



中国电信

深化改革创新，重拾坚实增长

业绩回顾

2016 全年业绩符合预期

中国电信公布 2016 年业绩：收入人民币 3523 亿元，同比增长 6.4%；净利润人民币 180 亿元，同比下降 10.2%，对应每股盈利人民币 0.22 元。如果剔除 2015 年出售铁塔资产的一次性收益，公司净利润同比增长 11.7%，反映出公司盈利能力的明显改善。

发展趋势

财务保持稳健增长。2016 年，电信新增 4G 用户 6341 万户，新增宽带用户 1006 万户。公司计划保持用户的稳健增长，2017 年新增 4G 用户 6 千万，宽带用户 1 千万。2016 年移动业务 ARPU 同比增长 3%，预计 2017 年 ARPU 将保持稳定；2016 年宽带用户 ARPU 则下降 4%，2017 年公司将会缩小 ARPU 降幅。费用方面，公司将会控制 2017 年运营成本增速，实现网络运营和支撑成本下降，销售费用增速小于 2016 年。综上，我们预计中国电信 2017 年收入将继续保持稳健增长，利润增速还要快于收入增速。

800MHz 重耕增强网络优势。公司 2016 年已经完成 15 万 4G 基站的重耕工作，其中 13 万基站位于农村，2 万基站位于城市。2017 年公司计划继续改造 20 万个 4G 基站，其中上半年完成 16 万个，下半年完成 4 万个，2017 年的重耕工作基本为基站改造而非新建，因此资本开支将出现下降。重耕计划将提升电信的网络质量和容量，为物联网带来丰富网络资源，并明显节省 2018 年资本开支。

新兴业务增长迅猛。2016 年，IDC 收入同比增长 28% 至 159 亿，云计算收入同比增长 49% 至 15 亿元。电信将继续利用其在网络基础设施方面的领先优势，促进新兴业务的强劲增长。2016 年，物联网用户新增 1321 万户，我们预计 2017 年物联网将迅速放量。

盈利预测

我们上调 2017 年收入预测 1.2% 至 3734 亿元，下调净利润预测 1.2% 至 195 亿元；上调 2018 年收入预测 1.9% 至 4037 亿元，上调净利润预测 1.6% 至 222 亿元。

估值与建议

目前，公司股价对应 3.78 港币。我们维持推荐的评级和 4.85 港币的目标价，较目前股价有 28.31% 上行空间。目标价基于 DCF 估值（WACC: 7.4%，永续增长率：0%）。

风险

市场竞争加剧，政策具有不确定性。

钱凯

分析员

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

陈真洋

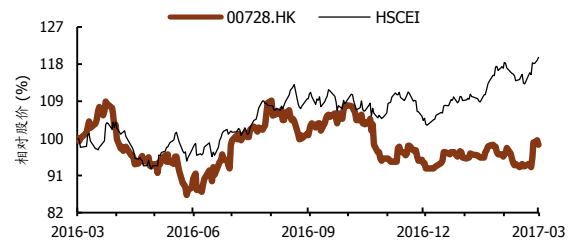
联系人

zhenyang.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116090012

维持推荐

股票代码	00728.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 3.78
目标价	港币 4.85
52 周最高价/最低价	港币 4.23~3.29
总市值(亿)	港币 3,059
30 日日均成交额(百万)	港币 285.19
发行股数(百万)	80,932
其中: 自由流通股(%)	17
30 日日均成交量(百万股)	77.40
主营行业	电信服务



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	331,202	352,285	373,396	403,749
增速	2.1%	6.4%	6.0%	8.1%
归属母公司净利润	20,054	18,004	19,523	22,170
增速	13.4%	-10.2%	8.4%	13.6%
每股净利润	0.25	0.22	0.24	0.27
每股净资产	3.77	3.91	4.06	4.22
每股股利	0.08	0.09	0.12	0.14
每股经营现金流	1.34	1.18	1.10	1.11
市盈率	12.8	15.2	14.0	12.6
市净率	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.6	3.8	3.7	3.6
股息收益率	2.4%	2.8%	3.6%	4.0%
平均总资产收益率	3.4%	2.8%	3.0%	3.3%
平均净资产收益率	6.7%	5.8%	6.0%	6.6%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



