



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 10 日

电信服务

研究部

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020075
chenhf@cicc.com.cn

推荐

中国联通(600050.CH/762.HK)

预计 3G 用户年净增 3000 万; 实际净利润连续翻番

主要财务信息 (600050.CH)

12月31日年末(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调整后收入	158,906	153,455	166,479	199,864	242,635
(+/-)	6.5%	-3.4%	8.5%	20.1%	21.4%
调整后EBITDA	68,627	60,117	64,371	78,861	95,315
(+/-)	-4.2%	-12.4%	7.1%	22.5%	20.9%
调整后EBITDA率	43.2%	39.2%	38.7%	39.5%	39.3%
(+/-)	-4.8%	-4.0%	-0.5%	0.8%	-0.2%
调整后净利润	15,817	8,137	6,405	14,595	23,689
(+/-)	4.0%	-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%
调整后每股收益-港股	0.67	0.34	0.27	0.61	1.00
(+/-)	1.0%	-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%
调整后每股收益-A股	0.25	0.13	0.10	0.23	0.37
(+/-)	1.0%	-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%
市盈率(倍)-A股	20.1	39.1	49.6	21.8	13.4
市净率(倍)-A股	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA (倍)-A股	4.9	6.3	5.5	4.0	3.2
股利收益率-A股	0.7%	0.6%	0.4%	1.0%	1.7%
权益收益率-A股	8.2%	3.9%	3.1%	6.8%	10.6%

股票信息 (600050.CH)

彭博股票代码	600050.CH
目标价	Rmb9
股价	Rmb5.03
52周最高/最低	Rmb 7.85/4.86
已发行股份	21,197
最终控股股东(%)	中国联通集团 (57.8%)
市值-全部公司 (人民币, 百万)	315,204

最近估值走势 (600050.CH)

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
中国联通	-1.0%	-7.2%	-0.8%	-31.0%
上证综指	-1.2%	-10.4%	5.8%	-14.4%

最近估值走势 (600050.CH)



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议:

我们更加坚信应买入中国联通; A 股目标价 9 元 (25 倍 2012 年 EPS), 70% 多的上涨空间。

理由:

我们预计 2011 和 2012 年的 3G 净增用户可达 3,000 万; 带来充裕的自由现金流, 实际 (收入-费用相匹配的) 净利润有望连续翻番。

1) 积极推进的手机补贴策略, 配合第三方销售渠道的突破, 可以为中国联通每年带来 i) 450 万净 ARPU150 元的 iPhone 用户 (补贴 150 亿元, 锁定收入 300 亿元, 收到预存款 250 亿元), 以及 ii) 1,500 万净 ARPU80 元的其它 30-50 款智能手机的用户 (补贴 150 亿元, 锁定收入 450 亿元, 预存款 250 亿元)。

严格的预存款要求、BOSS/ESS 系统的完善以及差异化的手机和数据服务, 使得手机补贴现在不仅可行、而且当即就有利可图。而且, 随着联通网络质量的提升以及用户对数据依赖的增加, 补贴率可以逐步下降。

2) 即将于 2011 年 1 月推出的 C 类套餐有望使联通的潜在用户群从 1 亿 (ARPU150 元) 增至 3 亿 (ARPU100 元)。降门槛是通过差异化定价来实现的, 而非简单降价。我们预计联通每年将新增 1,200 万非补贴手机用户。

3) 明年 1 月国内开卖的 3G 版 iPad 有望使联通每年新增 300 万-500 万数据卡用户 (80 元/GB)。目前联通的 3G 网络可容纳 2,000 万 iPhone 用户或 9,000 万普通 3G 用户。250 亿元资本开支可以使目前的网络容量增长两倍。

估值:

根据成本-收入匹配的原则, 2011 和 2012 年的市盈率仅为 22 倍和 13 倍、EV/EBITDA 4 倍、市净率 1.4 倍; 自由现金流回报率 10%。

风险:

