



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 4 月 27 日

电信服务

研究部

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208C

chenhf@cicc.com.cn

陈丽嘉

联系人

chenlj@cicc.com.cn

3G 需求曲线及其对应赢利水平分析

调升联通评级至买入; 潜力大且可避免同质竞争

投资建议:

根据我们对 3G 潜在市场的测算以及对赢利水平的分析, 我们终于决定将联通的评级调高至“买入”——A 股目标价人民币 7.5-8 元; 港股目标价港币 14 元。我们维持中电信“买入”的投资评级, 等待其手机瓶颈的突破; 目标价港币 5 元。我们认为中移动目前价格稍高, 其面对的竞争压力从今年 2 季度开始才真正开始显现; 维持中性评级。

理由:

经过多次波段交易之后, 我们终于将联通调高至“买入”评级, 因为:

1) 我们预计联通将在本月底推出新的营销政策和手机补贴政策; 5 月份 3G 净增用户数很可能首次突破 100 万。新套餐将显著的更具吸引力: 每月承诺 300 元不到, iPhone 即免费 (每月 150, iPhone 不到 2000 元) ——有能力消费的潜在用户规模过亿。同时, 联通还将推出门槛更底的预付费 3G 套餐; 我们期待新增用户数将因此而显著上升。

我们认为联通的新营销新套餐是“降低门槛”, 而不是简单降资费。新套餐包含的分钟数和上网流量数预计将适当降低——不仅可以在超过套餐量的时候适当收费 (更隐蔽也更容易被接受); 也可以避免高端用户选择低端套餐。但作为消费习惯的培养, 可以推出“头两个月数据任用”的策略。

2) 联通内部人员整合完成, 将稳定 2 年以上; 销售、市场和内部渠道“华盛公司”之间的关系被理顺了不少。今年 2 月份开始的内部整合结束了原来“并而不合”的状况、减少了部门重叠。而且, 李刚总整合并统管了原来散落在多个部门的市场和销售; 于应涛总从原来负责华盛公司调到负责销售部, 有利于平衡好销售和内部渠道的关系。

公司的 ESS (电子化销售平台) 也在进一步的完善之中; 之后应该会开放手机补贴到社会渠道中 (和中移动一样)。我们建议公司在业务发展初期不要将手机补贴限定在定制机上 (初期定制机少, 价格较贵; 给手机厂商和销售渠道带来额外压力), 3G 的优势在于利用互联网, 不一定要预装——定制是 2G 时代运营商期望控制业务的产物。

3) 由于担心今年 1 季度亏损, 联通股价已有所回调; 而我们认为联通 1 季度净利润 10 个多亿 (A 股 EPS 1 分多)。

中电信低端手机瓶颈得到很大消除, 站稳低端和政企特殊应用市场; 等待下半年中高端手机的突破, 维持“买入”。

估值:

中联通: 2010 年和 2011 年市净率 0.9 倍, EV/EBITDA 分别为 4 倍和 3.9 倍; 目前股价对应的 2008 年市盈率不到 15 倍。2010/2011 年市盈率较高是因为纳入 3G 费用和折旧, 而 3G 收入仍需时间去累积。我们相信市场会将注意力集中到用户的增长、EV/EBITDA 甚至 PB 上来。**中电信:** 在目前股价下 2010 年和 2011 年市盈率分别为 18 倍和 15 倍, 市净率分别为 1.2 倍和 1.1 倍, EV/EBITDA 分别为 3.4 倍和 2.9 倍; 还有收购母公司网络带来增厚的机会。**中移动:** 在目前股价下 2010 年和 2011 年对应市盈率分别为 12.5 倍和 12 倍, 市净率分别为 2.5 倍和 2.3 倍, EV/EBITDA 分别为 4.9 倍和 4.5 倍, 股利收益率不到 4%。

风险:

中联通: 对于 A 股, 担心 A-H 溢价因允许融券而降低; 低端 2G 用户因中移动的反击而受损; **中电信:** 高端手机推出推迟, iPhone 继续不兼容 CDMA 标准。**中移动:** 联通和电信在策略上犯严重错误。

目录

现在的 3G 是革命性的	3
但 3G 是“不用不知道”；需要降低门槛、二次开发——潜在市场可增大 10 倍	9
3G 盈利能力分析：看似激进的补贴下仍能盈利；成本降低很快	15
中国移动 (941.HK)：中性	17
中国联通 (762.HK)：推荐	20
中国电信 (728.HK)：推荐	23

图表目录

图表 1：3G：“昨天”和“今天”的对比	3
图表 2：iPhone 带来移动互联网感受，阅读 WORD, EXCEL, PPT、浏览网站如同“掌中上网本”	4
图表 3：成千上万的应用程序；电脑上的应用越来越简单的可以搬到手持终端上；通过 3G 来无线接入	5
图表 4：所有运营商积极布局 3G、升级，有些甚至准备用 3G 完全替代 2G	7
图表 5：各个手机制造商都试图向真正的 3G 手机（掌中上网本）方向发展；WCDMA 标准领先	7
图表 6：广告和渠道也将 3G 作为卖点，消费者意识和认识不断提高	8
图表 7：联通目前 iPhone 套餐，我们测算的新套餐以及与目前中移动的 OPhone 套餐补贴的比较	10
图表 8：中国的互联网用户规模及收入结构—至少有将近 1.5 亿人需要移动互联网并有能力消费	11
图表 9：中国电信行业收入占 GDP 的比重持续下降，现在已经低于世界平均水平	11
图表 10：中国潜在 3G 用户市场规模与年手机加话费支出相关图	12
图表 11：大战图	13
图表 12：900 MHZ 频率分布	13
图表 13：1800 MHZ 频率分布	14
图表 14：中国 3G 频率分配	14
图表 15：数据业务消耗流量大致测算	15
图表 16：3G 数据业务是盈利的-尤其是做 WCDMA 的中国联通	16
图表 17：主要财务，股票信息 — 中国移动	17
图表 18：盈利预测及其主要指标 — 中国移动	18
图表 19：贴现现金流 — 中国移动	19
图表 20：主要财务，股票信息 — 中国联通	20
图表 21：盈利预测及其主要指标— 中国联通	21
图表 22：贴现现金流— 中国联通	22
图表 23：主要财务，股票信息 — 中国电信	23
图表 24：盈利预测及其主要指标— 中国电信	24
图表 25：贴现现金流— 中国电信	25

现在的 3G 是革命性的

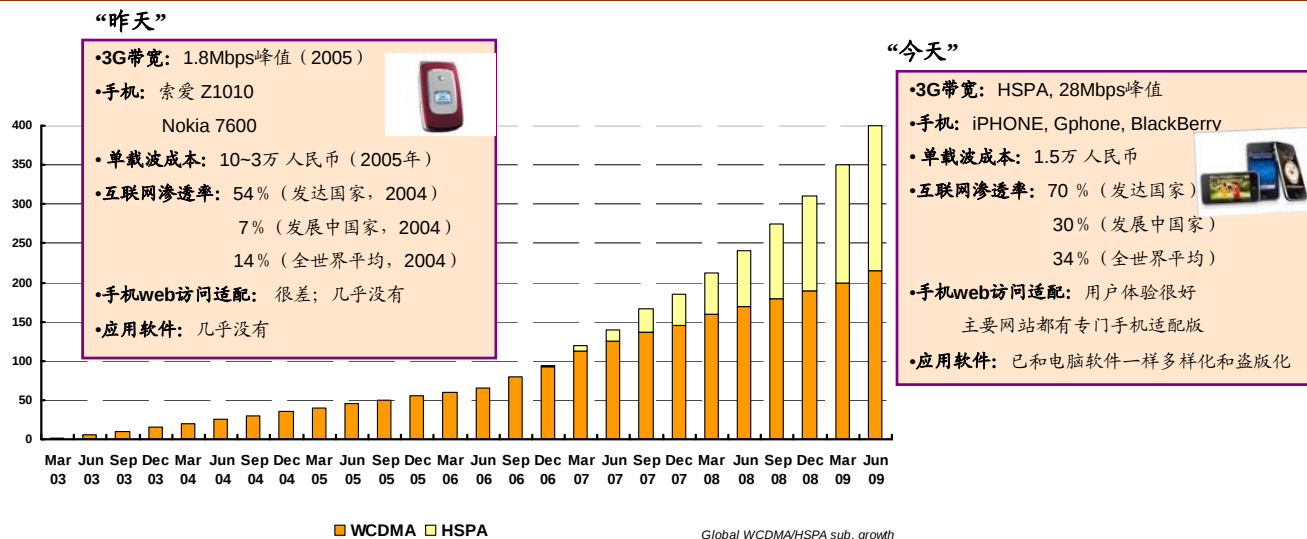
“今天”的 3G 已经不是“昨天”的 3G 了；效率已提高了超过 30 倍

- ▶ **10 倍的带宽速度!** 3G 最早的时候的速度只有 386Kbps, 2006 年提升到了 2Mbps(AT&T 原来建网就是这个速度), 现在联通的速度是 14.4Mbps. 新加坡已经开始布 56Mbps 的 3G 网络;
- ▶ **不到原来 1/5 的单位资本开支!** 每载频的价格从原来超过 10 万人民币降低到不到 2 万; 最近的中兴、华为的价格已经降到 1 万 5 以下;
- ▶ **掌上上网本的出现和成千上万的应用软件!** 3G 手机从原来的 Sony-Ericson Z1010 (也要超过 4,000 人民币, 非触摸屏, 非智能机) 到现在的 iPhone, OPhone. 同时, 电脑互联网应用被越来越简单的搬到移动互联网上, 通过手机来实现。

因此, 虽然“昨天”我们认为 3G 不是革命性的, 只不过是过度性的技术; 我们“今天”不再这么认为。虽然我们“昨天”认为 3G 无法真正在可承受的价格范围内提供无线互联网; 我们“今天”不再这么认为。因此, 我们看到从 2007 年开始, 3G 已经开始加速发展; 再也没有一个运营商敢于在 3G 上留下空白 (图表 1、图表 2)。