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	331,202	352,285	373,396	403,749	营业收入	2.1%	6.4%	6.0%	8.1%
其他	0	0	0	0	营业利润	-7.2%	2.9%	9.0%	11.8%
营业利润	26,442	27,201	29,642	33,128	EBITDA	-0.8%	1.1%	6.7%	3.5%
财务费用	4,273	3,235	3,497	3,497	净利润	13.4%	-10.2%	8.4%	13.6%
其他利润	-4,524	-131	-91	-91	盈利能力				
利润总额	26,693	24,097	26,236	29,722	营业利润率	8.0%	7.7%	7.9%	8.2%
所得税	6,551	5,988	6,599	7,423	EBITDA 利润率	28.4%	27.0%	27.2%	26.0%
少数股东损益	88	105	114	130	净利润率	6.1%	5.1%	5.2%	5.5%
归属母公司净利润	20,054	18,004	19,523	22,170	偿债能力				
EBITDA	94,106	95,139	101,511	105,114	流动比率	0.31	0.27	0.24	0.29
扣非后净利润	16,144	18,004	19,523	22,170	速动比率	0.28	0.25	0.22	0.26
资产负债表					现金比率	0.13	0.10	0.06	0.09
货币资金	34,388	25,956	16,448	24,024	资产负债率	51.6%	51.5%	50.6%	49.6%
应收账款及票据	21,210	21,473	23,524	25,436	净债务资本比率	26.8%	28.5%	30.3%	27.0%
存货	6,281	5,081	5,974	6,460	回报率分析				
其他流动资产	16,229	19,470	18,670	20,187	总资产收益率	3.4%	2.8%	3.0%	3.3%
流动资产合计	78,108	71,980	64,616	76,107	净资产收益率	6.7%	5.8%	6.0%	6.6%
固定资产及在建工程	443,084	472,885	492,224	493,561	每股指标				
无形资产及其他长期资产	108,369	108,438	108,212	107,332	每股净利润 (元)	0.25	0.22	0.24	0.27
非流动资产合计	551,453	581,324	600,435	600,894	每股净资产 (元)	3.77	3.91	4.06	4.22
资产合计	629,561	653,304	665,052	677,001	每股股利 (元)	0.08	0.09	0.12	0.14
短期借款	51,636	51,636	51,636	51,636	每股经营现金流 (元)	1.34	1.18	1.10	1.11
应付账款	118,055	122,444	116,911	107,508	估值分析				
其他流动负债	86,238	93,568	98,816	107,630	市盈率	12.8	15.2	14.0	12.6
流动负债合计	255,929	267,648	267,363	266,775	市净率	0.8	0.9	0.8	0.8
长期借款	64,830	64,830	64,830	64,830	EV/EBITDA	3.6	3.8	3.7	3.6
非流动负债合计	68,881	68,881	68,881	68,881	股息收益率	2.4%	2.8%	3.6%	4.0%
负债合计	324,810	336,529	336,244	335,656					
股本	80,932	80,932	80,932	80,932					
未分配利润	222,852	234,771	246,689	259,097					
股东权益合计	304,751	316,775	328,808	341,345					
负债及股东权益合计	629,561	653,304	665,052	677,001					
现金流量表									
税前利润	26,693	24,097	26,236	29,722					
折旧和摊销	67,664	67,938	71,869	71,987					
营运资本变动	18,940	9,415	-2,429	-4,504					
其他	-4,547	-5,988	-6,599	-7,423					
经营活动现金流	108,750	95,462	89,078	89,782					
资本开支	-101,898	-96,817	-89,818	-71,045					
其他	-352	-992	-1,163	-1,400					
投资活动现金流	-102,250	-97,809	-90,981	-72,445					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	67,875	0	0	0					
其他	-63,066	-6,085	-7,605	-9,761					
筹资活动现金流	4,809	-6,085	-7,605	-9,761					
汇率变动对现金的影响	124	0	0	0					
现金净增加额	11,309	-8,432	-9,508	7,576					

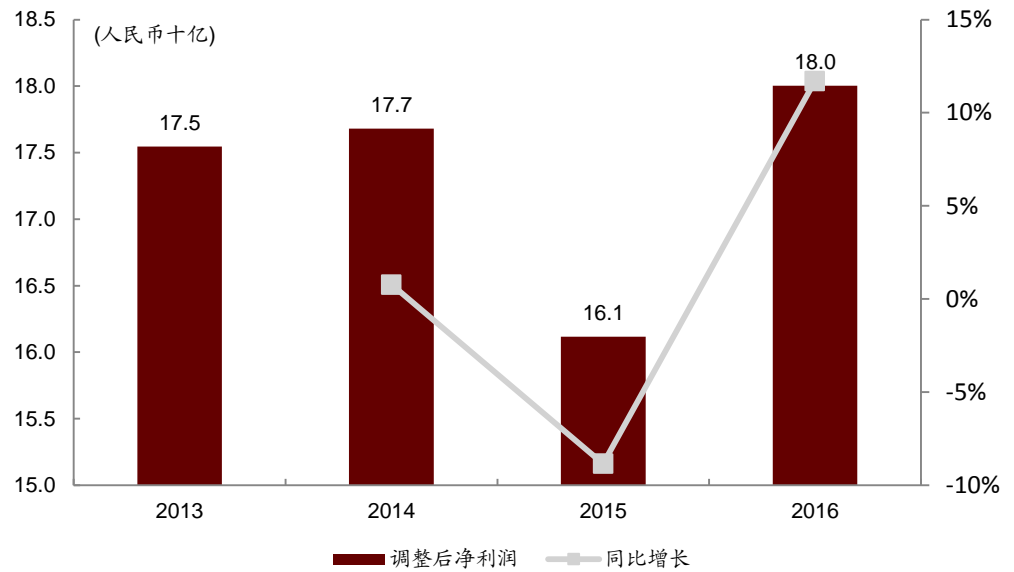
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中国电信股份有限公司是全业务综合信息服务提供商，在中国提供固定电信业务、移动通信业务等基础电信业务，以及互联网接入服务业务、信息服务业务等增值电信业务。公司成立于2002年9月10日，总部位于北京。中国电信发行的H股及美国存托股份分别于香港联合交易所有限公司和纽约证券交易所挂牌上市。