如果被"收入-费用"不匹配的数据误导, 导致补贴过于保守, 无法锁定足够的用户、收入和现金流, 网络质量 (核心竞争力) 难以迅速提升。

图表 1：3G 用户自下而上测算—手机补贴可以带来高质量用户，锁定收入和正现金流—手机补贴占套餐收入 30%-40% 时仍保证套餐非常好的盈利性

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
通过手机补贴发展的3G用户数	2,783	21,383	42,585	63,738	85,205	107,123	128,537	149,463	170,023	190,313	210,424	
补贴带来的3G月净增用户数	-	1,550	1,767	1,763	1,789	1,827	1,784	1,744	1,713	1,691	1,676	
2年套餐到期后流失率 30%												
换号回来再拿联通手机补贴的比率 20%												
iphone补贴人数	1,100	4,200	4,420	5,194	5,780	6,345	6,857	7,329	7,762	8,159	8,524	
-- 每月的新补贴人数	92	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	
iphone平均补贴价格	3,800	3,800	3,610	3,430	3,258	3,095	2,940	2,793	2,654	2,521	2,395	
iphone补贴金额	4,180	15,960	15,956	17,813	18,831	19,638	20,163	20,472	20,597	20,569	20,414	
iphone补贴用户平均ARPU	580	286	286	272	266	266	266	266	266	266	266	
iphone补贴锁定的总收入	7,550	28,829	30,339	33,869	36,935	40,545	43,820	46,835	49,600	52,139	54,469	
iphone补贴带来的预存款	6,418	24,504	25,788	28,789	31,395	34,463	37,247	39,810	42,160	44,318	46,299	
iphone累计用户数	1,100	5,300	9,390	13,093	16,503	19,631	22,502	25,138	27,557	29,777	31,815	
-- 月净增用户		350	341	309	284	261	239	220	202	185	170	
iphone累计无用户数	1,100	5,300	9,720	14,914	20,694	27,038	33,896	41,225	48,986	57,145	65,669	
当期流失量			330	1,491	2,370	3,217	3,986	4,693	5,343	5,939	6,485	
累计流失量			330	1,821	4,191	7,408	11,394	16,087	21,430	27,368	33,854	
其他手机补贴人数	1,683	14,400	17,617	22,124	26,613	31,417	35,365	39,491	43,592	47,731	51,915	
-- 每月的新补贴人数	140	1,200	1,440	1,584	1,742	1,917	2,012	2,113	2,219	2,330	2,446	
其他手机平均补贴价格	1,267	1,014	871	752	691	634	581	531	485	446	406	
-- 补贴比率	33%	33%	33%	30%	29%	28%	27%	26%	25%	24%	23%	
其他手机补贴金额	2,020	14,598	15,348	16,646	18,388	19,911	20,532	20,975	21,149	22,231	23,172	
其他手机补贴用户平均ARPU	160	128	110	105	99	94	90	85	81	81	81	
其他手机补贴锁定的总收入	6,464	44,237	46,508	55,486	63,408	71,112	76,045	80,672	84,596	89,269	93,748	
其他手机补贴带来的预存款	3,840	26,277	27,626	29,963	33,099	35,841	36,958	37,754	38,068	40,016	41,710	
其他手机补贴累计用户数	1,683	16,083	33,195	50,645	68,702	87,493	106,035	124,325	142,467	160,535	178,609	
-- 月净增用户		1,200	1,426	1,454	1,505	1,566	1,545	1,524	1,512	1,506	1,506	
其他手机补贴累计无用户数	1,683	16,083	33,700	55,824	82,437	113,854	149,219	188,710	232,302	280,033	331,948	
当期流失量			505	4,674	8,556	12,627	16,823	21,201	25,450	29,662	33,841	
累计流失量			505	5,179	13,735	26,362	43,184	64,385	89,835	119,498	153,339	
补贴带来的3G用户贡献的收入	3,504	24,627	57,732	89,220	118,372	146,113	171,347	193,753	213,621	238,601	262,940	
手机补贴总费用（当期一次性进费用）	6,200	30,558	31,304	34,459	37,219	39,549	40,695	41,447	41,746	42,800	43,586	
手机补贴总费用（按2年合同期摊销）	1,550	10,740	24,655	31,906	34,360	37,111	39,253	40,596	41,334	41,935	42,733	
2010E	1,550	3,100	1,550									
2011E		7,640	15,279	7,640								
2012E			7,826	15,652		7,826						
2013E				8,615		17,229	8,615					
2014E						9,305	18,610	9,305				
2015E							9,887	19,774	9,887			
2016E								10,174	20,347	10,174		
2017E									10,362	20,724	10,362	
2018E										10,437	20,873	10,437
2019E											10,700	21,400
2020E												10,896
手机补贴增加的现金流（收到预存款总额-手机补贴费）	4,057	20,223	22,110	24,293	27,275	30,755	33,510	36,117	38,482	41,534	44,423	
不通过补贴发展的3G用户	2,742	11,074	21,598	29,159	34,829	39,309	43,054	46,364	50,361	55,011	60,333	66,383
无补贴月净增用户数		694	877	630	473	373	312	276	333	388	444	504
平均3G用户数	343	6,908	16,336	25,379	31,994	37,069	41,181	44,709	48,362	52,686	57,672	63,358
毛增用户数	2,742	10,800	14,400	15,120	15,876	16,670	17,503	18,278	19,297	20,262	21,275	22,339
-- 每月的新增加数		900	1,200	1,260	1,323	1,389	1,459	1,532	1,608	1,689	1,773	1,862
离网率	90%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	33%	31%	29%	27%	25%
流失用户数		2,468	3,876	7,559	10,206	12,190	13,758	15,069	15,300	15,612	15,953	16,290
平均无补贴3G用户ARPU	141.7	100.0	80.0	72.0	64.8	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6
无补贴3G用户贡献的收入	583	8,290	15,683	21,927	24,879	27,384	30,422	33,027	35,726	38,920	42,604	46,804

