



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3月16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

就做一个“按数据流量收费”的“管道” 社交网络及智能手机将极大推动移动数据的需求

投资建议:

鉴于中国电信 CDMA 手机和销售渠道的显著提升,我们将 2009 年 9 月 2 日制定的中国电信 5 港元的目标价上调至 6 港元。我们认为中国电信正在其 V 字形复苏道路上稳步前进(2010/2011 年净利润同比增长 15~20%),预计 2011 年将净新增 150~200 万 3G 用户。2011 年年底 CDMA 版 iPhone 的推出可能成为公司另一催化剂。

我们继续看好中国联通并维持 18 港元的目标价。我们认为如同中国电信的 2009 年一样,2010 年是中国联通 V 字形轨迹的底端(2010 年实际净利润约 60 亿元人民币,公司公布的净利润约 35 亿元;自由现金流为正)。“初期多记手机补贴费用”的财务制度以及因春节导致的 2011 年 2 月较低的净增用户数为买入提供了时机。我们预计 2011 年全年 3G 净增用户数将达到 3000 万,实际净利润将翻番。

我们进一步将中国移动目标价由 82 港元(几乎已经是市场最低)降至 75 港元以反映对中移动持续高额资本支出(对 GSM, TD 和 LTE)和短信/语音被数据替代的担忧。我们预计 2010 年中移动的增长开始显示疲弱,2011 年资本支出高企并且不会提高派息率。虽然中国移动具备很好的决策力和执行力,并保持超过 20%的净资产收益率,但我们认为其中期内都不存在继续上升的空间(甚至不会被监管机构所允许),但潜在的移动数据需求大幅增长并替代语音和短信的风险可能超出当前预期。

理由:

中国电信产业具有独特性:1) 竞争非常失衡:中国移动占有全行业 85%的利润、70%的移动用户以及 90%的高端市场份额;2) 只有实力弱的运营商才能得到先进的技术牌照;例如曾经强大的中国电信和中国网通在 20 年间无权经营移动业务。目前,只有中国联通拥有 WCDMA 牌照,中国电信拥有 CDMA 牌照,中国移动只拥有 TD-SCDMA 牌照。

社交网络(SNS)正在取代语音通话/短信成为最主要的交流方式。目前中国的 SNS 用户有 4 亿至 6 亿人,并且仍在以每月千万人级的速度增长。一项调查显示,新浪微博 90%的访问量来自于移动终端上网的方式。更易于使用的手机上网、电子邮件和娱乐将使手机互联网变得越来越具吸引力,联通和电信甚至可能不需要号码可携带的帮助。

高通和联发科计划在 2011 年 2 季度末推出数据使用更友好额的智能手机统包解决方案(电容触摸屏,Android 操作系统,甚至 W+G 双模),其平均售价在人民币 1500 元左右。这将使第三方销售渠道在推广手机使用数据方面极具实力,并且节省运营商的手机补贴。继而,中国的移动数据需求将如同其他国家一样迅速普及,并带动 ARPU 显著增长。

我们认为中国联通和中国电信能联手推动中国的移动数据普及,并从中实现互利——两家公司合计的手机市场份额仍然很低,并曾都以低端为主。联通拥有更好的手机供应和市场销售渠道,而电信仍旧在执行方面更具优势(虽然联通也在此方面已有所进步)。我们认为中国移动的反击不会构成威胁——TD-SCDMA 仍不成熟,LTE/WiFi 最多只是 3G+ (联通今年年中就能实现 HSPA+) 的热点补充;而 TDD-LTE 更只是对 FDD-LTE 的补充。

估值:

中国联通(港股): 公司股价对应 2011 年实际市盈率 20 倍,市净率 1.2 倍, EV/EBITDA 3.9 倍,股息收益率 2.3%; 2010~2013 年净利润年均复合增长率约 100%。A 股对港股的溢价在 40%左右;我们认为其能够维持。**中国电信:** 2011 年市盈率 18 倍,市净率 1.3 倍, EV/EBITDA 3.6 倍,股息收益率 2.3%; 2010~2013 年净利润年均复合增长率约 20%。**中国移动:** 2011 年市盈率 11 倍,市净率 2.1 倍, EV/EBITDA 4 倍,股息收益率 4%; 2010~2013 年净利润年均复合增长率约-3%。

风险:

中国联通: 网络质量; **中国电信:** 高端手机推出的延迟; **中国移动:** 移动数据需求增长过快,替代移动语音和短信。

目录

中国联通 (00762.HK; 600050.CH): 推荐, 港股目标价 18 港元、A 股 9 元	3
中国电信 (00728.HK): 推荐, 目标价从 5 港元调整至 6 港元	11
中国移动 (00941.HK): 目标价由 82 港元调整至 75 港元	14

图表

图表 1: 最初没有很多投资者相信中国移动的执行力; 执行力是一个业务良性循环的结果	4
图表 2: 运营商数据 ARPU 增长促进业绩提升, 但是没有大幅度的资本支出增长; 多数运营商都跑赢大盘	5
图表 3: WCDMA 手机在手机供应方面越来越占有主导地位	6
图表 4: "真实"的财务数据与股票信息--中国联通 (假设收入和手机补贴在合同期按月计入)	7
图表 5: "报出"的主要财务数据与股票信息--中国联通 (假设手机补贴一次性进费用, 手机补贴的 50%计入手机销售收入)	7
图表 6: 历史和预测的财务数据 --中国联通: 收入按月计入, 手机补贴在合同期内摊销	8
图表 7: 历史和预测的财务数据 --中国联通: 手机补贴一次性进费用, 手机补贴的 50%计入手机销售收入	9
图表 8: DCF--中国联通	10
图表 9: 联通主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比) -- 手机补贴一次性进费用, 手机补贴的 50%计入手机销售收入	10
图表 10: 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	11
图表 11: 中国电信在苏宁的卖场, "买手机赠话费" 的活动很有吸引力	11
图表 12: 主要财务数据与股票信息--中国电信	12
图表 13: 历史和预测的财务指标--中国电信	12
图表 14: DCF--中国电信	13
图表 15: 中电信主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)	13
图表 16: 主要财务数据与股票信息--中国移动	14
图表 17: 历史和预测的财务数据--中国移动	15
图表 18: DCF--中国移动	16
图表 19: 中移动主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)	16
图表 20: 可比公司估值	17

中国联通（00762.HK；600050.CH）：推荐，港股目标价 18 港元、A 股 9 元

我们预计联通 2010 年收入同比大幅上涨 11~12%，2010 年四季度和 2011 年一季度同比收入增速甚至可能超过 20%。

我们预计联通 2010 年“收入-费用相匹配”（收入和手机补贴费用都在合同期内按月记录）的实际净利润接近人民币 60 亿元。

根据国际的审慎公允价值法，我们假设联通将采用以下的方式处理其手机补贴费用：1）所有手机补贴被记作当期费用；2）同时记一个当期的手机销售收入，相当于当年手机补贴费用的 50%。在这样的财务处理下，我们估算联通 2010 年公告的净利润约为人民币 35 亿元左右（我们预计 2010 年有超过 65 亿元的手机补贴费用）。

我们预计联通即使在 2010 年也能基本实现正自由现金流；并且其 2011 年资本开支指引将与 2010 年相当。

移动数据需求增长，甚至替代移动短信和语音都是不可逆转的趋势。中国已有多达 4 亿至 6 亿社交网络用户，包括新浪微博，腾讯 QQ，人人网，开心网等。一项调查显示新浪微博 90% 的访问量来自于移动终端。2003 年以前，互联网的入口时雅虎和新浪等门户网站；2003 年至 2008 年，互联网的入口变成了大众化的 Google 和百度等搜索引擎；而从 2008 年开始，互联网的入口变成了 Facebook, Twitter 和微博等个性化入口。

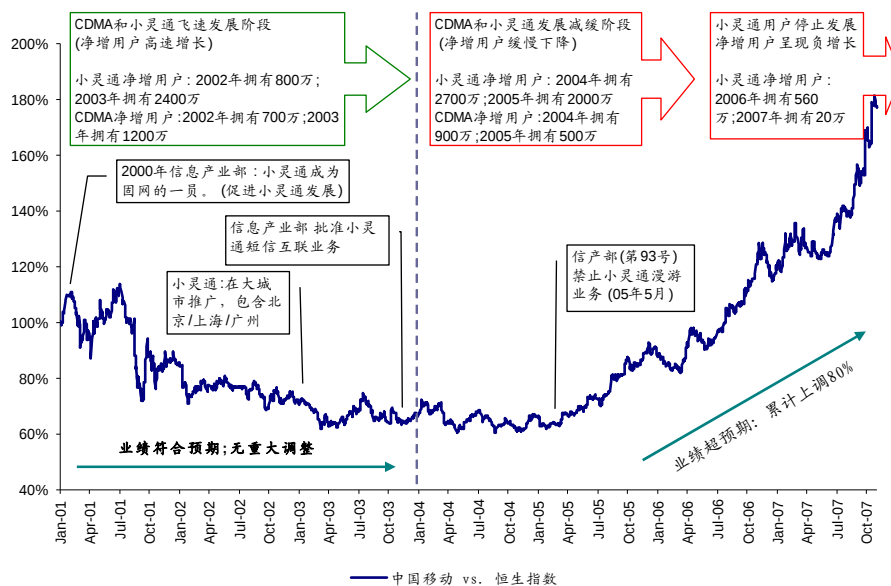
除此之外，我们注意到 Whatsapp 和 Viber 等很多应用程序利用数据网络来提供“几乎免费的”SMSoIP/MMSoIP 甚至 VoIP 服务。这对于几乎全部利润都来自于手机通话和短信，却在移动数据提供方面处于很大劣势的中国移动来说无疑是个坏消息。然而，这对中国联通和中国电信来说是个很大的利好，因为这两家公司本身的“既得利益”很少，正好可以利用数据需求来抢夺移动的用户，并按照日益增长的数据流量需求对用户进行收费。

对于国企来说，执行力是一个良性业务循环的结果而不是其原因。现在所有人都相信中国移动是执行方面的能手，但十年前鲜有人持如此的看法，而且移动的股价直到其开启手机业务四年后才开始有所表现。我们实际上已经观察到了中国联通在执行力方面的进步：联通在获权经营 3G 业务后两年里没有犯下任何战略性错误，而且也重新引入其已废弃很久的激励制度——比如业绩好的业务经理将获得提升或奖励，而反之将被替换。联通在广东，湖南，山东和陕西等几个省份的业务已经进入了一个自我强化的良性循环。

不必担心来自中国电信和中国移动的竞争：

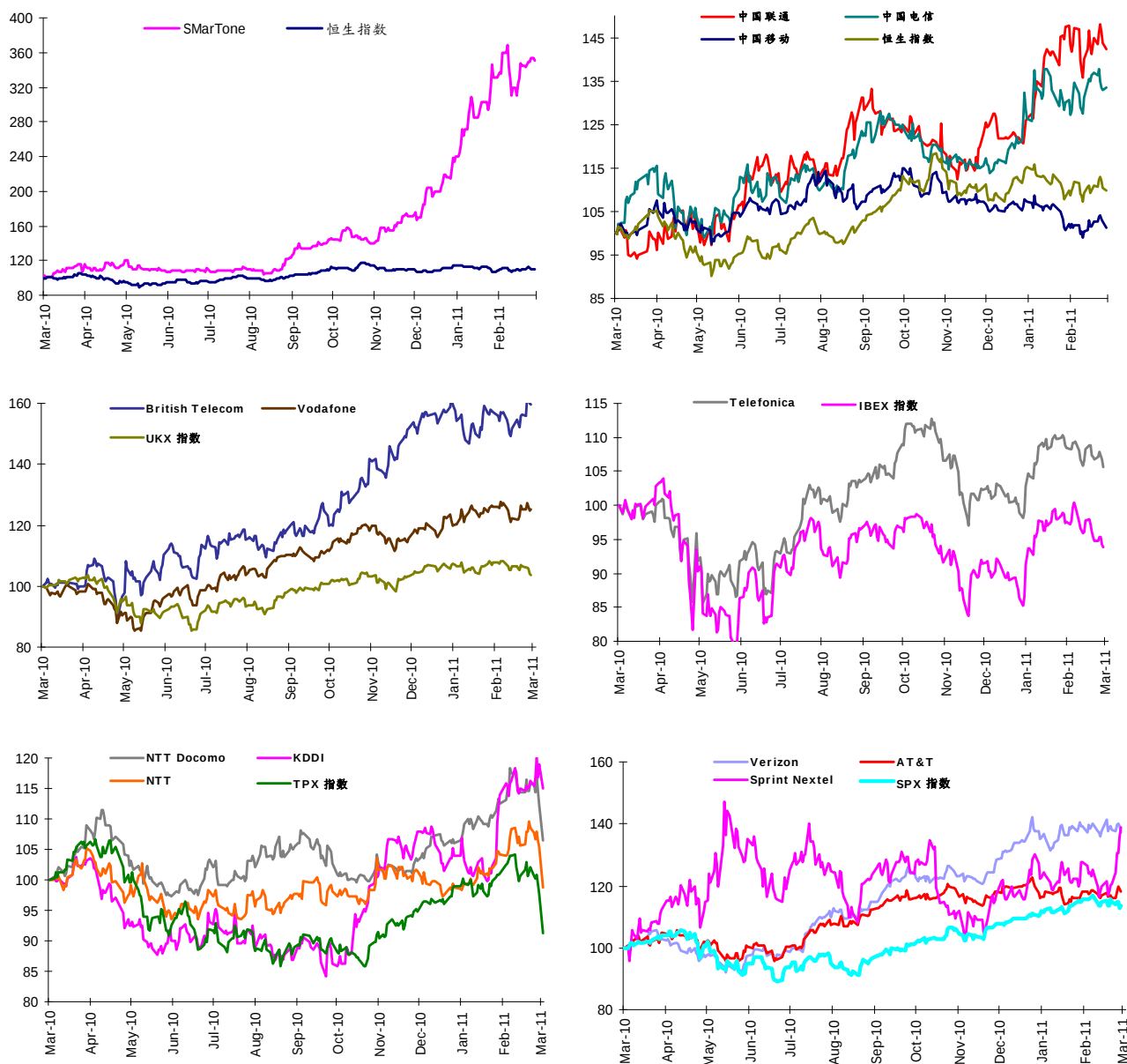
- ▶ 我们认为中国联通和中国电信能联手推动中国的移动数据普及，并且都将从中获利。两家公司合计的手机市场份额仍然很低，并且曾经是以低端市场为主。中国的移动数据普及率仍不足 5%，我们认为拐点将会在 10% 左右出现。联通拥有更好的手机供应和开放市场销售渠道（例如，第三方销售渠道更愿意销售 WCDMA 手机，很大一个原因是 7 亿中国移动的用户也可使用这种手机）。电信仍旧在执行力方面更具优势，虽然联通的执行力也在进步中。
- ▶ 由于 TD-SCDMA 仍不成熟，LTE/WiFi 最多只是 3G/HSPA+ 的热点补充（联通会在 2011 年 5 月 17 日前将其在主要城市的网络升级至 HSPA+，20MB/pbs）而且 TDD-LTE 只是对 FDD-LTE 的补充，因此我们认为不必担心中国移动的反击。

图表 1：最初没有很多投资者相信中国移动的执行力；执行力是一个业务良性循环的结果

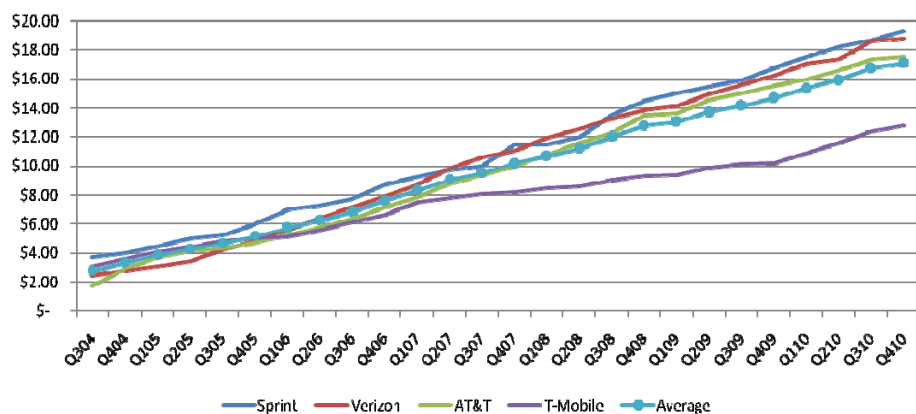


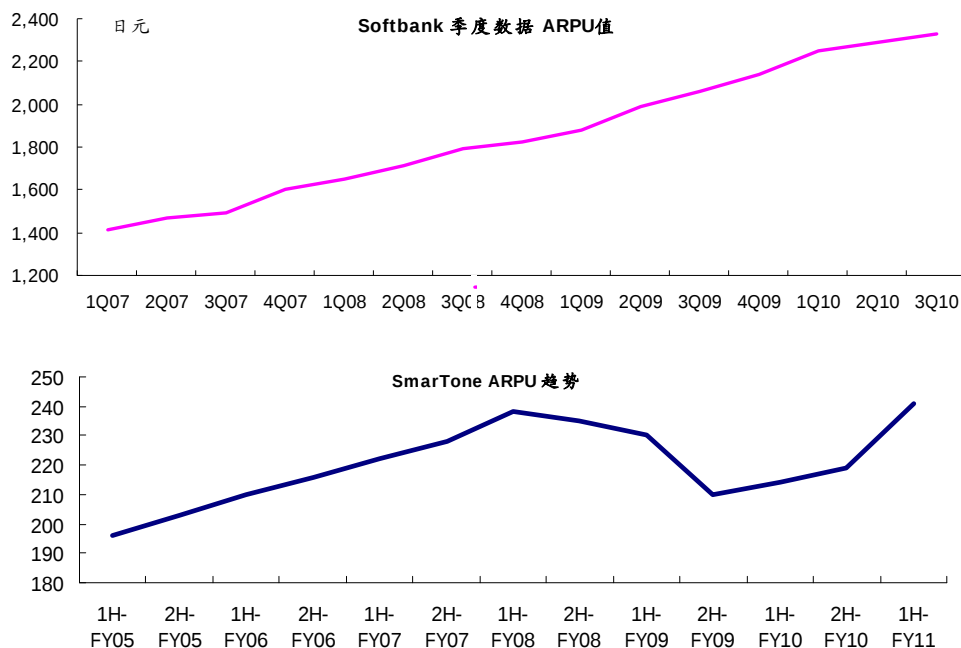
资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 2：运营商数据 ARPU 增长促进业绩提升，但是没有大幅度的资本支出增长；多数运营商都跑赢大盘



美国移动市场：数据ARPU (2004-10)





资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 3：WCDMA 手机在手机供应方面越来越占有主导地位

机型	得到许可执照的时间												2010 总数
	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	
CDMA2000/GSM 手机	10	4	4	10	8	8	12	14	7	8	15	21	121
CDMA2000 手机	8	4	12	17	14	9	15	23	17	12	23	42	196
CDMA2000 数据卡	2	2	13	11	6	9	7	10	7	4	4	3	78
CDMA 1X 手机	26	9	13	21	19	19	12	22	11	8	5	5	170
CDMA 移动固定手机	2	0	0	0	0	1	0	1	0	1	2	1	8
CDMA 1X 数据卡的台式机	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3
CDMA 1X 数据卡的笔记本电脑	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
GSM/GPRS 手机	286	104	141	176	131	122	117	194	218	80	200	191	1960
GSM 手机	110	41	71	78	41	45	57	101	118	56	89	191	998
GSM 移动固定手机	0	0	1	4	3	0	1	0	0	0	2	0	11
TD-SCDMA/GSM 手机	20	18	27	27	35	27	29	43	49	27	32	31	365
TD-SCDMA/GSM 手机 (CMMB)	0	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	3
TD-SCDMA/GSM 数据卡	10	2	14	12	7	6	4	6	5	3	6	5	80
TD-SCDMA 数据卡	4	0	1	1	0	0	0	1	1	0	0	2	6
TD-SCDMA 移动固定手机	4	3	8	9	7	6	9	3	12	0	6	10	77
WCDMA 手机	12	3	34	22	17	23	21	27	30	18	27	25	259
WCDMA 数据卡	0	1	8	9	6	3	3	9	5	1	10	8	63
cdma2000/WCDMA 手机	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	2
GSM/CDMA 1X 手机	2	0	2	5	2	5	2	5	8	2	6	7	46
总数	496	193	349	402	298	283	289	461	488	220	427	542	4448

机型	得到许可执照的时间			总数
	2011-1-1H	2011-1-2H	2011-2-2H	
CDMA2000/GSM 手机	3	5	2	10
CDMA2000 手机	15	11	7	33
CDMA 1X 手机	3	4		7
CDMA2000 数据卡		3		3
CDMA 移动固定手机		1		1
GSM/CDMA 1X 手机	7	8	2	17
GSM/GPRS 手机	72	49	23	144
GSM 手机	66	54	25	145
GSM/CDMA 1X 手机				
GSM 移动固定手机		1		1
TD-SCDMA/GSM 手机	20	32	12	64
TD-SCDMA/GSM 手机 (CMMB)			1	1
TD-SCDMA/GSM 数据卡	2	4	4	10
TD-SCDMA 移动固定手机	1	2	5	8
WCDMA 手机	13	5	14	32
WCDMA 数据卡	1	2	3	6
总数	166	135	59	482

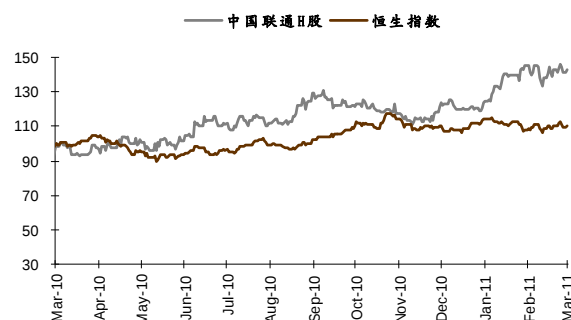
资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表4: “真实”的财务数据与股票信息--中国联通 (假设收入和手机补贴在合同期按月计入)

(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调整后收入	158,906	153,455	169,265	198,816	239,228
(+/-)	6.5%	-3.4%	10.3%	17.5%	20.3%
调整后EBITDA	68,627	60,117	63,575	77,633	97,165
(+/-)	-4.2%	-12.4%	5.8%	22.1%	25.2%
调整后EBITDA率	43.2%	39.2%	37.6%	39.0%	40.6%
(+/-)	-4.8%	-4.0%	-1.6%	1.5%	1.6%
调整后净利润	15,817	8,137	5,355	13,145	25,634
(+/-)	-17.0%	-48.6%	-34.2%	145.5%	95.0%
调整后每股收益	0.67	0.34	0.23	0.55	1.08
(+/-)	-19.4%	-48.6%	-34.2%	145.5%	95.0%
市盈率(倍)	17.5	34.1	50.5	20.6	10.5
市净率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (倍)	4.3	5.6	5.1	3.9	3.0
股利收益率	1.7%	1.4%	0.9%	2.3%	4.7%
权益收益率	8.2%	3.9%	2.6%	6.2%	11.5%

彭博股票代码	762.HK
目标价	HK\$18
股价	HK\$13.24
52周最高/最低	HK\$13.76/8.56
已发行股份	23,562
最终控股股东(%)	China Unicom Group (57.8%)
市值(港币, 百万)	311,961
市值(人民币, 百万)	268,008
市值(美元, 百万)	40,765

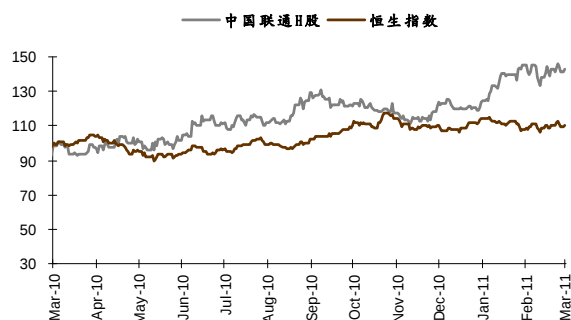


资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表5: “报出”的主要财务数据与股票信息--中国联通 (假设手机补贴一次性进费用, 手机补贴的50%计入手机销售收入)

(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调整后收入	158,906	153,455	168,391	194,830	231,115
(+/-)	6.5%	-3.4%	9.7%	15.7%	18.6%
调整后EBITDA	68,627	60,117	61,273	73,366	96,388
(+/-)	-4.2%	-12.4%	1.9%	19.7%	31.4%
调整后EBITDA率	43.2%	39.2%	36.4%	37.7%	41.7%
(+/-)	-4.8%	-4.0%	-2.8%	1.3%	4.0%
调整后净利润	15,817	8,137	3,562	9,865	25,252
(+/-)	-17.0%	-48.6%	-56.2%	176.9%	156.0%
调整后每股收益	0.67	0.34	0.15	0.42	1.06
(+/-)	-19.4%	-48.6%	-56.2%	176.9%	156.0%
市盈率(倍)	17.5	34.1	75.9	27.4	10.7
市净率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (倍)	4.3	5.6	5.2	4.0	2.8
股利收益率	1.7%	1.4%	0.6%	1.7%	4.7%
权益收益率	8.2%	3.9%	1.7%	4.7%	11.5%

彭博股票代码	762.HK
目标价	HK\$18
股价	HK\$13.24
52周最高/最低	HK\$13.76/8.56
已发行股份	23,562
最终控股股东(%)	China Unicom Group (57.8%)
市值(港币, 百万)	311,961
市值(人民币, 百万)	268,008
市值(美元, 百万)	40,765



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表6: 历史和预测的财务数据 -- 中国联通: 收入按月计入, 手机补贴在合同期内摊销

中国联通估值

评级	推荐
目标价格	港币 18
当前价格	港币 13.24
市值	人民币 百万 268,008

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	169,265	198,816	239,228
同比		6.5%	-3.4%	10.3%	17.5%	20.3%
经营费用	77,552	90,280	95,337	105,690	121,183	142,063
同比		16.4%	5.6%	10.9%	14.7%	17.2%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	63,575	77,633	97,165
同比		-4.2%	-12.4%	5.8%	22.1%	25.2%
EBITDA率	48.0%	43.2%	39.2%	37.6%	39.0%	40.6%
同比		-4.8%	-4.0%	-1.6%	1.5%	1.6%
折旧	47,678	47,961	47,587	55,519	59,947	63,774
同比		0.6%	-0.8%	16.7%	8.0%	6.4%
净利润	19,068	15,817	8,137	5,355	13,145	25,634
同比		-17.0%	-48.6%	-34.2%	145.5%	95.0%
股利	6,427	4,754	3,770	2,481	6,090	12,817
同比		-26.0%	-20.7%	-34.2%	145.5%	110.4%
股利支付率	33.7%	30.1%	46.3%	46.3%	46.3%	50.0%
资本支出	45,959	70,863	112,474	73,500	70,505	78,896
同比		54.2%	58.7%	-34.7%	-4.1%	11.9%
自由现金流	17,816	-11,046	-55,316	-804	15,680	19,319
净债务	44,633	19,419	62,914	56,900	38,489	22,391
企业价值	339,301	296,939	337,589	324,907	306,496	290,399
股东权益	178,512	207,725	206,465	209,512	216,566	229,383
每股收益 (人民币)	0.83	0.67	0.34	0.23	0.55	1.08
每股收益 (港币)	0.88	0.76	0.39	0.26	0.64	1.26
每股股利 (人民币)	0.20	0.20	0.16	0.10	0.26	0.54
每股股利 (港币)	0.21	0.23	0.18	0.12	0.30	0.63
每股净资产 (人民币)	7.51	8.74	8.76	8.89	9.19	9.74
每股净资产 (港币)	8.02	9.91	9.95	10.35	10.70	11.33
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	10.7%	8.2%	3.9%	2.6%	6.2%	11.5%
估值						
市盈率	15.0	17.5	34.1	50.5	20.6	10.5
市净率	1.7	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	4.7	4.3	5.6	5.1	3.9	3.0
股利收益率	1.6%	1.7%	1.4%	0.9%	2.3%	4.7%
自由现金流收益率	5.3%	-3.7%	-16.4%	-0.2%	5.1%	6.7%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表7：历史和预测的财务数据 -- 中国联通：手机补贴一次性进费用，手机补贴的50%计入手机销售收入

中国联通估值

评级	推荐
目标价格	港币 18
当前价格	港币 13.24
市值	人民币 百万 268,008

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	158,906	153,455	168,391	194,830	231,115
同比		6.5%	-3.4%	9.7%	15.7%	18.6%
经营费用	77,552	90,280	95,337	110,428	130,602	145,405
同比		16.4%	5.6%	15.8%	18.3%	11.3%
EBITDA	71,618	68,627	60,117	61,273	73,366	96,388
同比		-4.2%	-12.4%	1.9%	19.7%	31.4%
EBITDA率	48.0%	43.2%	39.2%	36.4%	37.7%	41.7%
同比		-4.8%	-4.0%	-2.8%	1.3%	4.0%
折旧	47,678	47,961	47,587	55,519	59,912	63,569
同比		0.6%	-0.8%	16.7%	7.9%	6.1%
净利润	19,068	15,817	8,137	3,562	9,865	25,252
同比		-17.0%	-48.6%	-56.2%	176.9%	156.0%
股利	6,427	4,754	3,770	1,651	4,571	12,626
同比		-26.0%	-20.7%	-56.2%	176.9%	176.2%
股利支付率	33.7%	30.1%	46.3%	46.3%	46.3%	50.0%
资本支出	45,959	70,863	112,474	73,500	69,389	76,786
同比		54.2%	58.7%	-34.7%	-5.6%	10.7%
自由现金流	17,816	-11,046	-55,316	949	20,704	22,467
净债务	44,633	19,419	62,914	52,896	25,152	2,625
企业价值	339,301	296,939	337,589	320,904	293,160	270,632
股东权益	178,512	207,725	206,465	208,550	213,844	226,470
每股收益（人民币）	0.83	0.67	0.34	0.15	0.42	1.06
每股收益（港币）	0.88	0.76	0.39	0.17	0.48	1.24
每股股利（人民币）	0.20	0.20	0.16	0.07	0.19	0.53
每股股利（港币）	0.21	0.23	0.18	0.08	0.22	0.62
每股净资产（人民币）	7.51	8.74	8.76	8.85	9.08	9.61
每股净资产（港币）	8.02	9.91	9.95	10.30	10.56	11.19
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	10.7%	8.2%	3.9%	1.7%	4.7%	11.5%

估值

市盈率	15.0	17.5	34.1	75.9	27.4	10.7
市净率	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.7	4.3	5.6	5.2	4.0	2.8
股利收益率	1.6%	1.7%	1.4%	0.6%	1.7%	4.7%
自由现金流收益率	5.3%	-3.7%	-16.4%	0.3%	7.1%	8.3%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 8: DCF--中国联通

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	154,584	164,678	159,988	178,215	211,110	249,975	285,129	309,607	327,790	340,695	349,999	355,826	365,052	373,095
收入增长率(调整后)		6.5%	-2.8%	11.4%	18.5%	18.4%	14.1%	8.6%	5.9%	3.9%	2.7%	1.7%	2.6%	2.2%
EBITDA率(调整后)	47.3%	42.2%	36.8%	35.3%	35.6%	39.3%	42.0%	42.8%	42.8%	42.5%	42.0%	41.3%	41.1%	40.7%
资本支出占收比	30.8%	44.6%	73.3%	43.6%	35.6%	33.2%	30.3%	28.7%	27.5%	26.5%	25.5%	24.9%	24.3%	23.8%
债务/总资本	24.3%	12.6%	25.8%	20.2%	13.2%	5.2%	4.9%	4.6%	4.4%	4.2%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%
调整EBIT	25,766	21,611	11,235	7,416	15,154	34,796	51,987	61,793	65,985	66,813	66,385	63,393	61,825	60,640
收入增长率(调整后)		-16.1%	-48.0%	-34.0%	104.4%	129.6%	49.4%	18.9%	6.8%	1.3%	-0.6%	-4.5%	-2.5%	-1.9%
税后EBIT	19,067	17,519	8,745	5,772	11,796	27,084	40,465	48,097	51,360	52,005	51,672	49,343	48,122	47,200
增长率 %		-8.1%	-50.1%	-34.0%	104.4%	129.6%	49.4%	18.9%	6.8%	1.3%	-0.6%	-4.5%	-2.5%	-1.9%
折旧和摊销	47,369	47,961	47,587	55,519	59,912	63,569	67,718	70,640	74,336	78,062	80,748	83,722	88,041	91,379
固定资产及设备核销	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	17,447	24,182	14,865	10,254	12,097	13,187	12,694	12,598	12,443	12,339	12,317
资本支出前自由现金流	65,444	62,391	61,947	78,738	95,890	105,518	118,438	130,834	138,883	142,762	145,018	145,507	148,502	150,896
增长率 %		-4.7%	-0.7%	27.1%	21.8%	10.0%	12.2%	10.5%	6.2%	2.8%	1.6%	0.3%	2.1%	1.6%
资本支出	(47,627)	(73,437)	(117,262)	(77,788)	(75,187)	(83,052)	(86,330)	(88,755)	(90,218)	(90,202)	(89,213)	(88,693)	(88,829)	(88,800)
自由现金流	17,816	(11,046)	(55,316)	949	20,704	22,467	32,109	42,080	48,665	52,560	55,804	56,814	59,672	62,096
增长率 %		-162.0%	400.8%	-101.7%	2080.8%	8.5%	42.9%	31.1%	15.6%	8.0%	6.2%	1.8%	5.0%	4.1%
自由现金流率	11.5%	-6.7%	-34.6%	0.5%	9.8%	9.0%	11.3%	13.6%	14.8%	15.4%	15.9%	16.0%	16.3%	16.6%
	13.0%			Today is	Dec 31, 10									

	Now 2011-20	1-yr Fwd 2012-21	2-yr Fwd 2013-22
现金流净现值	247,541	278,021	311,554
终值的贴现价值	175,261	184,024	193,225
企业价值	422,801	462,044	504,778
终值占企业价值比	41%	40%	38%
净债务	52,896	25,152	2,625
净债务计算前股利支付	1,651	4,571	12,626
权益价值	371,556	441,463	514,780
年底股数(百万)	23,562	23,562	23,562
每股权益价值(人民币)	15.77	18.74	21.85
汇率	1.16	1.16	1.16
每股权益价值(港币)	18.36	21.81	25.43
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	9.1	9.1	9.1

综合资本成本计算	
权益成本=	14.0%
债务成本=	5.00%
税率=	25.0%
无风险利率=	5.00%
权益风险溢价=	7.5%
贝塔=	1.20
市场收益率=	12.5%
综合资本成本=	13.0%
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：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 9: 联通主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)--手机补贴一次性进费用，手机补贴的50%计入手机销售收入

与市场预期比			
Mar 14 2011	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)			
市场预期	167,514	185,225	204,954
CICC	168,391	194,830	231,115
差异	0.5%	5.2%	12.8%
EBITDA(人民币 百万)			
市场预期	60,811	67,362	75,476
CICC	61,273	73,366	96,388
差异	0.8%	8.9%	27.7%
EBITDA率 %			
市场预期	36.3%	36.4%	36.8%
CICC	36.4%	37.7%	41.7%
差异	0.1%	1.3%	4.9%
净利润(人民币 百万)			
市场预期	4,326	6,849	11,203
CICC	3,562	9,865	25,252
差异	-17.6%	44.0%	125.4%
每股收益(人民币)			
市场预期	0.18	0.28	0.46
CICC	0.15	0.42	1.06
差异	-17.2%	46.7%	129.5%
每股股利(人民币)			
市场预期	0.10	0.13	0.19
CICC	0.07	0.19	0.53
差异	-33.2%	49.1%	187.2%
股利支付率 %			
市场预期	57.5%	45.6%	40.0%
CICC	46.3%	46.3%	50.0%
差异	-11.1%	0.7%	10.0%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

中国电信（00728.HK）：推荐，目标价从5港元调整至6港元

我们预计中国电信2010年收入同比提升约6~7%，净利润同比提升约17%。2010年四季度收入和净利润可能同比分别增长10%和50%。

我们认为中国电信正在其V字形复苏道路上稳步前进，其CDMA手机和第三方销售渠道均显著提升。2011年四季度CDMA iPhone的推出可能成为公司另一催化剂。我们预计2011年电信将会净增4000万手机用户，其中1500~2000万为3G用户，2011年净利润将同比提升约15~20%。

图表 10: 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

图表 11: 中国电信在苏宁的卖场，“买手机赠话费”的活动很有吸引力



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 12：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	221,738	242,892	268,943
(+/-)	4.0%	12.7%	6.5%	9.5%	10.7%
调整后EBITDA	85,889	82,133	89,743	98,555	113,090
(+/-)	-1.3%	-4.4%	9.3%	9.8%	14.7%
调整后EBITDA率	46.5%	39.4%	40.5%	40.6%	42.0%
(+/-)	-2.5%	-7.0%	1.0%	0.1%	1.5%
调整后净利润	20,066	13,271	15,495	17,863	23,309
(+/-)	-12.8%	-33.9%	16.8%	15.3%	30.5%
调整后每股收益	0.25	0.16	0.19	0.22	0.29
(+/-)	-12.8%	-33.9%	16.8%	15.3%	30.5%
市盈率(倍)	16.4	24.8	21.2	18.4	14.1
市净率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA (倍)	4.9	4.9	4.2	3.6	3.0
股利收益率	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%	3.0%
自由现金流收益率	7.7%	10.1%	8.7%	7.3%	9.3%
权益收益率	9.1%	6.1%	6.8%	7.5%	9.3%

彭博股票代码 728.HK
 目标价 HK\$6.0
 股价 HK\$4.61
 52周最高/最低 HK\$ 4.77/3.32
 已发行股份 80,932
 最终控股股东(%) China Telecom Group(70.89%)
 市值(港币, 百万) 375,744
 市值(人民币, 百万) 328,506
 市值(美元, 百万) 49,967



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 13：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 6					
当前价格	港币 4.61					
市值	人民币 百 328,506					
百万 除非特指	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	177,588	184,779	208,219	221,738	242,892	268,943
同比		4.0%	12.7%	6.5%	9.5%	10.7%
经营费用	(90,534)	(127,776)	(134,469)	(145,893)	(164,951)	(184,224)
同比		41.1%	5.2%	8.5%	13.1%	11.7%
EBITDA (不含CDMA租赁费)	87,054	85,889	82,133	89,743	98,555	113,090
同比		-1.3%	-4.4%	9.3%	9.8%	14.7%
EBITDA率	49.0%	46.5%	39.4%	40.5%	40.6%	42.0%
同比		-2.5%	-7.0%	1.0%	0.1%	1.5%
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	15,495	17,863	23,309
同比		-12.8%	-33.9%	16.8%	15.3%	30.5%
股利	6,125	6,063	6,076	6,508	7,502	9,790
同比		-1.0%	0.2%	7.1%	15.3%	30.5%
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	46,545	29,094	7,328
股东权益	225,972	214,548	222,613	232,543	244,015	259,861
权益收益率	10.2%	9.1%	6.1%	6.8%	7.5%	9.3%
每股收益(人民币)	0.28	0.25	0.16	0.19	0.22	0.29
每股收益(港币)	0.30	0.28	0.19	0.22	0.25	0.33
每股股利(人民币)	0.076	0.075	0.075	0.080	0.093	0.121
每股股利(港币)	0.085	0.085	0.085	0.091	0.105	0.137
每股净资产(人民币)	2.79	2.65	2.75	2.87	3.02	3.21
每股净资产(港币)	2.98	3.01	3.12	3.26	3.42	3.65
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	32,679	26,039	31,150
企业价值	433,468	424,048	399,183	375,050	357,600	335,833
估值						
市盈率	15.2	16.4	24.8	21.2	18.4	14.1
实净率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	5.0	4.9	4.9	4.2	3.6	3.0
股利收益率	1.8%	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%	3.0%
自由现金流收益率	7.1%	7.7%	10.1%	8.7%	7.3%	9.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14: DCF-- 中国电信

(人民币 百万)	2006PF	2007PF	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入(调整后)	170,645	177,588	184,779	208,219	221,738	242,892	268,943	301,390	333,860	361,551	381,872	395,627	404,534	411,552	419,118
收入增长率(调整后)	5.0%	2.8%	4.0%	12.9%	6.5%	9.5%	10.7%	12.1%	10.8%	8.3%	5.6%	3.6%	2.3%	1.7%	1.8%
EBITDA率(调整后)	37.6%	33.7%	46.5%	39.4%	40.5%	40.6%	42.0%	43.0%	43.9%	44.4%	45.2%	45.9%	45.6%	44.9%	43.8%
资本支出占收比	28.9%	26.0%	27.1%	22.0%	26.4%	30.6%	30.8%	30.7%	30.4%	30.0%	29.5%	29.1%	28.8%	28.6%	28.3%
债务/总资本	37.6%	31.9%	36.5%	32.2%	29.3%	26.1%	22.8%	19.8%	17.2%	15.1%	13.2%	11.7%	10.5%	9.5%	8.7%
调整EBIT	12,842	31,990	27,407	23,152	24,670	27,267	34,032	40,663	48,176	54,354	60,771	65,909	65,567	62,978	60,062
增长率(%)	-132.9%	149.1%	-14.3%	-15.5%	6.6%	10.5%	24.8%	19.5%	18.5%	12.8%	11.8%	8.5%	-0.5%	-3.9%	-4.6%
税后EBIT	12,982	24,248	20,829	17,309	18,444	20,394	25,469	30,445	36,080	40,714	45,528	49,382	49,125	47,184	44,997
增长率(%)	-129.2%	86.8%	-14.1%	-16.9%	6.6%	10.6%	24.9%	19.5%	18.5%	12.8%	11.8%	8.5%	-0.5%	-4.0%	-4.6%
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
固定资产及设备核销	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现金流	67,662	82,693	79,087	72,803	71,824	73,370	78,576	84,506	91,122	96,476	101,983	106,383	110,149	109,563	108,118
增长率(%)	726.3%	22.2%	-4.4%	-7.9%	-1.3%	2.2%	7.1%	7.5%	7.8%	5.9%	5.7%	4.3%	3.5%	-0.5%	-1.3%
营运资本变化	(7,891)	(5,620)	1,775	5,432	4,855	2,669	2,574	2,352	(251)	(162)	726	1,487	2,040	2,296	2,325
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	10,391	15,417	21,233	28,015	34,428	39,787	43,638	46,136	47,608	48,856	49,982
CDMA折旧抵税				2,856	3,919	4,645	5,358	6,165	7,055	6,687	7,558	8,439	8,852	8,565	8,311
CDMA网络资本支出				(55,000)	(28,000)	(27,239)	(30,397)	(35,136)	(36,787)	(34,146)	(35,365)	(35,187)	(34,040)	(32,605)	(30,975)
CDMA网络购买价格							-104,370	-102,088							
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	32,679	26,039	31,150	(72,351)	38,511	51,955	60,982	68,819	75,757	78,110	79,450
增长率(%)	-118.4%	188.5%	5.6%	23.9%	-18.7%	-20.3%	19.6%	-332.3%	-153.2%	34.9%	17.4%	12.9%	10.1%	3.1%	1.7%
自由现金流率	6.2%	17.5%	17.6%	19.3%	14.7%	10.7%	11.6%	-24.0%	11.5%	14.4%	16.0%	17.4%	18.7%	19.0%	19.0%

	Now	1-yr Fwd	2-yr Fwd
	2011-20	2012-21	2013-22
现金流净现值	209,968	235,590	260,186
终值的贴现价值	224,315	235,530	247,307
企业价值	434,282	471,121	507,493
终值占企业价值比	52%	50%	49%
净债务	46,545	29,094	7,328
净债务计算前股利支付	6,076	6,508	7,502
权益价值	393,813	448,534	507,667
年底股数(百万)	80,932	80,932	80,932
每股权益价值(人民币)	4.87	5.54	6.27
汇率	0.8805	0.8805	0.8805
每股权益价值(港币)	5.53	6.29	7.12
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
隐含终值退出倍数	9.1	9.1	9.1

隐含资本成本计算			
权益成本=	14.0%		
债务成本=	5.00%		
税率=	25.0%		
无风险利率=	5.00%		
权益风险溢价=	7.5%		
贝塔=	1.20		
市场收益率=	12.5%		
综合资本成本=	13.0%		
债务/总资本	10%		
权益/总资本	90%		
债务/总资本(10年平均)	27%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15: 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	2010E	2011E	2012E
Mar 14 2011			
销售收入(人民币 百万)			
市场预期	222,059	238,136	254,880
CICC	221,738	242,892	268,943
差异	-0.1%	2.0%	5.5%
EBITDA(人民币 百万)			
市场预期	77,524	81,147	85,287
CICC	89,743	98,555	113,090
差异	15.8%	21.5%	32.6%
EBITDA率 %			
市场预期	34.9%	34.1%	33.5%
CICC	40.5%	40.6%	42.0%
差异	5.6%	6.5%	8.6%
净利润(人民币 百万)			
市场预期	15,842	18,793	21,992
CICC	15,495	17,863	23,309
差异	-2.2%	-4.9%	6.0%
每股收益(人民币)			
市场预期	0.20	0.23	0.27
CICC	0.19	0.22	0.29
差异	-1.8%	-4.0%	7.1%
每股股利(人民币)			
市场预期	0.08	0.08	0.09
CICC	0.08	0.09	0.12
差异	7.2%	14.4%	32.9%
股利支付率 %			
市场预期	38.5%	35.2%	33.8%
CICC	42.0%	42.0%	42.0%
差异	3.5%	6.8%	8.2%

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): 目标价由 82 港元调整至 75 港元

我们进一步将中国移动目标价由 82 港元(几乎已经是市场最低)降至 75 港元以反映对移动持续的高额资本支出(GSM, TD, LTE)和数据业务抢夺短信/语音的担忧。我们预计 2010 年移动业绩将比较平淡, 2011 年资本支出高企并且不会提高股息支付率。

中国移动作为一家实力强劲的企业保持了超过 20%的净资产收益率。虽然其当前估值看起来比较低, 但我们认为其股价在中期内不存在增长潜力(超越行业的增长甚至不会被监管机构所允许), 并且移动数据需求的迅速增长导致短信/语音业务被抢夺的潜在风险可能超出当前预期。

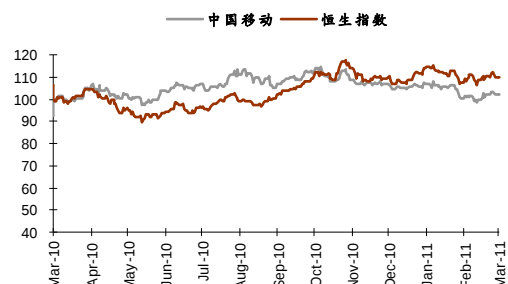
我们仍然建议投资者由中国移动转向同板块的中国电信和中国联通, 并且建议那些只持有移动股票的投资者至少考虑一个在电信板块中较为中性的权重布局, 例如, 卖掉 15%的移动股票转而买入联通和电信。

作为当前移动业务的主宰, 中国移动无法为了对抗联通和电信而提供过大的手机补贴, 因为这样做将会直接损害其既得的利润并为其 2G 网络带来巨大的数据压力。LTE 最多只是在 3G 频率不足时对 3G/HSPA+作一个热点补充, 而且 TDD-LTE 更是在 FDD 频率不够的时候对 FDD-LTE 的补充。对 TDD-LTE 过于乐观是中国移动的另一个潜在风险。

图表 16: 主要财务数据与股票信息-- 中国移动

(人民币 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	412,343	452,103	483,267	514,418	544,945
(+/-)	15.5%	9.6%	6.9%	6.4%	5.9%
EBITDA	216,487	229,023	241,824	246,847	245,148
(+/-)	11.6%	5.8%	5.6%	2.1%	-0.7%
调整后 EBITDA 率	52.5%	50.7%	50.0%	48.0%	45.0%
(+/-)	-1.8%	-1.8%	-0.6%	-2.1%	-3.0%
净利润	112,793	115,166	118,558	115,039	108,971
(+/-)	29.6%	2.1%	2.9%	-3.0%	-5.3%
每股收益(人民币)	5.627	5.742	5.912	5.736	5.434
(+/-)	29.3%	2.0%	3.0%	-3.0%	-5.3%
市盈率(倍)	11.6	11.4	11.1	11.4	12.0
市净率(倍)	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	5.2	4.7	4.3	4.0	3.8
权益收益率	28.2%	25.0%	22.6%	19.6%	17.0%
每股股利(人民币)	2.419	2.645	2.542	2.753	2.717
股利收益率	3.7%	3.8%	3.9%	4.2%	4.2%
FCF 收益率	5.5%	7.1%	9.2%	9.3%	10.2%

彭博股票代码	941.HK
股价	HK\$74.3
目标价	HK\$75
52周最高/最低	HK\$84.8/71.3
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)	1,455,878
市值(美元, 百万)	221,443



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 17: 历史和预测的财务数据-- 中国移动

中国移动估值						
评级	中性					
目标价格	港币 75					
当前价格	港币 74.3					
市值	人民币 百万 1,455,878					
百万 除非特指	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	356,959	412,343	452,103	483,267	514,418	544,945
同比	20.9%	15.5%	9.6%	6.9%	6.4%	5.9%
经营费用	165,537	198,219	224,916	243,291	269,415	301,673
同比	19.4%	19.7%	13.5%	8.2%	10.7%	12.0%
EBITDA	194,003	216,487	229,023	241,824	246,847	245,148
同比	21.6%	11.6%	5.8%	5.6%	2.1%	-0.7%
EBITDA 率	54.3%	52.5%	50.7%	50.0%	48.0%	45.0%
同比	0.3%	-1.8%	-1.8%	-0.6%	-2.1%	-3.0%
折旧	67,354	71,509	80,179	89,536	100,811	108,715
同比	4.3%	6.2%	12.1%	11.7%	12.6%	7.8%
净利润	87,062	112,793	115,166	118,558	115,039	108,971
同比	31.9%	29.6%	2.1%	2.9%	-3.0%	-5.3%
可持续净利	88,943	115,245	118,537	122,056	118,670	112,739
同比	30.8%	29.6%	2.9%	3.0%	-2.8%	-5.0%
股利	39,883	48,364	49,544	50,980	55,219	54,485
同比	28.0%	21.3%	2.4%	2.9%	8.3%	-1.3%
股利支付率	43%	43%	43%	43%	48%	50%
资本支出	105,100	136,300	129,400	123,233	133,749	130,787
同比	20.8%	29.7%	-5.1%	-4.8%	8.5%	-2.2%
净债务	-154,894	-184,638	-230,886	-282,126	-329,605	-378,361
股东权益	373,751	442,278	506,748	574,326	634,147	688,632
权益收益率	25.7%	28.2%	25.0%	22.6%	19.6%	17.0%
每股收益 (人民币)	4.35	5.63	5.74	5.91	5.74	5.43
每股收益 (港币)	4.65	6.38	6.52	6.71	6.52	6.17
每股股利 (人民币)	1.96	2.42	2.65	2.54	2.75	2.72
每股股利 (港币)	2.10	2.74	2.80	2.89	3.13	3.09
每股净资产 (人民币)	18.68	22.07	25.26	28.64	31.62	34.34
每股净资产 (港币)	19.95	25.02	28.69	32.53	35.91	39.00
股数 (百万)	20,005	20,044	20,058	20,054	20,054	20,054
汇率	1.07	1.13	1.14	1.14	1.14	1.14
自由现金流	56,203	61,861	76,655	94,334	91,017	95,115
企业价值	1,236,923	1,128,729	1,081,280	1,029,825	982,346	933,590
估值						
市盈率	16.0	11.6	11.4	11.1	11.4	12.0
市净率	3.7	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	6.4	5.2	4.7	4.3	4.0	3.8
股利收益率	2.8%	3.7%	3.8%	3.9%	4.2%	4.2%
自由现金流收益率	4.5%	5.5%	7.1%	9.2%	9.3%	10.2%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 18: DCF-- 中国移动

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新增用户市场份额	78.9%	77.2%	101.4%	60.5%	53.2%	40.4%	40.5%	42.0%	45.7%	49.3%	62.5%	92.8%	100.3%	112.0%	125.4%
收入	295,358	356,959	412,343	452,103	483,267	514,418	544,945	575,302	600,365	622,738	639,748	654,414	661,754	664,765	666,009
收入增长率	21.5%	20.9%	15.5%	9.8%	6.9%	6.4%	5.9%	5.6%	4.4%	3.7%	2.7%	2.3%	1.1%	0.5%	0.2%
EBITDA率	54.0%	54.3%	52.5%	50.9%	50.4%	48.8%	46.1%	45.5%	44.7%	43.9%	43.0%	42.2%	41.1%	40.1%	39.2%
TD租赁费占收比	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%	2.3%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.6%
资本支出占收比	29.5%	29.4%	33.1%	30.0%	25.5%	26.0%	24.0%	23.0%	22.0%	21.0%	20.0%	19.0%	18.5%	18.2%	18.2%
净利润率	22.4%	24.4%	27.4%	25.5%	24.5%	22.4%	20.0%	19.3%	18.4%	17.8%	17.2%	17.0%	16.8%	16.2%	15.6%
债务/总资本	10.3%	8.3%	7.1%	6.2%	5.5%	4.3%	4.0%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税后EBIT	64,674	85,433	109,360	111,678	114,216	109,527	102,324	103,318	101,838	100,886	98,598	98,136	96,169	91,653	86,346
增长率 (%)	22.7%	32.1%	28.0%	2.1%	2.3%	-4.1%	-6.6%	1.0%	-1.4%	-0.9%	-2.3%	-0.5%	-2.0%	-4.7%	-5.8%
折旧和摊销	64,777	67,354	71,509	80,179	89,536	100,811	108,715	115,639	121,538	124,979	126,972	127,204	123,679	122,801	121,820
折旧和摊销占收比 %	21.9%	18.9%	17.3%	17.7%	18.5%	19.6%	19.9%	20.1%	20.2%	20.1%	19.8%	19.4%	18.7%	18.5%	18.3%
固定资产及设备核销	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	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	10,380	1,856	9,657	11,433	4,559	4,903	5,060	5,458	4,592	4,182	3,283	2,923	1,623	845	524
资本支出-2G	(87,000)	(105,100)	(136,300)	(135,631)	(123,233)	(133,749)	(130,787)	(132,319)	(132,080)	(130,775)	(127,950)	(124,339)	(122,424)	(120,987)	(121,214)
资本支出-TD	0	0	0	(25,000)	(40,000)	(30,000)	(30,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)	(24,000)
增长率 (%)	21.7%	20.8%	29.7%	-0.5%	-9.1%	8.5%	-2.2%	1.2%	-0.2%	-1.0%	-2.2%	-2.8%	-1.5%	-1.2%	0.2%
自由现金流	59,540	56,203	61,861	76,855	94,334	91,017	95,115	102,185	106,274	109,965	111,863	115,102	110,341	105,665	98,829
增长率 (%)	3.9%	-5.6%	10.1%	23.9%	23.1%	-3.5%	4.5%	7.4%	4.0%	3.5%	1.7%	2.9%	-4.1%	-4.2%	-6.5%

1-yr Fwd	2-yr Fwd	
2012-21	2013-22	
现金流净现值	654,376	663,411
终值的贴现值	289,660	289,660
企业价值	944,036	953,071
终值与企业价值比	31%	30%
净现金(2008,2009,2010)	329,605	379,361
净现金计算前股利支付	53,099	54,852
权益价值	1,326,741	1,386,284
年底股数(百万)	20,054	20,054
每股权益价值(人民币)	66.16	69.13
汇率	0.87	0.87
每股权益价值(港币)	75.80	79.20
每用户权益价值(人民币)	2.088	2.045
永续增长率	2.0%	2.0%
隐含终值价值退出倍数	9.5	9.5

综合资本成本计算	
权益成本=	12.5%
债务成本=	5.00%
税率=	25.0%
无风险利率=	5.00%
权益风险溢价=	7.5%
贝塔=	1.00
市场收益率=	12.5%
综合资本成本=	12.5%
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

图表 19: 中移动主要业绩指标预测 (中金与市场预测对比)

	Mar 14 2011	2010E	2011E	2012E
与市场预期比				
销售收入 (人民币 百万)				
市场预期		483,977	513,470	541,909
CICC		483,267	514,418	544,945
差异		-0.1%	0.2%	0.6%
EBITDA (人民币 百万)				
市场预期		240,855	251,027	260,305
CICC		241,824	246,847	245,148
差异		0.4%	-1.7%	-5.8%
EBITDA率 %				
市场预期		49.8%	48.9%	48.0%
CICC		50.0%	48.0%	45.0%
差异		0.3%	-0.9%	-3.0%
净利润 (人民币 百万)				
市场预期		119,323	124,017	128,754
CICC		118,558	115,039	108,971
差异		-0.6%	-7.2%	-15.4%
每股收益 (人民币)				
市场预期		5.88	6.11	6.39
CICC		5.91	5.74	5.43
差异		0.5%	-6.1%	-14.9%
每股股利 (人民币)				
市场预期		2.57	2.75	2.93
CICC		2.54	2.75	2.72
差异		-1.0%	0.2%	-7.3%
股利支付率 %				
市场预期		43.6%	45.0%	45.9%
CICC		43.0%	48.0%	50.0%
差异		-0.6%	3.0%	4.1%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 20：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		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
国内运营商															
中国移动	HKD	74.30	186,121.30	12.94	12.62	12.15	2.94	2.62	2.34	4.64	4.50	4.31	3.3%	3.5%	3.7%
中国联通	HKD	13.24	39,418.16	33.10	73.15	46.78	1.51	1.50	1.46	4.81	4.69	4.24	1.2%	0.8%	1.0%
中国电信	HKD	4.61	46,827.63	25.61	23.64	20.04	1.68	1.60	1.52	4.31	4.21	4.02	1.6%	1.6%	1.8%
平均				23.9	36.5	26.3	2.0	1.9	1.8	4.6	4.5	4.2	2.1%	2.0%	2.1%
中国联通A股	RMB	5.94	18,838.84	40.14	81.37	43.04	1.77	1.81	1.75	4.77	4.79	4.39	0.9%	0.5%	0.9%
美国运营商															
Verizon	USD	35.18	99,492	20.5	39.1	15.8	2.4	2.6	2.5	6.0	6.3	5.5	5.3%	5.5%	5.6%
AT&T	USD	28.19	166,643	13.7	8.4	11.9	1.6	1.5	1.5	5.9	6.1	5.4	11.7%	12.0%	6.1%
平均				17.1	23.7	13.8	2.0	2.0	2.0	5.9	6.2	5.5	8.5%	8.7%	5.9%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	185.20	23,110	n.a.	13.9	9.4	106.3	-5.7	-9.4	6.5	4.2	4.1	3.5%	3.7%	4.0%
沃达丰	GBP	175.00	145,500	30.0	10.6	10.6	1.1	1.0	1.0	7.9	7.8	7.9	4.4%	4.7%	5.1%
德国电信	EUR	10.03	58,954	125.3	25.7	13.1	1.2	1.1	1.2	4.6	5.2	4.8	7.8%	7.0%	7.1%
法国电信	EUR	15.20	56,031	13.4	8.3	8.9	1.5	1.4	1.4	5.0	5.0	4.9	9.2%	9.2%	9.2%
西班牙电信	EUR	17.54	111,409	10.3	7.9	9.4	3.7	3.3	3.3	6.2	6.5	5.8	6.6%	8.0%	9.0%
意大利电信	EUR	1.10	28,776	13.7	4.7	8.7	0.8	0.8	0.7	5.2	5.0	4.7	4.5%	5.1%	5.9%
平均				38.5	11.9	10.0	19.1	0.3	-0.3	5.9	5.6	5.4	6.0%	6.3%	6.7%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	38,650.00	8,706	16.4	8.0	6.8	0.9	0.9	0.9	5.4	3.5	3.4	5.2%	6.2%	7.1%
SK电信	KRW	160,500.00	11,167	9.0	8.2	7.7	1.0	1.0	1.1	3.7	3.7	3.4	5.9%	5.9%	6.0%
LG电信	KRW	5,410.00	2,399	5.1	4.1	8.3	0.7	0.7	0.7	4.8	2.0	2.2	6.5%	6.5%	5.8%
平均				10.2	6.8	7.6	0.9	0.8	0.9	4.6	3.1	3.0	5.8%	6.2%	6.3%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	143,400.00	70,603	12.8	12.1	11.9	1.4	1.3	1.2	3.4	3.6	3.5	3.3%	3.6%	3.7%
KDDI	JPY	535,000.00	25,899	10.7	11.2	9.9	1.3	1.2	1.1	3.0	2.9	2.9	2.1%	2.4%	2.5%
Softbank	JPY	3,115.00	37,416	78.0	34.8	16.9	9.0	7.2	5.3	7.9	6.7	5.9	0.1%	0.2%	0.2%
平均				11.8	11.6	10.9	1.3	1.2	1.2	3.2	3.2	3.2	2.7%	3.0%	3.1%
印度运营商															
Bharti	INR	321.75	26,729	15.5	13.3	18.6	4.2	3.1	2.5	8.0	7.3	6.2	0.3%	0.3%	0.4%
Reliance	INR	100.45	4,488	3.4	4.5	12.5	0.5	0.5	0.5	6.9	8.7	9.0	0.8%	0.8%	0.8%
MTNL	INR	45.30	614	13.9	n.a.	n.a.	0.2	0.3	0.3	-0.9	0.1	2.4	2.2%	0.0%	1.4%
平均				10.9	8.9	15.6	1.6	1.3	1.1	4.7	5.3	5.9	1.1%	0.4%	0.9%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.88	4,504	21.2	11.4	23.8	2.0	1.8	2.0	4.6	4.2	4.6	5.1%	5.0%	6.3%
MobileOne	SGD	2.41	1,698	14.3	13.8	13.0	8.4	7.2	6.6	7.8	7.8	7.4	5.6%	5.8%	6.7%
Singtel	SGD	2.95	36,209	13.6	12.0	12.3	2.3	2.0	1.9	12.0	12.8	9.0	4.2%	4.8%	5.3%
PLDT	PHP	2,180.00	9,207	10.4	10.2	9.9	4.3	4.4	4.2	5.8	6.3	6.3	6.7%	7.1%	9.7%
中华电信	TWD	88.40	23,124	14.3	14.4	13.8	1.7	1.8	1.7	5.4	5.4	5.5	6.3%	7.5%	7.0%
台湾大哥大	TWD	67.60	8,745	14.5	14.6	14.4	3.9	4.0	5.2	9.1	10.3	n.a.	7.4%	6.5%	6.6%
平均				14.7	12.7	14.5	3.8	3.5	3.6	7.4	7.8	6.6	5.9%	6.1%	6.9%

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。

截至本报告发布之日前十二个月，中金公司为中国联通和中国移动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