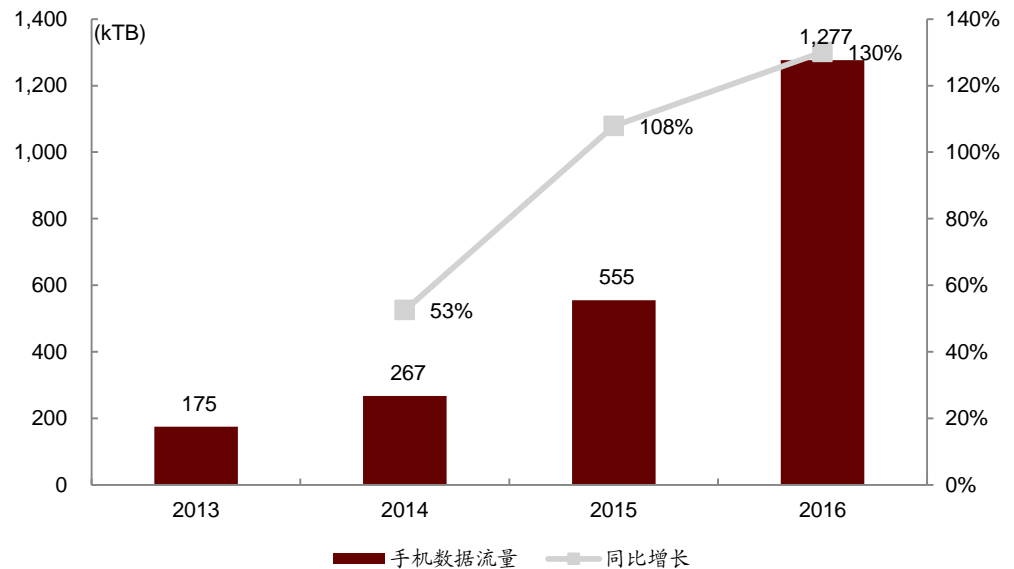
图表 1：调整后净利润实现强劲反弹



资料来源：公司数据，中金公司研究部

受益于公司收入增长重新加速和运营效率的稳步提升，2016年调整后净利润实现强劲反弹。截止2016年末，电信的4G渗透率达到57%，提升27个百分点。4G渗透率的提升使得移动业务ARPU稳中有升，2016年实现3%的同比增长。与此同时，2016年宽带业务ARPU同比仅下滑4%，这在中国移动的强势竞争下实属不易。我们预计，2017年公司的移动业务ARPU将保持稳定，而宽带业务ARPU也会收窄降幅。

图表 2：数据流量保持强劲增长

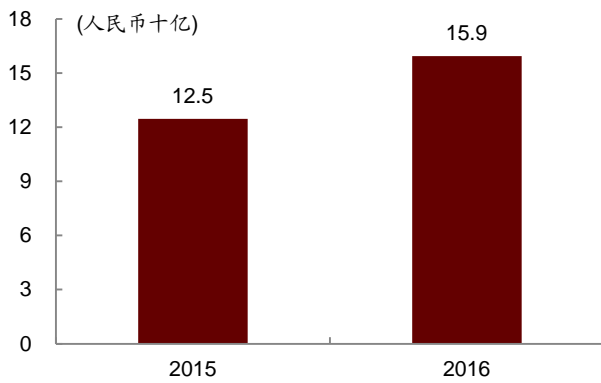


资料来源：公司数据，中金公司研究部

由于4G渗透率持续攀升，移动互联网需求迅速增加，移动上网流量继续保持高速增长，2016年同比增长130%。4G手机用户的月均数据流量已经达到1029兆，同比增长37%。我们相信，移动上网流量将会继续保持强劲增长，并持续的优化电信的收入结构。

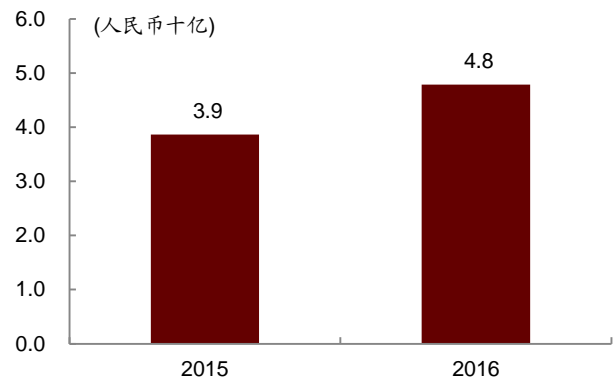


图表 3: 2016 年 IDC 收入同比增长 28%



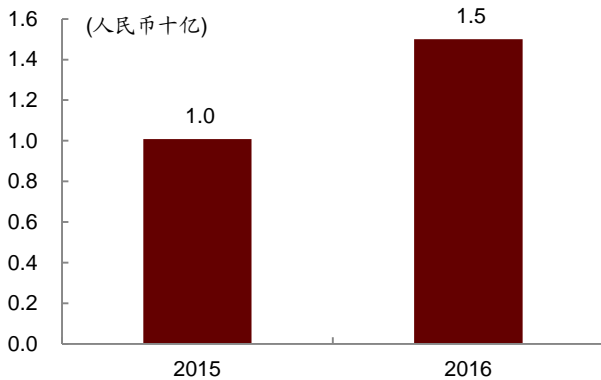
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 2016 年 IPTV 收入同比增长 24%



