80.0 港币 (+66%) |
| 股票代码 | 00941 |
| 已发行股本 | 204.75 亿股 |
| 总市值 | 9889 亿港元 |
| 52 周高/低 | 57.44 港币/37.24 港币 |
| 每股净资产 | 66.7 港币 |
| 主要股东 | 中国移动香港(BVI)有限公司 72.72% 公众股东 27.28% |

表：盈利摘要

| 截止12月31日止财年 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 745,917 | 768,070 | 808,376 | 858,855 | 916,244 |
| 变动 (%) | 1.23% | 2.97% | 5.25% | 6.24% | 6.68% |
| 净利润 (百万元) | 106,641 | 107,843 | 113,814 | 120,875 | 129,663 |
| EPS (港元) | 6.25 | 6.32 | 6.67 | 7.08 | 7.60 |
| 变动 (%) | -9.46% | 1.13% | 5.54% | 6.20% | 7.27% |
| 市盈率 (倍, @48.3港币) | 7.73 | 7.64 | 7.24 | 6.82 | 6.36 |
| 每股派息 (港元) | 3.25 | 3.29 | 3.47 | 3.68 | 3.95 |
| 息率 (%) | 6.73% | 6.81% | 7.18% | 7.63% | 8.18% |

资料来源: 公司资料、第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

公司介绍

公司背景介绍

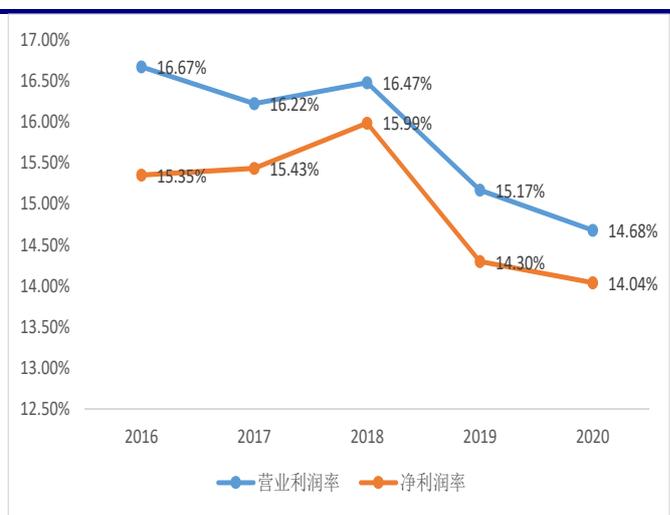
中国移动是全球领先的通信及信息服务企业，主要在国内提供个人、家庭、政企和新兴市场全方位的通信及信息服务。中国移动在内地所有三十一个省、自治区、直辖市以及香港特别行政区提供全业务通信服务，业务主要涵盖移动话音和数据、有线宽带，以及其他信息通信服务，是中国内地最大的通信服务供应商，亦是全球网络和客户规模最大、盈利能力领先、市值排名位居前列的世界级电信运营商。截止 2021 年 6 月末，公司移动客户数达 9.46 亿户，5G 套餐客户数达 2.51 亿户，均居全球第一。公司家庭宽带客户达 2.05 亿户，已成为国内市场客户规模最大的家庭宽带运营商和大屏内容服务提供商。

图表 1：中国移动营业收入（百万元）



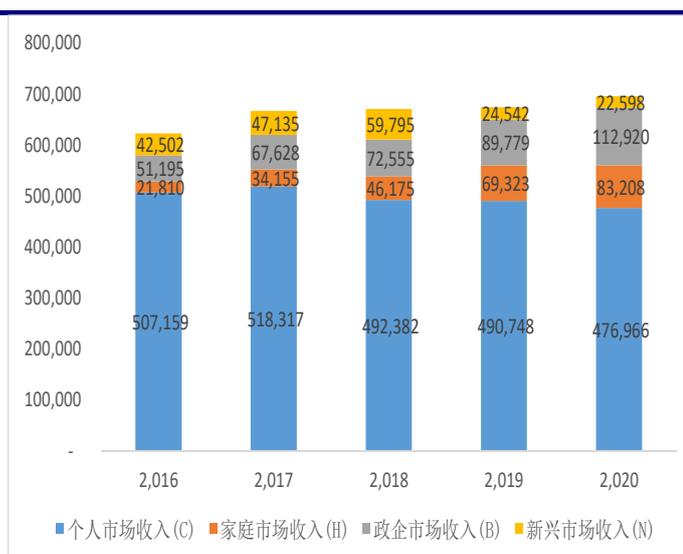
资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 2：中国移动营业利润率和净利润率



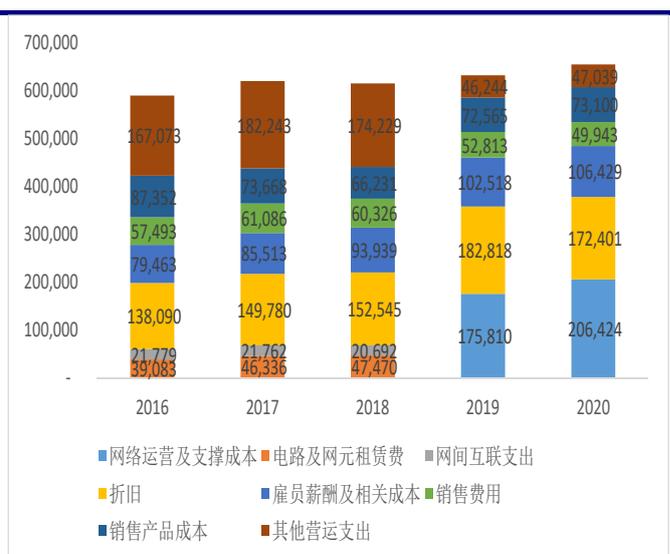
资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 3：中国移动通信服务收入组成（百万元）



资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 4：中国移动运营成本组成（百万元）



资料来源：公司公告、第一上海整理

公司在语音、数据、宽带、专线、IDC、云计算、物联网等业务基础上，积极拓展数字经济新蓝海，推出了超高清视频、视频彩铃、和彩云、移动认证等个人数字内容与应用，其中魔百盒用户达到 1.54 亿用户，规模国内第一，咪咕视频 2.42 亿用户。

图表 5：公司业务视图



资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 6：公司发展历程



资料来源：公司公告、第一上海整理

管理层介绍

图表 7：公司管理层介绍

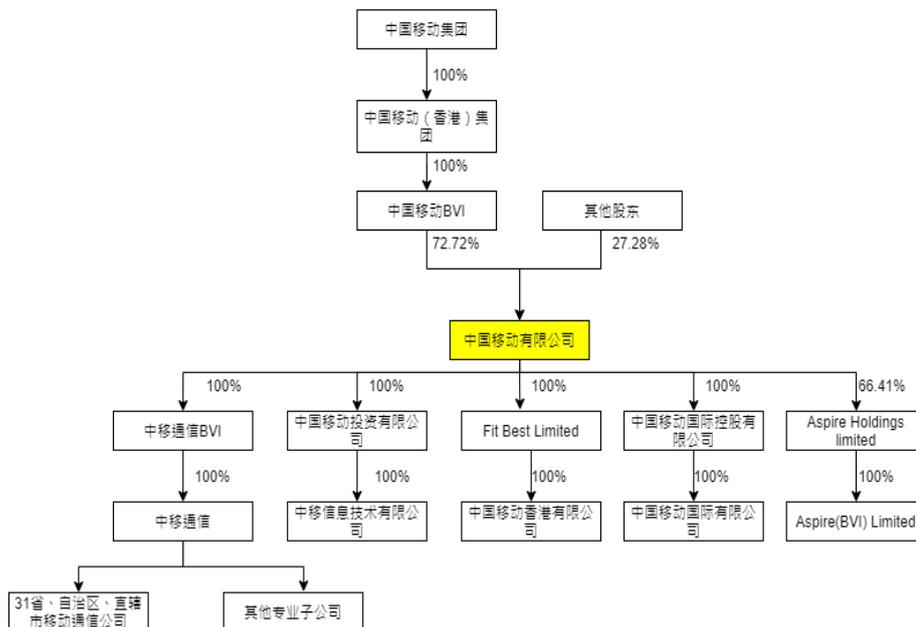
| 姓名 | 职位 | 年龄 | 履历 |
|-----|----------------|----|--|
| 杨杰 | 执行董事 兼董事长 | 58 | 杨先生曾先后担任山西省邮电管理局副局长、山西省电信公司总经理、中国电信集团公司北京研究院副院长、中国电信集团北方电信事业部总经理、中国电信集团有限公司副总经理、总经理、董事长，以及中国电信股份有限公司总裁兼首席运营官、董事长兼首席执行官等职务。杨先生于 1984 年毕业于北京邮电大学无线电工程专业，2008 年获得法国雷恩商学院工商管理博士学位。杨先生是一位教授级高级工程师，长期在基础电信企业从事运营管理工作，拥有丰富的管理及电信行业从业经验。 |
| 董昕 | 执行董事 兼首席执行官 | 54 | 董先生曾先后担任原邮电部财务司企业财务处副处长，原信息产业部经济调节与通信清算司经济调节处处长，中国移动集团公司财务部、计划建设部总经理，海南移动、河南移动、北京移动董事长、总经理，中国移动集团公司副总经理兼总会计师，以及中国移动公司副总经理兼财务总监。董先生于 1989 年取得北京邮电大学本科学士学位，并拥有澳洲国立大学财会管理专业硕士学位、上海交通大学和法国雷恩商学院联合颁发工商管理博士学位。董先生是一位高级工程师、高级会计师，拥有多年丰富的电信行业运营及财务管理经验。 |
| 王宇航 | 执行董事 | 59 | 王先生曾先后担任中国远洋运输（集团）总公司发展部副总经理、监督部总经理、监察室副主任、法律中心主任、人事部总经理、副总经理，中远美洲公司副总裁、中远造船工业公司总经理、中远船务工程集团有限公司总经理，以及中国远洋海运集团有限公司副总经理。王先生在过去三年内曾担任中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（于香港及深圳上市）非执行董事兼副董事长、中远海运国际（新加坡）有限公司（于新加坡上市）非独立非执行董事兼主席，中远海运控股股份有限公司（于香港及上海上市）非执行董事，以及中远海运国际（香港）有限公司（于香港上市）执行董事兼主席。王先生于 1983 年毕业于大连海运学院轮机管理专业，是一名高级工程师。王先生拥有多年航运业经验，并在人力资源及企业运营管理方面拥有丰富经验。 |
| 李荣华 | 执行董事 兼财务总监 | 55 | 李先生曾担任国家电网有限公司财务资产部副主任、主任，国家电网有限公司副总会计师兼财务资产部主任，国家电网有限公司副总会计师，国家电网有限公司副总会计师兼国家电网海外投资有限公司（香港）董事、董事长，国家电网有限公司副总会计师兼国网英大国际控股集团有限公司董事长。李先生于 2019 年 12 月至 2020 年 9 月期间曾担任国网英大股份有限公司（于上海上市）筹备组组长及其董事、董事长。李先生于 1998 年取得中南财经大学会计专业学士学位，并于 2004 年取得武汉大学高级管理人员工商管理硕士学位。 |

资料来源：公司公告、第一上海整理

公司股权架构

中国移动的最终控股股东是中国移动通信集团有限公司（原称为「中国移动通信集团公司」，简称「中国移动集团公司」），于 2020 年 12 月 31 日，该集团间接持有中国移动约 72.72% 的已发行总股数，余下约 27.28% 由公众人士持有。

