



2009 年 2 月 18 日

中性

电信服务行业

中金公司研究部

分析员：陈昊飞

chenhf@cicc.com.cn

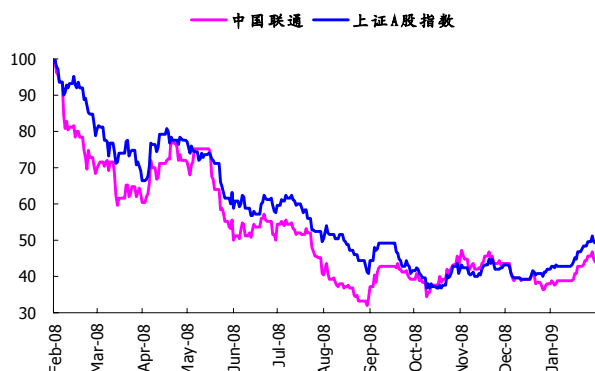
(8610) 6505 1166

### 主要财务指标

| 人民币 百万元       | 2007PF  | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 154,524 | 154,211 | 152,843 | 163,209 |
| (+/-)         |         | -0.2%   | -0.9%   | 6.8%    |
| EBITDA        | 73,536  | 67,778  | 67,690  | 68,987  |
| (+/-)         |         | -7.8%   | -0.1%   | 1.9%    |
| EBITDA率       | 47.6%   | 44.0%   | 44.3%   | 42.3%   |
| (+/-)         |         | -3.6%   | 0.3%    | -2.0%   |
| 营业利润          | 24,425  | 11,379  | 18,337  | 15,903  |
| (+/-)         |         | -53.4%  | 61.1%   | -13.3%  |
| 调整后净利润        | 5,458   | 4,929   | 4,636   | 4,124   |
| (+/-)         |         | -9.7%   | -5.9%   | -11.0%  |
| 调整后每股收益(元)    | 0.257   | 0.233   | 0.219   | 0.195   |
| (+/-)         |         | -9.7%   | -5.9%   | -11.0%  |
| 市盈率(倍)        | 22.4    | 25.5    | 27.1    | 30.6    |
| 市净率(倍)        | 1.8     | 1.8     | 1.7     | 1.6     |
| EV/EBITDA (X) | 3.7     | 4.3     | 4.7     | 4.7     |
| 权益回报率         | 7.9%    | 6.9%    | 6.3%    | 5.4%    |
| 投入资本回报率(%)    | 12.9%   | 11.9%   | 10.9%   | 8.8%    |
| DPS(RMB)      | 0.10    | 0.08    | 0.08    | 0.07    |
| 股息收益率(%)      | 1.8%    | 1.4%    | 1.3%    | 1.2%    |

|             |                       |
|-------------|-----------------------|
| 股票代码        | 600050 CH             |
| 当前股价        | RMB5.75               |
| 52周最高价/最低价  | RMB 3.95/13.5         |
| 发行股数(百万股)   | 21,197                |
| 主要股东(持股比例)  | Unicom Group (61.03%) |
| 市值(人民币, 百万) | 121,880               |
| 市值(美元, 百万)  | @6.79 17,950          |

### 近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

## 中国联通 (600050/5.75 元)

### 估值随大盘上升；A 股盈利期望过高

#### 要点：

- 公司 A 股价格回到近期高点 6 元（虽然仍跑输于大盘），但我们认为要和重组时一样——“以合理估值为本”，目前联通 A 股的风险-收益配比吸引力已有限。
- 预期 09 年 1 月份的净增用户（在 08 年底大批注销用户后）会恢复到正常水平；A 股大盘如果能维持强势，可能能给投资人提供较为从容的交易时间。
- A 股相对红筹的溢价已高达 150%。如果 A 股大盘持续造好，不排除中电信和中移动回归 A 股的可能；那对高溢价的 A 股联通还是会产生一定的压力。
- A 股的 2008 年市盈率已超过 25 倍，P/B 1.8x（考虑了小灵通减值），分红收益率 1.3%。而且，近 3 年的净利润增长前景并不明朗：我们预计 2008-2010 年的 EPS 分别为人民币 0.23、0.22 和 0.20。

