



2009 年 2 月 6 日

电信服务

中金公司研究部

分析员: 陈昊飞 chenhf@cicc.com.cn

联系人: 陈丽嘉 chenlj@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

定量测算小灵通退市

目前占 7% 的固网调整后收入,
70% 的对应资产 09 年 3 月减值

要点:

- ◆ **最新变化:** 工信部要求中国电信与中国联通在 2011 年年底前完成小灵通退网工作, 将其频段让位给 TD-SCDMA。
 - 中国电信与中国联通小灵通业务目前占到其调整后固网收入的 7%-8% 左右。我们预计, 2008-2011 年小灵通业务收入将分别同比下降 30%、60%、50% 和 100%。
 - 中国电信与联通预计将在 09 年 3 月公布 2008 年业绩时分别核销小灵通资产 180 亿元 (净资产总额约 250 亿元) 和 85 亿元 (净资产总额 125 亿元)。我们认为这样“非现金且一次性”的核销, 不会对其股价带来负面影响。
 - 实际上, 从 2009 年开始, 小灵通资产核销可能为中国电信和联通每年分别节省超过 30 亿元和 15 亿元的折旧费用, 有望提升公司的净利润水平。
- ◆ **投资建议:** 不必改变我们之前的观点, 因为我们在模型中已经假设小灵通将在三年内退市。我们认为, 以非现金方式一次性核销大量小灵通资产对中国电信和中国联通而言均属利好, 因为其未来折旧费用将有所下降, 从而提升公司未来的盈利水平。
 - 我们仍然偏好中国电信 (推荐: DCF-12 个月目标价 5 港元): 其宽带业务前景较好, 有望持续带来充裕的现金流; CDMA 风险基本上可以通过与母公司的租赁经营模式和对送手机要求“预存话费”来规避。
 - 在近期股价大跌后, 我们目前对联通红筹的看法中性 (DCF-12 个月目标价 7.5 港元): 投资者可以考虑回补其空头仓位, 但仍可耐心等待股价接近 6 港元时为较具吸引力的介入点。2008-2010 年的可持续经营性业绩可能将维持弱势, 由于重组融合成本和推动 WCDMA 所需要的巨大资本开支和销售费用。
 - 我们维持中国移动 60-80 港元区间交易的判断 (中性: DCF-12 个月目标价 80 港元): 虽然中国移动将获得小灵通频段, 但我们并不认为这将对中国移动带来实质性利好。中国移动已变成价值股, 因此介入的价格水平以及中移动的资本开支和股息策略具有重要意义。
- ◆ **估值与财务指标:** 参见图 3-图 11。

延伸阅读:

1/5/2009	牌照发放明朗, 监管与执行下一步怎么走? 卖中联通、买中电信
1/23/2009	中国联通: 若非经常性盈利触发强劲反弹, 是伺机减仓的机会
12/11/2008	中国移动: 波段交易港币 60-80: 3 个负面因素、2 个长期正面
8/29/2008	中国电信: 移动信心源自准备, 固网重估日益临近
4/21/2008	中国移动获利了结

仍然看好中国电信

我们仍然看好中国电信（推荐；12 个月目标价 5 港元），在其宽带业务的支持下，其将维持高现金流收益率。

CDMA 风险基本上可以规避，因为其资本支出是由母公司承担，上市公司与母公司间的租赁协议可以在两年后进行重新协商，而且新协议需得到小股东批准。另外，CDMA 手机补贴前提为预存 18-24 个月的 ARPU 费用。

我们最新模型已经包括了目前宏观经济形势不佳、竞争升级以及小灵通退市影响。为保守起见，我们还假设中国电信固网增值服务收入增速将从 2009 年开始迅速下降。

风险：宽带与增值业务增长低于预期；高层管理层变化。

股价大跌后对联通红筹看法中性

我们目前对中国联通（12 个月目标价 7.5 港元）的看法中性。投资者可以考虑空头回补，但仍可耐心等待股价接近 6 港元时为更具吸引力的介入点。

受重组整合成本影响，2008 年经营性业绩可能低于预期。2009 年多数时间，中国联通将忙于准备 WCDMA 业务，无力与中国电信和中国移动相竞争，因此 2009 年业绩可能弱于预期。另外，由于在推出 WCDMA 业务之初折旧与销售费用较高，2010 年业绩可能仍然低于预期。

我们最新模型已经包括了重组整合成本、目前宏观经济形势不佳、竞争升级以及小灵通退市影响。

风险：重组整合所需时间以及难度超出预期，WCDMA 的推出遭遇阻击/挫折。

对中国移动重申波段操作

我们仍建议在 60-80 港元区间内对中国移动（中性；12 个月目标价 80 港元）进行波段操作。虽然中国移动将获得小灵通频段，但我们并不认为这将对中国移动带来实质性利好。

中国移动已变为价值股，因此在低价位介入具有重要意义。另外，要成为一只真正的价值股，中国移动还需要从 2009 年开始大幅削减资本支出，以改善其自由现金流、降低未来的折旧压力；并同步考虑增加股利分配。

我们最新模型已经包括了目前宏观经济形势不佳以及竞争升级（南方的威胁主要来自中国电信；北方来自新联通；同时政企客户也面临显著威胁）。

但是，我们仍然没有在模型中反映运营 TD 带来的直接损失/收益。至今为止，中移动成功的 TD 风控策略使我们相信 TD 运营给中移动带来的影响可以控制在一个较小的幅度内。例如，中移动上市公司 2009 年将支付母公司不超过 10 亿人民币的 TD 网络租赁费，再把原来的手机补贴费用从 80 亿人民币上调到 100 亿；意味着总计为 TD 增加的费用可能在人民币 30-50 亿左右（相当于目前 3%-5% 的净利润水平）。中移动可能能够通过 TD 的运营收入（目前主要来自 TD 上网卡）和加强其他费用控制来抵补这些因 TD 运营而额外增长的费用。

