

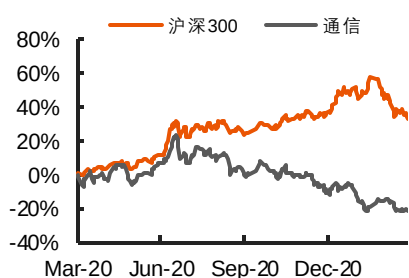
行业动态跟踪报告

5G 网络部署趋于稳健，运营商投资价值提升

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*通信*新基建1周年，再探IDC产业链景气度》
2021-03-24
《行业年度策略报告*通信*行业估值待修复，增长进入换挡期》
2020-12-10
《行业周报*通信*数据中心交换机市场回暖，高速率端口占比提升》
2020-12-07
《行业周报*通信*腾讯公司发布Q3业绩报告，资本开支同比增速达30%》
2020-11-15
《行业周报*通信*IDC发布中国AI市场数据，互联网行业份额持续领先》
2020-11-01

证券分析师

朱琨 投资咨询资格编号
S1060518010003
021-20662947
zhukun368@pingan.com.cn

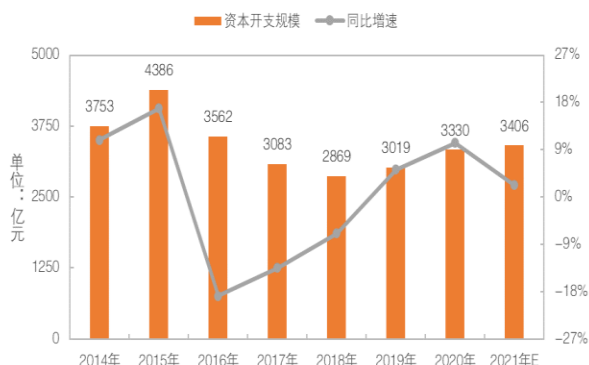


- **运营商 5G 投资趋于稳健，整体部署周期或拉长：**2021 年，三大运营商 5G 基站主设备的资本开支规模（不含核心网、传输等配套设施）约 1067 亿元，基本与 2020 年持平。5G 移动通信网络的部署和建设与 4G 移动通信网络的相比，有两个显著特征：1、建设周期将显著拉长，4G 网络基站规模在启动建设后第 3 年就达到了 314 万站，是总体需求规模的 50%，而 5G 网络基站规模在相同时间点大约只有总体需求量的 35% 左右；2、基站采购单价的下降速度较快，以中国移动为例，4G 基站采购单价在网络建设的前 3 年降幅有限，而 5G 基站降幅较大。
- **用户 ARPU 值企稳，运营商盈利能力将增强：**在 2020 年，三大运营商的宽带用户 ARPU 值和移动用户 ARPU 值都出现了企稳或者反弹的趋势，未来有望进入缓慢增长通道。宽带和移动业务是运营商主要收入来源，在用户 ARPU 值进入缓慢增长通道的背景下，三大运营商营收规模将有望保持稳定的增长。2020 年，在 5G 网络部署趋于稳健的背景下，中国移动和中国电信净利率下降幅度实现了收窄，中国联通的净利率得到了持续提升。总体来看，三大运营商的净利率难以出现大幅的波动。在营业收入增长的前提下，运营商的净利润规模也有望保持稳定增长，盈利能力也将增强。
- **维持行业“中性”评级：**在行业评级方面，我们仍然维持行业的“中性”评级。主要原因有：中美贸易摩擦将使得光模块行业相关公司的美国市场收入受到影响；市场风险偏好的降低，将使得通信行业估值中枢持续下行。
- **投资建议：**1、三大运营商：中国移动、中国电信和中国联通均在港股上市，估值水平处于低位；考虑到市场风险偏好降低，低估值和具备持续稳定盈利能力的标的会得到市场的认可，建议积极关注三大运营商；2、企业通信服务市场是运营商新的收入来源：企业通信服务部分主要的内容有 SD-WAN、企业在线电话会议系统，建议关注亿联网络；3、白盒化设备打破现有产业链格局：在资本开支日渐紧张的背景下，运营商会逐步开始采购白盒化设备而不是华为等设备商的产品，以降低设备采购成本，建议关注京信通信。
- **风险提示：**1、运营商资本开支执行不及预期的风险；2、5G 设备芯片出现断供的风险；3、海外新冠疫情再次爆发的风险。