图表 8：公司股权架构图



资料来源：公司公告、第一上海整理

投资亮点

竞争趋缓，5G 助力移动 ARPU 企稳回升

随着国家对提速降费要求的降低，以及三大运营商和中国广电对 5G 共建共享的推进，我们认为运营商整体的市场竞争已经趋缓。目前，不管是移动用户数还是固网用户数已经基本稳定和见顶，三大运营商未来不太可能进行激烈的竞争或者营销来获得用户数的增长，更多还是通过精准营销对存量用户进行价值提升。5G 渗透率的提升和 5G 套餐价格的高定价，有利于运营商移动 ARPU 企稳。我们预计 5G 渗透率的上升，有望带动移动 ARPU 值到 2021-2023 年达到 49.8/52.3/54.9 元。

千兆带宽升级和智慧家庭融合，有望拉动家庭综合 ARPU 值的提升。

自中国移动实施“充话费，免费送宽带”的营销活动以来，中国移动宽带用户数快速增长，2018 年首次超过中国电信达到 1.56 亿户，截至 2021 年 6 月末，公司家庭宽带客户数达 2.05 亿户，位列全球第一。未来，中国移动有望借助庞大的宽带用户数，以及在不断提升宽带质量的前提下，通过智慧家庭市场的巨大市场蓝海，实现用户的价值提升，拉动宽带 ARPU 值的提升，我们预计综合宽带 ARPU 值在 2021-2023 年有望达到 41.0/43.1/45.2 元。

数据中心和云业务市场巨大，DICT 业务有望实现高速增长。

中国移动进入 TO B 市场稍微比其他两大运营商要晚一些，但是中国移动借助本身强大的资金实力，在 DICT 业务上发力奋起直追，截止 2020 年，DICT 的收入达到了 435 亿元，超过了中国联通，仅次于中国电信。我们认为中国移动将会受益于其庞大的政企用户群体、中国巨大的数字经济市场对数据存储的要求以及中国移动本身具有的强大运营管理能力，继续在 IDC 市场上保持高速的收入增长。云业务市场方面，中国移动将会重金投入，从底层技术开始开发，力争五年进入国内前五大公有云供应商行列。我们预计 DICT 业务，中国移动在 2021-2023 年有望达到 30% 的高速增长态势。

独特的股权投资建构的生态圈，孕育巨大的发

中国移动投资公司是 中国移动旗下股权投资和资本运作的集中管理平台，拥有三大投资平台包括：并购、参股、创投，同时布局“直投+基金”，共发起了百亿

展潜力

级规模的 5G 基金，参投了 6 只国家级基金，设立了母基金平台中移和创。2020 年投资决策规模超 100 亿元，完成出资超 60 亿元，股权投资收益对集团整体利润贡献预计超 130 亿元，在管资产规模增长至近 1700 亿元，投资版图涵盖基础通信、IT/CT 融合、智能硬件、信息安全、云计算、人工智能、金融科技、金融服务、企业服务、医疗健康、文娱媒体等多个领域，其投资的代表性公司包括浦发银行、可达讯飞、中国铁塔、小米集团、中国民航信息网络、芒果超媒、金山办公、亚信科技、True Corporation 等公司。

零负债，高股息率，强劲的现金流，是真正的现金牛公司

中国移动是全世界运营商当中少有的零负债公司，而且公司的派息比率稳定，股息率高，有稳定的股息回报。另外，中国移动自由现金流强劲，过去五年自由现金流平均达 800 亿元，稳定强劲的现金流使得中国移动可以持续保持对资本开支的投入，巩固优势，打造世界级的电信网络。

回 A 上市带来价值重估机遇

公司董事会已于今年 5 月通过了回 A 上市的计划，拟公开发行人民币股份数量不超过 9.65 亿股，即不超过人民币股份发行后公司已发行普通股总数的 4.5%，募集资金主要用于 5G 精品网络建设、云资源新型基础建设、千兆智家建设、智慧中台建设和新一代信息技术研发及数字生态建设。我们认为，公司回 A 上市有望带来价值重估的机遇。

公司业务分析

主营业务一：移动业务

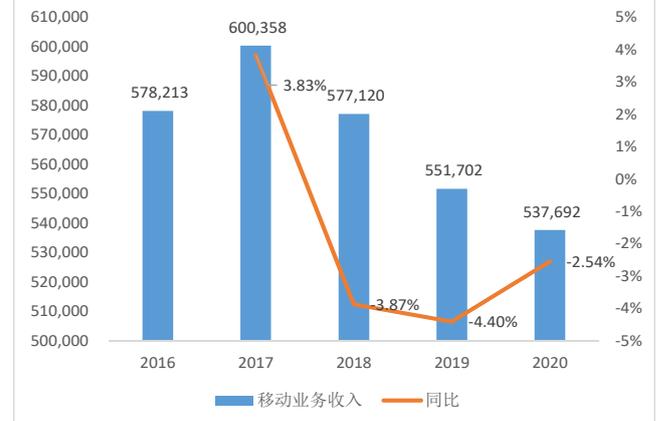
公司移动用户数和 5G 套餐用户数均居全球第一，截止 2021 年 6 月末，移动用户数达到 9.46 亿户，5G 套餐客户数达到 2.51 亿。在基站建设方面，公司已经建成全球最大的基站数量，达到 528 万个基站，其中 4G 基站达 332 万个，占全球基站总数约三分之一，5G 基站达到 50 万个，已建成全球技术领先、规模最大、品质优良的 5G SA 网络，为全国地市以上城区、部分县城及重点区域提供 5G 服务。优质的网络信号和广阔的覆盖率，使中国移动成为国内用户使用最多的运营商，在中国国内，中国移动是市民首选的电信运营商，尤其是偏远的农村地区，中国移动在信号覆盖和网络速度上更加具有优势。在移动业务产品方面，公司坚持“连接+应用+权益”融合发展战略，在数字应用方面，推出了“和彩云”、“超级 SIM”、“云游戏”、“云 VR/云 AR”“咪咕视频”一系列产品，打造良好的用户生态圈，除了上述产品外，公司也为个人市场用户提供国际信息通信服务，音乐数字内容服务、移动支付服务，其中咪咕视频全场景用户达 2.42 亿户。

图表 9：个人市场服务场景示意图



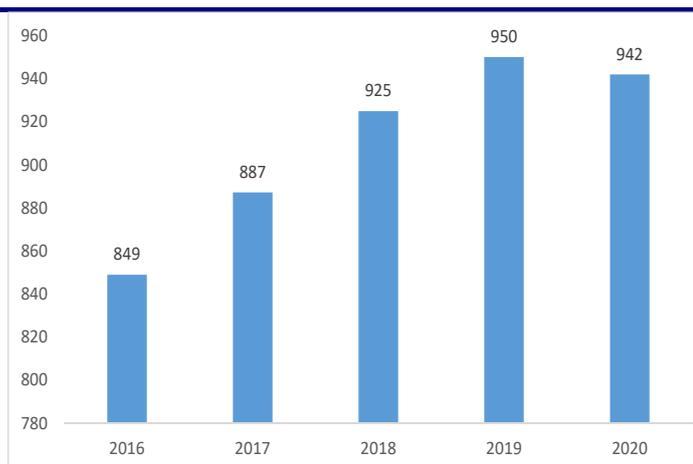
资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 10：中国移动移动业务收入（百万元）



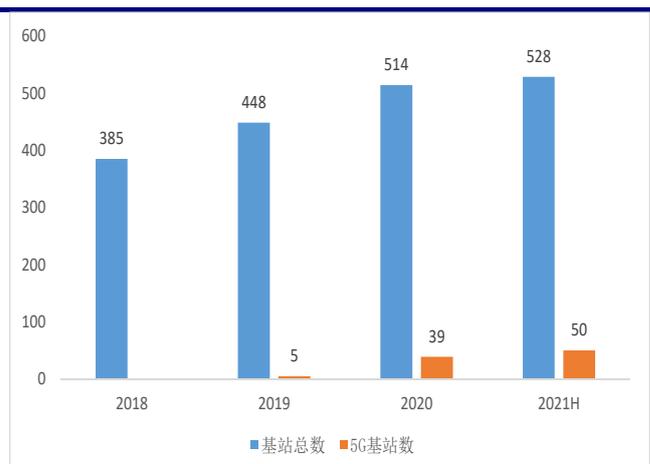
资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 11: 中国移动用户数 (百万)



资料来源: 公司公告、第一上海整理

图表 12: 中国移动基站数 (万)



资料来源: 公司公告、第一上海整理

竞争趋缓, 5G 助力移动 ARPU 值企稳回升

截止 2021 年 6 月末, 中国移动 5G 用户数达到 2.5 亿用户, 5G 渗透率达到 26.51%, 5G 用户数位居三大运营商之首。自 2018 年国务院提出“提速降费”的要求之后, 公司的移动 ARPU 值一直承压, 移动 ARPU 值由 2017 年的最高值 57.7 元, 下降到 2020 年的 47.4 元, 下降幅度达到 17.85%。今年政府工作报告中, 对提速降费的要求已明显的降低, 只对中小企业宽带和专线费用提出了降费的要求, 政策端要求的降低将有利于运营商市场的竞争趋缓。随着 5G 渗透率的上升和 5G 套餐相对于 4G 套餐的高定价, 以及市场竞争的趋缓, 将有利于公司移动 ARPU 值的提升。2021 年上半年移动 ARPU 值达到 52.2 元, 同比增长 3.77%, 移动 ARPU 明显企稳回升。公司 2021 年中期公布的 5G ARPU 值为 88.9 元, 远远高于过去五年公布的平均 ARPU 值。从公司 4G 渗透率的发展来看, 2014 年公司推出 4G 套餐, 当年发展 4G 用户 0.9 亿户, 到 2016 年公司 4G 用户达到 5.35 亿的规模, 渗透率达到 63%。如果从 4G 用户的发展历程看, 以及结合 5G 的发展实际情况, 我们预计中国移动通过 3 年的发展, 到 2023 年 5G 用户有望达到 5 亿的规模, 渗透率达到 60%。结合 5G 渗透率的上升, 我们预计中国移动的 ARPU 值在 2021-2023 年分别达到 49.8/52.3/54.9 元的水平, 由于现阶段中国移动用户数已基本见顶, 三大运营商的移动用户数未来不太可能出现大的波动, 我们预计中国移动 2021-2023 年移动用户数为 9.45/9.45/9.46 亿用户数, 按移动业务收入=移动用户数 x 移动 ARPU 值, 计算得出预计 2021-2023 年移动业务收入为 5648/5931/6229 亿元。

图表 13: 2021 年上半年公司移动用户数和 5G 渗透率 (百万) 图表 14: 中国移动 ARPU 值 (元/月/户)



资料来源: 公司公告、第一上海整理

资料来源: 公司公告、第一上海整理和预测

图表 15: “提速降费”政策列表

| 序号 | 文件名称 | 发布单位 | 发布时间 | 政策解读 |
|----|-----------------------------|------|------|---|
| 1 | 《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》 | 国务院 | 2015 | 提出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 |
| 2 | 《政府工作报告》 | 国务院 | 2018 | 明显降低家庭宽带、企业和专线使用费, ; 取消流量漫游费, 移动网络资费年内至少降低30% |
| 3 | 《政府工作报告》 | 国务院 | 2019 | 移动网络流量平均资费再降低20%以上, 中小企业宽带平均资费再降低15% |
| 4 | 《政府工作报告》 | 国务院 | 2020 | 宽带和专线平均资费降低15% |
| 5 | 《政府工作报告》 | 国务院 | 2021 | 中小企业宽带和专线平均资费再降10% |
| 6 | 5G应用“扬帆”行动计划(2021-2023年)》 | 工信部 | 2021 | 制定了5G应用发展主要指标 |
| 7 | 新型数据中心发展三年行动计划(2021-2023年) | 工信部 | 2021 | 制定了数据中心平均利用率、总算力、能效力的指标 |

