中国电信（0728）

买入(+15%)

2005 年 11 月 10 日

期待 3G 的巨人

- **增长点——宽带及增值服务（VAS）：**鉴于中国强劲的互联网用户增长以及较低的宽带普及率，我们认为中国宽带的春天才刚刚开始。预计中国电信于 2010 年宽带用户规模将超过 4500 万户。由于公司在其主战场的垄断地位，我们相信其对宽带 ARPU 值拥有较强的控制能力。宽带业务是公司未来收入增长的强劲发动机。同时，VAS 业务也充满了发展机会，目前公司 VAS 发展势头非常强劲，我们看好该业务的前景。
- **面对的挑战：**

  ***移动替代：**面对不断逼近的移动资费，移动替代效应有加速迹象，我们预计公司即将推出的业务会减缓这一过程，估计本地语音业务保持 2%-3%的增长率。

  ***Skype 的冲击：**根据现行试点资费，我们认为电脑对电话的新一代通信服务对公司国内长途不会产生太大影响，但是国际长途业务会受到较大冲击。由于国际长途收入在调整后营业收入中仅占 2.1%，因此总体来看，影响并不显著。

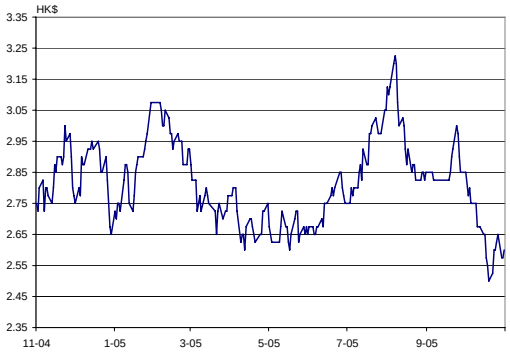
  ***3G 悬念：**我们认为 3G 为公司带来的机遇大于挑战。若如市场传言，公司获得 TD-SCDMA 牌照，公司短期会面临一定的技术风险，市场会相应在估值上给予一定折扣，但是从中长期来看，TD 标准拥有其他两种标准无法比拟的独特优势，进而赋予公司天然的竞争优势。
- **盈利预测：**预测每股收益 04-08 年均复合增长率为 6.0%
- **目标价 3.0 港元，推荐买入：**我们通过对中国电信未来六年的现金流折现，给予 12 个月目标价 HK$3.00，相当于 05 年预测每股盈利之 7.2 倍或 06 年预期每股盈利之 6.9 倍，该目标价与现价相比有 15%的上升空间，我们给予投资评级为**买入**。

★1 港元=1.04 人民币

主要数据

行业	电信
股价	2.60 港元
股票代码	0728
已发行股本	809.32 亿股
市值	2104.23 亿港元
52 周高/低	3.28-2.43 港元
每股净现值	2.10 元人民币
主要股东	中国电信集团 72.09%

股价表现



资料来源：Bloomberg

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2003	2004	2005F	2006F	2007F	2008F
总营收（百万人民币）	151,553	161,212	170,001	178,460	183,483	189,441
变动（%）	*6.4*	*6.4*	*5.5*	*5.0*	*2.8*	*3.2*
净利润（百万人民币）	13,882	28,023	29,927	31,250	32,359	34,427
每股收益（元人民币）	0.184	0.337	0.370	0.386	0.400	0.425
变动（%）	*54.6*	*83.2*	*9.7*	*4.4*	*3.6*	*6.4*
市盈率@2.60港元	14.1	7.7	7.0	6.7	6.5	6.1
每股派息（元人民币）	0.065	0.065	0.065	0.065	0.065	0.065
息率（%）	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
权益回报率（%）	9.2	17.6	15.6	14.2	12.1	11.1

