



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 28 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

中国的移动数据需求正在腾飞

仍然首选中国联通 (市场误解大) 和中国电信 (市场开始认同)

投资建议:

我们长期以来"买入中电信"的"独唱"最近逐渐成为卖方的"合唱"。我们认为此趋势将维持,维持买入评级(目标价 5 港元)。我们正在研究是否需要调其高目标价;自 2009 年 9 月 2 日以来,我们的目标价一直没有改变。

相反,卖方"买入联通"的"合唱"最近变得安静了;我们又好像是在"独唱"了——自从 2010 年 5 月 1 日上调评级以来,我们坚信对联通的推荐。我们认为,市场目前仍然对联通的手机补贴和会计处理政策存在很大误解。在目前的股价水平上,我们认为联通(目标价 18 港元)的上涨空间最大。如果错过了中电信,此次就不要再错过中国联通了。

我们认为中移动将面临更为激励的竞争,将其目标价下调至 82 港元;主要是担心数据对短信和语音的替代以及中移动网络在数据上存在瓶颈。我们仍然建议投资者在板块内从中移动转向中国联通和中电信——至少那些目前仅持有中移动的投资者需要考虑平衡配置中国电信行业;将至少 15%的中移动头寸换成中国联通和中国电信。

我们维持 2010 年 8 月 18 日《从公用事业到消费必需品/可选消费品》报告中的观点,看好中国电信板块。

理由:

中国的移动数据需求正在腾飞,大屏幕智能手机和新浪微博、QQ 微信(类似 Whatsapp)等应用成为推动数据业务增长的"流量杀手"。我们预计,国内移动数据需求的增速将于 2011 年 2 季度达到拐点,然后以更快速度呈现爆发性增长。

即便是按照目前数据流量增长速度来看,中国的移动数据需求每年也要增长 900 亿 MB。虽然这意味着每用户每月仅增加 8MB(目前只有 5MB),但 900 亿 MB 的整体新增数据流量如果用 2G 网络支撑需要新增 4,000 亿人民币的资本开支。相比之下,3G 网络仅需增加 100 亿的资本支出就可以支撑;而且 3G 网络在速度和频谱使用效率上也具有更大的优势。

用 2G 做数据是"饮鸩止渴",而等 4G 则是"望梅止渴"。4G/WiFi 是在热点地区对 3G 的补充,难以作为独立的数据网络存在。而且,中国 TDD-LTE 的 4G 标准仍有别于主流的 FDD-LTE 标准;虽然两者的差别可能为 20%,小于 TD-SCDMA 与 WCDMA/CDMA 存在的 40% 的差别;但在我们看来,差别变小一点并不改变本质的问题。由于 TD-SCDMA 仍不成熟,中移动为了控制风险,维持高投资回报率,并未在 TD-SCDMA 上下太大的赌注。

中移动: 手机补贴将直接侵蚀其现有利润;移动数据需求的爆发增长给 2G 网带来巨大压力,对短信和语音业务也有替代作用;过于看好 TD-LTE 可能延缓对 TD-SCDMA 的投入,导致 3G 阶段更为被动。**中国联通:** 手机补贴带来良性循环:"空手套白狼"地锁定用户和收入;不仅有利可图,而且现金流为正,并能反过来推动网络和执行力的改善。我们预计,联通 2011 年 3G 用户净增 3,000 万,净利润翻番。**中电信:** V 型反弹按部就班的展开,终端有所改善,并可能于 2011 年 4 季度推出 iPhone。我们预计,电信 2011 年净增移动用户数 4000 万(3G 净增 1,600 万),净利润同比增长约 17%;但同时我们注意到,市场上一些对中国电信的预期已经比较满了。

估值:

中国联通: 2011 年真实 P/E 18.5 倍、P/B 1.1 倍、EV/EBITDA 3.8 倍、分红收益率 2.5%; 2010-2013 净利润复合增速 100%。

中电信: 2011 年 P/E 18.6 倍、P/B 1.3 倍、EV/EBITDA 3.7 倍、分红收益率 2.3%; 2010-2013 净利润复合增速 17%。

中移动: 2011 年 P/E 11.7 倍、P/B 2.2 倍、EV/EBITDA 4.1 倍、分红收益率 4.1%; 2010-2013 净利润复合增速 1%。

风险:

中国联通: 补贴套餐的收入-费用确认不匹配导致手机补贴为了应付国资委的 EVA 考核而做的过于保守;**中电信:** 高端手机推出时间延后,一些预期已经比较满了;**中移动:** 移动数据需求增长过快,数据对短信和语音产生替代。

目录

2011 年中国的移动数据需求同比增速将超过 200%，此后增速将进一步加快	3
智能手机和数据应用将推动移动数据需求增长	3
3G 移动数据渗透率仍低于 5%；随着大量“流量杀手”的诞生，拐点或于 2011 年二季度出现	4
2G 做数据是“饮鸩止渴”，4G 则是“望梅止渴”	6
中国联通（(00762.HK)：推荐，目标价 18 港元	9
收入与费用匹配的会计政策对于制定正确的竞争战略（激进的手机补贴）至关重要	11
2011 年 3000 万 3G 净增用户是如何“炼”成的？	14
中国电信(00728.HK)：推荐，目标价 5 港元	18
中国移动(00941.HK)：审慎推荐，目标价 82 港元	23

图表

图表 1：主要移动数据应用和容量	3
图表 2：高通 MSM7227 WCDMA/GSM 双模双待机芯片组 + Android 2.2 + 3.8 英寸电容触摸屏，成本 130 美元（左图）；配有 3.2 英寸电容触摸屏，成本 120 美元（右图）-- 将于 2011 年 2 月开始生产	4
图表 3：全球 3G 已经起飞；由于 ARPU 上升而资本支出增长有限，3G 运营商业绩有所提升	4
图表 4：中国潜在电信市场规模：国内移动数据用户已达 3 亿，价格承受力较高。	5
图表 5：使用 WCDMA 提供移动数据服务是有利润保证的，特别是在升级到 3.75G(HSPA+)之后	6
图表 6：使用 CDMA-EVDO 提供移动数据服务也是有利润保证的	6
图表 7：中移动 2G 频谱优势在 3G 时代消失：中电信 800MHZ 足以支撑其 3G 网络应用，中国联通甚至最近在其 Femto 应用中取得额外频段	8
图表 8：网络维护费、员工费用和其他行政管理费用、折旧费用的刚性和边际水平研究	10
图表 9：中移动良性循环的确立耗时三年；但良性循环一旦开始，便动力十足	11
图表 10：没有一个运营商会因为“收入-费用”不匹配的财务制度导致用户发展的越好、利润水平越低的误导现象 ..	12
图表 11：现有手机补贴会计处理；以及可选修改方案一和二	12
图表 12：中电信买手机补贴话费模式（用户无需知道补贴的是手机还是话费）	13
图表 13：手机补贴只适用于话费需要报销的用户；引导非补贴用户都使用“话费补贴”——其实两者的唯一区别就是给你开手机销售发票（无法作为话费报销），还是开话费发票（可以报销）——可以将手机补贴套餐吸引力设计地低于话费补贴套餐	14
图表 14：主要财务数据与股票信息--中国联通	15
图表 15：历史和预测的财务数据--中国联通	16
图表 16：DCF--中国联通	17
图表 17：联通主要业绩指标预测（中金与市场预测对比）	17
图表 18：高通正推进 CDMA 手机标准化，同时推出价格较低、可提供整体解决方案的 CDMA/GSM 或 WCDMA/GSM 双模（甚至双待）芯片（也可参见图表 2）	19
图表 19：更多公司与高通一道推进 CDMA 手机标准化	19
图表 20：主要财务数据与股票信息--中国电信	20
图表 21：历史和预测的财务指标--中国电信	21
图表 22：DCF--中国电信	22
图表 23：中电信主要业绩指标预测（中金与市场预测对比）	22
图表 24：主要财务数据与股票信息--中国移动	23
图表 25：历史和预测的财务数据--中国移动	24
图表 26：DCF--中国移动	25
图表 27：中移动主要业绩指标预测（中金与市场预测对比）	25

2011 年中国的移动数据需求同比增速将超过 200%，此后增速将进一步加快

2009 年，中移动 2G 网络支撑大约 200 亿 MB 的移动数据，平均到每个用户每月仅为 3MB。我们注意到 2010 年中移动 2G 网络数据需求同比增长约 150%，相当于 300 亿 MB 的需求增长。由于基数仍然很低，而且 5MB 仅相当于一首歌或六张低清晰度图片的数据量，我们认为 2011 年中移动 2G 网络可能仍需增加 500 亿 MB 的数据支持量，以满足需求。

中国联通 2010 年 3G 用户新增约 1400 万，每用户每月平均使用约 100MB 的移动数据，总计使用流量约 150 亿 MB。我们认为中国联通 2011 年 3G 用户将净增 3000 万，而且老用户移动数据使用量可能逐渐增加，总计增加约 300 亿 MB 的数据流量。

中电信 2010 年新增 3G 用户约 800 万，每用户每月平均使用约 100MB 的移动数据，总计使用流量约 100 亿 MB。我们认为，中电信 2011 年 3G 用户将净增 1600 万，而且老用户移动数据使用量可能逐渐增加，总计增加约 160 亿 MB 的数据流量。

图表 1：主要移动数据应用和容量

300封纯文字email = 1MB	一张低像素照片 = 500KB
一首歌 = 1MB-5MB	10个网页 = 1MB
一个Word/Excel附件 = 0.1-1MB	新浪微博（一天）= 5MB
中篇小说 = 0.5MB	长篇小说 = 1.5MB
音乐软件 = 10MB	游戏软件 = 20MB
QQ = 1.3 MB	Skype = 0.5MB
一小时高清电影 = 100MB	一小时网络电视 = 30MB

资料来源：中金公司研究部

智能手机和数据应用将推动移动数据需求增长

使用高通芯片组、装有 Android 系统和电容触摸屏且售价在 200 美元以下的“山寨”智能手机有望很快面世。高通调整其战略，改变只做高端芯片的策略、学习联发科在 2G 时代的做法，已开始将 Android 以及其他操作系统嵌入其芯片组（甚至包括 WCDMA-GSM 和 CDMA-GSM 双模双待机芯片组），并为各价位的所有产品提供全面的解决方案。高通甚至在上海开设了分公司，并在北京建立了 CDMA 研究中心，以帮助本地设计公司 and 手机制造商更快更方便地应用其产品。

传统手机用户每月数据使用量一般在 5MB 以下。而即便在 2G 网络上，智能手机用户每月数据使用量也能轻松超过 20-50MB。一旦使用 3G 网络，预计其使用量每月将接近几百 MB。智能手机售价一般在 400 美元以上，并已经占据了国内约 30% 的新手机出货量。我们预期一旦平均售价在 200 美元左右甚至更低的“山寨”智能手机于 2011 年中期进入市场，2012 年和 2013 年智能手机将分别占据中国手机销量的 50% 和 70%。

图表 2：高通 MSM7227 WCDMA/GSM 双模双待机芯片组 + Android 2.2 + 3.8 英寸电容触摸屏，成本 130 美元（左图）；配有 3.2 英寸电容触摸屏，成本 120 美元（右图）-- 将于 2011 年 2 月开始生产



