



2009 年 3 月 30 日

电信服务行业

业绩预览

陈昊飞

分析员

chenhf@cicc.com.cn

陈丽嘉

联系人

chenlj@cicc.com.cn

中性

中国联通(762.HK)

规避不确定性，等待明朗化

主要财务信息

12月31日(人民币 百万)	2007A	2008E	2009E	2010E
收入	150,161	148,984	148,274	159,089
(+/-)	2.0%	-0.8%	-0.5%	7.3%
EBITDA	72,425	67,306	67,842	69,436
(+/-)	0.0%	-7.1%	0.8%	2.4%
EBITDA率	48.2%	45.2%	45.8%	43.6%
(+/-)	-1.0%	-3.1%	0.6%	-2.1%
净利润	16,198	13,898	13,231	11,884
(+/-)	8.9%	-14.2%	-4.8%	-10.2%
调整每股收益(人民币)	0.68	0.59	0.56	0.50
(+/-)	8.9%	-14.2%	-4.8%	-10.2%
市盈率	11.9	12.9	13.5	15.0
EV/EBITDA(倍)	2.9	3.1	3.5	3.4
权益收益率	9.1%	6.8%	6.3%	5.4%
每股股利(人民币)	0.27	0.23	0.23	0.20
股利收益率	3.3%	3.1%	3.0%	2.7%

股票信息

彭博股票代码	762.HK
股价	HK\$8.63
目标价	HK\$ 7.5
52周最高/最低	HK\$18.70/6.6
已发行股份	23,727
最终控股股东(%)	CU Group (57.3%)
市值(港币, 百万)	204,766
市值(人民币, 百万)	178,709
市值(美元, 百万)	26,319

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
762.HK	8.55	22.76	-12.39	-7.20
市场指数	10.02	10.21	-0.46	-1.86
行业指数	8.50	15.82	-0.78	-1.86

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4月末 09年1季度业绩发布

08年业绩预测：

中国联通(红筹)将于2009年3月31日16:30公布2008年业绩。我们预计，2008年业绩表现疲弱。

- 移动业务：我们预计2008年收入同比增长3%，至647亿元，2007年为628亿元；净利润同比下降22%，从2007年的62亿元降至48亿元，主要是由于较高的重组相关费用所致。
- 固网业务：我们预计2008年收入同比下降3%，从2007年的825亿元降至801亿元；经营性净利润同比下降9.1%，从2007年的99亿元降至90亿元。
- 全部业务：2008年收入预计同比下降1%，从1,500亿元降至1,490亿元；经营性净利润同比下降14%，从162亿元降至139亿元；预计每股收益0.59元，2007年为0.68元。

如果剔除80-90亿元的一次性小灵通资产核销并将CDMA一次性销售所得250亿元计算在内，预计2008年净利润（包括所有非经常项目）为330亿元，每股收益1.4元。

要点关注：

预计2009年资本支出为930亿元，其中700亿元用于WCDMA，固网上升40亿元资本支出用于新收购的南方省份固网业务。预计2009自由现金流为-220亿元。

估值与建议：

2008-2010年预测市盈率分别为12.9x、13.5x和15x，2009年市净率0.8x，2009年企业价值/EBITDA 3.5x，2009年预测股息收益率与自由现金流收益率分别为3%和-9.3%。

建议投资者适当获利回吐，规避不确定性，并等待业务可预见性的增加，因为：

- 中国联通红筹股价自2009年2月18日以来已经跑赢大盘近20%，目前达到8.5元港元；已不便宜。
- 短期缺乏正面股价催化剂：2009年3月用户数据需到4月20日才公布；而引入iPhone事宜，我们认为，不会很快有结果。
- 短期存在不确定性：其一，2008年业绩表现预计不佳，特别是2009年的高额资本支出。其二，联通09年1季度业绩可能也不会改善。工信部公布，2009年前两个月电信行业收入同比仅增长2-3%（即便考虑到2009年2月份天数同比缺少一天，同比增幅也不会超过5%）。

