



2009 年 4 月 17 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

无需继续重新布仓 3 月净增用户和 09 年 1 季度关键指标

09 年 3 月份净增用户和 09 年 1 季度关键业绩指标预览

09 年 3 月份移动业务净增用户：我们预计中国联通净增 180~190 万；中国移动净增 630~650 万；中国电信净增 200~250 万。

09 年 1 季度关键业绩指标预览：

- i) 中国移动运营情况恶化（预计平均用户数量同比增长 23%；ARPU 同比下降 11%，资费收入弹性基本消失；收入同比增长最多 10%；净利润同比增长不到 6%）；
- ii) 中国联通运营情况恶化（不含新购入的南方 20 省的固网业务；固网收入同比下降 4%；GSM 平均用户数量同比增长 11%，但是收入持平；合并净利润同比下降 15%）；
- iii) 中国电信运营情况改善（固网收入和净利润料将基本持平；CDMA 收入环比有明显改善，（在将所有手机补贴当期费用化的情况下）亏损可能仅 5 亿元左右，远少于预期）。

要点关注：

09 年 1 季度中国移动 ARPU 可能快速下滑，主要是由于完全失去资费弹性，即使真正的竞争尚未来临。我们预计一季度业绩后，市场将对中国移动 09 年全年的净利润同比增长预期下调到 3% 以下。

中国电信 09 年 1 季度的关键业绩指标可能会发出一个明显的信号，即 09 年公司固网业务将较为稳定，CDMA 亏损或大大低于预期。

估值与建议：

最近两个交易日，中国移动和中国联通跑赢大市约 7 个百分点，中国电信跑输大市约 4 个百分点。

在 09 年 3 月份净增用户数据（4 月 20 日）以及 09 年 1 季度关键业绩指标（中国移动和中国电信 4 月 20 日；中国联通 4 月 29 日）发布之前，投资者可能奉行谨慎原则，锁定收益、将“卖空移动/联通 - 买入电信”的仓位平掉。

在目前股价下，我们认为：

- ◆ 维持对中国电信“推荐”评级；股价调整提供更好买入机会。预计 09 年 15 倍的市盈率其实带有一定的迷惑性：主要是由于 1）当期全部费用化（而非摊销）CDMA 手机补贴；2）自由现金流一般比净利润高出超过 50%。
- ◆ 09 年 3 月份净增用户数据发布前持有联通，之后或在 09 年 1 季度业绩发布前获利了结。考虑到 09 年 5 月中至 8 月中存在一些事件催化剂，期间没有基本面方面的指标发布，我们认为可能出现事件驱动型交易机会。09 年和 10 年动态市盈率分别为 16 倍和 15 倍。
- ◆ 维持对中国移动 60~70 港元之间区间交易的观点，因此目前的股价可能有点高。虽然中国移动 09 年 1 季度关键业绩指标可能好于同类公司，但是其隐含的变化趋势显然比较差。作为目前的行业领先者，在未来竞争不断加剧的情况下，中国移动 09 年 11 倍动态市盈率和 4% 股息率并不具有明显吸引力。

图表 1: 季度关键业绩指标-中国移动

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09E
中国移动					
收入	93,024	103,436	104,936	110,947	102,291
环比 %	-5.6%	11.2%	1.5%	5.7%	-7.8%
同比 %	19.7%	16.4%	14.2%	12.6%	10.0%
EBITDA	49,777	54,482	54,938	57,290	53,191
环比 %	-9.0%	9.5%	0.8%	4.3%	-7.2%
同比 %	22.2%	11.2%	10.8%	4.7%	6.9%
EBITDA率	54%	53%	52%	52%	52%
净利润	24,102	30,747	27,741	30,203	25,548
环比 %	-11.3%	27.6%	-9.8%	8.9%	-15.4%
同比 %	37.2%	51.1%	26.2%	11.1%	6.0%
总用户数 (000)	392,137	414,589	436,120	457,250	477,171
净增用户数 (000)	22,798	22,452	21,531	21,130	19,921
环比 %	15.9%	-1.5%	-4.1%	-1.9%	-5.7%
同比 %	53.1%	38.1%	24.6%	7.4%	-12.6%
综合ARPU	82	85	82	83	73
环比 %	-10.2%	4.2%	-3.8%	0.7%	-11.9%
同比 %	-3.5%	-6.4%	-8.4%	-9.3%	-11.0%
MOU	481	507	489	490	481
环比 %	0.5%	5.5%	-3.6%	0.1%	-1.8%
同比 %	14.0%	11.3%	5.6%	2.4%	0.0%
ARPU/MOU	0.170	0.168	0.168	0.169	0.152
环比 %	-10.7%	-1.2%	-0.2%	0.6%	-10.2%
同比 %	-15.6%	-15.9%	-13.3%	-11.4%	-11.0%
弹性	80%	63%	36%	17%	0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 季度关键业绩指标-中国电信