资料来源: 国务院、工信部、第一上海整理

主营业务二: 综合宽带业务

中国移动自 2015 年通过收购中移铁通获得有线宽带牌照之后, 依托庞大的移动用户数、遍布全国各级城乡的 33 万家实体营业网点销售渠道以及激进的价格营销策略, 中国移动宽带用户数在 2016 年超过中国联通, 达到 0.77 亿户, 2018 年首次超过中国电信达到 1.56 亿户。截至 2021 年 6 月末, 公司家庭宽带客户数达 2.05 亿户, 位列全球第一, 其中“魔百和”客户达 1.54 亿户, 已成为国内市场客户规模最大的家庭宽带运营商和大屏内容提供商, 中国移动基于“魔百和”产品引入了影视、少儿、健康、教育、游戏、音乐六大内容, 为用户提供了丰富的视听服务和多屏互动体验。在智慧家庭服务领域, 中国移动已联合超 400 家合作伙伴、推出了 1200 款产品, 基于广泛的千兆宽带覆盖和家庭产品应用, 使用户在家庭教育、家庭健康、家庭办公、家庭安防、居家养老、智慧社区重点应用场景上有丰富的智慧家庭生活, 增强宽带用户的客户粘性。

注: (1)家庭宽带综合收入=家庭宽带业务收入+新业务家庭类收入, 其中, 新业务

家庭类收入主要为魔百和收入;(2)家庭宽带综合 ARPU=(家庭宽带业务收入+新业务家庭类收入)/平均家庭宽带客户数,新业务家庭类收入主要为魔百和收入;有线宽带 ARPU 收入项包括家庭宽带业务收入和互联网专线收入;有限宽带客户数包括:家庭宽带客户数和互联网专线客户数。

图表 16: 中国移动智慧家庭服务场景示意图



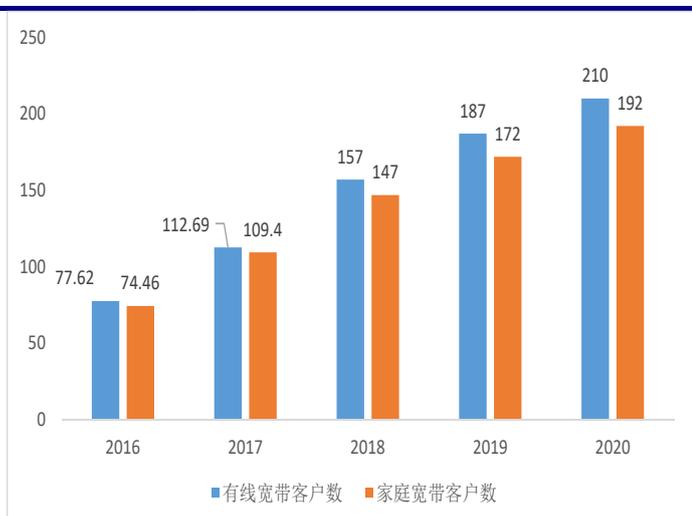
资料来源:公司公告、第一上海整理

图表 17: 中国移动综合宽带收入 (百万元)



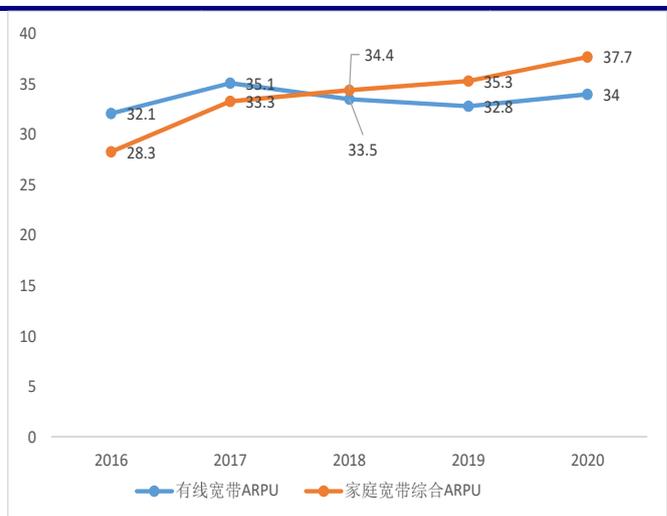
资料来源:公司公告、第一上海整理

图表 18: 中国移动有线宽带和家庭宽带客户数 (百万)



资料来源:公司公告、第一上海整理

图表 19: 中国移动有线宽带和家庭宽带 ARPU (元/月/户)



资料来源:公司公告、第一上海整理

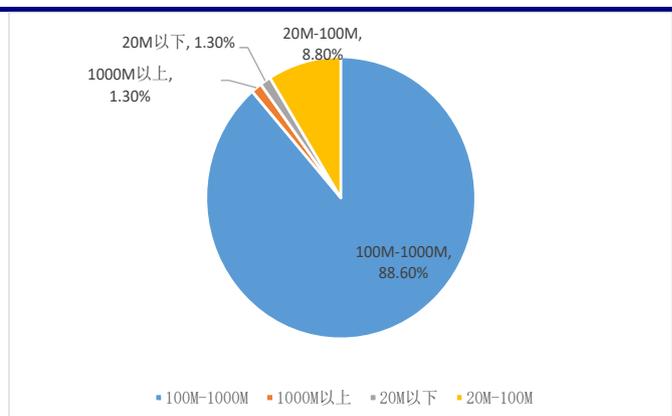
千兆宽带升级和智慧家庭融合,有望拉动家庭综合 ARPU 提升

千兆宽带升级以及智慧家庭应用场景广,家庭业务有望量价齐升。千兆网络时代的到来将驱动数字家庭方向演进,智慧家庭将进一步延伸至家庭安防、控制、社交、教育、娱乐、健康、养老、办公等多元化场景。根据调研机构 Ovum 报告,2020 年中国智慧家庭市场规模共计 183 亿美元,未来五年中国智慧家庭用户数将达到 5 亿户,这为智慧家庭市场提供广阔增长空间,预计到 2025 年市场规模将达到 537 亿美元,我们认为中国移动将会收益于智慧家庭广阔的市场空间。目前,中国移动在智慧家庭市场已布局“魔百和”,家庭安防、智能组网和智能语音遥控一

站式智慧家居体验服务。未来，中国移动智慧家庭业务将受益于广阔的市场规模，智慧家庭业务收入有望保持增长。固网宽带业务方面，千兆宽带覆盖超 8600 万户，全国地市以上城区及主要县城已具备千兆能力。截止 2020 年末，100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户数占整个固定互联网宽带接入用户数 88%，接入用户总数达 4.35 亿户，而 1000Mbps 及以上速率的用户占比才 1.3%，接入用户总数达 640 万户，份额占比非常小。未来，随着中国移动千兆宽带覆盖范围越来越广，以及用户对极速带宽体验的要求的提高，千兆宽带用户数有望逐步提高。我们认为中国移动经过对固网业务前期的大力投入和进取的营销策略，已积累了全球规模最大的宽带用户，在未来将得益于智慧家庭等增值业务发展和千兆带宽的普及，将会对综合宽带 ARPU 带来提升，我们预计 2021-2023 年公司综合宽带 ARPU 值为 41/43/45 元，由于宽带用户增长已基本稳定，预计家庭宽带用户数为 193/194/195 百万户，按综合宽带收入=综合宽带 ARPU x 家庭宽带用户数计算，预计 2021-2023 年综合宽带收入为 920/970/1027 亿元。

图表 20: 2020-2025 年中国智慧家庭市场规模及预测 (亿美元) ”

图表 21: 2020 年固定互联网宽带各接入速率占比



资料来源: Ovum、第一上海整理

资料来源: 工信部、第一上海证券整理

图表 22: 中国移动家庭宽带综合收入 (百万元)

图表 23: 有限宽带和家庭宽带客户数 (百万)



资料来源: 公司公告、第一上海整理和预测

资料来源: 公司公告、第一上海整理和预测

主营业务三：DICT 业务

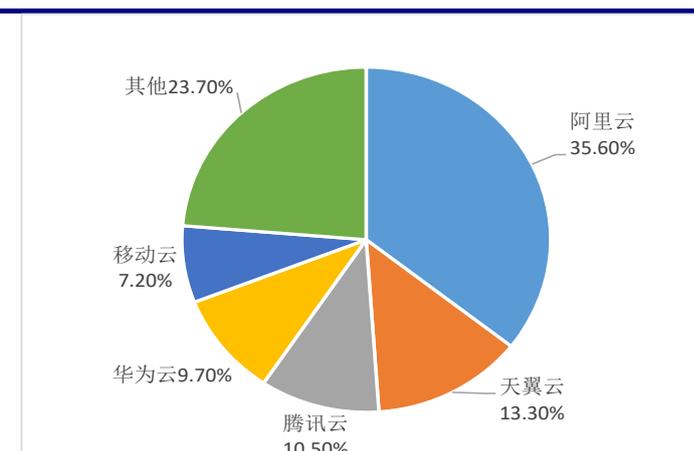
中国移动 DICT 业务主要是由 IDC、ICT、移动云及其他政企应用信息服务组成。中国移动 IDC 有可用机架达 36 万架，主要分布在一线城市，京津冀、长三角、大湾区等重点区域，主要面向头部互联网企业、政府和金融客户。2020 年中国移动 IDC 收入 162 亿元，同比增长 54.42%，截止 2021 年 6 月末 IDC 业务收入达到 118 亿元，同比增长 27.02%。在云服务领域，中国移动自 2007 年起便开始布局云计算研发工作，专注于云计算前沿和基础领域研究，掌握从底层基础设施到上层行业应用，从硬件到软件的全方位自主研发和自主掌控能力。同时，中国移动提出“网+云+DICT”融合发展，强化“N+31+X”移动云资源布局和“4+3+X”IDC 资源布局，自研 IaaS、PaaS、SaaS 200 款产品，移动云引入合作 SaaS 产品超过 2000 款，超过 100 万客户。尽管从移动云的收入看，跟阿里、腾讯、华为和中国电信头部玩家相比还有不小的差距，但是移动云最近几年的增长态势强劲，2020 年移动云收入 92 亿，同比增长 358%，厚积薄发以及覆盖全国的整体资源布局，移动云未来很有潜力实现反超。目前，中国移动拥有 300 万以上规模的 DICT 项目超过 300 个，其中在智慧城市、数据中心、智慧医疗、智慧交通、智慧教育等多个领域打造 93 个亿元项目和 1300 余个千万级项目。从最近三年 DICT 收入看，DICT 收入分别为 176/261/435 亿元，已成为拉动政企市场收入增长的主要引擎。

图表 24：中国移动 DICT 收入详细拆分（百万元）



资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 25：2020 年中国公有云 IaaS 市场份额占比