图表 1: 目标价测算与主要假设-移动业务

12月31日 (人民币 百万)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入增长率(调整后)	14.9%	4.8%	3.1%	1.6%	16.1%	22.2%	19.0%	17.4%	14.1%	11.0%	9.2%	8.5%	8.0%	6.8%	3.9%
EBITDA率(调整后)	44.9%	44.8%	39.1%	41.4%	38.5%	37.9%	37.9%	37.6%	37.6%	37.6%	37.4%	37.4%	37.4%	37.5%	37.4%
资本支出占收比	36.3%	41.0%	50.0%	105.0%	50.0%	48.0%	40.0%	40.0%	35.0%	33.0%	31.0%	28.5%	26.5%	24.5%	23.5%
税后EBIT	4,976	5,906	4,741	5,026	4,277	5,592	7,230	8,536	10,488	12,355	14,420	15,951	18,299	20,735	22,165
折旧和摊销	18,615	19,058	18,559	20,206	23,312	27,549	32,123	37,429	41,924	45,812	48,473	52,401	55,468	57,946	59,447
其他非现金项目	1,754	1,727	1,072	1,036	1,178	1,405	1,643	1,901	2,147	2,367	2,570	2,775	2,985	3,177	3,296
营运资本变化	2,017	-1,449	1,588	13,273	522	909	992	1,068	1,060	1,011	986	1,008	1,041	1,019	847
资本支出	-21,546	-25,718	-32,364	-69,044	-38,175	-44,780	-44,406	-52,114	-52,038	-54,465	-55,864	-55,718	-55,961	-55,266	-55,091
自由现金流	5,816	-476	-6,403	-29,503	-8,887	-9,324	-2,418	-3,181	3,581	7,079	10,585	16,416	21,832	27,611	30,665
增长率(%)	-16.6%	-108.2%	1244.5%	360.8%	-69.9%	4.9%	-74.1%	31.6%	-212.6%	97.7%	49.5%	55.1%	33.0%	26.5%	11.1%

	目前	1年后	2年后	3年后
	2008-17	2009-18	2010-19	2011-20
现金流净现值	-34,572	-23,579	16,679	39,762
永续增长率	2%	2%	2%	2%
终值的贴现价值	71,686	90,662	100,689	111,825
企业价值	37,114	67,083	117,368	151,587
终值占企业价值比	193%	135%	86%	74%
净债务	31,288	8,485	-19,982	-28,212
权益价值	68,402	75,568	97,386	123,374
年底股数(百万)	23,727	23,727	23,727	23,727
每股权益价值(人民币)	2.88	3.18	4.10	5.20
汇率	0.87	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	3.30	3.65	4.70	5.96
每用户权益价值(人民币)	513	521	562	598
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	10.1	10.1	10.1	10.1

综合资本成本计算	
权益成本=	12.8%
债务成本=	5.00%
税率=	25.0%
无风险利率=	5.00%
权益风险溢价=	6.0%
贝塔=	1.30
综合资本成本=	11.9%
债务/总资本	10%
权益/总资本	90.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 目标价测算与主要假设-固网业务

(人民币 百万)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
12月31日															
收入增长率(调整后)	-0.8%	0.9%	-2.9%	-2.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	0.9%
EBITDA率(调整后)	50.4%	50.0%	48.7%	47.8%	47.1%	45.9%	44.6%	43.6%	42.5%	41.7%	40.8%	39.8%	38.8%	37.7%	36.6%
资本支出占收比	31.3%	25.1%	25.0%	30.5%	25.5%	25.5%	24.5%	23.5%	22.5%	21.9%	21.3%	20.7%	20.1%	19.5%	18.9%
债务/总资本	49.1%	39.5%	34.3%	30.0%	25.9%	21.8%	20.9%	20.1%	19.3%	18.6%	17.9%	16.2%	15.7%	15.1%	14.7%
调整后EBIT	16,953	15,749	13,798	13,269	12,764	12,531	12,209	12,346	12,627	13,157	13,586	14,040	14,323	15,066	15,203
税后EBIT	12,045	11,401	10,846	10,422	10,036	9,853	9,605	9,703	9,906	10,296	10,611	10,944	11,150	11,703	11,803
折旧和摊销	25,608	25,495	25,189	24,229	24,234	23,731	23,262	22,708	22,177	21,596	20,944	20,153	19,396	18,068	17,239
固定资产及设备核销	606	-357	0	500	526	558	584	611	636	660	684	707	729	751	772
其他非现金项目	1,009	868	759	668	603	545	494	450	413	378	345	315	287	261	237
营运资本变化	-6,589	-4,717	-4,751	-4,075	-3,292	-2,373	-2,019	-2,136	-2,015	-2,006	-2,000	-2,002	-1,878	-2,150	-2,161
资本支出	-26,474	-20,684	-20,029	-23,905	-20,041	-20,139	-19,495	-18,912	-18,442	-18,255	-18,034	-17,773	-17,467	-17,125	-16,753
自由现金流	6,205	12,006	12,014	7,840	12,065	12,175	12,432	12,424	12,674	12,669	12,550	12,343	12,218	11,508	11,138
增长率(%)	113.6%	93.5%	0.1%	-34.7%	53.9%	0.9%	2.1%	-0.1%	2.0%	0.0%	-0.9%	-1.6%	-1.0%	-5.8%	-3.2%
自由现金流率	7.3%	14.6%	15.0%	10.0%	15.4%	15.4%	15.6%	15.4%	15.5%	15.2%	14.8%	14.4%	14.1%	13.1%	12.6%

