



中国联通

促发展，控成本，转机制；上调目标价至 HK\$13

业绩回顾

2016 全年业绩符合预期

中国联通公布 2016 年业绩：收入人民币 2742 亿元，同比下降 1%；净利润人民币 6.3 亿元，同比下降 94.1%，对应每股盈利 0.03 元人民币。但其服务收入实现同比增长 1.7%。

发展趋势

稳定业务，度过困境。2016 年联通扭转了用户下降的趋势，且移动业务和宽带业务收入均实现了稳定的增长，分别同比增加 1.7% 和 3.7%。自由现金流也由负转正，达到 25 亿人民币。

2017 年预计实现业绩反转。1) Capex 出现大幅回落。联通预计 2017 年 Capex 为 450 亿元，同比大降 38%。Capex 下降并不意味着网络质量降低，目前联通网络利用率仅~15%，联通将会聚焦在网络高负载地区的网络完善，减少低负载率地区的资本投入。2) 更好的成本控制。联通预计减少 2017 年营销投入，取消之前全面补贴的模式，而是根据地区和用户的不同提供更加精准的营销模式，减少无效和过度的营销。人力成本也会下降，公司将严格控制雇员的人数和成本。3) 更多创新举措，推进收入增长。联通和互联网公司的初步合作收效良好，今后联通将会进一步推进面向互联网和面向用户的创新举措，展开差异化竞争，增强用户粘性，且这些合作也会帮助联通减少营销费用，实现开源节流。

国企改革带来潜在利好。目前改革面临的核心问题不在于引进的战略投资者是谁，而是如何通过改革改善联通的管理机制，增强竞争力。我们认为，通过改革联通将会进一步完善公司奖惩机制，调动员工积极性。这将提升公司的基本面，具有长期正面影响。

盈利预测

我们上调 2017/18 年收入预测 0.8%/1.3% 至 2825 亿元/2964 亿元。我们将 2017、2018 年每股盈利预测分别从人民币 0.14 元与 0.27 元上调 69% 与 110% 至人民币 0.24 元与 0.57 元。

估值与建议

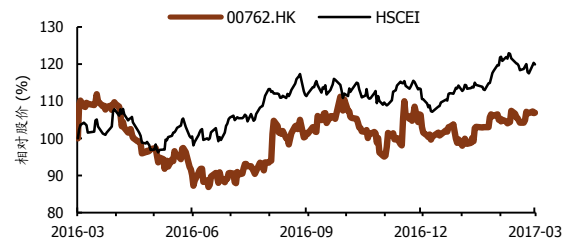
目前，公司股价对应 HK\$9.56 我们维持推荐的评级，但将目标价上调 16.07% 至 13.00 港元，较目前股价有 35.98% 上行空间。目标价基于 1.2 倍 2017 年市净率。

风险

市场竞争加剧，改革不及预期。

维持推荐

股票代码	00762.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 9.56
目标价	港币 13.00
52 周最高价/最低价	港币 10.03~7.70
总市值(亿)	港币 2,290
30 日日均成交额(百万)	港币 418.88
发行股数(百万)	23,947
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	44.29
主营业务	电信服务



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	277,049	274,197	282,467	296,390
增速	-2.2%	-1.0%	3.0%	4.9%
归属母公司净利润	10,562	630	5,768	13,560
增速	-1.9%	-94.0%	815.6%	135.1%
每股净利润	0.44	0.03	0.24	0.57
每股净资产	9.66	9.50	9.74	10.22
每股股利	0.17	0.01	0.09	0.22
每股经营现金流	3.52	3.11	4.53	3.49
市盈率	18.2	325.4	35.5	15.4
市净率	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.0	3.8	2.8	2.3
股息收益率	2.1%	0.1%	1.1%	2.5%
平均总资产收益率	1.8%	0.1%	0.9%	2.1%
平均净资产收益率	4.6%	0.3%	2.5%	5.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

钱凯

分析师
 kai.qian@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080513050004
 SFC CE Ref: AZA933

陈真洋

联系人
 zhenyang.chen@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080116090012



