

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

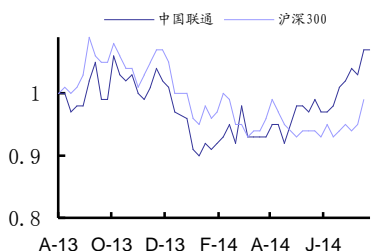
中国联通 (600050)

推荐

合理估值: 元 昨收盘: 3.6 元 (维持评级)

2014年08月05日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 21,197/21,197 |
| 总市值/流通(百万元) | 76,308/76,308 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,223/8,007 |
| 12个月最高/最低(元) | 3.62/2.91 |

相关研究报告:

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001

证券分析师: 李亚军

电话: 0755-22940077
E-MAIL: liyaj@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

从中华电信发展史看中国联通的机会

我们认为: 1、假如没有未来的国企改革; 2、假如没有从股权层面推进的混合所有制计划; 3、假如没有更进一步的股权激励计划; 4、假如没有更进一步的市场化锐意改革; 中国联通长期的估值就应该是给一个公用基础设施股的估值(10倍)或是跟随大盘指数, 而不应该给予20倍以上的估值。本篇报告我们摒弃传统单从公司业务来推导估值的推荐逻辑, 而着力分析台湾的电信牛股---中华电信(NYSE:CHT)过去十多年的成长史来探讨未来中国联通的机会。

● 中华电信过去十年股价上涨的核心逻辑: 民营化+转型

发迹于传统通信业务的中华电信没有被电信自由化的浪潮吞噬, 反而迎来了第二春, 核心原因在于成功转型, 总结来看中华电信的转型之路遵循了两条主线:

1. 民营化: 从国营企业转向更加有活力的混合制企业---台当局将其持有的股份(台交通部持有)释放给众多社会化机构投资者进而开启了广泛的市场化改革。若未来中国联通能够引入更多的民营产业资本(如阿里、腾讯或百度)或机构资本(如全国社保基金等保险机构)将对公司长期的业务发展方向形成支撑, 同时也是对管理团队的市场化考核方向形成长期重要的组织保障。

2. 转型: 从传统运营商转向综合信息服务商---民营化改革带来的制度红利是公司商业模式转型的重要推手。中华电信大力发展云端业务, 不再是为他人做嫁衣的“管道”业务, 而是直接面向用户的信息业务, 同时积极拥抱互联网打造娱乐化、社交化的Hami和Emome平台, 除自建平台外还与Line合作, 推出“免费+收费”的流量套餐, 进一步提升公司的移动通信服务的竞争力---这一举措恰似中国联通在广东地区目前和腾讯微信展开的充分合作, 中国联通手上拿着最好的通信资产---WCDMA网络, 未来2年不需要大规模的资本开支(可以向更完善的FDD-LTE技术演进)可以说有充足的时间进行业务转型。

● 盈利预测: 基于以上两项改革预期, 我们预计14/15/16年EPS为0.24/0.30/0.36元, 中期合理价格为4.8元, 给予“推荐”评级!

● 风险提示: 电信行业混合所有制改革不达预期; 公司继续大规模资本开支; 互联网时代进一步被管道化。

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 256,265 | 303,727 | 350,067 | 397,494 | 446,096 |
| (+/-%) | % | 18.5% | 15.3% | 13.5% | 12.2% |
| 净利润(百万元) | 2,368 | 3,443 | 5,031 | 6,317 | 7,670 |
| (+/-%) | % | 45.4% | 46.2% | 25.6% | 21.4% |
| 摊薄每股收益(元) | | | 0.24 | 0.30 | 0.36 |
| EBIT Margin | 5.1% | 5.5% | 7.9% | 8.6% | 9.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 3.3% | 4.6% | 7.5% | 11.0% | 16.8% |
| 市盈率(PE) | 32.2 | 22.2 | 15.16 | 12.08 | 9.95 |
| EV/EBITDA | | | 6.81 | 6.40 | 6.21 |
| 市净率(PB) | 1.1 | 1.0 | 1.14 | 1.33 | 1.67 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关于中国联通的估值:

中国联通的前途命运更多的在于主管部门如何定位电信行业的改革力度, 如何定位三家运营商的关系, 未来公司的股价一方面有沪港通的影响, 一方面还有整体大盘因素的影响, 如何合理的对这样的一家大公司进行合理估值对我们来讲非常有挑战, 但我们尽力回答您可能会关心的几个问题:

问题 1: A 股中国联通 (600050.SH) 和港股中国联通 (0762.HK) 之间的关系?

联通 A 全称中国联合通信股份有限公司, 注册地上海市市长宁路 1033 号;

联通 HK 全称中国联通股份有限公司, 注册地香港, 称为红筹公司;

联通 A 是一家特别限定的控股公司, 经营范围仅限于通过联通 BVI 公司持有联通红筹公司的股权, 而不直接经营任何其他业务。中国联通 A 股对香港联通红筹公司的持股比例为 33.57%, 按他们之间的股权关系, 1 联通 A 股仅持有相当于 0.3357 股红筹联通 (近 1/3), 因此我们可以看到联通 A 公司 2013 年的财务报表中都有 102.92 亿元, 而 A 股归属于股东净利润为 34.43 亿元。

按照 8 月 4 日两地市场的收盘价 3.60 元和 13.56 港币来计算, 考虑到汇率因素, 可以说 A 股相对红筹股为 $3.60 * 1.2544 / 0.3357 / 13.56 = 0.99204$, A 股稍微折价!

问题 2: 今年营改增与网间结算新方案的实施对公司业绩影响?

今年早期财政部和国家税务总局发布相关文件, 从 6 月 1 日起将电信业纳入营改增试点范围, 税率分两档, 基础电信服务征收 11% 的税率, 增值电信业务适用 6% 的税率。为方便我们测算, 考虑可获得进项税专用发票的支出总额与其营业成本的关系, 假设: 1) 所有的可抵扣成本均能获得有效的增值税专用发票; 2) 营业成本中的可抵扣成本暂只考虑网络运行及支撑成本和网间结算支出, 广告费等销售费用、管理费用中的可抵扣成本总额占比较小, 暂且忽略。

图 1: 中国联通营改增影响与网间结算几乎对冲 (以 2013 年年报进行测算)

| 基于 2013 年财报 | 营业税 制度下 | 增值税 制度下 | 备注 |
|-------------|------------|------------|------------|
| 基础电信业务收入 | 910.4 | 820.2 | 按 11% 增值税率 |
| 增值电信业务收入 | 1552.3 | 1464.5 | 按 6% 增值税率 |
| 销售通信产品收入 | 574.5 | 491.0 | 按 17% 增值税率 |
| 合计 | 3037.3 | 2775.7 | |
| 减: 营业税 | -86.9 | | 按 3% 营业税率 |
| 账面营业收入 | 2950.4 | 2775.7 | -5.9% |
| 减: | | | |
| 人工成本 | 317.9 | 317.9 | 不可抵扣 |
| 折旧摊销 | 684.8 | 684.8 | 不可抵扣 |
| 网间结算支出 | 202.1 | 196.2 | |
| 网络运行及支撑成本 | 337.0 | 327.2 | |
| 销售费用 | 429.9 | 417.4 | |
| 财务费用 | 29.5 | 28.6 | |
| 其他 | 144.3 | 140.1 | |
| 销售通信产品成本 | 634.2 | 542.0 | 按进项 17% 抵扣 |

| | | | |
|-----------|-------|-------|--------------|
| 资产减值损失 | 43.5 | 43.5 | |
| 投资收益 | 2.0 | 2.0 | |
| 营业利润 | 129.2 | 79.9 | -38.1% |
| 营业外收入 | 14.4 | 14.4 | |
| 营业外支出 | 6.8 | 6.8 | |
| 利润总额 | 136.8 | 87.5 | -36.0% |
| 所得税费用 | 33.9 | 24.0 | 按 24.7%的所得税率 |
| 净利润 | 102.9 | 63.6 | -38.2% |
| 考虑网间结算调整: | | | |
| 增厚税前利润 | | 50 | |
| 增厚净利润 | | 37.65 | |
| 重估净利润 | 102.9 | 101.2 | -1.7% |

资料来源：中国联通、国信证券经济研究所预测

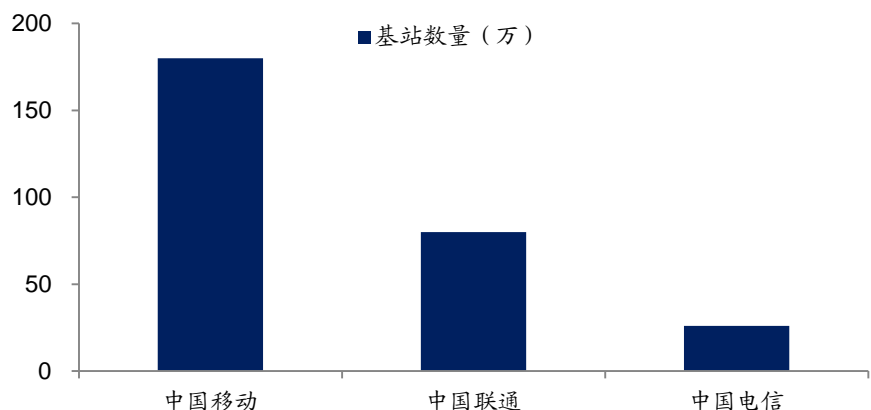
根据工信部通知，自 2014 年 1 月 1 日起，在移动通信领域，中国联通、中国电信用户呼叫中国移动的用户（不含 TD-SCDMA 专用的 188、157 号段），中国联通、中国电信向中国移动支付的网间结算费由 0.06 元/分钟减至 0.04 元/分钟，其他现行语音网间结算标准维持不变。与此同时，工信部也调整了短信、彩信的网间结算标准。根据新规，短信网间结算标准由每条 0.03 元减至 0.01 元，彩信网间结算标准由每条 0.1 元减至 0.05 元。

从我们的测算表中可以看出增值税改革及网间结算两者对公司净利润的影响中期来看是中性的。

问题 3：铁塔公司成立及手机补贴对公司影响？

根据公告，中国通信基础设施服务公司将由三大运营商联合组建。目前三大运营商正处在将一定电信资产注入该公司的初步阶段。且确定该公司的经营范围为“主营铁塔的建设、维护和运营，兼营基站机房、电源、空调等配套设施和室内分布系统的建设、维护和运营以及基站设备的代维。”

图 2：三大运营商基站数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

我们认为基础设施服务公司的成立，将直接利好运营商，减少基站铁塔建设以及配套建设成本、运营维护成本，特别是弱势运营商效应更显著，由于对于宏

基站而言站址资源天然存在稀缺性，而三大运营商的站址资源差异较大，中国移动的站址资源远高于其他两家。基础设施服务公司成立减少基站投资；

在手机补贴方面，国资委已向三大运营商下发通知，明确要求在未来三年内，连续每年降低20%的营销费用，此举预计将对运营商手机补贴方式、宣传策略，以及国内手机市场产生重大影响，三大运营商2014年共计划削减超过100亿元手机补贴，2013年，中国联通手机补贴支出为78亿，占主营收入比重为3.2%。降低手机补贴对于中国联通这样具备网络终端优势的厂商来说，将有利于突出该优势的发挥。（具体分析参考后文）

问题 4：中国联通的利润预测？

我们对中国联通的盈利预测如下表：

表 1：公司未来三年收入及利润预测

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 303727 | 350067 | 397494 | 446096 |
| 营业成本 | 211657 | 244289 | 273410 | 303860 |
| 营业税金及附加 | 8689 | 10020 | 11378 | 12769 |
| 销售费用 | 42991 | 48706 | 55784 | 62721 |
| 管理费用 | 20373 | 19468 | 22721 | 25422 |
| 财务费用 | 2949 | 4752 | 5478 | 7350 |
| 投资收益 | 198 | 500 | 349 | 424 |
| 资产减值及公允价值变动 | (4348) | (3821) | (4084) | (3953) |
| 其他收入 | (0) | (0) | 0 | 0 |
| 营业利润 | 12917 | 19511 | 24989 | 30447 |
| 营业外净收支 | 759 | 1154 | 956 | 1055 |
| 利润总额 | 13677 | 20664 | 25945 | 31502 |
| 所得税费用 | 3384 | 5283 | 6633 | 8054 |
| 少数股东损益 | 6850 | 10349 | 12994 | 15777 |
| 归属于母公司净利润 | 3443 | 5032 | 6318 | 7671 |

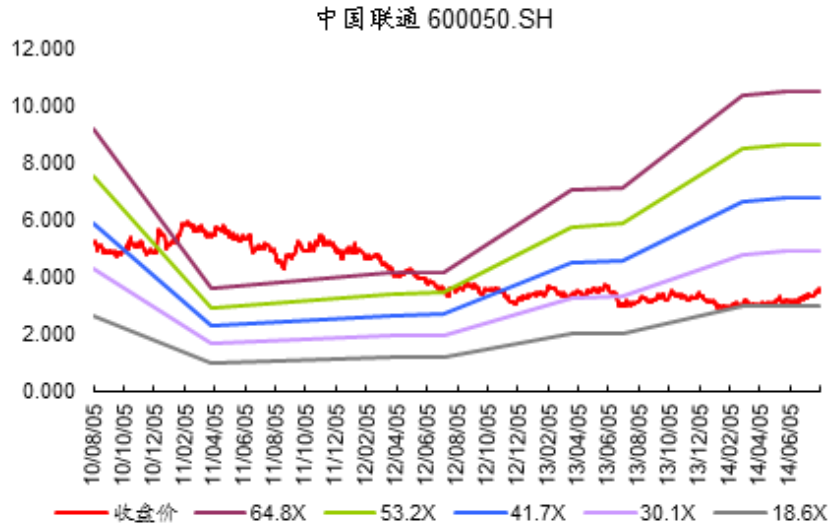
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司主要从事基础电信业务和电信增值业务，我们选取全球运营商作为估值参考

| 证券代码 | 证券简称 | 预测每股收益(元) | | PE | |
|---------|----------|-----------|-------|-------|-------|
| | | 2014E | 2015E | 2014E | 2015E |
| 0941.HK | 中国移动 | 0.83 | 0.96 | 13 | 11 |
| 0728.HK | 中国电信 | 0.04 | 0.047 | 14 | 12 |
| 0762.HK | 中国联通 | 0.09 | 0.11 | 20 | 17 |
| 2142.HK | 中华电信 | 0.16 | 0.18 | 21 | 18 |
| T US | AT&T | 2.63 | 2.78 | 14 | 12 |
| VOD LN | Wodafone | 0.22 | 0.22 | 16 | 14 |
| | 均值 | | | 16 | 14 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 历史 PE 带