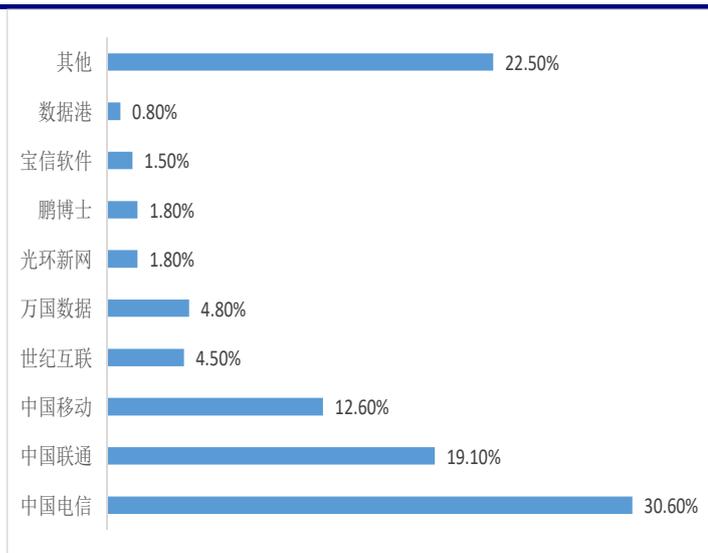


资料来源：信通院、第一上海整理

数据中心和云业务市场巨大，DICT 业务有望高速增长

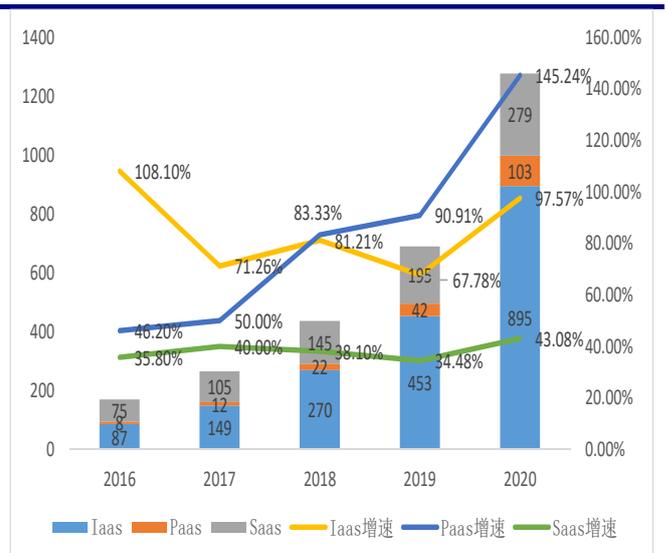
基础电信运营商(三大运营商)拥有核心网络、充足的带宽和遍布全国的网络资源，同时具备丰富的企业客户及合作伙伴生态，在 5G 时代来临下积极加大数据中心投入,运营商天然对 IDC 业务具有优势。根据信通院统计，2020 年我国云计算整体市场规模达 2091 亿元，增速 56.6%，其中公有云市场规模达 1277 亿元，相比 2019 年增长 85.2%，私有云市场规模达 814 亿元，较 2019 年增长 26.1%，预计 2025 年中国云计算整体市场规模将达到 6000 亿元，年化增长率为 23.5%。在 IDC 市场，据工信部统计，中国 IDC 业务自 2014 年开始稳步增长，业务规模于 2020 年达到 2000 亿，复合增长率将达 23%。中国移动近年来持续深入推进云化转型，市场排名和认可度不断的提升。此外，在数据中心方面，中国移动将完善“3+3+X”数据中心布局，未来计划提升装机能力达到 108 万架，夯实数字化发展基础。我们认为 IDC 和云市场仍然具有广阔的市场空间，而且中国数字经济规模在未来将会不断增大，运营商在未来的数字经济中产业数字化业务将会受益于市场的增量和变化，我们预计中国移动 DICT 业务收入 2021-2023 年的年化增长有望达到 30%的水平，达到 565/735/956 亿元。

图表 26: 2019 年中国 IDC 行业企业竞争格局



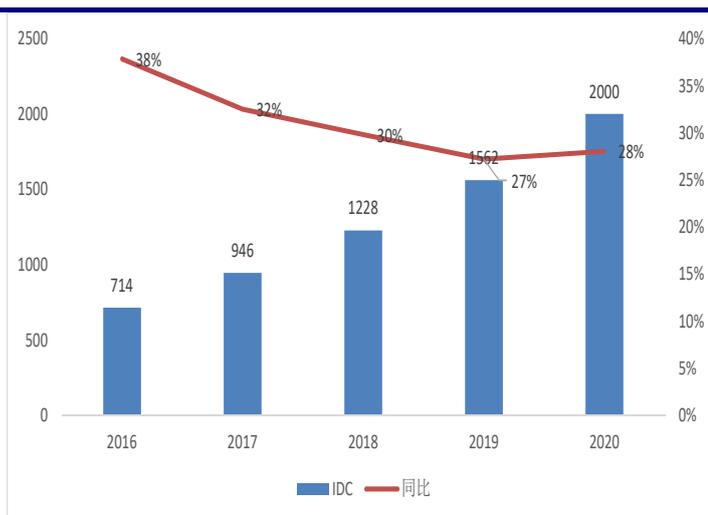
资料来源: 中国信通院 ODCC 前瞻产业研究院、第一上海整理

图表 27: 中国公有云细分市场及增速 (亿元)



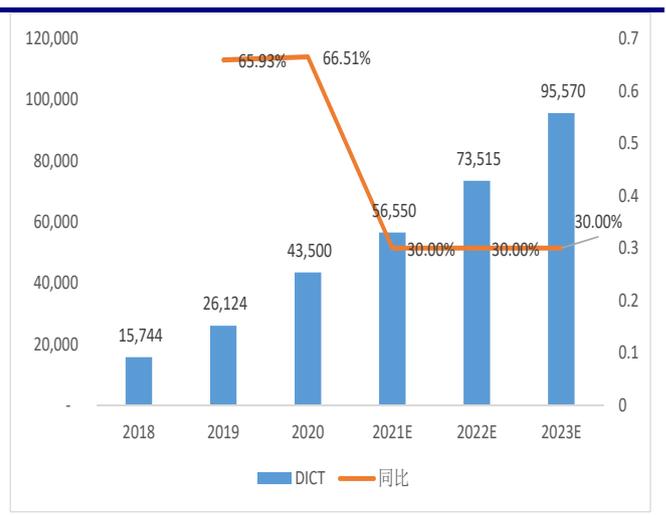
资料来源: 信通院、第一上海整理

图表 28: 中国 IDC 市场规模 (亿元)



资料来源: 工信部、第一上海整理

图表 29: 中国移动 DICT 收入 (百万元)



资料来源: 公司公告、第一上海整理和预测

主营业务四: 新兴市场业务

中国移动在深耕移动业务、家庭宽带业务、DICT 业务的同时, 拓展信息服务新发展空间, 重点布局国际业务、数字内容和移动支付等新兴领域。从最近三年新兴市场的收入看, 新兴市场的收入稳定, 收入分别为 267/245/226 亿元, 我们预计未来三年该业务市场的收入稳定, 预测未来三年年平均收入为 230 亿元。

国际业务

截至 2021 年 6 月末, 公司国际/港澳台漫游服务覆盖 264 各方向, 5G 开通方向 43 各, 保持全球领先。与 466 家运营商达成深度合作, 联合 27 各电信行业领先伙伴开展“牵手计划”, 覆盖全球超过 30 亿移动用户; 在中国香港运营本地子网, 率先实现 5G 商用。

数字内容

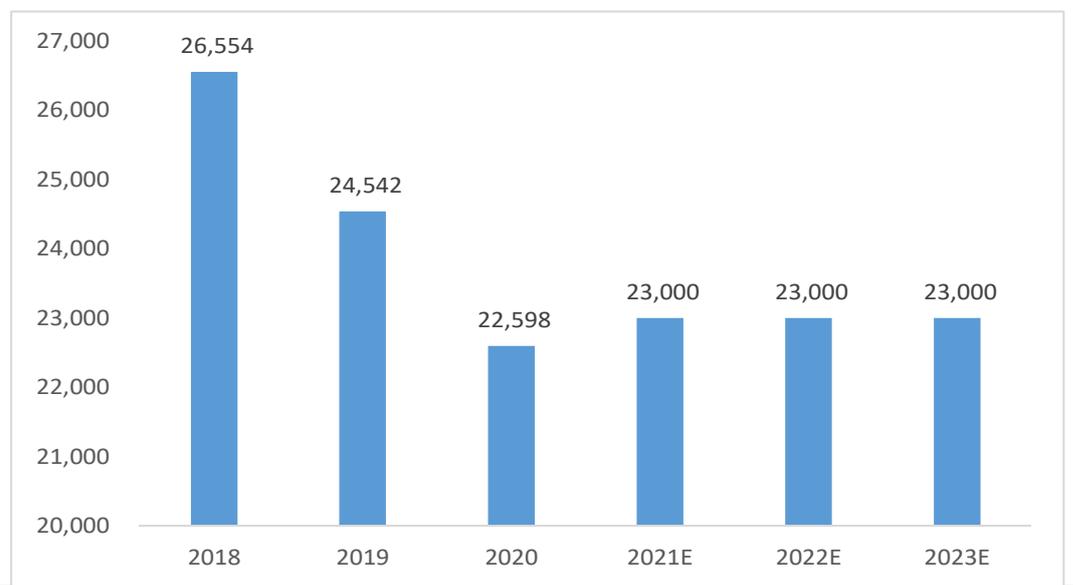
数字内容领域, 中国移动大力发展咪咕视频、视频彩铃、云游戏业务。其中 1) 咪咕视频, 中国移动以 5G 网络、千兆宽带等为基础, 依托客户与渠道规模优势, 全力打造“咪咕”系列产品, 包括咪咕视频、咪咕音乐、咪咕阅读、咪咕游戏

移动支付

等数字内容。截至 2021 年 6 月，咪咕视频全场景月活跃用户达 2.42 亿户。2) 视频彩铃，中国移动推出“通信+短视频”服务，整合头部短视频、主流媒体、热门原创内容，用户规模达 1.89 亿户，成为国内最大的视频彩铃服务商。3) 云游戏服务，中国移动依托 5G 网络、云计算以及边缘云优势，推出“云网边+分发”的云游戏服务，汇聚超过 1500 款游戏，用户规模超 4800 万户。

移动支付已成为中国移动生态权益运营中的必要环节。“和包支付”是中国移动唯一的第三方支付平台，为用户提供通信缴费、积分商城、水电燃气生活缴费、党团工政务缴费、交通出行等服务。截至 2021 年 6 月末，和包支付平台注册用户数已达 2.93 亿户，支持银行总数 185 家。