	目前	1年后	2年后	3年后
	2008-17	2009-18	2010-19	2011-20
现金流净现值	75,614	75,456	79,662	79,496
终值的贴现价值	44,587	41,997	40,645	39,336
企业价值	120,200	117,453	120,307	118,832
终值占企业价值比	37%	36%	34%	33%
净债务	48,202	38,657	35,437	28,151
净债务计算前股利支付	3,600	3,707	3,360	3,295
权益价值	75,598	82,503	88,230	93,977
年底股数(百万)	23,727	23,727	23,727	23,727
每股权益价值(人民币)	3.19	3.48	3.72	3.96
汇率	0.87	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	3.65	3.98	4.26	4.54
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	10.7	10.7	10.7	10.7

综合资本成本计算	
权益成本=	12.2%
债务成本=	5.00%
税率=	25.0%
无风险利率=	5.00%
权益风险溢价=	6.0%
贝塔=	1.20
市场收益率=	11.0%
综合资本成本=	11.4%
债务/总资本	10%
权益/总资本	90%
债务/总资本(10年平均)	28%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 历史与预测财务数据

中国联通估值

评级 中性
目标价格 港币 7.5
当前价格 港币 8.63
市值 人民币 百万 178,709

百万 除非特指	2006PF	2007PF	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
收入	147,260	150,161	148,984	148,274	159,089	176,409	194,730
同比		2.0%	-0.8%	-0.5%	7.3%	10.9%	10.4%
经营费用	-74,826	-77,840	-81,678	-80,432	-89,653	-101,649	-113,999
同比		4.0%	4.9%	-1.5%	11.5%	13.4%	12.1%
折旧	-47,313	-47,550	-46,736	-47,423	-50,533	-54,269	-58,373
同比		0.5%	-1.7%	1.5%	6.6%	7.4%	7.6%
EBITDA	72,434	72,321	67,306	67,842	69,436	74,760	80,731
同比		-0.2%	-6.9%	0.8%	2.4%	7.7%	8.0%
EBITDA率	49.2%	48.2%	45.2%	45.8%	43.6%	42.4%	41.5%
同比		-1.0%	-3.0%	0.6%	-2.1%	-1.3%	-0.9%
净利润	14,880	16,198	13,898	13,231	11,884	12,790	14,247
同比		8.9%	-14.2%	-4.8%	-10.2%	7.6%	11.4%
股利	5,978	6,434	5,495	5,355	4,789	5,226	5,915
同比		7.6%	-14.6%	-2.5%	-10.6%	9.1%	13.2%
股利支付率	40%	40%	40%	40%	40%	41%	42%
资本支出	48,020	46,402	52,393	92,949	58,217	64,918	63,901
同比		-3.4%	12.9%	77.4%	-37.4%	11.5%	-1.6%
自由现金流	12,022	11,530	5,611	-21,663	3,178	2,851	10,014
净债务	76,854	16,914	30,173	55,419	56,364	56,854	50,176
企业价值	282,576	209,046	208,882	234,129	235,073	235,563	228,885
股东权益	153,603	204,227	206,202	214,770	221,821	230,260	239,811
每股收益 (人民币)	0.63	0.68	0.59	0.56	0.50	0.54	0.60
每股收益 (港币)	0.62	0.73	0.67	0.64	0.57	0.62	0.69
每股股利 (人民币)	0.25	0.27	0.23	0.23	0.20	0.22	0.25
每股股利 (港币)	0.25	0.29	0.27	0.26	0.23	0.25	0.29
每股净资产 (人民币)	6.5	8.6	8.7	9.1	9.3	9.7	10.1
每股净资产 (港币)	6.4	9.2	10.0	10.4	10.7	11.1	11.6
股数 (百万)	23,727	23,727	23,727	23,727	23,727	23,727	23,727
汇率	1.00	1.07	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
权益收益率	10%	9%	7%	6%	5%	6%	6%
估值							
市盈率	13.8	11.9	12.9	13.5	15.0	14.0	12.5
市净率	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.9	2.9	3.1	3.5	3.4	3.2	2.8
股利收益率	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%	2.7%	2.9%	3.3%
自由现金流收益率	4.3%	5.5%	2.7%	-9.3%	1.4%	1.2%	4.4%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 季度数据-移动业务