资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

图 4: 历史 PB 带



资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综上, 预计公司 2014-2016 年可实现 EPS 分别为 0.24/0.30/0.36 元, 我们认为公司 2014 年合理 PE 在 20 倍, 对应目标价为 4.8 元。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 中华电信：台湾通信行业的巨无霸 | 9 |
| 市场：牛股诞生记 | 10 |
| 回顾：中华电信的转型之路 | 12 |
| 转型过渡期（2003-2006）..... | 12 |
| 转型收获期（2007-2011）..... | 13 |
| 平稳增长期（2012 至今）..... | 15 |
| 经营环境分析：行业瓶颈凸显，转型是大势所趋 | 16 |
| 传统通信业务达到天花板..... | 16 |
| 产业链控制力下降，“管道化”挑战严峻..... | 17 |
| 经营战略解读：抓住产业升级机遇，积极进入新蓝海 | 18 |
| 宽频上网，开启高速模式..... | 19 |
| 拥抱移动互联网，积极发展增值业务..... | 20 |
| 打造 MOD 品牌优势，切入 IPTV 市场..... | 23 |
| 云端服务，下一个十年的核心驱动力..... | 26 |
| 协同效应显著，借外延并购提升市场竞争力..... | 27 |
| 启示：3G 时代的中华电信与中国联通 | 28 |
| 未来：4G 业务能否再造辉煌 | 30 |
| 展望：转型之路还要走多远？ | 30 |
| 它山之石，重点推荐中国联通 | 31 |
| 混合所有制改革预期，政策红利释放，激发活力..... | 31 |
| 收入端：用户规模持续上升，未来 4G 时代优势将继续保持..... | 32 |
| 成本端：基础设施服务公司成立减少基站投资；手机补贴降低..... | 33 |
| 看好联通所发生的积极变化，给予“推荐”评级！..... | 35 |
| 风险提示 | 35 |
| 国信证券投资评级 | 37 |
| 分析师承诺 | 37 |
| 风险提示 | 37 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 37 |

图表目录

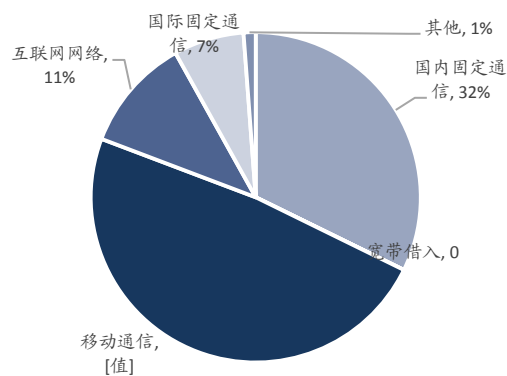
| | |
|--|----|
| 图 1: 中国联通营收增影响与网间结算几乎对冲 (以 2013 年年报进行测算) | 2 |
| 图 2: 三大运营商基站数 | 3 |
| 图 3: 历史 PE 带 | 5 |
| 图 4: 历史 PB 带 | 5 |
| 图 5: 2013 年中华电信营业收入结构 | 9 |
| 图 6: 2005 年中华电信股权结构 | 9 |
| 图 7: 2013 年中华电信股权结构 | 9 |
| 图 8: 2003 年中华电信主营业务市场占有率 (按项目) | 10 |
| 图 9: 中华电信营业收入结构变化趋势 2003-2008 | 10 |
| 图 10: 2003-2014 中华电信在台湾市场的股价历史表现 | 10 |
| 图 11: 2003-2014 中华电信在美国市场的股价历史表现 (前复权) | 11 |
| 图 12: 中华电信营业收入表现 (2003-2013) | 11 |
| 图 13: 资本支出与营业收入之比 (2002-2005) | 12 |
| 图 14: 无线入口网站 emome 增值服务 | 12 |
| 图 15: 中华电信 3G 基站数及系统容量 | 13 |
| 图 16: 中华电信光纤上网客户数 | 14 |
| 图 17: 中华电信毛利率与净利率表现 | 15 |
| 图 18: 中华电信资本支出情况 (2010-2012) | 15 |
| 图 19: Hami+个人云 | 16 |
| 图 20: 台湾地区固网普及率、移动电话普及率以及互联网普及率 | 17 |
| 图 21: 电信产业链 | 17 |
| 图 22: 中华电信转型历程 | 18 |
| 图 23: 台湾地区宽带上网账户数分布 (按上网类别) | 19 |
| 图 24: 中华电信宽频客户分布 | 19 |
| 图 25: 中华电信 FTTX 50MB 客户数 | 19 |
| 图 26: 台湾地区 3G 营业收入 | 20 |
| 图 27: 台湾 3G 用户数及增长率 | 20 |
| 图 28: 中华电信 3G 用户数及市场占有率 | 21 |
| 图 29: 中华电信与 LINE 合作 | 21 |
| 图 30: 中华电信 HAMI | 21 |
| 图 31: 中华电信 LINE 官方账号服务内容 | 22 |
| 图 32: 中华电信移动增值服务表现 (2012-2013) | 22 |
| 图 33: 美国移动宽频用户智能手机渗透率 | 23 |
| 图 34: 中华电信智能手机客户数比重 | 23 |
| 图 35: 中华电信移动增值服务表现 (2012-2013) | 23 |
| 图 36: 中华电信 MOD 机顶盒 | 24 |
| 图 37: MOD 服务客户数量 | 24 |
| 图 38: 中华电信 MOD 服务频道数量 | 25 |
| 图 39: 中华电信业务结构图 | 26 |
| 图 40: 中华电信云端服务平台—中华云市集 | 26 |
| 图 41: 中国大陆与台湾地区 3G 市场竞争格局比较 | 28 |
| 图 42: 2013 年大陆与台湾 3G 渗透率比较 | 29 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 43: WCDMA 技术优势 | 29 |
| 图 44: 中国电信混合所有制改革进程 | 31 |
| 图 45: 电信运营商盈利能力模型分析 | 32 |
| 图 46: 中国联通 3G&4G 用户累计到达数 | 33 |
| 图 47: 中国移动和中国联通 ARPU 值比较 | 33 |
| 图 48: 中国电信 ARPU 值 | 33 |
| 图 49: 三大运营商基站数 | 34 |
| 图 50: 中国联通分业务结构投资 | 34 |
| 图 51: 2013 年联通资本开支明细 | 34 |
| 图 52: 中国联通历年手机补贴 | 35 |
| | |
| 表 1: 与同行业可比公司的经营表现比较 (台交所) | 11 |
| 表 2: 中华电信与中嘉网路 IPTV 套餐资费对比 | 12 |
| 表 3: 中华电信 3G mPro 资费方案 | 13 |
| 表 4: 中华电信光世代上网服务资费 | 14 |
| 表 5: 中华电信与中嘉网路 IPTV 套餐资费对比 | 25 |
| 表 6: 中华电信云端服务结构 | 27 |
| 表 7: 中华电信并购及合资案例汇总 | 27 |
| 表 8: 中华电信与中国联通 3G 服务比较 | 28 |
| 表 9: 中国联通与中华电信经营能力对比 | 30 |

中华电信：台湾通信行业的巨无霸

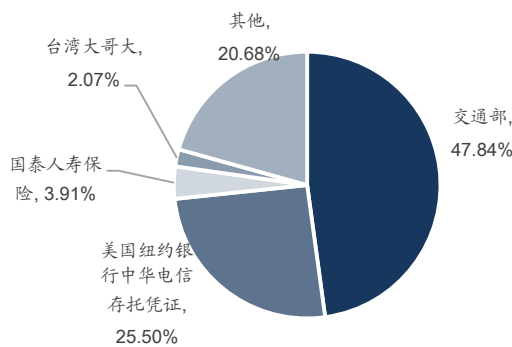
中华电信股份有限公司是台湾电信局进行民营化改革之后成立的专门负责电信营运的机构，于 1996 年正式运营。公司自成立之后，不断推进民营化改革。2003 年 7 月，公司通过发行存托凭证的方式在美国纽约交易所上市。2005 年 8 月，公司的股本结构中官方持股成功降到 50% 以下，从企业性质上来看，中华电信成为真正的民营企业。目前，中华电信是台湾地区最大的通信公司，主营业务覆盖固网通信、移动通信以及数据通信三大领域。2013 年公司的营业收入总额为 2279 亿新台币，同比增长 3%，净利润为 409 亿新台币，同比下降 2.3%，EPS 为 5.12。

图 5：2013 年中华电信营业收入结构



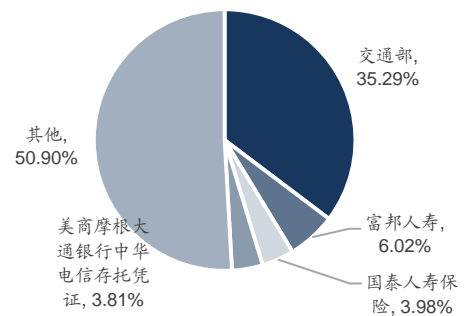
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：2005 年中华电信股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

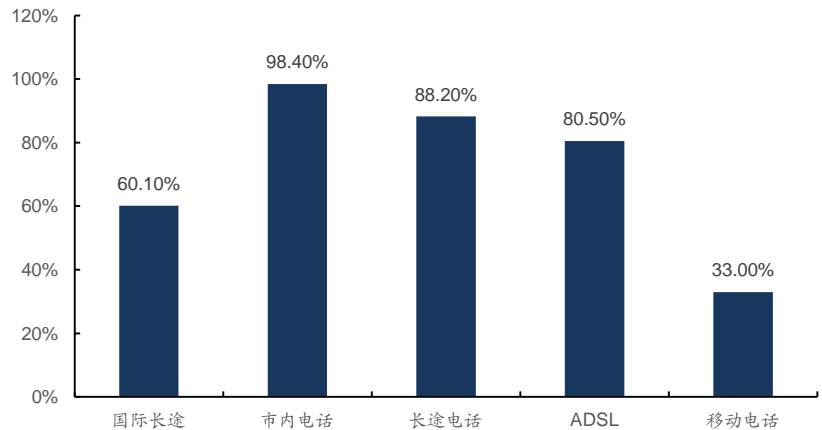
图 7：2013 年中华电信股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

在电信管制时期，台湾的电信业务全部由中华电信的前身电信局独自经营，这使得中华电信在固网通信领域建立起了绝对的垄断优势。上世纪 90 年代末台湾开始推行“电信自由化”，台湾固网等新生的固网运营商进入市场。中华电信在硬件设施建设以及行业经验积累等方面遥遥领先于竞争对手。2003 年，公司的骨干传输网络已实现全面光纤化，接入网络也在朝数字化和宽频化发展。中华电信在固网通信领域的主营业务为市内通话、长途通话以及国际长途电话。2003 年这三项业务的市场占有率分别为：98.4%，88.2%和 60.1%。

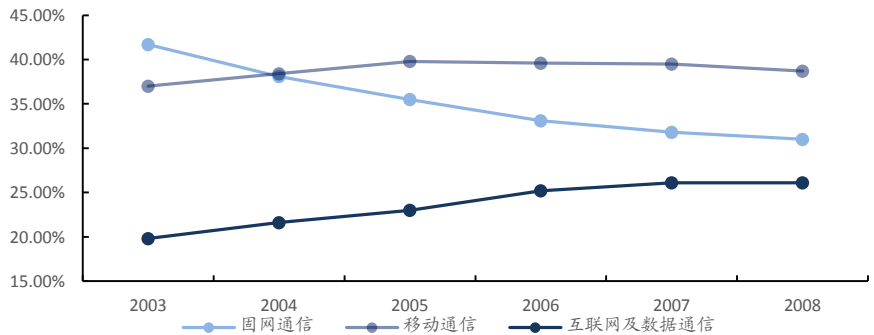
图 8: 2003 年中华电信主营业务市场占有率 (按项目)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

自 21 世纪初, 固网通话不断被移动通信所取代, 中华电信的固网通信收入出现下降趋势。为应对电信自由化以及行业技术升级对固网业务带来的影响, 中华电信开始拓展移动通信业务与数据通信业务。例如, 在宽频业务方面, 2003 年中华电信的 ADSL 客户数超过 240 万, 市场占有率达 80.5%。公司为提升客户粘性, 还推出了以不加价的方式为原有客户将 512/64K 升级为 1.5M 的服务。

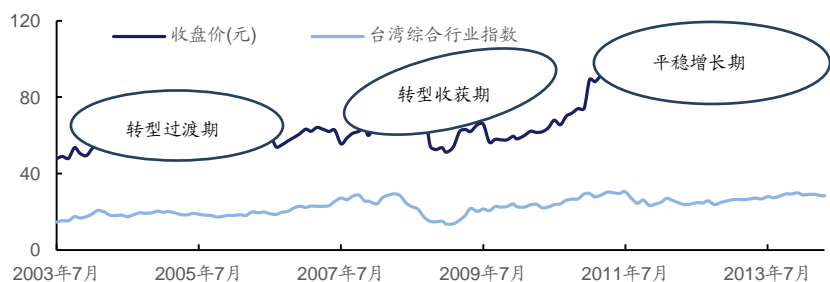
图 9: 中华电信营业收入结构变化趋势 2003-2008



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

市场: 牛股诞生记

图 10: 2003-2014 中华电信在台湾市场的股价历史表现



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

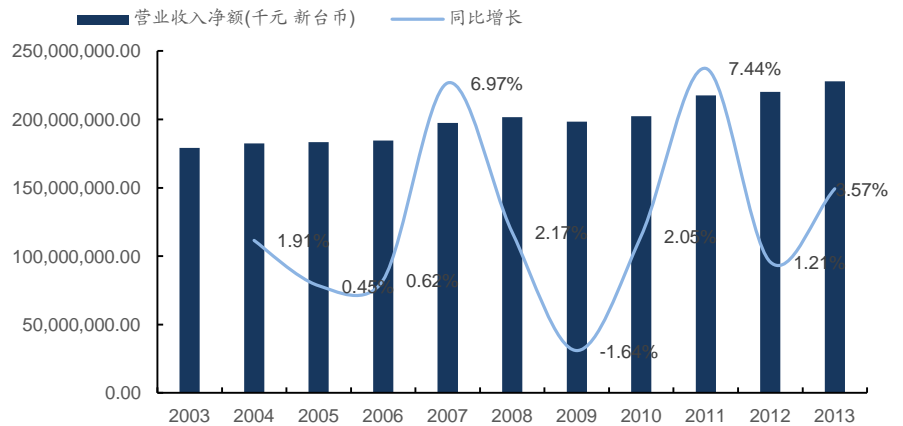
图 11: 2003-2014 中华电信在美国市场的股价历史表现 (前复权)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