图表 30：中国移动新兴市场业务收入（百万元）



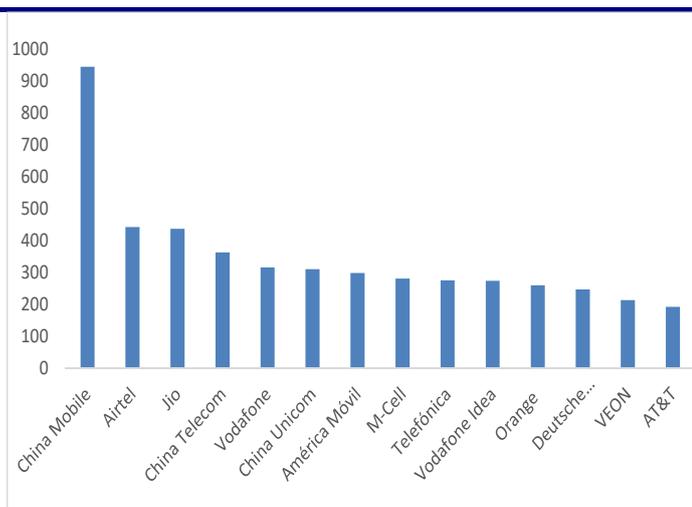
资料来源：公司公告、第一上海整理和预测

行业对比分析

中国移动拥有全球最大规模的移动和宽带用户

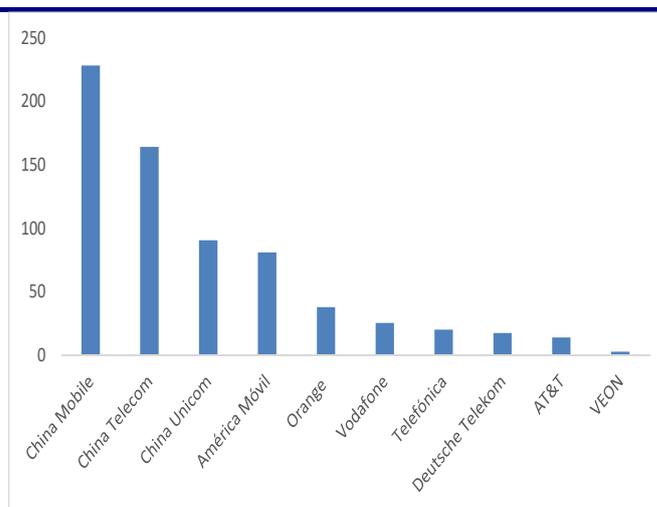
移动通信业务领域，中国移动拥有 9.46 亿用户，居全球第一，其中 4G 客户规模达 7.99 亿户，5G 套餐客户达 2.51 亿户，均居全球第一。家庭宽带业务领域，中国移动有 2.05 亿家庭宽带客户，居全球第一。

图表 31: 2020 年全球运营商移动用户数排名 (百万)



资料来源: 公司公告、第一上海整理

图表 32: 2020 年全球运营商宽带用户数排名 (百万)

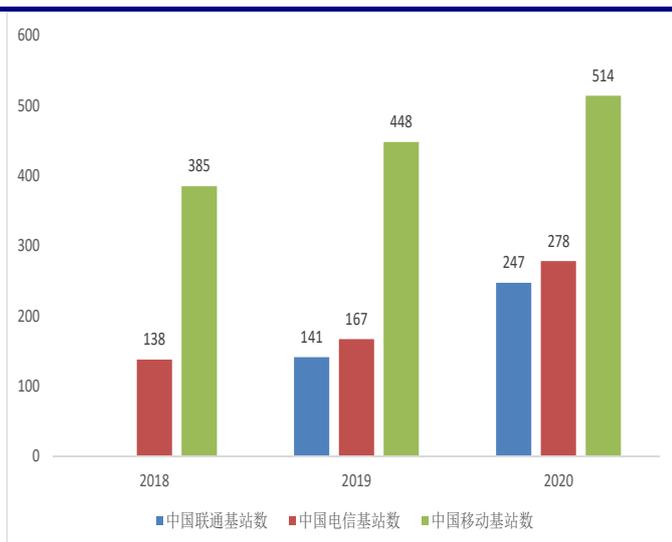


资料来源: 公司公告、第一上海整理

中国移动拥有国内品质一流的网络设施, 基站数量全球第一

公司移动信号全国覆盖面积最广、基站数量最多。截止 2021 年 6 月末, 公司已开通基站达 528 万个, 基站总数全球第一, 其中, 4G 基站达 332 万个, 占全球 4G 基站总数的三分之一, 全国行政村 4G 覆盖率超过 99%。5G 基站达 50 万个, 已建成全球技术领先、规模最大、品质优良的 5G SA 网络, 目前 5G 网络已经覆盖全国地级以上城区、部分县城及重点区域。

图表 33: 三大运营商基站数 (万台)



资料来源: 公司公告、第一上海整理

图表 34: 三大运营商 4G 基站数 (万台)



资料来源: 公司公告、第一上海整理

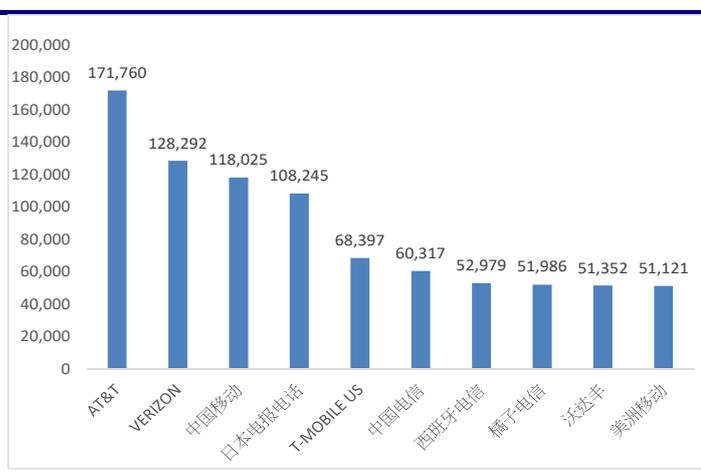
中国移动是全球第二赚钱的运营商, 零负债, 现金牛公司

中国移动是全球第二赚钱的运营商, 零负债, 是真正的现金牛公司。以 2020 年营收和业绩规模看, 中国移动营收 1180.25 亿美元, 全球排名第三, 仅次于美国

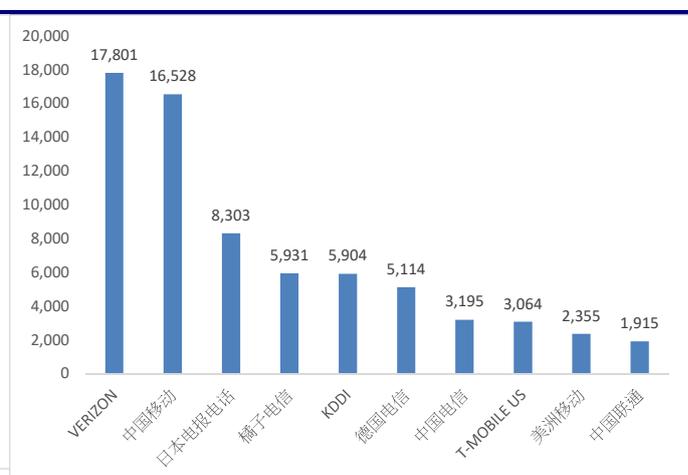
AT&T、Verizon；净利润 165.28 亿美元，净利润率达 14.04%，全球排名第二，仅次于美国的 Verizon 公司。公司目前手握现金 326 亿美金，是现金流最好的运营商。

截止 2021 年 6 月末，中国移动流动资产约 6349 亿元，其中现金及现金等价物、银行存款、受限制的银行存款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产四类变现能力很强的现金类资产高达 5067 亿元，占流动资产的比率为 80%，占总资产的比率为 28%。2020 年，中国移动经营性净现金流 2476 亿元，净利润达 1081 亿元，自由现金流 1271 亿元，中国移动的现金流非常的强劲，“造血”能力十足，是超级现金牛公司。