财务数据 (人民币 百万)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E
经营收入	17,468	15,491	17,159	16,740	17,367	17,768	17,343	16,390
环比 %	9.4%	-11.3%	10.8%	-2.4%	3.7%	2.3%	-2.4%	-5.5%
同比 %	8.7%	3.7%	8.9%	4.9%	-0.6%	14.7%	1.1%	-2.1%
经营费用	-15,121	-12,969	-14,745	-15,057	-14,915	-15,312	-15,350	-16,520
环比 %	8.4%	-14.2%	13.7%	2.1%	-0.9%	2.7%	0.2%	7.6%
同比 %	8.2%	0.4%	7.4%	7.9%	-1.4%	18.1%	4.1%	9.7%
EBITDA	8,055	7,727	7,918	7,190	8,194	7,687	7,171	5,267
环比 %	16.6%	-4.1%	2.5%	-9.2%	14.0%	-6.2%	-6.7%	-26.6%
同比 %	6.7%	5.9%	-2.5%	4.1%	1.7%	-0.5%	-9.4%	-26.7%
EBITDA率	46.1%	49.9%	46.1%	43.0%	47.2%	43.3%	41.3%	32.1%
环比 %	2.9%	3.8%	-3.7%	-3.2%	4.2%	-3.9%	-1.9%	-9.2%
同比 %	-0.8%	1.0%	-5.4%	-0.3%	1.1%	-6.6%	-4.8%	-10.8%
折旧和摊销	-5,708	-5,205	-5,504	-5,507	-5,742	-5,231	-5,178	-5,397
环比 %	16.7%	-8.8%	5.8%	0.1%	4.3%	-8.9%	-1.0%	4.2%
同比 %	4.8%	-1.4%	-9.6%	12.6%	0.6%	0.5%	-5.9%	-2.0%
息税前利润	2,347	2,522	2,414	1,683	2,453	2,456	1,994	-130
环比 %	16.5%	7.5%	-4.3%	-30.3%	45.7%	0.1%	-18.8%	-106.5%
同比 %	11.7%	24.9%	18.8%	-16.5%	4.5%	-2.6%	-17.4%	-107.7%
税前利润	2,361	2,651	2,480	1,825	2,552	2,579	2,084	-299
环比 %	12.4%	12.3%	-6.4%	-26.4%	39.8%	1.1%	-19.2%	-114.3%
同比 %	23.6%	42.5%	26.7%	-13.1%	8.1%	-2.7%	-16.0%	-116.4%
税	-857	-1,023	-840	-631	-769	-596	-540	128
环比 %	11.1%	19.4%	-17.9%	-24.8%	21.9%	-22.5%	-9.5%	-123.7%
同比 %	33.5%	64.1%	15.4%	-18.2%	-10.2%	-41.7%	-35.7%	-120.3%
净利润 (可持续)	1,504	2,528	2,312	1,998	1,783	1,983	1,545	-458
环比 %	13.1%	68.0%	-8.5%	-13.6%	-10.8%	11.2%	-22.1%	-129.6%
同比 %	18.6%	104.2%	88.0%	50.2%	18.5%	-21.5%	-33.2%	-122.9%
经营数据								
GSM用户数 (000)	109,158	112,570	115,922	120,564	124,225	127,599	130,726	133,365
净增用户数 (000)	3,285	3,412	3,352	4,642	3,661	3,374	3,127	2,639
环比 %	19.2%	3.9%	-1.8%	38.5%	-21.1%	-7.8%	-7.3%	-15.6%
同比 %	15.9%	28.9%	30.7%	68.4%	11.4%	-1.1%	-6.7%	-43.1%
总通话分钟数 (百万 分钟)	76,508	85,882	85,931	93,088	89,005	96,895	93,748	99,493
环比 %	-1.8%	12.3%	0.1%	8.3%	-4.4%	8.9%	-3.2%	6.1%
同比 %	20.7%	19.2%	18.1%	19.5%	16.3%	12.8%	9.1%	6.9%
综合MOU (分钟)	237	258	251	262	242	257	242	251
环比 %	-4.5%	8.9%	-2.9%	4.7%	-7.6%	5.8%	-5.7%	3.8%
同比 %	8.4%	6.7%	5.3%	5.6%	2.2%	-0.7%	-3.5%	-4.3%
综合ARPU (人民币)	46.8	47.7	46.3	46.2	44.3	43.0	41.2	41.1
环比 %	-1.8%	2.0%	-3.0%	-0.2%	-4.1%	-3.0%	-4.2%	-0.2%
同比 %	-5.3%	-5.6%	-5.7%	-3.1%	-5.3%	-9.9%	-11.0%	-11.0%
ARPM (人民币)	0.197	0.185	0.185	0.176	0.183	0.168	0.170	0.164
环比 %	2.9%	-6.3%	-0.1%	-4.7%	3.9%	-8.3%	1.6%	-3.9%
同比 %	-12.6%	-11.6%	-10.4%	-8.3%	-7.4%	-9.3%	-7.8%	-7.0%
弹性	109%	71%	48%	49%	22%	-5%	-31%	-39%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 季度数据-固网业务