一、运营商 5G 投资趋于稳健，整体部署周期或拉长

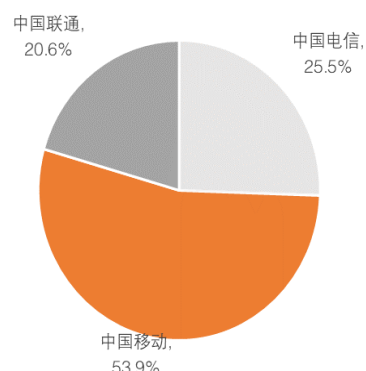
2021 年 3 月 25 日，中国移动发布了 2020 年业绩报告，并宣布：2021 年将投入 1836 亿元进行网络基础设施的建设。至此，国内三大运营商 2021 年资本开支计划都已揭晓。

图表1 2014 年-2021 年中国运营商资本开支情况



资料来源：运营商官网，平安证券研究所

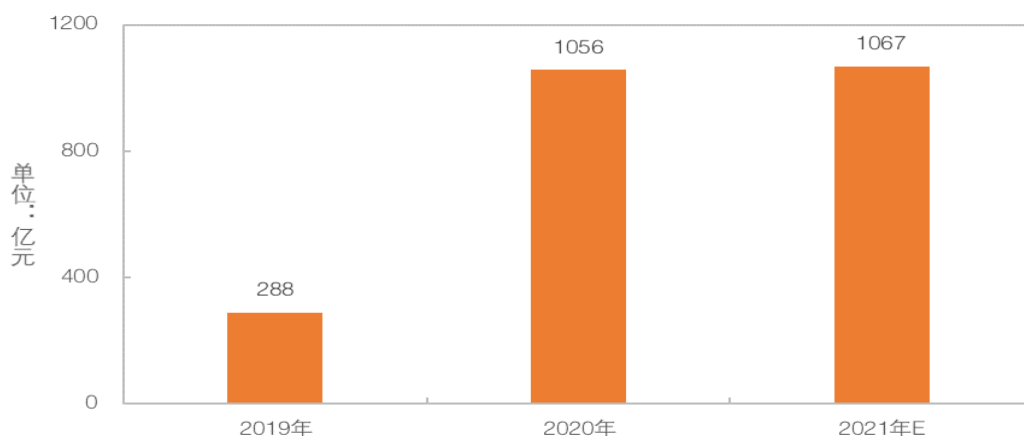
图表2 2021 年中国三大运营商资本开支占比



资料来源：运营商官网，平安证券研究所

预计 2021 年，中国三大运营商的资本开支规模将达到 3406 亿元，同比微增 2.3%；其中中国移动占比约 53.9%，中国电信占比约 25.5%，中国联通占比 20.6%。资本开支的整体规模基本上印证了我们在 2020 年底的行业策略中提及的观点：“2021 年，运营商的资本开支规模将不会像 4G 网络建设的前 2-3 年，每年保持 10% 左右的增长态势”。

图表3 2019 年-2021 年三大运营商 5G 基站资本开支



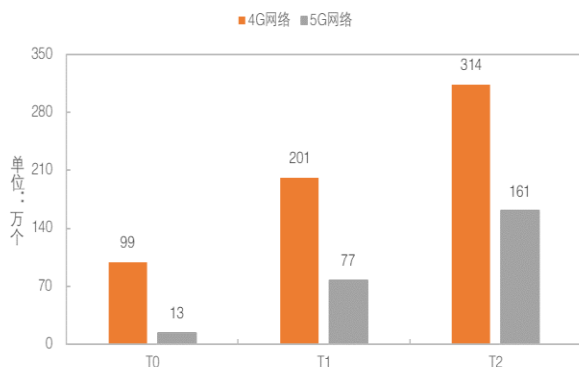
资料来源：运营商官网，平安证券研究所

2021 年，三大运营商 5G 基站主设备的资本开支规模（不含核心网、传输等配套设施）约 1067 亿元，基本和 2020 年持平，与我们在 2020 年底行业策略中提及的观点一致。中国电信和中国联通将延续之前的共建共享策略，共同建设 32 万个 5G 基站；中国移动，一方面将单独新建基于 2.6GHz 频段的 5G 基站 12 万个，另一方面将与中国广电共建共享 40 万个基于 700MHz 频段的 5G 基站。