我们不认为是 iPhone 成就了 3G; 相反是 3G 成就了 iPhone。这就好比是看 3D 电影和看 3D 电影所需要的眼镜一样。我们已经看到, 越来越多的手机努力成为“iPhone”神话的终结者, 虽然都没有成功, 但不乏出现了一些还不错、能基本实现“掌上上网本”功能的真正 3G 手机。我们认为, 一个手机是否是 3G 手机, 不取决于它是否装了 3G 的芯片, 而是实际看它是否能带来至少每月 200-300M 的数据流量; 流量越高, 越是 3G 手机, 3G 运营商就应该按手机能带来的数据流量给予补贴, 来突出自己的网络优势。

图表 1: 3G: “昨天”和“今天”的对比



资料来源: 中金公司研究部

图表2: iPhone 带来移动互联网感受, 阅读 WORD, EXCEL, PPT, 浏览网站如同“掌上上网本”



资料来源：中金公司研究部

图表 3: 成千上万的应用程序; 电脑上的应用越来越简单的可以搬到手持终端上; 通过 3G 来无线接入





资料来源：App store, 中金公司研究部

图表 4: 所有运营商积极布局 3G, 升级, 有些甚至准备用 3G 完全替代 2G

美国、欧洲、日本运营商建设 3G 网络的时间				
运营商	3G 建网时间	峰值速率	EVDO RevA 或 HSDPA 升级时间	
Verizon	2002	144kbps	2007(EVDO Rev A)	
AT&T	2004	384kbps	2008(HSDPA)	
Sprint Nextel	2002	144kbps	2007(EVDO Rev A)	
T-mobile USA	2008	3.6Mbps 或更高	2008(HSDPA)	
Vodafone	2004	384kbps	2007(HSDPA)	
Orange	2004	384kbps	2007(HSDPA)	
O2	2004	384kbps	2007(HSDPA)	
T-mobile	2004	384kbps	2006(HSDPA)	
TIM	2003	384kbps	2007(HSDPA)	
NTT docomo	2001	384kbps	2006(HSDPA)	
KDDI	2003	144kbps	2007(EVDO Rev A)	
Softbank	2002	384kbps	2006(HSDPA)	
eMobile	2007	3.6Mbps 或更高	2007(HSDPA)	

资料来源: 中金公司研究部

图表 5: 各个手机制造商都试图向真正的 3G 手机 (掌中上网本) 方向发展; WCDMA 标准领先

设备商	CPU	触摸屏	运行系统	推出时间	零售价	技术
iPhone 3GS	600MHz ARM Cortex A8	capacity	iphone 2.0	Jun 2009	\$499(3G 8GB); \$599(3GS 16GB); \$699(3GS 32GB)	WCDMA CDMA 可能会在 3Q10 推出
HTC Hero G3	Qualcomm MSM7200A 528MHz	capacity	Android 1.5	Aug 2009	3100RMB	WCDMA
Samsung i8000	Qualcomm MSM6290 800MHz	resilience	Windows Mobile 6.5	Aug 2009	3300RMB	WCDMA
Nokia 5230XM	ARM11 369MHz	capacity	Symbian Symbian S60 V5	Sep 2009	1700RMB	WCDMA
Nokia N97 Mini	ARM11 369MHz	resilience	Symbian Symbian S60 V5	Oct 2009	4500RMB	WCDMA
HTC HD2 T8585	Qualcomm MSM8250 1GHz	capacity	Windows Mobile 6.5	Oct 2009	5800RMB	WCDMA
Sony Ericsson Satio U1	800MHz	resilience	Symbian Symbian S60 V5	Oct 2009	4300RMB	WCDMA
ZTE SilverBelt (TMN Silverbelt)	Qualcomm MSM7225 528 MHz	n/a	windows mobile6.5	Oct 2009	\$220	WCDMA
HW U8220 (T-mobile pulse)	Qualcomm MSM7200A 528 MHz	capacity	Android 1.5	Oct 2009	\$293	WCDMA
Acer neoTouch S200	Qualcomm Snapdragon 1GHz	resilience	Windows Mobile 6.5	Oct 2009	3700RMB	WCDMA
Nokia N900	ARM cortex-A8 600MHz	resilience	Linux-based Maemo	Nov 2009	\$500	WCDMA
MoTo droid	600MHz ARM Cortex A8	capacity	android 2.0	Nov 2009	\$529	WCDMA/CDMA
Windows Phone	n/a	capacity	windows mobile 7	Feb 2010	n/a	WCDMA
Sony Ericsson XPERIA™ X10	Qualcomm QSD8250 Snapdragon 1GHz	capacity	Android2.0	Feb 2010	n/a	WCDMA
Samsung	n/a	n/a	bada (Samsung's own OS)	H1 2010	n/a	n/a

资料来源: 中金公司研究部

图表 6: 广告和渠道也将 3G 作为卖点，消费者意识和认识不断提高



资料来源：中金公司研究部

但 3G 是“不用不知道”；需要降低门槛、二次开发——潜在市场可增大 10 倍

但 3G 的好处（速度、业务等）是“不用不知道”的。不像从固网到移动那样，你远远就能看到用户“升级”了；用户自己的感受、差异的可察觉性都很强。而 2G 到 3G 的升级不一样，例如，在同样的 iPhone 里又上中移动的 2G 卡或是联通的 3G 卡，你从外面是根本看不出差异的；用户必须用了才能知道差异。而且，用的越多，感受的差异才越大。如果是一个奔驰车和一个桑塔那，你会愿意为奔驰多付钱；但现在两个是一样的奔驰的壳，一个里面真装了奔驰的马达，另一个装了桑塔那的马达，不开一下的话，消费者从外面看是不会愿意花更多的钱坐进到那个真奔驰里去的。所以 3G 发展一定要采取“低门槛、把用户圈进来后做二次开发”的策略（“二次开发”的概念是中电信的总裁王晓初提出的，给我们很大启发）；使得 3G 用户达到一定规模，形成口碑，教育培养用户的消费习惯。为了培养消费习惯，针对无论哪个套餐，都可以推出“头两个月数据无限任用”的策略。

原来联通的套餐就是“给好东西定了个贵的入门费”，所以只有少数那些本来就很了解 iPhone 和 3G 或对价格不敏感的人用了 iPhone。目前联通 iPhone 用户的 ARPU 虽然很高（我们估计在每月 350 元左右），但用户增长太慢（我们估计 iPhone 的联通套餐用户在每月 5 万左右）。

经过 6 个月的 iPhone 实验期（完善网络，掌握经验），我们预计联通将在本月底推出新的营销和补贴套餐，我们对这个新套餐的基本判断是：通过减少套餐里的分钟数、短信量和数据流量，同时增加手机补贴的金额来降低套餐的进入门槛。我们觉得新套餐有以下 3 点值得注意：

- 1) “感觉上一下子便宜很多”，这就是新套餐要起到的效果。用户不会太多的看具体套餐里含的东西是否减少了（况且在还没有用之前，用户根本对所谓的数据流量没有什么概念）；一句“286 每月，iPhone 免费”、“每月 100 多，iPhone2000 多”的口号足以让人兴奋。
- 2) 不应过多的去渲染预存啊、押金，在用户办业务时告之就可以了；消费类广告都是先说好的，只有动手术前医生才需要“把坏话都说在前面”。除了接受预存款、每月返还之外，我们认为还应该会增加押金的方式方便报销用户。
- 3) 低 ARPU 的套餐提供较少的数据流量，高端的用户可能会不够用，因而还是会选择较高的套餐。原来的高端套餐（586 和 886）仍然保留。这样可以使原来的用户不至于觉得自己“太亏了”。低/中端用户如果用的数据越来越多，就需要适当的增加花在数据上的钱；如每 500MB 包月 100 元左右。

图表 7: 联通目前 iPhone 套餐，我们测算的新套餐以及与目前中移动的 OPhone 套餐补贴的比较

目前联通的 iPhone 套餐:

24个月套餐,每月承诺(人民币)	<u>126</u>	<u>156</u>	<u>186</u>	<u>226</u>	<u>286</u>	<u>386</u>	<u>586</u>	<u>886</u>
iPhone 3GS								
16GB 手机价格	3999	3799	3499	3199	2699	1799	99	0
语音分钟数(长市漫合一)	320	420	510	700	900	1250	1950	3000
数据流量(可以免费漫游)	450MB	570MB	720MB	850MB	1.1GB	1.6GB	2.5GB	4GB
短信条数	120	150	180	220	280	380	580	880
彩信条数	15	17	20	25	30	40	65	95
超出后语音每分钟收费	0.15元/分钟							
超出后数据流量收费	大约30元/100MB							

我们测算的理想新iPhone套餐(根据国际可比情况和与中移动套餐的比较;兼顾了公司的可盈利性):

24个月套餐,每月承诺(人民币)	<u>126</u>	<u>156</u>	<u>186</u>	<u>226</u>	<u>286</u>	<u>386</u>	<u>586</u>	<u>886</u>
iPhone 3GS								
16GB 手机价格	3499	2999	2999	1999	499	499	99	0
语音分钟数(长市漫合一)	200	300	400	500	600	900	1950	3000
数据流量(可以免费漫游)	200MB	300MB	500MB	500MB	500MB	1GB	2GB	4GB
短信条数	0	0	0	0	0	0	0	0
彩信条数	15	17	20	25	30	40	65	95
超出后语音每分钟收费	0.15元/分钟							
超出后数据流量收费	大约30元/100MB							

目前中移动在OPhone上的套餐:

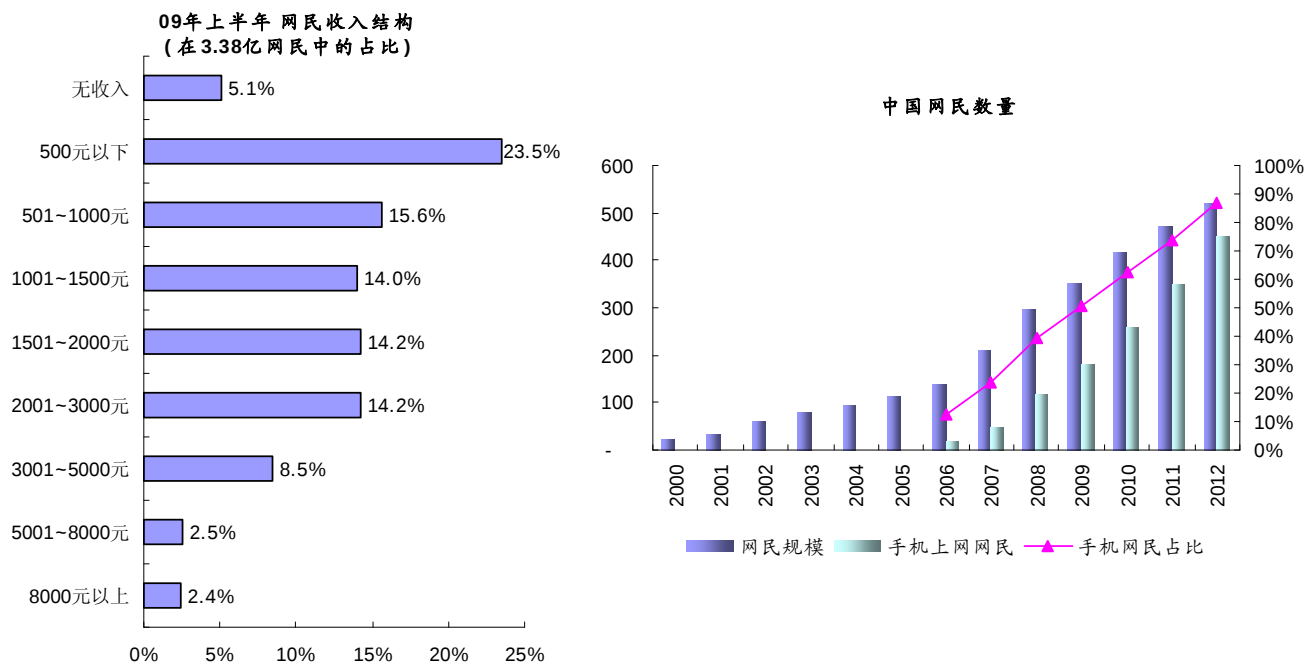
24个月套餐,每月承诺(人民币)	<u>88</u>	<u>128</u>	<u>188</u>	<u>288</u>	<u>388</u>	<u>588</u>
Ophone 手机价格						
	2560	1690		0	0	0
语音分钟数	450 本地	1400 本地		1100 长市漫合一	1500 长市漫合一	2600 长市漫合一
数据流量	150MB	150MB		150MB	150MB	150MB
短信条数	0	0		0	0	0
彩信条数	35	35		35	35	35
超出后语音每分钟收费	0.26元/分钟					
超出后数据流量收费	大约30元/150MB					

资料来源: 中金公司研究部

潜在 3G 用户市场测算——我们预测联通的新套餐将使它的潜在可针对客户群增加将近 10 倍!

巨大的互联网用户规模已经为中国的 3G(移动互联网)发展提供的基础和准备。中国目前已经有 4 亿互联网用户,超过 1 半曾有过手机上网的经验;这个人群以每年 1 亿的速度增加。

图表 8: 中国的互联网用户规模及收入结构—至少有将近 1.5 亿人需要移动互联网并有能力消费

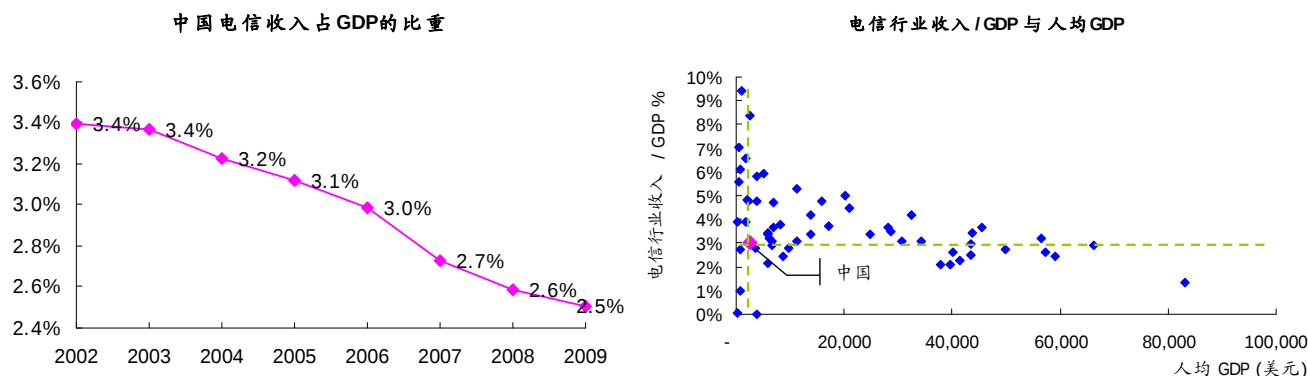


资料来源: CNNIC, 中金公司研究部

根据我们的了解,目前中国现有每月消费 100 元人民币 ARPU 以上、且每 2-3 年更换一个 2000-3000 元左右手机的用户有一亿左右(即平均下来每年买手机加话费支出在 3000 元左右)。

联通的新套餐,如按我们估计的那样,将能完全针对这规模一亿的潜在用户市场。如考虑 3G 能提升现在的消费量,则可针对的潜在用户规模将更大。从现在国内电信支出占收入和 GDP 的比率来看,中国现在的水平比较低,我们的确相信 3G 能带来一定程度的消费量的提升;只不过需要先让消费者用了,才能慢慢培养消费习惯,让消费者觉得值得为此多花钱——每个月“按需要”多花 50-100 元对很多人来说还是不知不觉,但要求他在还没有感受前就为 3G 多承诺每月 50-100 元,对于大多数(即使有消费能力)用户来说还是不愿意的。

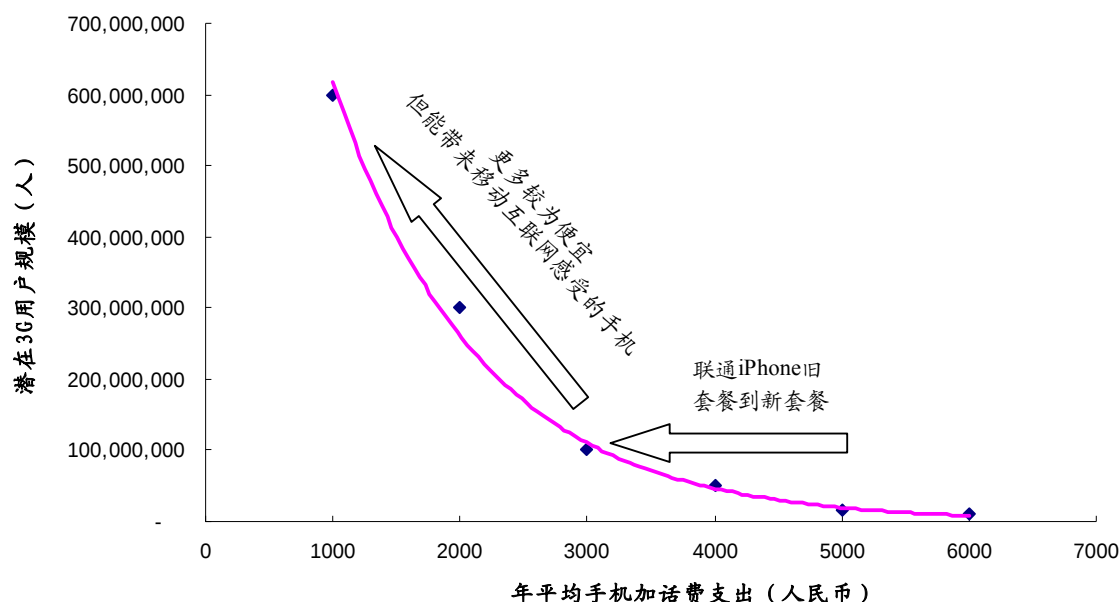
图表 9: 中国电信行业收入占 GDP 的比重持续下降,现在已经低于世界平均水平



资料来源: 中金公司研究部

原来的联通 iPhone 套餐针对的主要是 300 元以上对价格并不敏感的高端用户；老套餐中即使每月承诺 300 元，还需要支出将近 3000 元购买 iPhone，相当于平均下来每年买电话加话费的支出要在 5000 元左右；在这个“门槛”水平上，我们测算目前的潜在用户群只有 1500 万左右。

图表 10：中国潜在 3G 用户市场规模与年手机加话费支出相关图



资料来源：中金公司研究部

我们并不能知道带有 WLAN 的 iPhone 是否会和新套餐一起登场；但我们认为带有 WLAN 的 iPhone 已经完成，应该在一个月之内进入市场。我们逐渐注意到是否带有 WLAN 对消费者来说非常重要：

- 1) 越是相对低端，对价格敏感的用户越是在意是否有 WLAN 功能；因为 WLAN 是免费的，而数据流量相对抽象，总是担心要超标而付钱。
- 2) 越来越多的软件要求 WLAN 来更新、下载。
- 3) 对于高端用户来说，虽然国内他们不担心数据流量的问题；但一旦出国，极其贵的海外数据漫游费会让他们希望他们的 iPhone 也能带有免费的 WLAN 功能。

渠道问题会随着补贴问题、资费问题的理顺而有所进展。从我们与社会渠道商的沟通，主要问题存在于以下 3 个方面：

- 1) 联通手机补贴太少，而且仅给定制机型（定制机型款式少，例如 Nokia E71 定制给了移动就不能再给联通定制；因为量还比较小，价格偏贵）。
- 2) 联通定制机型基本在自己的渠道、门店里卖，这样社会渠道就基本拿不到手机补贴。而且，社会公开渠道一旦“明目张胆”的开卖联通的定制机，会面临中移动的压力。
- 3) 社会渠道与中联通自己的终端渠道“华盛公司”存在是竞争关系；好的手机、联通的补贴更容易进到华盛，而不进广大的社会渠道。

