

## 中移動：規模見優勢 現金流充裕

**中移動的核心競爭力：**我們認為中國移動(941.HK)主導移動市場份額，具有規模優勢。中國移動是中國最大的電信運營商，擁有超過 9.1 億個移動用戶(4G 用戶：6.95 億)，佔中國總移動用戶總數 15.46 億(4G 用戶：11.5 億)的 60%。我們認為中移動的規模優勢使中移動具有更高的利潤率。

**用戶數量依然增加：**我們認為在 2018 年第 3 季度中移動推出的無限、高容量數據計劃將有助於搶佔客戶，包括 4G 用戶。我們預計該正面影響可抵消 ARPU 下降的影響，令中移動成功實現低單位數的收入增長。

**移動流量增加：**由於移動數據流量強勁增長(共享圖像需求、媒體流音樂、高清視頻或遊戲等需求)，中移動的移動數據流量呈指數級增長。展望未來，考慮到 5G 將為無人機、聯網汽車、工業互聯網和機器人的發展帶來顛覆性的變化，我們可以預見到長期對移動流量的需求會更高，減輕中央提出「提速降費」的負面影響。

**固網寬帶為未來亮點：**近年來，在與鐵通融合後，中國移動進一步提升了固定網絡容量，覆蓋範圍和效率，其有線寬帶用戶在 3Q18 錄得正面趨勢，超過 1.47 億，我們預計移動和固網業務整合，並通過提供捆綁式服務，提高客戶忠誠度及降低客戶流失率。我們看到物聯網(IoT)、互聯網數據中心(IDC)和雲端是固網寬帶的新興增長點。

**中移動的 5G 資本支出低於預期：**中移動將在 2.6GHz 頻段獲分配 100MHz，從而降低 5G 資本支出(因為中移動可重新利用現有的 3G 和 4G 設備進行 5G 網絡部署)。同時，我們認為短期內不會出現強勁的資本支出需求。我們預計中移動的資本支出在 2018/19/20 將按年增長-16.7%/8.8%/22.6%，相比 2012/13/14 年按年增長 0.5%/12%/25%，料短期內自由現金流前景健康。

**中移動增長穩定而股息率吸引：**我們預計公司於 2018 年股息率達到 4%，高於其長期平均值。我們預計其每股盈利將錄得低單位數增長，自由現金流於未來 3 年強勁，可支持每股股息增長。

時富研究部  
research@cash.com.hk  
28 Nov 2018

張浩銓  
Senior Research Analyst  
Tel: (+852) 2287-8788  
Tony.Cheung@cash.com.hk

評級「買入」，目標價 86 港元：中移動的預測 EV / EBITDA 約為 3.2 倍，低於 10 年平均值 4 倍。根據我們的自由現金流模型，我們給出目標價為 86 港元，意味有 12% 的上行空間(假設永續增長率=2%、市場風險溢價=10%、 $\beta = 0.77$ )。由於我們認為市場對 5G 資本支出風險過度反映，目前的股票估值和股息收益率具有吸引力，因此首予「買入」評級。我們並看好中移動高防禦性的電信業務，特別是在經濟可能放緩的情況下。

圖：中移動及同行估值及盈利預測

股票代號	股價(當地貨幣)	目標價	%上行	18ROE	19ROE	18PB	19PB	18EV/EBITDA	19EV/EBITDA	18年股息率	19年股息率	
中國移動	941 HK Equity	76.65	86.00	12.2%	11.42	10.79	1.33	1.26	3.35	3.28	4.03	4.10
中國聯通	762 HK Equity	8.88	NA	NA	2.71	4.22	0.74	0.72	2.88	2.71	1.51	2.31
中國電信	728 HK Equity	4.13	NA	NA	6.09	6.36	0.88	0.85	3.42	3.29	2.81	3.00
威瑞森電信公司	VZ US Equity	59.17	NA	NA	38.74	32.33	4.47	3.74	7.52	7.35	4.03	4.14
AT&T公司	T US Equity	29.95	NA	NA	13.32	11.41	1.21	1.18	6.97	6.48	6.70	6.82
Sprint公司	S US Equity	6.19	NA	NA	0.62	2.75	0.89	0.89	4.63	4.72	0.00	0.00
T-Mobile US Inc	TMUS US Equity	67.49	NA	NA	11.85	12.61	2.28	2.00	7.12	6.73	0.00	0.00
NTT DOCOMO公司	9437 JP Equity	2615.00	NA	NA	12.35	11.73	1.62	1.55	6.02	6.35	4.19	4.47
KDDI	9433 JP Equity	2635.00	NA	NA	15.69	14.90	1.54	1.43	5.03	4.99	3.81	4.12
軟銀	9984 JP Equity	9111.00	NA	NA	11.11	16.90	1.64	1.32	9.01	9.16	0.49	0.49
德意志電信	DTE GR Equity	15.32	NA	NA	13.21	15.25	2.20	2.19	6.11	5.79	4.56	4.92
伏得風集團	VOD LN Equity	164.82	NA	NA	4.36	5.14	0.78	0.79	5.69	5.54	8.00	8.16
西班牙電信公司	TEF SM Equity	7.66	NA	NA	19.49	19.07	2.06	1.92	6.08	6.14	5.25	5.30
橙色有限責任公司	ORA FP Equity	14.89	NA	NA	8.90	9.40	1.27	1.23	5.71	5.58	4.73	5.00
中位數					11.85	11.73	1.54	1.32	6.02	5.79	4.03	4.12
平均					12.38	12.57	1.66	1.52	5.68	5.58	3.49	3.68