根据我们行业调研的情况显示：2021 年，中国电信和中国联通共建共享的 32 万个 5G 基站以及中国移动单独新建的 12 万个 2.6GHz 的 5G 基站将以 32 通道为主，产品的单价将进一步下降；中国移动和中国广电共建共享的 40 万个 700MHz 的 5G 基站将以 4 通道为主，产品的单价将会小于 10 万元/站。

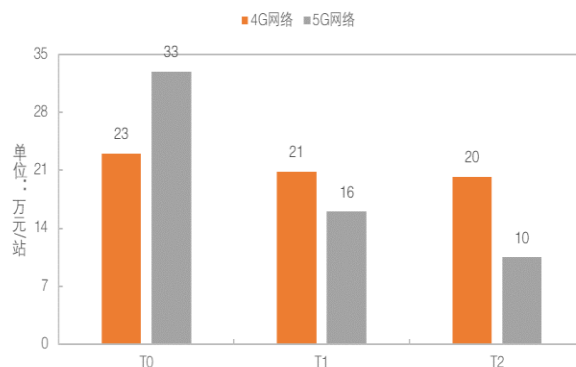
总体来看，5G 移动通信网络的部署和建设与 4G 移动通信网络的相比，有两个显著特征：1、建设周期将显著拉长，4G 网络基站规模在启动建设后第 3 年就达到了 314 万站，是总体需求规模的 50%，而 5G 网络基站规模在相同时间点大约只有总体需求量的 35% 左右；2、基站采购单价的下降速度较快，以中国移动为例，4G 基站采购单价在网络建设的前 3 年降幅有限，而 5G 基站降幅较大。

图表4 网络建设前三年基站规模对比



资料来源：运营商官网，平安证券研究所

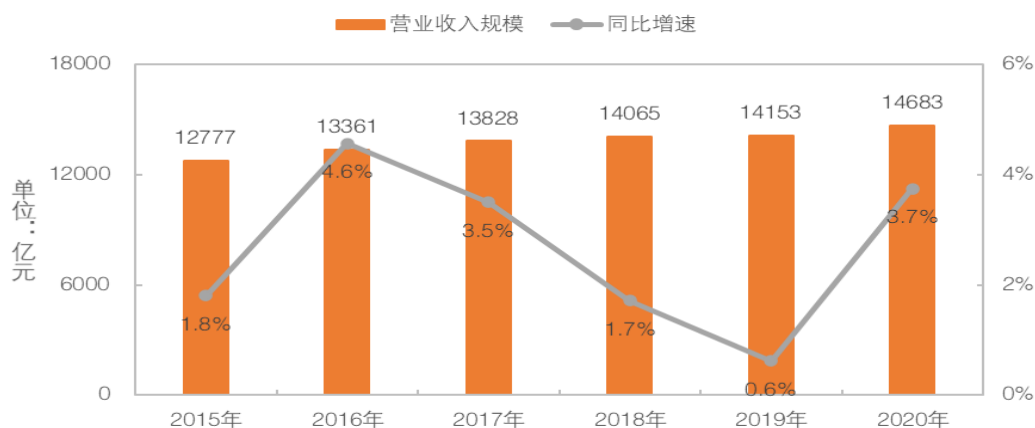
图表5 网络建设前三年中国移动基站采购单价对比



资料来源：运营商官网，平安证券研究所

二、用户 ARPU 值企稳，运营商盈利能力将增强

图表6 2015 年-2020 年三大运营商收入规模



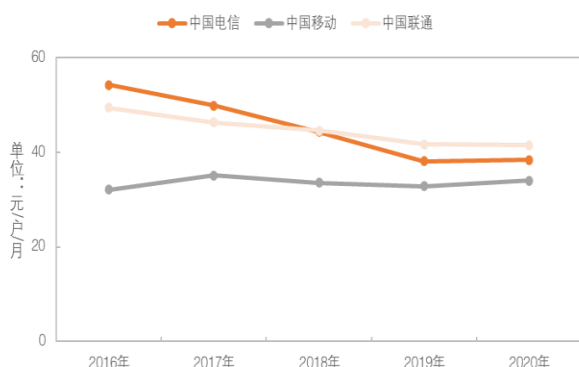
资料来源：运营商官网，平安证券研究所

2020 年，三大运营商营业收入总规模约 14683 亿元，同比增长约 3.7%；该增幅是近 4 年以来的最高值。我们认为主要原因有：1、新基建的提出，使得数字经济成为国内经济增长的新引擎，提速降