人民币 百万	1Q07A	2Q07A	3Q07A	4Q07A	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08E
调整后收入	20,047	20,633	20,345	21,463	20,217	20,403	19,349	20,147
环比 %	-2.6%	2.9%	-1.4%	5.5%	-5.8%	0.9%	-5.2%	4.1%
同比 %	0.2%	0.7%	-1.8%	4.3%	0.8%	-1.1%	-4.9%	-6.1%
经营数据								
固网用户数 (000)	114,742	115,077	114,480	110,820	109,101	108,510	107,329	100,146
家庭用户	68,334	68,060	67,519	67,162	66,234	65,611	64,963	63,973
企业用户	11,419	11,615	11,825	10,575	10,555	10,670	10,699	10,073
公用电话	6,981	7,039	7,061	6,894	6,880	6,851	6,848	6,567
小灵通	28,008	28,363	28,075	26,189	25,432	25,378	24,819	19,533
固定电话净增用户 (000)	770	335	-597	-3,660	-1,719	-591	-1,181	-7,183
环比 %	-116.9%	-56.5%	-278.2%	513.1%	-53.0%	-65.6%	99.8%	508.2%
同比 %	-61.1%	-74.1%	947.4%	-19.6%	-323.2%	-276.4%	97.8%	96.3%
小灵通净增用户 (000)	674	355	-288	-1,886	-757	-54	-559	-5,286
环比 %	-125.4%	-47.3%	-181.1%	554.9%	-59.9%	-92.9%	935.2%	845.6%
同比 %	-56.9%	-59.1%	-232.1%	-28.9%	-212.3%	-115.2%	94.1%	180.3%
小灵通净增用户占比 %	87.5%	106.0%	48.2%	51.5%	44.0%	9.1%	47.3%	73.6%
宽带用户数 (000)	15,945	17,123	18,363	19,768	21,656	23,355	24,859	25,420
宽带净增用户数 (000)	1,516	1,178	1,240	1,405	1,888	1,699	1,504	561
环比 %	9.0%	-22.3%	5.3%	13.3%	34.4%	-10.0%	-11.5%	-62.7%
同比 %	148.9%	33.2%	71.8%	1.0%	24.6%	44.3%	21.3%	-60.1%
本地语音通话量 (百万 脉冲)	49,916	51,779	51,842	49,010	48,119	46,708	47,984	43,167
环比 %	-3.2%	3.7%	0.1%	-5.5%	-1.8%	-2.9%	2.7%	-10.0%
同比 %	-8.8%	-6.1%	-3.3%	-4.9%	-3.6%	-9.8%	-7.4%	-11.9%
国内长途通话量 (百万 脉冲)	6,760	7,483	7,374	7,180	6,493	6,820	6,167	6,348
环比 %	-23.9%	10.7%	-1.5%	-2.6%	-9.6%	5.0%	-9.6%	2.9%
同比 %	-1.1%	1.5%	1.9%	-19.1%	-3.9%	-8.9%	-16.4%	-11.6%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 盈利预测主要假设-移动业务