风险：正面：大幅削减资本支出以及显著提升股息分配率（似乎不太可能）。负面：过度激进的发展 TD 用户；行业竞争激烈程度超出预期；潜在非对称性监管；高层管理层变化。

图 1：相对股价表现

	变化率				
	日涨跌	周涨跌	月涨跌	3月涨跌	6月涨跌
恒生指数	0.9%	0.2%	-15.3%	-11.2%	-40.0%
恒生中国指数	3.0%	6.5%	-14.1%	3.2%	-37.6%
中国移动	1.4%	3.2%	-15.0%	0.9%	-29.4%
中国电信	1.8%	4.8%	-11.3%	1.8%	-31.5%
中国联通（香港）	-1.1%	-3.8%	-36.5%	-33.9%	-55.9%
中国联通（A股）	0.0%	7.4%	2.0%	1.8%	-20.9%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 2: 中国电信固网业务模拟增速

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
传统固话语音业务 (占调整后收入比重)	58.0%	53.1%	47.9%	42.9%	36.5%	31.5%	26.7%	22.8%
-- 同比增长	-1.5%	-6.0%	-8.0%	-10.0%	-14.0%	-13.0%	-13.0%	-12.0%
小灵通业务 (占调整后收入比重)	13.0%	10.6%	7.3%	2.9%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
-- 同比增长	-10.0%	-16.0%	-30.0%	-60.0%	-50.0%	-100.0%	0.0%	0.0%
所有固话语音业务 (占调整后收入比重)	71.0%	63.7%	55.2%	45.8%	38.0%	31.5%	26.7%	22.8%
-- 同比增长	-2.0%	-7.8%	-11.7%	-16.6%	-16.3%	-16.3%	-13.0%	-12.0%
宽带 (占调整后收入比重)	14.0%	18.0%	23.3%	29.9%	36.4%	41.9%	46.1%	49.6%
-- 同比增长	33.0%	32.0%	32.0%	29.0%	23.0%	16.0%	13.0%	11.0%
增值业务 (占调整后收入比重)	8.0%	10.5%	13.2%	15.4%	16.3%	17.1%	17.7%	18.2%
-- 同比增长	42.0%	35.0%	28.0%	17.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
其他业务 (占调整后收入比重)	7.0%	7.8%	8.2%	9.0%	9.4%	9.6%	9.5%	9.4%
-- 同比增长	3.0%	14.0%	8.0%	10.0%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%
固网、小灵通业务导致调整后收入同比变化		-5.6%	-7.4%	-9.2%	-7.5%	-6.2%	-4.1%	-3.2%
宽带及增值业务导致调整后收入同比变化		7.3%	8.7%	9.0%	7.9%	6.8%	6.5%	6.1%
其他业务导致调整后收入同比变化		1.0%	0.6%	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
总的调整后收入的同比变化	5.0%	2.7%	1.9%	0.7%	0.9%	0.9%	2.6%	3.1%
调整后 EBITDA 率	49.7%	49.0%	47.9%	47.0%	46.3%	45.4%	44.6%	43.9%
折旧 (占调整后收入比重)	30.1%	29.8%	29.9%	28.2%	27.3%	26.4%	25.7%	24.3%
-- 同比增长	3.3%	1.9%	2.3%	-5.1%	-2.2%	-2.4%	-0.1%	-2.5%
调整后净利润 (占调整后收入比重)	13.1%	12.8%	11.8%	12.6%	12.8%	12.7%	12.7%	13.4%
-- 净利润率同比增长	0.4%	-1.6%	-8.0%	6.9%	1.2%	-0.4%	-0.5%	5.5%
调整后净利润的同比变化	5.4%	1.0%	-6.2%	7.6%	2.1%	0.5%	2.0%	8.8%