資料來源：彭博、時富

## 目錄

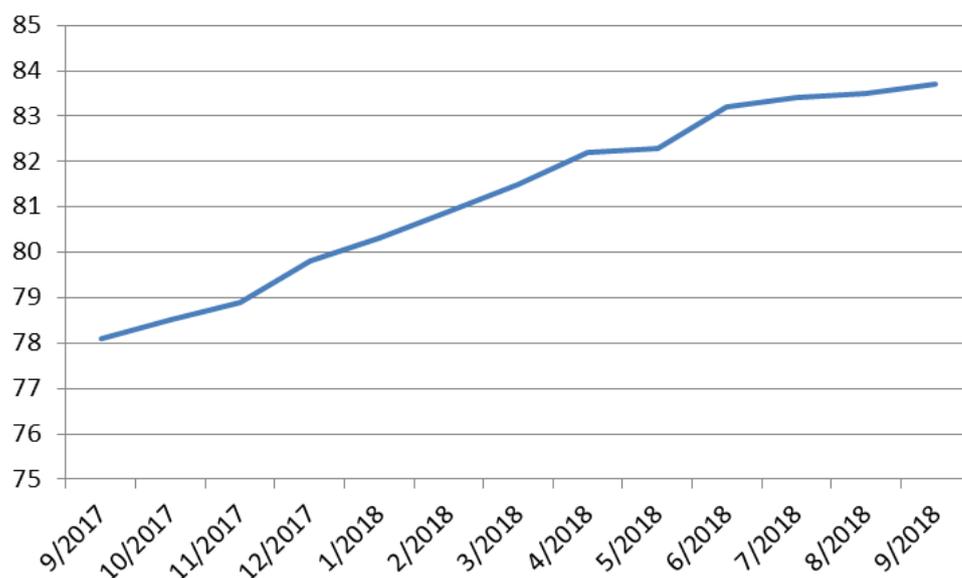
電訊行業.....	4
中移動(941.HK)的核心競爭力.....	6
中移動所面對的正面因素.....	6
1. 用戶數量依然增加.....	6
2. 移動流量增加.....	8
3. 中移動固網寬帶為未來亮點.....	9
4. 中移動的 5G 資本支出低於預期.....	10
5. 中移動將成為 5G 最大受益者.....	11
6. 派息率改善.....	12
估值.....	13
主要風險.....	13

## 電訊行業

中國鐵塔(00788) 2018年8月8日上市一向被視為中國電信業的上行催化劑，不過看漲的預期未能實現，估計市場轉向關注5G及無限數據計劃的激烈競爭。5G獨立組網技術(Relase 15)的初始規範在2018年6月塵埃落定，而第2階段(Relase 16)將被安排在2019年底完成，**我們認為5G在2020年很大機會商用**。運營商可利用5G功能(如網絡切片技術，有助於將5G資源最佳地轉移到不同的場景，如eMMB、mMTC和URLLC)以及5G應用(如智能城市、自動駕駛、無人機、擴增實境AR、虛擬實境VR及物聯網)，以提供卓越和差異化服務，捕捉新收入來源。我們認為5G資本支出週期將從2020年開始，這可能涉及使用大量小型基站來提供密集而低延遲之數據應用。**這可能意味著隨著4G投資逐漸被貨幣化，而5G投資週期未至，2019年內中國電信業將具有較健康的自由現金流。**

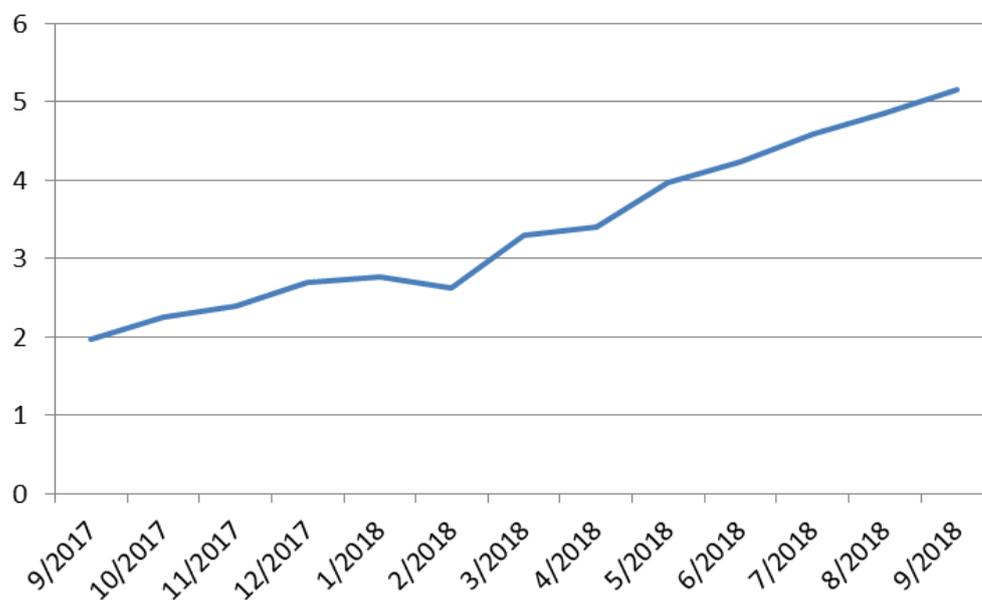
由於(1)電信運營商推出價格較低的無限數據包以及(2)雙卡手機日益普及，中國移動用戶最近錄得加速增長。中國聯通(762.HK)通過與互聯網公司合作發行了無限量SIM卡。目前，移動用戶總數達到約16億，其中移動寬帶用戶佔移動用戶總數約84%(4G用戶佔移動用戶總數的74%)，這主要得益於移動數據服務資費降低。與此同時，每個用戶每月移動互聯網接入流量最近以高單位數字的速度增長至超過5GB。我們預計(1)移動寬帶用戶普及率進一步提高，以及(2)在每用戶平均收入(ARPU)下降的情況下，數據需求增長為中國電信運營商提供穩定增長引擎。考慮到宏觀不確定性增加，我們看好中國電信運營商的防禦性。