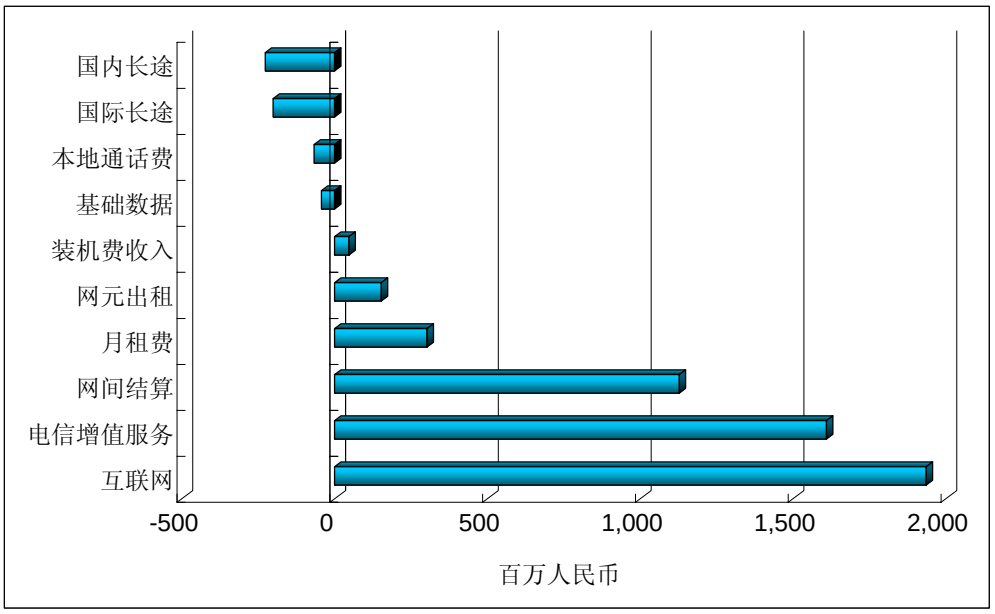
资料来源：公司信息、第一上海

增长原动力：宽带及增值服务（VAS）

05 年上半年新增收入之 76%来自于互联网及 VAS 业务

我们认为以近期而言，中国电信的增长将主要源于宽带业务以及增值服务（VAS）。公司中报显示期间新增收入之 76%来自于互联网及 VAS 业务。从总量上来看，05 年上半年，互联网业务贡献收入 85 亿元人民币，同比增长 29%，VAS 录得近 68 亿元收入，同比增长 31%，分别占调整后经营收入之 10.6%及 8.4%。可见，互联网及 VAS 保持快速增长势头，不仅成为公司业务增长的主要动力，而且对公司整体盈利状况也有着举足轻重的影响。

图表一：05 年上半年中国电信新增收入细分



资料来源：公司信息，第一上海

图表二：宽带及 VAS 收入增速大幅超出公司整体增速

百万人民币	1H04	2H04	1H05	YoY %	HoH %	2H05F
互联网收入	6,602	7,507	8,538	29%	14%	9,839
电信增值服务及其他	5,152	5,248	6,762	31%	29%	7,021
调整后经营收入	75,981	76,773	80,620	6%	5%	82,599

资料来源：公司信息，第一上海

宽带的春天才刚刚来临

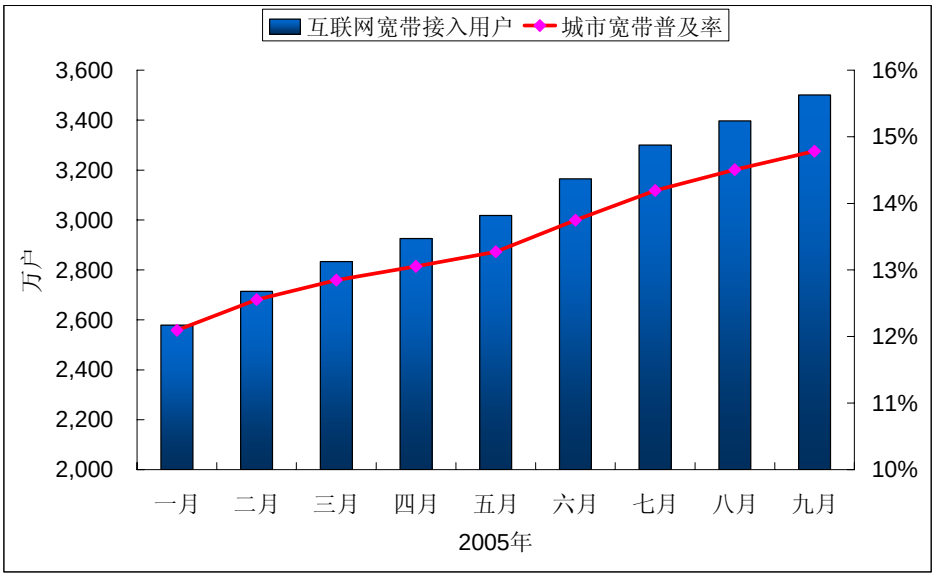
根据 CNNIC 05 年 7 月的调查数据，我国上网人数已经超过 1 亿人，在用户经常使用的网络服务中，分别有 45.6%和 37.8%的用户选择在线音乐（含下载）与在线影视（含下载），另外文件上传与下载、网络游戏也分别有 25.8%和 23.4%的用户经常使用。这些服务都需要在较快的网速情况下才能顺畅运行。一般来说，下载一首 MP3 格式的歌曲，如果使用拨号上网大约需要 10-15 分钟，而使用宽带仅需要不超过 1 分钟时