在目前阶段，我们非常理解中联通不能完全依靠“不稳定性大、哪里有利益就倒向那里”的社会渠道，“华盛公司”是一个必要的补充。但即使这样，“华盛公司”应该和社会渠道平等竞争，甚至帮助社会渠道做起来；这样反过来对华盛公司也构成一个激励和检验的标准。

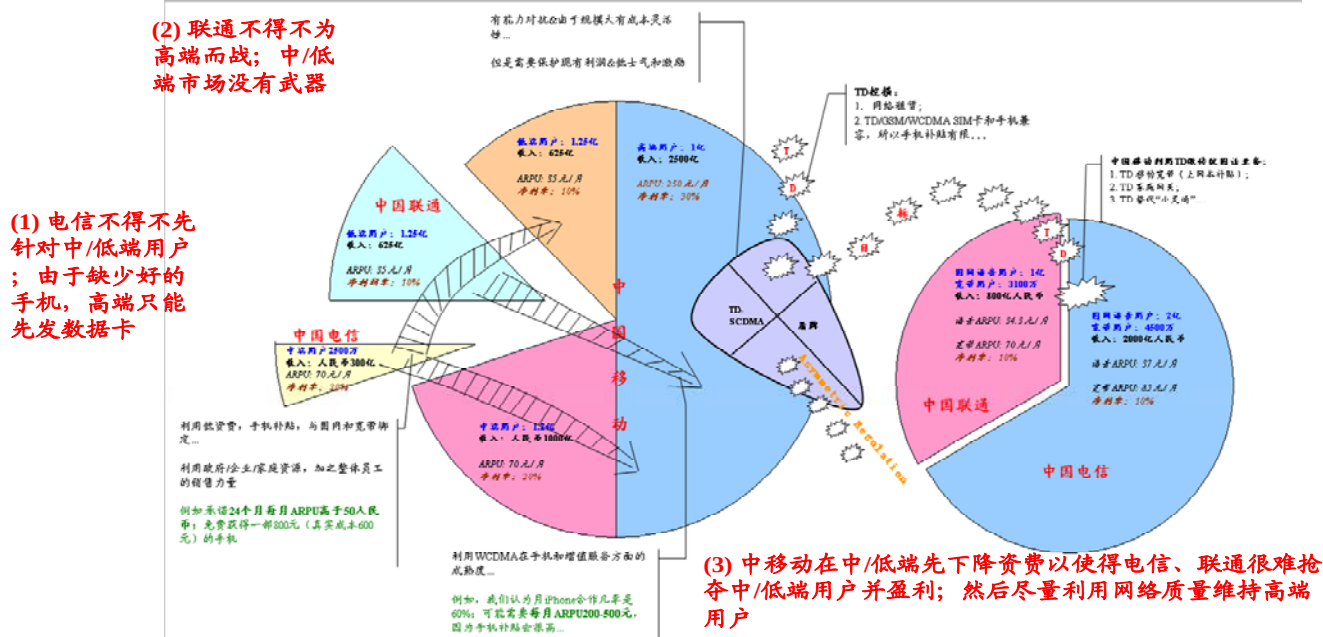
政策指引：3G 发展拉动消费升级；3 家运营商各做不同 3G 标准，差异化

最近六大部委响应消费升级、带动内需的号召，提出到 2011 年 3G 用户目标 1.5 亿。虽然政府提出用户数目标有些让人不敢相信，但至少反映了政府的一个态度。我们认为政府会通过 1) 允许更为灵活的 3G 套餐、补贴和业务来刺激用户增长，和 2) 推动 3G 基站站址开放等措施来推动 3G 的更快发展。

而且，我们了解，号码可携带有望在今年7月份真正开始在天津和海南正式开始实施；目前的准备工作都在进行。

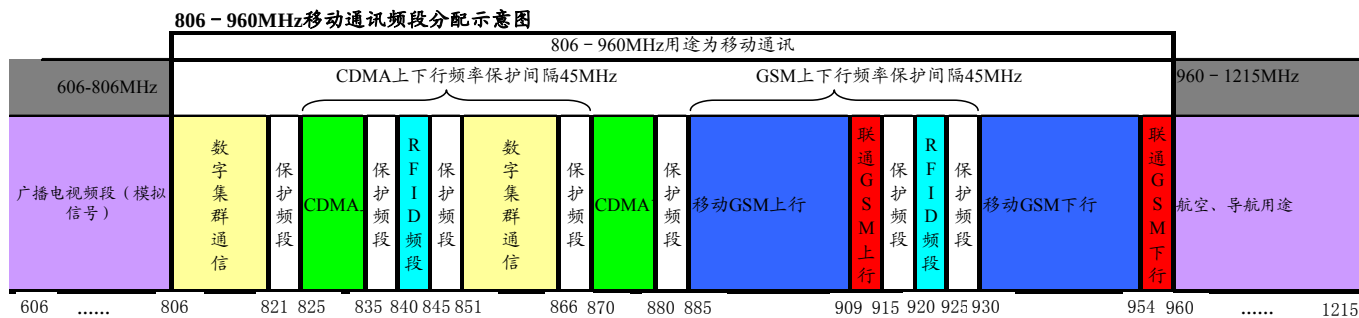
3G 时代，中国最大的特色就是 3 个运营商分别做不同的 3G 标准；只有联通做 WCDMA，电信做 CDMA，而中移动只能做 TD-SCDMA。这带来 3G 竞争的差异化，避免了完全的价格竞争，给联通和电信在 3G 竞争中带来一定的机会。

图表 11: 大战图



资料来源：中金公司研究部

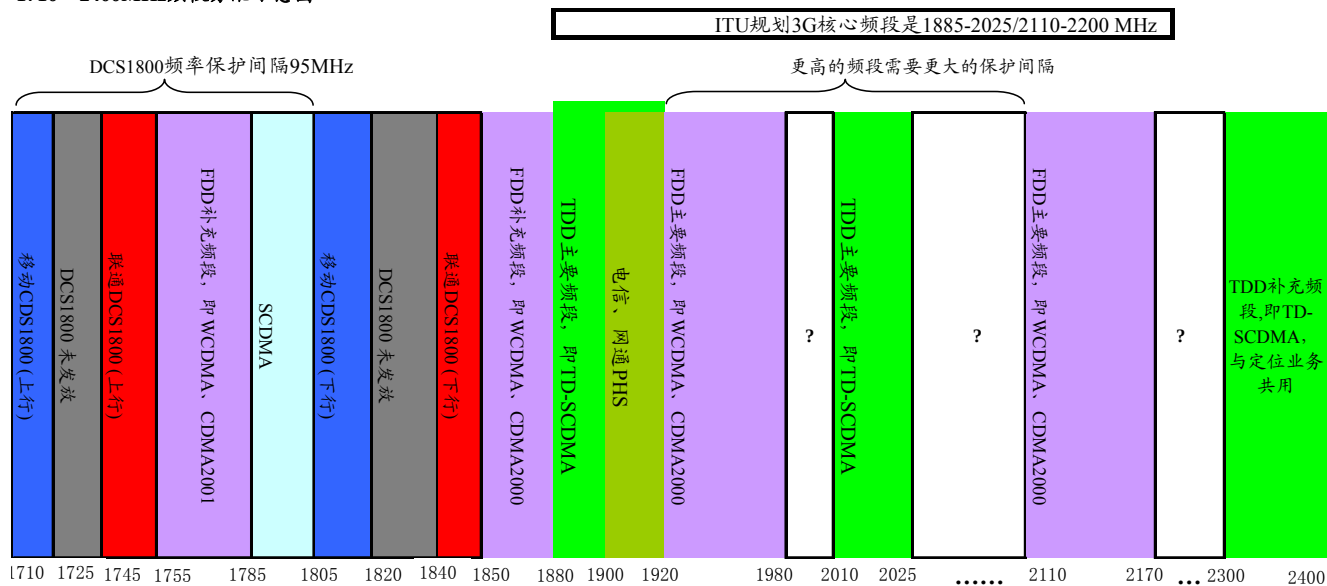
图表 12: 900 MHZ 频率分布



资料来源：中金公司研究部

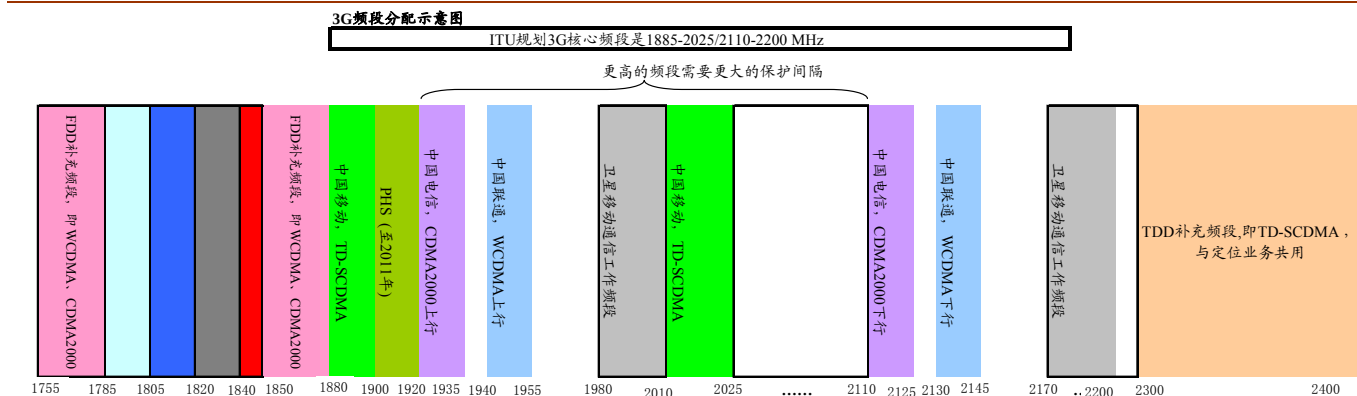
图表 13: 1800 MHz 频率分布

1710 - 2400MHz频段分配示意图



资料来源：中金公司研究部

图表 14: 中国 3G 频率分配



资料来源：中金公司研究部

3G 盈利能力分析：看似激进的补贴下仍能盈利；成本降低很快

在前文中我们分析到，“现在”的 3G 的效率是“昨天”3G 的 30 倍以上，并仍在不断提高。如果原来我们认为 3G 是过渡性技术是因为它 1) 速度只有 2Mbps 以下，以及 2) 提供一个用户使用的设备成本（资本开支对应折旧）可能高达上百美金；那么现在 1) 速度可以最高达到 14.4Mbps，甚至最高 56Mbps；而 2) 设备成本是以前的 1/30，才几个美金了。