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	277,049	274,197	282,467	296,390	营业收入	-2.2%	-1.0%	3.0%	4.9%
其他	0	0	0	0	营业利润	-38.9%	-75.0%	329.9%	83.4%
营业利润	10,764	2,693	11,576	21,235	EBITDA	-4.3%	-9.1%	2.9%	4.7%
财务费用	-6,934	-5,017	-4,973	-4,973	净利润	-1.9%	-94.0%	815.6%	135.1%
其他利润	1,322	1,591	0	0	盈利能力				
利润总额	14,035	784	7,691	18,080	营业利润率	3.9%	1.0%	4.1%	7.2%
所得税	3,473	154	1,923	4,520	EBITDA 利润率	31.6%	29.0%	28.9%	28.9%
少数股东损益	0	0	0	0	净利润率	3.8%	0.2%	2.0%	4.6%
归属母公司净利润	10,562	630	5,768	13,560	偿债能力				
EBITDA	87,502	79,498	81,765	85,573	流动比率	0.17	0.24	0.41	0.49
扣非后净利润	3,628	630	5,768	13,560	速动比率	0.16	0.23	0.40	0.48
资产负债表					现金比率	0.06	0.07	0.26	0.34
货币资金	21,755	23,633	97,220	130,011	资产负债率	62.1%	62.9%	64.0%	63.3%
应收账款及票据	14,957	13,622	14,123	14,819	净债务资本比率	29.6%	41.7%	9.2%	净现金
存货	3,946	2,431	3,955	4,149	回报率分析				
其他流动资产	16,012	42,532	37,548	37,993	总资产收益率	1.8%	0.1%	0.9%	2.1%
流动资产合计	56,670	82,218	152,846	186,974	净资产收益率	4.6%	0.3%	2.5%	5.7%
固定资产及在建工程	454,631	451,115	415,934	400,144	每股指标				
无形资产及其他长期资产	99,045	80,821	80,821	80,821	每股净利润 (元)	0.44	0.03	0.24	0.57
非流动资产合计	553,676	531,936	496,755	480,965	每股净资产 (元)	9.66	9.50	9.74	10.22
资产合计	610,346	614,154	649,601	667,938	每股股利 (元)	0.17	0.01	0.09	0.22
短期借款	86,435	96,131	96,131	96,131	每股经营现金流 (元)	3.52	3.11	4.53	3.49
应付账款	167,396	143,224	173,717	177,834	估值分析				
其他流动负债	82,243	103,300	102,360	105,245	市盈率	18.2	325.4	35.5	15.4
流动负债合计	336,074	342,655	372,208	379,209	市净率	0.8	0.9	0.9	0.9
长期借款	3,748	22,465	22,465	22,465	EV/EBITDA	3.0	3.8	2.8	2.3
非流动负债合计	43,056	43,817	43,817	43,817	股息收益率	2.1%	0.1%	1.1%	2.5%
负债合计	379,130	386,472	416,025	423,026					
股本	179,102	179,102	179,102	179,102					
未分配利润	52,114	48,673	54,198	65,535					
股东权益合计	231,216	227,407	233,300	244,637					
负债及股东权益合计	610,346	614,154	649,601	667,938					
现金流量表									
税前利润	14,035	784	7,691	18,080					
折旧和摊销	76,738	76,805	70,189	64,338					
营运资本变动	-3,340	-3,898	32,513	5,664					
其他	-3,132	902	-1,923	-4,520					
经营活动现金流	84,301	74,593	108,469	83,562					
资本开支	-88,465	-98,293	-48,099	-62,498					
其他	-2,889	2,544	13,460	13,950					
投资活动现金流	-91,354	-95,749	-34,639	-48,548					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-43,152	-51,987	0	0					
其他	46,579	74,864	-243	-2,223					
筹资活动现金流	3,427	22,877	-243	-2,223					
汇率变动对现金的影响	73	157	0	0					
现金净增加额	-3,553	1,878	73,587	32,791					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

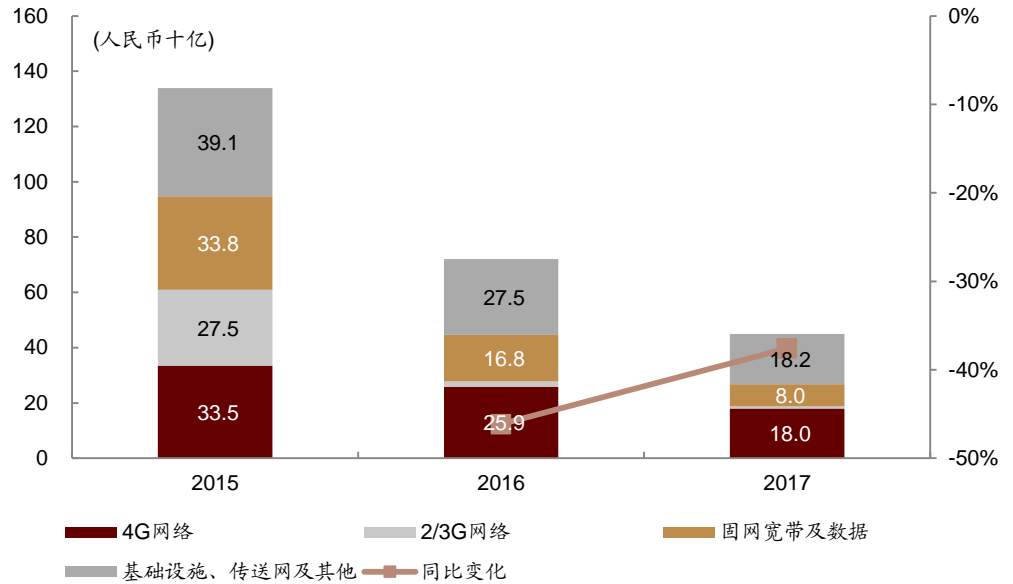
中国联合网络通信集团有限公司于2009年1月6日在原中国网通和原中国联通的基础上合并组建而成，是中国唯一一家在纽约、香港、上海三地同时上市的电信运营企业。中国联通的收入规模、用户规模及上市公司市值均位居全球电信运营商的前列。中国联通拥有覆盖全国、通达世界的现代通信网络，主要经营固定通信业务，移动通信业务各类电信增值业务。