由于2008年大额小
灵通减值

资料来源: 公司数据、中金公司研究部 注: 红色为预测数字

表 3: 财务摘要-中国电信

中国电信估值

评级	推荐
目标价格	港币 5
当前价格	港币 2.83
市值	人民币 百万 199,894

百万 除非特指	2006PF	2007PF	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
收入	202,195	207,980	207,114	224,123	249,908	272,896	296,350
同比		2.9%	-0.4%	8.2%	11.5%	9.2%	8.6%
经营费用	-115,513	-120,535	-120,413	-148,029	-168,067	-185,420	-204,092
同比		4.3%	-0.1%	22.9%	13.5%	10.3%	10.1%
EBITDA	94,842	95,933	94,386	86,324	98,728	110,319	120,350
同比		1.2%	-1.6%	-8.5%	14.4%	11.7%	9.1%
EBITDA 率	46.9%	46.1%	45.6%	38.5%	39.5%	40.4%	40.6%
同比		-0.8%	-0.6%	-7.1%	1.0%	0.9%	0.2%
折旧	-52,019	-53,269	-54,099	-51,951	-51,151	-50,277	-50,605
同比		2.4%	1.6%	-4.0%	-1.5%	-1.7%	0.7%
净利润	23,001	22,711	21,215	14,250	19,540	24,936	28,888
同比		-1.3%	-6.6%	-32.8%	37.1%	27.6%	15.9%
股利	7,184	6,508	6,475	6,475	7,358	8,363	10,116
同比		-9.4%	-0.5%	0.0%	13.7%	13.6%	21.0%
股利支付率	31%	29%	31%	45%	38%	34%	35%
资本支出	49,085	45,558	46,945	44,697	44,987	45,396	44,587
同比		-7.2%	3.0%	-4.8%	0.7%	0.9%	-1.8%
净债务	102,678	81,759	56,252	39,486	16,039	-9,149	-36,151
股东权益	207,649	227,045	228,954	237,620	251,261	268,640	288,191
权益收益率	11%	10%	9%	6%	8%	10%	10%
每股收益 (人民币)	0.28	0.28	0.26	0.18	0.24	0.31	0.36
每股收益 (港币)	0.28	0.30	0.30	0.20	0.28	0.35	0.41
每股股利 (人民币)	0.09	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10	0.12
每股股利 (港币)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10	0.12	0.14
每股净资产 (人民币)	2.6	2.8	2.8	2.9	3.1	3.3	3.6
每股净资产 (港币)	2.6	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	4.1
股数 (百万)	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932
汇率	1.00	1.07	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
自由现金流	23,293	32,145	37,589	30,912	34,575	35,158	39,106
企业价值	332,786	296,667	256,146	239,380	215,933	190,745	163,742
估值							
市盈率	10.0	9.5	9.4	14.0	10.2	8.0	6.9
市净率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.5	3.1	2.7	2.8	2.2	1.7	1.4
股利收益率	3.1%	3.0%	3.2%	3.2%	3.7%	4.2%	5.1%
自由现金流收益率	7.0%	10.8%	14.7%	12.9%	16.0%	18.4%	23.9%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 4: 财务摘要-中国联通

中国联通估值

评级	中性
目标价格	港币 7.5
当前价格	港币 6.9
市值	人民币 百万 142,885

百万 除非特指	2006PF	2007PF	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
收入	147,260	150,161	148,984	148,022	158,425	175,556	193,994
同比		2.0%	-0.8%	-0.6%	7.0%	10.8%	10.5%
经营费用	-74,826	-77,840	-81,228	-80,376	-89,501	-101,450	-113,860
同比		4.0%	4.4%	-1.0%	11.4%	13.4%	12.2%
折旧	-47,313	-47,550	-46,736	-47,025	-50,118	-53,832	-57,918
同比		0.5%	-1.7%	0.6%	6.6%	7.4%	7.6%
EBITDA	72,434	72,321	67,756	67,647	68,924	74,107	80,134
同比		-0.2%	-6.3%	-0.2%	1.9%	7.5%	8.1%
EBITDA 率	49.2%	48.2%	45.5%	45.7%	43.5%	42.2%	41.3%
同比		-1.0%	-2.7%	0.2%	-2.2%	-1.3%	-0.9%
净利润	14,880	16,198	14,211	13,391	11,866	12,706	14,256
同比		8.9%	-12.3%	-5.8%	-11.4%	7.1%	12.2%
股利	5,978	6,434	4,981	4,813	4,318	4,603	5,111
同比		7.6%	-22.6%	-3.4%	-10.3%	6.6%	11.0%
股利支付率	40%	40%	35%	36%	36%	36%	36%
资本支出	48,020	46,402	52,393	88,966	58,048	64,701	63,721
同比		-3.4%	12.9%	69.8%	-34.8%	11.5%	-1.5%
自由现金流	12,022	11,530	5,979	-18,072	2,518	2,105	9,405
净债务	76,854	16,914	29,770	51,006	52,036	52,724	45,900
企业价值	241,336	170,531	172,654	193,890	194,920	195,608	188,785
股东权益	153,603	204,227	206,515	215,758	223,333	232,159	242,342
每股收益 (人民币)	0.63	0.68	0.60	0.56	0.50	0.54	0.60
每股收益 (港币)	0.62	0.73	0.69	0.65	0.57	0.61	0.69
每股股利 (人民币)	0.25	0.27	0.21	0.20	0.18	0.19	0.22
每股股利 (港币)	0.25	0.29	0.24	0.23	0.21	0.22	0.25
每股净资产 (人民币)	6.5	8.6	8.7	9.1	9.4	9.8	10.2
每股净资产 (港币)	6.4	9.2	10.0	10.4	10.8	11.2	11.7
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	11.1	9.5	10.1	10.7	12.0	11.2	10.0
市净率	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.3	2.4	2.5	2.9	2.8	2.6	2.4
股利收益率	3.6%	4.2%	3.5%	3.4%	3.0%	3.2%	3.6%
自由现金流收益率	5.0%	6.8%	3.5%	-9.3%	1.3%	1.1%	5.0%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 5: 财务摘要-中国移动