传统企业往往会陷入路径依赖的泥沼, 转型成功的永远是少数。而令人惊喜的是, 作为传统通信运营商的中华电信并没有在电信自由化的浪潮中渐渐消逝, 民营化的通信巨无霸凭借灵敏的商业嗅觉, 不断抓住产业升级带来的发展机遇, 成功蜕变成为新时期的整合通信服务商。主动拥抱电信自由化的积极态度与不断创新商业模式的成为了支撑公司股价不断上涨的重要基石。在平稳度过转型期后, 公司股价自 2007 年后大幅上涨, 金融危机期间虽然小幅回调, 但是上涨的趋势去没有就此结束, 2011 年 7 月公司股价达到顶峰, 较 2009 年的股价上涨两倍。

图 12: 中华电信营业收入表现 (2003-2013)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 与同行业可比公司的经营表现比较 (台交所)

| | P/E | P/B | EPS | 每股净资产 |
|-------|-------|------|------|-------|
| 中华电信 | 18.3 | 2.02 | 5.12 | 47.11 |
| 台湾大哥大 | 20.9 | 5.67 | 5.79 | 18.48 |
| 亚太电信 | 25.56 | 1.34 | 1 | 10.83 |
| 远传电信 | 17.88 | 2.89 | 3.25 | 22.38 |

资料来源: wind 数据、国信证券经济研究所整理

回顾：中华电信的转型之路

转型过渡期（2003-2006）

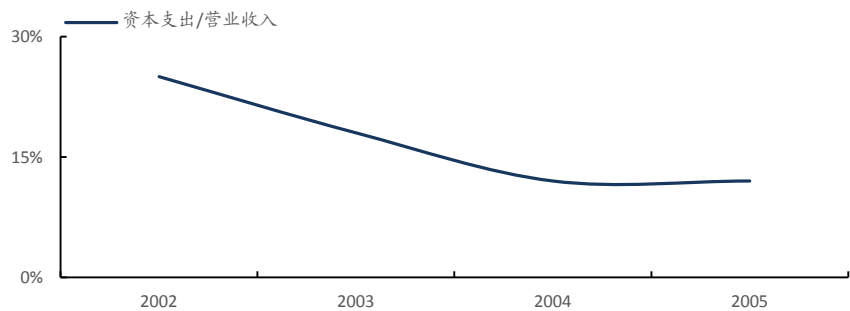
表 3: 中华电信与中嘉网路 IPTV 套餐资费对比

| 年度 | 2003 | 2004 | 2005 | |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 员工人数 | 29072 | 28518 | 27409 | |
| 平均年龄 | 45.27 | 46 | 46.38 | |
| 平均服务年数 | 21.23 | 21.96 | 22.33 | |
| 学历分布比率 | 博士 | 0.51 | 0.53 | 0.55 |
| | 硕士 | 8.23 | 8.88 | 9.62 |
| | 大专 | 55.66 | 55.76 | 56.5 |
| | 高中 | 30.04 | 29.44 | 28.52 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

民营化改革使得公司得以摆脱过去作为国营公司的种种弊端，如组织结构臃肿，市场灵敏度低等。在转型过渡期间，公司严格控制成本费用，并不断开展“瘦身”计划。根据公司年报披露，2003年至2005年，公司的退休员工人数分别为260人，581人及1173人。公司员工的学历结构中，博士与硕士的人数占比逐年提升。此外，公司在控制资本支出方面也取得了显著成果。资本支出与营业收入之比从2002年的25%降至2004年的12%。

图 13: 资本支出与营业收入之比（2002-2005）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

另一方面，公司积极应对市场变化，调整发展方向，积极发展移动通信业务、互联网及数据通信业务及各项增值服务。在移动增值业务方面，公司大力发展无线入口网站 Emome。该网站主要向消费者提供休闲娱乐、流行咨询、理财助手等方面的服务。此项业务在成长初期对于公司的营业收入增长的贡献并不显著。公司的移动通信业务表现较为平稳，并未出现爆发式增长。该业务的主要目的在于培养用户移动上网的习惯，增加用户粘性。

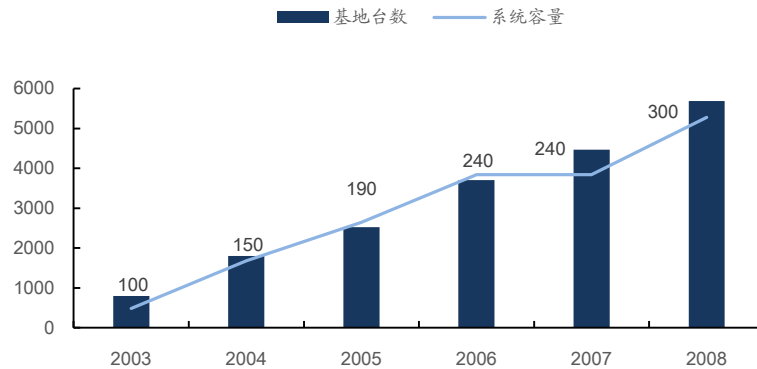
图 14: 无线入口网站 emome 增值服务

| | | | |
|---|--|--|---------------------------------------|
| 音樂 音樂台圖鈴傳情好康 MP3全曲下載 來電管鈴 | 圖鈴 YOHO原音為你 我愛大明星 迪士尼手機變裝秀 | 影視 K1 and 動畫 手機電視 新聞資訊 | 遊戲 免費及超低價 最新上架遊戲 |
| 命理 嚴選服務 | mCool 手機瀏覽方案 | 簡訊/MMS 傳送簡訊 簡訊文學家 | mPro mPro下載 會員活動 精選手機 |

资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

中华电信是台湾 3G 服务领域的先行者。2002 年 2 月，NCC 根据竞价的方式向 5 家公司发放了 3G 执照。这 5 家公司分别为：中华电信、台湾大哥大、亚太电信、威宝电信和远传电信。在获得 3G 执照后，中华电信快速开展了 3G 服务的相关部署工作。2003 年，中华电信建设了 3G 基地台 800 座，系统容量达 100 万户。中华电信在 3G 领域的投入并没有立刻得到回报。在当时，台湾的 3G 市场尚处于培育阶段，智能终端还没有普及，3G 的资费也还没有为大众所普遍接受。中华电信在这一时期对于 3G 的投入主要是为之后的 3G 爆发期做准备。

图 15: 中华电信 3G 基站数及系统容量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

随着三网合一技术的成熟，公司积极切入 IPTV 市场，于 2004 年 3 月正式推出了 MOD（多媒体视讯）服务。凭借此业务，中华电信成功地在传统的电信领域之外开拓出了提供娱乐内容服务的新业务模式。MOD 服务是通过宽带网络将网络上的各种影音咨询传至机上盒，之后再通过电视机放映节目。它成功的客服了传统的电视节目互动性差的缺点，使消费者可以根据自己的意愿随时选择希望观看的节目。与传统有限电视服务相比，MOD 在付费模式方面更具灵活性，它采取了依量计费的模式。消费者根据自己实际观看的数量进行付费，此项费用与电话账单同时收取，消费者还可以直接查询使用记录。2005 年 1 月，中华电信与好莱坞四大电影公司签约，大量引进国外片源，进一步丰富 MOD 平台上的内容服务。总体而言，该业务在开设之初对公司的收入贡献并不大，而随着客户数的不断积累，MOD 业务逐渐成为公司的明星产品。

转型收获期（2007-2011）

面对 3G 以及智能手机逐渐普及带来的巨大的机遇，公司推出了 mPro 与 mCool 等多种资费套餐。mPro 是为智能手机使用者提供的服务，它为客户提供了找地图、找餐厅、脸书等多项增值服务。截止 2008 年底，该项业务的客户数为 60,695，同比增长 131%。

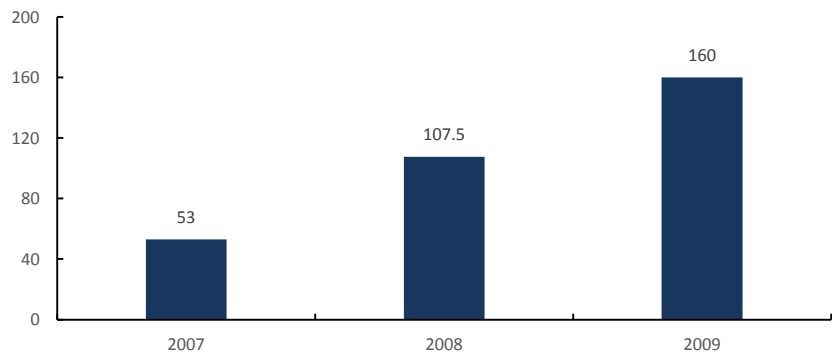
表 4: 中华电信 3G mPro 资费方案

| 资费类型 | 3G mPro 方案 | | | | | | |
|----------|------------|--------|----------|----------|-----------|-------|-------|
| | 50 型 | 150 型 | 450 型 | 550 型 | 650 型 | 750 型 | 950 型 |
| 月租费 | 50 | 150 | 450 | 550 | 650 | 750 | 950 |
| 赠送国内数据流量 | 10MB | 60MB | 500MB | 1.5GB | 3GB | 5GB | 无限制 |
| 超额数据费率 | 10 元/MB | 5 元/MB | 1.8 元/MB | 1.8 元/MB | 0.33 元/MB | | |
| 数据收费上限 | 1800 | 1600 | 1200 | 1200 | 1200 | 1100 | 950 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

中国电信在宽频业务领域同样取得了快速发展。随着 NGN 的到来，光纤上网逐渐取代 ADSL 成为大众上网的首选。公司因而积极为原先的 ADSL 客户提供升级至光纤网络的服务。2009 年底，中国电信的宽频上网客户超过 160 万人。平均每人使用频宽为 10Mbps。在宽频市场中，中国电信面对激烈的市场竞争环境，积极利用公司业务的完整性，推出整合型服务，提升客户粘性。例如，公司于 2010 年推出 20Mbps 及 50Mbps 的光世代宽频服务。客户可以选择 20Mbps 宽频上网+MOD+千里眼+其他增值服务的套餐。“千里眼”是指通过宽频网络提供远端影像查看与管理的服务。网络支持+内容提供的模式使得中国电信在宽频市场中具备竞争优势。

图 16: 中国电信光纤上网客户数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

光纤上网普及后，消费者对于上网速率的需求进一步提升。中国电信采用升速+提价的方案刺激 50Mbps 以上客户数量的增加。2011 年底，中国电信的光世代宽频用户达 240 万人，50Mbps 的客户达 43.4 万人。公司于 2012 年推出 100Mbps 的光纤上网服务，并开展 1Gbps 的试点。

表 5: 中国电信光世代上网服务资费

| 最高速率 (下载/上传) bps | 光时代电路费 | HiNet 上网费 | 总金额 |
|---------------------|--------|-----------|-------|
| | (元/月) | (元/月) | (元/月) |
| 6M/2M | 342 | 341 | 683 |
| 12M/3M | 401 | 399 | 800 |
| 60M/15M | 496 | 459 | 955 |
| 100M/20M | 563 | 510 | 1073 |
| 100M/40M | 623 | 576 | 1199 |
| 100M/100M | 675 | 624 | 1299 |

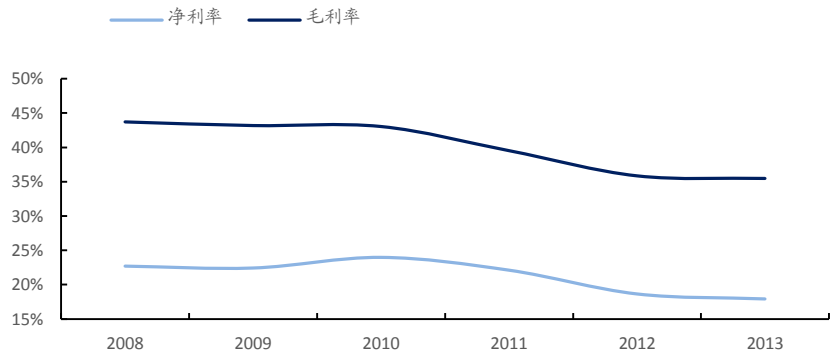
资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

自 2009 年之后，公司的营业收入持续增长，增长率于 2011 年达到巅峰。2011 年，公司的营业收入总额为 2174 亿新台币，同比增长 7%。数据显示，2011 年，中国电信的国内固定通信业务收入同比增长 12.3%，其中市内电话业务同比增长 29.3%，这主要是由于市内电话拨打移动电话的定价权回归市话端。另一方面，中国电信的手机及移动网卡销售业务也出现大幅上升，与上年同期相比增长 38.5%。公司收益于 iPhone 4S 在台湾地区的热销。2011 年 12 月，中国电信推出了 iPhone 4S 的销售方案，预购人数当月超过 20 万人。

平稳增长期（2012 至今）

2011 年后，中华电信的营业收入依然保持增长，但增速出现下滑。公司的毛利率与净利率也出现了不同程度的下降。原因之一是 NCC 再次调降电信资费的 X 值，使得电信运营商的移动拨打市话、移动拨网外，简讯等业务降价 3.58% - 4.84%。另一方面，在激烈的市场竞争环境中，各运营商不断降低资费，吸引客户，这也使得中华电信的利润空间被进一步压缩。

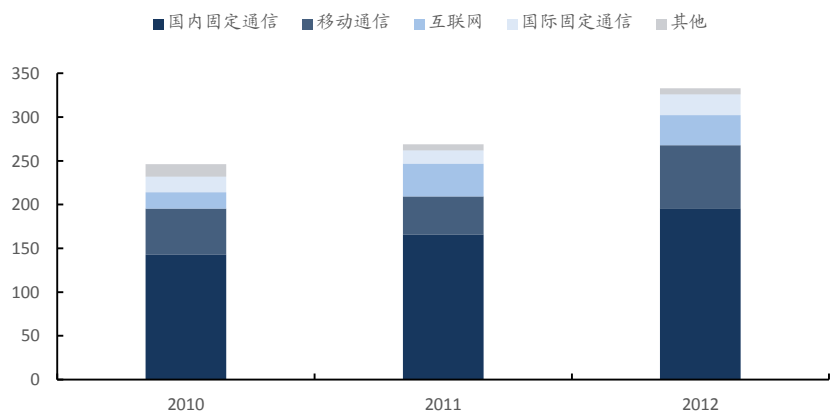
图 17: 中华电信毛利率与净利率表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2012 年，公司为应对激烈竞争的市场环境，加大了对光纤网络的建设力度。公司在国内固定通信的资本支出达 195.5 亿，同比增长约 18%。另一方面，中华电信也加大了对 Wifi 建设的投入，以满足不断增长的无线上网需求。2012 年，公司的 wifi 热点超过 35,000 个，同比增长 75%。公司对移动通信的资本支出为 72.3 亿，同比增长 66.8%。中华电信资本化支出的大幅上升将使得未来几年的折旧、摊销费用随之增加，对公司的净利润造成压力。