费已经不再是行业主管部门的工作重点，运营商的降费压力得到了极大的缓解；2、运营商在政企市场开始发力，IDC 业务、物联网业务等新兴业务收入开始快速增长。

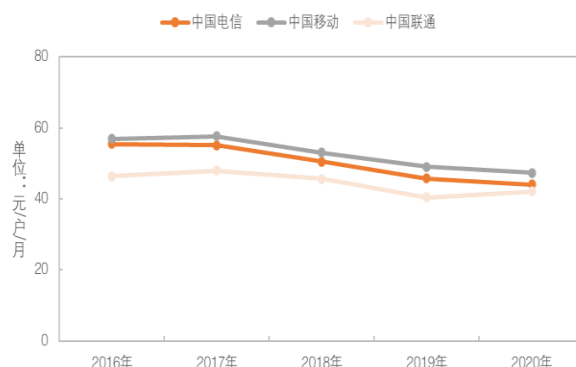
与此同时，我们观察到：在 2020 年，三大运营商的宽带用户 ARPU 值和移动用户 ARPU 值都出现了企稳或者反弹的趋势，未来有望进入缓慢增长通道。宽带和移动业务是运营商主要收入来源，在用户 ARPU 值进入缓慢增长通道的背景下，三大运营商营收规模将有望保持稳定的增长。

图表7 三大运营商宽带用户 ARPU 值



资料来源：运营商官网，平安证券研究所

图表8 三大运营商移动用户 ARPU 值



资料来源：运营商官网，平安证券研究所

2020 年，在 5G 网络部署趋于稳健的背景下，中国移动和中国电信净利率下降幅度实现了收窄，中国联通的净利率得到了持续的提升。总体来看，三大运营商的净利率难以出现大幅的波动。在营业收入增长的前提下，运营商的净利润规模也有望保持稳定增长，盈利能力也将增强。

图表9 2014 年-2020 年运营商销售净利率情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
中国电信	5.5%	6.1%	5.1%	5.1%	5.7%	5.5%	5.4%
中国移动	17.0%	16.2%	15.3%	15.4%	16.0%	14.3%	14.1%
中国联通	4.2%	3.8%	0.2%	0.6%	3.2%	3.9%	4.1%

资料来源：运营商官网，平安证券研究所

三、投资建议

在行业评级方面，我们仍然维持行业的“中性”评级。主要原因有：中美贸易摩擦将使得光模块行业相关公司的美国市场收入受到影响；市场风险偏好的降低，将使得通信行业估值中枢持续下行。但是，我们仍然建议积极关注以下几个方向：

- 1、三大运营商：中国移动、中国电信和中国联通均在港股上市，估值水平处于低位；考虑到市场风险偏好降低，低估值和具备持续稳定盈利能力的标的会得到市场的认可，建议积极关注三大运营商；
- 2、企业通信服务市场是运营商新的收入来源：企业通信服务部分主要的内容有 SD-WAN、企业在线电话会议系统，建议关注亿联网络；
- 3、白盒化设备打破现有产业链格局：在资本开支日渐紧张的背景下，运营商会逐步开始采购白盒化设备而不是华为等设备商的产品，以降低设备采购成本，建议关注京信通信。

四、风险提示

- 1、运营商资本开支执行不及预期的风险：运营商 5G 投资执行不及预期，将使得 5G 基站出货量不及预期，从而将使得主设备商及其产业链上游配套供应商业绩不及预期；
- 2、5G 设备芯片出现断供的风险：5G 设备部分芯片来自于多个国家的供应商，若是出现断供的情况，将使得国内设备商 5G 基站设备出货量不及预期；
- 3、海外新冠疫情再次爆发的风险：如果海外新冠疫情再次爆发，会使得产业链的供给能力无法满足 5G 基站的出货量需求。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033