图表 35：2020 年中国移动营业收入全球排名第三（百万美元）



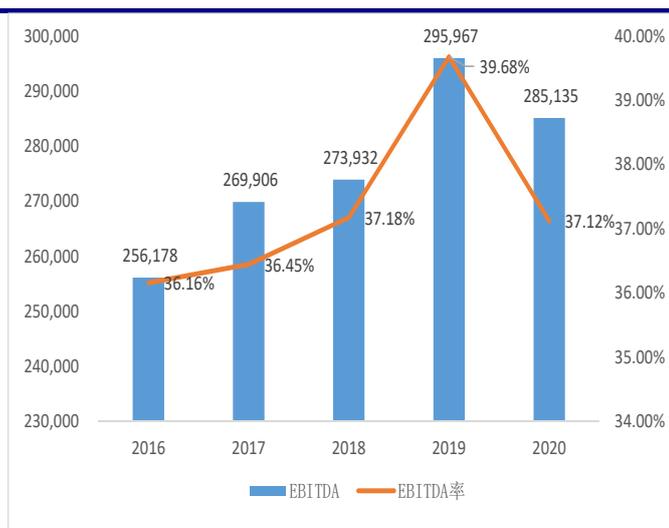
图表 36：2020 年中国移动净利润全球排名第二（百万美元）



资料来源：Wind、第一上海整理

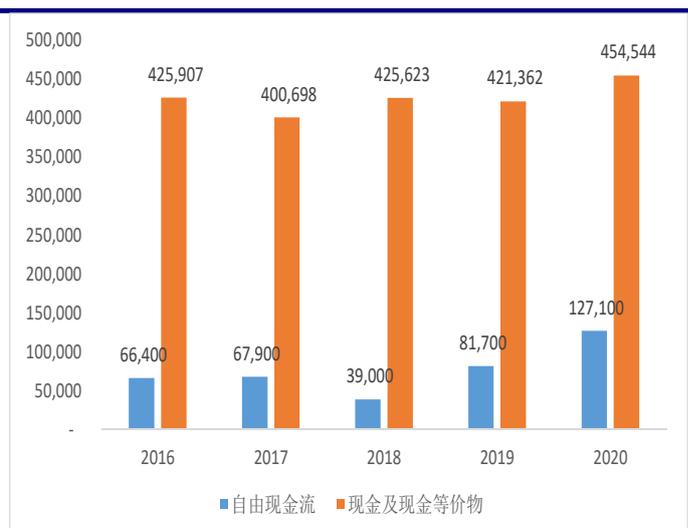
资料来源：Wind、第一上海整理

图表 37：中国移动 EBITDA 和 EBIDA 率（百万元）



资料来源：公司公告、第一上海证券整理

图表 38：中国移动自由现金流和现金及等价物（百万元）



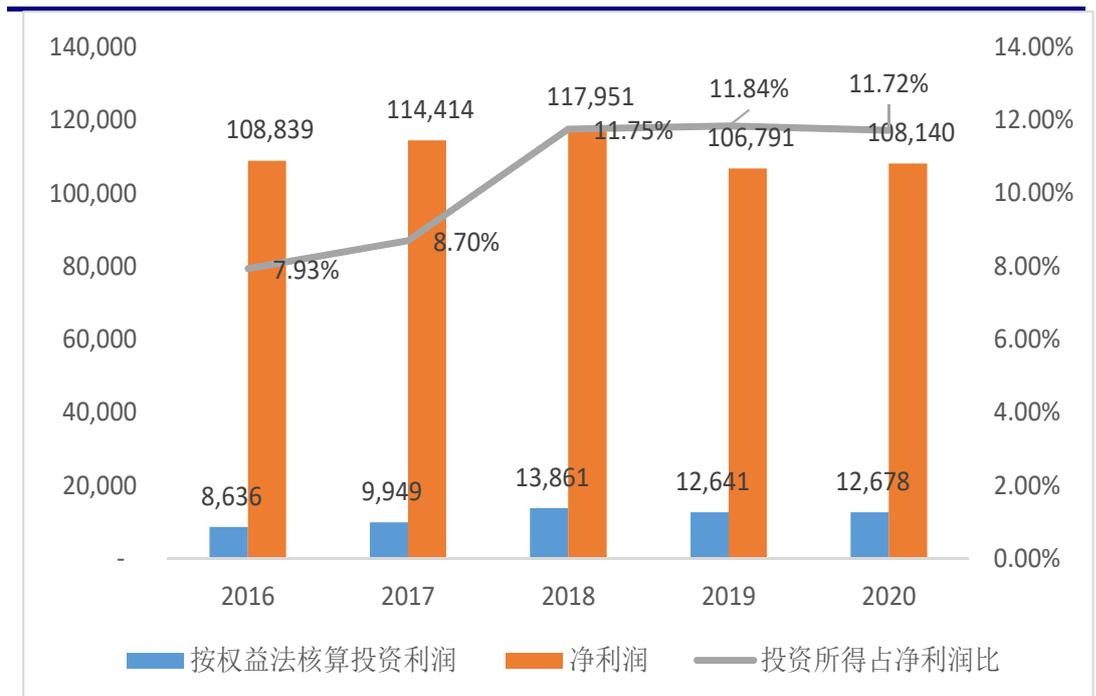
资料来源：公司公告、第一上海证券整理

独特的股权投资建构的生态圈，孕育巨大的发展潜力

中国移动投资公司是中国移动旗下股权投资和资本运作的集中管理平台，拥有三大投资平台包括：并购、参股、创投，同时布局“直投+基金”，共发起了百亿级规模的5G基金，参投了6只国家级基金，设立了母基金平台中移和创。2020年投资决策规模超100亿元，完成出资超60亿元，股权投资收益对集团整体利润贡献预计超130亿元，在管资产规模增长至近1700亿元，投资版图涵盖基础通信、IT/CT融合、智能硬件、信息安全、云计算、人工智能、金融科技、金融服务、企业服务、医疗健康、文娱媒体等多个领域，其投资的代表性公司包括浦发银行、可达讯飞、中国铁塔、小米集团、中国民航信息网络、芒果超媒、金山办公、亚信科技、True Corporation等公司。

中国移动投资公司聚焦“三转”、“三化”，即围绕数智化转型的内在核心逻辑推动业务实现线上化、智能化、云化，找准股权投资的发力点，加速推进面向CHBN市场和“5G+AICDE”新兴技术的多点布局，主要是针对中国移动产品短板、技术短板和能力短板，根据技术产品发展的规划，建立资本纽带，面不断扩大信息服务的“亲戚圈”，助推中国移动融合创新的产业生态体系。

图表 39：中国移动投资收益和占净利润比重（百万元）



资料来源：公司公告、第一上海证券整理

图表 40：中国移动投资有限公司投资版图



资料来源：公司公告、第一上海整理

财务分析和盈利预测

营业收入分析

我们认为随着提速降费要求的降低，中国移动和中国广电共建共享的推进，5G 渗透率的逐步提高以及市场竞争环境的趋缓，都有利于中国移动移动 ARPU 的提高，整体运营商大环境的改善，是一个双赢的进程，我们预计移动 ARPU 值 2021-2023 年将会得到企稳回升，分别达到 49.7/52.3/54.9 元，考虑到整体移动用户数已经见顶，加上三大运营商移动用户数规模逐渐趋于稳定维持中国移动移动用户数 9.45 亿用户的水平。

综合宽带业务方面，中国移动前期积极的营销策略积累了全球第一的家庭宽带用户数，未来中国移动综合宽带业务的收入增长更多的来自于智慧家庭业务的增收，我们预计随着用户规模效益的逐步释放，低价营销策略的转变，中国移动的综合宽带 ARPU 值有望得到改善和提高，预计 2021-2023 年综合宽带 ARPU 值为 41/43/45 元，考虑到三大运营商宽带用户数的规模已经趋于稳定，预计中国移动宽带用户数在未来保持在 2 亿用户规模的水平，其中家庭宽带客户数在 1.9 亿用户的规模。

DICT 业务方面，随着中国移动对移动云的投入以及产业数字化需求的高速增长，我们预计移动云和 IDC 业务在 2021-2023 年有望继续保持 30% 的高速年化增，预计收入为 565/735/956 亿元。

新兴市场方面，我们维持中国移动 2021-2023 年度平均 230 亿的收入，主要是考虑到新兴市场业务增长和规模已经趋于稳定，总体未来收入的变化不大。

图表 41：中国移动营业收入分析

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 745,917 | 768,070 | 808,376 | 858,855 | 916,244 |
| YOY% | 1.23% | 2.97% | 5.25% | 6.24% | 6.68% |
| 其中：服务收入 | 674,392 | 695,692 | 736,376 | 786,855 | 844,244 |
| 移动业务 | 551,702 | 537,692 | 564,870 | 593,119 | 622,900 |
| YOY% | -4.40% | -2.54% | 5.05% | 5.00% | 5.02% |
| 综合宽带收入 | 69,320 | 83,208 | 91,956 | 97,220 | 102,774 |
| YOY% | 27.45% | 20.03% | 10.51% | 5.72% | 5.71% |
| DICT | 26,124 | 43,500 | 56,550 | 73,515 | 95,570 |
| YOY% | 65.93% | 66.51% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 新兴市场业务 | 24,542 | 22,598 | 23,000 | 23,000 | 23,000 |
| YOY% | -7.58% | -7.92% | 1.78% | 0.00% | 0.00% |
| 通信服务收入 | 71,525 | 72,378 | 72,000 | 72,000 | 72,000 |

资料来源：公司公告、第一上海整理和预测

营业支出分析

中国移动营运支出主要是由网络运营及支撑成本、折旧及摊销、雇员薪酬及相关成本、销售费用、销售产品成本和其他营运支出构成。从最近 5 年（2016-2020 年）的营运支出成本占营业收入的比重来看，营运支出占收入比为 84.16%，其中网络运营及支持成本为 25.22%、折旧及摊销为 21.48%、雇员薪酬及相关成本 12.62%、销售费用 7.63%、销售产品成本 10.10%和其他营运支出 16.83%。

2016-2020 年的营运支出成本占营业收入的比重分别为 83.33%、83.78%、83.53%、84.83%和 85.32%，营运支出占比基本保持稳定，主要是由于电信运营商的商业模式已经非常的成熟和稳定，在没有出现对通信技术重大的技术革命影响之前，营业费用占营运收入比不会出现大的波动，而是跟营运收入在量上有相同趋势的变化。我们预计中国移动营运支出费用在未来三年（2021-2023 年）支出总体保持稳定，营运支出占营运收入占比预计为 85.00%、84.8%和 84.5%，营运支出未来三年的支出具体拆分如下：

- (1). 网络运营及支撑成本：主要是由维护支撑相关成本、能源使用费、铁塔使用费、电路及网元使用费、其他资产使用费和其他费用构成。我们预计随着 5G 基地的逐步建设推进，5G 的能耗消耗以及铁塔的运营及维护费用都会相应的增加，预计未来三年网络运营及支撑成本同比分别增长 4.56%/8.78%/5.37%，达到 2158/2347/2473 亿元。
- (2). 折旧及摊销：主要是由建筑物，电信收发、机械设备、交换机中心、传输及其他网络设备，办公室设备、家具、固定装置及其他的折旧组成，其中又以电信等设备的折旧占大部分，约为 89%。我们预计未来三年随着 5G 的资本开支的加大投入，电信设备的折旧会上升，预计在 2023 年达到投资的最高峰，之后资本开支逐渐下降。预计 2021-2023 年折旧及摊销的同比增长为 7.44%/6.64%/8.17%，达到 1852/1975/2137 亿元。
- (3). 雇员薪酬及相关成本：主要是由员工的工资、退休金和其他福利款组成。我们预计随着中国移动对 5G、AICDE 研发以及政企、新兴市场经营人才投入的加大，以及每年公司对员工工资的调整，预计 2021-2023 年雇员薪酬及相关成本同比增长为 7.10%/7.75%/11.16%，达到 1139/1228/1365 亿元。
- (4). 销售费用：主要是由广告、宣传及客户服务和社会渠道费用组成，我们预计

- 随着公司加快推进渠道转型，提升线上销售能力，销售费用有望逐步的减少，预计销售费用 2021-2023 年同比变化为-0.53%/-3.83%/-2.78%，达到 496/477/464 亿元。
- (5). 销售产品成本：主要是公司销售移动手机的手机成本。我们预计销售产品成本 2021-2023 年同比变化为-0.47%/-2.02%/-1.03%，达到 727/712/705 亿元。
- (6). 其他营运支出：主要是由网间互联支出、预期信用减值损失、研究及开发费用和行政管理费组成。我们预计随着公司加大研发创新的投入以及行政办公费用相应的增加，其他营运支出将会有所增长，预计 2021-2023 年同比变化为 5.52%/9.01%/10.07%,达到 496/541/595 亿元。

图表 42：中国移动成本及费用结构（百万元）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业支出 | 632,768 | 655,336 | 687,120 | 728,309 | 774,135 |
| YOY% | 2.82% | 3.57% | 4.85% | 5.99% | 6.29% |
| 占营业收入比% | 84.83% | 85.32% | 85.00% | 84.80% | 84.49% |
| 网络运营及支撑成本 | 175,810 | 206,424 | 215,836 | 234,786 | 247,386 |
| YOY% | NA | 17.41% | 4.56% | 8.78% | 5.37% |
| 占营业收入比% | 23.57% | 26.88% | 26.70% | 27.34% | 27.00% |
| 折旧 | 182,818 | 172,401 | 185,236 | 197,537 | 213,674 |
| YOY% | 19.85% | -5.70% | 7.44% | 6.64% | 8.17% |
| 占营业收入比% | 24.51% | 22.45% | 22.91% | 23.00% | 23.32% |
| 雇员薪酬及相关成本 | 102,518 | 106,429 | 113,981 | 122,816 | 136,520 |
| YOY% | 9.13% | 3.81% | 7.10% | 7.75% | 11.16% |
| 占营业收入比% | 13.74% | 13.86% | 14.10% | 14.30% | 14.90% |
| 销售费用 | 72,565 | 73,100 | 72,754 | 71,285 | 70,551 |
| YOY% | -12.45% | -5.43% | -0.53% | -3.83% | -2.78% |
| 占营业收入比% | 7.08% | 6.50% | 6.15% | 5.56% | 5.07% |
| 销售产品成本 | 72,565 | 73,100 | 72,754 | 71,285 | 70,551 |
| YOY% | 9.56% | 0.74% | -0.47% | -2.02% | -1.03% |
| 占营业收入比% | 9.73% | 9.52% | 9.00% | 8.30% | 7.70% |
| 其他营运支出 | 46,244 | 47,039 | 49,634 | 54,108 | 59,556 |
| YOY% | -73.46% | 1.72% | 5.52% | 9.01% | 10.07% |
| 占营业收入比% | 6.20% | 6.12% | 6.14% | 6.30% | 6.50% |

资料来源：公司公告、第一上海整理和预测

盈利能力分析

综合公司的营业收入和营业支出，我们预计在 2021-2023 年中国移动净利润为 1138/1208/1296 亿元，净利润率为 14.08%/14.07%/14.15%,净利润率总体保持稳定。