详细评论

Capex 出现明显下降

图表 1：移动业务用户的市场份额



资料来源：公司资料，中金公司研究部

从上图可以看出，联通 Capex 出现明显的下降，其中 2G/3G 网络的资本支出在 2016 年和 2017 年迅速减少，因为 4G 渗透率持续走高，联通开始走出三张网同时运营的窘境。而且，联通也将明显减少 4G 网络的资本支出。目前，4G 网络覆盖已经基本完成，联通的网络利用率仅为 15% 左右，远低于移动。今后，联通的投资将向重点地区和重点业务倾斜，在网络负载率高的地区保持投资强度缓解网络压力，在网络负载率低的地区减少投资。整体而言，联通的网络质量并不会因为资本支出骤降而受到影响。

2016 年运营概览

联通 2016 年用户保持稳定增长。尽管面临来自中国移动的强势竞争，整体表现依然良好。

- **移动业务。**2016 年末，中国联通的移动用户达到 2.638 亿，当年净增用户 1150 万。其中 4G 用户达到 1.046 亿，当年新增 4G 用户 6040 万。4G 渗透率为 40%，较上年末提升 22 个百分点，但仍低于行业 57.4% 的平均水平。
- **宽带业务。**2016 年末，中国联通的宽带用户达到 7520 万，当年净增用户 290 万。尽管面临中国移动激进的定价策略和白热化的市场竞争态势，联通的宽带用户仍然取得了一个稳定的增长，并且继续有序推进光纤渗透率提升。
- **固话业务。**2016 年末，中国联通的固网语音业务用户为 6665 万，当年减少 721 万用户，基本符合我们之前的预期。

此外，联通移动业务的 ARPU 稳中有升，达到人民币 46.4 元，受益于 4G 渗透率提升和用户数据流量猛增。2016 年用户平均每月流量达到 530 兆，同比增长 130%。宽带业务 ARPU 也保持稳定，在 50 元左右。目前联通也在推广其融合产品（包含宽带、IPTV、4G、应用等）和光网产品，光纤渗透率达到 71.2%。



2017 年前景展望

面向互联网和用户提供更多创新产品

联通将继续加深和国内其他具有广泛用户群体的公司之间的合作。在 2016 年，联通已经先后和腾讯、百度、阿里巴巴及招商银行合作，推出个性化的产品，以吸引不同特点的消费群体，实现差异化竞争，截止目前收效良好。

2017 年，联通预计加大合作力度，继续提供面向互联网和用户的创新产品，如“腾讯大王卡”、“冰激凌套餐”。这些创新产品将增加联通对 4G 用户的吸引力，提升联通的 4G 用户增速和渗透率。除此之外，联通的这些合作公司本身就是很强的流量入口，起到了很好的宣传作用，通过对其合作公司的用户数据分析，联通可以进行更精准的营销活动。而且通过互联网发售产品，减少了联通对线下渠道的依赖，有助于进一步削减成本。

提高运营效率，严格控制成本

2017 年，联通将加大力度管控成本以增强企业绩效，提出了“六张网”体质增效的目标，即积极推进“移动网、宽带网、创新网、营销网、IT 网和人力网”的运行效率和服务质量。国企改革是一个良好的契机，有助于公司改善治理机制和提升市场化程度，增强综合竞争力。

联通还宣布和阿里云进行合作，联合改造联通的卡号管理系统，这是云技术首次在我国电信行业进行大规模应用。联通积极地采用新技术改革旧系统，有望提升整体运营效率，减少冗余成本，助力业绩反弹。