图表 15：数据业务消耗流量大致测算

50 个网页 = 1兆	中篇小说=0.5兆	长篇小说=1.5兆
音乐软件=10兆	高级的游戏软件=20兆	QQ = 1.3兆
		Skype = 0.5兆
一首歌=1-5兆		
网络电视（半小时的卡通片）= 15兆		
一小时高清电影 = 100兆	一小时网络电视 = 30兆	

上个月我能很自由地用数据业务，而且用了超过150兆的数据流量；但是“186”资费套餐有500兆，“286”资费套餐有900兆

资料来源：中金公司研究部

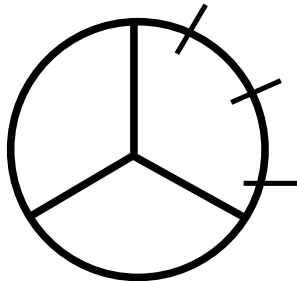
下面我们从建设投资，到容量，到发展用户带来收入的整个流程的分析来分析 3G（WCDMA）的盈利能力：

- 即使以一个载波 7.2Mbps 带宽来算，可以满足 14 个人同时以 500Kbps 的速度无线下载数据；按这个速度，每 10 分钟就可以下载 30-40MB 的数据，可以支持看一个小时不太清晰的视频。
- 不可能所有用户都同时在线，假设即使在最忙的一个小时的高峰中，要满足每个用户都可以用 10 分钟的高速下载，则发展的用户可以是同时在线用户的 6 倍，即一个载波可以发展 $14 \times 6 = 84$ 个用户（这个 6 倍的倍数是非常保守的，实际的倍数可以是 10 倍以上）。保障在最忙的一个小时中还能下载 10 分钟，30-40MB 的数据，一个月每天都这样，就是 1GB 多的总流量；还没有算那一个小时之外可能用的流量，应该说很大的数据量了。
- 一个基站可以至少放 9 个载波， 9×84 就是 700 多个用户；假设要留一定的空间给语音，我们假设一个机站可以发展的用户为 600 个。
- 对于这样的用户，假设每月只收 50 元的数据 ARPU，则一年是 600 元；用一个基站可以发展 600 个用户来计算，总收入就有 $600 \times 600 = 36$ 万。这里还没有算语音的 ARPU 收入。
- 如果按 35% 的 EBITDA 率来算，就是大约 12 万的 EBITDA；35% 的 EBITDA 率甚至低于美国的水平了。
- 而一个基站的总资本开支加上所有的传输计费等所有配套平均最多 70 万，7 年折旧每年的折旧就是 10 万。
- 即使在我们各方面都很保守的假设下，运营商仍能做到盈亏平衡。

图表 16： 3G 数据业务是盈利的-尤其是做 WCDMA 的中国联通

中国联通：15M 2000MHZ；

三扇区，每扇区 3 个 WCDMA
载波，共 9 载波，单载波带宽
7.2Mbps



1. 一个这样的通用基站支持 600 个用户使用 3G 数据业务（6 载波资源用于数据，3 个载波用于语音），每用户带宽 500kbps；
2. 假设数据业务资费为 50Rmb/月（流量 5G）（参考英国 3G 市场资费结构）；
3. 则一个基站每年的收入为：50*12*600=36 万人民币；
4. 根据中国联通的费用结构：网络维护和互联费用 10%，人员工资 10%，管理/营销费用 10%，手机补贴 30% 计算，则 EBITDA 率为 40%，EBITDA 约为 14 万人民币；
5. 假设 9 载波基站单价为 30 万人民币，一般基站投资占站点总投资的 40%，则站点总投资为 30/0.4=75 万人民币，折旧 7 年；
6. 这样的情况下，每基站的 3 载波语音业务的收入为联通的纯利润；

•以上计算是以单载波带宽为 7.2Mbps 为基础的，目前 WCDMA/HSPA 网络的单载波带宽峰值达 14.4Mbps，如果保持单用户带宽为 500Kbps 不变，则每基站支持的用户数是 7.2Mbps 的 2 倍，即使考虑用户增加后的信号干扰问题，只让用户数增加 1 倍，因为费用和折旧差别不大，3G 数据业务盈利能力将非常明显；

资料来源：中金公司研究部

随着 3G 带宽的不断提升，设备价格的不断下降，其盈利能力还将不断提高。这就像原来 2G 的发展一样，最初单位的资本开支非常高，市场总认为移动业务是“少数人”的专利。

其实从微观的套餐分析我们也可以看到其中的盈利能力。例如，联通的新套餐可能要求用户每月消费 286 元，承诺 24 个月就可以免费得到 iPhone 的 16G。投资人可能因此担心联通是否会亏钱；其实这完全不必担心：

- 每月 286 最低消费，一般平均下来至少会超 10%；那就是每月 300 元；
- iPhone 的 16G 价格就按市场的销售价格算也就是人民币 4800 元，平摊到 24 个月就是每月 200 元的补贴；
- 消费者每月其实还是净付出了 100 元的 ARPU，远远高于目前甚至是中移动的平均 ARPU。
- 我们估计新的 286 套餐可能得到的分钟数在 600 分钟，数据流量在 500MB 左右。600 分钟的刚性互连互通成本在 $600 * 50\% * 6 \text{ 分/分钟} = 20$ 元以下，500MB 的数据流量的成本更是很低。

其实我们看到“286 每月手机免费”的套餐正是香港主流的套餐，运营商也没有因此丧失盈利能力。原来有很多针对 iPhone 补贴使运营商盈利能力降低的评论，我们的分析认为这都是因为补贴初期“手机补贴费用一次性进成本，而收入按月计入”而导致的误解——AT&T 的利润率在开始补贴 iPhone 的头 6 个月因费用的一次性进入而下降；在 6 个月后就稳定慢慢回升，最终甚至超过原先的水平。

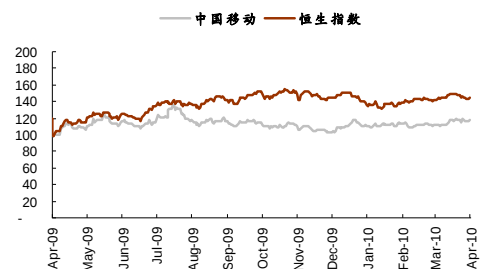
中国移动 (941.HK): 中性

真正的竞争从2季度才开始; 目前价格不具吸引力

图表 17: 主要财务, 股票信息 - 中国移动

(人民币 百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E
收入	356,959	412,343	452,103	473,948	509,892
(+/-)	20.9%	15.5%	9.6%	4.8%	7.6%
EBITDA	194,003	216,487	229,023	228,642	241,943
(+/-)	21.6%	11.6%	5.8%	-0.2%	5.8%
调整后 EBITDA 率	54.3%	52.5%	50.7%	48.2%	47.4%
(+/-)	0.3%	-1.8%	-1.8%	-2.4%	-0.8%
净利润	87,062	112,793	115,166	112,184	117,019
(+/-)	31.9%	29.6%	2.1%	-2.6%	4.3%
每股收益(人民币)	4.352	5.627	5.742	5.594	5.835
(+/-)	31.1%	29.3%	2.0%	-2.6%	4.3%
市盈率(倍)	17.0	12.4	12.1	12.4	11.9
市净率(倍)	4.0	3.2	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	6.8	5.6	5.1	4.9	4.4
权益收益率	25.7%	28.2%	25.0%	21.3%	19.8%
每股股利(人民币)	1.965	2.419	2.645	2.405	2.509
股利收益率	2.7%	3.5%	3.6%	3.5%	3.6%
FCF收益率	4.2%	5.1%	7.4%	7.5%	9.9%

彭博股票代码	941.HK
股价	HK\$79.3
目标价	HK\$76
52周最高/最低	HK\$92.25/66
已发行股份	20,054
最终控股股东(%)	CMCC(74.25%)
市值(港币, 百万)	1,590,312
市值(人民币, 百万)	@1.15 1,388,025
市值(美元, 百万)	@6.79 204,422



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图 18: 盈利预测及其主要指标 - 中国移动

中国移动估值

评级	中性
目标价格	港币 76
当前价格	港币 79.3
市值	人民币 百万 1,400,468

百万 除非特指	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	295,358	356,959	412,343	452,103	473,948	509,892	544,500
同比		20.9%	15.5%	9.6%	4.8%	7.6%	6.8%
经营费用	138,656	165,537	198,219	224,916	247,020	269,587	290,875
同比		19.4%	19.7%	13.5%	9.8%	9.1%	7.9%
EBITDA	159,574	194,003	216,487	229,023	228,642	241,943	255,271
同比		21.6%	11.6%	5.8%	-0.2%	5.8%	5.5%
EBITDA 率	54.0%	54.3%	52.5%	50.7%	48.2%	47.4%	46.9%
同比		0.3%	-1.8%	-1.8%	-2.4%	-0.8%	-0.6%
折旧	64,574	67,354	71,509	80,179	86,273	94,780	105,071
同比		4.3%	6.2%	12.1%	7.6%	9.9%	10.9%
净利润	66,026	87,062	112,793	115,166	112,184	117,019	120,714
同比		31.9%	29.6%	2.1%	-2.6%	4.3%	3.2%
可持续净利	67,975	88,943	115,245	118,537	114,812	119,747	123,548
同比		30.8%	29.6%	2.9%	-3.1%	4.3%	3.2%
股利	31,156	39,883	48,364	49,544	48,239	50,318	51,907
同比		28.0%	21.3%	2.4%	-2.6%	4.3%	3.2%
股利支付率	42%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
资本支出	87,000	105,100	136,300	129,400	118,487	112,176	108,900
同比		20.8%	29.7%	-5.1%	-8.4%	-5.3%	-2.9%
净债务	-116,823	-154,894	-184,638	-230,886	-272,944	-337,470	-416,141
股东权益	319,002	373,751	442,278	506,748	570,693	637,393	706,201
权益收益率	21.3%	25.7%	28.2%	25.0%	21.3%	19.8%	18.4%
每股收益 (人民币)	3.32	4.35	5.63	5.74	5.59	5.84	6.02
每股收益 (港币)	3.30	4.65	6.38	6.52	6.35	6.63	6.84
每股股利 (人民币)	1.55	1.96	2.42	2.65	2.41	2.51	2.59
每股股利 (港币)	1.54	2.10	2.74	2.80	2.73	2.85	2.94
每股净资产 (人民币)	16.04	18.68	22.07	25.26	28.46	31.78	35.21
每股净资产 (港币)	15.96	19.95	25.02	28.69	32.32	36.10	39.99
股数 (百万)	19,893	20,005	20,044	20,058	20,054	20,054	20,054
汇率	1.00	1.07	1.13	1.14	1.14	1.14	1.14
自由现金流	59,540	56,203	61,861	86,079	83,778	104,464	119,537
企业价值	1,468,056	1,330,585	1,217,112	1,169,582	1,127,294	1,062,768	984,097
估值							
市盈率	24.0	17.1	12.4	12.2	12.5	12.0	11.6
市净率	5.0	4.0	3.2	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.2	6.9	5.6	5.1	4.9	4.4	3.9
股利收益率	1.9%	2.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%
自由现金流收益率	4.1%	4.2%	5.1%	7.4%	7.4%	9.8%	12.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 19: 贴现现金流 – 中国移动