图表 43：中国移动净利润

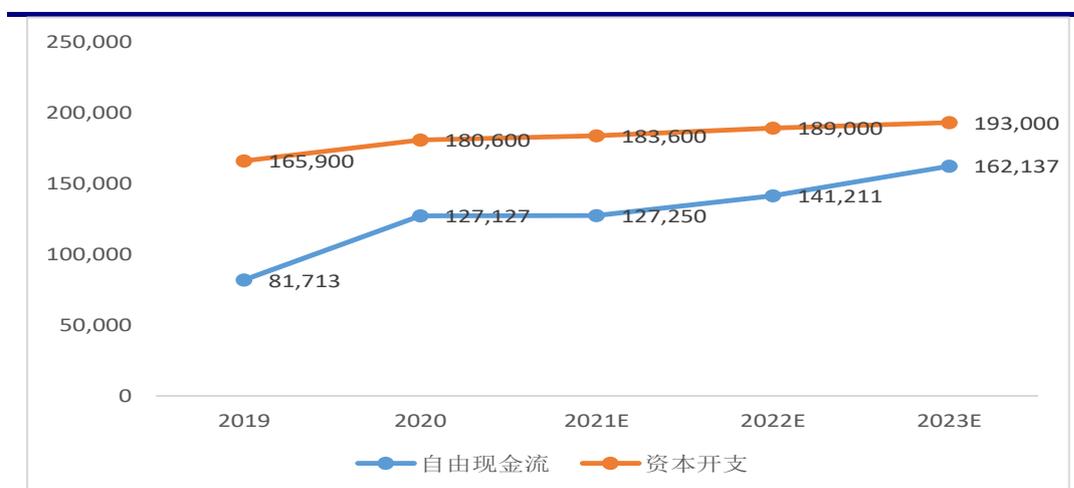
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入（百万元） | 745,917 | 768,070 | 808,376 | 858,855 | 916,244 |
| YOY% | 1.23% | 2.97% | 5.25% | 6.24% | 6.68% |
| 其中：服务收入 | 674,392 | 695,692 | 736,376 | 786,855 | 844,244 |
| 移动业务 | 551,702 | 537,692 | 564,870 | 593,119 | 622,900 |
| YOY% | -4.40% | -2.54% | 5.05% | 5.00% | 5.02% |
| 综合宽带收入 | 69,320 | 83,208 | 91,956 | 97,220 | 102,774 |
| YOY% | 27.45% | 20.03% | 10.51% | 5.72% | 5.71% |
| DICT | 26,124 | 43,500 | 56,550 | 73,515 | 95,570 |
| YOY% | 65.93% | 66.51% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 新兴市场业务 | 24,542 | 22,598 | 23,000 | 23,000 | 23,000 |
| YOY% | -7.58% | -7.92% | 1.78% | 0.00% | 0.00% |
| 通信服务收入 | 71,525 | 72,378 | 72,000 | 72,000 | 72,000 |
| 营业支出 | 632,768 | 655,336 | 687,120 | 728,309 | 774,135 |
| 网络运营及支撑成本 | 175,810 | 206,424 | 215,836 | 234,786 | 247,386 |
| 折旧 | 182,818 | 172,401 | 185,236 | 197,537 | 213,674 |
| 雇员薪酬及相关成本 | 102,518 | 106,429 | 113,981 | 122,816 | 136,520 |
| 销售费用 | 52,813 | 49,943 | 49,679 | 47,777 | 46,448 |
| 销售产品成本 | 72,565 | 73,100 | 72,754 | 71,285 | 70,551 |
| 其他营运支出 | 46,244 | 47,039 | 49,634 | 54,108 | 59,556 |
| 营业利润 | 113,149 | 112,734 | 121,256 | 130,546 | 142,109 |
| YOY% | -6.79% | -0.37% | 7.56% | 7.66% | 8.86% |
| 营业利润率% | 15.17% | 14.68% | 15.00% | 15.20% | 15.51% |
| 净利润 | 106,791 | 108,140 | 113,815 | 120,875 | 129,663 |
| YOY% | -9.46% | 1.13% | 5.54% | 6.20% | 7.27% |
| 净利润率% | 14.32% | 14.08% | 14.08% | 14.07% | 14.15% |
| EBITDA | 295,967 | 285,135 | 306,492 | 328,083 | 355,783 |
| YOY% | 8.04% | -3.66% | 7.49% | 7.04% | 8.44% |
| EBITDA率% | 39.68% | 37.12% | 37.91% | 38.20% | 38.83% |

资料来源：公司公告、第一上海整理和预测

资本开支和自由现金流分析

我们预计中国移动资本开支在 2023 年达到高峰，之后由于公司对 5G 的投入周期变长，资本开支将会逐步的下降，预计 2021-2023 年的资本开支为 1836/1860/1890 亿元；预计公司随着营业收入的增加，公司的自由现金流将会保持稳步增长，预计 2021-2023 年公司自由现金流为 1272/1412/1621 亿元。

图表 44：中国移动资本开支和自由现金流



资料来源：公司公告、第一上海整理和预测

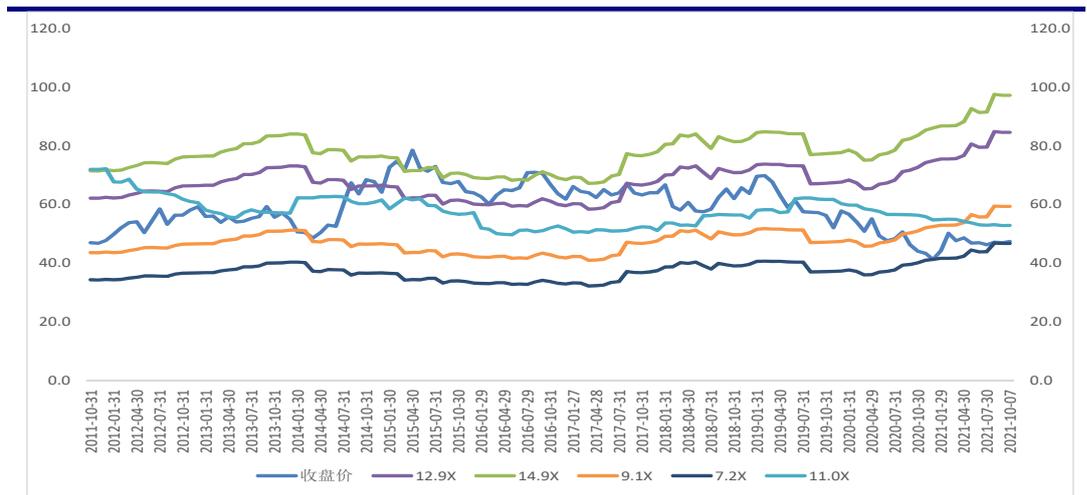
估值

PE/PB 估值法

从中国移动最近十年的 TTM PE 估值中枢来看，中国移动 TTM PE 在 11 倍的 PE 左右，目前中国移动的 TTM PE 为 7.5，现价为 48.3 港币（截止 2021/10/8 收盘价），现阶段估值水平远远低于历史估值中枢水平。按现价以 11 倍估值中枢 PE 计算，中国移动的估值最少为 71.1 港币，若以 2021 年的预测每股收益计算，估值为 73.4 港币。我们结合中国移动历史估值水平和未来的盈利增长能力，稍微上调市盈率估值中枢至 12 倍 PE，给予中国移动以 2021 年每股 EPS 预测的 12 倍市盈率，对应每股 80 港币的估值。

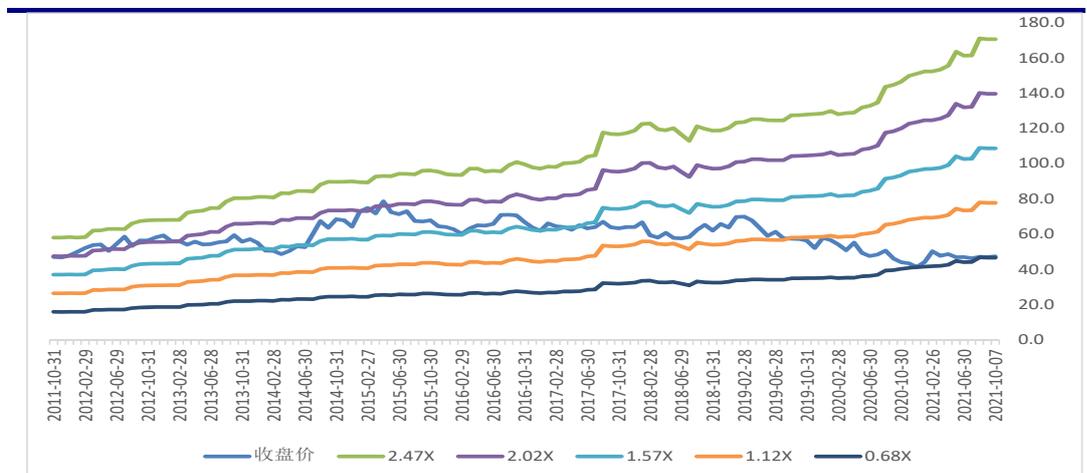
如果以中国移动最近十年 TTM PB 的估值中枢来看，中国移动 TTM PB 在 1.12 倍的 PB 水平。而目前，中国移动的 TTM PB 为 0.70（截止 2021/10/8 收盘价），远低于历史估值中枢水平，现价以 1.12 倍 PB 计算中国移动的估值为 75 港币。我们结合公司的历史 PB 估值水平和公司未来的盈利能力，稍微上调市净率的估值中枢，给予中国移动以 2021 年预测 PB 的 1.2 倍市净率的估值，得出估值为 80 港币。

图表 45：中国移动 2011-2021 年 TTM PE Band



资料来源：Wind、第一上海整理

图表 46：中国移动 2011-2021 年 TTM PB Band



资料来源：Wind、第一上海整理

同业比较

从全球运营商的估值来看，除中国的运营商之外，其他运营商的 PB 都超过了 1 倍的 PB，市盈率 PE 也普遍高出中国的运营商 1 倍之多，中国三大运营商在全球运营商资本市场上的估值明显偏低。但是从股息率看，中国大陆三大运营商的股息率明显高于世界其他运营商。我们认为中国移动公司在全世界运营商市场上有最大的移动和宽带用户，公司现金流强劲，资产负债率低，估值便宜，按现有估值比较，结合公司的高股息率，估值非常具有吸引力。