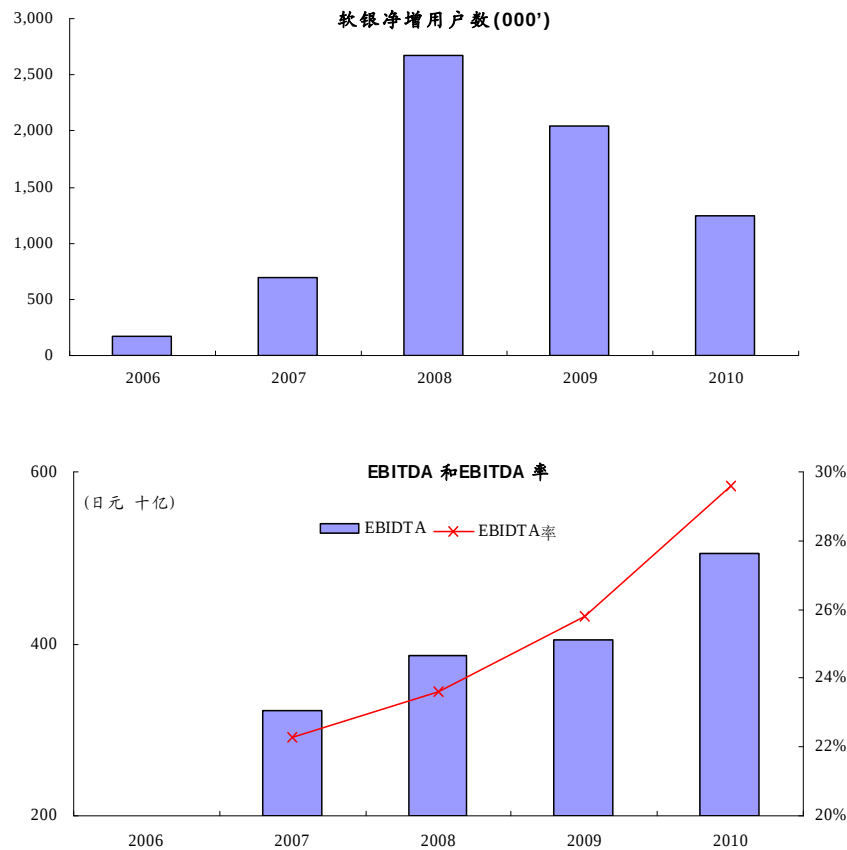
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：联通的固网、宽带、2G 和 3G 用户数预测