图 18: 中华电信资本支出情况（2010-2012）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

中华电信积极发展创新型 ICT 服务以应对激烈的市场竞争带来的巨大冲击。2012 年，中华电信的 ICT 业务营收增速为 17%。基于对世界范围内云计算业务的发展趋势的判断，中华电信将拓展云端业务作为公司未来的主要发展方向之一。

图 19: Hami+个人云



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2012年，中华电信的云端数据资料中心容量超过 12,000 个虚拟主机，IDC 机房超过 10 个可出租的机房空间为 20,000 坪。在中华云市集上的软件开发商达 100 家，上架的 SaaS 软件超过 650 件。此外，2012 年公司还针对个人用户推出了“Hami 个人云”服务。消费者可以通过该服务将资料夹、邮件、通讯录、书柜和音乐柜等板上“云端”。“Hami+个人云”用户数量在 2012 年底为 70 万户，2013 年用户数则达到 147 万，同比增长 110%。在推出之初，Hami 个人云免费开放给中华电信会员、50M 以上光世代用户以及 mPro 450 以上用户。2013 年，中华电信的云端业务营收增速为 200%。

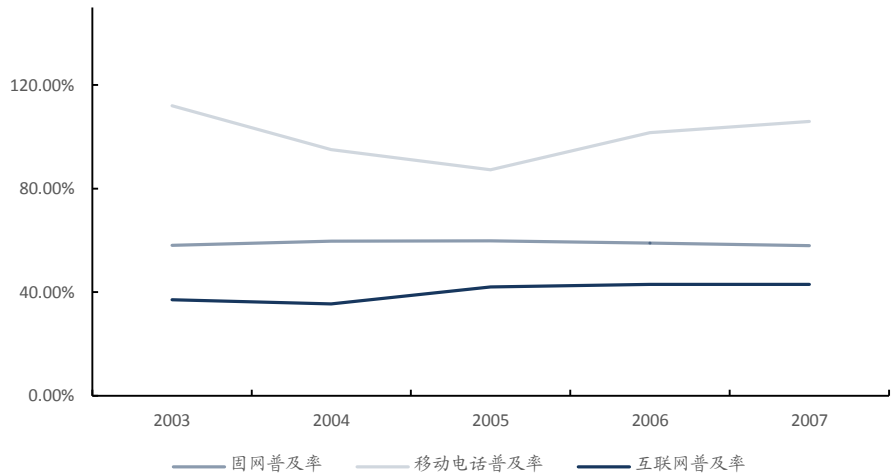
2013 年 10 月，中华电信通过拍卖竞价的方式以 390.8 亿获得 B2、C2 和 C5 三个频段，为同行业中唯一获得频宽合计 35MHz 频宽的电信运营商，中华电信在未来的 4G 市场中占得先机。在此次 4G 牌照竞标中，共有 6 家公司最终竞标成功，分别是：中华电信、台湾大哥大、台湾之星、鸿海与远传电信。中华电信虽然在 4G 竞标中领先同行业竞争对手，但是未来依然面临一定程度的经营压力。首先，为进一步完善 4G 布局，中华电信必然要加大对于 4G 网络的投资。公司预计 2014 年的资本支出为 401 亿，同比增长 17.8%，主要用于投资 4G 网络、光纤网络及 Wifi 热点建设等。高额竞标价与资本化支出的上升将使得中华电信未来再次面临折旧、摊销费用上涨带来的压力。另一方面，与 3G 时代相比，获得牌照的公司数量增加，中华电信在未来的 4G 市场中将面临更为严峻的市场竞争环境。

经营环境分析：行业瓶颈凸显，转型是大势所趋

传统通信业务达到天花板

民营化改革之初，中华电信的传统通信业务达到天花板。2003 年，台湾地区市内电话的普及率为 58.1%，移动电话 sim 卡的普及率为 112%，上网人口普及率为 37%。这三项指标揭示了台湾的基础通信市场基本已经饱和，市场规模很难继续扩张。中华电信此前主要依靠粗放式的规模扩张模式推动收入增长，它的商业模式可以被归纳为“投资—提升市场占有率—再投资”。作为垄断厂商，中华电信在定价问题上享有较高的话语权，充足的现金流则支持公司进行新一轮的投资。然而，市场饱和意味着中华电信的通过规模扩张实现盈利的商业模式已经逐渐失效。

图 20: 台湾地区固网普及率、移动电话普及率以及互联网普及率

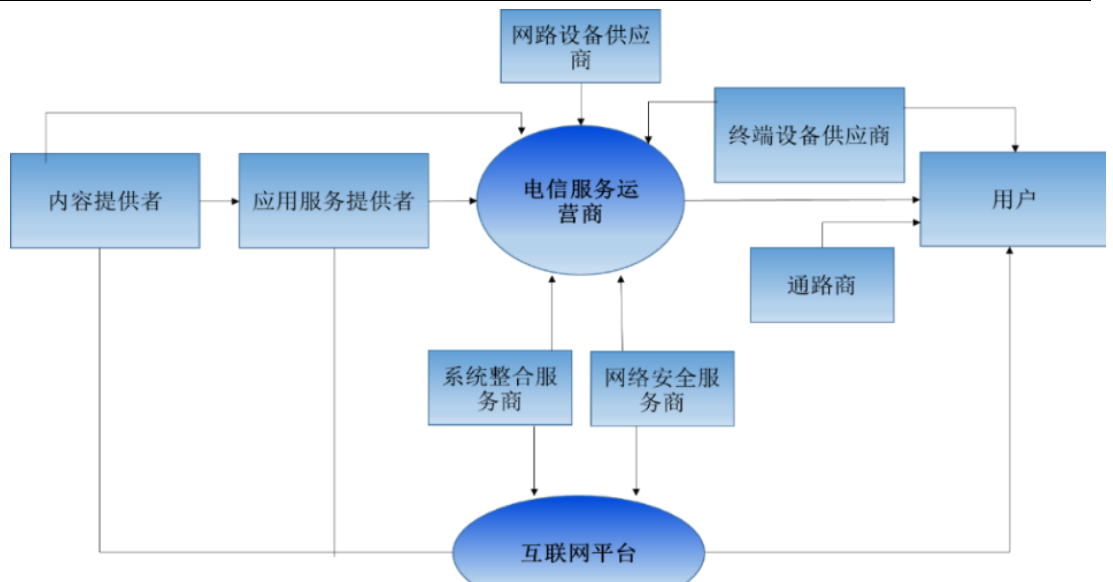


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

另一方面, 电信自由化使得市场进入门槛降低, 新竞争者不断涌入市场。中华电信如果仅依靠原有经营模式保持市场占有率, 就必须进一步加强基础通信设施的建设、维护以及优化。在这种商业模式下, 巨额的资本支出是中华电信挤压竞争对手的主要手段。此外, 在这一时期, 语言、短信等基础通信业务在中华电信的营业收入总额中占很大比重。由于基础通信业务的同质化严重, 新竞争者对于低价策略的频繁使用将使得中华电信的基础通信服务的利润空间被压缩。总体而言, 资本支出的上升与利润空间的压缩将使得中华电信步入恶性循环。

产业链控制力下降, “管道化”挑战严峻

图 21: 电信产业链



资料来源: 国信证券经济研究所整理

在过去, 电信运营商是链接上游设备供应商、内容提供商与消费者之间的唯一纽带。设备供应商与内容提供商处于竞争激烈的市场环境中, 提供同质化产品的竞争者较多, 因而在产业链中的议价能力较弱。而作为电信运营商的中华电

信则处于垄断，或寡头竞争的市场环境中。例如，台湾的固网通信公司仅有四家：中华电信、台湾固网、亚太电信以及新世纪资通。即使在“电信自由化”的推动下，获得台湾的 3G 服务执照的公司也只有 5 家。弱竞争环境使得电信运营商获得了较强的议价能力以及产业链控制力。

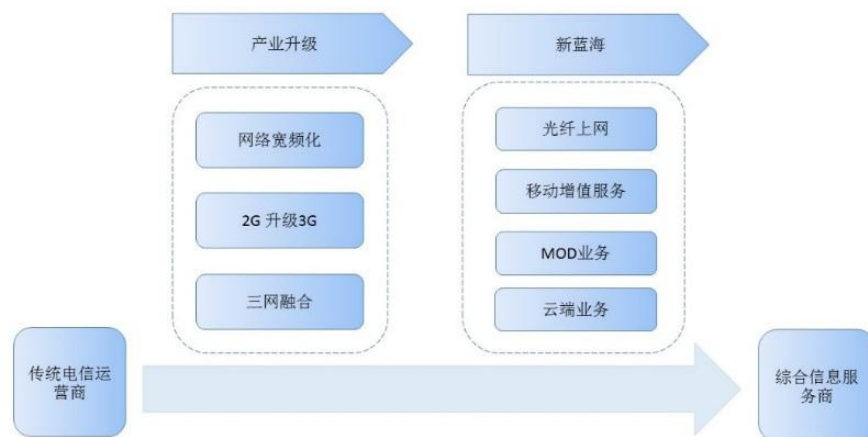
近年来，移动互联网的发展逐渐改变了通信行业的整体生态系统。在移动互联网时代，随着产业融合不断深入，智能终端与特色应用成为了最受消费者青睐的产品。终端供应商与应用开发者可以通过明星产品绑住客户，从而倒逼运营商与自己合作，因而终端厂商与应用开发者在产业链中的话语权大幅提升。苹果、三星就是此类终端厂商中的典型代表，他们依靠 iPhone、Galaxy 等明星产品获得了大量客户资源。在智能手机市场不断爆发的背景下，电信运营商也需要积极与苹果等终端厂商进行合作，并依据终端厂商的需求制定配套服务。

另一方面，社交媒体的出现彻底改变了人际交流的基本方式。Facebook、新浪微博、微信的流行对于运营商的短信、语音等基础通信业务造成严重冲击。而互联网公司在通信产业中的介入则为上游的内容及应用提供者提供了另外一条链接用户的通道。此外，互联网公司对用户免费的商业模式更直接削弱了运营商在产业链中的控制力。

运营商在新的生态系统中面临“管道化”挑战，其赖以生存的客户优势正在被终端厂商与互联网公司不断蚕食。目前，电信运营商的优势主要体现在对于网络以及海量数据的掌控，如何将数据流量转化为现金流是运营商面临的重要挑战。

经营战略解读：抓住产业升级机遇，积极进入新蓝海

图 22: 中华电信转型历程



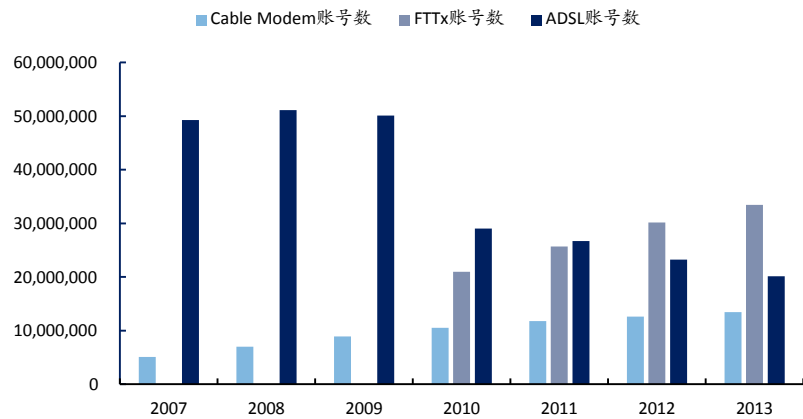
资料来源：国信证券经济研究所整理

回顾过去十多年的发展历程，中华电信并没有依循过去规模扩张的粗放模式。

相反，中华电信积极回应了市场变化，灵活地推出了多项符合市场需求的新业务。中华电信在业务转型方面的成功经验可以被归纳为两点：1. 抓住产业升级的机遇；2. 积极进入新蓝海。具体而言，中华电信重点规划的宽频业务、移动通信相关业务、MOD 业务以及近两年推出的云端业务使得公司牢牢抓住客户，并不断提升利润空间。公司成功的从传统的通信运营商转变为综合的信息服务提供商。

宽频上网，开启高速模式

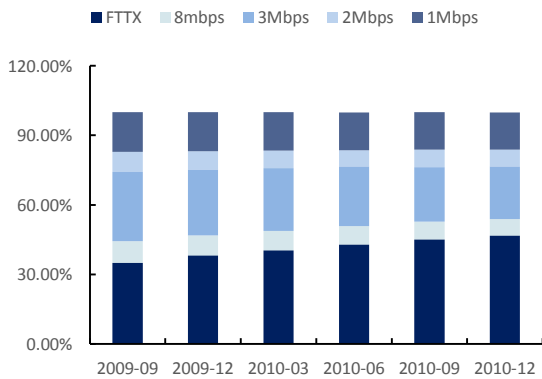
图 23: 台湾地区宽带上网账户数分布 (按上网类别)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

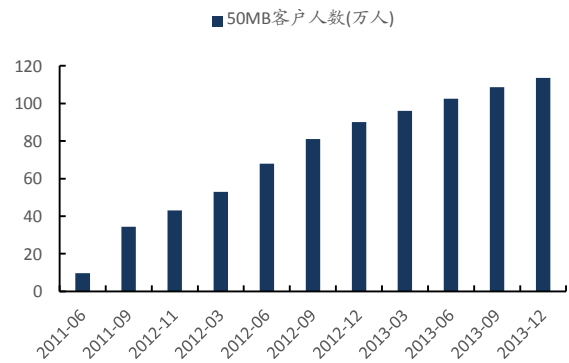
进入 21 世纪，视频等高流量业务的上升不断加剧网络宽频化的需求。一直以来，基础网络服务是中华电信的传统优势业务，面对市场需求的变化，中华电信采取了加强主业的经营策略。2005 年左右，公司判断未来光纤上网 (FTTx) 将成为未来的主要上网方式。因此，中华电信在不断为 ADSL 客户提升上网速度的同时，积极发展了光纤上网业务。截至 2010 年底，公司的宽频客户中光纤上网客户达 46.7%，比 2009 年增加了 8.6%。2011 年公司率先推出 50MB 的光纤上网服务，进一步提升了宽频服务的竞争力。

图 24: 中华电信宽频客户分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 中华电信 FTTx 50MB 客户数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司凭借对宽频网络的建设以及优化，满足了用户对于高网速的需求，保持了