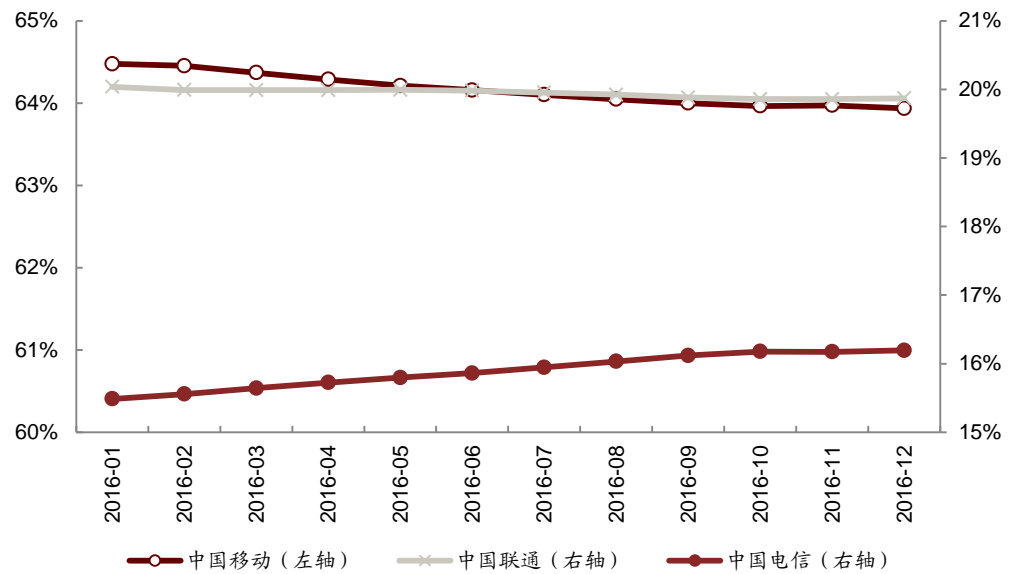
创新业务快速发展

联通将继续加快重点领域创新业务规模发展。

- ▶ **IDC/云计算业务**，2016 年收入达到 94.5 亿元，同比增长 33.7%。联通目前是全国第二大 IDC 服务商，在全国有 12 个云数据中心和 300 多个本地数据中心，约有 12.2 万机架投入服务。
- ▶ **ICT 业务**，2016 年收入达到 59.4 亿元，同比增长 37%。联通将继续聚焦垂直行业，推动平台类应用发展，保持在教育信息化和医疗信息化的领先地位。
- ▶ **IPTV 业务**，2016 年收入达到 14.1 亿元，同比增长 68.1%。包含光纤和固移融合的业务增强了联通产品的竞争力，也为内容整合提供方向。