假设和比率	2006PF	2007PF	2008E	2009E	2010E
移动用户数 (000)	106,940	120,564	133,365	145,017	173,434
同比 %		12.7%	10.6%	8.7%	19.6%
净增用户数 (000)	11,058	13,624	12,801	11,652	28,417
同比 %		23.2%	-6.0%	-9.0%	143.9%
平均用户数 (000)	101,006	113,752	126,965	139,191	159,225
同比 %		12.6%	11.6%	9.6%	14.4%
ARPU (人民币)	49.4	46.0	42.5	39.4	40.0
同比 %		-6.9%	-7.6%	-7.3%	1.5%
语音资费 (人民币)	0.118	0.103	0.092	0.076	0.070
同比 %		-12.6%	-11.0%	-17.0%	-8.0%
MOU	238	250	249	261	282
同比 %		5.2%	-0.5%	5.0%	8.0%
增值业务占收比 (%)	18%	21%	24%	27%	30%
EBITDA率	47.7%	45.9%	41.1%	43.4%	40.3%
折旧占收比 %	35%	33%	31%	33%	33%
资本支出占收比 %	34%	38%	47%	99%	47%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 7: 盈利预测主要假设-固网业务

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
收入					
固网用户数 (000)	113,990	110,820	100,146	93,505	86,609
同比 %	-0.6%	-2.8%	-9.6%	-6.6%	-7.4%
固网净增用户 (000)	(676)	(3,170)	(10,674)	(6,641)	(6,897)
同比 %	-109.5%	-368.9%	-236.7%	37.8%	-3.9%
平均固网用户 (000)	114,328	112,405	105,483	96,826	90,057
同比 %	2.9%	-1.7%	-6.2%	-8.2%	-7.0%
小灵通用户 (000)	27,334	26,189	19,533	11,790	5,930
同比 %	0.0%	-4.2%	-25.4%	-39.6%	-49.7%
小灵通净增用户数 (000)	(3)	(1,145)	(6,656)	(7,743)	(5,860)
同比 %	-100.1%	-38066.7%	-481.3%	-16.3%	24.3%
固网语音ARPU(每月每用户收入)(人民币)	42.80	38.25	34.34	30.60	27.45
同比 %	-10.1%	-10.6%	-10.2%	-10.9%	-10.3%
平均资费 (人民币)	0.102	0.099	0.092	0.087	0.083
同比 %	-5.5%	-2.9%	-7.0%	-5.0%	-4.5%
平均每月每线通话次数	157	147	144	133	122
同比 %	-4.8%	-6.1%	-2.0%	-8.0%	-8.0%
宽带用户数 (000)					
同比 %	14,429	19,768	25,420	32,209	37,938
同比 %	25.7%	37.0%	28.6%	26.7%	17.8%
宽带净增用户数 (000)	2,954	5,339	5,652	6,789	5,729
同比 %	-1.0%	80.7%	5.9%	20.1%	-15.6%
宽带ARPU(每月每用户收入)(人民币)	64.9	67.4	68.7	68.7	68.7
同比 %	-0.6%	3.9%	2.0%	0.0%	0.0%
宽带收入占总调整后收入比 (%)	12.8%	17.4%	24.0%	31.1%	37.6%
增值收入占总调整后收入比 (%)	6.5%	7.4%	8.1%	8.5%	8.7%
基础数据占总调整后收入比 (%)	1.7%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%
调整后EBITDA率(除去初装费) %					
同比 %	51.4%	50.0%	48.7%	47.8%	47.1%
同比 %	0.2%	-1.4%	-1.3%	-0.8%	-0.8%
折旧占调整后收入比 (%)	30.5%	30.9%	31.4%	30.9%	30.8%
同比 %	0.2%	0.4%	0.5%	-0.5%	-0.1%
资本支出占收比 (%)	30.0%	25.1%	25.0%	30.5%	25.5%
同比 %	-3.4%	-5.0%	-0.1%	5.5%	-5.0%