圖. 移動寬帶用戶(3G/4G)佔移動用戶總數的百分比



資料來源：中國工信部

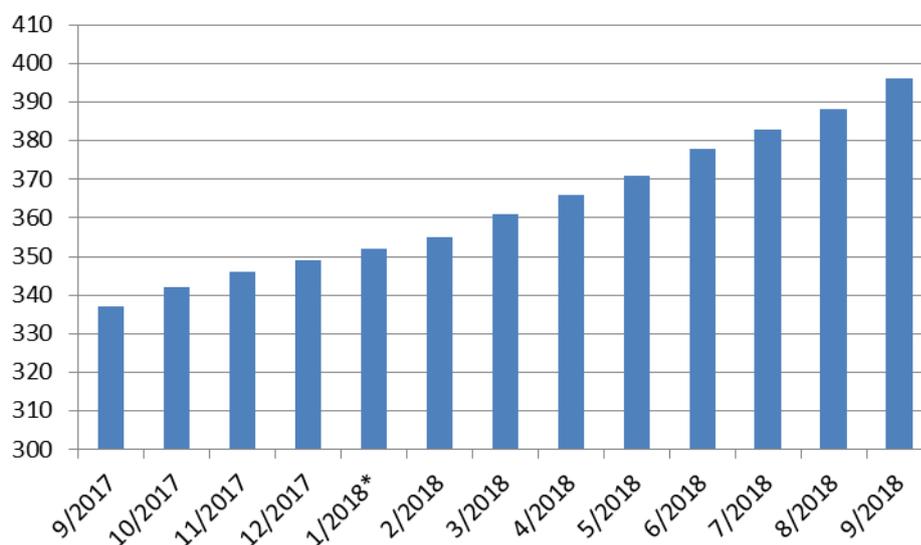
圖. 每位用戶的移動互聯網訪問流量(GB /用戶)



資料來源：中國工信部

另一方面，由於電信運營商推出增值服務及優質的視頻內容，固網寬帶用戶增長強勁，將繼續支持數據業務收入。

圖. 中國固網寬帶訂閱用戶(以百萬計)



資料來源：中國工信部

## 中移動的核心競爭力

我們認為中國移動(00941)主導移動市場份額，具有規模優勢。中國移動是中國最大的電信運營商，擁有超過 9.1 億個移動用戶(4G 用戶：6.95 億)，佔中國總移動用戶總數 15.46 億(4G 用戶：11.5 億)的 60%。旗下業務部門包括電信服務(數據/語音服務)及產品銷售等。我們認為中移動的規模優勢使中移動具有更高的利潤率(2018E EBITDA 利潤率：~37%，中聯通：~29% 及中電信：~28%)。

## 中移動所面對的正面因素

### 1. 用戶數量依然增加

由於在農村和地區覆蓋面廣，中移動的移動 ARPU 將繼續受到數據漫遊取消的負面影響，負面影響延續到 2019 年第二季度末(此前語音漫遊資費取消之影響亦已逐步反映直到 2018 年第 3 季度)。但是，我們認為在 2018 年第 3 季度中移動推出的無限、大容量數據計劃將有助於搶佔客戶，包括 4G 用戶。我們預計該正面影響可抵消 ARPU 下降的影響，令中移動成功實現低單位數的收入增長。

圖. 中移動用戶數量 (以百萬計)