	2007PF	2008	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
用户数															
固网语音用户数	110,820	100,146	109,570	102,822	96,322	84,322	74,322	64,322	54,322	44,322	34,322	24,322	14,322	4,322	0
净增用户数	-3,170	-10,674		-6,748	-6,500	-12,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-4,322
平均用户数 (000s)	112,405	105,483	109,570	106,196	99,572	90,322	79,322	69,322	59,322	49,322	39,322	29,322	19,322	9,322	2,161
小灵通用户数	26,189	21,851	23,979	18,742	6,137	412	0	0	0	0	0	0	0	0	0
数据卡	84,631	78,295	85,591	84,080	90,185	83,910	74,322	64,322	54,322	44,322	34,322	24,322	14,322	4,322	0
平均市线用户数 (000s)	85,644	81,463		84,836	87,132	87,047	79,116	69,322	59,322	49,322	39,322	29,322	19,322	9,322	2,161
宽带用户数	19,768	25,420	30,081	38,550	47,550	55,650	62,940	69,501	74,750	78,949	82,308	84,995	87,145	88,865	90,241
净增用户数	4,687	5,652		8,469	9,000	8,100	7,290	6,561	5,249	4,199	3,359	2,687	2,150	1,720	1,376
平均用户数 (000s)	17,424	22,594		34,316	43,050	51,600	59,295	66,221	72,125	76,849	80,628	83,652	86,070	88,005	89,553
宽带ARPU	69.5	65.2	63.6	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2	57.2
同比		-6.2%		-10.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
移动通信用户数	120,564	133,365	133,365	147,587	165,587	201,448	231,824	256,033	276,214	294,440	309,163	319,086	324,297	324,909	325,070
情景 (1=悲观, 2=中性, 3=乐观)															
2G 用户	120,564	133,365	133,365	144,845	151,729	158,467	160,080	157,465	151,701	144,263	134,263	119,263	99,263	74,263	48,263
3G 用户				2,742	13,858	42,982	71,744	98,567	124,514	150,177	174,900	199,824	225,035	250,646	276,807
数据卡				447											
3G 用户占比				2%	8%	21%	31%	38%	45%	51%	57%	63%	69%	77%	85%
净增用户数 (悲观)				11,378	14,400	28,689	24,300	19,367	16,145	14,581	11,778	7,938	4,169	489	129
净增用户数 (中性)	14,691	12,801		14,222	18,000	35,861	30,375	24,209	20,181	18,226	14,723	9,923	5,211	611	161
净增用户数 (乐观)				16,355	20,700	41,240	34,932	27,841	23,209	20,960	16,932	11,412	5,993	703	185
2G 用户	14,691	12,801		11,480	6,884	6,737	1,613	-2,614	-5,765	-7,438	-10,000	-15,000	-20,000	-25,000	-26,000
3G 用户				2,742	11,116	29,124	28,762	26,824	25,946	25,664	24,723	24,923	25,211	25,611	26,161
平均用户数 (000s)	113,219	126,965	126,965	140,476	156,587	183,518	216,636	243,928	266,124	285,327	301,802	314,125	321,692	324,603	324,989
同比		12.1%		10.6%	11.5%	17.2%	18.0%	12.6%	9.1%	7.2%	5.8%	4.1%	2.4%	0.9%	0.1%
2G 用户	78,529	126,965		139,105	148,287	155,098	159,273	158,773	154,583	147,982	139,263	126,763	109,263	86,763	61,263
3G 用户				686	8,300	28,420	57,363	85,156	111,541	137,346	162,539	187,362	212,429	237,840	263,726
年度3G离网率	33.1%	36.1%			29.7%	13.6%	14.6%	19.2%	20.7%	21.1%	22.0%	21.8%	21.7%	21.7%	21.5%
同比		-3.0%			-16.1%	1.0%	4.6%	1.5%	0.8%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
3G 毛增用户数 (000s)	37,498	45,860		2,742	13,583	33,000	37,157	43,194	49,063	55,265	60,600	66,118	71,616	77,166	82,778
同比		22.3%		-94.0%	395.4%	142.9%	12.6%	16.2%	13.6%	12.6%	9.7%	9.1%	8.3%	7.7%	7.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: Softbank (软银) 将手机补贴一次性计入费用, 但同时配比一次性计入手机销售收入--合同承诺的话费中其实一部分是给手机的, 而非全部用于服务 (Docomo 采用类似的会计处理方法, Hutchison 也在往这个方式调整; 而 Smartone 和 Maxis 则直接将手机补贴在合同期内进行摊销)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：根据收入-费用匹配原则下的损益表