中国移动估值

评级	中性
目标价格	港币 80
当前价格	港币 72.25
市值	人民币 百万 1,263,137

百万 除非特指	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
收入	295,358	356,959	408,681	442,675	468,636	491,728	513,774
同比		20.9%	14.5%	8.3%	5.9%	4.9%	4.5%
经营费用	-138,656	-165,537	-196,054	-220,886	-237,951	-252,799	-267,212
同比		19.4%	18.4%	12.7%	7.7%	6.2%	5.7%
EBITDA	159,574	194,003	214,939	223,815	232,605	240,830	248,492
同比		21.6%	10.8%	4.1%	3.9%	3.5%	3.2%
EBITDA 率	54.0%	54.3%	52.6%	50.6%	49.6%	49.0%	48.4%
同比		0.3%	-1.8%	-2.0%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
折旧	64,574	67,354	70,849	75,203	79,277	83,423	87,608
同比		4.3%	5.2%	6.1%	5.4%	5.2%	5.0%
净利润	67,975	88,943	113,191	117,360	121,573	125,519	129,083
同比		30.8%	27.3%	3.7%	3.6%	3.2%	2.8%
股利	31,156	39,883	49,223	54,149	59,398	64,801	68,995
同比		28.0%	23.4%	10.0%	9.7%	9.1%	6.5%
股利支付率	42%	44%	43%	46%	49%	52%	54%
资本支出	87,000	105,100	132,821	121,736	117,159	115,556	114,058
同比		20.8%	26.4%	-8.3%	-3.8%	-1.4%	-1.3%
净债务	-116,823	-154,894	-174,783	-202,127	-234,127	-272,055	-311,710
股东权益	319,002	373,751	435,628	496,672	556,601	614,990	672,663
权益收益率	21.3%	25.7%	28.0%	25.2%	23.1%	21.4%	20.0%
每股收益 (人民币)	3.42	4.45	5.65	5.86	6.07	6.27	6.44
每股收益 (港币)	3.40	4.74	6.47	6.71	6.95	7.18	7.38
每股股利 (人民币)	1.56	1.99	2.46	2.70	2.97	3.23	3.44
每股股利 (港币)	1.54	2.10	2.82	3.10	3.40	3.71	3.95
每股净资产 (人民币)	15.98	18.66	21.75	24.79	27.79	30.70	33.58
每股净资产 (港币)	15.90	19.88	24.92	28.41	31.84	35.18	38.48
股数 (百万)	19,968	20,032	20,032	20,032	20,032	20,032	20,032
汇率	1.00	0.94	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
自由现金流	59,540	56,029	52,259	73,078	82,073	92,369	98,588
企业价值	1,332,589	1,203,117	1,088,354	1,061,010	1,029,009	991,082	951,427
估值							
市盈率	21.2	15.2	11.2	10.8	10.4	10.1	9.8
市净率	4.5	3.6	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.4	6.2	5.1	4.7	4.4	4.1	3.8
股利收益率	2.1%	2.9%	3.9%	4.3%	4.7%	5.1%	5.5%
自由现金流收益率	4.5%	4.7%	4.8%	6.9%	8.0%	9.3%	10.4%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 6: DCF-中国电信(固网业务)

(人民币 百万)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
12月31日																
固网用户(000)	210,100	223,040	220,330	208,350	191,260	179,281	171,350	167,588	168,104	168,517	168,848	169,112	169,324	169,493	169,628	169,737
宽带用户(000)	21,024	28,320	35,650	44,270	55,206	64,165	72,236	79,094	84,919	89,852	94,071	97,716	100,902	103,722	106,252	108,551
收入增长率(调整后)	6.4%	5.0%	2.8%	1.8%	0.2%	0.7%	0.9%	2.3%	2.9%	2.9%	2.6%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%
EBITDA率(调整后)	50.3%	49.7%	49.0%	48.0%	47.0%	46.3%	45.4%	44.6%	43.9%	43.0%	42.2%	41.0%	39.9%	38.8%	37.6%	36.5%
资本支出占收比	33.1%	28.9%	26.0%	26.3%	25.0%	25.0%	25.0%	24.0%	23.0%	22.0%	21.3%	20.7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%
债务/总资本	43.5%	38.0%	32.1%	33.4%	31.4%	29.7%	28.2%	26.8%	25.5%	24.4%	23.3%	22.4%	21.6%	20.9%	20.4%	19.9%
调整EBIT	32,228	33,601	31,257	13,421	33,519	33,924	34,234	34,756	36,994	38,989	40,629	40,883	40,589	40,687	38,488	38,217
增长率(%)	6.9%	4.3%	-7.0%	-57.1%	149.7%	1.2%	0.9%	1.5%	6.4%	5.4%	4.2%	0.6%	-0.7%	0.2%	-5.4%	-0.7%
税后EBIT	24,965	25,799	23,776	10,573	26,778	27,088	27,315	27,735	29,546	31,161	32,487	32,695	32,460	32,541	30,768	30,551
增长率(%)	4.7%	3.3%	-7.8%	-55.5%	153.3%	1.2%	0.8%	1.5%	6.5%	5.5%	4.3%	0.6%	-0.7%	0.2%	-5.4%	-0.7%
折旧和摊销	49,652	51,301	52,257	53,444	50,694	49,593	48,432	48,404	47,142	45,840	44,763	44,128	43,809	43,325	44,933	44,578
固定资产及设备摊销	1,741	2,110	1,718	1,650	1,488	1,582	1,664	1,745	1,823	1,897	1,968	2,038	2,105	2,170	2,233	2,294
其他非现金项目	1,274	1,232	4,145	20,415	1,417	1,426	1,439	1,473	1,515	1,560	1,601	1,637	1,673	1,713	1,753	1,792
营运资本变化	-12,094	-8,064	-5,644	-4,070	-3,783	-3,566	-2,923	-2,457	-2,231	-2,066	-2,277	-2,140	-2,266	-2,361	-2,548	-2,773
资本支出	-53,864	-49,085	-45,558	-46,945	-44,697	-44,987	-45,396	-44,587	-43,967	-43,286	-43,093	-42,762	-42,375	-42,103	-41,779	-41,437
增长率(%)	-4.3%	-8.9%	-7.2%	3.0%	-4.8%	0.7%	0.9%	-1.8%	-1.4%	-1.5%	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
自由现金流	11,674	23,293	30,694	35,067	31,897	31,136	30,532	32,314	33,829	35,105	35,449	35,597	35,407	35,286	35,361	35,006
增长率(%)	31.5%	99.5%	31.8%	14.2%	-9.0%	-2.4%	-1.9%	5.8%	4.7%	3.8%	1.0%	0.4%	-0.5%	-0.3%	0.2%	-1.0%
自由现金流率	7.2%	13.7%	17.5%	19.6%	17.8%	17.3%	16.8%	17.4%	17.7%	17.8%	17.6%	17.2%	16.8%	16.3%	16.0%	15.5%