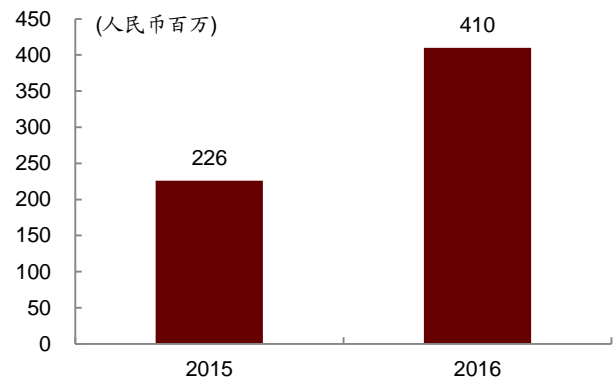
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 2016 年云业务收入同比增长 49%



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 2016 年大数据业务收入同比增长 81%



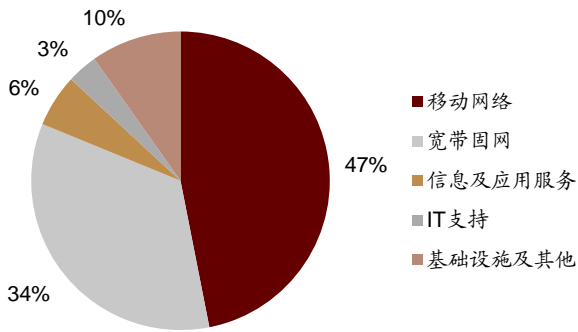
资料来源：公司数据，中金公司研究部

新兴业务迅速的扩大了在收入中的占比，为今后的增长提供了强劲的动力。中国电信已经在贵州和内蒙古建成了新的数据中心，增强了其在固网业务方面的基础设施领先优势。我们相信，电信将会继续加速新兴业务的发展，充分利用其在固网方面的优势。

- ▶ **IPTV**。电信 2016 年新增 IPTV 用户 2095 万，总用户数达到 6133 万，市场份额超过 70%。作为中国最大的宽带业务运营商，电信将继续推动 IPTV 业务的快速发展，推广宽带和 IPTV 的融合产品，迅速扩大 IPTV 的用户群体，增强宽带业务用户粘性。
- ▶ **云和大数据**。电信计划继续通过整合云计算和网络资源、加强高校的集约化管理来强化其网络资源。同时，电信将继续加速云计算和大数据的发展，深入探索行业解决方案，聚焦政府、教育、医疗等行业的发展。
- ▶ **物联网**。物联网用户 2016 年新增 1321 万户，反映出这一新兴业务巨大的增长潜力。在 800MHz 网络重耕之后，电信将显著增强其网络的质量和容量，为物联网提供更加丰富的网络资源。