	2007PF	2008	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
外部收入	150,687	148,906	159,792	153,945	166,652	199,864	242,635	281,208	311,700	339,696	363,363	382,095	396,029	412,895	428,498
同比					6.3%	19.9%	21.4%	15.9%	10.8%	9.0%	7.0%	5.2%	3.6%	4.3%	3.8%
调整后外部收入	149,170	148,020	158,906	153,455	166,479	199,864	242,635	281,208	311,700	339,696	363,363	382,095	396,029	412,895	428,498
总收入	153,860	152,377	164,678	159,988	173,075	207,976	252,875	292,714	323,623	351,673	374,989	393,009	405,940	421,819	436,667
同比					8.2%	20.2%	21.6%	15.8%	10.6%	8.7%	6.6%	4.8%	3.3%	3.9%	3.5%
外部经营费用	77,552	81,072	90,280	95,337	102,108	121,003	147,320	167,661	180,227	194,255	206,125	215,533	222,773	230,273	238,796
同口径成本	11,214	12,011	13,038	12,955	13,927	15,720	19,117	22,730	25,531	29,289	32,819	35,963	38,686	41,833	44,581
同比		7.1%	8.6%	-0.6%	7.5%	12.9%	21.6%	18.9%	12.3%	14.8%	12.0%	9.6%	7.6%	8.1%	6.6%
网络、营运及支撑成本	16,022	16,577	18,736	21,728	23,567	25,880	28,260	30,926	33,860	36,418	38,759	40,896	42,852	44,658	46,347
同比		3.5%	13.0%	16.0%	8.5%	9.8%	9.2%	9.4%	9.5%	7.6%	6.4%	5.5%	4.8%	4.2%	3.8%
雇员薪酬及福利开支	17,540	18,902	20,758	21,931	23,517	24,386	25,296	26,239	27,218	28,233	29,286	30,378	31,510	32,684	33,902
同比		7.8%	9.8%	5.7%	7.2%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
其他经营费用	32,776	33,582	37,748	36,723	41,098	55,018	74,646	87,765	93,618	100,304	105,260	108,296	109,724	111,097	113,966
同比		2.5%	12.4%	-2.7%	11.9%	33.9%	35.7%	17.6%	6.7%	7.1%	4.9%	2.9%	1.3%	1.3%	2.6%
经营总费用	81,449	84,543	95,106	101,166	107,021	127,157	155,037	176,309	189,181	203,248	214,861	223,745	230,249	237,023	244,991
同比					5.8%	18.8%	21.9%	13.7%	7.3%	7.4%	5.7%	4.1%	2.9%	2.9%	3.4%
外部EBITDA	73,135	67,834	69,512	58,608	64,544	78,861	95,315	113,546	131,473	145,441	157,238	166,562	173,256	182,622	189,702
同比					10.1%	22.2%	20.9%	19.1%	15.8%	10.6%	8.1%	5.9%	4.0%	5.4%	3.9%
外部EBITDA率	49%	46%	44%	38%	39%	39%	39%	40%	42%	43%	43%	44%	44%	44%	44%
报出的EBITDA			57,676	59,846											
计算报出的EBITDA			57,676	59,846	64,544	78,861	95,315	113,546	131,473	145,441	157,238	166,562	173,256	182,622	189,702
报出的调整后EBITDA			68,627	60,117											
计算报出的调整后EBITDA			68,627	60,117	64,371	78,861	95,315	113,546	131,473	145,441	157,238	166,562	173,256	182,622	189,702
报出的调整后EBITDA率			43.2%	39.2%											
总EBITDA	72,411	67,834	69,572	58,822	66,054	80,819	97,838	116,405	134,442	148,424	160,128	169,263	175,691	184,796	191,676
总EBITDA率	47%	45%	42%	37%	38%	39%	39%	40%	42%	42%	43%	43%	44%	44%	44%