	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	219,415	218,270	220,546	223,772
终值的贴现价值	143,456	143,762	142,319	140,890
企业价值	362,871	362,032	362,865	364,662
终值占企业价值比	40%	40%	39%	39%
净债务	84,598	60,540	40,879	20,000
净债务计算前股利支付	6,273	6,455	6,475	6,475
权益价值	284,546	307,947	328,461	351,136
年底股数(百万)	80,932	80,932	80,932	80,932
每股权益价值(人民币)	3.52	3.80	4.06	4.34
汇率	0.87	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	4.03	4.36	4.65	4.97
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值退出倍数	11.3	11.3	11.3	11.3

综合资本成本计算	
权益成本=	11.6%
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=	1.10
市场收益率=	11.0%
综合资本成本=	10.8%
债务/总资本	10%
权益/总资本	90%
债务/总资本(10年平均)	29%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 7: DCF-中国电信(移动业务)

(人民币 百万)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入增长率	15.9%	4.1%	1.6%	-12.3%	58.4%	54.3%	30.5%	21.1%	13.8%	9.0%	6.4%	4.8%	3.5%	2.7%	2.0%	1.6%
服务收入增长率	13.1%	-1.0%	-0.5%	-9.4%	45.5%	65.1%	35.3%	23.0%	14.9%	9.6%	6.7%	4.9%	3.6%	2.7%	2.1%	1.6%
EBITDA率	27.9%	31.6%	31.6%	30.5%	5.1%	22.0%	30.5%	33.8%	35.6%	36.4%	36.7%	36.7%	36.8%	36.6%	36.2%	35.7%
租赁费占收比	29.1%	29.9%	30.6%	30.6%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
资本支出占收比	32.6%	11.7%	14.4%	85.0%	100.0%	40.0%	40.0%	40.0%	35.0%	35.0%	33.0%	30.0%	27.0%	24.0%	22.0%	20.0%
调整后EBIT	(122)	757	787	287	(6,873)	(2,267)	2,383	5,332	7,421	8,582	9,508	9,923	10,319	10,316	10,005	9,384
税后(EBIT+租赁折旧费)	5,458	6,380	6,387	5,181	(1,985)	5,350	12,324	16,541	18,779	19,112	18,515	17,054	15,431	15,504	17,893	20,043
折旧	614	718	631	656	1,257	1,559	1,845	2,200	2,599	3,020	3,176	3,261	3,344	3,458	3,587	3,813
手机补贴摊销	5,950	4,205	4,000	3,547	13,977	17,757	19,681	22,096	24,008	25,636	27,389	29,317	30,880	32,477	34,110	35,780
网络折旧	-	-	-	9,838	12,569	15,588	18,446	22,004	25,989	30,198	31,757	32,614	33,440	34,578	35,873	38,131
补贴新花费成本	4,146	3,363	3,151	-	13,977	17,757	19,681	22,096	24,008	25,636	27,389	29,317	30,880	32,477	34,110	35,780
网络资本支出	9,000	3,200	4,000	21,347	36,536	24,125	32,634	40,131	40,346	44,227	44,510	42,452	39,590	36,146	33,816	31,225
营运资本变化	889	681	(417)	168	8,285	6,561	3,662	3,273	2,429	1,240	470	(91)	(577)	(915)	(1,173)	(1,372)
现金流净现值	2,285	2,677	1,451	2,523	(985)	3,440	4,626	6,792	8,414	8,419	8,703	8,849	9,128	9,244	9,038	8,703
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%												

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 8: DCF-中国联通（固网业务）

(人民币 百万)															
12月31日	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入增长率(调整后)	-0.8%	0.9%	-2.9%	-2.5%	-0.2%	0.2%	0.9%	1.5%	2.1%	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.1%
EBITDA率(调整后)	50.4%	50.0%	49.2%	47.7%	46.8%	45.6%	44.2%	43.3%	42.2%	41.5%	40.6%	39.7%	38.7%	37.7%	36.6%
资本支出占收比	31.3%	25.1%	25.0%	25.5%	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%	34.2%	29.9%	25.8%	21.8%	20.9%	20.0%	19.2%	18.5%	17.8%	16.1%	15.5%	15.0%	14.5%
调整EBIT	16,953	15,749	14,248	13,472	12,667	12,315	12,067	12,370	12,759	13,393	13,919	14,466	14,840	15,272	15,477
税后EBIT	12,045	11,401	11,199	10,573	9,961	9,687	9,493	9,713	9,997	10,465	10,854	11,259	11,534	11,854	12,005
折旧和摊销	25,608	25,495	25,189	23,831	23,818	23,294	22,807	22,242	21,703	21,119	20,467	19,679	18,930	18,010	17,212
固定资产及设备核销	606	-357	0	500	525	552	578	604	629	653	677	700	722	744	766
其他非现金项目	1,009	868	759	666	598	539	490	447	411	377	345	316	288	263	239
营运资本变化	-6,589	-4,717	-4,741	-4,221	-3,632	-2,729	-2,238	-2,088	-1,986	-1,980	-1,977	-1,981	-1,859	-2,134	-2,148
资本支出	-26,474	-20,684	-20,029	-19,922	-19,872	-19,921	-19,315	-18,798	-18,370	-18,221	-18,036	-17,810	-17,536	-17,226	-16,883
自由现金流	6,205	12,006	12,377	11,426	11,399	11,422	11,815	12,120	12,385	12,414	12,331	12,162	12,079	11,511	11,190
增长率(%)	113.6%	93.5%	3.1%	-7.7%	-0.2%	0.2%	3.4%	2.6%	2.2%	0.2%	-0.7%	-1.4%	-0.7%	-4.7%	-2.8%
自由现金流率	7.3%	14.6%	15.4%	14.6%	14.6%	14.6%	15.0%	15.2%	15.2%	14.9%	14.6%	14.1%	13.8%	13.0%	12.5%