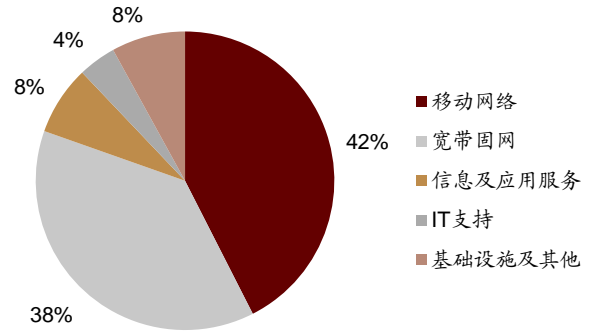


图表 7: 2015 年资本支出情况



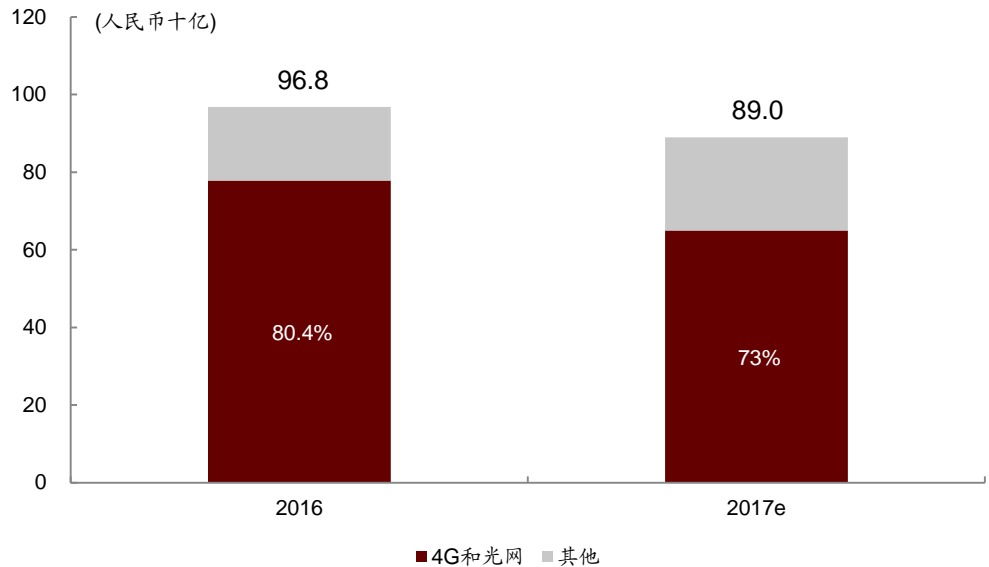
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 2016 年资本支出情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 2017e 资本支出预计下降 8%



资料来源：公司数据，中金公司研究部

电信预计 2017 年将减少资本支出 8%至 890 亿元，资本支出的下降主要是由于公司在 4G 和光网上的投资出现下降。中国电信已经基本完成了 4G 和光网的全国覆盖。

同时，电信正在进行 800MHz 网络重耕计划。2016 年，电信已经完成了 15 万个基站的重耕工作，其中有 13 万个基站在农村，2 万个基站在城市。电信计划 2017 年继续进行 20 万个 4G 基站的重耕，其中上半年完成 16 万个，下半年完成 4 万个。2017 年的重耕工作主要是原先基站的改造，而非新建基站，因此资本支出会有所下降。除此之外，电信还将继续推广全网通手机，提高 800MHz 网络的利用率。

网络的重耕有效的降低了电信的运营成本，增强了其网络质量和容量；而且，有助于电信进一步削减未来的资本支出。我们认为，2018 年电信的资本支出会继续明显下降。



图表 10：财务摘要

(人民币百万元)	2015	2016	同比变化
收入	331,202	352,285	6.4%
服务性收入	293,266	309,644	5.6%
息税摊销折旧前利润	94,106	95,139	1.1%
净利润	20,054	18,004	-10.2%
调整后净利润	16,117	18,007	11.7%
每股净利润(人民币)	0.25	0.22	-10.2%
每股股利(港币)	0.10	0.11	10.5%
EBITDA率	32.1%	30.7%	-1.4ppt
净利率	6.1%	5.1%	-0.9ppt
调整后净利率	4.9%	5.1%	0.2ppt
派息率	37.7%	42.2%	4.5ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11：电信月度运营数据

(单位：百万)	2016-01	2016-02	2016-03	2016-04	2016-05	2016-06	2016-07	2016-08	2016-09	2016-10	2016-11	2016-12
移动业务												
手机用户	199.0	200.6	202.6	204.2	205.5	206.9	208.7	210.5	212.5	213.9	214.2	215.0
环比变化	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.7%	0.1%	0.4%
净增加	1.10	1.62	2.02	1.53	1.34	1.43	1.74	1.79	2.02	1.42	0.26	0.83
环比变化	-17.3%	47.3%	24.7%	-24.3%	-12.4%	6.7%	21.7%	2.9%	12.8%	-29.7%	-81.7%	219.2%
4G用户	63.6	69.1	74.9	79.5	84.6	90.1	95.8	101.4	107.5	113.0	117.3	121.9
环比变化	8.7%	8.7%	8.4%	6.2%	6.3%	6.6%	6.4%	5.9%	6.0%	5.1%	3.8%	3.9%
净增加	5.10	5.54	5.81	4.61	5.03	5.55	5.73	5.61	6.05	5.48	4.33	4.57
环比变化		8.6%	4.9%	-20.7%	9.1%	10.3%	3.2%	-2.1%	7.8%	-9.4%	-21.0%	5.5%
4G渗透率	31.9%	34.4%	37.0%	38.9%	41.1%	43.5%	45.9%	48.2%	50.6%	52.8%	54.8%	56.7%
宽带业务												
宽带用户	114.0	115.0	116.2	116.8	117.4	118.0	118.8	119.5	120.7	121.6	122.2	123.1
环比变化	0.8%	0.8%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	1.0%	0.7%	0.5%	0.7%
净增加	0.94	0.96	1.21	0.66	0.58	0.59	0.81	0.71	1.20	0.85	0.66	0.89
环比变化	42.4%	2.1%	26.0%	-45.5%	-12.1%	1.7%	37.3%	-12.3%	69.0%	-29.2%	-22.4%	34.8%
固网语音												
固网语音用户	134.1	133.5	132.9	132.2	131.5	131.0	130.4	129.8	129.3	128.5	127.6	126.9
环比变化	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.5%
净增加	-0.2	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.8	-1.0	-0.7
环比变化	-65.2%	154.2%	0.0%	11.5%	-1.5%	-17.9%	-1.8%	11.1%	-11.7%	49.1%	20.3%	-27.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 12: 盈利预测调整