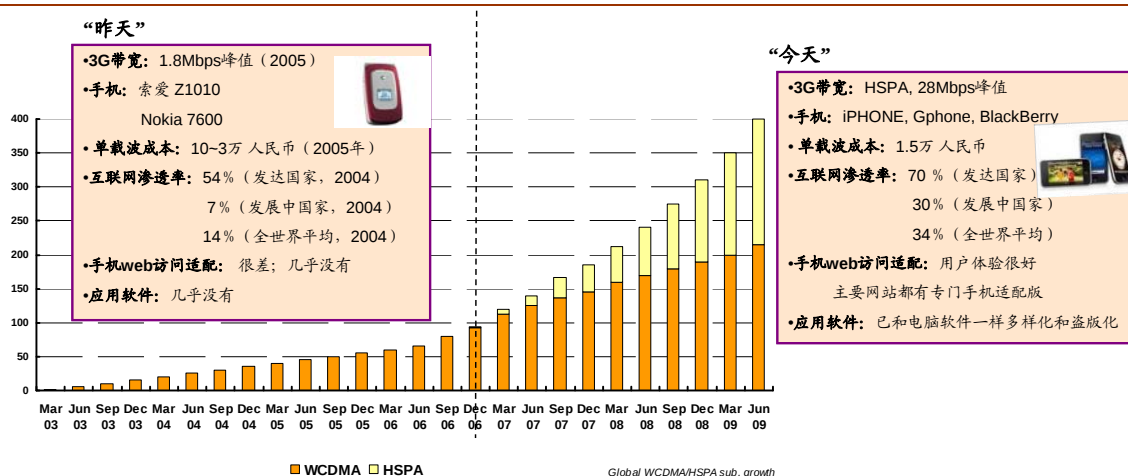
资料来源：中金公司研究部, http://blog.sina.com.cn/s/blog_4f8e74850100nkxi.html

3G 移动数据渗透率仍低于 5%；随着大量“流量杀手”的诞生，拐点或于 2011 年二季度出现

手机运营业务蕴含巨大的网络效应。使用移动数据的用户越多，其他用户就越有可能开始使用。如果你在手机上使用新浪微博，你的朋友也很可能开始使用-- 新浪微博已有近一亿用户，而且每月仍在以一千万的速度增长。其他应用诸如 QQ、QQ 微信、MSN、淘宝、人人网、开心网、偷菜和 Whatsapp 等均对用户具有较大吸引力，而且提升网络效应、带来羊群效应。对于商务用户来说，邮件，浏览器等应用更是不可或缺的。

中国真正意义上的 3G 数据用户现在只有约 1800 万（中联通 1000 万、中电信 500 万、中移动 300 万），以此计算中国 3G 移动数据渗透率仍低于 5%。我们认为一旦达到 10% 的拐点，移动数据渗透率增长将迅猛提速。我们预期这一拐点在 2011 年二季度就可以到来。

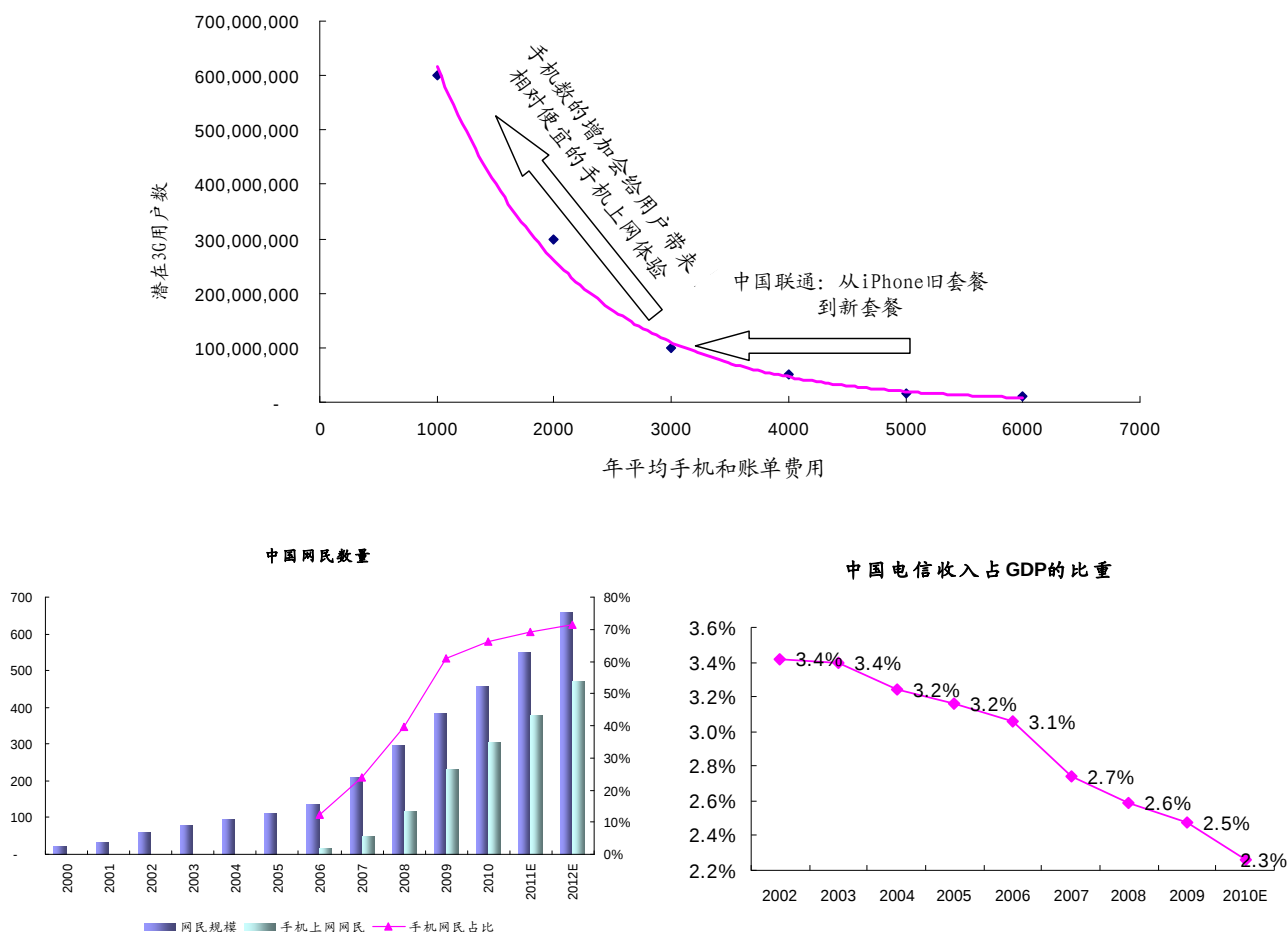
图表 3：全球 3G 已经起飞；由于 ARPU 上升而资本支出增长有限，3G 运营商业绩有所提升



资料来源：中金公司研究部

虽然中国 3G 移动数据渗透率较低，但其潜在市场规模巨大。国内使用 2G 网络的移动数据用户已经超过 3 亿，其数据使用量正以每年 150%-200% 的速度增长。另外，由于中国电信服务的行业收入占 GDP 的比重已降至 2.3% 的低位（全球范围来看约为 3%-4%），中国消费者对移动数据的消费能力相对较高（有关更详细的论述请参阅我们的《从公用事业类公司演变为基本/可选消费品公司》报告）。

图表 4：中国潜在电信市场规模：国内移动数据用户已达 3 亿，价格承受力较高。



资料来源：中金公司研究部

中国的移动行业还存在另外两个在分析中必须考虑的特点：（1）行业目前的市场份额非常不均衡——中移动拥有 75% 的国内移动用户和几乎所有高端用户；（2）三个运营商的 3G 牌照各不相同——中移动的 3G 只有国内自主开发、成熟度较低的 TD-SCDMA；联通是最好的 WCDMA；中电信是技术标准成熟，但手机产业链较差的 CDMA 标准。

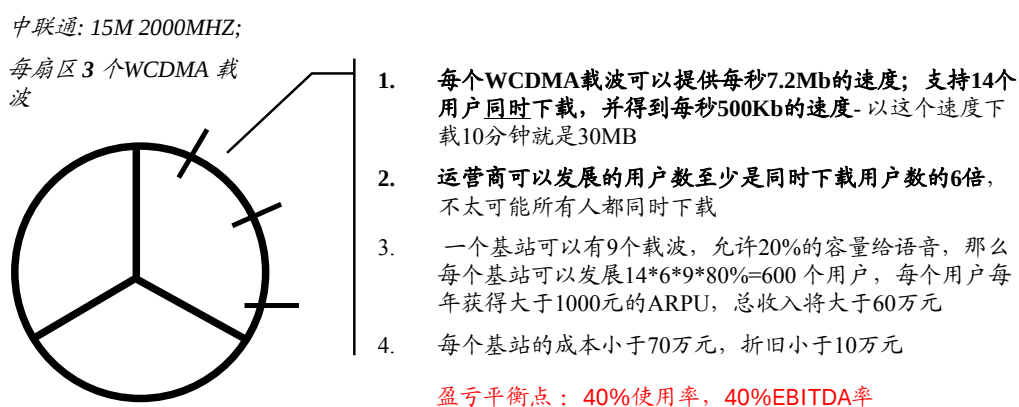
因此，1）规模要小很多的中联通和中电信主要考虑的是如何从中移动手中“抢”客户，而不用担心会侵蚀现有的既得利润，或必须将行业的利润蛋糕先做大。2）从另一个方面来看，中国移动的策略将主要以“守”为主，因为任何激进的手段将最大地损害其自己的既得利益。这就好比是农民起义，只有农民才能分田地，因为田地不是他的；分出去越多，其实他也得到越多；而地主是不会去分田地的，因为原来地都是他的。而 3）中电信和联通之间，在整个移动数据用户渗透率还处于基数非常低、且迅速增长的阶段，“此消彼长”不是主流；共同做大数据市场才是主流——是“合竞”而不是“竞合”。

2G 做数据是"饮鸩止渴", 4G 则是"望梅止渴"

2G 是主要针对移动语音的技术标准, 无法真正满足对大容量数据的需求。2G 数据的资本投资效率仅为 3G 的 1/40。每 150 亿 MB 的数据容量将占用中移动现有 2G 网约 10% 的容量 (相当于 1 亿语音用户对网络的压力), 对应 2G 网上需要额外 500-1000 亿的资本开支。中移动 2009 年网络利用率相对合理, 为 50%-70%; 但由于数据量剧增 2010 年利用率攀升至 70%-90%。另外, 即便中移动希望使用 2G 网络来满足数据需求, 也不具可行性, 因为其 2G 网络受限于频谱瓶颈。中移动 900MHZ 和 1800MHZ 频谱的使用率已经较高; 如果基站布的太密, 基站间的相互干扰反而会大大降低网络的容量和质量。

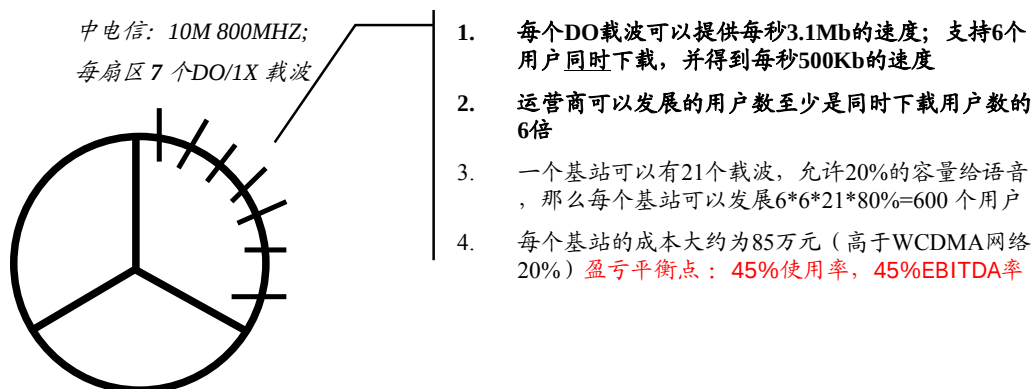
3G 技术是革命性的, 不仅仅是因为它快, 更是因为它可以以低成本满足大量的数据需求。相比而言, 在 3G 网络下, 每 150 亿 MB 的数据容量仅需额外投入 10-20 亿元, 而且其在速度和频谱使用效率上都明显优于 2G 网络。