#### 低估联通运营难度不符合实际，对管理层也不公平：

- 中电信和中移动在 3G 上已开始行动，就算得不到明显的先发优势，也能消减市场对 3G 的好奇和期待——例如，a) 中移动策略性的用“G3”作为其 3G 业务的标识、中电信强调互联网手机（图 1）；b) 中移动已让 TD-SIM 卡在 W 手机上可以实现所有 2G/EDGE 功能；用户完全可以在 W 手机上继续使用中移动的网络，除非他必需要用 W 业务。
- 从我们的渠道考察来看，目前中移动的领先地位非常明显；重组后，虽然联通的实力在北方有明显提升，但其代价是在南方（面对也变得更强的中电信）变得更弱。渠道和销售间有“鸡和蛋”的关系；如何实现正循环有难度，而且可能需要不小的成本。
- CDMA 和 TD 手机与 WCDMA 手机的差距有望缩小（图 2）；推动这个趋势的因素有：a) 电子、芯片以及制造业能的大幅度提升；b) 国内制造商加入产业链；以及 c) 强势运营商（中移动、电信）的推动。

#### 我们可以等什么？

- 2009 年 3 月底，2008 年投资 300 亿为提升 GSM-2G 网络而新建的 7 万多个基站预计将全部投入使用。
- 4 月份到 5 月份开始为 WCDMA 推出的造势。

图 1：运营商的新 3G 标识



资料来源：公司网站，中金公司研究部

图 2：华为首款谷歌手机今年第三季度上市



资料来源：新浪科技，中金公司研究部

附图表 1、财务概览

|                    | 2007PF   | 2008E    | 2009E    | 2010E    |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入               | 154,524  | 154,211  | 152,843  | 163,209  |
| 移动                 | 67,920   | 70,703   | 71,797   | 82,691   |
| 固网                 | 86,603   | 83,507   | 81,046   | 80,518   |
| 营业成本               | -103,490 | -108,150 | -104,952 | -114,376 |
| 移动                 | -40,875  | -46,350  | -44,382  | -53,257  |
| 固网                 | -62,615  | -61,800  | -60,570  | -61,118  |
| 主营业务税金及附加          | -4,431   | -4,340   | -4,331   | -4,611   |
| 移动                 | -1,833   | -1,835   | -1,899   | -2,196   |
| 固网                 | -2,598   | -2,505   | -2,431   | -2,416   |
| 营业费用               | -12,410  | -11,558  | -14,400  | -16,183  |
| 移动                 | -9,935   | -9,117   | -11,951  | -13,696  |
| 固网                 | -2,475   | -2,441   | -2,449   | -2,487   |
| 管理费用               | -6,083   | -6,657   | -6,539   | -7,619   |
| 移动                 | -4,433   | -5,030   | -4,906   | -5,961   |
| 固网                 | -1,650   | -1,627   | -1,633   | -1,658   |
| 财务费用（加：收入）         | -3,005   | -2,295   | -2,952   | -3,185   |
| 移动                 | 215      | 43       | -981     | -1,477   |
| 固网                 | -3,220   | -2,338   | -1,971   | -1,708   |
| 营业利润               | 24,425   | 11,379   | 18,337   | 15,903   |
| 移动                 | 9,158    | 7,082    | 6,345    | 4,772    |
| 固网                 | 15,267   | 4,297    | 11,992   | 11,131   |
| 利润总额               | 27,223   | 11,481   | 18,439   | 16,006   |
| 移动                 | 11,956   | 7,184    | 6,447    | 4,875    |
| 固网                 | 15,267   | 4,297    | 11,992   | 11,131   |
| 减：所得税              | -7,282   | -2,251   | -4,114   | -3,531   |
| tax rate           | 27%      | 20%      | 22%      | 22%      |
| 移动                 | -3,486   | -1,848   | -1,639   | -1,191   |
| 固网                 | -3,796   | -403     | -2,475   | -2,340   |
| 少数股东权益             | -13,243  | -6,136   | -9,519   | -8,291   |
| 移动                 | -5,626   | -3,550   | -3,200   | -2,453   |
| 固网                 | -7,617   | -2,586   | -6,319   | -5,838   |
| 属于母公司普通股股东净利润      | 6,698    | 3,094    | 4,806    | 4,184    |
| 净利率                | 4.3%     | 2.0%     | 3.1%     | 2.6%     |
| 同比增长               |          | -53.8%   | 55.3%    | -12.9%   |
| 移动                 | 2,844    | 1,786    | 1,609    | 1,231    |
| 固网                 | 3,854    | 1,308    | 3,197    | 2,954    |
| 属于母公司普通股股东净利润(可持续) | 5,458    | 4,929    | 4,636    | 4,124    |
| 同比%                |          | -9.7%    | -5.9%    | -11.0%   |
| 移动                 | 2,114    | 1,786    | 1,609    | 1,231    |
| 固网                 | 3,344    | 3,143    | 3,027    | 2,894    |
| EBITDA             | 73,536   | 67,778   | 67,690   | 68,987   |
| 移动                 | 32,339   | 28,368   | 30,402   | 32,507   |
| 固网                 | 41,197   | 39,410   | 37,288   | 36,480   |
| EBITDA margin      | 47.6%    | 44.0%    | 44.3%    | 42.3%    |
| 移动                 | 47.6%    | 40.1%    | 42.3%    | 39.3%    |
| 固网                 | 47.6%    | 47.2%    | 46.0%    | 45.3%    |
| 折旧                 | -46,990  | -46,517  | -46,907  | -50,077  |
| 移动                 | -21,495  | -21,328  | -23,076  | -26,258  |
| 固网                 | -25,495  | -25,189  | -23,831  | -23,818  |
| 股数                 | 21,197   | 21,197   | 21,197   | 21,197   |
| 每股收益（人民币）          | 0.316    | 0.146    | 0.227    | 0.197    |
| 同比增长               |          | -54%     | 55%      | -13%     |
| 可持续每股收益（人民币）       | 0.257    | 0.233    | 0.219    | 0.195    |
| 同比增长               |          | -10%     | -6%      | -11%     |
| 每股股利（人民币）          | 0.10     | 0.08     | 0.08     | 0.07     |
| 同比增长               |          | -22%     | -4%      | -10%     |
| 股利支付率              | 40%      | 34%      | 35%      | 35%      |