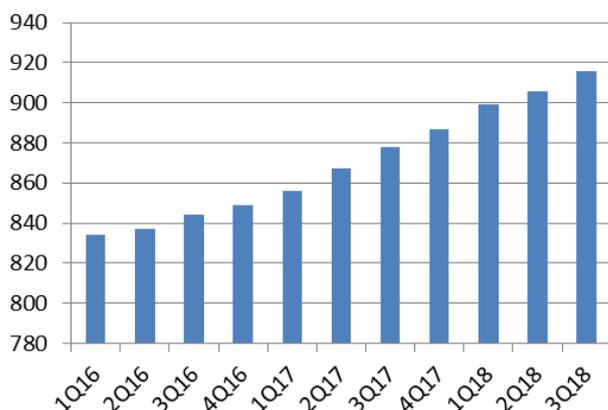
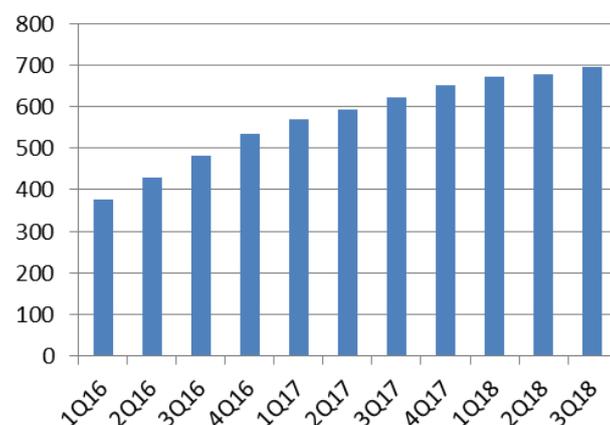
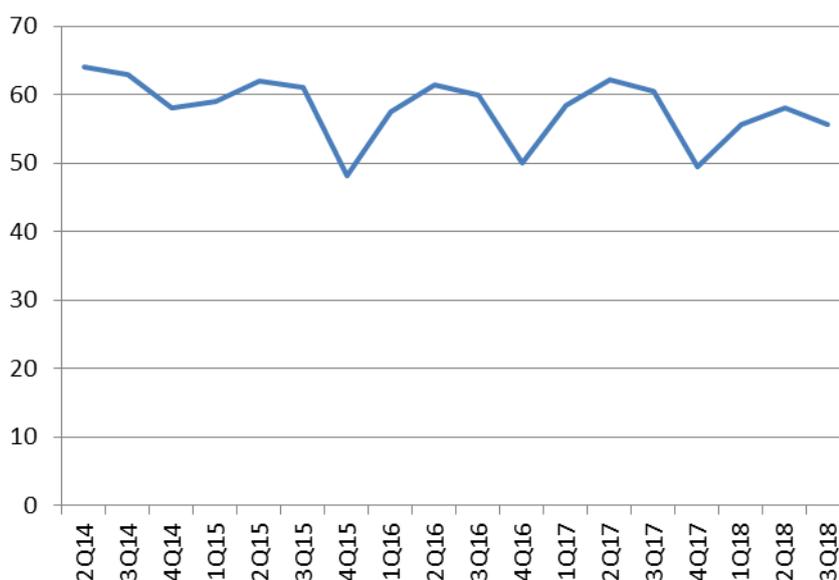


圖. 中移動 4G 用戶數量(以百萬計)



資料來源：中移動、時富

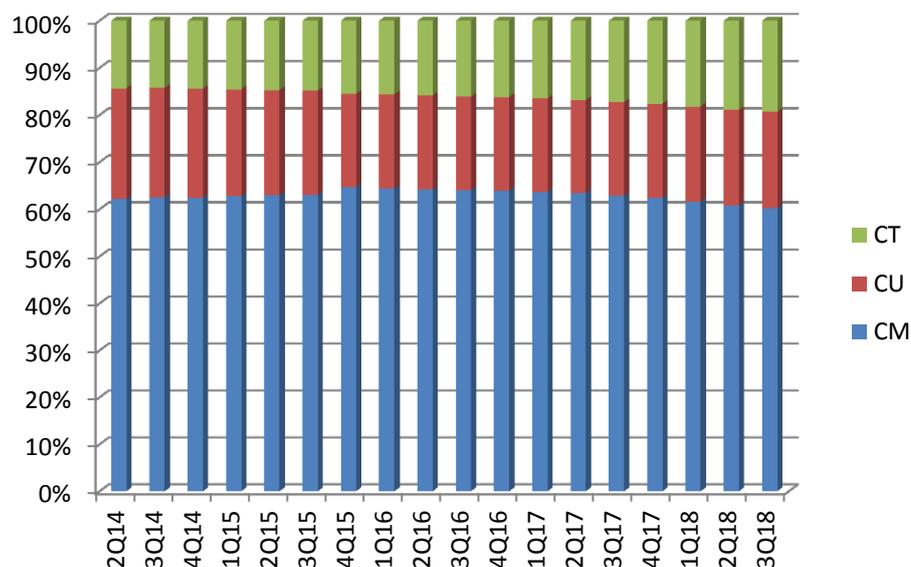
圖. 中移動旗下移動 ARPU 趨跌 (以人民幣計)



資料來源：中移動、時富

自 2016 年以來，中移動已失去其移動用戶市場份額，主要原因是價格競爭力不足(可能是為減輕因壟斷而產生潛在監管風險)，但我們認為用戶市場或已達到拐點。我們最近知道中移動的移動數據計劃定價已降至幾乎與同行相當(中移動的北京「任我用全國不限量套餐」為 78 元人民幣，此前為 238 元人民幣)。與同行相比，中移動具有成本優勢、更強的現金狀況及較佳的客戶體驗（網絡投訴率最低），預料市場份額流失的情況將不會持續。

