

中国：综合电信服务

2015年3月19日

投资建议：
持有-超越同业 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**7.4%**

 日期 **2015/03/18**

收盘价	HK\$4.84
十二个月目标价	HK\$5.20
前次目标价	HK\$5.20
香港恒生指数	24,120.1

信息更新：

- ▶ 中国电信 2014 年息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 为人民币 949 亿元，较本中心预期低 8%。
- ▶ 我们维持“持有-超越同业”评级和目标价 5.2 港元，但将 2015/16 年 EBITDA 预估下调 8%/3%。

本中心观点：

- ▶ 获得 FDD 牌照对公司构成利好。然而，受到来自中国移动的激烈竞争，我们认为中国电信的 4G 业务难以实现大幅增长。

公司简介： 中国电信于中国提供电话、数据、因特网与租用线路服务，在中国拥有最大的固网网络，并经营 CDMA 无线业务。

股价相对香港恒生指数表现



市值	RMB325,062.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB123.5 百万元
流通在外股数(百万股)	80,932.4
自由流通股数比例	17.1%
大股东：持股比例	中国电信集团公司, 70.9%
净负债比率	34.2%
每股净值 (2015F)	RMB3.72
市净率 (2015F)	1.04 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	321,584	324,394	330,987	339,582
营业利润	27,468	28,508	31,507	44,230
税后净利润*	17,545	17,680	18,748	25,369
每股收益(元)	0.22	0.22	0.23	0.31
每股收益年增长率 (%)	17.4	0.8	6.0	35.3
每股股利(元)	0.07	0.08	0.07	0.09
市盈率 (倍)	17.9	17.8	16.7	12.4
股利收益率 (%)	1.7	2.0	1.8	2.4
净资产收益率 (%)	6.4	6.2	6.3	8.1

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
王佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francising@yuanta.com

中国电信 (728 HK)

4G 增速低迷导致 2014 年业绩差强人意

我们维持“持有-超越同业”评级和目标价 5.2 港元：虽然获得 FDD 牌照对公司构成利好，但考虑到来自行业龙头中国移动 (941 HK) 的激烈竞争，我们认为中国电信的 4G 业务难以实现大幅增长。

2014 年 4 季度/全年业绩令人失望：中国电信 4 季度营收同比下滑 3%，但环比增长 4% 至人民币 808 亿元，而净利润同比/环比下滑 48%/68% 至人民币 15 亿元。4 季度 EBITDA 同比/环比下滑 9%/18% 至人民币 201 亿元。4 季度净利润及 EBITDA 较市场预估低 44%/7%，而全年 EBITDA 为人民币 949 亿元，比本中心预估低 8%。

营改增带来不利影响：我们认为 4 季度营收同比下滑主要由营改增及移动用户增长放缓所致。4 季度盈利能力不佳的主要原因是中国电信员工工资上升。

2 月经营数据受淡季拖累：今日 (3 月 19 日) 中国电信同时公布 2 月经营数据。2 月移动用户总数增加 90 万，用户净增数环比下滑 14%。2 月 3G/4G 用户增加 195 万，用户净增数环比增长 15%。我们认为 2 月公司移动用户增速环比下滑系因 1) 2 月天数较少；及 2) 受中国春节的影响。

2015/16 年净利润预估下调 13%/8%：我们调整盈利预估以反映公司差强人意的 2014 年业绩。我们将 2015/16 年营收预估均下调 1%，EBITDA 预估调低 8%/3%，以反映我们对 4G 推广支出增加的担忧。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

财务数据及估值

我们调整盈利预估以反映公司差强人意的 2014 年业绩。我们将 2015/16 年营收预估均下调 1%，EBITDA 预估调低 8%/3%，以反映我们对 4G 推广支出增加的担忧。

我们维持“持有-超越同业”评级和目标价 5.2 港元不变。我们依然对公司 2015 年的发展前景持中性态度。虽然获得 FDD 牌照对公司构成利好，但考虑到来自行业龙头中国移动的激烈竞争，我们认为中国电信的 4G 业务难以实现大幅增长。目前本中心估值系基于 2015 年预期企业价值/息税折旧摊销前利润比 (EV/EBITDA) 4.3 倍，前次为 4.1 倍。我们小幅上调 EV/EBITDA 倍数，以反映近期电信板块强劲的股价走势，主要因 FDD 牌照发放后带动 4G 业务增长。尽管如此，本中心盈利预估调整后，目标价维持 5.2 港元不变。