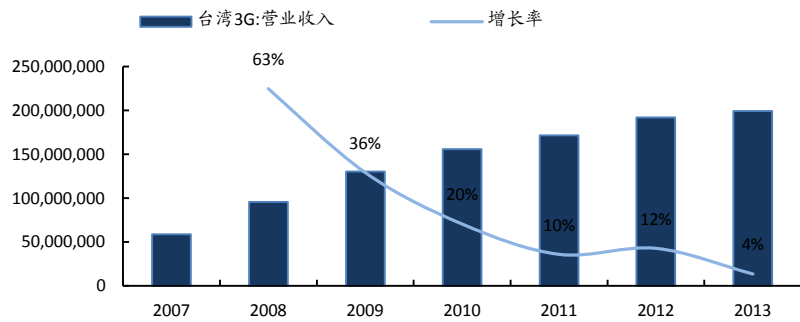
公司在宽频市场的占有率。截至 2013 年第 4 季度，公司宽带接入业务的客户数达 455 万，市场占有率为 77.8%。网络宽频化战略为公司带来的直接收益是客户 ARPU 的提升。此外，凭借宽频业务在市场中的领先地位，公司避免了客户资源被竞争对手进一步分流。数据资源的积累也为公司制定后续的战略选择提供了空间，尤其是为公司的云端服务奠定了基础。

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

3G 技术打开了移动互联网的大。中华电信抓住了移动互联网带来的发展机遇，积极拓展了移动通信业务。面对更为激烈的市场竞争环境，公司通过在 3G 市场的提前布局赢得了不错的市场占有率。

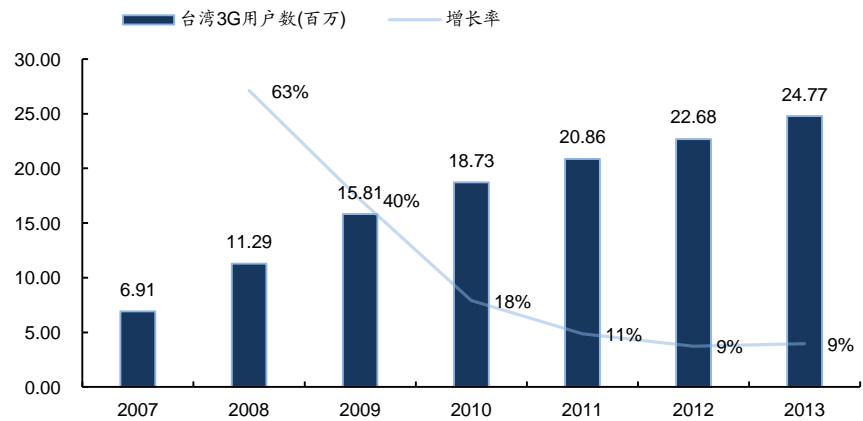
2007 年后，中华电信在 3G 市的业务布局进入收获期。首先，台湾的 3G 用户数与 3G 营业收入在 2007 年后出现爆发式增长。2008 年，台湾的 3G 营业收入为 9500 万新台币，同比增长 63%，用户数超过 1100 万，同比增长 63%。

图 26: 台湾地区 3G 营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

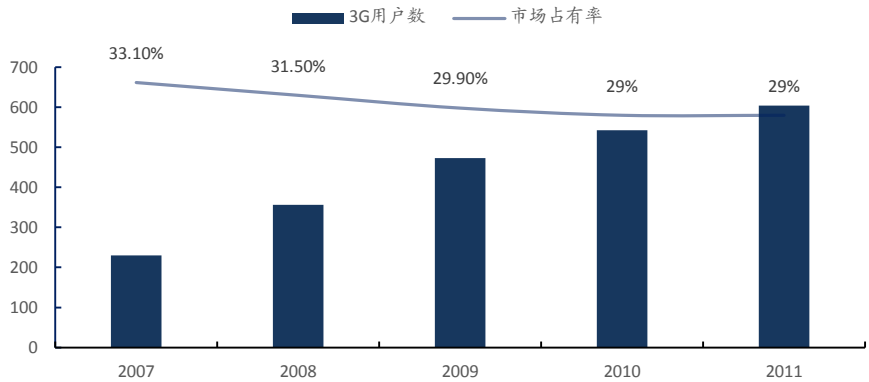
图 27: 台湾 3G 用户数及增长率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

台湾的 3G 市场主要由 5 家公司瓜分，竞争非常激烈。中华电信凭借先行者的优势，在 3G 市场中处于领先地位。2009 年，中华电信的 3G 客户数与营业收入均为第一名。中华电信为保持在 3G 市场中的相对优势做出了诸多努力。例如，公司积极推广“元气”与“F2”两套移动资费套餐，希望以价格优势来进一步增加移动通信客户数量。

图 28: 中华电信 3G 用户数及市场占有率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在积极建设移动通信网络基础设施之外, 公司大力拓展了移动增值业务。2009 年, 公司发布线上电子书城 Hami, 成为台湾第一家在 iPhone 手机上推出应用程序的电信运营商。总体而言, 中华电信放弃初期依靠巨额资本支出实现规模扩张的粗放发展模式, 开始采取精细化管理模式, 提升服务价值, 力图实现用户数量以整体营业收入的提升。

图 29: 中华电信与 LINE 合作

资料来源: 公司网站、国信证券经济研究所整理

积极建设 3G 网络等基础设施可以被视作是公司选择的延续性发展策略, 而大力发展移动增值业务, 尤其是 Hami 平台的推出, 则体现了公司经营思路的转变。在移动互联网时代, 入口决定了企业对于流量的控制力。公司选择发展直接面向大众消费者的 Hami 平台服务, 本质目的是抢占移动互联网的线上入口。假设该平台能够获得成功, 中华电信将摆脱“管道化”危机。

图 30: 中华电信 HAMi



免費無限使用LINE功能包括下述項目：

- ✓ 傳送/接收文字訊息
- ✓ 發送/接收照片及影片
- ✓ 傳送/接收聲音訊息
- ✓ 語音通話
- ✓ 貼圖



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

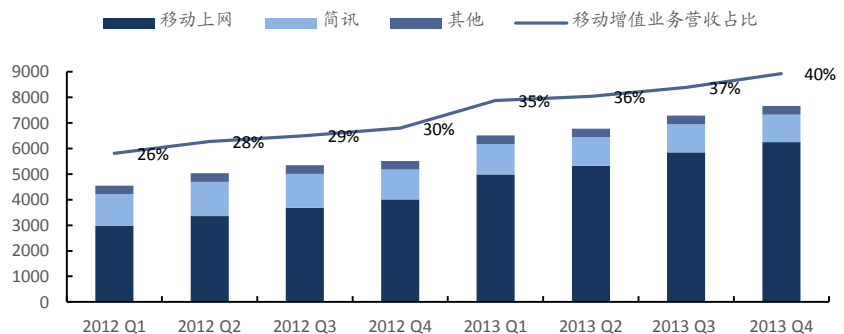
除了自建平台之外，中华电信积极与有影响力的平台服务商进行合作。社交平台无疑是移动互联网时代的抢夺用户流量的必争之地。2013年11月，中华电信与LINE达成合作，公司推出“mPro 讯息 APP 服务优惠包”。该优惠套餐为mPro用户提供免费使用的LINE的文字讯息、照片及影片等服务。公司作为电信运营商，在开发移动社交软件方面并不具备优势，且此类软件的用户导入时间较少，因而成本较高。目前，LINE在台湾地区有超过1700万用户，全球注册用户则超过3亿。公司选择与成熟社交平台LINE合作将促进公司在移动社交平台领域的影响力。未来，客户资源丰富的社交平台将是电信运营商数据流量的保证。除推出免费服务外，中华电信在产品内容丰富度上做了充分准备，公司还推出了“位置共享、查看动态消息、摇一摇”等收费服务，该收费服务的推出有利于进一步提升公司的移动通信增值服务的营业收入。另一方面，中华电信也在LINE平台上推出了公司的官方账号，该官方账号的关注数量目前超过300万。该官方平台为关注者提供优惠信息，抽奖活动信息以及趣味漫画等服务。

图 31：中华电信 LINE 官方账号服务内容



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

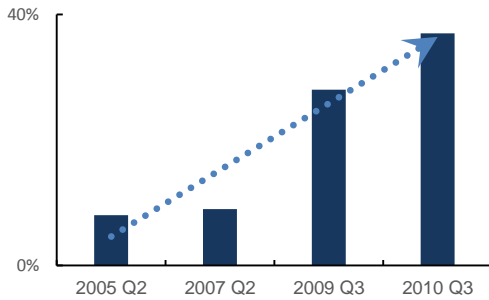
图 32：中华电信移动增值服务表现（2012-2013）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

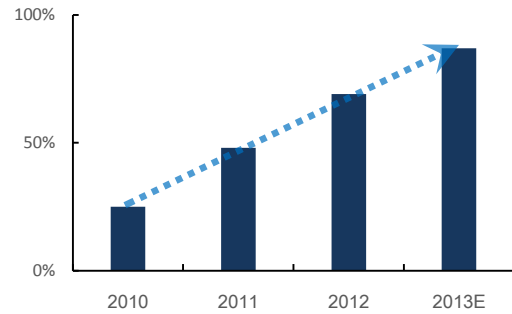
中华电信在移动通信市场的另一项成功之处体现于对于智能手机市场的准确判断。根据美国市场的经验，2009 年智能手机已经进入爆发期。公司在 2009 年前后就开始与苹果、HTC 等智能手机生产商进行合作。2011 年，iphone 4S 的热卖使得公司移动通信营收实现了超过 30% 的增速。主动选择与智能终端厂商进行合作说明中华电信及时意识到了通信行业生态系统的变化，未来智能终端将凭借特色业务进一步抢夺产业链中其他厂商的客户资源。

图 33: 美国移动宽频用户智能手机渗透率



资料来源: Park Associate、国信证券经济研究所整理

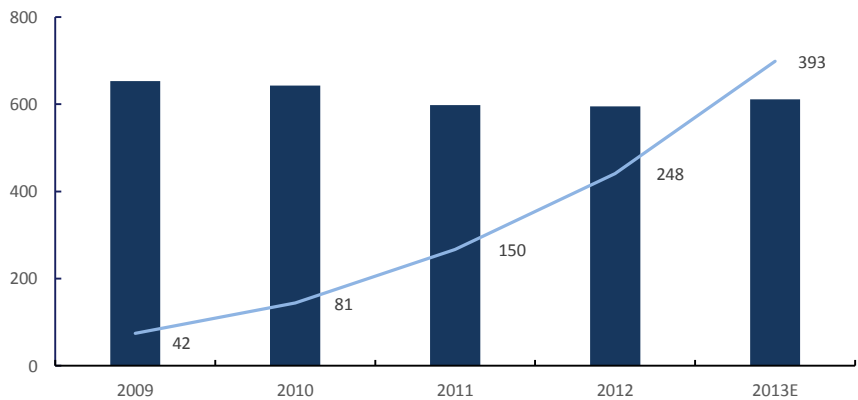
图 34: 中华电信智能手机客户数比重



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

受监管层要求降价的影响，移动通信资费在过去几年内不断走低，这样使得中华电信的移动通信服务 ARPU 值呈现一定程度的下降，但凭借公司在增值服务及智能手机等领域的努力，移动通信业务的 ARPU 值依然维持在较高的水平上。另一方面，中华电信积极拓展了移动上网客户，与语音、短信等传统业务相比，移动数据业务对收入增长的贡献更大。总体而言，移动上网客户的不断增长以及相对乐观的 ARPU 值支撑了中华电信移动通信业务的营业收入的不断上升。

图 35: 中华电信移动增值服务表现 (2012-2013)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

打造 MOD 品牌优势，切入 IPTV 市场

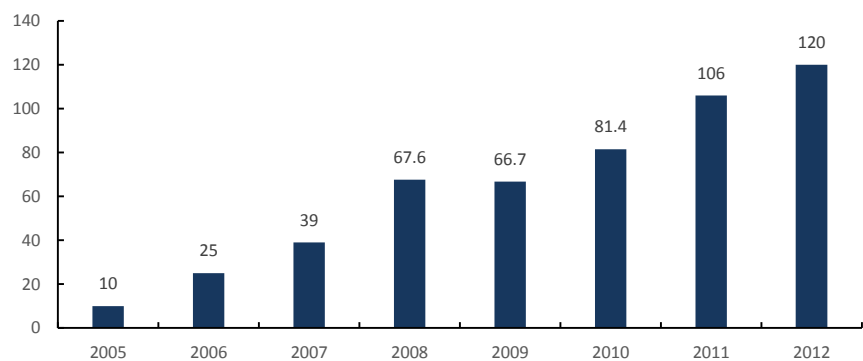
图 36: 中华电信 MOD 机顶盒



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

MOD (Multimedia on demand) 服务, 即随选视讯服务为消费者提供了全新的电视服务体验, 是电信运营商在宽频时代提供的精品服务。该服务可以被视作是中华电信网络宽频化战略的延伸, 是对宽频网络价值的进一步挖掘。传统通信业务的出发点在于满足人们的人际交往需求, 而随着技术的发展, 尤其是社交媒体对于人际交流方式的巨大影响, 电信运营商的传统通信业务不断萎缩。另一方面, 伴随消费升级的趋势不断发展, 人们的消费需求结构改变, 娱乐消费需求的比重不断提升。根据 Gartner 公布的数据, 2010 年全球数字信息和娱乐产品的消费达 2 万亿美元, 而预计到 2015 年这一数字有可能达到 2.8 万亿。中华电信主动跳出传统通信行业的原有业务范围, 积极开发娱乐内容相关的产品服务。此前, 公司推出的部分移动通信的增值服务可以被视作是涉足娱乐消费市场的初步尝试, 而 MOD 业务的推出则使得公司拥有了进入娱乐消费市场的王牌产品。

图 37: MOD 服务客户数量

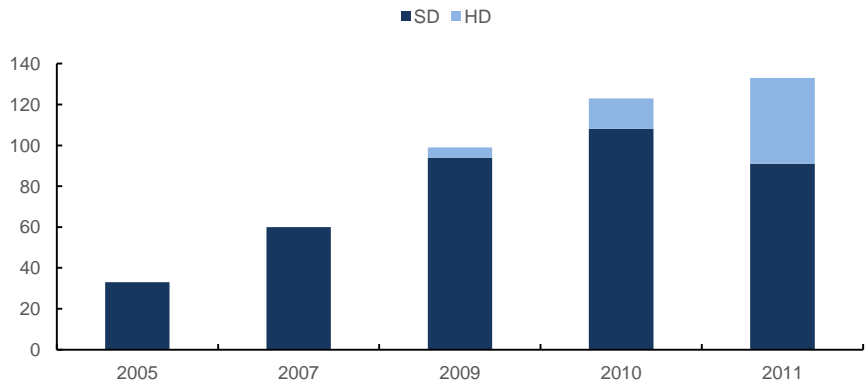


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在 MOD 市场中, 中华电信最大的劣势在于内容资源匮乏。中华电信没有有线电视经营执照, 因此 MOD 的内容只能依赖有线电视服务商, 它所能提供的新内容服务较少。如果不能有效地拓展新内容, 对于消费者来说, MOD 就会沦为另一种观看节目的渠道, 吸引力将大幅下降。中华电信有效地解决了内容服务的问题。2007 年, 中华电信与好莱坞片商达成合作, 积极引入国外片源。其中,