(人民币 百万)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
08-12-31																
EBITDA 季度经营情景分析	1	(1=neutral case, 2=bearish case, 3=bullish case)														
EBITDA 率 (模型情景)	54.9%	54.0%	54.3%	52.5%	51.2%	50.3%	49.6%	49.0%	48.3%	47.6%	46.9%	46.2%	45.4%	44.8%	44.3%	43.9%
EBITDA 率 (悲观情景)	54.9%	54.0%	54.3%	52.5%	50.0%	48.3%	47.6%	47.0%	46.3%	45.6%	44.9%	44.2%	43.4%	42.8%	42.3%	41.9%
EBITDA 率 (乐观情景)	54.9%	54.0%	54.3%	54.0%	53.2%	52.3%	51.6%	51.0%	50.3%	49.6%	48.9%	48.2%	47.4%	46.8%	46.3%	45.9%
EBIT	133,338	159,574	194,003	216,487	227,882	236,797	243,310	248,774	253,752	257,976	261,119	261,028	257,043	253,781	251,044	247,988
增长率 %	24.8%	19.7%	21.6%	11.6%	5.3%	3.9%	2.8%	2.2%	2.0%	1.7%	1.2%	0.0%	-1.5%	-1.3%	-1.1%	-1.2%
Effective tax rate	76.970	94.797	126.649	144.978	147.065	147.510	142.462	134.195	128.372	129.038	133.256	132.442	130.611	130.048	127.673	124.997
增长率 %	26.8%	23.2%	33.6%	14.5%	1.4%	0.3%	-3.4%	-5.8%	-4.3%	0.5%	3.3%	-0.6%	-1.4%	-0.4%	-1.8%	-2.1%
有效税率	31.5%	31.8%	32.5%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
资本支出占收比情景分析	1	(1=neutral case, 2=bearish case, 3=bullish case)														
资本支出占收比 (模型情景)	29.4%	29.5%	29.4%	33.1%	30.0%	29.0%	27.5%	26.5%	25.5%	24.7%	24.0%	23.5%	23.1%	22.8%	22.6%	22.5%
资本支出占收比 (悲观情景)	29.4%	29.5%	29.4%	33.1%	32.0%	31.0%	29.5%	28.5%	27.5%	26.7%	26.0%	25.5%	25.1%	24.8%	24.6%	24.5%
资本支出占收比 (乐观情景)	29.4%	29.5%	29.4%	33.1%	28.0%	27.0%	25.5%	24.5%	23.5%	22.7%	22.0%	21.5%	21.1%	20.8%	20.6%	20.5%
资本支出	71,500	87,000	105,100	136,300	133,614	136,649	134,849	134,445	133,936	133,726	133,493	132,748	130,869	129,243	127,933	126,989
增长率 %	10.6%	21.7%	20.8%	29.7%	-2.0%	2.3%	-1.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-0.7%
净增用户市场份额	72.9%	78.9%	77.2%	101.4%	62.3%	43.1%	32.8%	34.8%	35.4%	37.6%	39.0%	40.5%	40.3%	39.6%	39.6%	39.3%
收入	243,041	295,358	356,959	412,343	445,382	471,203	490,360	507,338	525,238	541,401	556,219	564,883	566,532	566,857	566,074	564,395
收入增长率	26.3%	21.5%	20.9%	15.5%	8.0%	5.8%	4.1%	3.5%	3.5%	3.1%	2.7%	1.6%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%
EBITDA 率	54.9%	54.0%	54.3%	52.5%	51.2%	50.3%	49.6%	49.0%	48.3%	47.6%	46.9%	46.2%	45.4%	44.8%	44.3%	43.9%
资本支出占收比	29.4%	29.5%	29.4%	33.1%	30.0%	29.0%	27.5%	26.5%	25.5%	24.7%	24.0%	23.5%	23.1%	22.8%	22.6%	22.5%
净利润率	22.0%	22.4%	24.4%	27.4%	25.9%	24.8%	23.2%	21.4%	20.0%	19.7%	20.0%	19.9%	19.9%	20.1%	20.0%	19.9%
债务/总资本	11.8%	10.3%	8.3%	7.1%	6.2%	5.6%	4.4%	4.1%	3.8%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
税后 EBIT	52,703	64,674	85,433	109,360	110,934	111,269	107,462	101,226	96,834	97,336	100,517	99,903	98,523	98,098	96,306	94,288
增长率 (%)	26.7%	22.7%	32.1%	28.0%	1.4%	0.3%	-3.4%	-5.8%	-4.3%	0.5%	3.3%	-0.6%	-1.4%	-0.4%	-1.8%	-2.1%
折旧和摊销	56,368	64,777	67,354	71,509	80,817	89,288	100,848	114,579	125,379	128,938	127,863	128,586	126,432	123,733	123,371	122,991
折旧和摊销占收比 %	23.2%	21.9%	18.9%	17.3%	18.1%	18.9%	20.6%	22.6%	23.9%	23.8%	23.0%	22.8%	22.3%	21.8%	21.8%	21.8%
固定资产及设备摊销	5,645	2,857	2,788	3,250	3,374	3,503	3,637	3,776	3,921	4,072	4,229	4,392	4,519	4,606	4,651	4,651
其他非现金项目	2,968	3,852	3,872	4,385	4,473	4,562	4,653	4,746	4,841	4,938	5,037	5,087	5,138	5,138	5,138	5,138
营运资本变化	11,128	10,380	1,856	9,657	5,786	3,949	2,977	2,717	2,434	2,181	1,981	979	(223)	(440)	(632)	(795)
资本支出	(71,500)	(87,000)	(105,100)	(136,300)	(133,614)	(136,649)	(134,849)	(134,445)	(133,936)	(133,726)	(133,493)	(132,748)	(130,869)	(129,243)	(127,933)	(126,989)
增长率 (%)	10.6%	21.7%	20.8%	29.7%	-2.0%	2.3%	-1.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-0.7%
自由现金流	57,312	59,540	56,203	61,861	71,769	75,922	84,728	92,600	99,474	103,739	106,135	106,200	103,520	101,892	100,902	99,284
增长率 (%)	57.9%	3.9%	-5.6%	10.1%	16.0%	5.8%	11.6%	9.3%	7.4%	4.3%	2.3%	0.1%	-2.5%	-1.6%	-1.0%	-1.6%
公司提出自由现金流 (大约)	60,209	62,346	63,512	57,347	71,345	74,803	82,930	90,283	97,048	101,437	103,669	102,883	99,545	97,492	96,012	94,000
增长率 (%)	54.0%	3.5%	1.9%	-9.7%	24.4%	4.8%	10.9%	8.9%	7.5%	4.5%	2.2%	-0.8%	-3.2%	-2.1%	-1.5%	-2.1%

	目前	1年后	2年后
	2009-13	2010-19	2011-20
现金流净现值	645,167	672,627	697,436
终值的贴现价值	427,143	420,294	413,554
企业价值	1,072,310	1,092,921	1,110,990
终值占企业价值比	40%	38%	37%
净现金(2008,2009,2010)	184,638	215,695	247,476
净现金计算前股利支付	44,560	49,025	53,436
权益价值	1,301,508	1,357,641	1,411,902
年底股数(百万)	20,054	20,054	20,054
每股权益价值(人民币)	64.90	67.70	70.40
汇率	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	74.36	77.56	80.66
每用户权益价值(人民币)	2,484	2,400	2,389
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值退出倍数	11.1	11.1	11.1

综合资本成本计算	
权益成本=	11.0%
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=	1.00
市场收益率=	11.0%
综合资本成本=	11.0%
债务/总资本	0%
权益/总资本	100%
债务/总资本(10年平均)	3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

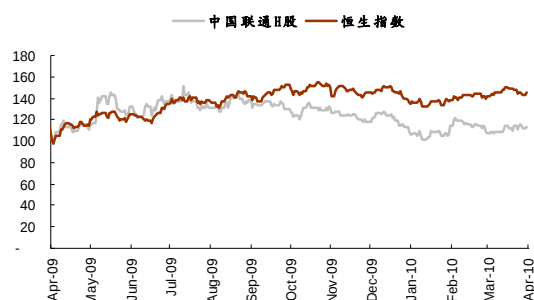
中国联通 (762.HK): 推荐

调升评级至买入: 期待新套餐的推出、内部整合完毕后效率提高; 2010 年 1 季度业绩尚可

图表 20: 主要财务, 股票信息 - 中国联通

12月31日年末(人民币 百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E
调整后收入	149,170	158,906	153,455	167,033	189,829
(+/-)		6.5%	-3.4%	8.8%	13.6%
调整后 EBITDA	71,618	68,627	60,117	61,712	70,793
(+/-)		-4.2%	-12.4%	2.7%	14.7%
调整后 EBITDA 率	48.0%	43.2%	39.2%	36.9%	37.3%
(+/-)		-4.8%	-4.0%	-2.2%	0.3%
调整后净利润	15,209	15,817	8,137	6,186	7,910
(+/-)		4.0%	-48.6%	-24.0%	27.9%
调整后每股收益	0.66	0.67	0.34	0.26	0.33
(+/-)		1.0%	-48.6%	-25.1%	27.9%
市盈率(倍)	13.1	12.2	23.5	31.3	24.5
市净率(倍)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (倍)	3.4	3.1	4.2	4.0	3.9
股利收益率	2.3%	2.5%	2.0%	1.1%	1.4%
权益收益率	8.5%	8.2%	3.9%	2.9%	3.6%