图表 5: 使用 WCDMA 提供移动数据服务是有利润保证的, 特别是在升级到 3.75G(HSPA+)之后



资料来源: 中金公司研究部

图表 6: 使用 CDMA-EVDO 提供移动数据服务也是有利润保证的



资料来源: 中金公司研究部

市场往往更重视手机，而忽视网络本身。这也是为什么会反复有传闻称中移动将很快引进 iPhone，而且市场每次都会对上述传闻做出反应。**我们的看法与此相反：网络好比是公路，而手机则是公路中行驶的汽车。**TD-SCDMA的iPhone是不可能的；那就只能用2G了；利用中移动2G网络运行iPhone犹如在北京狭窄而拥堵的道路上开一辆加长悍马，这对司机和道路交通都没有好处。数据速度慢并不是2G网络的致命缺陷，过低的数据资本投资效率和频率效率（只能达到3G的1/40，甚至是1/100）才是主要问题。2.75G EDGE的好比是“将10个电话拨号上网捆绑起来（56KB*10）的做宽带”——是得不偿失的。中移动目前的2G网络每年最多只能提供1500亿MB的数据流量或为10亿语音用户提供语音服务，两者不能兼顾；而联通的3G网络现在已经可以提供1500亿MB的数据流量并同时为1亿语音用户提供语音。

最近我们注意到许多数据应用（例如苹果店下载和新浪微博等）都无法在中移动2G网络上运行了。也许中移动也在做一些流量控制，就像北京的交通管制一样，从而为其利润更高的语音业务空出必要的保障容量。

我们认为，4G/LTE未来3-5年缺乏实质性意义，因为：

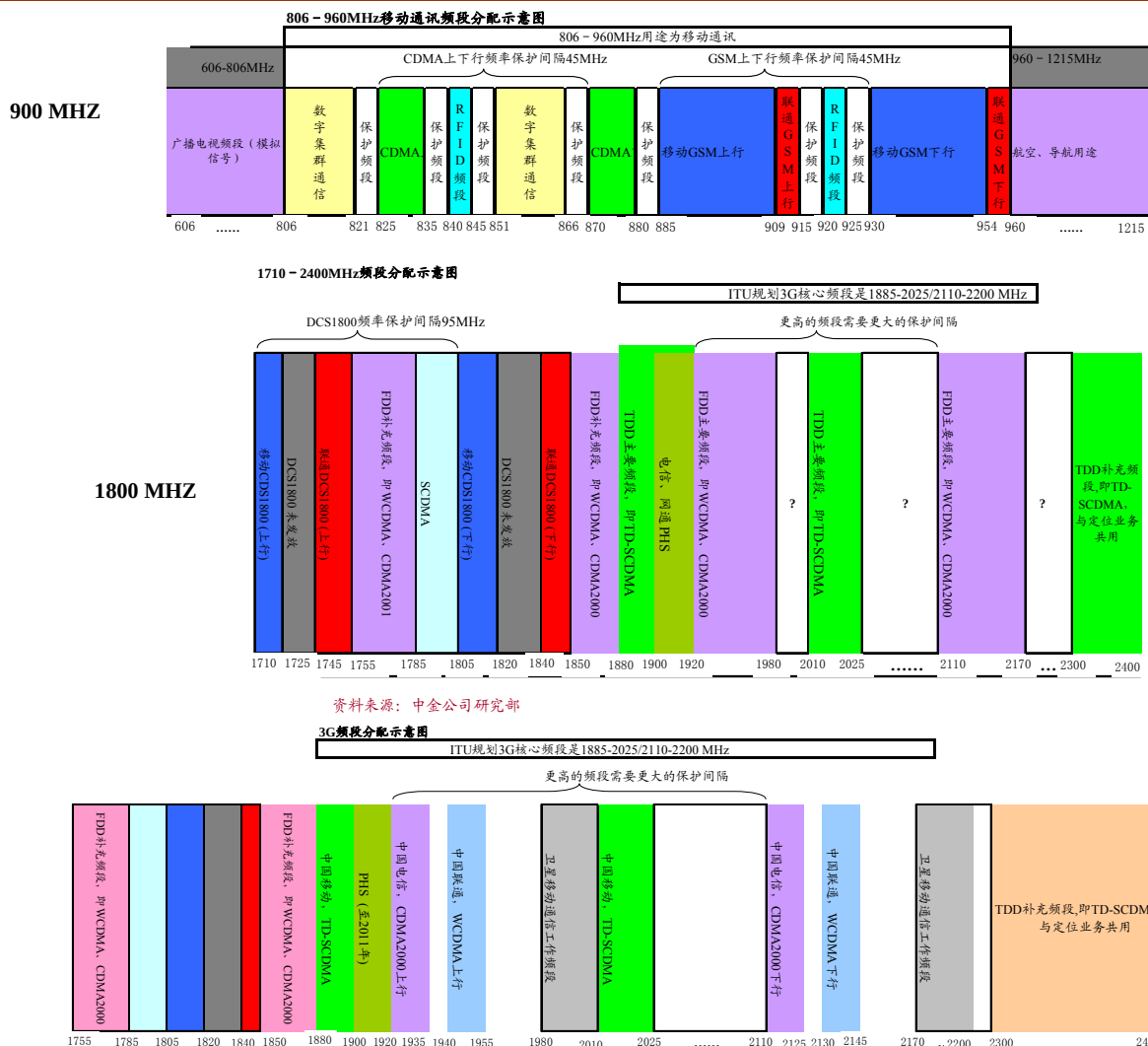
- ▶ 目前4G/LTE的支持者多数是一些处于劣势的3G运营商（例如日本DoCoMo公司，Verizon和一些不知名的运营商），而成功的3G运营商（如日本软银，AT&T公司，沃达丰和西班牙电信）对其并不感兴趣。这与当时3G技术刚推出时的情景截然不同，当时所有行业领先的运营商都对这一新技术趋之若鹜；不计成本的往里面投资。
- ▶ 运营商如此不同的态度主要是由于3G相比2G具有革命性意义（3G可以提供数据，2G则无法提供数据），但是4G相对于3G并不具有革命性意义，因为它们都能提供数据。4G只不过比3G快2-4倍，目前其实还没有什么应用必须用到4G的速度，更没有用户愿意为这个没有用途的速度花更多的钱。同时，3G技术发展迅速，3.75G HSPA+现在可以支持50MB/s以上的速度（4G是100MB/s）。我们注意到，国际电联ITU最近甚至宣布，WiMax、LTE和HSPA+均为4G标准。许多运营商，包括中联通和中电信，已经拥有了足够的3G带宽以满足目前可以预见的数据需求。
- ▶ 即便是对于那些想借4G来改变自己3G劣势的运营商来说，它们并未在4G技术上做很多投入，而只是把4G作为3G在热点地区的补充。4G网络覆盖面较小，而且渗透力较弱。从性价比角度来说，4G很难作为独立的数据网络存在。
- ▶ 此外，中国的LTE标准TDD-LTE仍有别于主流的FDD-LTE标准。两者的差别可能为20%，相比TD-SCDMA与WCDMA/CDMA存在40%的差别是小了点。但在我们看来，差别变小一点并不改变本质的问题——其他运营商不会认真考虑研究TDD-LTE，所有问题还是要由中移动自己解决——如果没有真正的利益驱动，全球合作只不过是礼貌性的噱头而已。

由于TD-SCDMA仍未成熟，中移动对投资于TD-SCDMA心存谨慎，公司希望4G技术TD-LTE可以在2-3年后成熟。因此，中移动在3G时代数据业务方面缺少可以与中联通和中电信一决高下的利器。即便中移动不顾投资效率、在今年下半年拼命增加对TD-SCDMA的投资，至少可能需要再花两年的时间才能将TD-SCDMA达到目前WCDMA产业链的40%，CDMA产业链的60%的水平。

WiFi是3G在热点地区的补充，帮助分流数据流量，空出的3G容量可以用于发展更多3G用户。比如，联通的许多iPhone用户家中使用的是中国电信的宽带WiFi，这为联通节省了巨大的数据流量，使其得以发展更多的3G用户。虽然许多人担心WiFi会使数据流量下降从而影响收入，但我们认为并非如此，因为WiFi会使用户对数据产生依赖，使其愿意为优质的3G数据体验买单，而不是简单的为流量买单。

对于没有好的3G网络的运营商来说，WiFi只是无奈之选，这就好比：无论安置多少公用电话亭，是无法改变“移动替代固话”的趋势的；一旦用户习惯了利用WiFi进行数据传输，他们肯定会要求3G网络达到全面覆盖。别忘了在中国2G时代，当时中联通和中移动网络覆盖率只差几个百分点，但就是这几个百分点使几乎全部的高端用户选择了中移动。

图表 7：中移动 2G 频谱优势在 3G 时代消失：中电信 800MHz 足以支撑其 3G 网络应用，中联通甚至最近在其 Femto 应用中取得额外频段



资料来源：中金公司研究部, MIIT

中国联通（(00762.HK)：推荐，目标价 18 港元

卖方“买入联通”的“合唱”最近变得安静了，我们好像又在“独唱”了，但是我们还是坚信自从 2010 年 5 月 1 日上调评级以来对联通的推荐。我们认为，市场目前仍然对联通的手机补贴和会计处理政策存在很大误解。请参阅我们以前报告中对联通手机补贴和会计处理的详细点评。在目前的股价水平上，我们认为，我们一直以来推荐联通的独角戏（目标价 18 港元）会带来行业内最大的上涨空间。如果错过了中电信，此次就不要再错过中国联通了。我们预计，联通 2011 年 3G 用户净增 3,000 万，净利润翻番。

对联通而言，手机补贴越多越好，因为手机补贴是步入良性循环的第一步。

1. 手机补贴对联通很有利可图

富有吸引力的补贴套餐对联通仍然非常有利可图，尤其是目前多数成本为固定成本。即使将固定成本考虑在内，补贴套餐也仍然有利可图。每款手机的补贴金额控制在签约期整体收入的 30%-50%；ARPU 值越高的套餐，补贴金额占收入比越高，但剔除手机补贴后的净 ARPU 绝对量越高。

以 iPhone 补贴套餐为例，用户承诺 24 个月每月最低 ARPU 值为 286 元，便可免费获得 16GB iPhone-4。

- 平均而言，每用户消费额将高于最低 ARPU 的 10%。以此计算，两年签约期内，每个用户将贡献收入约 7500 元（286 元×24 个月×110%）。每台 iPhone 补贴成本约 3,800 元，其它边际成本包括佣金和其它营销成本 700 元（收入的 10%）和营业税 100 元（服务收入的 3%），由此计算出签约期内净收入为 2,900 元。
- 在 3G 用户达到 5,000 万前，我们假设网络维护成本、劳动力成本、管理成本和折旧均为固定沉淀成本，两年签约期内税前利润为 2,900 元，平摊到每年为 1,450 元。
- 在 3G 用户达到 5,000 万后，我们假设每用户每年网络维护成本、劳动力成本、管理成本和折旧费用分别为 50、50、50 和 100 元；于是，两年签约期内税前利润为 2,400 元，平摊到每年为 1,200 元。

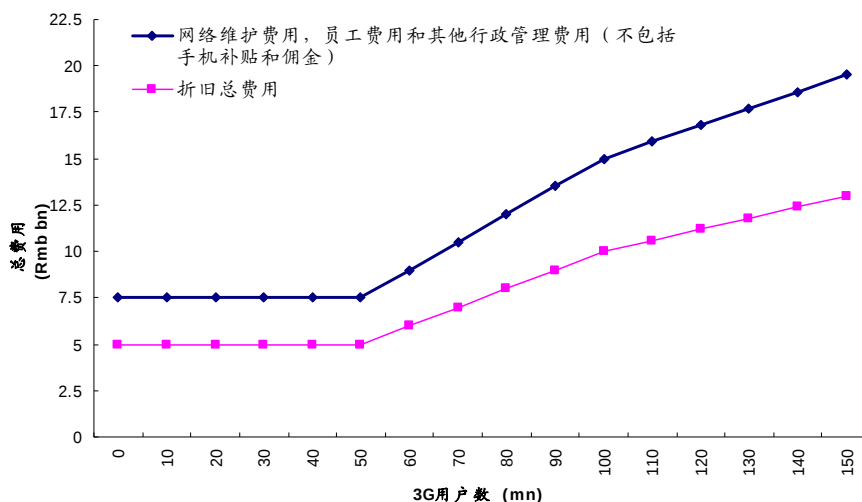
按照最低的补贴套餐为例，用户承诺 24 个月每月最低 ARPU 值为 66 元，可以免费获得以下 7 款手机中的一款：诺基亚 2730c、诺基亚 7230、三星 S3370、索爱 J108i、LG-T320、中兴 E850 和华为 U7520。

