



持有

5% ↑

目标价格: 港币 105.00

原评级: 买入

原目标价格: 港币 115.00

0941.HK

价格: 港币 100.10

目标价格基础: 现金流折现

板块评级: 增持

中国移动

评级下调为持有, 增值税造成损失

中国移动 2014 年业绩低于预期, 主要是因为 14 年下半年移动语音话费下降 20% 导致 14 年 4 季度营收比预期低 13%。我们将目标价调低至 105.00 港币, 将 2015-16 年盈利预测分别下调 9.6% 和 16.7%。由于低成本的 4G 智能手机推动盈利能力改善, 我们继续看好电信板块。与中国移动相比, 我们更推荐中国电信(0728.HK/港币 5.03, 买入)和中国联通(0762.HK/港币 11.94, 买入), 因为这两家公司的营收组合更佳, 共享基站基础设施带来的竞争优势也更加明显。

支撑评级的要点

- 2014 年业绩低于预期: 2014 年净利润下降 10.2% 至 1,093 亿人民币, 14 年 4 季度净利润下降 12%, 比我们的预测低 9.6%, 主要是因为季度服务收入比预期低 13.3%。进一步分析显示, 14 年下半年平均每分钟语音收入下降 20% 导致总语音收入下降 21%, 是造成差距产生的主要原因。2014 年 6 月增值税变动导致语音收入下降 8%, 公司努力削减销售费用并以现金费用返还取代提供给客户的免费时长也对语音话费产生了影响。我们预测 15 年上半年每用户平均收入趋势依然为负, 下半年将逐步稳定。
- 中国移动将把 2015 年资本支出削减 6.5% 至 1,997 亿人民币, 其中包括将 4G 网络相关投资削减 10%, 这将对自由现金流起到支持作用, 2014 年公司自由现金流为负。

影响评级的主要风险

- 下半年基站塔和其他基站基础设施资产剥离可能会导致公司盈利和竞争实力面临不确定性。

估值

- 我们将评级下调为**持有**, 将目标价由 115 港币调低至 105 港币, 2015/16 年盈利预测分别下调 9.6% 和 16.7%, 我们的折现现金流模型已将下调后的资本支出考虑在内。在中国电信板块我们的推荐顺序依然是中国电信-中国联通-中国移动, 我们认为中国移动面临 4G 时代最大的考验, 原因在于其对窄带移动服务收入的依赖度最高。语音、短信和多媒体业务占到 2014 年总服务收入的 59%, 并有可能受到宽带移动技术领域新应用的侵蚀。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	630,177	641,448	666,919	658,009	686,794
变动(%)	8	2	4	(1)	4
净利润(人民币百万)	121,692	109,279	109,101	110,452	121,290
全面摊薄每股收益(人民币)	5.982	5.372	5.363	5.429	5.962
变动(%)	(5.9)	(10.2)	(0.2)	1.2	9.8
市场预期每股收益(人民币)	-	5.449	5.496	5.860	6.065
先前预测每股收益(人民币)	-	-	5.934	6.520	-
调整幅度(%)	-	-	(9.6)	(16.7)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	13.4	15.0	15.0	14.8	13.5
每股现金流量(人民币)	11.19	10.50	10.47	13.17	15.03
价格/每股现金流量(倍)	7.2	7.7	7.7	6.1	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	6.7	6.5	6.0	5.3
每股股息(人民币)	2.661	2.389	2.385	2.415	2.652
股息率(%)	3.3	3.0	3.0	3.0	3.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

我们的观点有何不同?

- 与中国移动相比我们更推荐中国电信和中国联通, 因为他们的营收组合更为有利, 移动语音和短信服务在总服务收入中的占比比较低

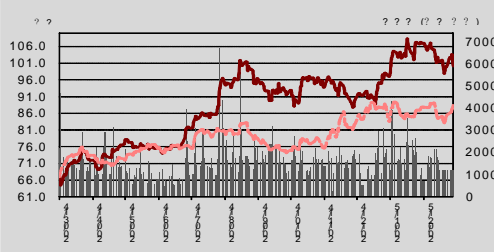
本报告要点

- 2014 年业绩摘要

主要催化剂/事件

- 基站塔资产剥离详情

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	10.6	(6.4)	10.9	44.0
相对恒生中国企业指数	9.5	(6.8)	4.6	14.5

发行股数(百万)	20,101
流通股(%)	26
流通股市值(港币百万)	2,012,133
3 个月日均交易额(港币百万)	1,723
净负债比率(%) (2015E)	2
主要股东(%)	
中国移动集团	74

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 3 月 19 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电信: 移动通信