圖. 三大電信運營商的移動用戶市佔率

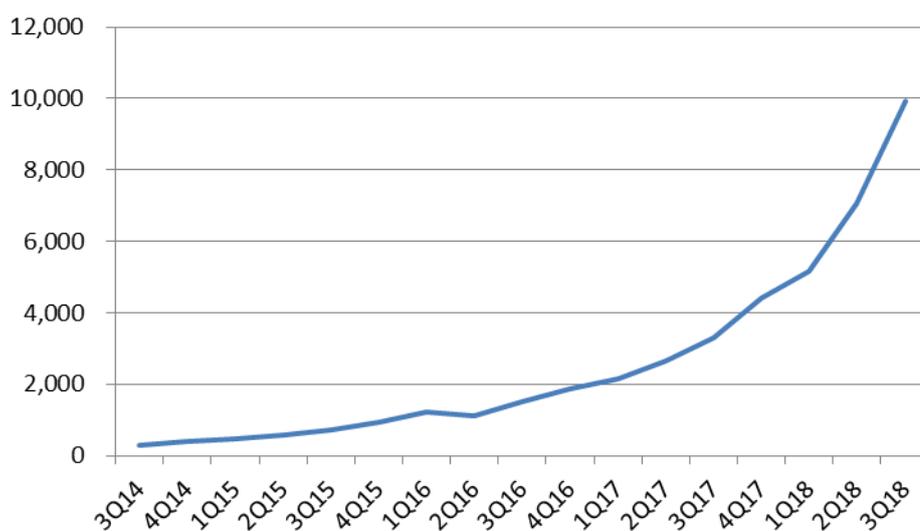


資料來源：中移動、中聯通、中電信、時富

## 2. 移動流量增加

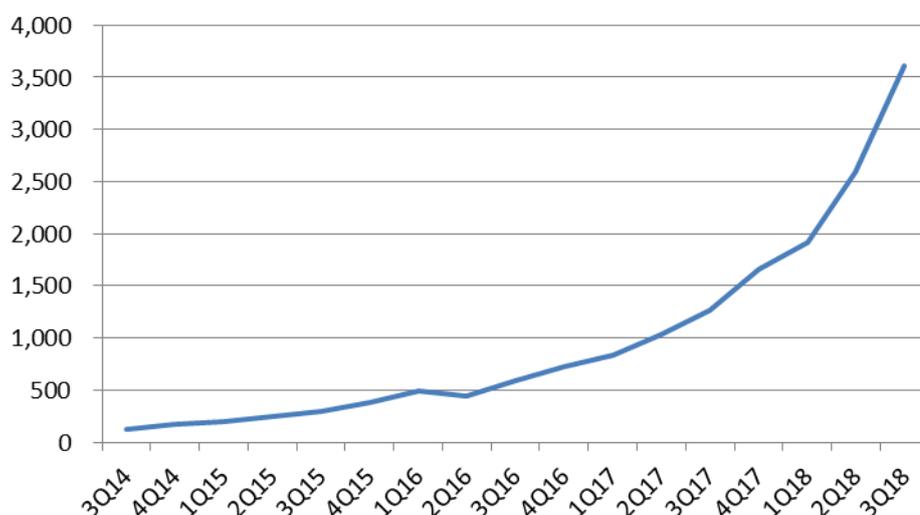
由於移動數據流量強勁增長(共享圖像需求、媒體流音樂、高清視頻或遊戲等需求)，中移動的移動數據流量呈指數級增長。展望未來，考慮到 5G 將為無人機、聯網汽車、工業互聯網和機器人的發展帶來顛覆性的變化，我們可以預見到長期對移動流量的需求會更高，減輕中央提出「提速降費」的負面影響。

圖. 移動數據流量 (以十億 MB 計)



資料來源：中移動、時富

圖. 數據流量(DOU) (MB/月/用戶)

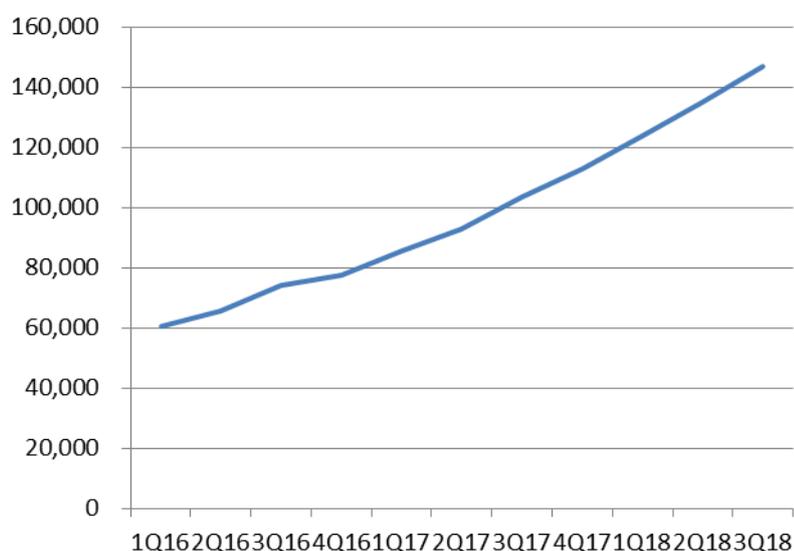


資料來源：中移動、時富

### 3. 中移動固網寬帶為未來亮點

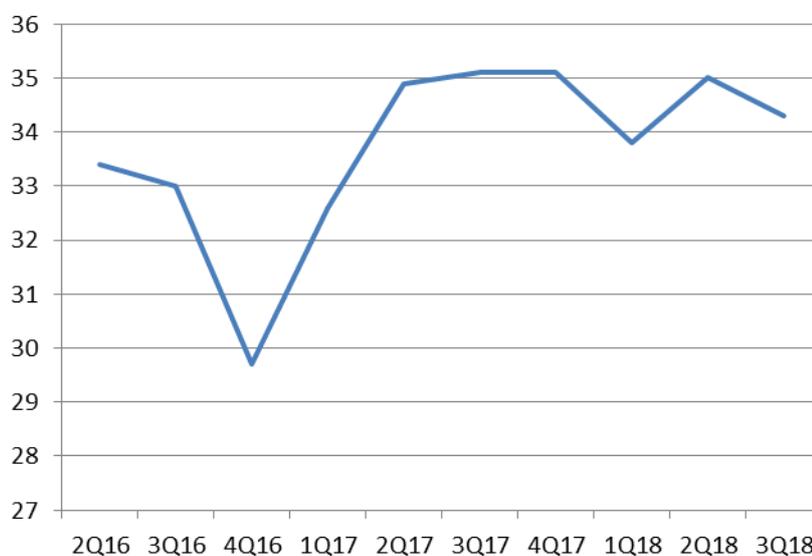
幾年前，中國移動以超過 300 億元人民幣的價格收購了中國鐵通集團的部分資產業務，並獲得固網寬帶許可，並擴大了這部分業務。近年來，在與鐵通融合後，中國移動進一步提升了固定網絡容量，覆蓋範圍和效率，其有線寬帶用戶在 3Q18 錄得正面趨勢，超過 1.47 億，我們預計移動和固網業務整合，並通過提供捆綁式服務，提高客戶忠誠度及降低客戶流失率，這一趨勢將在不久將來繼續保持，並實現穩定的 ARPU(34-35 元人民幣，折扣與同行相比較大)，最終超越中電信成為市場領導者。我們看到物聯網 (IoT)、互聯網數據中心(IDC)和雲端是固網寬帶的新興增長點。

