

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