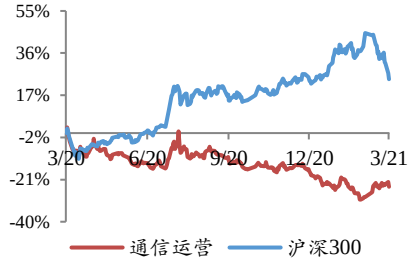
中国电信启动回A，通信资本市场开启新篇章

投资评级：增持

报告日期：2021-03-10

行业指数与沪深300走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_通信行业周报_三大运营商H股表现优异，为什么运营商开始受到关注？》2021-02-22

2.《华安证券_行业研究_通信行业周报_移动广电共建共享开始落地，第四大移动运营商有何亮点？》2021-02-01

3.《华安证券_行业研究_通信行业周报_2021新建5G基站60万以上，建议关注天线和10GPON》2021-01-04

4.《华安证券_行业研究_通信行业周报_运营商2021资本开支展望：稳中有增，云网融合》2020-12-28

主要观点：

- **事件：**

3月9日中国电信在港交所发布公布，为把握数字化发展机遇，完善公司治理，拓宽融资渠道，加快改革发展，推动战略落地，实现高质量发展，公司拟申请A股发行并在上交所主板上市。此次公开发行A股数量不超过120.93亿股（不超过发行后股本的13%，不考虑超额配售权），为近两年来最大转板上市之一。

- **中国电信回归A股正当时。**

我们认为中国电信选择此时回A上市或有几个方面的考虑。

1）**是对美国下市的一个主动反应。**尽管美国ADR股本占比并不高，对公司经营影响有限，但根据美国行政命令规定，2021年11月以后，美国投资者将不能交易三大运营商H股，因此回A上市是在资本市场上对国内的拥抱，特别是作为立足国内的运营商，通过在A股上市，可以在信息披露上促进资本市场和用户之间的融合。

2）反映国内资本市场的日渐成熟，引导更多红筹互联网&科技公司回A上市。早年，三大运营商选择赴港上市的主要原因是国内资本市场容量有限，程序繁琐。而目前随着科创板开市，注册制逐渐成熟，给予红筹股回归A股的政策也放宽，因此国内市场的融资和定价吸引力逐步增强。此外，随着注册制交易制度的改革，A股投资风格逐渐机构化，对于中国电信这样的优质龙头公司，能够吸引更好的价值投资。

3）A股流动性更佳。相对于A股而言，H股的流动性比较有限，中国电信目前H流动股股本占比17.15%，流通市值368亿港元，相对于公司庞大的业务规模体量存在流动性折价。此次发行13%以上的A股，考虑未来内资股的逐步解禁，中国电信的流动性将十分充裕。

- **基本面持续向好，运营商投资价值正在兑现。**

1）提速降费逻辑渐弱，5G和F5G带动移动固网ARPU值双提升。2021的政府工作会议报告上，对于消费者提速降费的提法渐弱，转而对中小企业专线费用提出要求，实际上反映出C端ARPU值企稳回升预期。根据电信2020年报，移动用户ARPU值为44.1同比下行3.7%，较2019年大幅收窄，且5G用户ARPU值65.6，DOU 13.4GB，均较4G明显提升。倘若实现2021年底5G渗透率46%的目标，移动ARPU值或出现显著提升。宽带用户方面，中国电信在庞大的市场基数上，2020年仍实现了用户数净增3.5%，ARPU值增加4.2%的量价齐升。2021年，我们估计国内将新增1000万10GPON OLT端口，千兆宽带用户数会出现明显增加，客户综合价值提升。

2）产业互联网成为新收入增长极，未来“云”和“网”结合更有想象空间。产业互联网主要包括IDC、云服务、物联网、大数据等面向政企的DICT业务，2019/2020，中国电信产业数字化收入占比分别为20.4%、