中国电信	2017E	2018E
调整后收入		
原预测	368,789	396,243
新预测	373,396	403,749
调整幅度 %	1.2%	1.9%
同比增长率 %	6.0%	8.1%
调整后净利润 (不含初装费)		
原预测	19,754	21,812
新预测	19,523	22,170
调整幅度 %	-1.2%	1.6%
同比增长率 %	8.4%	13.6%
调整后每股收益 (人民币)		
原预测	0.24	0.27
新预测	0.24	0.27
调整幅度 %	-1.2%	1.6%
同比增长率 %	8.4%	13.6%
调整后每股收益 (港币)		
原预测	0.27	0.30
新预测	0.27	0.31
调整幅度 %	-1.2%	1.6%
同比增长率 %	8.4%	13.6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: DCF 估值表

(人民币 百万)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
收入(调整后)	373,396	403,749	429,813	456,907	482,559	498,039	510,540	522,749	535,146	547,893	560,971
收入增长率(调整后)	6.0%	8.1%	6.5%	6.3%	5.6%	3.2%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EBITDA(调整后)	189,394	206,495	219,241	232,423	243,829	244,817	242,541	239,952	237,599	235,699	234,295
EBITDA率(调整后)	27.2%	26.0%	26.0%	25.3%	25.2%	25.3%	25.6%	26.0%	26.3%	26.5%	26.7%
资本支出占收比	24.1%	17.6%	17.0%	18.9%	18.7%	17.3%	17.1%	16.9%	16.7%	16.5%	16.3%
债务/总资本	25.4%	21.2%	18.6%	17.0%	16.4%	15.8%	15.2%	14.6%	14.0%	13.5%	13.0%
调整EBIT	29,733	33,219	39,684	42,192	46,411	48,705	51,548	53,805	56,284	58,595	61,284
增长率(%)	8.8%	11.7%	19.5%	6.3%	10.0%	4.9%	5.8%	4.4%	4.6%	4.1%	4.6%
税后EBIT	22,254	24,922	29,868	31,785	35,010	36,764	38,937	40,661	42,556	44,322	46,376
增长率(%)	8.3%	12.0%	19.8%	6.4%	10.1%	5.0%	5.9%	4.4%	4.7%	4.1%	4.6%
折旧和摊销	71,869	71,987	72,179	73,333	75,328	77,463	79,379	82,082	84,546	86,674	88,630
固定资产及设备核销	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非现金项目	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资本支出, 营运资本变化前自	94,124	96,909	102,047	105,118	110,339	114,227	118,316	122,743	127,102	130,996	135,006
增长率(%)	6.4%	3.0%	5.3%	3.0%	5.0%	3.5%	3.6%	3.7%	3.6%	3.1%	3.1%
营运资本变化	-2,429	-4,504	1,069	-4,400	-5,305	-2,805	-3,185	-6,786	-5,462	-1,352	-5,609
资本支出	-89,818	-71,045	-72,908	-86,195	-90,316	-86,156	-87,153	-88,113	-89,153	-90,320	-91,615
增长率(%)	-7.2%	-20.9%	2.6%	18.2%	4.8%	-4.6%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
Capex 占收入的百分比	24%	18%	17%	19%	19%	17%	17%	17%	17%	16%	16%
自由现金流	1,876	21,361	30,208	14,523	14,717	25,265	27,978	27,844	32,486	39,325	37,782

	1-yr Fwd 2018~27	2-yr Fwd 2019~27
现金流净现值	182,299	174,040
终值的贴现价值	255,664	274,506
企业价值	437,963	448,547
终值占企业价值比	58%	61%
净债务	93,113	102,621
净债务计算前股利支付	6,085	7,605
权益价值	350,935	353,530
年底股数(百万)	80,932	80,932
每股权益价值(人民币)	4.34	4.37
汇率	0.89	0.89
每股权益价值(港币)	4.85	4.88
永续增长率	0.0%	0.0%
隐含终值价值退出倍数	13.6	13.6

加权平均资本成本计算	
股权成本	8.3%
债权成本	5.00%
有效税率	25.0%
无风险利率	2.50%
风险溢价	5.5%
风险系数	1.05
预期市场回报	8.0%
加权平均资本成本	7.4%
负债/资本	20%
权益/资本	80%
负债/资本(10年期)	29%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