圖. 固網寬帶 - 用戶數量 (以千計)



資料來源：中移動、時富

圖. 固網寬帶 - ARPU (以人民幣計)



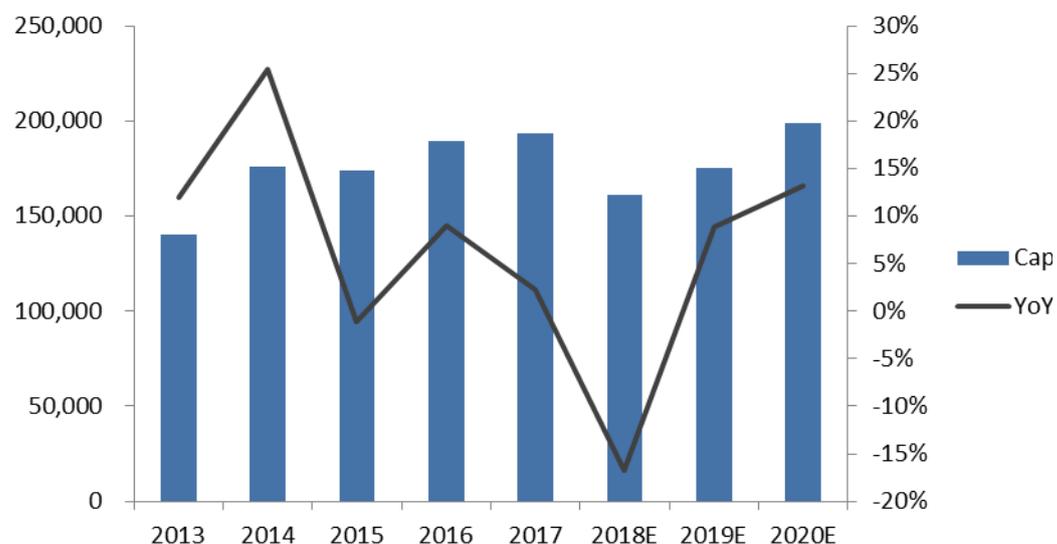
資料來源：中移動、時富

#### 4. 中移動的 5G 資本支出低於預期

此前，市場預計中移動將使用 4.8GHz 頻段，並提高了其 5G 負擔，而其餘兩個規模較小的電訊運營商將獲分配屬全球標準的 3.5GHz 頻段。但中移動將在 2.6GHz 頻段獲分配 100MHz，從而降低 5G 資本支出(因為中移動可重新利用現有的 3G 和 4G 設備進行 5G 網絡部署)。我們認為這對中移動是正面的，因為(1)中移動將比中電信及中聯通多 3 倍的 5G 頻譜；(2)2.6Ghz 與中移動的 4G LTE 頻譜相鄰，使其能夠利用其現有的基礎設施及基站快速發展，低本地推出 5G，從而確保其 5G 領先地位。

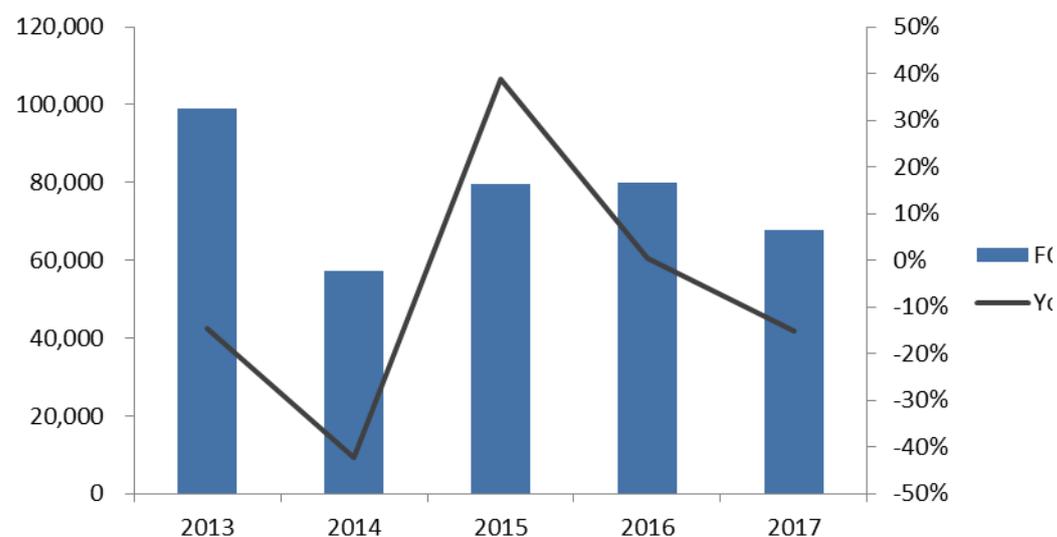
此外，由於中國電信運營商最初會專注於 5G 室外覆蓋，沿著道路或其他進行物聯網和邊緣計算活動之區域發展，而室內範圍覆蓋將在 2021 年之後推出，在初期而言，5G 資本支出的增長速度可能會慢於 4G。此外，截至 2018 年中期，中移動、中電信以及中聯通的利用率分別為 40%、36%和 65%\*\*，這意味著中移動的比率依然低於需要進行主要網絡容量升級的基準利率。由於中移動能夠處理數據使用量的突然增加，我們認為短期內不會出現強勁的資本支出需求。我們預計中移動的資本支出在 2018/19/20 將按年增長-16.7%/8.8%/22.6%，相比 2012/13/14 年按年增長 0.5%/12%/25%，料短期內自由現金流前景健康。