图表 47：全球主要运营商估值比较

| 公司名称 (中文) | 代码 | 交易币种 | 市值 (百万) | PE Ratio | | | PB Ratio | | | EV/EBITDA | | | 股息 (%) | | | ROE | | ROA | |
|------------------|------------------|------|------------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| 电信运营商 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| China | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| China Mobile | 941 HK Equity | HKD | 970,538 | 7.27 | 6.85 | 6.38 | 0.69 | 0.66 | 0.63 | 1.15 | 1.10 | 1.06 | 0.07 | 0.08 | 0.08 | 9.89 | 9.57 | 6.74 | 6.42 |
| China Telecom* | 728 HK Equity | HKD | 237,919 | 8.10 | 7.61 | 7.28 | 0.56 | 0.54 | 0.53 | 4.00 | 4.00 | 3.90 | 0.05 | 0.06 | 0.07 | 5.90 | 5.83 | 3.00 | 2.94 |
| China Union* | 762 HK Equity | HKD | 121,781 | 7.99 | 7.23 | 6.41 | 0.32 | 0.31 | 0.30 | 3.30 | 3.00 | 2.50 | 0.05 | 0.05 | 0.06 | 3.57 | 3.86 | 2.05 | 2.19 |
| 中国内地运营商平均 | | | | 7.79 | 7.23 | 6.69 | 0.52 | 0.50 | 0.49 | 2.82 | 2.70 | 2.49 | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 6.46 | 6.42 | 3.93 | 3.85 |
| US | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AT&T | T US Equity | USD | 193,423 | 8.25 | 8.44 | 8.30 | 1.11 | 1.04 | 1.02 | 7.19 | 7.35 | 7.40 | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 7.55 | (3.10) | 2.57 | (0.96) |
| T-Mobile | TMUS US Equity | USD | 153,724 | 49.97 | 35.77 | 19.77 | 2.27 | 2.13 | 2.08 | 8.33 | 7.91 | 7.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 12.96 | 6.51 | 4.35 | 2.13 |
| Verizon | VZ US Equity | USD | 223,152 | 10.20 | 10.14 | 9.98 | 2.78 | 2.45 | 2.17 | 7.69 | 7.51 | 7.35 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 33.64 | 27.55 | 6.92 | 5.85 |
| 美国运营商平均 | | | | 22.81 | 18.12 | 12.69 | 2.06 | 1.87 | 1.76 | 7.74 | 7.59 | 7.37 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 18.05 | 10.32 | 4.61 | 2.34 |
| Asia | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LG Uplus | 032640 KS Equity | KRW | 6,309,035 | 8.79 | 8.00 | 7.19 | 0.80 | 0.75 | 0.70 | 3.64 | 3.52 | 3.39 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 6.30 | 6.61 | 2.75 | 2.57 |
| SK Telecom | 017670 KS Equity | KRW | 21,942,313 | 8.78 | 7.50 | 7.31 | 0.85 | 0.78 | 0.73 | 5.63 | 5.44 | 5.30 | 0.03 | 0.04 | 0.04 | | | 2.03 | 3.23 |
| KT Corporation | 030200 KS Equity | KRW | 8,185,855 | 8.41 | 7.88 | 7.39 | 0.55 | 0.52 | 0.50 | 2.77 | 2.71 | 2.65 | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 4.58 | 4.76 | 1.85 | 1.93 |
| 亚洲运营商平均 | | | | 10.30 | 9.54 | 9.14 | 1.08 | 1.04 | 1.02 | 5.61 | 5.49 | 5.40 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 8.51 | 8.68 | 3.16 | 3.35 |
| Euro | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Telefónica | TEF SM Equity | EUR | 22,696 | 7.11 | 10.46 | 9.68 | 1.19 | 1.04 | 1.03 | 5.27 | 5.60 | 5.58 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 7.90 | 30.53 | 0.98 | 1.41 |
| Deutsche Telekom | DTE GY Equity | EUR | 84,092 | 13.76 | 13.26 | 11.39 | 2.04 | 1.91 | 1.86 | 6.85 | 6.54 | 6.21 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 12.35 | 12.30 | 2.45 | 1.91 |
| Vodafone | VOD LN Equity | GBP | 3,092,228 | 16.34 | 13.54 | 11.76 | 0.63 | 0.67 | 0.64 | 6.26 | 6.03 | 5.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | (12.35) | (1.49) | (5.56) | (0.59) |
| BT Group plc | BTIA LN Equity | GBP | 1,450,662 | 7.71 | 7.26 | 7.23 | 1.02 | 1.15 | 1.16 | 4.38 | 4.32 | 4.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 21.51 | 13.91 | 4.84 | 3.49 |
| TIM Group | TITIM Equity | EUR | 7,276 | 11.36 | 7.92 | 6.95 | 0.27 | 0.28 | 0.27 | 5.59 | 5.24 | 5.16 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 4.60 | 31.07 | 1.35 | 10.08 |
| 欧洲运营商平均 | | | | 11.25 | 10.49 | 9.40 | 1.03 | 1.01 | 0.99 | 5.67 | 5.55 | 5.40 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 6.80 | 17.26 | 0.81 | 3.26 |
| 全球简单平均 | | | | 13.04 | 11.34 | 9.48 | 1.17 | 1.11 | 1.06 | 5.46 | 5.33 | 5.16 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 9.95 | 10.67 | 3.13 | 3.20 |

资料来源：Bloomberg、第一上海预测

备注：*号标注的公司第一上海已覆盖和预测

风险

市场和业务风险：

1. 运营商市场进一步加剧的风险
2. 通信行业用户增长速度面临下降的风险
3. 5G 业务发展和运营商面临商业模式不成熟的风险
4. 公司应对技术与创新发展不足的风险

政策风险：

1. “提速降费”政策
2. “携号转网”政策

财务风险：

1. 资本支出的回报风险
2. 税收优惠风险

盈利预测风险

1. 5G 增长率和渗透率不及预期，可能导致移动 ARPU 值增长不及预期
2. 产业互联网拓展不及预期，可能导致产业互联网收入增速不及预期
3. 5G 资本开支增加导致的运维费用、能耗费用增加，影响盈利
4. 5G to B 业务拓展不及预期

附录 1：主要财务报表

| | 2019年 历史 | 2020年 历史 | 2021年 预测 | 2022年 预测 | 2023年 预测 |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 固定资产 | 674,832 | 705,547 | 736,906 | 767,551 | 800,465 |
| 其他资产合计 | 424,542 | 442,592 | 442,592 | 442,592 | 442,592 |
| 非流动资产 | 1,099,374 | 1,148,139 | 1,179,498 | 1,210,143 | 1,243,057 |
| 现金及等价物 | 175,933 | 212,729 | 234,840 | 260,560 | 287,366 |
| 应收账款 | 66,827 | 85,048 | 87,215 | 89,440 | 91,724 |
| 预付账款 | 26,708 | 25,713 | 26,227 | 26,752 | 27,287 |
| 其他资产合计 | 260,398 | 256,253 | 256,690 | 257,143 | 257,614 |
| 流动资产 | 529,866 | 579,743 | 604,973 | 633,895 | 663,990 |
| 总资产 | 1,629,240 | 1,727,882 | 1,784,471 | 1,844,038 | 1,907,047 |
| 租赁负债 | 51,635 | 42,460 | 42,460 | 42,460 | 42,460 |
| 其他非流动负债 | 8,249 | 15,376 | 15,376 | 15,376 | 15,376 |
| 非流动负债 | 59,884 | 57,836 | 57,836 | 57,836 | 57,836 |
| 应付账款 | 164,818 | 167,990 | 169,670 | 171,367 | 173,080 |
| 应计费用及其他应付款 | 182,368 | 200,952 | 203,363 | 205,804 | 208,273 |
| 其他非流动负债 | 114,881 | 148,332 | 149,122 | 149,920 | 150,727 |
| 流动负债 | 462,067 | 517,274 | 522,156 | 527,091 | 532,080 |
| 负债合计 | 521,951 | 575,110 | 579,992 | 584,927 | 589,916 |
| 所有者权益 | 1,107,289 | 1,152,772 | 1,204,480 | 1,259,111 | 1,317,131 |

| | 2019年 历史 | 2020年 历史 | 2021年 预测 | 2022年 预测 | 2023年 预测 |
|----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 除税前净利润 | 142,133 | 142,359 | 149,756 | 159,046 | 170,609 |
| 折旧及摊销 | 182,818 | 172,401 | 185,236 | 197,537 | 213,674 |
| 预期信用减值损失 | 5,761 | 5,084 | 5,084 | 5,084 | 5,084 |
| 投资收益 | (12,641) | (12,678) | (12,500) | (12,500) | (12,500) |
| 其他 | (70,480) | 595 | (41,989) | (44,263) | (47,084) |
| 经营活动现金流 | 247,591 | 307,761 | 285,587 | 304,904 | 329,783 |
| 资本开支 | (202,365) | (189,577) | (183,600) | (189,000) | (193,000) |
| 已收利息 | 11,550 | 12,999 | 12,999 | 12,999 | 12,999 |
| 其他投资现金流 | 138,159 | 1,471 | 2,177 | (4,461) | (19,683) |
| 投资活动现金流 | (64,206) | (188,106) | (181,423) | (193,461) | (212,683) |
| 已付本公司股东股息 | (53,265) | (59,726) | (59,184) | (62,855) | (67,425) |
| 偿还租赁负债本金及利息 | (22,175) | (27,346) | (27,346) | (27,346) | (27,346) |
| 其他投资活动现金流 | 11,234 | (101,034) | (94,893) | (103,260) | (117,912) |
| 筹资活动现金流 | (64,901) | (82,252) | (81,453) | (85,124) | (89,694) |
| 现金净变动 | 118,484 | 37,403 | 212,729 | 234,840 | 260,560 |
| 加:年初现金余额 | 57,302 | 175,933 | 212,729 | 234,840 | 260,560 |
| 年末现金余额 | 175,933 | 212,729 | 234,840 | 260,560 | 287,366 |

资料来源：公司资料、第一上海预测

| | 2019年 历史 | 2020年 历史 | 2021年 预测 | 2022年 预测 | 2023年 预测 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 745,917 | 768,070 | 808,376 | 858,855 | 916,244 |
| 减: 营业成本 | 632,768 | 655,336 | 687,120 | 728,309 | 774,135 |
| 网络运营及支撑成本 | 175,810 | 206,424 | 215,836 | 234,786 | 247,386 |
| 折旧 | 182,818 | 172,401 | 185,236 | 197,537 | 213,674 |
| 雇员薪酬及相关成本 | 102,518 | 106,429 | 113,981 | 122,816 | 136,520 |
| 销售费用 | 52,813 | 49,943 | 49,679 | 47,777 | 46,448 |
| 销售产品成本 | 72,565 | 73,100 | 72,754 | 71,285 | 70,551 |
| 其他营运支出 | 46,244 | 47,039 | 49,634 | 54,108 | 59,556 |
| 营业利润 | 113,149 | 112,734 | 121,256 | 130,546 | 142,109 |
| 除税前利润 | 142,133 | 142,359 | 149,756 | 159,046 | 170,609 |
| 减: 所得税费用 | 35,342 | 34,219 | 35,941 | 38,171 | 40,946 |
| 净利润 | 106,791 | 108,140 | 113,814 | 120,875 | 129,663 |
| 归母公司股东的净利润 | 106,641 | 107,843 | 113,814 | 120,875 | 129,663 |
| 每股收益 | | | | | |
| 基本每股收益(元) | 5.21 | 5.27 | 5.56 | 5.90 | 6.33 |
| 股本 | 20,475 | 20,475 | 20,475 | 20,475 | 20,475 |
| 派息率 | 52.00% | 52.05% | 52.00% | 52.00% | 52.00% |

| | 2019年 历史 | 2020年 历史 | 2021年 预测 | 2022年 预测 | 2023年 预测 |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 同比增长率 | | | | | |
| 营业收入 | 1.23% | 2.97% | 5.25% | 6.24% | 6.68% |
| EBITDA | 8.04% | -3.66% | 7.49% | 7.04% | 8.44% |
| 净利润 | -9.46% | 1.13% | 5.54% | 6.20% | 7.27% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 净利润率 | 14.30% | 14.04% | 14.08% | 14.07% | 14.15% |
| 营业利润率 | 15.17% | 14.68% | 15.00% | 15.20% | 15.51% |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.63% | 9.36% | 9.45% | 9.60% | 9.84% |
| 总资产收益率 | 6.55% | 6.24% | 6.38% | 6.55% | 6.80% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 114.67% | 112.08% | 115.86% | 120.26% | 124.79% |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 | 5.21 | 5.27 | 5.56 | 5.90 | 6.33 |
| 每股净资产 | 54.08 | 56.30 | 58.83 | 61.50 | 64.33 |
| 估值倍数 | | | | | |
| 市盈率 | 7.73 | 7.64 | 7.24 | 6.82 | 6.36 |
| 市净率 | 0.74 | 0.71 | 0.68 | 0.65 | 0.63 |

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”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、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的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

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。此文件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。