主要下行风险：4G 增速低于预期；固话宽带业务面临同业竞争。主要上行风险：公司大力开展推广活动致使 4G 用户增速高于预期；受益于政府政策。

图 1：中国电信财务预估调整

人民币百万	调整前		调整后		变动	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
总营收	333,046	341,842	330,987	339,582	-1%	-1%
净利润	21,505	27,469	18,748	25,369	-12.8%	-7.6%
EBITDA	110179	120511	101,169.3	117,375.4	-8.2%	-2.6%
目标价 (港元)	5.2		5.2		0%	

资料来源：公司资料，元大

图 2：中国电信估值

EV/EBITDA 比 (倍)	4.3x (前次为 4.1x)
2015 年预期 EBITDA (人民币百万)	101,169
发行在外股数 (百万股)	80,932
净负债 (人民币百万)	103,869
人民币/港元	1.2683
目标价 (港元)	5.2

资料来源：公司资料，元大

图 3:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 4:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	32,829	18,357	21,815	4,446	766
存货	5,928	6,523	4,225	6,714	6,888
应收帐款及票据	18,782	20,022	21,562	20,607	21,143
其他流动资产	7,836	7,881	11,941	9,150	9,353
流动资产	65,375	52,783	59,543	40,917	38,149
长期投资	1,632	2,132	5,078	5,095	5,113
固定资产	406,281	418,498	426,057	426,777	424,333
什项资产	72,003	69,826	70,596	93,367	106,883
其他资产	479,916	490,456	501,731	525,240	536,329
资产总额	545,291	543,239	561,274	566,157	574,478
应付帐款及票据	68,948	81,132	88,458	82,857	80,113
短期借款	16,735	47,759	44,058	45,674	43,876
什项负债	107,927	71,207	73,809	69,486	68,220
流动负债	193,610	200,098	206,325	198,017	192,209
长期借款	83,073	62,617	62,918	62,640	56,469
其他负债及准备	2,508	1,860	1,923	1,712	1,698
长期负债	85,581	64,477	64,841	64,352	58,167
负债总额	279,191	264,575	271,166	262,369	250,375
股本	80,932	80,932	80,932	80,932	80,932
资本公积	92,543	94,685	106,127	98,328	100,865
保留盈余	91,664	102,124	102,124	123,279	140,486
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	265,139	277,741	289,183	302,538	322,283

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	14,949	17,545	17,680	18,748	25,369
折旧及摊提	49,666	69,083	66,345	69,662	73,145
本期营运资金变动	68,425	(26,416)	6,626	(8,668)	(4,922)
其他营业资产	(61,289)	27,696	5,754	(2,083)	(2,080)
营运活动之现金流量	71,751	87,908	96,405	77,660	91,513
资本支出	(50,071)	(70,921)	(80,300)	(72,404)	(75,027)
本期长期投资变动	(926)	(39,326)	17	17	18
其他资产变动	2,702	2,299	(1,425)	3,542	3,428
投资活动之现金流量	(48,295)	(107,948)	(81,708)	(68,845)	(71,581)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	(14,431)	10,928	(20,049)	(19,986)	(17,987)
其他调整数	(5,371)	(5,291)	9,722	(6,198)	(5,625)
融资活动之现金流量	(19,802)	5,637	(10,327)	(26,184)	(23,612)
本期产生现金流量	3,654	(14,403)	4,370	(17,369)	(3,680)
自由现金流量	23,456	(20,040)	14,697	8,815	19,932

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	283,176	321,584	324,394	330,987	339,582
销货成本	(115,645)	(122,185)	(134,996)	(134,938)	(134,758)
营业毛利	167,531	199,399	189,398	196,049	204,823
营业费用	(146,323)	(171,931)	(160,890)	(164,542)	(160,593)
营业利润	21,208	27,468	28,508	31,507	44,230
利息收入	591	361	304	106	162
利息费用	(2,154)	(5,511)	(5,650)	(6,653)	(10,221)
利息收入净额	(1,563)	(5,150)	(5,346)	(6,547)	(10,060)
投资利益(损失)净额	93	670	6	97	97
其他业外收入(支出)净额	79	100	89	35	35
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	19,817	23,088	23,257	25,092	34,303
所得税费用	(4,753)	(5,422)	(5,498)	(6,019)	(8,363)
税后净利润	14,949	17,545	17,680	18,748	25,369
税前息前折旧摊销前净利	70,874	96,551	94,853	101,169	117,375
每股收益 (RMB)	0.18	0.22	0.22	0.23	0.31
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.18	0.22	0.22	0.23	0.31