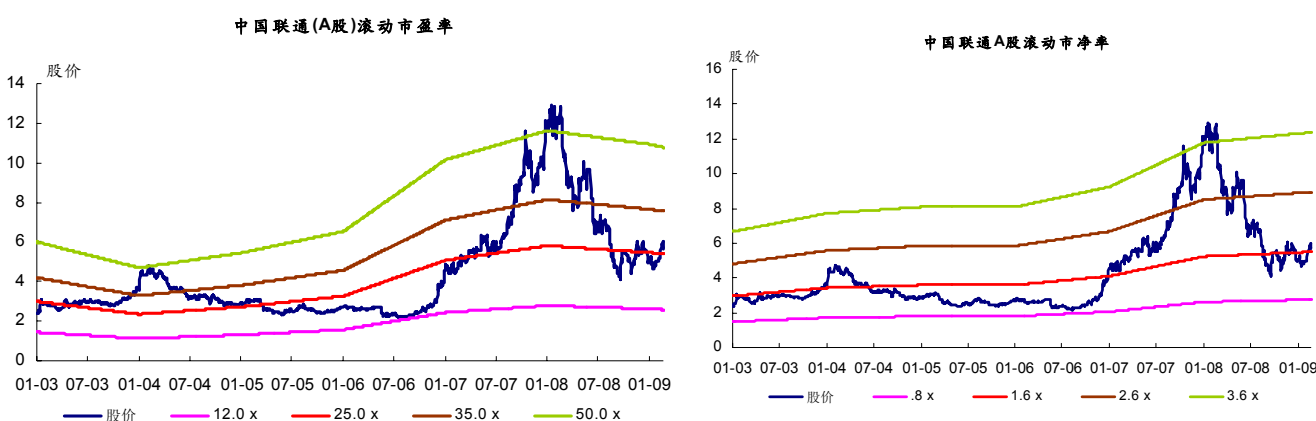
资料来源：公司数据，中金公司研究部

附图表2、行业可比公司估值表

| 公司名称          | 货币  | 股价<br>(当地货币) | 总市值<br>(百万美元) | 市盈率  |      |       | 市净率  |     |       | EV/EBITDA |      |     | 股利收益率 |      |      |
|---------------|-----|--------------|---------------|------|------|-------|------|-----|-------|-----------|------|-----|-------|------|------|
|               |     |              |               | 07A  | 08E  | 09E   | 07A  | 08E | 09E   | 07A       | 08E  | 09E | 07A   | 08E  | 09E  |
| 国内运营商         |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| 中国移动          | HKD | 70.60        | 181,314       | 14.9 | 10.9 | 10.5  | 3.6  | 2.8 | 2.5   | 6.0       | 4.9  | 4.6 | 3.0%  | 4.0% | 4.4% |
| 中国联通          | HKD | 6.97         | 21,202        | 9.6  | 10.2 | 10.8  | 0.8  | 0.7 | 0.7 * | 2.4       | 2.6  | 2.9 | 4.1%  | 3.5% | 3.3% |
| 中国电信          | HKD | 2.71         | 28,119        | 9.1  | 9.0  | 13.4  | 0.9  | 0.8 | 0.8 * | 3.0       | 2.6  | 2.7 | 3.2%  | 3.4% | 3.4% |
| 平均            |     |              |               | 11.2 | 10.0 | 11.6  | 1.7  | 1.5 | 1.3   | 3.8       | 3.4  | 3.4 | 3.4%  | 3.6% | 3.7% |
| 中国联通A股        | RMB | 5.75         | 121,880       | 22.4 | 25.5 | 27.1  | 1.8  | 1.8 | 1.7   | 3.7       | 4.3  | 4.7 | 1.8%  | 1.4% | 1.3% |
| 美国运营商         |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| Verizon       | USD | 29.56        | 83,980        | 15.5 | 11.8 | 11.1  | 1.7  | 1.7 | 1.7   | 5.4       | 4.5  | 4.3 | 5.6%  | 6.2% | 6.4% |
| Sprint Nextel | USD | 2.82         | 8,056         | -0.3 | 43.4 | -15.8 | 0.4  | 0.4 | 0.4   | 2.6       | 3.5  | 4.2 | 3.5%  | 0.0% | 0.0% |
| AT&T          | USD | 24.19        | 142,552       | 12.4 | 10.9 | 9.7   | 1.3  | 1.5 | 1.4   | 5.1       | 5.2  | 5.0 | 5.9%  | 6.8% | 7.0% |
| 平均            |     |              |               | 9.2  | 22.0 | 1.7   | 1.1  | 1.2 | 1.2   | 4.4       | 4.4  | 4.5 | 5.0%  | 4.3% | 4.5% |
| 欧洲运营商         |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| 英国电信          | GBP | 0.99         | 11,137        | 4.5  | 5.5  | 5.4   | 1.4  | 1.9 | 1.6   | 3.2       | 3.7  | 3.5 | 16.2% | 9.7% | 9.5% |