值得一提的是公司直接拿到了新力影业的 500 部电影版权。2008 年，公司获得北京奥运会的独家转播权。至 2011 年，MOD 频道的内容覆盖新闻、运动、音乐、戏剧以及综艺节目。2012 年公司再次获得伦敦奥运会的转播权，并将以 3D 频道转播奥运赛事。中华电信通过推出一系列高质量内容服务，成功地提升了 MOD 服务的客户数量。

图 38: 中华电信 MOD 服务频道数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

除了大量引进优质内容之外，中华电信注重发展 MOD 的差异化服务。随选视讯服务是 MOD 业务的亮点之一。至 2011 年，中华电信的随选视讯服务的累计时长约为 12,000 小时，特色内容包括英语教学等。此外，公司在 MOD 平台商相继推出了线上银行、卡拉 OK、游戏及专属的企业服务等功能。

在 MOD 业务的营销策略上，中华电信积极推出更具竞争力的套餐。例如，目前，公司在 MOD 的费率说明中声明，低收入户的平台费以 5 折计算。此外，公司将 MOD 业务与光纤上网等其他服务进行整合，推出整合套餐，也使得 MOD 服务更具吸引力。

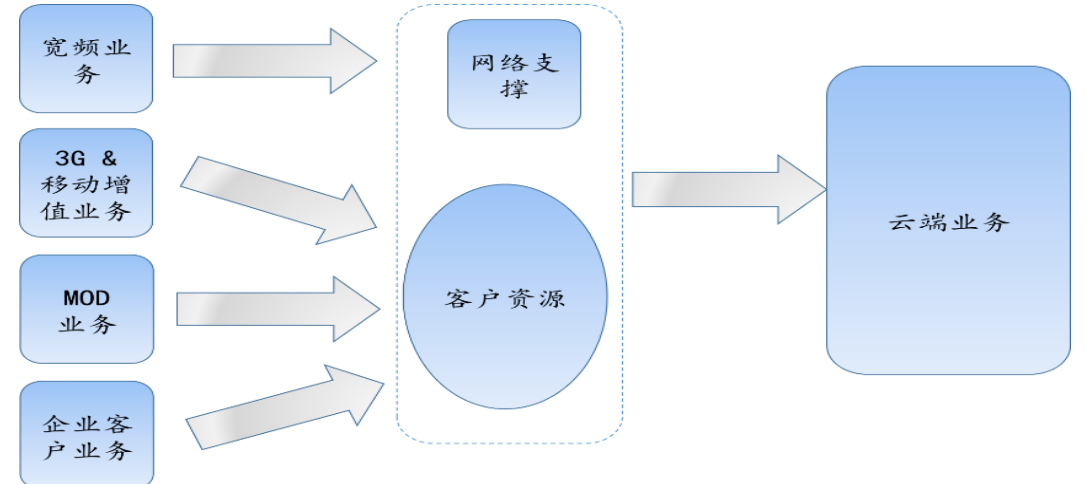
表 6: 中华电信与中嘉网路 IPTV 套餐资费对比

| | 中嘉网路 | 中华电信 |
|------|-------------------------------------|--------------------------|
| | HD 价值餐 | 免费收视 (不收取频道费，仅收平台服务费) |
| 低档套餐 | 套餐内容: 7 个高画质频道+ 8 个标准画质频道 | 可观看所有免费收视节目 |
| | 价格: 100 元/月 | 89 元/月 |
| | 一年优惠价: 29 元/月 | |
| | 套餐名称: HD 综合餐 | 家庭精选餐 |
| 中档套餐 | 套餐内容: 9 个高画质频道+ 8 个标准画质频道 | 共 54 个频道 |
| | 价格: 150 元/月 | 198 元/月 |
| | 一年优惠价: 49 元/月 | |
| | 套餐名称 1: 全家欢乐餐 | 家庭豪华餐 |
| 高档套餐 | 套餐内容: 30 个高画质频道+ 8 个标准画质频道+30 个音乐频道 | 共 120 个频道, 含 42 个高清频道 |
| | 价格: 400 元/月 | 359 元/月 |
| | 一年优惠价: 99 元/月 | |

资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

云端服务，下一个十年的核心驱动力

图 39: 中华电信业务结构图



资料来源：国信证券经济研究所整理

云端业务是中华电信近年来重点布局的业务之一，也是中华电信对于云计算发展潮流的积极回应。随着云计算时代的到来，运营商的诸多业务受到挑战，如 IDC 数据中心等托管类业务，以及视频会议等通信协作类业务。因此，如果不积极发展云端业务，中华电信很有可能丢失大量客户，尤其是贡献值较高的企业客户。另一方面，发展云端业务也是中华电信从传统运营商转型成为综合信息服务商的最佳良机，云端业务不再是为他人做嫁衣的“管道”业务，而是直接面向用户的信息服务，服务的核心价值掌握在中华电信手中。总体而言，云端业务的发展将直接带动公司的 ICT 业务竞争力的提升，公司可以在云计算平台上为企业客户提供更多的包括基础设施、软件服务等在内的服务。

图 40: 中华电信云端服务平台—中华云市集



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

中华电信在云计算业务的布局可以被归纳为“四中心、一平台、一市集”。“四中心”是指：研发中心、测试中心、营运中心和体验中心。“一平台”是指云端服务创作平台，该平台主要服务于云端软件开发人员。“一市集”是指“中华云市集”，旨在为企业客户提供方便、快捷、随选即用的云端应用服务。目前中华电信的云端服务主要包括：hicloud 云计算、hicloud S3 云储存、hicloud VPC（虚拟私有服务）、客户关系管理系统（SaaS）等。

表 7: 中华电信云端服务结构

| | | | |
|-------------|-----|-----------|-----|
| 政府 | | 产业 | |
| 健康云 | 交通云 | 云平台 | 云储存 |
| 公安云 | 低碳云 | | |
| 企业 | | 个人 | |
| 企业私云、客户关系管理 | | Hami 个人云 | |
| 云桌面 | | | |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

总体而言，在完成一系列的战略布局之后，中华电信积累了大量客户资源，并完善了基础网络的支持能力。云计算对于运营商的网络支撑能力要求极强，而凭借近年来对于宽频网络的持续投资，公司的网络支撑能力不断上升。其次，中华电信各项业务的结合使得其在个人层面与企业层面均具有庞大的客户资源，公司的品牌效应则成为发展云计算的优势之一。原因在于，云端安全是云计算时代客户关心的重点。公司在资安服务以及 IDC 数据中心运营方面积累了大量经验，因此客户信赖公司提供的云端安全。

协同效应显著，借外延并购提升市场竞争力

虽然中华电信在传统通信领域居于霸主地位，但是在转型初期，中华电信显然在智能手机以及云端服务等新业务领域缺乏经验积累。因此，中华电信选择了外延收购与合作投资相结合的策略来发展新业务。

表 8: 中华电信并购及合资案例汇总

| 时间 | 标的 | 股权持有比例 | 标的主营业务 |
|-------------|----------|--------|-----------------------------|
| 2006 年 9 月 | 是方电讯 | 70% | IDC 服务 |
| 2007 年 1 月 | 神脑国际 | 31.3% | 通讯零售商，如手机销售 |
| 2007 年 12 月 | 东华电信 | 100% | 国际通信业务 |
| 2007 年 12 月 | 中华系统 | 100% | 代购网络通讯设备、终端设备 以及提供系统整合服务 |
| 2008 年 12 月 | 资拓科技 | 49% | 咨询软件与系统整合服务 |
| 2011 年 7 月 | 中华硕銓 | 51% | 车牌辨识产品及软件开发 |
| 2011 年 8 月 | 智趣王数位科技 | 65% | 多样化亲自家庭教育服务 |
| 2012 年 1 月 | 江苏振华信息科技 | 75% | 智慧节能 iEN 家具 |
| 2012 年 11 月 | 上海华雄信息科技 | 51% | 智能建筑与智能家具 |

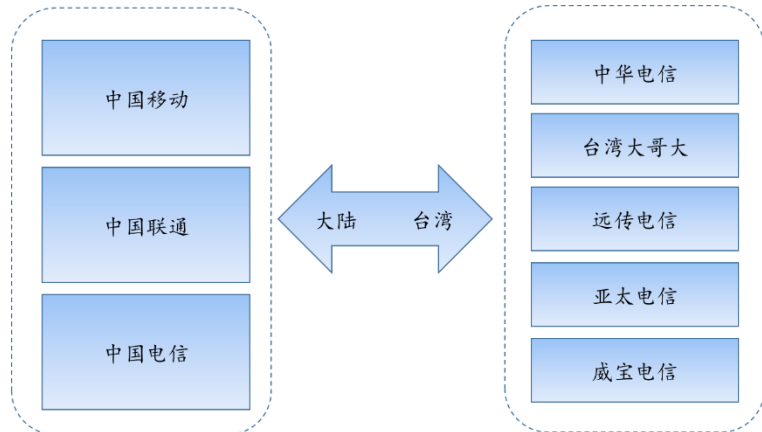
资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

通过收购是方电讯，中华电信进一步增强了 IDC 服务的竞争力。2006 年，中华电信虽然已经成为了台湾地区排名第一的 IDC 服务企业，但是公司的 IDC 电路已经出租一空，而是方电讯作为第二大 IDC 服务公司，依然拥有剩余容量。中华电信通过这笔并购不仅能够提升市场占有率，而且能够进一步扩大 IDC 服务。收购神脑国际则使得中华电信的销售渠道快速拓宽，这直接推动了公司在智能手机市场的快速发展。总体而言，中华电信的并购行为的协同效应非常显著，公司在外延并购中的经验值得信赖。从近几年中华电信的外延投资轨迹中可以看出，公司未来积极切入智慧建筑、智能家具等新市场。

启示：3G 时代的中华电信与中国联通

与台湾电信行业的发展历程极为相似，中国大陆的电信行业同样经历了由政府垄断到市场不断开放的过程。然而，总体而言，大陆的电信自由化程度较低，三大电信运营商，中国移动、中国电信、中国联通依然为国有企业。大陆电信市场的竞争程度也远不如台湾市场激烈，三大运营商基本垄断了大陆的电信市场，而台湾的电信行业中则有 5，6 家实力较强的公司进行竞争。

图 41：中国大陆与台湾地区 3G 市场竞争格局比较



资料来源：国信证券经济研究所整理

中国联通与中华电信在 3G 时代的经营表现具有可比性，两家公司均抓住了 3G 发展带来的机遇，在竞争相对激烈的 3G 市场中抢占了较大的市场份额。从技术层面来看，两家公司均选择了 WCDMA 标准。

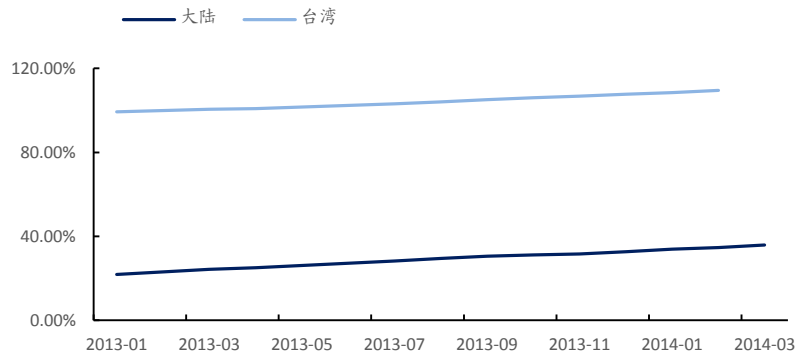
表 9：中华电信与中国联通 3G 服务比较

| | | 中华电信 | 中国联通 |
|----------------|--------|----------------------------|----------------------------|
| 技术标准 | | WCDMA | WCDMA |
| 3G 频段 | | 1920-1935MHz, 2110-2125MHz | 1920-1980MHz, 2110-2170MHz |
| | | 1915-1920MHz | |
| 3G | 上行速度 | 2.0Mbps | |
| | 下行速度 | 7.2Mbps | |
| HSPA | 上行速度 | 5.76Mbps | 5.76Mbps |
| | 下行速度 | 14.4Mbps | 7.2Mbps |
| HSPA+ | 上行速度 | 11.5Mbps | 5.76Mbps |
| | 下行速度 | 21.6Mbps | 21.6Mbps |
| 含 500MB 免费流量套餐 | 费用 | 450 (新台币) | 156 (人民币) |
| | 套餐其他优惠 | 无 | 420 分钟国内语音通话 |
| 含 3GB 免费流量套餐 | 费用 | 650 (新台币) | 886(人民币) |
| | 套餐其他优惠 | 无 | 3000 分钟国内语音通话+ |

资料来源：国信证券经济研究所整理

两家公司的 3G 服务质量，尤其是网络上下行速度，并无巨大差别，然而两家公司的 3G 服务费用差别明显。在 500MB 免费流量的一档套餐中，中华电信的套餐价格为 450 新台币，折合人民币约 90 元，而中国联通的同类套餐中虽然提供了免费国内语言通话及其他增值服务，但套餐价格为 156 元，远远高于中华电信。在 3GB 免费流量的高档套餐中，两家公司的费用差别更为显著。

图 42: 2013 年大陆与台湾 3G 渗透率比较



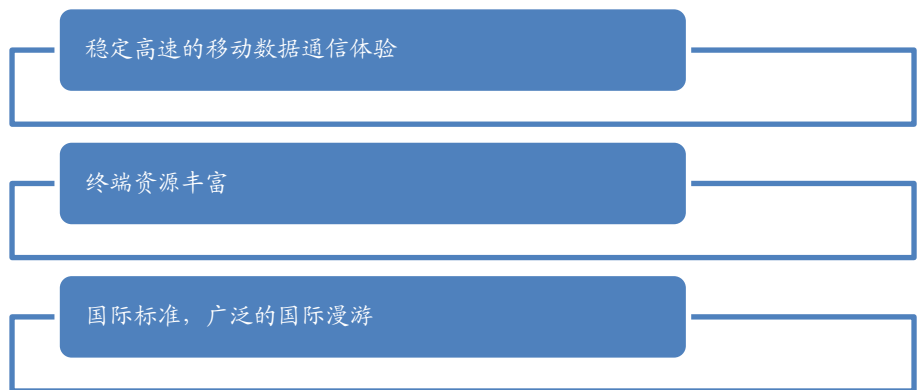
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

大陆的 3G 市场与台湾的 3G 市场的发展成熟度以及竞争激烈程度不同,是造成两家公司的 3G 套餐价格差异的主要原因。2013 年在台湾地区, 3G 的渗透率已经达 100%, 市场趋于饱和。对于中华电信等台湾电信运营商来说, 3G 用户的增长率基本平稳, 因此公司在 3G 市场的发展重心应是提升服务质量, 如进一步提升网络速度等。此外, 台湾的各运营商积极发展 3G 的增值服务内容, 以提升客户的 ARPU 值。另一方面, 各运营商为进一步争夺市场份额, 频繁采取低价策略, 这也迫使中华电信不得不推出更具价格竞争力的 3G 套餐。