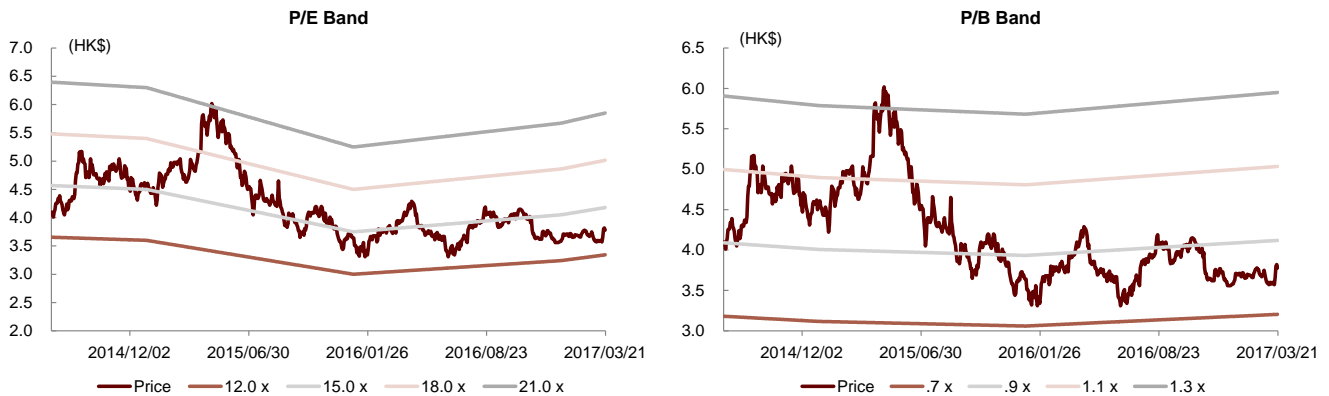


图表 14: 可比公司估值表

公司名称	代码	股票货币	股价 (2017-03-22)	总市值 (百万美元)	市盈率			市销率			市净率			EV/EBITDA		
					2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
国内运营商																
中国移动	941-HK	HKD	90.35	238,221	13.8	15.1	14.0	2.2	2.3	2.2	1.7	1.7	1.6	4.6	4.6	4.3
中国联通	762-HK	HKD	10.18	31,392	290.0	43.1	23.4	0.8	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9	4.6	4.3	4.0
中国电信	728-HK	HKD	3.78	39,394	12.3	13.3	12.1	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	3.7	3.5	3.3
均值					105.4	23.9	16.5	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	4.3	4.1	3.9
中国联通 (A股)	600050-CN	CNY	7.66	23,542	46.8	81.1	45.9	0.6	0.6	0.5	2.1	1.9	1.9	5.3	5.0	4.6
香港运营商																
HKT Trust and HKT Ltd.	6823-HK	HKD	10.08	9,828	15.6	15.3	14.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	8.8	8.6	8.4
Hutchison Telecom	215-HK	HKD	2.28	1,415	15.7	15.2	14.3	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	6.4	6.2	6.0
SMarTone	315-HK	HKD	10.20	1,431	13.6	14.4	14.4	0.6	1.0	0.9	2.5	2.5	2.4	4.8	5.3	5.4
PCCW	8-HK	HKD	4.66	4,632	17.4	14.4	16.2	0.9	0.9	0.9	3.0	2.5	2.6	6.4	6.1	5.8
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	50.35	205,241	15.7	13.1	12.7	1.6	1.6	1.6	9.1	7.1	5.7	7.0	6.9	6.8
AT&T	T-US	USD	42.25	259,451	20.1	14.3	13.8	1.6	1.6	1.5	2.1	2.1	2.0	7.2	7.1	6.9
均值					17.9	13.7	13.3	1.6	1.6	1.6	5.6	4.6	3.8	7.1	7.0	6.9
欧洲运营商																
英国电信	BT.A-GB	GBP	3.27	40,658	10.9	11.8	11.4	1.7	1.4	1.4	2.9	3.7	3.4	6.6	5.7	5.7
沃达丰	VOD-GB	GBP	2.10	69,617	n.a	37.1	31.5	1.4	1.2	1.2	0.8	0.8	0.9	8.3	7.2	7.2
德国电信	DTE-DE	EUR	15.93	80,196	27.5	18.1	17.6	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	10.34	56,283	24.6	13.7	12.0	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	0.81	18,412	n.a	11.7	11.1	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	5.6	5.4	5.4
均值					21.0	18.5	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	2,700.50	90,618	19.1	15.1	14.1	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	6.8	6.9	6.5
KDDI Corporation	9433-JP	JPY	3,040.00	66,182	15.4	13.7	12.7	1.7	1.6	1.5	2.3	2.1	1.9	6.1	5.7	5.5
Softbank	9984-JP	JPY	8,274.00	80,533	20.6	9.9	12.1	1.0	1.0	1.0	3.6	2.8	2.3	9.1	8.4	7.8
均值					18.4	12.9	13.0	1.6	1.6	1.5	2.6	2.2	2.0	7.3	7.0	6.6
其他亚洲运营商																
马来西亚电信	4863-MY	MYR	6.42	5,452	31.2	28.9	26.7	2.0	1.9	1.8	3.1	3.1	3.1	7.7	7.4	7.1
MobileOne	B2F-SG	SGD	2.15	1,441	13.4	14.5	16.0	1.9	1.9	2.0	5.0	4.6	4.4	7.7	7.8	8.1
Singtel	Z74-SG	SGD	3.94	46,014	16.2	16.2	15.5	3.8	3.9	3.8	2.5	2.4	2.3	14.7	14.7	14.3
PLDT	TEL-PH	PHP	1,536.00	6,613	16.6	15.6	16.6	2.0	2.0	2.0	3.0	2.7	2.6	7.9	7.6	7.4
中华电信	2412-TW	TWD	106.00	27,037	20.5	20.5	19.9	3.6	3.6	3.5	2.2	2.2	2.2	9.9	9.8	9.6
台湾大哥大	3045-TW	TWD	112.00	10,024	19.9	19.7	19.1	2.6	2.5	2.5	5.0	5.4	5.3	10.6	10.6	10.3
均值					19.6	19.2	19.0	2.6	2.6	2.6	3.5	3.4	3.3	9.8	9.7	9.5