- 两年签约期内，每个用户将贡献收入约 1,750 元（66 元×24 个月×110%）。每台手机的补贴成本约 450 元，其它边际成本包括佣金和其它营销成本 160 元（收入的 10%）和营业税 30 元（服务收入的 3%）。由此计算出签约期内净收入为 1,100 元。
- 在 3G 用户达到 5,000 万前，我们假设网络维护成本、劳动力成本、管理成本和折旧均为固定沉淀成本，两年签约期内税前利润为 1,100 元，平摊到每年为 550 元。
- 在 3G 用户达到 5,000 万后，我们假设每年网络维护成本、劳动力成本、管理成本和折旧费用分别为 50、50、50 和 100 元，两年签约期内税前利润为 600 元，平摊到每年为 300 元。

讨论减少补贴是否会增加利润这个问题，需要针对净增用户数的补贴弹性做“奢侈”的情景分析。说它奢侈是因为它是个只有在联通业务步入良性循环、其网络质量和用户对数据依赖性相对较大之后才有资格进行分析的问题。目前阶段，联通还不能以降低补贴作为赌注，首要任务应该是迅速推动其业务步入良性循环。如果不提供补贴，很难预测净增用户、收入和现金流何时才能开始迅速增长，从而影响联通的网络建设和优化以及员工士气和执行力。例如，联通 2010 年补贴预算只有 30-50 亿元，因此在对 150 台 iPhone 进行补贴后，几乎无力补贴其它手机。这在很大程度上导致了令市场担心的现象——联通的 WCDMA 手机优势好像完全消失了、公司几乎完全依赖 iPhone。

另外，我们注意到，电信运营商可以从高补贴，慢慢转而采取低补贴，但反向而行难度会很大。在发展了很多低补贴用户后，高补贴套餐一旦推出，这部分用户会纷纷选择高补贴套餐，现有业务利润会遭到严重打击——这正是中国移动目前面临的困境。因此，我们认为联通首先采取积极的手机补贴策略以求尽快进入正向循环，然后再考虑如何逐步降低补贴乃正确之举。作为国内唯一一家 WCDMA 运营商，联通在其网络质量和用户对数据依赖性大大提升后是完全有能力可以考虑降低手机补贴的——每月数据流量为 500MB 的用户是不太可能会转投中移动的。

图表 8：网络维护费、员工费用和其他行政管理费用、折旧费用的刚性和边际水平研究



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

2. 手机补贴带来正现金流，甚至不需要营运资本

在中国，运营商提供手机补贴需要用户预存款，预存额通常相当于签约期内收入的 60% 或手机补贴成本的 1.6 倍。由于国内缺乏信用追踪系统，此举已成为具有中国特色的做法。

例如，根据 iPhone 补贴套餐，用户若要获得成本大概为 3800 元的 16GB iPhone-4 手机，则需预付现金 5880 元。根据最低 ARPU 值为 66 元/月的补贴套餐来看，用户若要获得成本 450 元的高性价比手机，则需预付现金 800 元。

市场一直认为联通现金状况太差，难以大规模提供手机补贴。虽然直觉如此，但其实大错特错。在中国，手机补贴不仅可以产生相当于补贴金额 0.6 倍的净的正现金流，甚至不需要动用运营商营运资金。从 iPhone 补贴情况来看，苹果公司先向联通提供 iPhone，在联通发展到签约用户并获得 5880 元的预存款后才会从联通手中拿回 3800 元左右的销售资金。从其它智能手机补贴情况来看，第三方销售渠道首先替联通向手机生产商垫付押金，在某种程度上颇像庞氏骗局（Ponzi Scheme）。

3. 手机补贴可以提高运营商的网络和服务质量，改善执行力

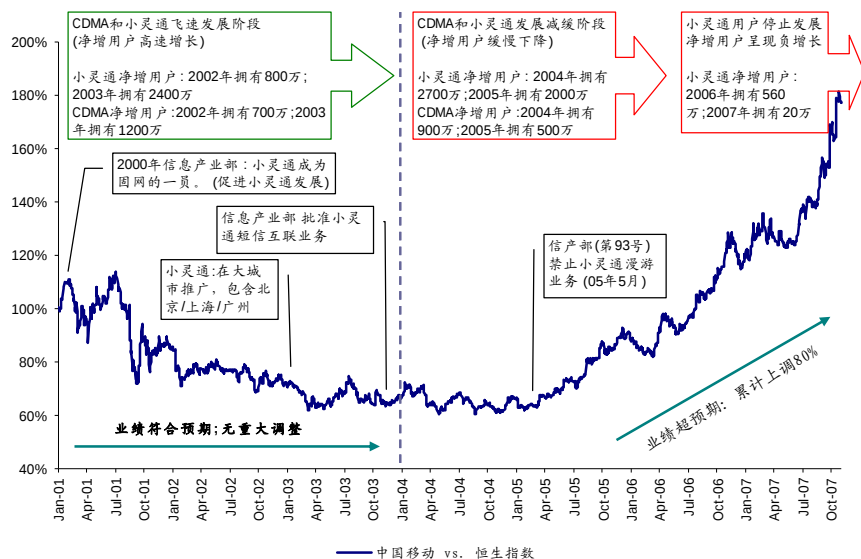
网络和服务质量是运营商的生命线。但是，它们只是良性循环中的一个环节，不是进入良性循环的“第一推动力”。网络质量、服务质量和执行力均需要用户规模和收入增长带来信心，也需要先保障净利润能通过集团和国资委的 EVA 考核，还需要产生现金流用于满足资本开支和激励需求。手机补贴就是这样一个“第一推动力”——它可以锁定用户/收入、产生利润（基于正确的会计政策安排）和正现金流，又会相应地提升网络和服务质量。

回顾联通的历史有助于对其目前网络和执行力做出公正判断。我们发现联通一度曾处于恶性循环中，在 2008 年末电信行业重组前，管理层能够做的是控制损失，他们成功地阻止了业务进一步恶化。目前监管机构试图为中国电信行业创造一个相对更加平衡的竞争环境，最弱的联通因此获得了中国唯一的 WCDMA 牌照。我们相信，其业务能步入良性循环，一个虽然开始进展缓慢、但动能强劲良性循环。循环中一个环节紧随另一环节，进展会越来越快，产生巨大的规模效应。中移动 10 年前曾经历过这样一种循环。

如果你在行业重组前曾使用过联通或网通的客户服务，你可能已经亲身感受到了这种进步。到目前为止，联通共拥有 3G 用户约 1,500 万。联通 2010 年新建 7 万个 3G 基站，3G 基站总数达到 16.7 万个，县级地区覆盖率从 52% 上升至 95%。与此同时，2010 年联通新建 3.4 万个 2G 基站，2G 基站总数达到 32.4 万。由于网络质量不断优化，联通的 3G 路测接通率从 97.14% 上升至 99.51%，2G 路测接通率从 97.24% 升至 99.41%。

大家都觉得联通的执行力和网络语音质量比中移动差，但我们认为是二阶导数（变化），而不是大家都看到的历史水平，导致了股价的变化。另外，我们需要清楚的是联通总市值只有中移动的 1/8。

图表 9：中移动良性循环的确立耗时三年；但良性循环一旦开始，便动力十足



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

联通不仅能承受较高的手机补贴收入占比，甚至其可承受的绝对补贴金额也完全可以高于中移动，因为手机补贴可以帮助联通从中移动手中抢夺新用户和收入。但对中移动来说，手机补贴会直接侵蚀其既得利益。另外，联通在2010年完善了其BOSS和ESS(电子销售系统)，堵住了大规模手机补贴存在的漏洞。2011年联通的WCDMA手机会有更多款式，而且成本控制更加有效。此外，许多手机生产商和第三方销售渠道（包括天音、中国邮电器材总公司、国美和苏宁等）也不再与中移动进行独家合作，而是开始与联通展开密切合作。

当我们说2011年补贴金额高达300亿元（直接手机补贴接近200亿元、话费补贴100亿元）时，多数听众会非常惊讶，对联通深表忧虑。几乎所有听众都认为手机补贴是一项独立成本，与由此锁定的用户、收入和现金流并无关联。他们问的问题是：“假设收入固定，联通2011年将投入多少钱用于手机补贴？”但关键点是收入不固定，而是与手机补贴直接相关。如果2011年手机补贴资金只有100亿元，那么联通只能发展300万iPhone套餐签约用户（未来24个月锁定收入低于200亿元、净现金流不足60亿元），没有多余的手机补贴去补贴其它款式的手机，无法锁定用户、收入和现金流。但是，如果补贴资金为300亿元，联通可以发展400-500万iPhone套餐签约用户（未来24个月锁定收入300亿元、净现金流90亿元）和1500万其它手机套餐签约用户（未来24个月锁定收入450亿元、净现金流100亿元）。因此，如果2011年手机补贴预算只有100亿元，我们建议投资者应卖出联通；相反，如果补贴预算达到300亿元，我们建议投资者应买进。对缺乏主动进取精神的国有企业来说，预算对其业绩起到非常重要的作用。

收入与费用匹配的会计政策对于制定正确的竞争战略（激进的手机补贴）至关重要

联通目前将手机补贴一次性进费用，但套餐收入分24个月计入，因此手机补贴导致当期会计层面亏损。市场由此认为手机补贴无利可图，但从我们上面的详细分析来看，这种观点显然是不正确的。但更为严重的是，国资委对国有企业进行EVA考核，也会受到这个“收入-费用不匹配”的财务记账方法的误导。因此，联通不敢投入过多资金用于手机补贴，因为如果EVA为负值，国资委可能会将整个联通集团工资降低10%-20%。在此情形下，原本是为了“保守”的财务制度，应为过度“保守”反而导致的误导——比如，为避免迟到，将表拨快10分钟可以被认为是保守，但拨快10个小时就成了“黑白颠倒”，反倒会让人产生严重误解。

参照中移动和中电信采用的会计处理政策，看似合理，其实大错特错。中移动手机补贴与总收入占比数年来持续维持在低于5%的水平，而且同等水平的补贴已经用了很多年了；中电信手机补贴也只有总收入的10%，主要是由于固网业务占比较大，而且2009年对其业绩进行了大的洗礼。除非中移动和中电信大幅增加现有手机补贴，否则两者间的会计处理政策并无区别。显然，在“中移动”和“中电信”这两块大表上拨快5分钟、10分钟，在“联通”这块小表上相当于拨快了10个小时。

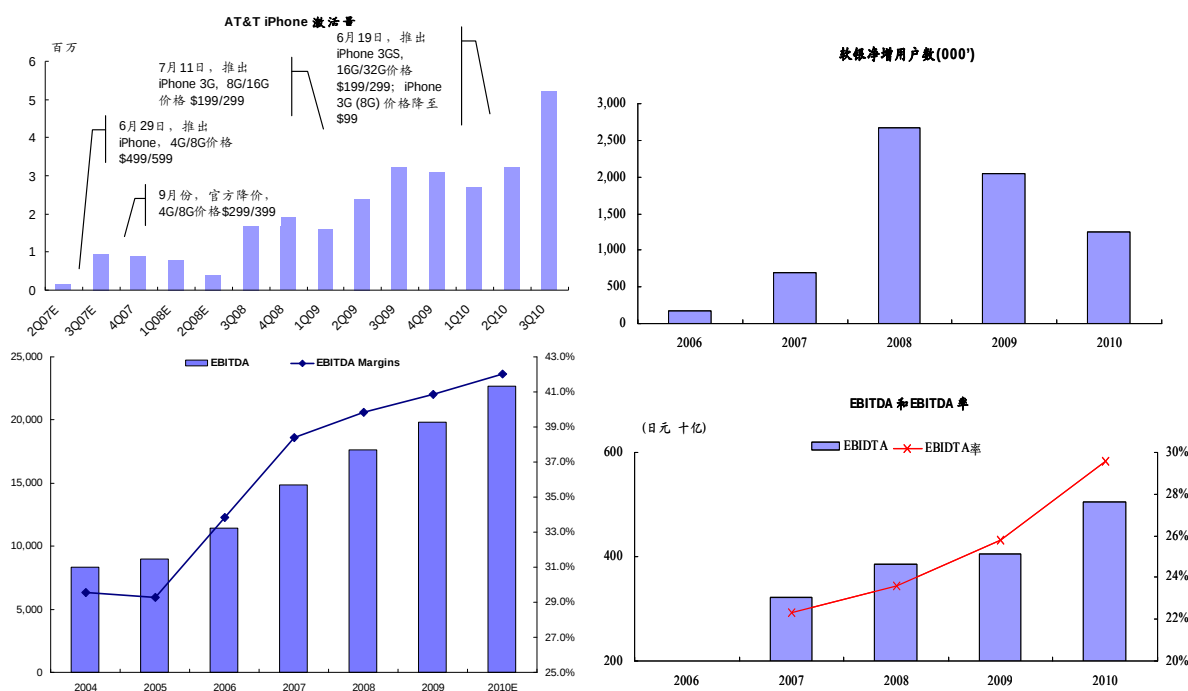
联通应采取以下措施修正其“收入-费用”的财务匹配：

1) 效仿数码通 (Smartone) 和 Maxis, 将其手机补贴也分 24 个月进行摊销——其实, 市场对这种方式是非常认可的, 例如数码通最近的股价表现就非常的强劲; 因为其 iPhone 补贴用户发展的非常好, 带来了净利润的显著提升; 如果采用现在联通的“收入-费用”不匹配的记账方式, 数码通的业绩可能是负增长的; 或者