彭博股票代码	762.HK
目标价	HK\$14
股价	HK\$9.24
52周最高/最低	HK\$12.44/8.03
已发行股份	23,767
最终控股股东(%)	China Unicom Group (57.3%)
市值(港币, 百万)	219,607
市值(人民币, 百万)	@1.15 190,963
市值(美元, 百万)	@6.8 28,083



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 21: 盈利预测及其主要指标- 中国联通

中国联通估值						
评级	审慎推荐					
目标价格	港币	14				
当前价格	港币	9.24				
市值	人民币 百万	190,963				
百万 除非特指	2007	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	167,033	189,829	220,356
同比		6.5%	-3.4%	8.8%	13.6%	16.1%
经营费用	77,552	90,280	95,337	105,321	119,036	134,568
同比		16.4%	5.6%	10.5%	13.0%	13.0%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	61,712	70,793	85,788
同比		-4.2%	-12.4%	2.7%	14.7%	21.2%
EBITDA 率	48.0%	43.2%	39.2%	36.9%	37.3%	38.9%
同比		-4.8%	-4.0%	-2.2%	0.3%	1.6%
折旧	47,369	47,961	47,587	52,775	57,953	63,845
同比		1.2%	-0.8%	10.9%	9.8%	10.2%
净利润	15,209	15,817	8,137	6,186	7,910	13,825
同比		4.0%	-48.6%	-24.0%	27.9%	74.8%
股利	6,427	4,754	3,770	2,052	2,624	4,586
同比		-26.0%	-20.7%	-45.6%	27.9%	74.8%
股利支付率	42%	30%	46%	33%	33%	33%
资本支出	45,959	70,485	112,474	91,841	93,489	91,444
同比		53.4%	59.6%	-18.3%	1.8%	-2.2%
自由现金流	17,990	-9,448	-78,385	-29,539	-22,013	-7,301
净债务	44,633	19,419	62,914	56,010	79,352	93,238
企业价值	244,281	212,958	253,877	249,769	273,111	286,997
股东权益	178,512	207,725	206,465	218,747	224,033	233,273
每股收益 (人民币)	0.66	0.67	0.34	0.26	0.33	0.57
每股收益 (港币)	0.70	0.76	0.39	0.30	0.38	0.66
每股股利 (人民币)	0.20	0.20	0.16	0.09	0.11	0.19
每股股利 (港币)	0.21	0.23	0.18	0.10	0.13	0.22
每股净资产 (人民币)	7.74	8.75	8.69	9.07	9.29	9.67
每股净资产 (港币)	8.26	9.92	9.99	10.43	10.68	11.12
股数 (百万)	23,075	23,751	23,767	24,115	24,115	24,115
汇率	1.07	1.13	1.15	1.15	1.15	1.15
权益收益率	9%	8%	4%	3%	4%	6%
估值						
市盈率	13.1	12.2	23.5	31.3	24.5	14.0
市净率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	3.1	4.2	4.0	3.9	3.3
股利收益率	2.3%	2.5%	2.0%	1.1%	1.4%	2.4%
自由现金流收益率	7.4%	-4.4%	-30.9%	-11.8%	-8.1%	-2.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 22: 贴现现金流- 中国联通

(人民币 百万)														
09-12-31	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBITDA 非敏感性	1	(1=中性情景, 2=悲观情景, 3=乐观情景)												
EBITDA 率 (中性情景)	48.0%	45.2%	39.4%	39.1%	39.6%	40.8%	42.0%	42.6%	42.7%	43.1%	43.5%	44.2%	44.4%	44.2%
EBITDA 率 (乐观情景)	48.0%	45.2%	39.4%	41.1%	41.6%	42.8%	44.0%	44.6%	44.7%	45.1%	45.5%	46.2%	46.4%	46.2%
EBITDA 率 (悲观情景)	48.0%	45.2%	39.4%	37.1%	37.6%	38.8%	40.0%	40.6%	40.7%	41.1%	41.5%	42.2%	42.4%	42.2%
EBITDA	71,618	66,948	61,042	65,263	73,544	84,232	96,500	107,623	116,918	126,307	136,140	146,741	155,410	159,699
EBIT	24,249	19,270	12,773	12,651	15,676	19,453	23,850	27,789	31,386	35,954	41,518	50,042	56,414	58,972
资本支出占收比敏感性	1	(1=中性情景, 2=乐观情景, 3=悲观情景)												
资本支出占收比 (中性情景)	30.8%	47.6%	71.1%	54.7%	49.2%	43.6%	39.4%	35.7%	32.7%	30.5%	28.3%	26.6%	25.3%	24.6%
资本支出占收比 (乐观情景)	30.8%	47.6%	69.1%	52.7%	47.2%	41.6%	37.4%	33.7%	30.7%	28.5%	26.3%	24.6%	23.3%	22.6%
资本支出占收比 (悲观情景)	30.8%	47.6%	71.1%	56.7%	51.2%	45.6%	41.4%	37.7%	34.7%	32.5%	30.3%	28.6%	27.3%	26.6%
资本支出	45,959	70,485	110,148	91,383	91,323	89,965	90,350	90,174	89,569	89,446	88,731	88,157	88,453	89,056
收入	149,170	148,020	154,856	166,946	185,498	206,478	229,589	252,656	273,704	293,089	313,179	331,839	349,958	361,341
收入增长率(调整后)	0.0%	-0.8%	-1.6%	7.8%	11.1%	11.3%	11.2%	10.0%	8.3%	7.1%	6.9%	6.0%	5.5%	3.3%
EBITDA 率(调整后)	48.0%	45.2%	39.4%	39.1%	39.6%	40.8%	42.0%	42.6%	42.7%	43.1%	43.5%	44.2%	44.4%	44.2%
资本支出占收比	30.8%	47.6%	71.1%	54.7%	49.2%	43.6%	39.4%	35.7%	32.7%	30.5%	28.3%	26.6%	25.3%	24.6%
债务/总资本	24.3%	12.7%	17.0%	23.4%	27.5%	28.6%	27.5%	24.3%	20.0%	14.3%	7.9%	0.8%	-6.6%	-14.4%
调整EBIT	24,249	19,270	12,773	12,651	15,676	19,453	23,850	27,789	31,386	35,954	41,518	50,042	56,414	58,972
税后EBIT	17,572	14,486	9,580	9,489	11,757	14,590	17,888	20,842	23,540	26,966	31,139	37,532	42,310	44,229
折旧和摊销	47,369	47,678	48,269	52,612	57,868	64,779	72,650	79,833	85,532	90,352	94,622	96,699	98,996	100,726
固定资产及设备核销	140	2	1,160	1,341	1,485	1,626	1,762	1,897	2,028	2,157	2,282	2,405	2,524	2,641
其他非现金项目	2,200	2,900	3,016	3,137	3,262	3,393	3,528	3,669	3,816	3,969	4,128	4,293	4,464	4,643
营运资本变化	(3,332)	(4,029)	(4,213)	139	1,135	613	848	775	503	291	311	(26)	(123)	(704)
资本支出前自由现金流	63,949	61,037	57,811	66,717	75,507	85,000	96,677	107,017	115,420	123,734	132,482	140,902	148,171	151,535
增长率 %	0.0%	-4.6%	-5.3%	15.4%	13.2%	12.6%	13.7%	10.7%	7.9%	7.2%	7.1%	6.4%	5.2%	2.3%
资本支出	(45,959)	(70,485)	(110,148)	(91,383)	(91,323)	(89,965)	(90,350)	(90,174)	(89,569)	(89,446)	(88,731)	(88,157)	(88,453)	(89,056)
自由现金流	17,990	(9,448)	(52,337)	(24,667)	(15,816)	(4,965)	6,327	16,843	25,851	34,289	43,751	52,745	59,719	62,479
增长率 %	0.0%	-152.5%	454.0%	-52.9%	-35.9%	-68.6%	-227.4%	166.2%	53.5%	32.6%	27.6%	20.6%	13.2%	4.6%
自由现金流率	12.1%	-6.4%	-33.8%	-14.8%	-8.5%	-2.4%	2.8%	6.7%	9.4%	11.7%	14.0%	15.9%	17.1%	17.3%

	目前	1年后	2年后
	2009-18	2010-19	2011-20
现金流净现值	(9,367)	77,384	141,703
终值的贴现价值	236,181	247,097	258,517
企业价值	226,814	324,481	400,220
终值占企业价值比	104%	76%	65%
净债务	20,517	35,269	63,371
净债务计算前股利支付	6,082	3,449	3,190
权益价值	212,379	292,661	340,040
年底股数 (百万)	24,462	24,462	24,462
每股权益价值 (人民币)	8.68	11.96	13.90
汇率	1.15	1.15	1.15
每股权益价值 (港币)	9.98	13.76	15.99
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	10.7	10.7	10.7