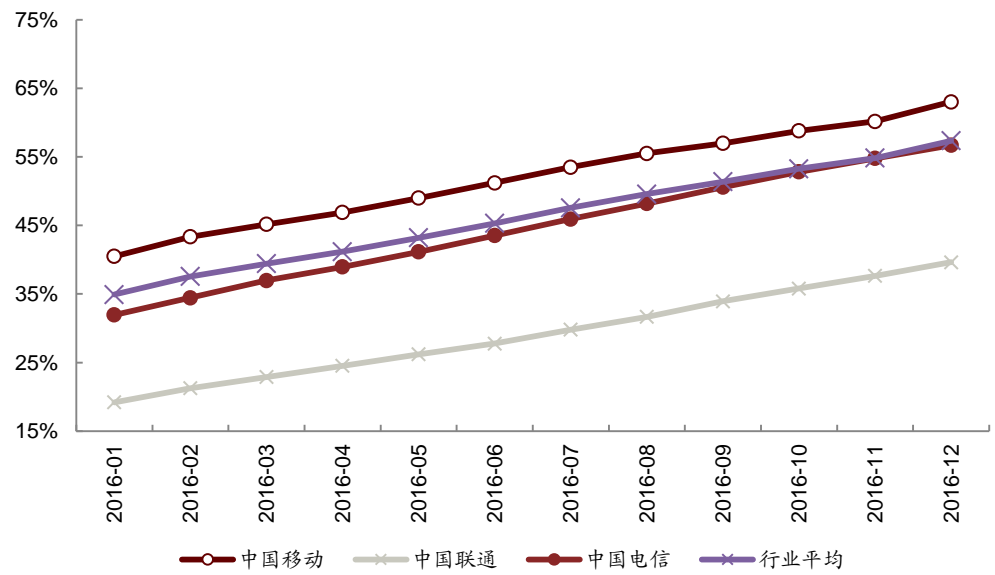


图表2：移动业务用户的市场份额



资料来源：公司资料，中金公司研究部

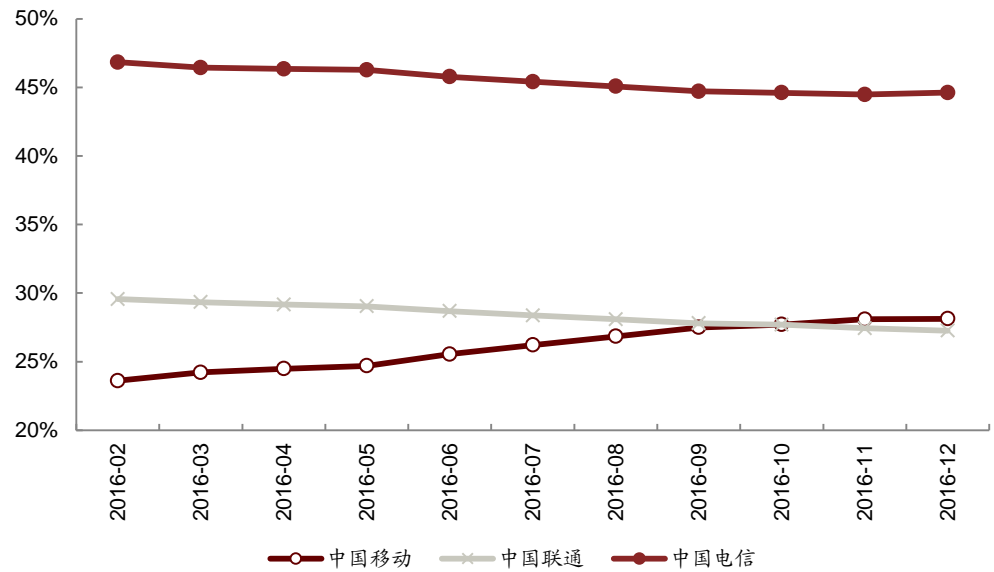
图表3：三大运营商的4G渗透率



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表4: 宽带业务用户的市场份额



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表5: 中国联通2016年的月度运营数据

	2016-01	2016-02	2016-03	2016-04	2016-05	2016-06	2016-07	2016-08	2016-09	2016-10	2016-11	2016-12
手机出账用户 (千)	257,491	257,826	258,929	259,538	260,117	260,703	261,125	261,557	262,074	262,581	262,990	263,822
环比变化	2.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
本月净增用户 (千)	5,174	335	1,103	609	579	586	422	432	517	507	409	832
环比变化		-93.5%	229.3%	-44.8%	-4.9%	1.2%	-28.0%	2.4%	19.7%	-1.9%	-19.3%	103.4%
4G用户 (千)	49,421	54,802	59,301	63,679	68,182	72,417	77,838	82,852	88,906	93,995	99,033	104,551
环比变化	11.9%	10.9%	8.2%	7.4%	7.1%	6.2%	7.5%	6.4%	7.3%	5.7%	5.4%	5.6%
4G净增用户 (千)	5,265	5,381	4,499	4,378	4,503	4,235	5,421	5,014	6,054	5,089	5,038	5,518
环比变化		2.2%	-16.4%	-2.7%	2.9%	-6.0%	28.0%	-7.5%	20.7%	-15.9%	-1.0%	9.5%
4G渗透率 (%)	19.2%	21.3%	22.9%	24.5%	26.2%	27.8%	29.8%	31.7%	33.9%	35.8%	37.7%	39.6%
固网宽带用户 (千)	72,302	72,561	73,405	73,522	73,689	73,938	74,224	74,473	75,050	75,472	75,402	75,236
环比变化	0.0%	0.4%	1.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.8%	0.6%	-0.1%	-0.2%
同比变化	4.6%	4.8%	5.5%	5.1%	4.8%	4.7%	4.5%	4.1%	4.7%	4.7%	4.3%	4.0%
本月净增用户 (千)	-28	259	844	117	167	249	286	249	577	422	-70	-166
环比变化		-146.7%	-1025.0%	225.9%	-86.1%	42.7%	49.1%	14.9%	-12.9%	131.7%	-26.9%	-116.6%
同比变化		-108.8%	121.4%	125.1%	-66.5%	-53.5%	-12.0%	-38.6%	-47.9%	265.2%	1.7%	-142.9%
固网语音用户 (千)	73,165	72,703	72,035	71,552	71,017	70,522	70,055	69,599	69,027	68,325	67,718	66,649
环比变化	-0.9%	-0.6%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	-0.9%	-1.6%
同比变化	-10.3%	-10.1%	-10.3%	-10.1%	-9.9%	-10.1%	-9.9%	-10.1%	-9.8%	-9.7%	-9.7%	-9.8%
本月净增用户 (千)	-693	-462	-668	-483	-535	-495	-467	-456	-572	-702	-607	-1,069
环比变化		-37.6%	-33.3%	44.6%	-27.7%	10.8%	-7.5%	-5.7%	-2.4%	25.4%	22.7%	-13.5%
同比变化		33.8%	-29.4%	15.4%	-32.4%	-27.3%	15.7%	-33.5%	64.0%	-38.2%	-14.1%	-17.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表 6：盈余预测调整

百万人民币	2017E	2018E
营业收入		
调整前	280,290	292,640
调整后	282,467	296,390
变化	0.8%	1.3%
同比增长	3.0%	4.9%
EBITDA		
调整前	77,126	77,294
调整后	81,765	85,573
变化	6.0%	10.7%
同比增长	2.9%	4.7%
EBITDA占营业收入比重		
调整前	28%	26%
调整后	29%	29%
变化	1.4%	2.5%
同比增长	0.0%	-0.1%
净利（港股）		
调整前	3,406	6,448
调整后	5,768	13,560
变化	69.4%	110.3%
同比增长	815.6%	135.1%
净利（A股）		
	1,923	4,521