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09E
中国电信					
收入	52,871	52,067	51,884	50,428	50,074
环比 %	-1.3%	-1.5%	-0.4%	-2.8%	-0.7%
同比 %	4.0%	-2.0%	-1.5%	-5.8%	-5.3%
---CDMA收入	6,781	6,328	6,387	5,441	5,764
环比 %	-6.8%	-6.7%	0.9%	-14.8%	5.9%
同比 %	3.9%	-5.5%	-11.8%	-25.2%	-15.0%
---CDMA电信产品销售收入	2,444	-21	552	713	620
---固网收入	43,646	45,760	44,945	44,274	43,690
环比 %	-2.7%	4.8%	-1.8%	-1.5%	-1.3%
同比 %	1.6%	1.4%	0.7%	-1.3%	0.1%
EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	21,232	23,562
环比 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	11.0%
EBITDA率	n.m.	n.m.	n.m.	42%	47%
---CDMA EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	1,611	1,280
环比 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-20.5%
---CDMA EBITDA率	n.a.	n.a.	n.a.	29.6%	22.2%
---固网EBITDA	22,671	21,597	21,893	19,621	22,282
环比 %	15.6%	-4.7%	1.4%	-10.4%	13.6%
同比 %	0.4%	-4.2%	-1.9%	0.0%	-1.7%
---固网EBITDA率	n.a.	n.a.	n.a.	44.3%	51.0%
净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,807
---CDMA 利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-450
---固网利润	6,251	5,355	5,624	n.a.	6,257
环比 %	16.4%	-14.3%	5.0%	n.m.	n.m.
同比 %	0.5%	-8.8%	1.3%	n.m.	0.1%
移动用户数(000)	42,809	43,169	41,732	27,910	32,830
移动净增用户数(000)	1,716	360	-1,437	-13,822	4,920
环比 %	75%	-79%	-499%	-862%	136%
同比 %	305%	-83%	-784%	-1506%	187%
移动ARPU	53.3	49.1	50.1	63.6	63.3
环比 %	-10.8%	-7.9%	2.2%	26.8%	-0.5%
同比 %	-9.0%	-14.6%	-16.8%	6.5%	18.7%
移动MOU	238	250	222	309	309
环比 %	-12.2%	5.0%	-11.4%	39.2%	0.0%
同比 %	-7.4%	-10.1%	-13.9%	13.8%	29.6%
移动ARPU/MOU	0.224	0.196	0.226	0.206	0.205
环比 %	1.7%	-12.4%	15.3%	-8.9%	-0.5%
同比 %	-1.8%	-5.1%	-3.4%	-6.4%	-8.4%
固网用户数(000)	217,170	214,890	212,970	208,350	204,830
固网净增用户数(000)	-3,170	-2,280	-1,920	-4,620	-3,520
环比 %	-2.3%	28.1%	15.8%	-140.6%	23.8%
同比 %	-528.4%	-421.1%	-82.9%	-49.0%	-11.0%
宽带用户数(000)	37,710	39,950	42,180	44,270	46,700
宽带净增用户数(000)	2,060	2,240	2,230	2,090	2,430
环比 %	17.0%	8.7%	-0.4%	-6.3%	16.3%
同比 %	-5.5%	32.5%	31.2%	18.8%	18.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 季度关键业绩指标-中国联通