3G 业务虽然是中华电信的业务发展重心之一, 但是受限于激烈的竞争环境以及趋于饱和的市场空间, 中华电信无法仅依靠 3G 服务本身打造公司在移动通信市场中的核心竞争力, 公司未来在移动通信市场的竞争力将主要来源于 Hami 与 Emome 两大平台。

大陆的 3G 技术发展较晚, 2013 年大陆地区的 3G 渗透率仅为 30%左右, 该比率正处于不断攀升的趋势。总体而言, 大陆的 3G 市场依然处于快速发展阶段。因此, 对于中国联通等大陆运营商而言, 不断上升的 3G 的使用需求支持了 3G 套餐的相对较高的价格。另一方面, 处于寡头地位的三大电信运营商有较强的定价权, 这也是大陆 3G 资费高于台湾地区的原因之一。

图 43: WCDMA 技术优势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

毋庸置疑, 3G 业务是中国联通的核心竞争力之一。公司提出了“3G 领先与一体化创新战略”。公司在未来的战略布局中以 3G 服务为基础, 力图实现整合型通信服务的发展, 公司明确指出在 3G 时代, 语音业务不再是业务重心, 增值

服务则是 3G 业务的核心价值。此外，与中国移动及中国电信相比，联通的 WCDMA 技术具备差异化竞争优势，公司力图以此提升客户的服务体验，进一步建立公司的营销优势。

总体来看，根据中华电信的发展经验，随着市场逐渐饱和，中国联通需要大力发展移动增值业务以提升用户粘性。未来，对于中国联通来说，丰富娱乐内容服务以及加强与社交平台的合作应是移动通信服务的主要发展方向。

表 10: 中国联通与中华电信经营能力对比

| 货币: 人民币 | 中华电信 | 中国联通 |
|-----------------|------------|------------|
| 总市值 (亿元) | 1513.02 | 686.77 |
| 经营能力 | | |
| 营业收入 (千元) | 78,816,926 | 47,100,656 |
| 净利润 (千元) | 3,278,859 | 8,205,213 |
| 净资产报酬率 (ROE) | 10.98 | 4.68 |
| 3G 业务 | | |
| 3G 用户数 | 804 万 | 1.23 亿 |
| 3G 用户 ARPU 值 | 154.3 | 75.1 |
| 宽带业务 | | |
| 宽带用户数 (万) | 455 | 6464.7 |
| ADSL 用户 ARPU 值 | 87.60 | - |
| FTTx 用户 ARPU 值 | 177.48 | - |

资料来源: wind 数据、国信证券经济研究所整理

未来: 4G 业务能否再造辉煌

2014 年 5 月 29 日，中华电信正式推出 4G 服务，成为台湾地区第一家推出 4G 服务的运营商。中华电信的 4G 月租费分为 236、436、936、1136、1336、1736 和 2636 元新台币 8 个级别。套餐所包含的上网流量最高可达 16G。与 3G 资费相比，4G 各挡套餐的月资费约增长 1 倍。在此前的招标阶段，中华电信便以领先竞争对手，公司在 4G 竞标中共获得了 35MHz 的频宽，远远超过竞争对手，此外中华电信获得了 1800MHz 这一频段资源，该频谱是全球 LTE 网络中最为普及的频段之一。总体而言，该业务的推出有利于公司提升移动通信业务的竞争力。

然而，4G 业务在短期内不太可能对公司的营业收入以及净利润增长做出巨大贡献。一方面，获得 4G 牌照的运营商共有 6 家，这意味着中华电信将面临比 3G 时代更为激烈的市场竞争环境。另一方面，公司为完善 4G 业务的布局将进一步加大资本支出的力度，未来公司的折旧摊销费用将上升。

4G 业务本质上来说依然属于传统通信服务的范畴，通信技术的升级虽然能够改善用户的消费体验，但是对于提升客户的 ARPU 值的贡献很有限。新技术只有与新业务相结合才能大幅推动公司的业绩增长。具体而言，中华电信在推出 4G 服务的同时，需要进一步开发高流量、高带宽的增值服务。未来，若 4G 能与 MOD、云端服务、或其他 ICT 服务相结合，中华电信的营业收入将能实现快速增长。

展望: 转型之路还要走多远?

在过去十几年中，中华电信的转型无疑是成功的，然而对于这种发迹于传统产业的霸主企业来说，如何在主业加强与产业转型中抉择永远是一个无法回避的

问题。作为通信运营商，中华电信不可能彻底抛弃网络设施等传统业务，而毋庸置疑的是传统通信业务的利润将逐渐下降。另一方面，为了维持基础网络设施的竞争力、中华电信必须保证一定比例的资本支出，以此对基础网络进行维护和升级。中华电信在未来一段时间内仍然将背负利润的传统业务。因此，虽然近年来公司积极切入云端业务、物联网等新兴领域，但由于中华电信承受了更大的资本支出压力，公司的经营灵活性无法与轻资产的互联网公司相比。总体而言，中华电信将自己定位于整合信息服务商，正是体现了一种在传统主业与新业务两种之间寻找平衡的思路。中华电信的未来发展高度将主要取决于两点：1.如何提升传统业务的效率与利润率；2.如何借助传统业务的优势，拓展新业务？

它山之石，重点推荐中国联通

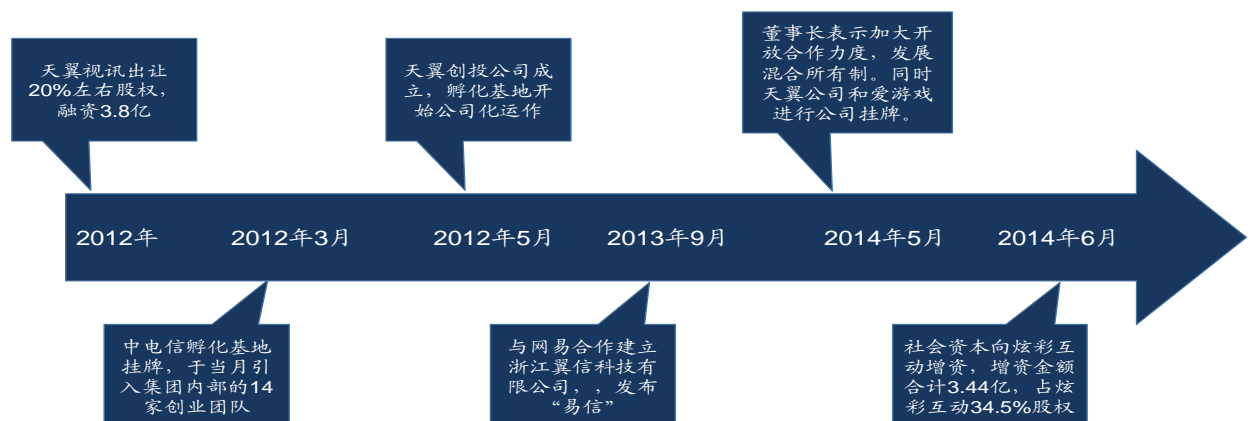
混合所有制改革预期，政策红利释放，激发活力

从国家政策层面上来看，去年 11 月，十八届三中全会做出全面深化改革的决定，提出积极发展混合所有制经济；今年 3 月份，“两会”政府工作报告进一步明晰了国企改革的方向和路径，明确了电信等七大领域需要向非国有资本推出一批投资项目。

目前中国电信在机制创新方面走在前列，一方面会继续将旗下各业务基地公司化，另一方面将引入社会资本，加强国资与民资的合作，中国移动也在寻求转型。早在 2012 年底，中移动就在筹建移动互联网公司和物联网公司，并计划尽快完成旗下 9 大基地的公司化改制。

中国联通方面，从 2012 年开始，中国联通网络分公司变身独立运营的网络子公司，中国联通支付有限公司正式挂牌，中国联通云计算公司也已开始运营，主要从事联通云平台产品的营销推广工作。参照中华电信，其活力的激发始于混合所有制的实施，在当前这个时点，运营商的管道能力受到互联网厂商的青睐，双方的结合意义重大，操作性强。

图 44：中国电信混合所有制改革进程

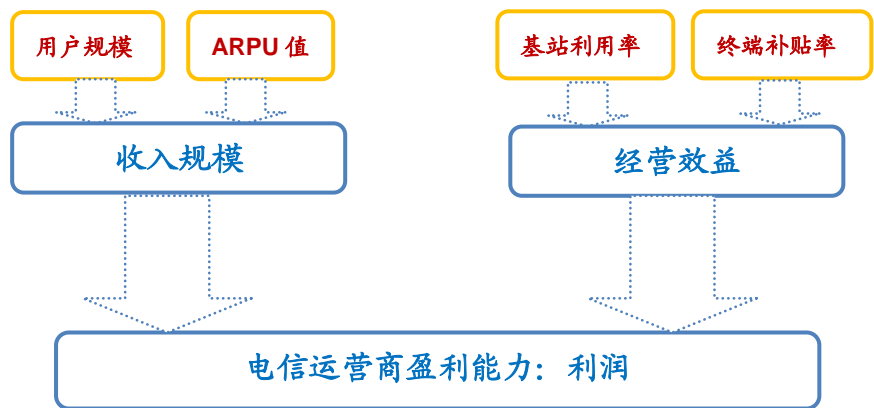


资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

收入端：用户规模持续上升，未来 4G 时代优势将继续保持

运营商收入模型研究：收入规模=用户规模*ARPU 值，基站利用率和终端补贴提升盈利能力。 运营商收入规模主要由两方面因素决定，一是用户规模，二是用户价值，即综合 ARPU 值，其中用户规模是实现收入的主要驱动力，ARPU 值则将确保收入快速增长。电信运营商盈利能力主要体现在利润，利润主要体现在收入规模和经营效益，经营效益主要表现在基站利用率和终端补贴率两个方面。基站利用率就是每个基站承载的用户数量和话务量，基站利用率提升表明资本开支发挥效应，短期内不需要加大资本开支。终端补贴率主要是体现在用户终端上，这也是拓展用户初期不可避免采取的手段，但随着 3G 渗透率的不断提升，电信运营商将不断下降其补贴率，减少终端销售成本，从而显著改善电信运营商整体盈利能力。

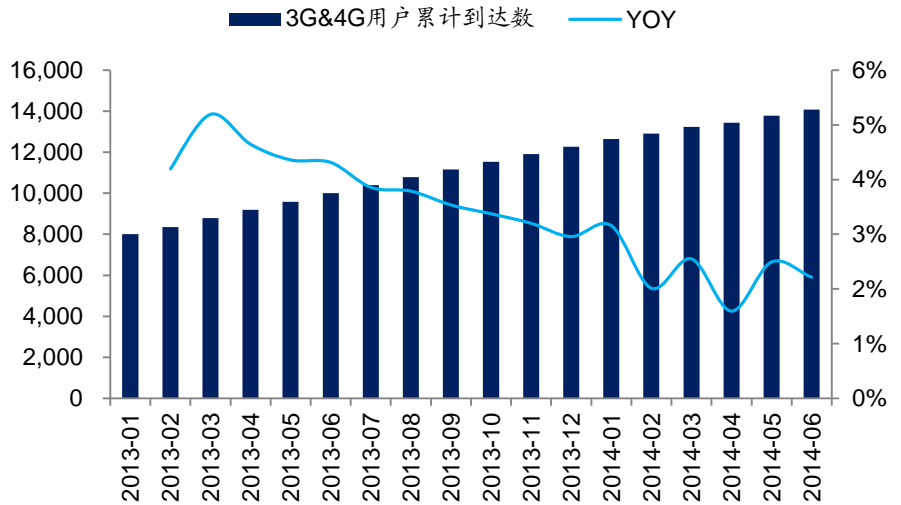
图 45：电信运营商盈利能力模型分析



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

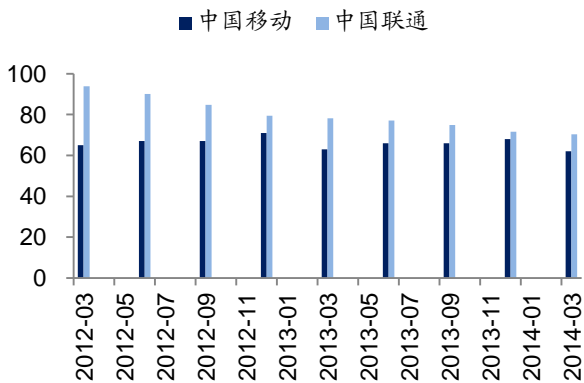
联通 4G 业务在 3 月已经正式商用，从公司公布的 6 月用户数来看，3G 和 4G 用户发展势头良好，3G&4G 累计突破 1.4 亿，环比增长 2.2%，单月净增 305 万，从 ARPU 值来看，联通位居三大运营商之首，体现 3G 时代制式优势和丰富的终端类型，我们认为，公司技术成熟且覆盖广泛的 WCDMA 网络为 4G 发展奠定了坚实基础，未来随着 FDD 正式牌照的发放，联通 4G 用户数和 ARPU 值将迎来新的发展，公司在 3G 的优势有望延续至 4G 时代。

图 46: 中国联通 3G&4G 用户累计到达数



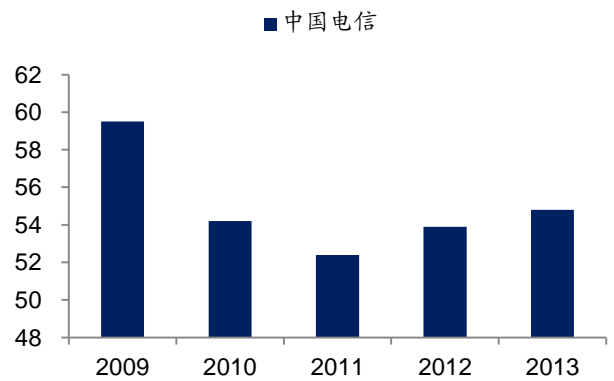
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 47: 中国移动和中国联通 ARPU 值比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 48: 中国电信 ARPU 值