折旧	47,369	47,678	47,961	47,587	54,719	59,141	64,421	69,912	75,563	81,027	86,610	92,309	97,480	102,967	106,713
占收比	31%	31%	29%	30%	32%	28%	25%	24%	23%	23%	23%	23%	24%	24%	24%
财务费用	-3,231	-2,411	-2,423	-1,036	(1465)	(1066)	(658)	(453)	(452)	(452)	(452)	(452)	(452)	(452)	(452)
利息收入	285	239	265	91	91	97	197	265	310	445	602	776	970	1198	1468
一次性费用	-	-11,837	-11,837	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
衍生品收入	-569	-	-	1,239	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收入	4,990	1,994	2,097	962	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税前利润	27,241	8,141	9,653	12,277	8,451	18,751	30,434	43,446	55,768	64,407	70,779	74,577	76,294	80,401	84,005
有效税率	26%	22%	19%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
所得税	7,083	1,801	1,828	2,721	1,873	4,156	6,745	9,629	12,360	14,275	15,687	16,529	16,909	17,820	18,618
净利润	20,158	6,340	7,825	9,556	6,578	14,595	23,689	33,817	43,408	50,132	55,092	58,048	59,385	62,581	65,387
同比					-31.2%	121.9%	62.3%	42.8%	28.4%	15.5%	9.9%	5.4%	2.3%	5.4%	4.5%
调整净利润	15,209	14,332	15,817	8,137	6,405	14,595	23,689	33,817	43,408	50,132	55,092	58,048	59,385	62,581	65,387
净利润率	9.9%	9.4%	9.6%	5.1%	3.7%	7.0%	9.4%	11.6%	13.4%	14.3%	14.7%	14.8%	14.6%	14.8%	15.0%
股利支付率				46.3%	46.3%	46.3%	50.0%	60.0%	65.0%	70.0%	75.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
股利支付率	6.427	4.754	4.754	3.770	2.968	6.762	11.844	20.290	28.215	35.092	41.319	46.438	47.508	50.065	52.309
基本每股收益（人民币）			0.33	0.40	0.28	0.61	1.00	1.42	1.83	2.11	2.32	2.44	2.50	2.63	2.75
持续经营业务每股收益（人民币）	0.66	0.60	0.67	0.34	0.27	0.61	1.00	1.42	1.83	2.11	2.32	2.44	2.50	2.63	2.75
同比				-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%	42.8%	28.4%	15.5%	9.9%	5.4%	2.3%	5.4%	4.5%
基本每股收益（港币）			0.37	0.46	0.32	0.71	1.16	1.66	2.13	2.46	2.70	2.84	2.91	3.06	3.20
持续经营业务每股收益（港币）	0.70	0.68	0.76	0.39	0.31	0.71	1.16	1.66	2.13	2.46	2.70	2.84	2.91	3.06	3.20
每股股利（人民币）	0.20	0.20	0.20	0.16	0.12	0.28	0.50	0.85	1.19	1.48	1.74	1.95	2.00	2.11	2.20
每股股利（港币）	0.21	0.23	0.23	0.18	0.15	0.33	0.58	0.99	1.38	1.72	2.02	2.27	2.33	2.45	2.56
汇率（港币：人民币）	1.068	1.134	1.134	1.136	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164
A股基本每股收益（人民币）	0.25	0.23	0.25	0.13	0.10	0.23	0.38	0.54	0.69	0.80	0.87	0.92	0.94	0.99	1.04
同比				-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%	42.8%	28.4%	15.5%	9.9%	5.4%	2.3%	5.4%	4.5%
加权平均股数（百万）	23,075	23,751	23,751	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767	23,767
年底股本数（百万）	23,768	23,768	23,768	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史和预测的财务指标 (600050.CH)