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09E
中国联通					
收入	37,584	38,171	36,692	n.a.	36,813
环比 %	-1.6%	1.6%	-3.9%	n.m.	n.m.
同比 %	3.7%	2.1%	-2.2%	n.m.	-2.1%
---GSM收入	16,262	16,237	15,954	16,408	16,344
环比 %	-0.7%	-0.2%	-1.7%	2.8%	-0.4%
同比 %	6.6%	3.4%	0.6%	0.2%	0.5%
---GSM电信产品销售收入	7	8	23	550	7
---固网收入	21,315	21,925	20,715	n.a.	20,462
环比 %	-2.3%	2.9%	-5.5%	n.m.	n.m.
同比 %	1.5%	1.1%	-4.3%	n.m.	-4.0%
EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,566
EBITDA 率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	45%
净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,757
移动用户数(000)	124,225	127,599	130,726	133,365	137,644
移动净增用户数(000)	3,661	3,374	3,127	2,639	4,279
环比 %	-21.1%	-7.8%	-7.3%	-15.6%	62.1%
同比 %	11.4%	-1.1%	-6.7%	-43.1%	16.9%
移动ARPU	44.3	43.0	41.2	41.4	40.2
环比 %	-4.1%	-3.0%	-4.2%	0.6%	-2.9%
同比 %	-5.3%	-9.9%	-11.0%	-10.3%	-9.2%
移动MOU	242	257	242	245	243
环比 %	-7.6%	5.8%	-5.7%	1.2%	-0.8%
同比 %	2.2%	-0.7%	-3.5%	-6.7%	0.2%
移动ARPU/MOU	0.183	0.168	0.170	0.169	0.165
环比 %	3.9%	-8.3%	1.6%	-0.6%	-2.2%
同比 %	-7.4%	-9.3%	-7.8%	-3.9%	-9.5%
固网用户数 (000)	109,101	108,510	107,329	100,146	108,444
固网净增用户数 (000)	-1,719	-591	-1,181	-7,183	8,298
环比 %	53.0%	65.6%	-99.8%	-508.2%	215.5%
同比 %	-323.2%	-276.4%	-97.8%	-96.3%	582.7%
宽带用户数 (000)	21,656	23,355	24,859	25,420	32,337
宽带净增用户数 (000)	1,888	1,699	1,504	561	6,917
环比 %	34.4%	-10.0%	-11.5%	-62.7%	1133.0%
同比 %	24.6%	44.3%	21.3%	-60.1%	266.3%