| 沃达丰           | GBP | 1.34         | 102,247       | 10.3 | 9.7  | 8.8   | 0.9  | 0.9 | 0.9   | n.m.      | 6.7  | 6.3 | 6.0%  | 5.9% | 6.0% |
| 德国电信          | EUR | 9.66         | 54,303        | 74.3 | 13.2 | 11.9  | 1.0  | 1.0 | 1.0   | 5.3       | 4.5  | 4.2 | 8.1%  | 8.3% | 8.5% |
| 法国电信          | EUR | 18.21        | 61,394        | 7.5  | 8.9  | 8.9   | 1.6  | 1.6 | 1.5   | 4.7       | 4.7  | 4.8 | 7.1%  | 7.7% | 8.1% |
| 西班牙电信         | EUR | 14.49        | 87,919        | 7.7  | 9.1  | 8.4   | 3.4  | 3.0 | 2.6   | 5.1       | 5.2  | 5.2 | 5.2%  | 6.9% | 7.9% |
| 意大利电信         | EUR | 1.05         | 24,588        | 8.1  | 9.4  | 9.9   | 0.8  | 0.8 | 0.7   | 4.9       | 4.9  | 5.0 | 7.6%  | 6.2% | 6.2% |
| 平均            |     |              |               | 18.7 | 9.3  | 8.9   | 1.5  | 1.5 | 1.4   | 4.6       | 4.9  | 4.8 | 8.4%  | 7.4% | 7.7% |
| 韩国运营商         |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| 韩国电信          | KRW | 39,350.00    | 7,664         | 7.7  | 12.9 | 11.2  | 0.9  | 0.8 | 0.8   | 2.8       | 2.7  | 2.7 | 5.1%  | 4.6% | 4.9% |
| SK电信          | KRW | 201,500.00   | 11,585        | 8.9  | 10.7 | 10.3  | 1.3  | 1.5 | 1.3   | 5.1       | 4.5  | 4.5 | 4.7%  | 4.8% | 5.1% |
| KTF           | KRW | 28,300.00    | 3,794         | 22.2 | 9.7  | 7.9   | 1.3  | 1.3 | 1.2   | 4.4       | 3.3  | 3.3 | 0.0%  | 2.6% | 3.6% |
| LG电信          | KRW | 9,070.00     | 1,791         | 9.1  | n.a. | n.a.  | 1.4  | 1.3 | 1.1   | 4.7       | n.a. | 3.8 | 3.3%  | 4.1% | 4.6% |
| 平均            |     |              |               | 12.0 | 11.1 | 9.8   | 1.2  | 1.2 | 1.1   | 4.2       | 3.5  | 3.6 | 3.3%  | 4.0% | 4.6% |
| 日本运营商         |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| NTT DoCoMo    | JPY | 150,000.00   | 73,549        | 13.2 | 12.4 | 12.5  | 1.5  | 1.5 | 1.4   | 4.3       | 4.1  | 4.2 | 3.2%  | 3.2% | 3.3% |
| KDDI          | JPY | 505,000.00   | 24,750        | 10.3 | 8.6  | 7.9   | 1.3  | 1.2 | 1.1   | 3.9       | 3.3  | 3.0 | 2.1%  | 2.2% | 2.5% |