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	77,104	76,658	77,005	77,299
终值的贴现价值	44,079	42,006	40,834	39,696
企业价值	121,184	118,664	117,839	116,995
终值占企业价值比	36%	35%	35%	34%
净债务	48,202	38,259	31,664	25,072
净债务计算前股利支付	3,600	3,707	3,477	3,355
权益价值	76,582	84,112	89,652	95,278
年底股数(百万)	23,727	23,727	23,727	23,727
每股权益价值(人民币)	3.23	3.54	3.78	4.02
汇率	0.87	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	3.70	4.06	4.33	4.60
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

表 9: DCF-中国联通（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%
调整后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	1,593	13,278	528	916	1,001	1,077	1,071	1,023	999	1,022	1,056	1,036	864
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	-6,398	-29,498	-8,881	-9,317	-2,410	-3,171	3,592	7,091	10,598	16,430	21,847	27,628	30,682
增长率(%)	-16.6%	-108.2%	1243.5%	361.0%	-69.9%	4.9%	-74.1%	31.6%	-213.3%	97.4%	49.5%	55.0%	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	-34,520	-23,521	16,744	39,834
永续增长率	2%	2%	2%	2%
终值的贴现价值	71,736	90,716	100,745	111,883
企业价值	37,216	67,195	117,489	151,717
终值占企业价值比	193%	135%	86%	74%
净债务	31,288	8,489	-19,341	-26,964
权益价值	68,504	75,685	98,148	124,753
年底股数(百万)	23,727	23,727	23,727	23,727
每股权益价值(人民币)	2.89	3.19	4.14	5.26
汇率	0.87	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	3.31	3.65	4.74	6.02
每用户权益价值(人民币)	514	522	566	605
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%
债务/总资本(10年平均)	0.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 10: DCF—中国移动