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 15: 历史市盈率及市净率区间



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 16：历史财务数据

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A
收入 (百万人民币)	81,453	83,500	81,364	84,885	86,426	90,402	86,988	88,469
环比 %	0.8%	2.5%	-2.6%	4.3%	1.8%	4.6%	-3.8%	1.7%
同比 %	-2.1%	0.9%	4.8%	5.1%	6.1%	8.3%	6.9%	4.2%
移动商品销售收入	7,721	8,079	6,023	10,203	8,831	10,135	7,185	8,461
环比 %	-11%	5%	-25%	69%	-13%	15%	-29%	18%
同比 %	-15%	16%	-18%	17%	14%	25%	19%	-17%
固网商品销售收入和其他非服务收入	1,028	1,103	1,296	1,003	1,236	1,404	1,531	1,831
环比 %	49%	7%	17%	-23%	23%	14%	9%	20%
同比 %		81%	-51%	46%	20%	27%	18%	83%
服务收入	72,704	74,318	74,045	72,199	76,359	88,930	68,205	76,150
环比 %	8.4%	2.2%	-0.4%	-2.5%	5.8%	16.5%	-23.3%	11.6%
同比 %	-1.9%	-1.2%	4.4%	7.6%	5.0%	19.7%	-7.9%	5.5%
经营费用								
折旧及摊销	-16,740	-16,845	-17,240	-16,839	-16,447	-17,000	-16,888	-17,603
网络运营及支持成本	-18,082	-19,142	-18,617	-25,399	-21,053	-22,898	-22,823	-27,318
销售、一般及管理费用	-12,136	-12,926	-13,019	-16,391	-13,922	-13,397	-12,107	-16,991
人工成本	-15,162	-12,917	-14,065	-10,397	-15,358	-13,551	-15,441	-10,110
其他经营费用	-11,548	-12,301	-9,889	-15,105	-12,282	-13,812	-11,139	-14,944
	-73,668	-74,131	-72,830	-84,131	-79,062	-80,658	-78,398	-86,966
经营利润	7,785	9,369	8,534	754	7,364	9,744	8,590	1,503
环比 %	149.7%	20.3%	-8.9%	-91.2%	876.7%	32.3%	-11.8%	-82.5%
同比 %	-10.7%	3.6%	11.9%	-75.8%	-5.4%	4.0%	0.7%	99.3%
财务成本及其他	-1,134	-1,476	-1,401	4,262	-551	-1,088	-720	-745
税前利润	6,651	7,893	7,133	5,016	6,813	8,656	7,870	758
所得税	-1,596	-1,940	-1,734	-1,281	-1,672	-2,075	-1,980	-261
本季度利润	5,055	5,953	5,399	3,735	5,141	6,581	5,890	497
环比 %	227.6%	17.8%	-9.3%	-30.8%	37.6%	28.0%	-10.5%	-91.6%
同比 %	-9.2%	0.8%	13.9%	142.1%	1.7%	10.5%	9.1%	-86.7%
股东应占利润								
本公司股东应占利润	5,046	5,934	5,381	3,693	5,119	6,554	5,870	461
非控股股东应占利润	9	19	18	42	22	27	20	36
EBITDA (百万人民币)	24,525	26,214	25,774	17,593	23,811	26,744	25,478	19,106
环比 %	21.0%	6.9%	-1.7%	-31.7%	35.3%	12.3%	-4.7%	-25.0%
同比 %	-2.2%	3.0%	7.2%	-13.2%	-2.9%	2.0%	-1.1%	8.6%
EBITDA率	33.7%	35.3%	34.8%	24.4%	31.2%	30.1%	37.4%	25.1%
调整后净利润 (百万人民币)	5,046	5,934	5,240	3,693	5,119	6,554	5,870	461
环比 %	-128.3%	17.6%	-11.7%	-29.5%	38.6%	28.0%	-10.4%	-92.1%
同比 %	-9.0%	0.8%	-78.2%	-120.7%	1.4%	10.4%	12.0%	-87.5%
调整每股收益 (人民币)	0.06	0.07	0.06	0.05	0.06	0.08	0.07	0.01
环比 %	-128.3%	17.6%	-11.7%	-29.5%	38.6%	28.0%	-10.4%	-92.1%
同比 %	-9.0%	2.6%	-78.2%	-120.7%	1.4%	10.4%	12.0%	-87.5%

资料来源：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：江薇



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