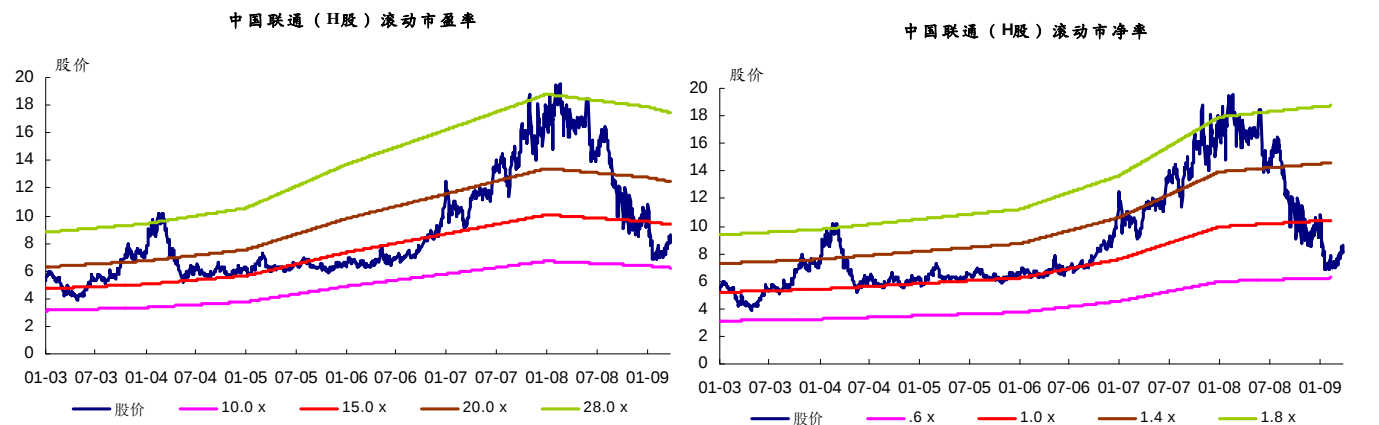
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 8: 可比公司估值表