(人民币 百万)		12月31日	平均	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
		203,993		243,041	295,358	356,959	408,681	442,675	468,636	491,728	513,774	535,026	554,815	573,116	589,760	604,861	618,485	630,778	641,917	
EBITDA 年敏感性情景分析		1		(1=model case, 2=bearish case, 3=bullish case)																
EBITDA 年 (模型情景)			55.4%	54.9%	54.0%	54.3%	52.6%	50.6%	49.6%	49.0%	48.4%	47.8%	47.3%	46.9%	46.5%	46.1%	45.7%	45.3%	44.9%	
EBITDA 年 (悲观情景)			55.4%	54.0%	54.0%	54.3%	52.5%	50.0%	49.0%	48.4%	47.8%	47.2%	46.7%	46.3%	45.9%	45.5%	45.1%	44.7%	44.3%	
EBITDA 年 (乐观情景)			55.4%	54.9%	54.0%	54.3%	54.0%	50.8%	49.8%	49.2%	48.6%	48.0%	47.5%	47.0%	46.5%	46.0%	45.5%	45.0%	44.5%	
EIBTDA		113,050	133,338	159,574	193,745	214,939	223,815	232,605	240,830	248,492	255,896	262,641	268,754	274,020	278,577	282,458	285,741	288,518		
增长率 %		NA	17.9%	19.7%	21.4%	10.9%	4.1%	3.9%	3.5%	3.2%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	1.4%	1.2%	1.0%		
EBIT		62,911	76,970	94,797	126,391	144,090	148,612	153,328	157,407	160,884	163,612	165,304	166,984	167,569	167,599	171,080	173,889	177,385		
增长率 %		31.3%	31.5%	31.8%	32.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%		
资本支出占收入比例情景分析		1		(1=model case, 2=bearish case, 3=bullish case)																
资本支出占收入比 (模型情景)			31.7%	29.4%	29.5%	29.4%	32.5%	27.5%	25.0%	23.5%	22.2%	21.2%	20.2%	19.5%	19.0%	18.5%	18.0%	17.5%	17.0%	
资本支出占收入比 (悲观情景)			31.7%	29.4%	29.5%	29.4%	33.0%	29.5%	27.0%	25.0%	23.5%	22.3%	21.3%	20.5%	19.9%	19.3%	18.8%	18.3%	17.9%	
资本支出占收入比 (乐观情景)			31.7%	29.4%	29.5%	29.4%	32.0%	25.5%	21.5%	21.0%	20.0%	19.0%	18.2%	18.0%	17.5%	17.0%	16.5%	16.0%	15.5%	
资本支出		64,671	71,500	87,000	105,100	132,821	121,736	117,159	115,556	114,058	113,426	112,073	111,758	112,054	111,899	111,327	110,386	109,126		
增长率 %		NA	10.6%	21.7%	20.8%	26.4%	-8.3%	-3.8%	-1.4%	-1.3%	-0.6%	-1.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.5%	-0.8%	-1.1%		
净增用户市场份额			65.0%	72.9%	78.9%	77.2%	101.4%	58.6%	40.1%	33.5%	33.7%	35.8%	37.1%	40.0%	42.3%	44.1%	45.5%	46.6%	47.4%	
收入增长率		9.2%	13.9%	19.1%	21.5%	20.9%	14.5%	8.3%	5.9%	4.9%	4.5%	4.1%	3.7%	3.3%	2.9%	2.6%	2.3%	2.0%	1.8%	
EBITDA 年		50.0%	55.4%	54.9%	54.0%	54.3%	52.6%	50.6%	49.6%	49.0%	48.4%	47.8%	47.3%	46.9%	46.5%	46.1%	45.7%	45.3%	44.9%	
资本支出占收入		25.0%	31.7%	29.4%	29.5%	29.4%	32.5%	27.5%	25.0%	23.5%	22.2%	21.2%	20.2%	19.5%	19.0%	18.5%	18.0%	17.5%	17.0%	
债务/总资产		5.7%	16.1%	11.8%	10.3%	8.3%	7.2%	6.3%	5.7%	4.5%	4.1%	3.8%	3.5%	3.3%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
税后 EBIT		43,241	52,703	64,674	85,259	108,068	111,459	114,996	118,055	120,663	122,709	123,978	125,238	125,677	125,699	128,310	130,417	133,039		
增长率 %		NA	21.9%	22.7%	31.8%	26.8%	3.1%	3.2%	2.7%	2.2%	1.7%	1.0%	1.0%	0.4%	0.0%	2.1%	1.6%	2.0%		
折旧和摊销		50,139	56,368	64,777	67,354	70,849	75,203	79,277	83,423	87,608	92,284	97,336	101,770	106,451	110,978	111,379	111,852	111,133		
固定资产及设备摊销		5,900	5,645	2,857	2,788	2,788	2,889	2,995	3,105	3,219	3,337	3,461	3,589	3,722	3,826	3,898	3,934	3,934		
其他非现金项目		2,273	2,968	3,852	3,872	3,949	4,028	4,109	4,191	4,275	4,361	4,448	4,537	4,627	4,720	4,814	4,911	5,009		
营运资本变化		5,070	11,128	10,380	1,856	-573	1,234	-2,144	-849	-3,118	-1,195	-3,423	-1,921	-4,123	-2,547	-4,685	-3,052	-5,139		
资本支出		-64,671	-71,500	-87,000	-105,100	-132,821	-121,736	-117,159	-115,556	-114,058	-113,426	-112,073	-111,758	-112,054	-111,899	-111,327	-110,386	-109,126		
增长率 %		24	10.6%	21.7%	20.8%	26.4%	-8.3%	-3.8%	-1.4%	-1.3%	-0.6%	-1.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.5%	-0.8%	-1.1%		
自由现金流		41,952	57,312	59,540	56,029	52,259	73,078	82,073	92,369	98,588	108,070	113,727	121,445	124,300	130,777	132,388	137,675	138,851		
增长率 %		255	36.6%	3.9%	-5.9%	-6.7%	39.8%	12.3%	12.5%	6.7%	9.6%	5.2%	6.8%	2.4%	5.0%	1.2%	4.0%	0.9%		
自由现金流率		20.6%	23.6%	20.2%	15.7%	12.8%	16.5%	17.5%	18.8%	19.2%	20.2%	20.5%	21.2%	21.1%	21.6%	21.4%	21.8%	21.6%		
			目前	1年后	2年后	3年后	综合资本成本计算													
			2008~17	2009~18	2010~19	2011~20														
现金流折现值			606,030	666,436	712,433	753,958	权益成本= 11.0%													
终值的折现价值			518,352	539,052	543,656	548,299	债务成本= 5.00%													
企业价值			1,124,383	1,205,488	1,256,088	1,302,257	税率= 25.0%													
终值占企业价值比			46%	45%	43%	42%	无风险利率= 5.00%													
净现值 (2007, 2008, 2009, 2010)			154,894	174,783	202,127	234,127	权益风险溢价= 6.0%													
净现值计算前股利支付			34,088	44,553	51,686	56,773	贝塔= 1.00													
权益价值			1,313,365	1,424,824	1,509,901	1,593,157	市场收益率= 11.0%													
年底股息 (百万)			20,032	20,032	20,032	20,032	综合资本成本= 11.0%													
每股权益价值 (人民币)			65.56	71.13	75.37	79.53	债务/总资产 0%													
汇率			0.87	0.87	0.87	0.87	权益/总资产 100%													
每股权益价值 (港币)			75.12	81.50	86.36	91.13	债务/总资产 10%													
每用户权益价值 (人民币)			2,872	2,771	2,730	2,736	债务/总资产 (10年平均) 6%													
永续增长率			2.0%	2.0%	2.0%	2.0%														
隐含折现率退出倍数			11.1	11.1	11.1	11.1														