中国联通A股

评级	买入
目标价格	人民币 9
当前价格	人民币 5.03
总市值-折算到整体公司	人民币 315,204

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	166,479	199,864	242,635
同比		6.5%	-3.4%	8.5%	20.1%	21.4%
经营费用	77,552	90,280	95,337	102,108	121,003	147,320
同比		16.4%	5.6%	7.1%	18.5%	21.7%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	64,371	78,861	95,315
同比		-4.2%	-12.4%	7.1%	22.5%	20.9%
EBITDA率	48.0%	43.2%	39.2%	38.7%	39.5%	39.3%
同比		-4.8%	-4.0%	-0.5%	0.8%	-0.2%
折旧	47,678	47,961	47,587	54,719	59,141	64,421
同比		0.6%	-0.8%	15.0%	8.1%	8.9%
净利润	15,209	15,817	8,137	6,405	14,595	23,689
同比		4.0%	-48.6%	-21.3%	127.9%	62.3%
股利	6,427	4,754	3,770	2,968	6,762	11,844
同比		-26.0%	-20.7%	-21.3%	127.9%	75.2%
股利支付率	42.3%	30.1%	46.3%	46.3%	46.3%	50.0%
资本支出	45,959	70,863	112,474	73,500	78,061	85,784
同比		54.2%	58.7%	-34.7%	6.2%	9.9%
自由现金流	19,179	-9,372	-53,692	16,743	34,366	18,730
净债务	44,633	19,419	62,914	40,841	2,450	-13,799
企业价值-A股价格计算	359,837	334,623	378,118	356,046	317,654	301,406
股东权益	178,512	207,725	206,465	210,075	217,908	229,752
每股收益-港股 (人民币)	0.66	0.67	0.34	0.27	0.61	1.00
每股收益-A股 (人民币)	0.25	0.25	0.13	0.10	0.23	0.37
每股股利-港股 (人民币)	0.20	0.20	0.16	0.12	0.28	0.50
每股股利-A股 (人民币)	0.08	0.08	0.06	0.05	0.11	0.19
每股净资产-港股 (人民币)	7.51	8.74	8.76	8.92	9.25	9.75
每股净资产-A股 (人民币)	2.82	3.29	3.29	3.35	3.48	3.67
汇率	1.068	1.134	1.136	1.166	1.164	1.164
权益收益率	8.5%	8.2%	3.9%	3.1%	6.8%	10.6%
估值-A股						
市盈率	20.3	20.1	39.1	49.6	21.8	13.4
市净率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.0	4.9	6.3	5.5	4.0	3.2
股利收益率	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	1.0%	1.7%
自由现金流收益率	5.3%	-2.8%	-14.2%	4.7%	10.8%	6.2%

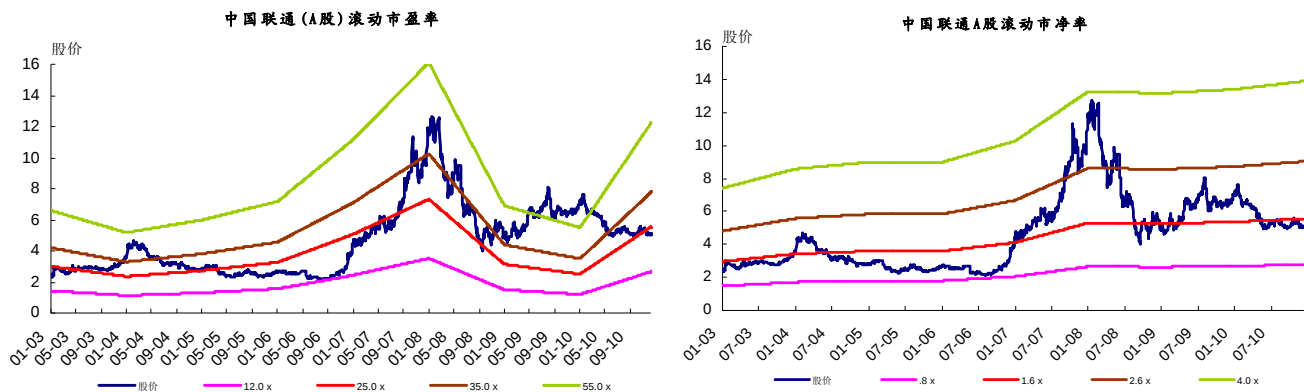
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6：可比公司估值