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7：财务数据摘要

百万人民币	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
中国联通						
调整经营收入(百万人民币)	149,569	133,810	144,685	132,364	140,255	133,942
环比 %	-0.1%	-10.5%	8.1%	-8.5%	6.0%	-4.5%
同比 %	3.6%	-10.7%	-3.3%	-1.1%	-3.1%	1.2%
经营费用(百万人民币)	101,880	90,030	94,221	95,326	98,971	95,728
环比 %	-6.5%	-11.6%	4.7%	1.2%	3.8%	-3.3%
同比 %	-0.2%	-17.4%	-7.5%	5.9%	5.0%	0.4%
调整EBITDA(百万人民币)	47,689	43,780	50,464	37,038	41,284	38,214
环比 %	16.8%	-8.2%	15.3%	-26.6%	11.5%	-7.4%
同比 %	13.1%	7.2%	5.8%	-15.4%	-18.2%	3.2%
调整EBITDA率	31.9%	32.7%	34.9%	28.0%	29.4%	28.5%
折旧(百万人民币)	36,882	36,971	38,543	38,195	37,915	38,890
环比 %	7.6%	0.2%	4.3%	-0.9%	-0.7%	2.6%
同比 %	8.8%	7.8%	4.5%	3.3%	-1.6%	1.8%
净利润(百万人民币)	6,689	4,079	6,990	3,572	1,429	-799
环比 %	61.4%	-39.0%	71.4%	-48.9%	-60.0%	-155.9%
同比 %	25.8%	-1.6%	4.5%	-12.4%	-79.6%	-122.4%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