2) 效仿软银和 DoCoMo 做法, 以及和记电讯和 M1 近期也开始采用的举措, 将部分签约收入计入当期手机销售收入, 与一次性进账的手机补贴费用相匹配。收入的确认调整相对容易。而且这种方式市场也是很接受的; 我们看到日本软银和和记电讯的股价都因为补贴用户的大量增长而有非常突出的表现。

虽然两种方法下收入和成本各不相同; 但相对于第一种方法, 第二种方法相当于是将当期收入和当期费用同时提高等量的一块, 但净利润则是相同的。

图表 10: 没有一个运营商会因为“收入-费用”不匹配的财务制度导致用户发展的越好, 利润水平越低的误导现象



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 11: 现有手机补贴会计处理; 以及可选修改方案一和二

现在：分期计入收入但是把所有手机补贴计入费用		
<u>iPhone手机补贴</u>	当期	未来24个月
确认收入 - 服务收入	0	286元/月 *24 个月
确认费用	-3800	0
净利润	-3800	6864

正确计入方式1) 分期计入所有收入和手机补贴费用		
iPhone手机补贴	当期	未来24个月
确认收入 - 服务收入	0	286元/月 *24 个月
确认费用	0	3800元/24个月 *24 个月
净利润	0	3064
正确计入方式2) 把所有手机补贴计入费用，但是匹配销售收入		
iPhone手机补贴	当期	未来24个月
确认收入 - 当期手机销售收入，未来服务收入	3800	(286元/月*24 个月- 3800元)/24个月 *24 个月
确认费用	-3800	0
净利润	0	3064

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

对于手机话费不需要单位报销的用户来说，运营商可以采取补贴话费的方式（买手机送话费）来代替手机补贴。例如，运营商在推广 5880 元套餐时可以这样描述：用户只要花 5880，就能得到一个促销价 5880 元的手机，再送 5880 元话费抵用券。补贴手机还是补贴话费其实对用户来说并无区别。赠送的话费抵用券可以在未来 24-36 个月内使用，可以抵扣 40% 的每个月的实际话费——就像在一些饭店吃饭消费到一定金额后得到的打折消费券一样。话费补贴不会反映在损益表中——相当于补贴费用看不见了、直接变成了话费因抵用券的使用而减少。

图表 12：中电信买手机补贴话费模式（用户无需知道补贴的是手机还是话费）



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 13：手机补贴只适用于话费需要报销的用户；引导非补贴用户都使用“话费补贴”——其实两者的唯一区别就是给你开手机销售发票（无法作为话费报销），还是开话费发票（可以报销）——可以将手机补贴套餐吸引力设计地低于话费补贴套餐

天翼3G预存话费0元购机 **报销客户专享**

中国电信天翼3G预存话费0元购机活动开始啦，加入天翼3G仅需三步：

- 根据您的消费能力选择一档补贴计划
- 我们的营业员会为您量身推荐最适合您的优惠天翼套餐
- 获赠天翼手机兑换券，兑换一部您心仪的天翼3G手机！

现在更有多款超值Android操作系统智能手机供您选择，最低仅需990元，还等什么，赶快行动吧！

促销政策

月最低消费 (元)	约定在期限 (月)	预存/押金 金额 (元)	手机兑换券 金额	分月到帐额 (元)
59	24	590	590	25 (第24个月15)
99	24	990	990	40 (第24个月70)
129	24	1290	1290	55 (第24个月25)
159	24	1590	1590	65 (第24个月95)
189	24	1890	1890	80 (第24个月60)
200	24	1920	1920	80
260	24	2520	2520	105
289	24	2880	2880	120
380	24	3600	3600	150
500	24	4800	4800	200
600	24	5760	5760	240
800	24	7680	7680	320
1000	24	9600	9600	400

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

2011 年 3000 万 3G 净增用户是如何“炼”成的？

如果不采取积极的手机补贴策略，那么上述问题便难有答案。若联通 2011 年手机补贴预算只有 100 亿元，这部分资金甚至不够对 400 万台 iPhone 手机进行补贴，更不用提其它手机了。在这样的情况下，联通与其它手机生产商和其它第三方销售渠道的合作关系也将岌岌可危。在没有手机补贴的情况下，没有人可以保证联通何时将吸引到多少不需要补贴的 3G 用户，以及他们能持续在网多少时间。而且，一旦推出更为激进的补贴套餐，这些用户都会成为潜在的定时炸弹，集体流失去了更为优惠的新套餐。

但如果 2011 年联通采取积极的补贴策略，加上第三方销售渠道已经取得突破，2011 年 3G 用户净增 3,000 万的目标很容易实现。我们预计联通 2011 年将发展：

- ▶ 500 万 iPhone 补贴用户：苹果公司货源紧张仍然是联通发展 iPhone 套餐用户面临的一大瓶颈。对 500 万份 iPhone 套餐进行补贴共需要资金 150 亿元，但同时锁定两年收入 300 亿元和前期预存款 250 亿元。
- ▶ 1500 万其它智能手机补贴用户：WCDMA 手机机型更多，而且性价比更高。诺基亚 5235 等畅销机型每年可以为联通吸引到约 100 万补贴签约用户，三星、联想和索爱等一般手机也可以帮助联通每年新增 50 万用户。另外，即便是华为和中兴等不是很畅销的手机每年也可以为联通吸引到约 10-20 万用户。即使我们假设除 iPhone 外只有 30-50 款机型获得补贴而且每一机型每年为联通吸引到 30-50 万用户，联通每年新增用户总计 1500-2000 万，需要补贴资金 150 亿元，但同时锁定两年收入 450 亿元和预存款 300 亿元。
- ▶ 500 万数据卡用户：联通可以借助 3G iPad 登陆中国发展 500 万数据卡用户。联通收费标准为 80 元/GB。
- ▶ 2010 年底推出的 46 元 ARPU 值的 C 套餐主要面向无漫游和长途电话需求的本地用户。虽然这一套餐无法享受手机补贴，但低门槛有望使联通潜在用户从 1 亿增至 3 亿，从而使联通 2011 年 3G 净增用户可能大幅高于我们 3000 万的预期水平。

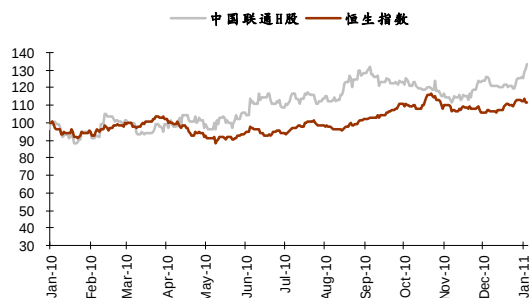
联通目前 3G 网络容量可支撑 2000 万 iPhone 用户或 9000 万普通 3G 用户。投资 250 亿元可以使目前容量增长两倍。我们认为联通 2011 年没有必要扩容网络容量（但需要增加室内覆盖和网络优化的投入）。如果到 2011 年底联通 3G 用户达到 5000 万，其 3G 网络利用率可能为 50%-60%，在此情形下联通可能于 2012 年开始扩大网络容量。

无需对中移动或中电信可能引入 iPhone 心存担忧。苹果公司不会推出 TD-SCDMA 制式的 iPhone 手机，而中国移动的 2G 网络无法负担移动数据需求的增长；一切中移动引进 iPhone 的消息不需要再关注。中国电信的 CDMA 版 iPhone 预计最早今年 4 季度才有望推出。即使 2012 年供货能达到 200-300 万台每年，电信版的 iPhone 也不会直接去争夺联通的 3G 用户，因为毕竟 90% 的潜在用户还在中国移动的网上。其实，我们反而期待中国电信和联通能一起帮助快速提升中国的移动数据用户渗透率并早日达到爆发的拐点。

图表 14：主要财务数据与股票信息--中国联通

(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调整后收入	158,906	153,455	166,479	197,848	239,839
(+/-)	6.5%	-3.4%	8.5%	18.8%	21.2%
调整后 EBITDA	68,627	60,117	64,371	77,434	93,272
(+/-)	-4.2%	-12.4%	7.1%	20.3%	20.5%
调整后 EBITDA 率	43.2%	39.2%	38.7%	39.1%	38.9%
(+/-)	-4.8%	-4.0%	-0.5%	0.5%	-0.2%
调整后净利润	15,817	8,137	6,405	13,583	22,597
(+/-)	4.0%	-48.6%	-21.3%	112.1%	66.4%
调整后每股收益	0.67	0.34	0.27	0.57	0.95
(+/-)	1.0%	-48.6%	-21.3%	112.1%	66.4%
市盈率(倍)	16.3	31.7	39.3	18.5	11.2
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (倍)	4.1	5.3	4.8	3.8	3.0
股利收益率	1.8%	1.5%	1.2%	2.5%	4.5%
权益收益率	8.2%	3.9%	3.1%	6.4%	10.1%

彭博股票代码	762.HK
目标价	HK\$18
股价	HK\$12.34
52周最高/最低	HK\$12.42/8.11
已发行股份	23,562
最终控股股东(%)	China Unicom Group (57.8%)
市值(港币, 百万)	290,755
市值(人民币, 百万)	249,790
市值(美元, 百万)	37,927



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 15: 历史和预测的财务数据-- 中国联通

中国联通估值

评级	推荐
目标价格	港币 18
当前价格	港币 12.34
市值	人民币 百万 249,790

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	166,479	197,848	239,839
同比		6.5%	-3.4%	8.5%	18.8%	21.2%
经营费用	77,552	90,280	95,337	102,108	120,414	146,567
同比		16.4%	5.6%	7.1%	17.9%	21.7%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	64,371	77,434	93,272
同比		-4.2%	-12.4%	7.1%	20.3%	20.5%
EBITDA率	48.0%	43.2%	39.2%	38.7%	39.1%	38.9%
同比		-4.8%	-4.0%	-0.5%	0.5%	-0.2%
折旧	47,678	47,961	47,587	54,719	58,934	63,517
同比		0.6%	-0.8%	15.0%	7.7%	7.8%
净利润	15,209	15,817	8,137	6,405	13,583	22,597
同比		4.0%	-48.6%	-21.3%	112.1%	66.4%
股利	6,427	4,754	3,770	2,968	6,293	11,298
同比		-26.0%	-20.7%	-21.3%	112.1%	79.5%
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	71,460	83,258
同比		54.2%	58.7%	-34.7%	-2.8%	16.5%
自由现金流	18,940	-8,833	-50,839	500	15,130	12,703
净债务	44,633	19,419	62,914	58,008	41,376	30,579
企业价值	319,271	278,075	318,918	307,798	291,165	280,368
股东权益	178,512	207,725	206,465	210,075	217,365	228,663
每股收益 (人民币)	0.66	0.67	0.34	0.27	0.57	0.95
每股收益 (港币)	0.70	0.76	0.39	0.31	0.67	1.11
每股股利 (人民币)	0.20	0.20	0.16	0.12	0.26	0.48
每股股利 (港币)	0.21	0.23	0.18	0.15	0.31	0.55
每股净资产 (人民币)	7.51	8.74	8.76	8.92	9.23	9.70
每股净资产 (港币)	8.02	9.91	9.95	10.38	10.74	11.30
股数 (百万)	23,768	23,768	23,562	23,562	23,562	23,562
汇率	1.068	1.134	1.136	1.164	1.164	1.164
权益收益率	8.5%	8.2%	3.9%	3.1%	6.4%	10.1%
估值						
市盈率	17.5	16.3	31.7	39.3	18.5	11.2
市净率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.5	4.1	5.3	4.8	3.8	3.0
股利收益率	1.7%	1.8%	1.5%	1.2%	2.5%	4.5%
自由现金流收益率	5.9%	-3.2%	-15.9%	0.2%	5.2%	4.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 16: DCF--中国联通