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	15.5	13.6	0.9	2.0	2.6
营业利润	(12.1)	29.5	3.8	10.5	40.4
税前息前折旧摊销前净	(6.0)	36.2	(1.8)	6.7	16.0
税后净利润	(9.4)	17.4	0.8	6.0	35.3
每股收益	(9.37)	17.37	0.77	6.04	35.31
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	59.2	62.0	58.4	59.2	60.3
营业利润率	7.5	8.5	8.8	9.5	13.0
税前息前 折旧摊销前净利率	25.0	30.0	29.2	30.6	34.6
税后净利润率	5.3	5.5	5.5	5.7	7.5
资产报酬率	3.1	3.2	3.2	3.4	4.5
净资产收益率	5.7	6.4	6.2	6.3	8.1
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	37.5	39.6	36.9	35.7	31.0
净现金(负债)权益比(%)	(25.2)	(33.0)	(14.1)	(34.2)	(30.7)
利息保障倍数 (倍)	10.2	5.2	5.1	4.8	4.4
利息及短期债	1.2	0.5	0.6	0.6	0.8
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	33.3	16.0	17.1	11.7	9.0
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	3.8	1.7	1.9	1.5	1.7
流动比率 (倍)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
速动比率 (倍)	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
净负债 (RMB 百万元)	66,979	92,019	85,161	103,869	99,579
每股净值 (RMB)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
评价指标 (倍)					
市盈率	21.0	17.9	17.8	16.7	12.4
股价自由现金流量比	13.4	(15.7)	21.4	35.6	15.8
市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
股价税前息前折旧摊销 前净利比	4.4	3.3	3.3	3.1	2.7
股价营收比	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

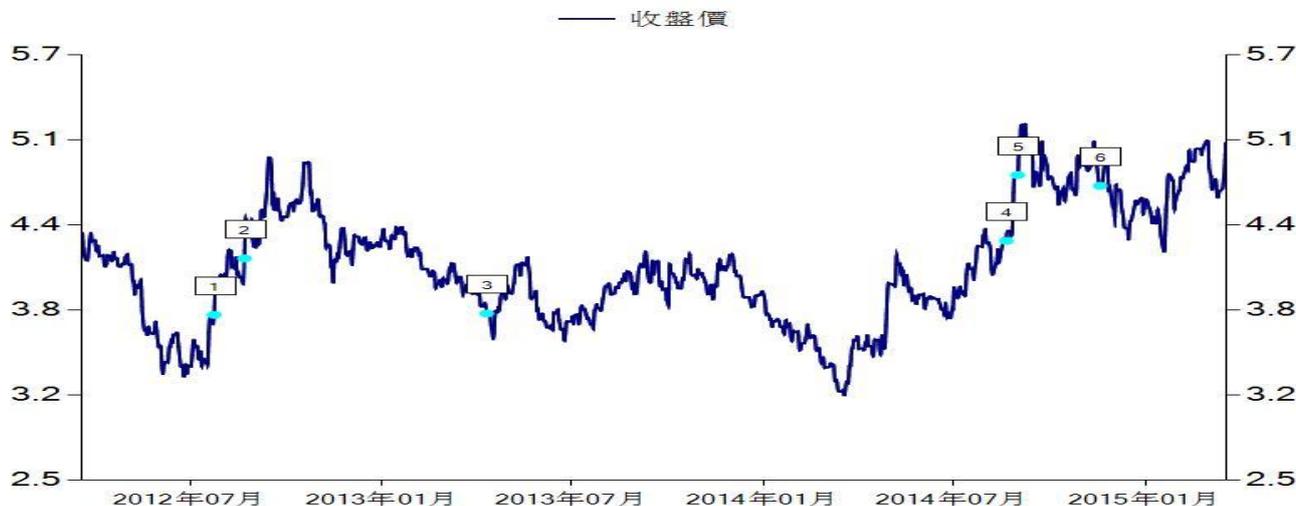
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国电信 (728 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/07/24	3.75	5.00	5.00	买入	何景行
2	2012/08/22	4.17	5.10	5.10	买入	何景行
3	2013/04/11	3.76	4.30	4.30	持有-超越同业	王佳卉
4	2014/08/21	4.29	4.30	4.30	持有-超越同业	王佳卉
5	2014/09/01	4.79	4.80	4.80	持有-超越同业	王佳卉
6	2014/11/19	4.70	5.20	5.20	持有-超越同业	王佳卉

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计：	411	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