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 11: 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)	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	
国内运营商																
中国移动	HKD	72.25	185,552	15.2	11.2	10.8	3.6	2.9	2.5	*	6.2	5.1	4.7	2.9%	3.9%	4.3%
中国联通	HKD	6.90	20,989	9.5	10.1	10.7	0.8	0.7	0.7	*	2.4	2.5	2.9	4.2%	3.5%	3.4%
中国电信	HKD	2.83	29,364	9.5	9.4	14.0	0.9	0.9	0.8	*	3.1	2.7	2.8	3.0%	3.2%	3.2%
平均				11.4	10.2	11.8	1.8	1.5	1.3		3.9	3.4	3.5	3.4%	3.5%	3.6%
美国运营商																
Verizon	USD	29.87	84,861	15.6	11.9	11.3	1.8	1.7	1.6		5.5	4.6	4.4	5.6%	6.1%	6.4%
Sprint Nextel	USD	2.43	6,942	-0.2	37.4	-13.6	0.3	0.3	0.4		2.5	3.4	4.0	4.1%	0.0%	0.0%
AT&T	USD	24.62	145,086	12.6	11.0	9.9	1.3	1.4	1.5		5.2	5.3	5.0	5.8%	6.7%	7.0%
平均				9.3	20.1	2.5	1.1	1.1	1.1		4.4	4.4	4.5	5.2%	4.3%	4.5%
欧洲运营商																
英国电信	GBP	1.05	11,609	4.8	5.4	5.4	1.5	1.9	1.7		3.1	3.3	3.3	15.3%	11.0%	10.6%
沃达丰	GBP	1.30	97,282	10.0	9.5	8.6	0.9	0.9	0.8		n.m.	6.6	6.2	6.2%	6.1%	6.3%
德国电信	EUR	9.52	53,473	73.2	13.0	11.5	1.0	1.0	1.0		5.2	4.4	4.2	8.2%	8.4%	8.7%
法国电信	EUR	17.56	59,125	7.3	8.6	8.5	1.5	1.5	1.4		4.6	4.6	4.7	7.4%	8.0%	8.4%
西班牙电信	EUR	13.93	84,410	7.4	8.7	8.1	3.3	2.9	2.5		5.0	5.1	5.0	5.4%	7.2%	8.2%
意大利电信	EUR	0.96	22,487	7.4	8.5	9.1	0.7	0.7	0.7		4.8	4.8	4.9	8.3%	7.0%	7.1%
平均				18.3	8.9	8.5	1.5	1.5	1.4		4.5	4.8	4.7	8.5%	7.9%	8.2%
韩国运营商																
韩国电信	KRW	39,800.00	7,883	7.8	12.1	10.8	0.9	0.8	0.8		2.8	2.8	2.7	5.0%	4.5%	4.8%
SK电信	KRW	207,500.00	12,132	9.1	11.0	10.7	1.3	1.5	1.4		5.2	4.7	4.7	4.5%	4.6%	5.0%
KTF	KRW	29,000.00	3,954	22.7	10.0	8.1	1.3	1.3	1.2		4.5	3.4	3.3	0.0%	2.5%	3.6%
LG电信	KRW	9,310.00	1,869	9.4	n.a.	n.a.	1.5	1.3	1.1		4.8	n.a.	3.8	3.2%	4.3%	4.5%
平均				12.3	11.0	9.8	1.2	1.2	1.1		4.3	3.6	3.6	3.2%	4.0%	4.5%
日本运营商																
NTT DoCoMo	JPY	158,400.00	79,368	13.9	13.1	13.2	1.6	1.5	1.4		4.5	4.2	4.4	3.0%	3.0%	3.1%
KDDI	JPY	570,000.00	28,547	11.7	9.7	8.9	1.5	1.3	1.2		4.3	3.6	3.3	1.8%	2.0%	2.2%
平均				12.8	11.4	11.0	1.5	1.4	1.3		4.4	3.9	3.8	2.4%	2.5%	2.6%
印度运营商																
Bharti	INR	633.95	24,569	18.8	14.3	11.8	n.m.	3.9	3.0		n.m.	8.2	6.9	n.m.	1.6%	1.2%
Reliance	INR	170.05	7,166	n.m.	6.3	6.6	1.5	1.1	0.9		n.m.	6.6	5.4	n.m.	0.9%	1.3%
MTNL	INR	72.30	930	n.m.	13.3	14.8	n.m.	0.4	0.4		n.m.	1.0	1.0	n.m.	5.2%	5.1%
平均				18.8	11.3	11.1	1.5	1.8	1.4		n.m.	5.3	4.4	n.m.	2.6%	2.5%
其他亚洲运营商																
马来西亚电信	MYR	3.18	3,153	4.3	22.2	19.0	0.6	1.1	1.1		1.5	5.6	5.8	11.0%	7.1%	6.9%
MobileOne	SGD	1.62	962	9.0	9.9	9.6	7.0	6.0	5.4		5.3	5.5	5.4	6.8%	8.4%	8.5%
Singtel	SGD	2.66	28,100	10.6	12.3	11.8	2.0	1.9	1.8		10.7	10.0	10.0	4.5%	4.5%	4.8%
PLDT	PHP	2,080.00	8,302	11.0	10.6	9.6	3.7	3.6	3.4		5.0	5.0	4.8	8.8%	8.5%	8.7%
中华电信	TWD	51.10	17,660	11.2	11.5	11.7	1.2	1.6	1.6		4.7	4.8	4.8	n.m.	8.1%	8.3%
台湾大哥大	TWD	46.45	5,319	21.0	10.3	10.1	2.7	3.4	3.2		6.7	6.8	6.8	5.7%	8.1%	8.2%
平均				11.2	12.8	12.0	2.9	2.9	2.7		5.7	6.3	6.3	7.4%	7.5%	7.6%

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。