刘志成, CFA*

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

*孟昕为本报告重要贡献者

图表 1. 中国移动 2014 年全年和 4 季度业绩摘要

(人民币, 十亿)	中银国际预测		公司报告		变动(%)	
	14 年 4 季度	2014 年	14 年 4 季度	2014 年	14 年 4 季度	2014 年
主要财务数据						
服务收入	158.9	603.0	137.8	581.8	(13.3)	(3.5)
手机销售	12.7	49.9	22.5	59.6	76.5	19.5
总销售收入	188.6	669.8	160.2	641.4	(15.0)	(4.2)
报告息税折旧摊销前利润	63.8	240.1	59.0	235.3	(7.5)	(2.0)
报告息税折旧摊销前利润率(%)	40.1	39.8	42.8	40.4	6.7	1.6
报告净利润	29.5	112.1	26.7	109.3	(9.6)	(2.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	630,177	641,448	666,919	658,009	686,794
销售成本	(79,101)	(81,302)	(90,478)	(84,813)	(86,138)
经营费用	(310,728)	(326,587)	(323,273)	(306,320)	(309,041)
息税折旧前利润	240,348	233,559	253,168	266,876	291,616
折旧及摊销	(104,699)	(116,225)	(132,497)	(143,096)	(154,544)
经营利润(息税前利润)	135,649	117,334	120,672	123,780	137,072
净利息收入/(费用)	14,958	15,921	15,527	13,522	14,501
其他收益/(损失)	7,972	9,337	9,446	9,566	9,697
税前利润	158,579	142,592	145,644	146,868	161,270
所得税	(36,776)	(33,187)	(36,411)	(36,276)	(39,834)
少数股东权益	(111)	(126)	(132)	(139)	(146)
净利润	121,692	109,279	109,101	110,452	121,290
核心净利润	121,692	109,279	109,101	110,452	121,290
每股收益(人民币)	5.982	5.372	5.363	5.429	5.962
核心每股收益(人民币)	5.982	5.372	5.363	5.429	5.962
每股股息(人民币)	2.661	2.389	2.385	2.415	2.652
收入增长(%)	8	2	4	(1)	4
息税前利润增长(%)	(11)	(14)	3	3	11
息税折旧前利润增长(%)	(5)	(3)	8	5	9
每股收益增长(%)	(6)	(10)	0	1	10
核心每股收益增长(%)	(6)	(10)	0	1	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	158,579	142,592	145,644	146,868	161,270
折旧与摊销	104,699	116,225	132,497	143,096	154,544
净利息费用	(14,958)	(15,921)	(15,527)	(13,522)	(14,501)
运营资本变动	70,150	2,556	8,640	(2,400)	11,597
税金	(36,776)	(33,187)	(36,411)	(36,276)	(39,834)
其他经营现金流	(56,709)	(1,243)	(24,385)	27,044	29,002
经营活动产生的现金流	224,985	211,022	210,458	264,809	302,078
购买固定资产净值	(138,997)	(213,500)	(199,700)	(177,292)	(164,444)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(32,478)	(8)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(171,475)	(213,508)	(199,700)	(177,292)	(164,444)
净增权益	43	0	0	0	0
净增债务	(23,654)	91,084	0	0	0
支付股息	(55,491)	(50,864)	(47,989)	(48,234)	(50,829)
其他融资现金流	(329)	(15,921)	(15,527)	(13,522)	(14,501)
融资活动产生的现金流	(79,431)	24,299	(63,516)	(61,756)	(65,330)
现金变动	(25,921)	21,813	(52,758)	25,762	72,304
期初现金	70,906	44,931	66,744	13,986	39,748
公司自由现金流	53,510	(2,486)	10,758	87,518	137,634
权益自由现金流	29,527	72,677	(4,769)	73,996	123,133

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	419,908	418,862	366,104	391,866	464,170
应收帐款	37,388	46,082	41,499	39,700	41,668
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	9,893	12,639	0	0	0
流动资产总计	467,189	477,583	407,603	431,566	505,838
固定资产	479,227	564,795	680,529	714,724	724,624
无形资产	19,735	24,855	24,855	24,855	24,855
其他长期资产	201,241	229,216	229,216	229,216	229,216
长期资产总计	700,203	818,866	934,600	968,795	978,695
总资产	1,167,392	1,296,449	1,342,202	1,400,361	1,484,533
应付帐款	298,968	358,228	314,274	310,075	323,640
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	71,945	73,648	73,648	73,648	73,648
流动负债总计	370,913	431,876	387,922	383,723	397,288
长期借款	4,989	4,992	33,553	33,553	33,553
其他长期负债	766	938	840	840	840
股本	2,142	400,737	400,737	400,737	400,737
储备	786,631	455,839	516,951	579,169	649,631
股东权益	788,773	856,576	917,688	979,906	1,050,368
少数股东权益	1,951	2,067	2,199	2,338	2,484
总负债及权益	1,167,392	1,296,449	1,342,202	1,400,361	1,484,533
每股帐面价值(人民币)	39.24	42.61	45.65	48.75	52.25
每股有形资产(人民币)	38.26	41.38	44.42	47.51	51.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.99)	(3.07)	0.97	(0.31)	(3.91)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.1	36.4	38.0	40.6	42.5
息税前利润率(%)	21.5	18.3	18.1	18.8	20.0
税前利润率(%)	25.2	22.2	21.8	22.3	23.5
净利率(%)	19.3	17.0	16.4	16.8	17.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.3
利息覆盖率(倍)	409.8	514.6	309.4	317.4	351.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	2.1	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	13.4	15.0	15.0	14.8	13.5
核心业务市盈率(倍)	13.4	15.0	15.0	14.8	13.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.1	15.7	15.7	15.5	14.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	7.2	7.7	7.7	6.1	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	6.7	6.5	6.0	5.3
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	21.3	23.7	24.0	22.5	21.6
应付帐款周转天数	152.5	187.0	184.0	173.2	168.4
回报率					
股息支付率(%)	43.9	43.9	43.9	43.9	43.9
净资产收益率(%)	16.1	13.3	12.3	11.6	11.9
资产收益率(%)	9.4	7.3	6.9	6.8	7.2
已运用资本收益率(%)	19.5	16.1	15.0	14.0	14.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371