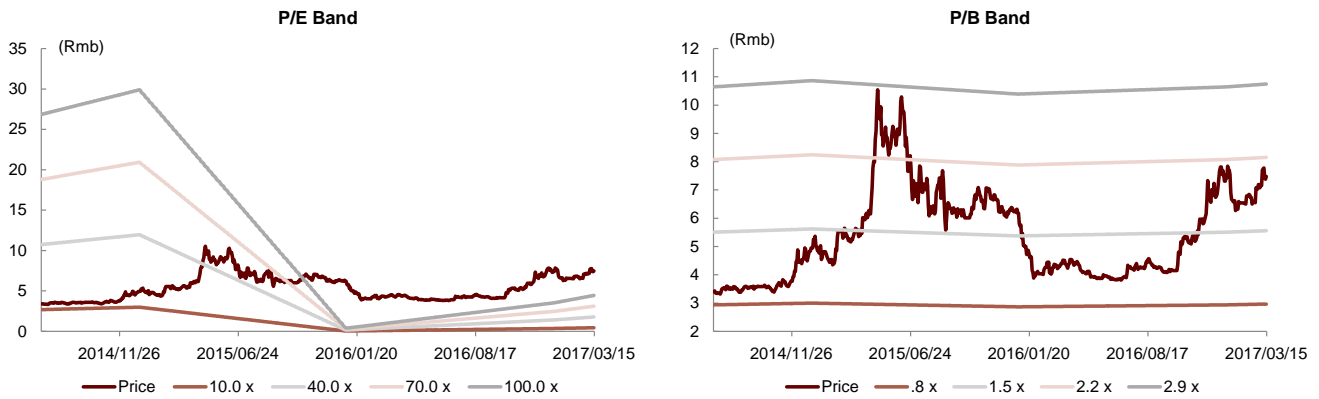


图表8: 可比公司估值表

公司名称	代码	股票货币	股价 (2017-03-15)	总市值 (百万美元)	市盈率			市销率			市净率			EV/EBITDA		
					2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E
国内运营商																
中国移动	941-HK	HKD	83.55	220,201	12.8	14.0	13.0	2.1	2.1	2.0	1.6	1.6	1.5	4.1	4.1	3.9
中国联通	762-HK	HKD	9.56	29,468	17.6	37.5	22.2	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8	4.3	4.0	3.7
中国电信	728-HK	HKD	3.57	37,190	11.6	14.0	12.4	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	3.3	3.5	3.3
均值					14.0	21.8	15.9	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	3.9	3.9	3.6
中国联通 (A股)	600050-CN	CNY	7.48	22,940	45.7	80.8	48.6	0.6	0.5	0.5	2.0	2.0	1.9	5.2	4.9	4.7
香港运营商																
HKT Trust and HKT Ltd.	6823-HK	HKD	10.36	10,097	16.0	15.7	14.9	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	8.9	8.7	8.5
Hutchison Telecom	215-HK	HKD	2.23	1,383	15.3	14.9	13.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	6.3	6.1	6.0
SMarTone	315-HK	HKD	9.93	1,392	13.3	14.1	14.0	0.6	0.9	0.9	2.5	2.4	2.4	4.7	5.2	5.2
PCCW	8-HK	HKD	4.75	4,720	17.7	14.7	16.5	1.0	0.9	0.9	3.0	2.6	2.7	6.5	6.2	5.9
均值					15.6	14.8	14.8	1.2	1.2	1.2	2.1	2.0	2.0	6.6	6.5	6.4
美国运营商																
Verizon	VZ-US	USD	49.61	202,225	15.5	12.9	12.5	1.6	1.6	1.6	9.0	7.0	5.6	6.9	6.8	6.7
AT&T	T-US	USD	42.34	260,003	20.2	14.4	13.8	1.6	1.6	1.5	2.1	2.1	2.0	7.3	7.1	6.9
均值					17.8	13.6	13.2	1.6	1.6	1.6	5.6	4.5	3.8	7.1	7.0	6.8
欧洲运营商																
英国电信	BT.A-GB	GBP	3.32	40,409	11.1	12.0	11.6	1.7	1.4	1.4	3.0	3.7	3.5	6.7	5.8	5.8
沃达丰	VOD-GB	GBP	2.05	66,765	n.a	37.1	31.7	1.3	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	8.2	7.1	7.0
德国电信	DTE-DE	EUR	15.99	79,162	27.6	18.2	17.7	1.0	1.0	1.0	2.5	2.3	2.2	6.9	6.5	6.2
西班牙电信	TEF-ES	EUR	10.25	54,867	24.4	13.6	11.9	1.0	1.0	1.0	2.9	2.5	2.3	8.2	7.4	7.1
意大利电信	TIT-IT	EUR	0.79	17,659	n.a	11.4	10.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	5.6	5.4	5.3
均值					21.0	18.4	16.7	1.2	1.1	1.1	2.0	2.0	1.9	7.1	6.4	6.3
日本运营商																
NTT DoCoMo	9437-JP	JPY	2,716.50	88,941	19.2	15.2	14.2	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	6.9	6.9	6.5
KDDI Corporation	9433-JP	JPY	3,006.00	63,852	15.2	13.5	12.6	1.6	1.5	1.5	2.3	2.1	1.9	6.0	5.6	5.4
Softbank	9984-JP	JPY	8,380.00	79,584	20.8	10.0	12.4	1.0	1.0	1.0	3.7	2.8	2.3	9.2	8.5	7.9
均值					18.4	12.9	13.0	1.6	1.6	1.5	2.6	2.3	2.0	7.4	7.0	6.6
其他亚洲运营商																
马来西亚电信	4863-MY	MYR	6.31	5,331	30.6	28.4	26.2	2.0	1.9	1.8	3.1	3.1	3.0	7.6	7.3	7.0
MobileOne	B2F-SG	SGD	2.04	1,354	12.7	13.7	15.1	1.8	1.8	1.9	4.7	4.4	4.2	7.3	7.4	7.7
Singtel	Z74-SG	SGD	3.96	45,793	16.3	16.2	15.5	3.8	3.9	3.8	2.5	2.4	2.3	14.8	14.8	14.4
PLDT	TEL-PH	PHP	1,521.00	6,527	16.5	15.5	16.4	2.0	2.0	1.9	3.0	2.7	2.5	7.9	7.6	7.3
中华电信	2412-TW	TWD	103.00	25,894	20.0	19.9	19.3	3.5	3.4	3.4	2.2	2.2	2.2	9.6	9.5	9.3
台湾大哥大	3045-TW	TWD	110.00	9,704	19.5	19.3	18.7	2.6	2.5	2.4	5.0	5.4	5.3	10.5	10.4	10.1
均值					19.3	18.8	18.5	2.6	2.6	2.5	3.4	3.3	3.3	9.6	9.5	9.3