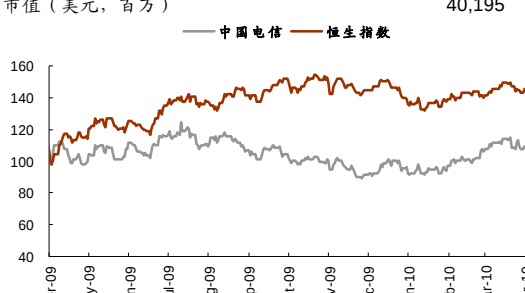
综合资本成本计算	
权益成本=	12.2%
债务成本=	5.00%
税率=	25.0%
无风险利率=	5.00%
权益风险溢价=	6.0%
贝塔=	1.20
市场收益率=	11.0%
综合资本成本=	11.4%
债务/总资本	10%
权益/总资本	90%
债务/总资本(10年平均)	0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国电信 (728.HK): 推荐

维持买入评级, 但股价进一步上升须待高端手机瓶颈的突破——5/6 月份推出黑莓、期待iPhone兼容CDMA

图表 23: 主要财务, 股票信息 - 中国电信

12月31日年末(人民币 百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E	彭博股票代码	728.HK
调整后收入	177,588	184,779	208,219	227,662	245,918	目标价	HK\$5.0
(+/-)		4.0%	12.7%	9.3%	8.0%	股价	HK\$3.83
调整后EBITDA	87,054	85,889	82,133	91,161	99,705	52周最高/最低	HK\$4.44/3.12
(+/-)		-1.3%	-4.4%	11.0%	9.4%	已发行股份	80,932
调整后EBITDA率	49.0%	46.5%	39.4%	40.0%	40.5%	最终控股股东(%)	China Telecom Group(70.89%)
(+/-)		-2.5%	-7.0%	0.6%	0.5%	市值(港币, 百万)	309,971
调整后净利润	23,010	20,066	13,271	15,170	18,326	市值(人民币, 百万)	272,923
(+/-)		-12.8%	-33.9%	14.3%	20.8%	市值(美元, 百万)	40,195
调整后每股收益	0.28	0.25	0.16	0.19	0.23		
(+/-)		-12.8%	-33.9%	14.3%	20.8%		
市盈率(倍)	12.6	13.6	20.6	18.0	14.9		
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1		
EV/EBITDA (倍)	4.3	4.3	4.2	3.4	2.9		
股利收益率	2.2%	2.2%	2.2%	1.8%	2.3%		
自由现金流收益率	8.2%	8.8%	10.0%	12.3%	12.8%		
权益收益率	10.2%	9.1%	6.1%	6.7%	7.7%		

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 24: 盈利预测及其主要指标- 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	3.83					
市值	人民币 百万	272,923					
百万 除非特指		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入		177,588	184,779	208,219	227,662	245,918	265,240
同比			4.0%	12.7%	9.3%	8.0%	7.9%
经营费用		(90,534)	(127,776)	(134,469)	(150,980)	(166,503)	(182,801)
同比			41.1%	5.2%	12.3%	10.3%	9.8%
EBITDA（不含CDMA租赁费及初装费）		87,054	85,889	82,133	91,161	99,705	108,609
同比			-1.3%	-4.4%	11.0%	9.4%	8.9%
EBITDA率		49.0%	46.5%	39.4%	40.0%	40.5%	40.9%
同比			-2.5%	-7.0%	0.6%	0.5%	0.4%
折旧		(52,607)	(53,880)	(52,243)	(53,175)	(52,351)	(51,501)
同比			2.4%	-3.0%	1.8%	-1.5%	-1.6%
净利润		23,010	20,066	13,271	15,170	18,326	21,701
同比			-12.8%	-33.9%	14.3%	20.8%	18.4%
股利		6,125	6,063	6,076	4,788	6,151	7,718
同比			-1.0%	0.2%	-21.2%	28.5%	25.5%
股利支付率		26.6%	30.2%	45.8%	31.6%	33.6%	35.6%
资本支出		46,334	48,410	38,042	39,000	36,765	36,361
同比			4.5%	-21.4%	2.5%	-5.7%	-1.1%
净债务		84,106	95,016	70,677	40,770	11,516	(19,420)
股东权益		225,972	214,548	222,613	232,216	245,882	261,469
权益收益率		10.2%	9.1%	6.1%	6.7%	7.7%	8.6%
每股收益（人民币）		0.28	0.25	0.16	0.19	0.23	0.27
每股收益（港币）		0.30	0.28	0.19	0.21	0.26	0.30
每股股利（人民币）		0.076	0.075	0.075	0.059	0.076	0.095
每股股利（港币）		0.085	0.085	0.085	0.067	0.086	0.108
每股净资产（人民币）		2.79	2.65	2.75	2.87	3.04	3.23
每股净资产（港币）		2.98	3.01	3.12	3.26	3.45	3.67
股数（百万）		80,932	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932
汇率		1.07	1.13	1.14	1.14	1.14	1.14
自由现金流		30,739	32,452	34,189	38,527	36,285	(61,863)
企业价值		374,357	368,376	343,600	313,694	284,440	253,503
估值							
市盈率		12.6	13.6	20.6	18.0	14.9	12.6
实净率		1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA		4.3	4.3	4.2	3.4	2.9	2.3
股利收益率		2.2%	2.2%	2.2%	1.8%	2.3%	2.8%
自由现金流收益率		8.2%	8.8%	10.0%	12.3%	12.8%	-24.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25: 贴现现金流— 中国电信

(人民币 百万)																
09-12-31	2006PF	2007PF	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
收入增长率(调整后)	5.0%	2.8%	4.0%	13.8%	7.6%	7.1%	5.9%	5.1%	4.7%	4.1%	3.7%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%	
EBITDA率(调整后)	49.7%	49.0%	46.5%	40.7%	41.0%	42.0%	42.7%	42.8%	43.2%	43.2%	43.2%	43.4%	43.5%	43.7%	43.9%	
资本支出占收比	28.9%	26.0%	27.1%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.0%	21.6%	21.2%	20.7%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	
债务/总资本	37.6%	31.9%	36.5%	36.3%	33.5%	30.3%	27.0%	24.1%	21.4%	19.2%	17.3%	15.8%	14.5%	13.4%	12.5%	
调整EBIT	33,601	31,990	27,407	23,509	25,493	29,552	33,385	37,914	45,490	49,638	53,397	57,289	62,038	65,880	70,255	
增长率 (%)	4.3%	-4.8%	-14.3%	-14.2%	8.4%	15.9%	13.0%	13.6%	20.0%	9.1%	7.6%	7.3%	8.3%	6.2%	6.6%	
税后EBIT	25,799	24,248	20,829	18,076	19,643	22,772	25,646	29,021	34,685	37,785	40,596	43,509	47,065	49,942	53,220	
增长率 (%)	3.3%	-6.0%	-14.1%	-13.2%	8.7%	15.9%	12.6%	13.2%	19.5%	8.9%	7.4%	7.2%	8.2%	6.1%	6.6%	
折旧和摊销	51,301	52,607	53,880	53,491	53,430	53,226	53,012	50,516	46,298	44,275	42,684	41,206	39,128	38,212	36,918	
固定资产及设备核销	2,143	1,697	2,550	2,639	2,762	2,861	2,956	3,048	3,132	3,212	3,289	3,361	442	272	105	
其他非现金项目	1,236	4,141	1,828	1,305	1,331	1,358	1,385	1,413	1,441	1,470	1,499	1,529	1,560	1,591	1,623	
营运资本变化	(7,891)	(5,620)	1,775	(12,195)	(4,889)	(4,586)	(4,134)	(3,766)	(3,549)	(3,280)	(3,111)	(2,966)	(2,993)	(2,957)	(2,939)	
资本支出	(49,116)	(46,334)	(48,410)	(39,200)	(38,391)	(37,964)	(37,723)	(36,622)	(36,134)	(35,630)	(35,202)	(34,783)	(34,627)	(35,038)	(35,457)	
增长率 (%)	-8.8%	-5.7%	4.5%	-19.0%	-2.1%	-1.1%	-0.6%	-2.9%	-1.3%	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-0.4%	1.2%	1.2%	
税后CDMA网络租赁费				6,687	10,787	14,779	18,019	20,758	23,145	25,285	27,225	29,042	30,817	32,581	34,320	
CDMA折旧抵税				3,063	3,969	4,742	5,452	6,113	6,809	5,396	6,129	6,901	7,450	7,484	7,368	
CDMA网络资本支出				(47,000)	(35,001)	(30,824)	(25,132)	(25,182)	(27,103)	(29,065)	(30,693)	(32,095)	(33,367)	(34,536)	(35,597)	
CDMA网络购买价格							-133,049									
租赁或购买情景(0=租赁; 1=购买)						0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
自由现金流	23,472	30,739	32,452	24,117	33,886	37,667	(93,568)	45,298	48,723	49,449	52,415	55,705	55,475	57,551	59,561	
增长率 (%)	101.1%	31.0%	5.6%	-25.7%	40.5%	11.2%	-348.4%	-148.4%	7.6%	1.5%	6.0%	6.3%	-0.4%	3.7%	3.5%	
自由现金流率	13.8%	17.5%	17.6%	11.5%	15.0%	15.5%	-36.4%	16.8%	17.3%	16.8%	17.2%	17.7%	17.0%	17.1%	17.2%	
公司报出自由现金流	28,991	34,016	36,768	33,508	35,746	38,921	41,652	43,458	45,223	46,635	48,118	49,815	51,297	52,707	54,147	
增长率 (%)	0.0%	17.3%	8.1%	-8.9%	6.7%	8.9%	7.0%	4.3%	4.1%	3.1%	3.2%	3.5%	3.0%	2.7%	2.7%	
自由现金流率	13.8%	17.3%	17.6%	11.5%	15.0%	15.5%	-36.4%	16.8%	17.3%	16.8%	17.2%	17.7%	17.0%	17.1%	17.2%	

折旧租赁方案	目前	1年后	2年后
	2009~18	2010~19	2011~20
现金流净现值	184,749	200,309	206,666
终值的贴现价值	227,607	235,557	243,784
企业价值	412,356	435,866	450,450
终值占企业价值比	55%	54%	54%
净债务	95,016	80,390	55,738
净债务计算前股利支付	6,167	6,063	6,004
权益价值	323,507	361,539	400,716
年底股数(百万)	80,932	80,932	80,932
每股权益价值(人民币)	4.00	4.47	4.95
汇率	0.87	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	4.58	5.12	5.67
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	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)	30%

资料来源: 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: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。