公司名称	货币	股价	总市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率		
		(当地货币)	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
国内运营商															
中国移动	HKD	78.00	201,439	13.6	13.2	12.7	3.1	2.7	2.5	4.6	4.5	4.3	3.2%	3.3%	3.5%
中国联通	HKD	10.92	33,176	28.1	34.8	15.3	1.1	1.1	1.0	4.8	4.1	2.8	1.7%	1.3%	3.0%
中国电信	HKD	3.94	41,042	21.9	20.2	16.8	1.4	1.4	1.3	4.3	4.2	4.0	1.9%	1.9%	2.1%
平均				21.2	22.7	14.9	1.9	1.7	1.6	4.6	4.3	3.7	2.2%	2.2%	2.9%
中国联通A股	RMB	5.03	16,011	39.1	49.6	21.8	1.5	1.5	1.4	6.3	5.5	4.0	0.6%	0.4%	1.0%
美国运营商															
Verizon	USD	32.98	93,227	25.6	14.9	14.5	2.2	2.3	2.3	5.2	5.4	5.2	5.7%	5.8%	5.9%
AT&T	USD	28.63	169,203	13.5	12.6	11.5	1.7	1.5	1.5	5.7	5.5	5.3	5.8%	5.9%	6.1%
平均				19.5	13.7	13.0	2.0	1.9	1.9	5.4	5.5	5.2	5.7%	5.9%	6.0%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	180.70	22,095	n.a.	12.5	9.7	103.7	-16.9	-8.6	5.8	3.8	3.7	3.6%	3.8%	4.2%
沃达丰	GBP	165.40	135,939	28.3	10.7	10.0	1.0	1.0	0.9	7.9	7.8	7.9	4.7%	5.0%	5.4%
德国电信	EUR	9.98	57,508	124.7	12.7	12.6	1.2	1.1	1.1	4.8	4.9	5.0	7.8%	7.2%	7.2%
法国电信	EUR	16.07	56,250	14.2	8.5	9.0	1.6	1.5	1.5	5.0	4.8	4.8	8.7%	8.8%	8.8%
西班牙电信	EUR	17.39	104,909	10.2	8.8	9.1	3.6	3.3	3.1	6.5	6.0	6.1	6.6%	8.1%	9.0%
意大利电信	EUR	0.97	23,613	12.2	8.2	8.0	0.7	0.7	0.7	5.2	5.1	5.0	5.1%	5.7%	6.2%
平均				37.9	10.2	9.7	18.7	-1.5	-0.2	5.9	5.4	5.4	6.1%	6.4%	6.8%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	46,000.00	10,528	19.5	8.2	7.3	1.1	1.1	1.0	4.8	3.0	2.9	4.3%	5.5%	6.1%
SK电信	KRW	175,500.00	12,421	9.9	9.6	8.3	1.1	1.3	1.2	3.8	3.7	3.4	5.4%	5.2%	5.4%
LG电信	KRW	7,180.00	3,240	6.5	5.2	8.0	0.9	0.9	0.8	3.6	1.5	1.7	4.9%	5.1%	5.0%
平均				12.0	7.6	7.9	1.0	1.1	1.0	4.1	2.7	2.7	4.9%	5.3%	5.5%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	139,000.00	72,444	12.4	11.7	11.6	1.3	1.3	1.2	3.4	3.5	3.5	3.5%	3.7%	3.8%
KDDI	JPY	495,000.00	26,422	9.9	9.5	9.2	1.2	1.1	1.0	3.0	2.8	2.9	2.2%	2.5%	2.7%
平均				11.2	10.6	10.4	1.3	1.2	1.1	3.2	3.2	3.2	2.8%	3.1%	3.3%
印度运营商															
Bharti	INR	338.45	28,426	16.3	14.3	18.3	4.4	3.4	2.7	8.0	7.7	6.2	0.3%	0.5%	0.5%
Reliance	INR	122.25	5,581	4.2	6.7	14.7	0.6	0.6	0.6	6.9	7.4	8.7	0.7%	0.9%	0.8%
MTNL	INR	50.50	704	15.4	-7.0	-4.5	0.3	0.3	0.3	-0.9	0.6	1.4	2.0%	2.4%	1.8%
平均				12.0	4.7	9.5	1.8	1.4	1.2	4.7	5.3	5.4	1.0%	1.3%	1.0%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.45	3,925	18.9	21.2	21.6	1.7	1.7	1.8	4.8	4.9	4.8	5.7%	6.5%	6.3%
MobileOne	SGD	2.31	1,583	13.8	13.1	12.5	8.1	7.5	7.0	7.4	7.2	7.0	5.8%	6.3%	6.9%
Singtel	SGD	3.17	38,488	14.6	13.0	13.1	2.5	2.2	2.0	12.4	10.1	9.6	3.9%	4.3%	4.9%
PLDT	PHP	2,414.00	10,315	11.5	10.9	10.6	4.8	4.5	4.2	6.0	6.3	6.2	6.1%	8.7%	8.5%
中华电信	TWD	73.90	23,783	14.9	15.3	15.2	1.7	1.9	1.9	5.4	5.4	5.3	6.0%	6.6%	6.5%
台湾大哥大	TWD	68.70	8,667	14.7	14.8	14.1	3.9	4.1	4.0	8.1	6.9	6.8	7.3%	6.4%	6.8%
平均				14.7	14.7	14.5	3.8	3.7	3.5	7.4	6.8	6.6	5.8%	6.5%	6.6%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 7：历史 P/E 和 P/B (600050.CH)



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
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED