



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

行业动态
证券研究报告

2012 年 2 月 9 日

电信服务

研究部

陈昊飞

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030015
chenhf@cicc.com.cn

2012 年上半年投资策略: 全面竞争爆发

价格歧视和客户细分战略至关重要

行业近况:

建议趁现在低位买入中国电信; 现在被市场所认为是负面的因素其实是正面的股价催化剂:

- 电信版 iPhone 将在 3 月入市: 一个 iPhone 补贴合约用户贡献净 ARPU 约 200 元[ARPU 400 元 - (4000 元手机补贴 + 800 元佣金)/24]; 每 200 万这样的用户会对真实净利润(手机补贴匹配收入)有约 10% 的增厚, 但报出的净利润却会因受手机补贴和佣金一次性进费用而非摊销所致受到负面影响。
- 中国电信计划在 2012 年底收购母公司的 CDMA 网络。考虑到公司管理者过往收购中的优秀表现, 以及该交易需要获得少数股东批准, 我们预计交易将对公司价值有一定的增厚 - “此收购对公司不利”的观点来源于对过高 CDMA 资本支出和过低 CDMA 收入增长趋势的错误判断。

中国联通可能需要歇一口气, 近期面临三大利空因素。但是我们对联通抱有信心, 特别是看到其建立了实时集中监测系统。若 2012 年下半年在做好客户细分的基础上面向大众化市场采取“低话费无补贴”战略, 则有望迎来强势反弹:

- 3G 净增用户上升趋势有限, 2G 发展有风险。客户群细分和价格歧视战略还没有采用, 无法使联通的套餐对大众市场有足够吸引力。预付费 3G 服务还没有开展。
- 报出的净利润有压力。“高话费高补贴”的 3G 策略将进一步推迟公司经营杠杆的显现, 而投资者可能一时缺乏耐心等到 2013、2014 年, 担心 LTE 都快推出了。在终端瓶颈消除后, 除非是对那些手机费用可以报销的用户, 我们相信“低话费无补贴”战略会更好。
- 加大资本支出(我们预计 2012 和 2013 年都有 950 亿)是长期利好因素, 但投资者可能要看到相应的高增长和高回报之后才能停止担心资本支出对现金流的负面影响。

中国移动会在电信引入 iPhone 和联通开始将目标锁定大众化市场后面临更充分的竞争。说 TDD-LTE 网络会在 2014 年初商用可能也就是句投资人自我安慰的话罢了。真正长线投资人应该注意: 移动现在的净利润超过 1200 亿元, 联通和电信加起来也没超出 250 亿元, 而行业重组最重要的目的之一是行业平衡。

估值与建议:

中联通: 我们预计 2011/12/13 年净利润为人民币 51/86/194 亿元, EV/EBITDA 4.3/3.7/3.1 倍, P/E 52/29/13 倍。对补贴调整后的真实净利润为 100/140/230 亿元, EV/EBITDA 3.8/3.3/2.9 倍, P/E 25/17/11 倍。我们最新的预测比之前的分别减少 20/60/60 亿, 主要由于更高的宽带升级成本, 更高的工资, 更多 3G 净增用户(2012/13 年分别达到 4600 万/5000 万)带来的更多的补贴(请见下文详细分析)。维持目标价 18 港币。**中电信:** 不考虑引进 iPhone 和收购 C 网的影响, 我们预计 2011/12/13 年净利润为人民币 168/186/216 亿元, EV/EBITDA 4.6/3.9/3.3 倍, P/E 17/14/12 倍。对补贴调整后的真实净利润为 220/240/260 亿元, EV/EBITDA 3.5/3.1/2.8 倍, P/E 13/11/10 倍。每 200 万 iPhone 手机补贴用户会对真实净利润有 10% 的增厚, C 网收购可能会对净利润有 10% 的增厚。我们维持目标价 6 港币。**中移动:** 我们预计 2011/12/13 年净利润为 1265/1262/1238 亿元, EV/EBITDA 3.7/3.1/2.9 倍, P/E 10/10/10 倍。我们预计针对 2G 优化、固网传输、宽带和未来 LTE 发展的资本支出会维持在收入的 25% 以上。目标价为 75 港币。

风险提示:

基于错误战略的逾期竞争; 大盘系统性风险。

具体分析:

中国的移动用户分布很两极化

- 中国有约 1 亿的高端用户 (有钱人或者手机费用能报销的人), 平均 ARPU 为 200 元。这些高端客户往往拥有不止一部手机。高端客户中, 中移动拥有大约 9,000 万, 中国联通 3G 用户里大约有 2,500 万, 中电信大约有 1,500 万。
- 中国有大概 8 亿的大众用户, 平均 ARPU 为 40-50 元。这些用户的平均工资大概在每月 2,000-3,000 元, 每月话费的上限大概在 100 元左右。这些用户对价格比较敏感, 手机会在网上挑选最便宜或者山寨水货手机。他们或许可能忍受一次性花上 4,000-5,000 元买个流行的手机 (有时可能是赠送的礼物), 但是不会接受 ARPU 大于每月工资的 3%。大众用户中, 中移动拥有大约 6 亿, 中国联通大约有 5,000 万, 中电信大约有 1 亿。
- 中国大概有 2 亿“暂时性”用户, ARPU40 元左右, 年离网率 90%。这些“暂时性”用户主要靠高佣金发展起来, 离网率很高, 所以这些用户的利润很低。其中, 中国联通大概有超过 1 亿这样的用户, 中移动也有约 1 亿。

运营商要像运营飞机那样有客户细分和价格歧视战略

运营商就像一架拥有很多座位的飞机, 固定成本很高。所以, 使用率就对公司经营杠杆的显现至关重要。没有飞机可以靠只卖商务舱或经济舱真正赚到钱。比较两个舱位哪个更有利可图是毫无意义的, 因为飞机不可能花一半的费用只飞一半, 无线网络需要全国优质覆盖。

在中移动这架飞机上, 有 1 亿商务舱的乘客, 每人付 200 元, 还有 6 亿的经济舱乘客, 每人 40 元的票价。所有乘客都很重要, 因为他们分别贡献了收入的 40%/60%。商务舱乘客的费用是经济舱的 5 倍, 一方面是因为他们占的面积为经济舱的 2-3 倍; 另一方面, 他们为每平方米空间支付的单价也是经济舱的 2-3 倍—关键就是要区分不同的乘客, 确保商务舱的乘客不能坐到经济舱去。

中移动的客户细分做得很成功, 主要通过: 1) 对长途和漫游收取高费用; 2) 不允许低端套餐用户拨打国际长途电话; 3) 只允许低端套餐客户用预付费服务, 买充值卡充值对高端用户来说太麻烦。另一方面, 低端套餐用户: 1) 其实很少拨打国际长途电话; 2) 希望预先支付, 这样他们可以控制消费, 也不需要担心到月底看到一个意外的高额账单。

中国联通现有的 3G 套餐对高端市场有吸引力, 对大众市场却没有

中国联通现有的 3G 套餐对中移动的“商务舱乘客”颇有吸引力。大多数这样的客户对价格不敏感, 只在乎服务是不是他们想要的; 而且他们也习惯了中移动的高费用。有时我甚至怀疑中国联通是不是对高端客户收费太低, 补贴太多。

但是, 我们认为中国联通对低端用户收费相对较高。比如, 联通目前所谓的 36/46/66 元“低端”套餐服务其实并不低端, 边际收费甚至超过其高端套餐的资费。由于没有其他方式区分客户群的方式, 中国联通采用了很简单的“买的多单价就便宜, 买的少单价就贵”的策略—所以高端用户觉得便宜, 而大众用户就觉得很贵。

再具体举例说明一下, 66 元 A 套餐服务包括语音通话 50 分钟/240 条短信/上网 300MB, 66 元 B 套餐包括 300 分钟通话/240 条短信/上网 50MB。超出套餐部分每分钟通话收费 0.2 元, 上网 100MB 收费 30 元。相比之下, 移动用户 50 元左右就可以消费 300 分钟通话 (免费设置 5 个亲情号码)+200 条短信+50MB 流量。联通 3 G 96 元套餐服务包括语音通话 240 分钟/上网 300MB, 但是没有包括短信, 要是加上 200 条短信的话, 手机账单会涨到约 120 元—为了用 300MB WCDMA 的网络数据而不是中移动 EDGE 服务的 50MB 网络数据, 客户 ARPU 要从 50 元上升到 120 元。此外, 客户之前使用的是预付费的中移动服务, 容易控制消费额; 而现在客户成为了签约后付费用户, 就会担心每月底如果 300MB 流量超过限制, 而留下一个意外的高额账单。

有些人可能会反驳说, 虽然联通 3 G 的合约价格比较高, 但是只要签合约并且预存费用, 用户可以接收到高达 40% 左右的手机补贴或者 30% 的话费补贴。我们相信只要手机终端不再成为瓶颈, 大众用户可以从淘宝或者水货市场甚至山寨市场上以尽可能低的价格买到手机, 甚至可以低于运营商的集采价格。即使算上手机补贴, 120 元的月费被消减成 85 元左右, 这样“高话费高补贴”的方式还是使得营销和执行都变得相对复杂, 同时也限制了销售渠道, 造成许多不必要的瓶颈。再加上手机补贴要一次性进费用, 影响账面收益, 进一步复杂化了考核机制。

此外, 在真正开始使用之前要求用户承诺签约 1-2 年自然会增加进入屏障; 如果提供的服务是高质量的, 没有必要迫使用户签定后付费合约—预付费可能会更好的被大众市场所接受。预付费可以让用户不用担心高额账单, 这对大众用户很重要。高端的投资者或者决策者可能体会不到低端客户的感受。

联通的 B 或 C 套餐提供的流量很少, 一般只有 50MB~80MB。由于使用时有超过套餐流量的可能, 用户还是会选择继续使用移动的 EDGE 服务, 叠加“5 元 30 MB, 10 元 70MB, 20 元 150MB”的数据包。以手机补贴的方式发展联通的 3GB/C 套餐用户就像是在补贴 2G 用户。联通 3G 的 B/C 套餐用户不是真正的 3G 用户。

我们相信联通应该为大众市场推出更加便宜, 简单, “安心”的套餐服务。比如, 60 元每月的预付费套餐, 包括 200 分钟/200 条短信/上网 200MB。数据用量超过 200MB 就停掉, 转用 50MB 2G 数据, 过渡一下之后完全停掉, 不多收钱。超过套餐后短信收费一条 1 毛, 通话一分钟 1 毛。

而防止“商务舱”乘客改乘“经济舱”的情况出现,关键在于细分客户群。

对此联通可以采取以下几种方法:

- ▶ **对大众用户采取零补贴的策略:** 高端用户的手机话费可以通过公司报销,而补贴的手机是自己的,而大众用户会从淘宝或者水货市场上尽可能便宜地买到手机,甚至可以从亲戚朋友那里收到“免费”手机。
- ▶ **收取较高的长途漫游话费:** 对大众用户不提供国际长途通话服务,这样高端用户就无法选择中低端套餐服务,而大众用户很少漫游,且几乎不拨打国际长途电话。
- ▶ **对低端用户每月上网流量设置上限,**如 200/300MB 流量(在套餐数据用完之后,允许用户使用 2G 数据,或者在低峰时段比如晚上 12 点到凌晨 6 点,让他们使用 3G 数据)。这样可以让大众用户对费用上限做到心里有数。而高端用户不在乎花钱,且绝对不希望每月流量超过 200/300MB 后被限制服务。
- ▶ **让高端用户使用 HSPA+,让大众用户使用 3G 服务。** 高端用户关心的是网速,而不是价格。大众用户关心的则是性价比和可支付能力。限制低端客户看在线视频,也是帮助他们节省流量的一种方式。

此外,如果联通不推出对大众市场有吸引力的 3G 套餐,其 2G 用户可能流向电信或移动。因为联通自身的 3G 服务只面向高端客户,低端客户无法企及。联通的 2G 网络质量较差,而移动和电信的 2G 通话收费已经很便宜了(除非联通提供网内通话包月全免费的服务),用户的价格敏感度较低。要满足现有 2G 用户的需求和支付能力,联通需要推出真正低端的 3G 资费套餐服务。

我们在 2009~2011 年期间曾是“高话费高补贴” 3G 策略的最大粉丝,因为: 1) 联通当时基数很低; 2) 高端市场还没有发展,具有很大潜力; 3) 当时的 WCDMA 手机、尤其是低端机相对较少。我们甚至在 2011 年 2、3 季度的时候还觉得联通补贴不够。

而现在,低端机型已经很多,再继续坚持“高话费高补贴”的策略可能会阻碍 WCDMA 价值链的发展;直接的“低话费零补贴”的策略可能会更好地适应大众市场的需求,并且促发经营杠杆的尽快显现。

我们觉得市场对资费 and ARPU 降低的担忧是错误的。 资费的承受程度取决于大众的收入水平,而和运营商无关。运营商只能想办法在有利可图的基础上制定出吸引用户的套餐。上一轮关于资费的讨论是在 2003-2005 年,当时中移动开始降低语音资费,发展大众市场。我们看到收入对资费的弹性几乎为 1 (即资费每降低 10%,收入反而增 10%,因为每个用户会多用 10%,而用户总数又多发展了 10%)。中移动的股价为 30 元的时候 ARPU 大于 200 元,股价为 50 元的时候 ARPU 大于 100 元,股价为 80 元的时候 ARPU 仅为 70 元。所以,关键还是细分客户群,不要让高端用户

可以选择低端大众套餐而导致他们的 ARPU 降低。

既然必须要加大 3G 和网络的资本开支,联通就不应该过多考虑 2G 和 3G 网的内部竞争问题,即避免所谓的“左右手互搏”是极其重要的。我们认为联通应该采用在 2006 年前后使用过的 CDMA 和 GSM 战略,分别设立 2G 和 3G 业务部门,允许两个部门分别运营甚至展开竞争,因为即使内部不竞争,无论如何联通都将面对来自电信和移动的竞争。

低端客户对网络的压力是有限的,不仅因为他们消费更少的通话时长和数据服务,还因为他们的使用不像高端客户那么集中在办公室或者酒店区域。我们发现联通的 3G 使用率在一些热点地区可以高达 50%,在其他大多数地区还是 20%或者低于 20%的水平。而且,低端用户对不好的网速或者用户体验更有耐性,只要这个服务比竞争者的好就行。而且他们也很少需要客户服务。

我们对联通抱有信心,特别是看到其建立了实时集中监测系统,可迅速发现、分析并纠正问题。 如果联通能够成功在客户细分和价格歧视的基础上推出扩展 3G 市场、阻止 2G 用户流向移动和电信的战略,那么公司将在下半年迎来新一波大幅反弹行情。

中移动 2012 年的策略应该是: 1) 由于高端用户一般拥有不止一部手机,应该试着“在终端上分离”他们的语音和数据的使用——比如手机电话还是用中移动,在 pad 上使用中电信/中联通的数据服务; 2) 对于低端市场,使用 TD-SCDMA 网络来减轻对 GSM 网络的数据流量压力; 补贴的 TD-SCDMA 手机关闭 GPRS 功能,并迫使那些低端用户留在 TD-SCDMA 网络使用数据。因此,我们预计中移动 2012 年会显著增加 TD-SCDMA 资本支出和手机补贴 - 更多的资本支出只会稍微降低中移动已经很高的利润率水平,但是如果资本支出少了,会削弱公司的长期竞争力。

尽管中移动估值并不贵,但在我们看来投资价值甚微。 一旦中电信和中联通采取正确的 3G 策略,市场对中移动的情绪可能会变的负面。而且,中移动对 LTE 和宽带建设的希望可能在前几年都会化为资本支出的增加,没有任何有意义的回报。公司股价在过去 52 周跑赢恒指 15%,我们建议在目前的水平获利回吐。

真正的长期投资者如果真的可以坚持 2 年没有 LTE,随后 1-2 年高额 LTE 资本支出和手机补贴,那也可以坚持持有中移动。但是,应该注意的是: 移动现在的净利润已超过 1200 亿元人民币,联通和电信加起来也没超出 250 亿元,监管机构必须平衡中国电信业的竞争格局。

我们看到,中电信已通过其最好的战略发展了相当困难的 CDMA 网络。 由于手机生产和销售过程中经济规模较弱,中电信或许只能在保障 10~15% 净利润增长的基础上,把额外的利润空间都投回到手机补贴和佣金上,希望能尽快达到移动用户规模>2 亿的转折点 (20% 的市场份额)。

CDMA 的寒冬已经过去，即使 LTE 也不会对公司有负面影响。我们认为中电信的估值较低，增长稳健且具有吸引力，建议趁现在股价因市场错误认识回调，积极介入。

我们的分析显示，对于手机补贴的 iPhone24 个月合约用户来说，每 100 万这样的用户会带来当年约 25 亿元的额外收入，第二年 50 亿的额外收入，第三年 25 亿元的额外收入，

而手机补贴和佣金的费用大概是 50 亿。因此，iPhone 的销售可以增加企业的真正价值，但如果所有的手机补贴和佣金一次性确认为当期费用（而不是在合约期内摊销），就会对当期盈利有摊薄，特别是如果发展的 iPhone 补贴用户是上一年发展用户数的 2 倍。由于手机补贴和佣金的会计方法造成收入成本不匹配；我们建议投资者和管理层都应该参考实际的利润、或看现金流，而不要被表面财报所误导。

图表 1：历史和预测的财务数据 -- 中国电信

中国電信估值								
评级	推荐							
目标价格	港币			6				
当前价格	港币			4.32				
市值	人民币 百万			286,579				
百万 除非特指	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
收入	177,588	184,779	208,219	219,367	246,283	281,667	319,612	
同比		4.0%	12.7%	5.4%	12.3%	14.4%	13.5%	
经营費用	(90,534)	(127,776)	(134,469)	(144,192)	(170,129)	(202,944)	(236,453)	
同比		41.1%	5.2%	7.2%	18.0%	19.3%	16.5%	
EBITDA (不含CDMA租賃費及初裝費)	87,054	85,889	82,133	88,495	95,270	104,408	117,145	
同比		-1.3%	-4.4%	7.7%	7.7%	9.6%	12.2%	
EBITDA率	49.0%	46.5%	39.4%	40.3%	38.7%	37.1%	36.7%	
同比		-2.5%	-7.0%	0.9%	-1.7%	-1.6%	-0.4%	
折旧	(52,607)	(53,880)	(52,243)	(51,656)	(51,079)	(51,592)	(52,433)	
同比		2.4%	-3.0%	-1.1%	-1.1%	1.0%	1.6%	
净利润	23,010	20,066	13,271	15,262	16,820	18,672	21,638	
同比		-12.8%	-33.9%	15.0%	10.2%	11.0%	15.9%	
股利	6,125	6,063	6,031	5,778	7,064	7,842	9,088	
同比		-1.0%	-0.5%	-4.2%	22.3%	11.0%	15.9%	
股利支付率	26.6%	30.2%	45.4%	37.9%	42.0%	42.0%	42.0%	
資本支出	46,334	48,410	38,042	43,037	50,000	55,000	50,000	
同比		4.5%	-21.4%	13.1%	16.2%	10.0%	-9.1%	
净債務	84,106	95,016	70,677	45,784	23,075	11,272	(8,568)	
股東权益	225,972	214,548	222,613	231,964	243,113	254,730	268,539	
权益收益率	10.2%	9.1%	6.1%	6.7%	7.1%	7.5%	8.3%	
每股收益 (人民币)	0.28	0.25	0.16	0.19	0.21	0.23	0.27	
每股收益 (港币)	0.30	0.28	0.19	0.22	0.25	0.30	0.35	
每股股利 (人民币)	0.076	0.075	0.075	0.071	0.087	0.097	0.112	
每股股利 (港币)	0.085	0.085	0.085	0.085	0.106	0.126	0.146	
每股净资产 (人民币)	2.79	2.65	2.75	2.87	3.00	3.15	3.32	
每股净资产 (港币)	2.98	3.01	3.12	3.37	3.66	4.09	4.31	
股数 (百万)	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932	
自由现金流	30,739	32,452	40,193	33,442	28,902	18,466	167,324	
企业价值(假设收购C网会增加1300亿元)	541,491	533,349	508,517	473,079	439,654	410,151	390,311	
估值								
市盈率	14.2	15.4	23.2	19.5	17.0	14.4	12.4	
实净率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	
EV/EBITDA (不含CDMA租賃費及初裝費)	6.2	6.2	6.2	5.3	4.6	3.9	3.3	
股利收益率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%	2.9%	3.4%	
自由现金流收益率	5.7%	6.1%	7.9%	7.1%	6.6%	4.5%	42.9%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表2：历史和预测的财务数据 -- 中国联通（假设手机补贴的60%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 13.66
市值	人民币 百万 263,118

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	147,875	157,753	150,406	163,935	188,529	220,820	255,292
同比		6.7%	-4.7%	9.0%	15.0%	17.1%	15.6%
经营费用	77,552	90,280	95,337	111,706	145,240	175,278	190,380
同比		16.4%	5.6%	17.2%	30.0%	20.7%	8.6%
EBITDA	71,618	68,627	59,038	61,603	65,374	74,904	95,637
同比		-4.2%	-14.0%	4.3%	6.1%	14.6%	27.7%
EBITDA率	48.4%	43.5%	39.3%	37.6%	34.7%	33.9%	37.5%
同比		-4.9%	-4.3%	-1.7%	-2.9%	-0.8%	3.5%
折旧	47,678	47,961	47,587	54,433	58,793	64,312	71,084
同比		0.6%	-0.8%	14.4%	8.0%	9.4%	10.5%
净利润	18,118	15,313	7,297	3,662	5,056	8,554	19,409
同比		-15.5%	-52.3%	-49.8%	38.1%	69.2%	126.9%
股利	6,427	4,754	3,770	1,885	2,603	4,403	9,991
同比		-26.0%	-20.7%	-50.0%	38.1%	69.2%	126.9%
股利支付率	35.5%	31.0%	51.7%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%
资本支出	45,959	70,863	112,474	70,189	73,319	93,818	99,881
同比		54.2%	58.7%	-37.6%	4.5%	28.0%	6.5%
自由现金流	-34,703	-8,907	-49,658	-2,922	10,160	-4,381	-6,462
净债务	44,633	19,419	62,914	22,479	18,612	32,726	53,534
企业价值	348,648	305,743	346,303	285,597	279,163	280,250	301,058
股东权益	178,512	207,725	206,465	205,841	208,324	212,475	221,892
每股收益（人民币）	0.79	0.64	0.31	0.16	0.21	0.36	0.82
每股收益（港币）	0.84	0.73	0.35	0.19	0.27	0.47	1.07
每股股利（人民币）	0.20	0.20	0.16	0.08	0.11	0.19	0.42
每股股利（港币）	0.21	0.23	0.18	0.10	0.14	0.24	0.55
每股净资产（人民币）	7.51	8.74	8.76	8.74	8.84	9.02	9.42
每股净资产（港币）	8.02	9.91	9.95	10.69	10.92	11.73	12.25
股数（百万）	23,768	23,768	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562
权益收益率	10.1%	7.9%	3.5%	1.8%	2.4%	4.1%	8.9%

估值

市盈率	16.3	18.7	39.2	71.9	51.5	28.9	12.8
市净率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.9	4.5	5.9	4.6	4.3	3.7	3.1
股利收益率	1.6%	1.7%	1.3%	0.7%	1.0%	1.8%	4.0%
自由现金流收益率	-10.0%	-2.9%	-14.3%	-1.0%	3.6%	-1.6%	-2.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：历史和预测的财务数据 -- 中国联通（假设手机补贴的100%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 13.66
市值	人民币 百万 263,118

百万 除非特指	2007PF	2008PF	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	147,875	157,753	150,406	163,935	186,432	213,472	243,685
同比		6.7%	-4.7%	9.0%	13.7%	14.5%	14.2%
经营费用	77,552	90,280	95,337	111,706	144,648	173,330	187,527
同比		16.4%	5.6%	17.2%	29.5%	19.8%	8.2%
EBITDA	71,618	68,627	59,038	61,603	72,259	82,112	99,703
同比		-4.2%	-14.0%	4.3%	17.3%	13.6%	21.4%
EBITDA率	48.4%	43.5%	39.3%	37.6%	38.8%	38.5%	40.9%
同比		-4.9%	-4.3%	-1.7%	1.2%	-0.3%	2.4%
折旧	47,678	47,961	47,587	54,433	58,775	64,166	70,499
同比		0.6%	-0.8%	14.4%	8.0%	9.2%	9.9%
净利润	18,118	15,313	7,297	3,662	10,441	14,303	23,078
同比		-15.5%	-52.3%	-49.8%	185.1%	37.0%	61.4%
股利	6,427	4,754	3,770	1,885	5,375	7,363	11,880
同比		-26.0%	-20.7%	-50.0%	185.1%	37.0%	61.4%
股利支付率	35.5%	31.0%	51.7%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%
资本支出	45,959	70,863	112,474	70,189	72,731	91,467	96,399
同比		54.2%	58.7%	-37.6%	3.6%	25.8%	5.4%
自由现金流	-34,703	-8,907	-49,658	-2,922	16,260	3,906	319
净债务	44,633	19,419	62,914	22,479	15,301	23,998	39,711
企业价值	348,648	305,743	346,303	285,597	275,852	271,521	287,235
股东权益	178,512	207,725	206,465	205,841	210,937	217,877	229,075
每股收益（人民币）	0.79	0.64	0.31	0.16	0.44	0.61	0.98
每股收益（港币）	0.84	0.73	0.35	0.19	0.55	0.79	1.27
每股股利（人民币）	0.20	0.20	0.16	0.08	0.23	0.31	0.50
每股股利（港币）	0.21	0.23	0.18	0.10	0.28	0.41	0.66
每股净资产（人民币）	7.51	8.74	8.76	8.74	8.95	9.25	9.72
每股净资产（港币）	8.02	9.91	9.95	10.69	11.06	12.02	12.64
股数（百万）	23,768	23,768	23,562	23,562	23,562	23,562	23,562
权益收益率	10.1%	7.9%	3.5%	1.8%	5.0%	6.7%	10.3%
估值							
市盈率	16.3	18.7	39.2	71.9	25.0	17.3	10.7
市净率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.9	4.5	5.9	4.6	3.8	3.3	2.9
股利收益率	1.6%	1.7%	1.3%	0.7%	2.1%	3.0%	4.8%
自由现金流收益率	-10.0%	-2.9%	-14.3%	-1.0%	5.9%	1.4%	0.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表4：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 77.65						
市值	人民币 百万	1,267,385					
百万 除非特指	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	356,959	412,343	452,103	485,231	528,223	564,885	592,002
同比	20.9%	15.5%	9.6%	7.3%	8.9%	6.9%	4.8%
经营费用	165,537	198,219	224,916	248,247	275,762	305,938	329,899
同比	19.4%	19.7%	13.5%	10.4%	11.1%	10.9%	7.8%
EBITDA	194,003	216,487	229,023	239,382	255,279	261,848	265,124
同比	21.6%	11.6%	5.8%	4.5%	6.6%	2.6%	1.3%
EBITDA率	54.3%	52.5%	50.7%	49.3%	48.3%	46.4%	44.8%
同比	0.3%	-1.8%	-1.8%	-1.3%	-1.0%	-2.0%	-1.6%
折旧	67,354	71,509	80,179	86,230	97,475	105,595	113,477
同比	4.3%	6.2%	12.1%	7.5%	13.0%	8.3%	7.5%
净利润	87,062	112,793	115,166	119,640	126,472	126,161	123,773
同比	31.9%	29.6%	2.1%	3.9%	5.7%	-0.2%	-1.9%
可持续净利	88,943	115,245	118,537	121,725	128,637	128,407	126,105
同比	30.8%	29.6%	2.9%	2.7%	5.7%	-0.2%	-1.8%
股利	39,883	48,364	49,544	51,818	54,383	63,080	64,362
同比	28.0%	21.3%	2.4%	4.6%	5.0%	16.0%	2.0%
股利支付率	43%	43%	43%	43%	43%	50%	52%
资本支出	105,100	136,300	129,400	124,300	132,400	130,400	125,500
同比	20.8%	29.7%	-5.1%	-3.9%	6.5%	-1.5%	-3.8%
净债务	-154,894	-184,638	-230,886	-258,725	-316,982	-376,746	-440,086
股东权益	373,751	442,278	506,748	576,157	648,246	711,327	770,738
权益收益率	25.7%	28.2%	25.0%	22.5%	21.0%	18.9%	17.0%
每股收益 (人民币)	4.35	5.63	5.74	5.96	6.30	6.29	6.17
每股收益 (港币)	4.65	6.38	6.52	7.01	7.79	8.18	8.02
每股股利 (人民币)	1.96	2.42	2.65	2.58	2.71	3.14	3.21
每股股利 (港币)	2.10	2.74	2.80	3.01	3.35	4.09	4.17
每股净资产 (人民币)	18.68	22.07	25.26	28.72	32.31	35.45	38.41
每股净资产 (港币)	19.95	25.02	28.69	33.77	39.91	46.09	49.94
股数 (百万)	20,005	20,044	20,058	20,063	20,066	20,066	20,066
自由现金流	56,203	61,861	76,639	107,892	94,993	102,920	105,363
企业价值	1,299,677	1,187,946	1,140,443	1,065,978	944,375	821,542	758,203
估值							
市盈率	16.7	12.2	11.9	11.1	10.0	9.5	9.7
市净率	3.9	3.1	2.7	2.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.7	5.5	5.0	4.5	3.7	3.1	2.9
股利收益率	2.7%	3.5%	3.6%	3.9%	4.3%	5.3%	5.4%
自由现金流收益率	4.3%	5.2%	6.7%	10.1%	10.1%	12.5%	13.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表5: 可比公司估值 (市场预测)

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		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
国内运营商															
中国移动	HKD	79.0	204,463	13.3	12.8	12.3	2.8	2.5	2.2	3.7	3.6	3.4	3.3%	3.4%	3.6%
中国联通	HKD	14.3	43,451	89.4	61.9	34.0	1.6	1.6	1.6	6.4	5.8	5.0	0.6%	0.7%	1.2%
中国电信	HKD	4.5	47,065	23.7	20.7	18.5	1.6	1.5	1.4	4.9	4.7	4.5	1.6%	1.7%	1.8%
平均				42.1	31.8	21.6	2.0	1.9	1.7	5.0	4.7	4.3	1.8%	1.9%	2.2%
中国联通A股	RMB	4.9	16,306	83.6	39.4	19.1	1.5	1.4	1.3	5.2	4.6	3.7	0.5%	0.9%	1.7%
香港运营商															
香港电讯	HKD	5.1	4,211	n.a.	31.0	21.8	n.a.	1.1	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	0.7%	7.9%
和记电讯	HKD	3.3	2,050	21.0	16.4	14.3	1.6	1.5	1.5	6.6	5.6	5.1	3.1%	4.5%	5.1%
数码通	HKD	14.8	1,965	53.5	20.7	16.8	5.7	5.5	5.3	9.6	5.6	4.2	1.8%	4.8%	5.9%
电讯盈科	HKD	2.6	2,466	9.5	10.7	9.3	-5.9	-7.5	-10.6	7.3	6.9	6.8	5.8%	6.0%	6.7%
平均					15.9	13.5	0.5	-0.2	-1.3	7.8	6.0	5.4	3.6%	5.1%	5.9%
美国运营商															
Verizon	USD	37.8	107,239	42.0	17.5	15.2	2.8	2.6	2.6	6.6	5.8	5.5	5.1%	5.2%	5.3%
AT&T	USD	30.0	177,514	8.9	13.5	12.7	1.6	1.6	1.6	6.2	5.8	5.6	5.6%	5.8%	5.9%
平均				25.5	15.5	13.9	2.2	2.1	2.1	6.4	5.8	5.6	5.4%	5.5%	5.6%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	214.0	26,294	16.1	10.6	9.4	-6.6	-12.2	5.5	4.1	4.0	3.9	3.2%	3.5%	3.9%
沃达丰	GBP	175.1	138,285	10.7	10.7	11.1	1.0	1.0	1.0	7.7	7.8	7.8	4.7%	5.1%	7.7%
德国电信	EUR	8.8	50,053	22.6	12.3	12.6	1.0	1.0	1.1	5.3	4.7	4.9	7.9%	7.9%	7.9%
法国电信	EUR	11.5	40,067	6.3	7.5	7.9	1.0	1.1	1.1	4.7	4.9	5.1	12.1%	12.1%	12.1%
西班牙电信	EUR	13.5	80,615	6.0	9.6	8.7	2.5	2.8	2.7	4.9	6.0	5.6	10.4%	11.9%	9.7%
意大利电信	EUR	0.8	18,649	4.8	6.1	6.3	0.5	0.5	0.5	4.6	4.3	4.3	7.5%	8.0%	8.9%
平均				11.1	9.5	9.3	-0.1	-1.0	2.0	5.2	5.3	5.3	7.7%	8.1%	8.4%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	33,700.0	7,841	7.0	6.6	6.2	0.7	0.7	0.7	3.5	3.5	3.5	7.2%	6.4%	6.9%
SK电信	KRW	137,500.0	9,923	7.0	6.1	6.1	0.9	0.9	0.8	3.7	3.6	3.6	6.8%	6.8%	6.9%
LG电信	KRW	6,200.0	2,816	4.8	15.4	12.4	0.8	0.8	0.8	3.0	3.8	3.5	5.6%	4.2%	3.8%
平均				6.3	9.4	8.2	0.8	0.8	0.8	3.4	3.6	3.5	6.5%	5.8%	5.9%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	136,200.0	78,035	11.5	11.4	11.2	1.2	1.2	1.1	3.4	3.4	3.3	3.8%	3.9%	4.1%
KDDI	JPY	483,000.0	28,250	10.1	8.9	8.1	1.1	1.0	1.0	3.3	3.3	3.3	2.7%	2.8%	3.1%
Softbank	JPY	2,149.0	31,283	24.0	11.5	8.3	4.9	3.7	2.5	5.3	4.6	4.1	0.2%	0.2%	0.3%
平均				10.8	10.1	9.7	1.1	1.1	1.0	3.4	3.3	3.3	3.3%	3.3%	3.6%
印度运营商															
Bharti	INR	387.6	30,147	16.4	22.6	25.6	3.5	3.1	2.8	11.7	9.9	8.1	0.3%	0.3%	0.3%
Reliance	INR	93.7	3,961	4.2	12.9	21.0	0.4	0.5	0.5	8.1	8.6	8.4	0.9%	0.8%	0.5%
MTNL	INR	29.8	385	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	-3.3	-8.6	-8.9	0.0%	n.a.	2.0%
平均				10.3	17.7	23.3	1.4	1.8	1.6	5.5	3.3	2.5	0.4%	0.5%	0.9%
其他亚洲运营商															
MobileOne	SGD	2.4	1,758	13.8	12.9	12.7	7.2	6.8	6.1	8.2	8.0	7.9	5.8%	6.4%	6.2%
Singtel	SGD	3.2	40,470	12.9	13.2	13.2	2.1	2.0	2.0	11.7	9.7	9.9	4.5%	5.0%	5.3%
PLDT	PHP	2,760.0	13,998	13.0	13.5	14.0	5.6	4.6	4.9	5.5	5.7	5.4	5.6%	7.5%	6.8%
中华电信	TWD	95.5	25,148	15.6	15.5	15.5	2.0	2.2	2.0	8.3	8.4	8.1	7.2%	6.0%	5.9%
台湾大哥大	TWD	89.3	10,313	17.4	17.4	15.5	4.7	n.a.	6.5	9.7	n.a.	6.3	5.2%	5.3%	5.6%
平均				14.5	14.5	14.2	4.3	3.9	4.3	8.7	8.0	7.5	5.7%	6.0%	6.0%

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