圖. 中移動的 5G 資本開支(以百萬元人民幣計)



資料來源：中移動、時富

圖. 中移動自由現金流 (以百萬元人民幣計)



資料來源：中移動、時富

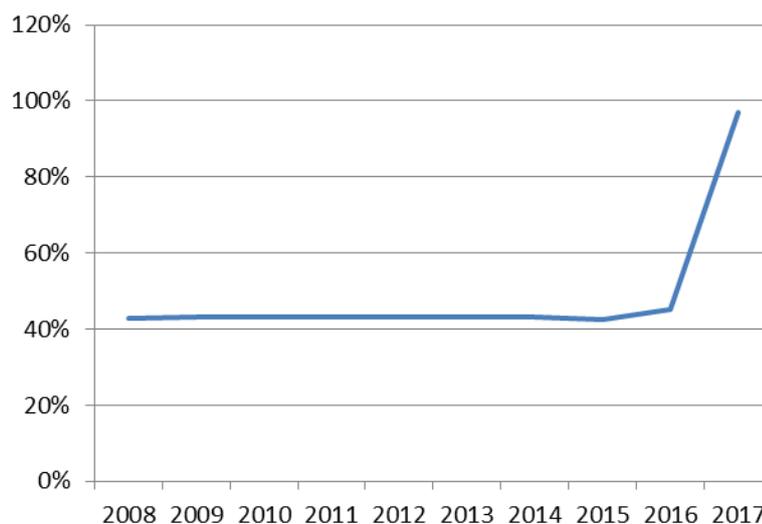
### 5. 中移動將成為 5G 最大受益者

我們不相信很多消費者願意為 5G 低延遲和高速服務去支付更高 ARPU，因為 4G 事實上足以支持高清視頻以及遊戲。監控、邊緣計算、AR/VR、自動駕駛以及物聯網等應用專為價格敏感較低而質量敏感較高的企業用戶而設計。從這個意義上去分析，中移動憑藉優質服務，中移動很可能成為最大的受益者。此外，中移動旗下覆蓋範圍廣泛，將繼續得益於 5G 的規模優勢和較高利潤率。

## 6. 派息率改善

中移動在國內三大電信運營商中的財務狀況最為強勁。截至 2018 年 6 月，中國移動錄得淨現金，現金及現金存款高達 3,820 億元人民幣，並沒有銀行負債，且現金比率達 88%，為全球電信運營商中最高。其現金儲備可為 5G 推出所帶來的資本支出提供良好緩衝。鑑於 4G 逐步變現以及政府對國有企業分紅要求更高，中移動在過去 2 年增加了派息率，這是 9 年內派息率持平後第 2 次增加。

圖. 中移動股息分派率



資料來源：中移動、時富

圖. 中移動過去十年的股息率



資料來源：中移動、時富

中移動增長穩定而股息率吸引。我們預計公司於 2018 年股息率達到 4%，略高於其長期平均值。我們預計其每股盈利將錄得低單位數增長，自由現金流於未來 3 年強勁，可支持每股股息增長。

### 估值

中移動的預測 EV / EBITDA 約為 3.2 倍，低於 10 年平均值 4 倍。根據我們的自由現金流模型，我們給出目標價為 86 港元，意味約 12% 的上行空間(假設永續增長率=2%、市場風險溢價=10%、 $\beta = 0.77$ )。由於我們認為市場對 5G 資本支出風險過度反映，目前的股票估值和股息收益率具有吸引力，因此首予「買入」評級。我們並看好中移動高防禦性的電信業務，特別是在經濟可能放緩的情況下。

圖. 中移動 EV/EBITDA



資料來源：彭博、時富

### 主要風險

1. 人民幣貶值令中移動股息價值減少；
2. 移動市場競爭更為激烈(降低數據收入，並對中移動的定價施加更大壓力)；
3. 語音收入下降速度超出預期(中移動為市場領導者，國內語音通話覆蓋率最廣，與其他兩家運營商相比，語音佔總收入比重更大)；
4. 作為國家政策工具，或會導致 5G 過度投資(但我們認為中移動得以在網絡部署早期階段進行技術研究，使它早早就具有競爭優勢，在偏遠地區營銷成本低而網絡覆蓋較廣，而鐵塔公司成立後亦減低了過度投資的風險)；
5. 4G 變現步伐放緩