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	149,170	158,906	153,455	166,479	197,848	239,839	278,042	308,222	335,838	359,179	377,574	391,108	407,515	422,593
收入增长率(调整后)		6.5%	-3.4%	8.5%	18.8%	21.2%	15.9%	10.9%	9.0%	7.0%	5.1%	3.6%	4.2%	3.7%
EBITDA率(调整后)	48.5%	43.5%	38.1%	38.7%	39.1%	38.9%	40.0%	41.8%	42.4%	42.9%	43.2%	43.3%	43.8%	43.8%
资本支出占收比	30.8%	44.6%	73.3%	44.1%	36.1%	34.7%	32.9%	30.6%	28.3%	26.8%	25.4%	24.8%	24.5%	24.0%
债务/总资本	24.3%	12.6%	25.8%	20.0%	13.0%	5.2%	4.9%	4.6%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%
调整EBIT	25,030	21,166	10,834	9,757	18,501	29,755	42,489	54,622	62,966	69,064	72,566	73,926	77,402	79,833
税后EBIT	18,522	17,158	8,433	7,595	14,400	23,160	33,072	42,516	49,010	53,757	56,483	57,542	60,247	62,139
增长率 %		-7.4%	-50.8%	-9.9%	89.6%	60.8%	42.8%	28.6%	15.3%	9.7%	5.1%	1.9%	4.7%	3.1%
折旧和摊销	47,369	47,961	47,587	54,719	58,934	63,517	68,712	74,239	79,575	85,026	90,590	95,617	101,154	105,422
固定资产及设备摊销	140	(10)	(91)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非现金项目	2,200	3,025	2,355	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本变化	(3,332)	(6,104)	3,351	11,686	13,255	9,283	8,738	10,329	11,569	11,888	12,518	12,950	12,780	12,882
资本支出前自由现金流	64,899	62,030	61,635	74,000	86,589	95,960	110,522	127,083	140,155	150,672	159,591	166,108	174,181	180,443
增长率 %		-4.4%	-0.6%	20.1%	17.0%	10.8%	15.2%	15.0%	10.3%	7.5%	5.9%	4.1%	4.9%	3.6%
资本支出	(45,959)	(70,863)	(112,474)	(73,500)	(71,460)	(83,258)	(91,614)	(94,356)	(95,102)	(96,368)	(95,921)	(97,040)	(99,747)	(101,401)
自由现金流	18,940	(8,833)	(50,839)	500	15,130	12,703	18,908	32,728	45,052	54,304	63,670	69,068	74,434	79,042
增长率 %		-146.6%	475.5%	-101.0%	2925.7%	-16.0%	48.9%	73.1%	37.7%	20.5%	17.2%	8.5%	7.8%	6.2%
自由现金流率	12.7%	-5.6%	-33.1%	0.3%	7.6%	5.3%	6.8%	10.6%	13.4%	15.1%	16.9%	17.7%	18.3%	18.7%

	1-yr Bwd 2010-19	Now 2011-20	1-yr Fwd 2012-21
现金流净现值	179,463	228,390	268,612
终值的贴现价值	188,639	198,071	207,974
企业价值	368,102	426,461	476,587
终值占企业价值比	51%	46%	44%
净债务	62,914	58,008	41,376
净债务计算前股利支付	4,572	2,968	6,293
权益价值	309,760	371,420	441,504
年底股数(百万)	23,562	23,562	23,562
每股权益价值(人民币)	13.15	15.76	18.74
汇率	1.14	1.16	1.16
每股权益价值(港币)	14.93	18.35	21.81
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值退出倍数	8.6	8.6	8.6

WACC calculation	
Ke =	14.8%
Kd =	5.00%
t =	25.0%
Rf =	5.00%
Equity risk premium =	7.5%
B =	1.30
E(Rm) =	12.5%
WACC =	13.7%
Debt/capital	10%
Equity/capital	90%
Debt/capital (10 yr avg)	0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17: 联通主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)

与市场预期比	Jan 19 2011	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)				
市场预期	167,141	183,624	200,450	
CICC	166,479	197,848	239,839	
差异	-0.4%	7.7%	19.6%	
EBITDA(人民币 百万)				
市场预期	60,897	67,923	75,856	
CICC	64,371	77,434	93,272	
差异	5.7%	14.0%	23.0%	
EBITDA率 %				
市场预期	36.4%	37.0%	37.8%	
CICC	38.7%	39.1%	38.9%	
差异	2.2%	2.1%	1.0%	
净利润(人民币 百万)				
市场预期	4,433	7,168	10,807	
CICC	6,405	13,583	22,597	
差异	44.5%	89.5%	109.1%	
每股收益(人民币)				
市场预期	0.19	0.31	0.45	
CICC	0.27	0.57	0.95	
差异	39.6%	85.6%	109.9%	
每股股利(人民币)				
市场预期	0.11	0.13	0.18	
CICC	0.15	0.31	0.55	
差异	35.8%	130.0%	204.0%	
股利支付率 %				
市场预期	55.4%	43.5%	40.2%	
CICC	53.9%	53.9%	58.2%	
差异	-1.5%	10.4%	18.0%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国电信(00728.HK)：推荐，目标价 5 港元

我们长期以来“买入中电信”的“独唱”最近逐渐成为卖方的“合唱”。我们认为此趋势将维持，维持买入评级（目标价 5 港元）。我们正在研究是否需要调高目标价；自 2009 年 9 月 2 日以来，我们的目标价一直没有改变。V 型反弹按部就班地展开，终端有所改善，并可能于 2011 年 4 季度推出 iPhone。我们预计，电信 2011 年净增移动用户数 4000 万（3G 净增 1,600 万），净利润同比增长约 17%。

我们认为中国电信基本已近进入了良性循环，所以风险因素不大；主要担心的是高端手机推出时间的延后。同时我们注意到，一些对中国电信的用户数和净利润的预期已经比较满了；其实不需要这么满，别最后变成了“好心办坏事”。

我们目前相信联通增长空间更大，就像去年我们坚持推荐中电信，但当时几乎没有人相信。我们一直推荐中电信的三大原因：（1）强劲的现金流相当于其公布净利润的 1.5 倍，因此折旧费用的减少意味着净利润增长空间较大；（2）得益于芯片和电子零部件改善以及高通更加脚踏实地的战略，中电信 CDMA 手机问题将有所改善；（3）中电信 2009 年进行了“大洗澡”，并正式宣布将展开 V 型反弹。我们预计，中电信 2010 年净增用户数 3000 万，净利润增长 15%-20%。

我们近期在一些城市考察了中电信许多营业网点，并参加了中电信在北京召开的 2011 年 CDMA 手机产业链峰会。我们注意到：

（1）中电信每家营业网点平均有 30~50 款 CDMA 手机。HTC、三星和摩托罗拉都有高端机型，虽然仍缺少 iPhone、诺基亚和索爱机型。中兴/华为作为低端机卖得不错，但中端机卖的不行。

（2）中国电信推出“买手机送话费”活动，包装的很有吸引力：如三星 i909 礼包的广告宣传是“5680 元 = 优惠价 5680 元的手机 + 5680 元话费”。至于补贴的是手机还是话费，对用户来说并无区别。所赠送的话费可按 40% 的比例抵扣用户的每月总话费，限期 36 个月内用完。对于运营商来说，话费补贴不被记成费用而是直接抵扣收入，因此净利润不会受到“手机补贴计入当期费用，收入分期摊销”的会计核算不匹配问题的影响。

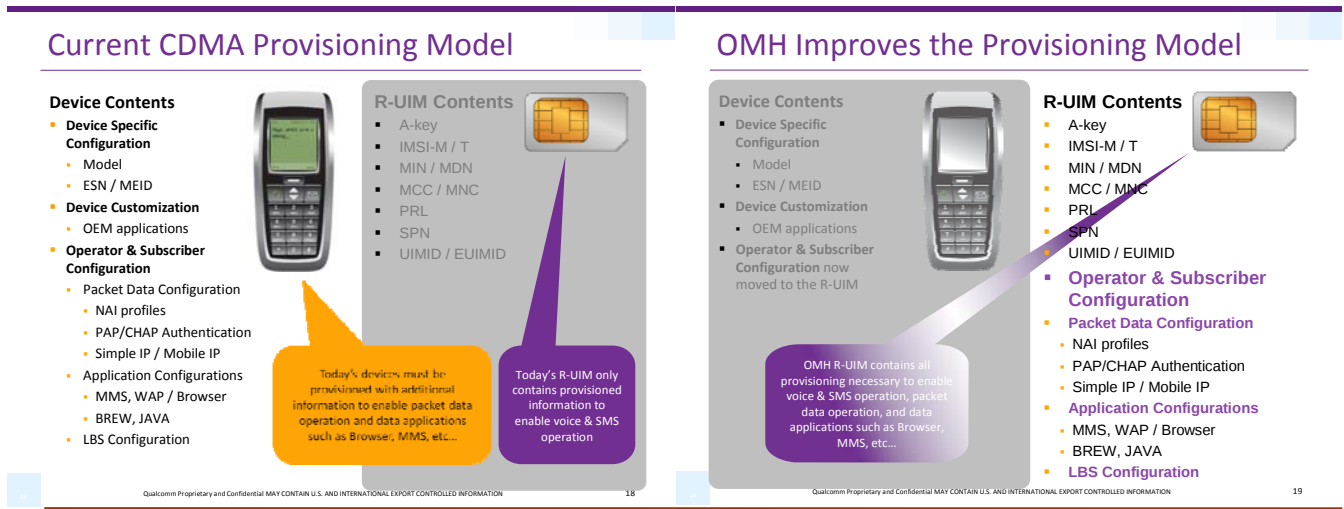
我们预计，中电信可能于 2011 年 3-4 季度推出 iPhone。

（1）中国电信需要加上一个 UIM 卡槽，还把路由协议烧进 UIM 卡里。而且，因为 CDMA 版 iPhone 的费用大概比 WCDMA 版 iPhone 高 15%，中国电信与苹果进行的谈判可能会多花些时间。中国电信有可能在 2011 年 4 季度推出 CDMA 版 iPhone。

（2）利好中国电信：从 2012 年开始，如果我们预计中国电信每年增加 300 万 iPhone 用户，每个用户对年利润贡献 500 元，那就是 15 亿元（大概是现有利润的 10%）。

（3）同时也利好中国联通：中国电信从 2012 年开始每年新增 300 万 iPhone 用户不会对联通的 iPhone 用户增长有太大威胁，我们相信中国每年会有将近 1000 万的 iPhone 需求。中国的移动数据渗透率还是低于 5%，90% 以上的高端用户还是被中国移动所占有。我们并不担心中国联通与中国电信之间的厮杀与较量。相反，中国电信 CDMA 版 iPhone 的推出或许会帮助增加中国的移动数据使用量和用户对移动数据的使用意识，带来羊群效应（现在越来越多的用户对新浪微博和 Whatsapp 等上瘾）。这会利好中国电信和中国联通，但对中国移动可能会造成相当大的负面影响。

图表 18: 高通正推进 CDMA 手机标准化, 同时推出价格较低, 可提供整体解决方案的 CDMA/GSM 或 WCDMA/GSM 双模 (甚至双待) 芯片 (也可参见图表 2)



资料来源: 公司数据、高通、中金公司研究部

图表 19: 更多公司与高通一道推进 CDMA 手机标准化



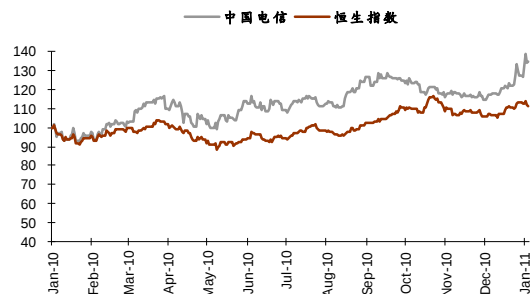
* Logos represent participation in industry meetings

资料来源: 公司数据、高通、中金公司研究部

图表 20: 主要财务数据与股票信息-- 中国电信

(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调整后收入	184,779	208,219	218,953	234,417	250,586
(+/-)	4.0%	12.7%	5.2%	7.1%	6.9%
调整后EBITDA	85,889	82,133	88,266	95,178	102,204
(+/-)	-1.3%	-4.4%	7.5%	7.8%	7.4%
调整后EBITDA率	46.5%	39.4%	40.3%	40.6%	40.8%
(+/-)	-2.5%	-7.0%	0.9%	0.3%	0.2%
调整后净利润	20,066	13,271	14,950	17,505	20,449
(+/-)	-12.8%	-33.9%	12.7%	17.1%	16.8%
调整后每股收益	0.25	0.16	0.18	0.22	0.25
(+/-)	-12.8%	-33.9%	12.7%	17.1%	16.8%
市盈率(倍)	16.2	24.5	21.7	18.6	15.9
市净率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA (倍)	4.9	4.8	4.2	3.7	3.3
股利收益率	1.9%	1.9%	1.9%	2.3%	2.6%
自由现金流收益率	7.7%	10.2%	8.7%	7.4%	8.8%
权益收益率	9.1%	6.1%	6.6%	7.4%	8.2%

彭博股票代码 728.HK
 目标价 HK\$5.0
 股价 HK\$4.56
 52周最高/最低 HK\$ 4.73/3.14
 已发行股份 80,932
 最终控股股东(%) China Telecom Group(70.89%)
 市值(港币, 百万) 383,866
 市值(人民币, 百万) 324,943
 市值(美元, 百万) 49,338



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 11：历史和预测的财务指标-- 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	4.56				
市值	人民币 百万	324,943				
百万 除非特指	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	177,588	184,779	208,219	218,953	234,417	250,586
同比		4.0%	12.7%	5.2%	7.1%	6.9%
经营费用	(90,534)	(127,776)	(134,469)	(143,840)	(156,957)	(169,705)
同比		41.1%	5.2%	7.0%	9.1%	8.1%
EBITDA (不含CDMA租赁费)	87,054	85,889	82,133	88,266	95,178	102,204
同比		-1.3%	-4.4%	7.5%	7.8%	7.4%
EBITDA率	49.0%	46.5%	39.4%	40.3%	40.6%	40.8%
同比		-2.5%	-7.0%	0.9%	0.3%	0.2%
折旧	(52,607)	(53,880)	(52,243)	(51,275)	(50,775)	(50,788)
同比		2.4%	-3.0%	-1.9%	-1.0%	0.0%
净利润	23,010	20,066	13,271	14,950	17,505	20,449
同比		-12.8%	-33.9%	12.7%	17.1%	16.8%
股利	6,125	6,063	6,076	6,279	7,352	8,589
同比		-1.0%	0.2%	3.3%	17.1%	16.8%
股利支付率	26.6%	30.2%	45.8%	42.0%	42.0%	42.0%
资本支出	46,334	48,410	38,042	44,000	50,000	50,000
同比		4.5%	-21.4%	15.7%	13.6%	0.0%
净债务	84,106	95,016	70,677	46,756	28,740	8,515
股东权益	225,972	214,548	222,613	231,995	243,337	256,459
权益收益率	10.2%	9.1%	6.1%	6.6%	7.4%	8.2%
每股收益 (人民币)	0.28	0.25	0.16	0.18	0.22	0.25
每股收益 (港币)	0.30	0.28	0.19	0.21	0.25	0.29
每股股利 (人民币)	0.076	0.075	0.075	0.078	0.091	0.106
每股股利 (港币)	0.085	0.085	0.085	0.088	0.103	0.121
每股净资产 (人民币)	2.79	2.65	2.75	2.87	3.01	3.17
每股净资产 (港币)	2.98	3.01	3.12	3.26	3.41	3.60
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	40,193	32,390	26,222	29,205
企业价值	429,679	420,479	395,620	371,698	353,683	333,458
估值						
市盈率	15.0	16.2	24.5	21.7	18.6	15.9
实净率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	4.9	4.9	4.8	4.2	3.7	3.3
股利收益率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.3%	2.6%
自由现金流收益率	7.2%	7.7%	10.2%	8.7%	7.4%	8.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 22: DCF-- 中国电信

(人民币 百万)	2006PF	2007PF	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入(调整后)	170,645	177,588	184,779	208,219	218,953	234,417	250,586	270,898	291,103	307,956	322,153	335,250	346,317	356,519	365,944
收入增长率(调整后)	5.0%	2.8%	4.0%	12.9%	5.2%	7.1%	6.9%	8.1%	7.5%	5.8%	4.6%	4.1%	3.3%	2.9%	2.6%
EBITDA率(调整后)	37.6%	33.7%	46.5%	39.4%	40.3%	40.6%	40.8%	41.3%	41.9%	41.7%	41.6%	41.7%	42.1%	42.0%	41.7%
资本支出占收比	28.9%	26.0%	27.1%	22.0%	26.4%	30.3%	29.9%	29.3%	28.7%	28.2%	27.7%	27.2%	26.8%	26.5%	26.2%
债务/总资本	37.6%	31.9%	36.5%	32.2%	29.3%	26.2%	23.0%	20.1%	17.7%	15.6%	13.9%	12.5%	11.2%	10.2%	9.4%
调整EBIT	12,842	31,990	27,407	23,152	23,940	26,787	30,193	34,844	40,210	43,281	46,166	49,819	53,269	54,989	56,574
增长率(%)	-132.9%	149.1%	-14.3%	-15.5%	3.4%	11.9%	12.7%	15.4%	15.4%	7.6%	6.7%	7.9%	6.9%	3.2%	2.9%
税后EBIT	12,982	24,248	20,829	17,309	17,895	20,033	22,590	26,080	30,105	32,409	34,574	37,314	39,901	41,192	42,381
增长率(%)	-129.2%	86.8%	-14.1%	-16.9%	3.4%	11.9%	12.8%	15.4%	15.4%	7.7%	6.7%	7.9%	6.9%	3.2%	2.9%
折旧和摊销	51,301	52,607	53,880	52,243	51,275	50,775	50,788	51,630	52,499	53,113	53,701	54,145	55,304	56,500	57,100
固定资产及设备摊销	2,143	1,697	2,550	1,352	2,106	2,201	2,318	2,432	2,542	2,650	2,755	2,856	5,720	5,879	6,021
其他非现金项目	1,236	4,141	1,828	1,899	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资本支出, 营运资本变化前自由	67,662	82,693	79,087	72,803	71,276	73,009	75,697	80,141	85,147	88,171	91,029	94,315	100,925	103,571	105,502
增长率(%)	728.3%	22.2%	-4.4%	-7.9%	-2.1%	2.4%	3.7%	5.9%	6.2%	3.6%	3.2%	3.6%	7.0%	2.6%	1.9%
营运资本变化	(7,891)	(5,620)	1,775	5,432	5,114	3,213	3,508	3,458	793	771	1,191	1,438	1,736	1,908	2,051
资本支出	(49,116)	(46,334)	(48,410)	(38,042)	(44,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)
增长率(%)	-8.8%	-5.7%	4.5%	-21.4%	-15.7%	-13.6%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%
税后CDMA网络租赁费				6,267	9,832	13,250	15,954	19,065	21,956	24,085	25,643	26,977	27,919	28,688	29,306
CDMA折旧抵税				2,856	3,920	4,629	5,269	5,900	6,529	5,905	6,538	7,170	7,345	6,851	6,428
CDMA网络资本支出				(55,000)	(28,000)	(25,771)	(25,272)	(25,272)	(25,272)	(25,272)	(25,272)	(25,272)	(25,272)	(25,272)	(25,272)
CDMA网络购置价格							-108,466	-108,267							
租赁或购买情景(0=租赁; 1=购买)						0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
自由现金流	10,655	30,739	32,452	40,193	32,390	26,222	29,205	(74,976)	39,153	43,661	49,129	54,628	62,654	65,745	68,014
增长率(%)	-118.4%	188.5%	5.6%	23.9%	-19.4%	-19.0%	11.4%	-356.7%	-152.2%	11.5%	12.5%	11.2%	14.7%	4.9%	3.5%
自由现金流率	6.2%	17.5%	17.6%	19.3%	14.8%	11.2%	11.7%	-27.7%	13.4%	14.2%	15.3%	16.3%	18.1%	18.4%	18.6%

	Now	1-yr Fwd	2-yr Fwd
	2010-19	2011-20	2012-21
现金流折现值	171,702	180,386	198,237
终值的折现值	206,909	217,254	228,117
企业价值	378,611	397,641	426,354
终值占企业价值比	55%	55%	54%
净债务	70,677	46,756	28,740
净债务计算前股利支付	6,493	6,076	6,279
权益价值	314,427	356,961	403,893
年底股数(百万)	80,932	80,932	80,932
每股收益价值(人民币)	3.89	4.41	4.99
汇率	0.8805	0.8805	0.8805
每股收益价值(港币)	4.41	5.01	5.67
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	9.7	9.7	9.7

WACC calculation			
Ke =	13.3%		
Kd =	5.00%		
t =	25.0%		
Rf =	5.00%		
Equity risk premium =	7.5%		
B =	1.10		
E(Rm) =	12.5%		
WACC =	12.3%		
Debt/capital	10%		
Equity/capital	90%		
Debt/capital (10 yr avg)	27%		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 23: 中电信主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)

与市场预期比			
Jan 19 2011	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)			
市场预期	222,457	239,020	254,116
CICC	218,953	234,417	250,586
差异	-1.6%	-1.9%	-1.4%
EBITDA(人民币 百万)			
市场预期	77,248	81,345	86,001
CICC	88,266	95,178	102,204
差异	14.3%	17.0%	18.8%
EBITDA率 %			
市场预期	34.7%	34.0%	33.8%
CICC	40.3%	40.6%	40.8%
差异	5.6%	6.6%	6.9%
净利润(人民币 百万)			
市场预期	15,878	18,991	22,442
CICC	14,950	17,505	20,449
差异	-5.8%	-7.8%	-8.9%
每股收益(人民币)			
市场预期	0.20	0.23	0.28
CICC	0.18	0.22	0.25
差异	-5.3%	-7.2%	-8.8%
每股股利(人民币)			
市场预期	0.08	0.08	0.09
CICC	0.08	0.09	0.11
差异	3.4%	10.8%	17.9%
股利支付率 %			
市场预期	38.5%	35.2%	32.5%
CICC	42.0%	42.0%	42.0%
差异	3.5%	6.8%	9.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

中国移动(00941.HK)：审慎推荐，目标价 82 港元

我们认为中移动将面临更为激励的竞争，将其目标价下调至 82 港元；主要是担心数据（新浪微博、Whatsapp 和 QQ 微信等应用）对短信和语音的替代以及中移动网络在数据上存在瓶颈。