| 平均            |     |              |               | 11.8 | 10.5 | 10.2  | 1.4  | 1.3 | 1.2   | 4.1       | 3.7  | 3.6 | 2.6%  | 2.7% | 2.9% |
| 印度运营商         |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| Bharti        | INR | 651.75       | 25,421        | 19.3 | 14.7 | 12.3  | n.m. | 4.1 | 3.1   | n.m.      | 8.5  | 7.1 | n.m.  | 1.2% | 1.0% |
| Reliance      | INR | 181.55       | 7,700         | n.m. | 6.6  | 7.2   | 1.6  | 1.2 | 1.0   | n.m.      | 6.9  | 5.7 | n.m.  | 0.8% | 1.1% |
| MTNL          | INR | 70.05        | 907           | n.m. | 13.4 | 15.8  | n.m. | 0.4 | 0.4   | n.m.      | 0.9  | 0.9 | n.m.  | 5.3% | 5.2% |
| 平均            |     |              |               | 19.3 | 11.6 | 11.8  | 1.6  | 1.9 | 1.5   | n.m.      | 5.4  | 4.6 | n.m.  | 2.4% | 2.4% |
| 其他亚洲运营商       |     |              |               |      |      |       |      |     |       |           |      |     |       |      |      |
| 马来西亚电信        | MYR | 3.24         | 3,216         | 4.4  | 23.0 | 19.6  | 0.6  | 1.2 | 1.2   | 1.5       | 5.7  | 5.8 | 10.8% | 7.1% | 6.6% |
| MobileOne     | SGD | 1.53         | 909           | 8.5  | 9.3  | 9.2   | 6.7  | 5.6 | 5.1   | 5.0       | 5.2  | 5.1 | 7.2%  | 8.7% | 8.8% |
| Singtel       | SGD | 2.51         | 26,551        | 10.0 | 11.7 | 11.3  | 1.9  | 1.8 | 1.7   | 10.1      | 8.6  | 8.6 | 4.8%  | 4.8% | 5.0% |
| PLDT          | PHP | 2,180.00     | 8,685         | 11.6 | 11.1 | 10.2  | 3.9  | 3.7 | 3.6   | 5.2       | 5.2  | 5.1 | 8.4%  | 8.0% | 8.3% |
| 中华电信          | TWD | 51.30        | 17,505        | 11.3 | 11.7 | 11.8  | 1.2  | 1.6 | 1.5   | 4.7       | 4.9  | 4.9 | n.m.  | 7.9% | 8.1% |
| 台湾大哥大         | TWD | 45.55        | 5,089         | 20.6 | 10.7 | 10.3  | 2.6  | 3.3 | 3.2   | 6.4       | 6.6  | 6.6 | 5.8%  | 8.1% | 8.2% |
| 平均            |     |              |               | 11.1 | 12.9 | 12.0  | 2.8  | 2.9 | 2.7   | 5.5       | 6.0  | 6.0 | 7.4%  | 7.4% | 7.5% |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附图表3、历史价格市盈率、市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。