21.3%，其中 IDC、云服务、IoT 2020 分别同比增长 10.1%、58%、16.1%。三大运营商均十分重视对新兴业务的培育，希望借力 5G 摆脱 2C 管道化属性，在 B 端构建平台化能力，补齐面对互联网企业的短板。5G 对于掌握基站和 IDC 资源的运营商来说，天然具有发展 2B 服务的优势，5G 专网+边缘计算将打开 2B 商业模式的窗口，并且有望形成可以复用的“CaaS（通信即服务）”平台。

3）全球主要运营商中，中国价值明显被低估。我们整理了全球十大电信运营商中，中国移动和中国电信分列收入体量的第四和第六位。从盈利能力看，中国移动的 ROE 名列前茅但资产结构更健康，EBITDA Margin 甚至在全球都首屈一指。然而无论是从市盈率、市净率还是 EV/EBITDA 角度，三大运营商估值都处于行业偏低水平。过去一段时间，对于提速降费、普惠扶贫以及 5G 投资到来加大折旧摊销和运营成本的考虑压制了运营商估值，但从目前来看，我国运营商投入进入“补短板”阶段，5G 投资也会更加平滑，因此估值修复的逻辑日益明确。

- **战略性加大产业互联网和云网融合投入，云和 IDC 基础设施迎利好。**

中国电信此次发行 A 股拟投入“5G 产业互联网建设项目”、“云网融合新型信息基础设施项目”以及“科技创新研发项目”。在公司年报对 2021 资本开支的指引中，我们看到在温和增加的 CAPEX 当中，产业数字化投入占比由 15.6%提升至 25.3%，YoY 67%。具体来看，中国电信在云方面将新采购 10 万台服务器，规模部署边缘计算/云服务，较 2020 年 4.2 万台集采有大幅提升。IDC 方面电信将新增 5.2 万服务机柜，其中 2.2 万为自建，聚焦京津冀、长三角、大湾区以及西部地区。中国电信在产业数字化的布局相对比较领先，或代表了运营商未来重点关注的方向。反映在产业链层面，CT 向 IT 融合明显，运营商“以身作则”倡导云化的通信基础设施、SDN 的网络控制和 CT 云与 IT 云的融合，云 IT 基础设施迎来强劲发展动能，IDC 基础设施（电源、UPS、精密空调、一体化机柜等）也可以预见显著增长的订单。

- **投资建议**

1）三大运营商估值仍有修复空间，未来有望成为“核心资产”。

去年以来，市场投资风格极度演绎，拥有稳定现金流和高 ROE 等特征的行业受到追捧，估值方式由 PE 向 DCF 转变。我们认为电信运营商若按照 DCF 估值，随着国民收入水平的提升，分子端现金流稳定增长，而分母端风险溢价较小，因此长期来看具有价值。若使用 DDM 估值，派息率在科技股中也相当有优势。目前，中国移动、中国电信、中国联通 H 股 PB 分别为 0.91、0.55、0.42，长期来看，“破 1”会是大概率事件。我们建议关注网络覆盖带来持续竞争优势的中国移动（H 股）和云网融合战略初具雏形的中国电信（H 股）。

2）运营商为云基础设施、IDC 合作伙伴带来增量。

运营商大举进攻产业数字化将带来云 IT 基础设施（服务器、交换机、网关、光模块）的大量新增需求，边缘云产业拐点或由运营商引爆，建议关注服务器龙头浪潮信息、ICT 政企解决方案龙头紫光股份。此外，云网融合需要云节点直连和 OTN 接入，我们看到高速光模块和子系统的

需求景气，建议关注光迅科技、中际旭创、新易盛。

3）资金通信行业配比将提升，有利于产业链优质公司的价值回归。

目前，通信（申万）市值在整个 A 股中占比 1.2%，中国电信上市若按 3200 亿市值估算，通信（申万）占比将达到 1.6%，我们认为中国移动回 A 也是大概率事件，将带动资金在整个通信行业配比提升，从而利于优质公司的价值回归，建议关注 5G 主设备商中兴通讯、信息能源综合龙头中天科技等。

● 风险提示

5G 用户发展不及预期、5G 产业互联网应用落地不及预期、中美科技贸易摩擦。

分析师简介

分析师：张天，东华大学硕士，通信工程与技术经济复合背景，1 年股权投资、2 年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、IDC、主设备等

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。