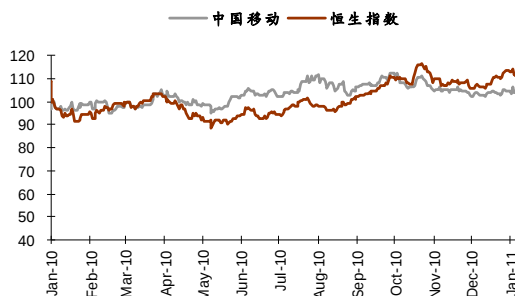
我们仍然建议投资者在板块内从中移动转向中国联通和中电信——至少那些目前仅持有中移动的投资者需要考虑平衡配置中国电信行业；将至少 15% 的中移动头寸换成中国联通和中电信。

中移动不能提供过高的手机补贴，因为手机补贴直接损害其现有盈利——联通、电信每年能抢走的毕竟也是有限的 10% 左右，但如果怕流失、自己拿自己下手，那可是每年 100% 的当场损失，而且会对 2G 网络数据需求带来较大压力。另外，过于看好 TD-LTE，等待延误 TD-SCDMA 的建设也可能是中移动面临的一大风险；虽然 TD-SCDMA 还有很多问题，但至少比那 2G 来做数据要经济；比 4G 要更快的投入广域覆盖。我们认为，中移动 2011 年末可能不得不要求母公司大幅增加 TD-SCDMA 资本支出。

图表 24：主要财务数据与股票信息--中国移动

						彭博股票代码		941.HK
						股价		HK\$77.45
						目标价		HK\$82
						52周最高/最低		HK\$84.80/71.30
						已发行股份		20,064
						最终控股股东(%)		CMCC(74.25%)
						市值(港币, 百万)		1,665,275
						市值(人民币, 百万)		1,409,656
						市值(美元, 百万)		214,038

(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	412,343	452,103	486,605	520,840	551,232
(+/-)	15.5%	9.6%	7.6%	7.0%	5.8%
EBITDA	216,487	229,023	242,881	246,019	249,074
(+/-)	11.6%	5.8%	6.1%	1.3%	1.2%
调整后EBITDA率	52.5%	50.7%	49.9%	47.2%	45.2%
(+/-)	-1.8%	-1.8%	-0.7%	-2.7%	-2.1%
净利润	112,793	115,166	119,511	116,815	116,611
(+/-)	29.6%	2.1%	3.8%	-2.3%	-0.2%
每股收益(人民币)	5.627	5.742	5.959	5.825	5.815
(+/-)	29.3%	2.0%	3.8%	-2.3%	-0.2%
市盈率(倍)	12.1	11.9	11.4	11.7	11.7
市净率(倍)	3.1	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.5	5.0	4.5	4.1	3.8
权益收益率	28.2%	25.0%	22.7%	19.9%	18.1%
每股股利(人民币)	2.419	2.645	2.563	2.796	2.907
股利收益率	3.5%	3.6%	3.8%	4.1%	4.3%
FCF收益率	5.2%	6.7%	9.0%	11.0%	12.4%



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务数据-- 中国移动

中国移动估值							
评级	审慎推荐						
目标价格	港元	82					
当前价格	港元	77.45					
市值	人民币 百万	1,409,656					
百万 除非特指	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	295,358	356,959	412,343	452,103	486,605	520,840	551,232
同比		20.9%	15.5%	9.6%	7.6%	7.0%	5.8%
经营费用	138,656	165,537	198,219	224,916	245,634	276,686	304,055
同比		19.4%	19.7%	13.5%	9.2%	12.6%	9.9%
EBITDA	159,574	194,003	216,487	229,023	242,881	246,019	249,074
同比		21.6%	11.6%	5.8%	6.1%	1.3%	1.2%
EBITDA 率	54.0%	54.3%	52.5%	50.7%	49.9%	47.2%	45.2%
同比		0.3%	-1.8%	-1.8%	-0.7%	-2.7%	-2.1%
折旧	64,574	67,354	71,509	80,179	89,322	97,655	102,784
同比		4.3%	6.2%	12.1%	11.4%	9.3%	5.3%
净利润	66,026	87,062	112,793	115,166	119,511	116,815	116,611
同比		31.9%	29.6%	2.1%	3.8%	-2.3%	-0.2%
可持续净利	67,975	88,943	115,245	118,537	123,009	120,445	120,379
同比		30.8%	29.6%	2.9%	3.8%	-2.1%	-0.1%
股利	31,156	39,883	48,364	49,544	51,390	56,071	58,305
同比		28.0%	21.3%	2.4%	3.7%	9.1%	4.0%
股利支付率	42%	43%	43%	43%	43%	48%	50%
资本支出	87,000	105,100	136,300	129,400	121,651	111,981	110,246
同比		20.8%	29.7%	-5.1%	-6.0%	-7.9%	-1.5%
净债务	-116,823	-154,894	-184,638	-230,886	-284,779	-350,472	-419,382
股东权益	319,002	373,751	442,278	506,748	574,869	635,613	693,918
权益收益率	21.3%	25.7%	28.2%	25.0%	22.7%	19.9%	18.1%
每股收益 (人民币)	3.32	4.35	5.63	5.74	5.96	5.82	5.81
每股收益 (港币)	3.30	4.65	6.38	6.52	6.77	6.62	6.60
每股股利 (人民币)	1.55	1.96	2.42	2.65	2.56	2.80	2.91
每股股利 (港币)	1.54	2.10	2.74	2.80	2.91	3.18	3.30
每股净资产 (人民币)	16.04	18.68	22.07	25.26	28.67	31.69	34.60
每股净资产 (港币)	15.96	19.95	25.02	28.69	32.56	36.00	39.30
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	76,655	97,299	112,058	117,156
企业价值	1,431,083	1,295,930	1,184,410	1,136,910	1,082,792	1,017,100	948,189
估值							
市盈率	23.4	16.7	12.1	11.9	11.4	11.7	11.7
市净率	4.9	3.9	3.1	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.0	6.7	5.5	5.0	4.5	4.1	3.8
股利收益率	2.0%	2.7%	3.5%	3.6%	3.8%	4.1%	4.3%
自由现金流收益率	4.2%	4.3%	5.2%	6.7%	9.0%	11.0%	12.4%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 26: DCF-- 中国移动

(人民币 百万)																	
12月31日年末		2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
净增用户市场份额		72.9%	78.9%	77.2%	101.4%	60.5%	59.5%	48.3%	46.9%	48.7%	50.8%	51.2%	52.3%	51.7%	52.6%	49.8%	51.1%
收入		243,041	295,358	356,959	412,343	452,103	486,605	520,840	551,232	581,523	606,533	628,858	645,819	660,429	667,705	670,640	671,811
收入增长率		26.3%	21.5%	20.9%	15.5%	9.8%	7.6%	7.0%	5.8%	5.5%	4.3%	3.7%	2.7%	2.3%	1.1%	0.4%	0.2%
EBITDA率		54.9%	54.0%	54.3%	52.5%	50.9%	50.3%	48.0%	46.3%	45.7%	44.9%	44.1%	43.2%	42.3%	41.2%	40.3%	39.4%
TD租赁费占收比		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	1.8%	2.2%	2.6%	2.7%	3.0%	3.2%	3.6%
资本支出占收比		29.4%	29.5%	29.4%	33.1%	30.0%	25.0%	21.5%	20.0%	18.8%	18.0%	17.0%	16.5%	16.0%	15.7%	15.4%	15.1%
净利润率		22.0%	22.4%	24.4%	27.4%	25.5%	24.6%	22.4%	21.2%	20.9%	20.4%	20.2%	19.9%	19.9%	19.6%	19.0%	18.4%
债务/总资本		11.8%	10.3%	8.3%	7.1%	6.2%	5.5%	4.3%	4.0%	3.7%	3.4%	3.2%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税后EBIT		52,703	64,674	85,433	109,360	111,678	115,169	111,273	109,717	112,995	113,797	115,221	115,053	116,209	113,836	109,035	103,426
增长率 (%)		26.7%	22.7%	32.1%	28.0%	2.1%	3.1%	-3.4%	-1.4%	3.0%	0.7%	1.3%	-0.1%	1.0%	-2.0%	-4.2%	-5.1%
折旧和摊销		56,368	64,777	67,354	71,509	80,179	89,322	97,655	102,784	106,601	109,404	109,620	108,729	106,741	103,689	103,125	102,489
折旧和摊销占收比 %		23.2%	21.9%	18.9%	17.3%	17.7%	18.4%	18.7%	18.6%	18.3%	18.0%	17.4%	16.8%	16.2%	15.5%	15.4%	15.3%
固定资产及设备摊销		5,645	2,857	2,788	3,250	4,493	4,663	4,840	5,024	5,216	5,415	5,622	5,837	6,005	6,121	6,179	6,179
坏账准备		2,968	3,852	3,872	4,385	4,503	4,593	4,685	4,779	4,874	4,972	5,071	5,122	5,173	5,173	5,173	5,173
营运资本变化		11,128	10,380	1,856	9,657	11,433	5,203	5,585	5,089	5,513	4,642	4,237	3,328	2,964	1,605	887	572
资本支出-TD		(71,500)	(87,000)	(105,100)	(136,300)	(135,631)	(121,651)	(111,981)	(110,246)	(109,326)	(109,176)	(106,906)	(106,560)	(105,669)	(104,830)	(103,279)	(101,443)
资本支出-2G		0	0	0	0	(25,000)	(40,000)	(30,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)
增长率 (%)		10.6%	21.7%	20.8%	29.7%	-0.5%	-10.3%	-7.9%	-1.5%	-0.8%	-0.1%	-2.1%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-1.5%	-1.8%
自由现金流		57,312	59,540	56,203	61,861	76,655	97,299	112,058	117,156	125,873	129,054	132,865	131,509	131,424	125,654	121,122	116,396
增长率 (%)		57.9%	3.9%	-5.6%	10.1%	23.9%	26.9%	15.2%	4.5%	7.4%	2.5%	3.0%	-1.0%	-0.1%	-4.4%	-3.6%	-3.9%

1-yr Bwd	Now	1-yr Fwd	
2010-19	2011-20	2012-21	
现金流折现值	745,600	769,671	780,145
终值的贴现价值	341,147	341,147	341,147
企业价值	1,086,748	1,110,819	1,121,292
终值占企业价值比	31%	31%	30%
净现金(2008,2009,2010)	230,886	284,779	350,472
净现金计算前股利支付	48,614	50,467	53,730
权益价值	1,366,248	1,446,065	1,525,494
年底股数 (百万)	20,054	20,054	20,054
每股权益价值 (人民币)	68.13	72.11	76.07
汇率	0.67	0.67	0.67
每股权益价值 (港币)	78.06	82.62	87.15
每用户权益价值 (人民币)	2,616	2,440	2,369
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	9.5	9.5	9.5

WACC calculation	
Ke =	12.5%
Kd =	5.00%
t =	25.0%
Rf =	5.00%
Equity risk premium =	7.5%
B =	1.00
E(Rm) =	12.5%
WACC =	12.5%
Debt/capital	0%
Equity/capital	100%
Debt/capital (10 yr avg)	3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 27: 中移动主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)

与市场预期比			
Jan 19 2011	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)			
市场预期	483,875	513,111	540,100
CICC	486,605	520,840	551,232
差异	0.6%	1.5%	2.1%
EBITDA (人民币 百万)			
市场预期	240,436	250,951	260,301
CICC	242,881	246,019	249,074
差异	1.0%	-2.0%	-4.3%
EBITDA率 %			
市场预期	49.7%	48.9%	48.2%
CICC	49.9%	47.2%	45.2%
差异	0.2%	-1.7%	-3.0%
净利润 (人民币 百万)			
市场预期	119,129	124,155	129,027
CICC	119,511	116,815	116,611
差异	0.3%	-5.9%	-9.6%
每股收益 (人民币)			
市场预期	5.87	6.12	6.39
CICC	5.96	5.82	5.81
差异	1.5%	-4.8%	-9.0%
每股股利 (人民币)			
市场预期	2.57	2.74	2.90
CICC	2.56	2.80	2.91
差异	-0.3%	2.2%	0.3%
股利支付率 %			
市场预期	43.8%	44.8%	45.4%
CICC	43.0%	48.0%	50.0%
差异	-0.8%	3.2%	4.6%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中国移动、中国联通提供过投资银行服务。

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