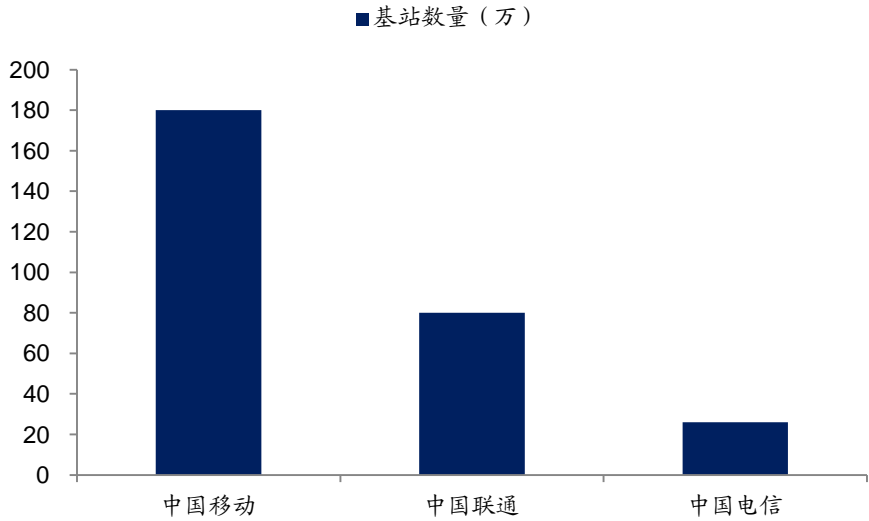
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成本端: 基础设施服务公司成立减少基站投资; 手机补贴降低

根据公告, 中国通信基础设施服务公司将由三大运营商联合组建。目前三大运营商正处在将一定电信资产注入该公司的初步阶段。且确定该公司的经营范围为“主营铁塔的建设、维护和运营, 兼营基站机房、电源、空调等配套设施和室内分布系统的建设、维护和运营以及基站设备的代维。”

基础设施服务公司的成立, 将直接利好运营商, 减少基站铁塔建设以及配套建设成本、运营维护成本, 特别是弱势运营商效应更显著, 由于对于宏基站而言站址资源天然存在稀缺性, 而三大运营商的站址资源差异较大, 中国移动的站址资源远高于其他两家。

图 49: 三大运营商基站数

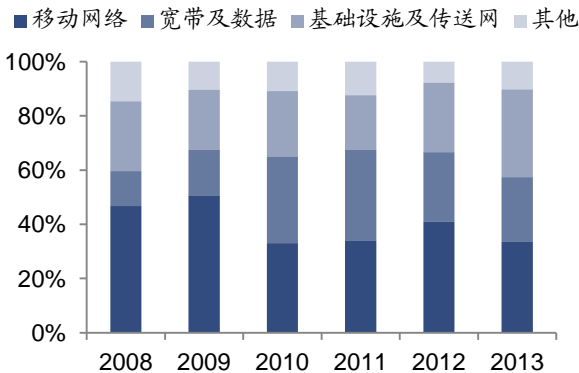


资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

具体资本开支方面,2013年,中国联通实际完成投资734.6亿,同比下滑26.35%,资本开支的具体结构为移动网络(33.6%)、宽带及数据(23.8%)、基础设施及传送网(32.4%)、其他(10.3%)。

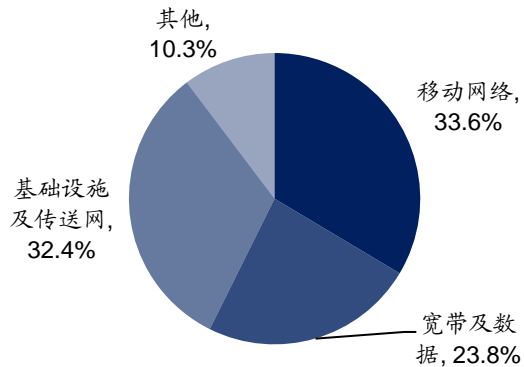
我们简单测算一下联通每年能节省的开支,假定铁塔及配套建设成本为700*35%*60%*70%,100亿左右,7年折完,每年折旧费用约为14亿,OPEX方面,联通的通常一年支出在300亿,假定可以共享的铁塔比例约在20%,每年节省的OPEX支出为8.5亿,这两项累计减少支出22亿,减去每年需要租赁铁塔的费用约在10亿,即铁塔公司全面接管铁塔新建和运营,提供租赁服务,将降低联通12亿左右的支出。

图 50: 中国联通分业务结构投资



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 51: 2013 年联通资本开支明细



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在手机补贴方面,国资委已向三大运营商下发通知,明确要求在未来三年内,连续每年降低20%的营销费用,此举预计将对运营商手机补贴方式、宣传策略,以及国内手机市场产生重大影响,三大运营商2014年共计划削减超过100亿元手机补贴,2013年,中国联通手机补贴支出为78亿,占主营收入比重为3.2%。

降低手机补贴对于中国联通这样具备网络终端优势的厂商来说，将有利于突出该优势的发挥。

图 52: 中国联通历年手机补贴

| 年份 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 手机销售收入 | 233 | 388 | 565 |
| 销售通信产品成本 | -297 | -450 | -634 |
| YoY | 2 | 1 | 0 |
| 手机补贴支出 | -64 | -61 | -78 |
| 其中: 2G | -6 | -1 | -1 |
| 3G | -58 | -61 | -78 |
| 3G 补贴占手机销售收入比重 | -27.52% | -15.98% | -13.99% |

资料来源: 中国联通、国信证券经济研究所预测

看好联通所发生的积极变化，给予“推荐”评级!

综上，参照中华电信的发展历史，综合考虑三大运营商技术制式、营收体量等因素，我们认为中国联通极有可能进行实质性的混合所有制改革，引入互联网厂商相互补充，激发活力，提升估值水平；从营收上看，联通在 3G 时代的优势有望继续保持，用户数提升，ARPU 值提高，并且成本端由于基础设施服务公司的成立和减少手机补贴而有所改善，营改增短期负面影响和网间结算几乎对冲，长期利于联通转型。我们看好联通身上正在发生的积极变化，**预计公司 14/15/16 年 EPS 为 0.24/0.30/0.36，给予“推荐”评级!**

风险提示:

- 一、 电信行业混合所有制改革不达预期;
- 二、 公司继续大规模资本开支;
- 三、 互联网时代进一步被管道化;

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 现金及现金等价物 | 21589 | 19955 | 20772 | 20363 | 营业收入 | 303727 | 350067 | 397494 | 446096 |
| 应收款项 | 21041 | 25644 | 28328 | 32235 | 营业成本 | 211657 | 244289 | 273410 | 303860 |
| 存货净额 | 5536 | 8642 | 8987 | 10278 | 营业税金及附加 | 8689 | 10020 | 11378 | 12769 |
| 其他流动资产 | 4166 | 5355 | 5766 | 6648 | 销售费用 | 42991 | 48706 | 55784 | 62721 |
| 流动资产合计 | 52333 | 59596 | 63854 | 69524 | 管理费用 | 20373 | 19468 | 22721 | 25422 |
| 固定资产 | 429648 | 475216 | 505510 | 531278 | 财务费用 | 2949 | 4752 | 5478 | 7350 |
| 无形资产及其他 | 23823 | 23293 | 22764 | 22235 | 投资收益 | 198 | 500 | 349 | 424 |
| 投资性房地产 | 25508 | 25508 | 25508 | 25508 | 资产减值及公允价值变动 | (4348) | (3821) | (4084) | (3953) |
| 长期股权投资 | 53 | 56 | 59 | 62 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 531364 | 583669 | 617695 | 648607 | 营业利润 | 12917 | 19511 | 24989 | 30447 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 95976 | 76259 | 123063 | 146881 | 营业外净收支 | 759 | 1154 | 956 | 1055 |
| 应付款项 | 96152 | 152613 | 157486 | 180818 | 利润总额 | 13677 | 20664 | 25945 | 31502 |
| 其他流动负债 | 102565 | 141815 | 153877 | 173666 | 所得税费用 | 3384 | 5283 | 6633 | 8054 |
| 流动负债合计 | 294693 | 370687 | 434427 | 501365 | 少数股东损益 | 6850 | 10349 | 12994 | 15777 |
| 长期借款及应付债券 | 13483 | 13483 | 13483 | 13483 | 归属于母公司净利润 | 3443 | 5032 | 6318 | 7671 |
| 其他长期负债 | 1562 | 1383 | 1187 | 999 | | | | | |
| 长期负债合计 | 15045 | 14866 | 14670 | 14482 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 309738 | 385553 | 449096 | 515847 | 净利润 | 3443 | 5032 | 6318 | 7671 |
| 少数股东权益 | 146767 | 130949 | 111088 | 869738 | 资产减值准备 | 1053 | (4348) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 74859 | 67168 | 57511 | 45786 | 折旧摊销 | 67061 | 40275 | 47948 | 54101 |
| 负债和股东权益总计 | 531364 | 583669 | 617695 | 648607 | 公允价值变动损失 | 4348 | 3821 | 4084 | 3953 |
| | | | | | 财务费用 | 2949 | 4752 | 5478 | 7350 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (7693) | 82286 | 13299 | 36854 |
| 每股收益 | 0.16 | 0.24 | 0.30 | 0.36 | 其它 | (9635) | (11471) | (19861) | (24115) |
| 每股红利 | 0.37 | 0.60 | 0.75 | 0.92 | 经营活动现金流 | 58576 | 115595 | 51788 | 78464 |
| 每股净资产 | 3.53 | 3.17 | 2.71 | 2.16 | 资本开支 | (61342) | (84787) | (81797) | (83292) |
| ROIC | 5% | 7% | 9% | 10% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 5% | 7% | 11% | 17% | 投资活动现金流 | (61345) | (84790) | (81800) | (83295) |
| 毛利率 | 30% | 30% | 31% | 32% | 权益性融资 | 1102 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 7% | 8% | 9% | 9% | 负债净变化 | (55) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 29% | 19% | 21% | 21% | 支付股利、利息 | (7756) | (12723) | (15975) | (19396) |
| 收入增长 | 19% | 15% | 14% | 12% | 其它融资现金流 | 20557 | (19717) | 46804 | 23818 |
| 净利润增长率 | 45% | 46% | 26% | 21% | 融资活动现金流 | 6038 | (32440) | 30830 | 4422 |
| 资产负债率 | 86% | 88% | 91% | 93% | 现金净变动 | 3269 | (1634) | 817 | (409) |
| 息率 | 10% | 17% | 21% | 25% | 货币资金的期初余额 | 18320 | 21589 | 19955 | 20772 |
| P/E | 22.2 | 15.2 | 12.1 | 9.9 | 货币资金的期末余额 | 21589 | 19955 | 20772 | 20363 |
| P/B | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.7 | 企业自由现金流 | 17470 | 58305 | 4907 | 38422 |
| EV/EBITDA | 4.4 | 6.8 | 6.4 | 6.2 | 权益自由现金流 | 37972 | 35051 | 47634 | 56770 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

| | | | | | |
|-----------------|---------------|-----------------------|---------------|----------------|---------------|
| 宏观 | | 策略 | | 技术分析 | |
| 董德志 | 021-60933158 | 郇彬 | 021-6093 3155 | 闫莉 | 010-88005316 |
| 钟正生 | 010-88005308 | 马韬 | 021-60933157 | | |
| 林虎 | 010-88005302 | 孔令超 | 021-60933159 | | |
| 固定收益 | | 大宗商品研究 | | 互联网 | |
| 董德志 | 021-60933158 | 马韬 | 021-60933157 | 王学恒 | 010-88005382 |
| 赵婧 | 021-60875174 | 郇彬 | 021-6093 3155 | 郑剑 | 010-88005307 |
| 刘鹏 09587 | 021-60875161 | 郑东 | 010-66025270 | 李树国 | 010-88005305 |
| 魏玉敏 | 021-60933161 | | | | |
| 医药生物 | | 社会服务(酒店、餐饮和休闲) | | 家电 | |
| 张其立 | 0755-82139908 | 曾光 | 0755-82150809 | 王念春 | 0755-82130407 |
| 贺平鸽 | 0755-82133396 | 钟潇 | 0755-82132098 | 曾婵 | 0755-82130646 |
| 杜佐远 | 0755-82130473 | | | | |
| 林小伟 | 0755-22940022 | | | | |
| 邓周宇 | 0755-82133263 | | | | |
| 李少思 | 021-60933152 | | | | |
| 通信服务 | | 电子 | | 环保与公共事业 | |
| 程成 | 0755-22940300 | 刘翔 | 021-60875160 | 陈青青 | 0755-22940855 |
| 李亚军 | 0755-22940077 | 卢文汉 | 021-60933164 | 徐强 | 010-88005329 |
| 军工 | | 机械 | | 非金属及建材 | |
| 朱海涛 | 0755-22940097 | 朱海涛 | 0755-22940097 | 黄道立 | 0755-82130685 |
| | | 陈玲 | 021-60875162 | 刘宏 | 0755-22940109 |
| | | 成尚汶 | 010-88005315 | | |
| 房地产 | | 食品饮料 | | 汽车及零配件 | |
| 区瑞明 | 0755-82130678 | 刘鹏 09660 | 021-60933167 | 丁云波 | 0755-22940056 |
| | | 龙飞 | 0755-82133920 | | |
| 传媒与文化 | | 零售、纺织服装及快销品 | | 基础化工 | |
| 陈财茂 | 010-88005322 | 朱元 | 021-60933162 | 李云鑫 | 021-60933142 |
| | | 郭陈杰 | 021-60875168 | | |
| 农林牧渔 | | 轻工造纸 | | 计算机 | |
| 杨天明 | 021-60875165 | 邵达 | 0755-82130706 | 孙艺峻 | 010-88005323 |
| 赵钦 | 021-60933163 | | | | |
| 银行 | | 金融工程 | | | |
| 李关政 | 010-88005326 | 林晓明 | 021-60875168 | | |
| | | 吴子昱 | 0755-22940607 | | |
| | | 周琦 | 0755-82133568 | | |
| | | 钱晶 | 021-60875163 | | |
| | | 黄志文 | 0755-82133928 | | |
| 电力设备 | | | | 建筑工程 | |
| 杨敬梅 | 021-60933160 | | | 邱波 | 0755-82133390 |
| | | | | 刘萍 | 0755-22940678 |

国信证券机构销售团队

| 华北区 (机构销售一部) | | 华东区 (机构销售二部) | | 华南区 (机构销售三部) | |
|--------------|--|--------------|--|--------------|--|
| 王晓健 | 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn | 叶琳菲 | 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn | 魏宁 | 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn |
| 李文英 | 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn | 崔鸿杰 | 021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn | 邵燕芳 | 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn |
| 赵海英 | 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn | 李佩 | 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn | 段莉娟 | 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn |
| 原祎 | 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn | 汤静文 | 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn | 郑灿 | 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn |
| 甄艺 | 010-66020272 18611847166 | 梁轶聪 | 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn | 徐冉 | 0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn |
| 杨柳 | 18601241651 yangliu@guosen.com.cn | 唐泓翼 | 13818243512 | 颜小燕 | 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn |
| 王耀宇 | 18601123617 | 吴国 | 15800476582 | 赵晓曦 | 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn |
| 陈孜譞 | 18901140709 | 储贻波 | 18930809296 | 刘紫微 | 13828854899 |
| | | | | 许樱之 | 18688989863 |