资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

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		
				08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
国内运营商															
中国移动	HKD	74.15	190,640	11.3	11.2	11.3	2.9	2.6	2.3	5.1	4.9	4.7	3.7%	4.0%	4.3%
中国联通	HKD	8.46	25,789	12.4	15.7	15.3	0.9	0.8	0.8	3.0	3.6	3.5	2.7%	2.1%	2.2%
中国电信	HKD	3.45	35,836	12.3	15.4	11.4	1.1	1.0	1.0	4.0	3.7	2.8	2.5%	2.5%	3.0%
平均				12.0	14.1	12.7	1.6	1.5	1.4	4.0	4.1	3.7	2.9%	2.9%	3.1%
美国运营商															
Verizon	USD	31.44	89,339	13.9	12.6	11.8	2.1	1.9	1.8	5.6	4.9	4.8	5.7%	5.9%	6.0%
Sprint Nextel	USD	4.10	11,746	-4.2	-17.4	-22.2	0.6	0.6	0.7	3.4	3.6	3.8	0.0%	0.0%	0.0%
AT&T	USD	25.77	151,753	11.9	11.8	11.0	1.6	1.6	1.5	5.6	5.9	5.6	6.2%	6.4%	6.6%
平均				7.2	2.3	0.2	1.4	1.4	1.3	4.9	4.8	4.7	4.0%	4.1%	4.2%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	83.70	9,668	3.9	5.8	5.1	1.3	2.2	1.9	3.7	4.4	4.1	18.9%	10.3%	10.2%
沃达丰	GBP	124.80	97,690	9.9	9.0	8.2	0.8	0.8	0.8	7.0	6.3	6.0	6.0%	6.3%	6.6%
德国电信	EUR	9.62	55,220	28.3	11.8	11.2	1.0	1.0	1.0	5.1	4.5	4.4	8.1%	8.3%	8.5%
法国电信	EUR	16.82	57,868	10.8	8.6	8.4	1.6	1.5	1.4	4.3	4.9	4.9	8.3%	8.5%	8.9%
西班牙电信	EUR	15.25	94,435	9.4	8.9	8.1	4.2	3.0	2.9	5.5	5.5	5.4	5.4%	7.5%	8.1%
意大利电信	EUR	1.04	24,502	9.5	10.0	9.5	0.8	0.7	0.7	5.3	5.3	5.3	7.7%	5.1%	5.6%
平均				12.0	9.0	8.4	1.6	1.5	1.4	5.1	5.2	5.0	9.3%	8.2%	8.4%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	38,600.00	7,920	17.4	13.5	12.1	0.9	1.0	1.0	3.7	3.9	3.9	2.9%	4.5%	4.8%
SK电信	KRW	191,000.00	11,569	10.9	9.9	8.5	1.3	1.4	1.3	4.7	4.4	4.2	4.9%	5.0%	5.4%
KTF	KRW	26,850.00	3,792	31.0	10.6	8.3	1.2	1.1	1.0	4.8	4.0	3.8	0.0%	2.7%	3.8%
LG电信	KRW	8,640.00	1,797	8.4	6.8	6.0	1.2	1.1	1.0	4.5	4.0	3.7	2.3%	4.2%	4.8%
平均				16.9	10.2	8.7	1.1	1.2	1.1	4.4	4.1	3.9	2.5%	4.1%	4.7%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	136,600.00	60,441	12.0	11.6	11.2	1.4	1.3	1.2	4.5	4.2	4.4	3.5%	3.6%	3.6%
KDDI	JPY	465,000.00	20,995	9.5	7.8	7.1	1.2	1.1	1.0	4.3	3.6	3.3	2.3%	2.4%	2.7%
平均				10.8	9.7	9.2	1.3	1.2	1.1	4.4	3.9	3.8	2.9%	3.0%	3.2%
印度运营商															
Bharti	INR	667.80	25,475	19.8	15.1	12.9	5.8	4.2	3.2	14.1	10.7	9.1	0.0%	0.8%	0.9%
Reliance	INR	217.95	9,040	8.3	8.1	9.0	1.5	1.4	1.2	16.2	14.1	11.9	0.3%	0.7%	0.7%
MTNL	INR	74.45	943	8.3	17.1	18.0	0.4	0.4	0.4	2.5	4.2	4.5	5.4%	5.3%	5.1%
平均				12.1	13.4	13.3	2.6	2.0	1.6	10.9	9.6	8.5	1.9%	2.2%	2.3%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.62	3,598	15.7	21.9	21.7	1.2	1.4	1.4	5.3	5.2	5.1	5.4%	10.4%	5.9%
MobileOne	SGD	1.47	879	8.8	9.0	8.9	5.9	5.3	4.8	4.9	5.1	5.0	9.1%	8.9%	8.9%
Singtel	SGD	2.58	27,443	10.4	12.1	11.7	2.0	1.9	1.7	10.7	9.3	9.4	4.8%	4.7%	4.8%
PLDT	PHP	2,160.00	8,511	11.9	9.9	9.6	4.0	3.6	3.5	4.7	4.8	4.7	6.4%	8.5%	8.8%
中华电信	TWD	62.20	17,846	13.3	12.5	12.5	n.a.	1.5	1.5	n.a.	4.4	4.4	n.a.	7.5%	7.4%
台湾大哥大	TWD	50.40	5,668	9.7	12.2	11.8	2.9	3.2	3.0	6.9	6.0	5.7	n.a.	7.6%	7.5%
平均				11.6	12.9	12.7	3.2	2.8	2.7	6.5	5.8	5.7	6.4%	7.9%	7.2%

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。