公司名称	货币	股价 (当地货币)	总市值 (百万美元)	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率		
				08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
国内运营商															
中国移动	HKD	69.65	178,875	10.6	10.5	10.5	2.8	2.4	2.2	4.8	4.5	4.4	3.9%	4.3%	4.6%
中国联通	HKD	8.63	26,252	12.9	13.5	15.0	0.9	0.8	0.8	3.1	3.5	3.4	3.1%	3.0%	2.7%
中国电信	HKD	3.24	33,618	10.9	14.4	10.7	1.0	0.9	0.9	3.1	3.0	2.3	2.6%	2.6%	3.2%
平均				11.4	12.8	12.1	1.5	1.4	1.3	3.6	3.7	3.4	3.2%	3.3%	3.5%
中国联通A股	RMB	5.60	118,701	25.4	26.7	29.7	1.7	1.6	1.6	4.2	4.7	4.6	1.4%	1.3%	1.2%
美国运营商															
Verizon	USD	30.62	86,751	13.5	12.2	11.5	2.1	1.8	1.7	5.6	4.9	4.8	5.8%	6.0%	6.2%
Sprint Nextel	USD	3.96	11,201	-4.0	-16.3	-20.3	0.6	0.6	0.7	3.4	3.6	3.8	0.0%	0.0%	0.0%
AT&T	USD	26.00	155,289	12.0	11.7	10.7	1.6	1.6	1.6	5.6	5.9	5.6	6.2%	6.3%	6.5%
平均				7.2	2.6	0.6	1.4	1.3	1.3	4.9	4.8	4.7	4.0%	4.1%	4.2%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	76.90	8,850	3.6	5.3	4.6	1.2	2.0	1.7	3.7	4.4	4.1	0.2%	0.1%	0.1%
沃达丰	GBP	116.30	91,095	9.3	8.3	7.6	0.8	0.8	0.7	7.0	6.3	6.0	0.1%	0.1%	0.1%
德国电信	EUR	9.25	56,253	27.2	11.4	10.7	1.0	1.0	0.9	5.1	4.4	4.4	8.4%	8.6%	8.9%
法国电信	EUR	17.01	63,075	10.9	8.7	8.4	1.6	1.5	1.4	4.3	4.9	4.9	8.2%	8.5%	8.9%
西班牙电信	EUR	15.02	97,476	9.2	8.8	8.0	4.1	3.0	2.8	5.5	5.5	5.4	5.5%	7.6%	8.3%
意大利电信	EUR	0.96	23,950	8.8	9.3	8.8	0.7	0.7	0.7	5.3	5.3	5.3	8.3%	5.6%	6.2%
平均				11.5	8.6	8.0	1.6	1.5	1.4	5.1	5.1	5.0	4.5%	5.0%	5.2%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	39,850.00	8,079	18.0	13.9	12.6	0.9	1.0	1.0	3.7	3.8	3.9	2.8%	4.3%	4.8%
SK电信	KRW	194,000.00	11,610	11.0	10.0	8.7	1.3	1.4	1.3	4.7	4.4	4.2	4.8%	4.9%	5.3%
KTF	KRW	28,400.00	3,963	32.8	11.2	8.9	1.2	1.2	1.1	4.8	4.0	3.8	0.0%	2.5%	3.5%
LG电信	KRW	8,430.00	1,732	8.2	6.6	6.0	1.2	1.0	0.9	4.5	4.0	3.7	2.4%	4.3%	5.0%
平均				17.5	10.4	9.0	1.2	1.2	1.1	4.4	4.1	3.9	2.5%	4.0%	4.6%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	140,400.00	64,375	12.3	11.9	11.5	1.4	1.4	1.3	4.5	4.2	4.4	3.4%	3.5%	3.5%
KDDI	JPY	488,000.00	22,365	10.0	8.2	7.5	1.3	1.2	1.0	4.3	3.6	3.3	2.2%	2.3%	2.5%
平均				11.2	10.1	9.5	1.3	1.3	1.1	4.4	3.9	3.8	2.8%	2.9%	3.0%
印度运营商															
Bharti	INR	621.85	23,291	18.4	14.1	12.0	5.4	3.9	2.9	14.1	10.7	9.1	0.0%	0.8%	1.0%
Reliance	INR	183.75	6,966	7.0	6.8	7.6	1.3	1.2	1.0	16.2	14.1	11.9	0.4%	0.8%	0.9%
MTNL	INR	72.00	863	8.0	16.6	17.4	0.4	0.4	0.4	2.5	4.2	4.5	5.6%	5.5%	5.3%
平均				11.1	12.5	12.3	2.4	1.8	1.5	10.9	9.6	8.5	2.0%	2.4%	2.4%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.50	3,468	15.2	21.2	21.0	1.2	1.4	1.4	5.3	5.2	5.1	5.6%	10.8%	6.1%
MobileOne	SGD	1.50	890	8.9	9.2	9.0	6.0	5.4	4.9	4.9	5.1	5.0	8.9%	8.7%	8.7%
Singtel	SGD	2.62	27,363	10.5	12.3	11.9	2.0	1.9	1.8	10.7	9.3	9.4	4.8%	4.6%	4.8%
PLDT	PHP	2,190.00	8,520	12.1	10.0	9.7	4.0	3.7	3.5	4.7	4.8	4.7	6.3%	8.2%	8.8%
中华电信	TWD	62.50	17,947	13.4	12.4	12.3	n.a.	1.5	1.5	n.a.	5.4	5.5	n.a.	7.5%	7.6%
台湾大哥大	TWD	50.00	5,628	9.7	12.1	11.7	2.9	3.2	3.0	6.9	6.0	5.7	n.a.	7.6%	7.5%
平均				11.6	12.9	12.6	3.2	2.9	2.7	6.5	6.0	5.9	6.4%	7.9%	7.3%

资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 9: 历史市盈率与市净率区间



资料来源：彭博资讯、公司数据、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。