资料来源: 公司资料, Factset, 中金公司研究部。注: 所有公司均采用市场一致预期

图表9: 历史市盈率及市净率



资料来源: 公司资料, Factset, 中金公司研究部



图表 10: 历史财务及运营数据

	1Q14A	2Q14A	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
中国联通												
收入(百万人民币)	76,471	73,098	65,770	68,040	74,303	70,382	67,228	65,136	70,340	69,915	66,884	67,058
环比 %	2.1%	-4.4%	-10.0%	3.5%	9.2%	-5.3%	-4.5%	-3.1%	8.0%	-0.6%	-4.3%	0.3%
同比 %	8.3%	-0.8%	-13.3%	-9.1%	-2.8%	-3.7%	2.2%	-4.3%	-5.3%	-0.7%	-0.5%	3.0%
其他收入	12,674	10,138	6,310	11,776	14,521	10,513	8,159	6,912	10,059	8,926	6,608	8,927
环比 %	-9.5%	-20.0%	-37.8%	86.6%	23.3%	-27.6%	-22.4%	-15.3%	45.5%	-11.3%	-26.0%	35.1%
同比 %	-7.5%	-30.1%	-58.5%	-15.9%	14.6%	3.7%	29.3%	-41.3%	-30.7%	-15.1%	-19.0%	29.2%
服务收入	63,797	62,960	59,460	57,566	59,782	59,869	59,069	58,224	60,281	60,989	60,276	58,131
环比 %	4.8%	-1.3%	-5.6%	-3.2%	3.8%	0.1%	-1.3%	-1.4%	3.5%	1.2%	-1.2%	-3.6%
同比 %	12.1%	6.3%	-2.0%	-5.4%	-6.3%	-4.9%	-0.7%	1.1%	0.8%	1.9%	2.0%	-0.2%
---移动收入	40,680	40,660	37,760	35,998	36,619	36,845	36,053	33,103	36,173	36,867	36,598	35,380
环比 %	3.8%	0.0%	-7.1%	-4.7%	1.7%	0.6%	-2.1%	-8.2%	9.3%	1.9%	-0.7%	-3.3%
同比 %	15.4%	8.1%	-3.4%	-8.2%	-10.0%	-9.4%	-4.5%	-8.0%	-1.2%	0.1%	1.5%	6.9%
---固网收入	22,920	22,300	21,700	21,568	23,163	23,024	23,016	25,121	24,108	24,122	23,678	22,751
环比 %	5.8%	-2.7%	-2.7%	-0.6%	7.4%	-0.6%	0.0%	9.1%	-4.0%	0.1%	-1.8%	-3.9%
同比 %	5.8%	3.3%	0.6%	-0.5%	1.1%	3.2%	6.1%	16.5%	4.1%	4.8%	2.9%	-9.4%
EBITDA(百万人民币)	23,998	23,691	24,310	19,470	25,346	25,118	23,785	13,253	19,972	21,312	20,465	17,749
环比 %	20.1%	-1.3%	2.6%	-19.9%	30.2%	-0.9%	-5.3%	-44.3%	50.7%	6.7%	-4.0%	-13.3%
同比 %	18.7%	7.9%	11.5%	-2.6%	5.6%	6.0%	-2.2%	-31.9%	-21.2%	-15.2%	-14.0%	33.9%
EBITDA 率	31.4%	32.4%	37.0%	28.6%	34.1%	35.7%	35.4%	20.3%	28.4%	30.5%	30.6%	26.5%
净利润(百万人民币)	3,302	2,136	3,874	1,456	3,164	3,826	1,191	2,381	480	949	160	-959
环比 %	62.2%	-35.3%	81.4%	-62.4%	117.4%	20.9%	-68.9%	99.9%	-79.8%	97.7%	-83.1%	-699.4%
同比 %	73.9%	-37.5%	26.7%	-28.5%	-4.2%	79.1%	-69.3%	63.6%	-84.8%	-75.2%	-86.6%	-140.3%
调整净利润(百万人民币)	3,302	2,136	3,874	1,456	3,164	3,826	1,191	2,381	480	949	160	-959
H股每股收益(人民币)	0.14	0.14	0.16	0.06	0.13	0.16	0.18	0.10	0.02	0.04	0.01	-0.04
A股每股收益(人民币)	0.05	0.05	0.06	0.02	0.05	0.06	0.07	0.04	0.01	0.01	0.00	-0.02
移动用户数(000)	289,693	295,003	297,070	299,098	294,751	289,307	287,571	286,657	258,929	260,703	262,074	263,822
移动净增用户数(000)	8,710	5,310	2,067	2,028	-4,347	-5,444	-1,736	-914	6,612	1,774	1,371	1,748
环比 %	6.2%	-39.0%	-61.1%	-1.9%	-314.3%	25.2%	-68.1%	-47.4%	-823.4%	-73.2%	-22.7%	27.5%
同比 %	-23.6%	-53.7%	-80.5%	-75.3%	-149.9%	-202.5%	-184.0%	-145.1%	-252.1%	-132.6%	-179.0%	-291.2%
移动ARPU(元)	47.50	46.40	42.50	40.30	41.10	42.06	41.66	38.43	46.90	47.30	46.67	44.85
环比 %	0.6%	-2.3%	-8.4%	-5.2%	2.0%	2.3%	-0.9%	-7.8%	22.0%	0.9%	-1.3%	-3.9%
同比 %	-0.8%	-5.1%	-12.7%	-14.6%	-13.5%	-9.4%	-2.0%	-4.6%	14.1%	12.5%	12.0%	16.7%
固网用户数(000)	87,789	86,071	83,870	82,060	80,305	78,427	76,522	73,858	72,035	70,522	69,027	66,649
固网净增用户数(000)	146	-1,718	-2,201	-1,810	-1,755	-1,878	-1,905	-2,664	-1,823	-1,513	-1,495	-2,378
环比 %	102.9%	1276.7%	-28.1%	17.8%	3.0%	-7.0%	-1.4%	-39.8%	31.6%	17.0%	1.2%	-59.1%
同比 %	121.4%	-8.7%	175.2%	63.6%	1302.1%	-9.3%	13.4%	-47.2%	-3.9%	19.4%	21.5%	10.7%
宽带用户数(000)	66,441	67,420	68,482	68,790	69,599	70,590	71,692	72,330	73,405	73,938	75,050	75,236
宽带净增用户数(000)	1,794	979	1,062	308	809	991	1,102	638	1,075	533	1,112	186
环比 %	218.1%	-45.4%	8.5%	-71.0%	162.7%	22.5%	11.2%	-42.1%	68.5%	-50.4%	108.6%	-83.3%
同比 %	-24.4%	-41.1%	-29.6%	-45.4%	-54.9%	1.2%	3.8%	107.1%	32.9%	-46.2%	0.9%	-70.8%

资料来源: 公司资料, 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股份有限公司（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，但中国国际金融股份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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》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”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

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

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

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。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份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

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

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

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

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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
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

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

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

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

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

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

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

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

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

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

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

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



CICC
中金公司