## 中移動

## 損益表(百萬人民幣)

百萬人民幣	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	708,421	740,514	767,962	797,818	827,674
行政、銷售及推廣費用	-590,333	-620,388	-636,663	-661,415	-686,166
研究及開發成本	-57,493	-61,086	-57,835	-60,083	-62,332
經營盈利	118,088	120,126	131,299	136,403	141,508
EBITDA	256,677	270,421	284,332	295,209	306,133
折舊	-138,090	-149,780	-152,514	-158,443	-164,372
攤銷	-499	-515	-519	-362	-253
EBIT	118,088	120,126	131,299	136,403	141,508
淨利息支出	16,005	15,883	15,466	16,477	17,525
聯營投資虧損	8,636	9,949	9,949	9,949	9,949
其他收益	1,733	2,179	2,179	2,179	2,179
扣除所得稅前利潤	144,462	148,137	158,893	165,008	171,161
所得稅	-35,623	-33,723	-37,676	-39,126	-40,585
扣除所得稅後利潤	108,839	114,414	121,216	125,881	130,575
非控制性權益	-98	-135	-135	-135	-135
其他損益	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	108,741	114,279	121,081	125,746	130,440
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	108,741	114,279	121,081	125,746	130,440
股息	-48,993	-110,909	-54,553	-56,655	-58,770
儲備	59,748	3,370	66,528	69,092	71,671
每股盈利	5.31	5.58	5.91	6.14	6.37
每股股息	2.39	5.42	2.66	2.77	2.87

## 現金流量表(百萬人民幣)

百萬人民幣	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	108,741	114,279	121,081	125,746	130,440
折舊	138,090	149,780	152,514	158,443	164,372
攤銷	499	515	519	362	253
淨營運資金變動	55,311	-54,180	-8,864	-17,014	-17,014
經營活動的現金流量	253,701	245,514	282,978	301,566	312,080
資本開支	-189,366	-193,605	-161,272	-175,520	-215,195
其他非流動資產	43,415	-15,636	0	0	0
其他非流動負債	973	783	0	0	0
投資活動的現金流量	-194,523	-106,533	-161,272	-175,520	-215,195
經營及投資活動的現金流量	59,178	138,981	121,706	126,046	96,885
股份發行所得款	25,561	20,308	-135	-135	-135
債券發行所得款	-1,710	-1,915	580	603	625
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
股息	-48,993	-110,909	-54,553	-56,655	-58,770
融資活動的現金流量	-48,958	-108,231	-54,107	-56,187	-58,279
淨現金流量	10,220	30,750	67,599	69,859	38,606
年初現金及現金等價物	79,842	90,413	120,636	188,235	258,094
調整	351	-527	0	0	0
年終現金及現金等價物	90,413	120,636	188,235	258,094	296,700
年終淨負債	-79,852	-111,990	-179,008	-248,265	-286,245

資料來源：公司資料、時富

## 941.HK, 買入, 目標價: 86

## 資產負債表(百萬人民幣)

百萬人民幣	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	90,413	120,636	188,235	258,094	296,700
可轉讓證券	367,194	345,001	345,001	345,001	345,001
應收賬款	19,045	24,153	22,635	23,515	24,395
存貨	8,832	10,222	10,061	10,453	10,844
其他非流動資產	101,161	58,184	85,002	88,307	91,611
總流動資產	586,645	558,196	656,934	725,369	768,550
長期投資	124,039	132,499	132,499	132,499	132,499
固定資產	712,209	726,141	734,899	751,976	802,799
商譽	35,343	35,343	35,343	35,343	35,343
其他無形資產	1,708	1,721	1,202	840	586
其他長期資產	61,050	68,213	68,213	68,213	68,213
總資產	1,520,994	1,522,113	1,623,090	1,714,239	1,807,990
短期債務	10,561	8,646	8,646	8,646	8,646
應收賬款及其他應收款	250,838	233,169	256,864	266,850	276,836
其他流動債務	274,990	288,167	298,475	310,079	321,683
總流動債務	536,389	529,982	563,985	585,575	607,165
長期債務	0	0	580	1,183	1,809
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	2,467	3,250	3,250	3,250	3,250
總負債	538,856	533,232	567,816	590,009	612,224
非控制性權益	3,117	3,245	3,110	2,975	2,840
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	402,130	402,130	402,130	402,130	402,130
留存收益	536,313	522,748	589,276	658,368	730,039
股息	-48,993	-110,909	-54,553	-56,655	-58,770
其他權益及儲備	40,578	60,758	60,758	60,758	60,758
總權益	982,138	988,881	1,055,274	1,124,231	1,195,767
總權益及負債	1,520,994	1,522,113	1,623,090	1,714,239	1,807,990

## 重要比率

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增速(%)</b>					
收入	1.9%	5.1%	6.0%	3.9%	3.7%
每股盈利	6.0%	4.5%	3.7%	3.9%	3.7%
<b>盈利能力(%)</b>					
EBITDA 利潤率	36.2%	36.5%	37.0%	37.0%	37.0%
EBIT 利潤率	16.7%	16.2%	17.1%	17.1%	17.1%
淨利潤率	15.4%	15.5%	15.8%	15.8%	15.8%
有效稅率	24.7%	22.8%	23.7%	23.7%	23.7%
派息率	45.1%	97.1%	45.1%	45.1%	45.1%
股本回報率	11.1%	11.6%	11.5%	11.2%	10.9%
資產回報率	7.1%	7.5%	7.5%	7.3%	7.2%
<b>流動比率(x)</b>					
流動比率	109.4%	105.3%	115.4%	123.9%	126.6%
利息覆蓋率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>槓桿比率</b>					
淨負債/EBITDA (x)	net cash				
淨負債/權益 (%)	net cash				
<b>經營活動(日)</b>					
應收賬款周轉天數	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
庫存周轉天數	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
應付帳款周轉天數	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
現金周轉期	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

資料來源：公司資料、時富