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

间。影视文件通常是音乐文件的近百倍大小，如果使用拨号，等待时间将是无法忍受的。调查显示有超过 60%的用户对网络速度表示“一般”或“不满意”。因此我们认为，随着网络应用对网速的要求不断提高，用户对宽带的需求会愈发迫切。

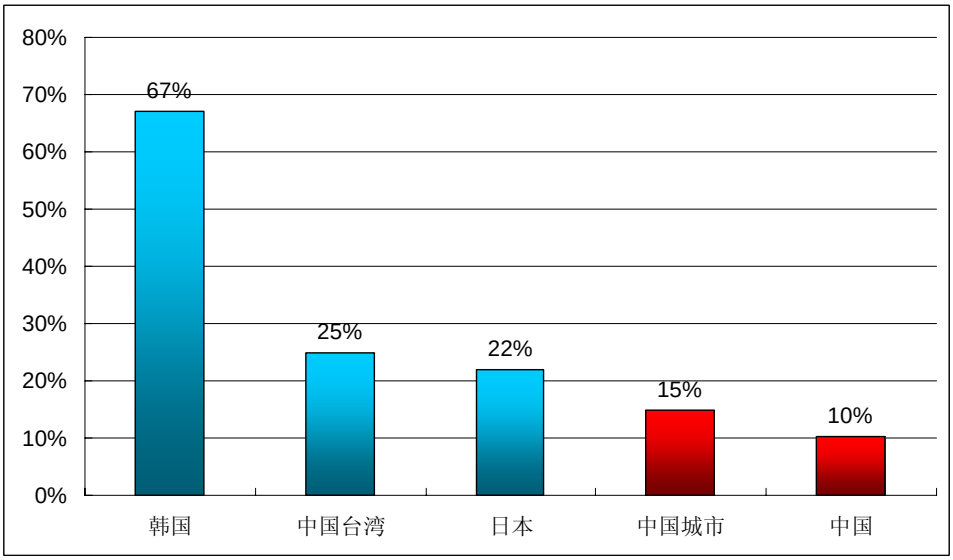
中国信产部数据显示，截至 2005 年 9 月份，国内宽带总用户数达 3500 万户，同比增加 70%，平均每月新增 120 万用户。增长势头依然强劲。由于宽带还未在农村地区普及，我们以城市固定电话用户为基准计算之宽带普及率仅为 14.8%，若计入农村地区固定电话用户，普及率为 10.1%，与韩国之 67%及其他欧美国家之超过 22%的宽带渗透率有较大差距。鉴于东亚各国较近的地缘关系，相似的使用习惯等因素，中国与韩国（67%）、日本（22%）、中国台湾（25%）具备一定的可比性。我们认为数年内，中国城市宽带普及率将达到 25%水平，即约 6000 万宽带用户。互联网的冬天已经远去，宽带的春天才刚刚来临。

图表三：宽带用户稳定增长，普及率不断提高



资料来源：MII，第一上海

图表四：中国宽带普及率明显落后东亚邻国



资料来源：CNNIC 2004.11，第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

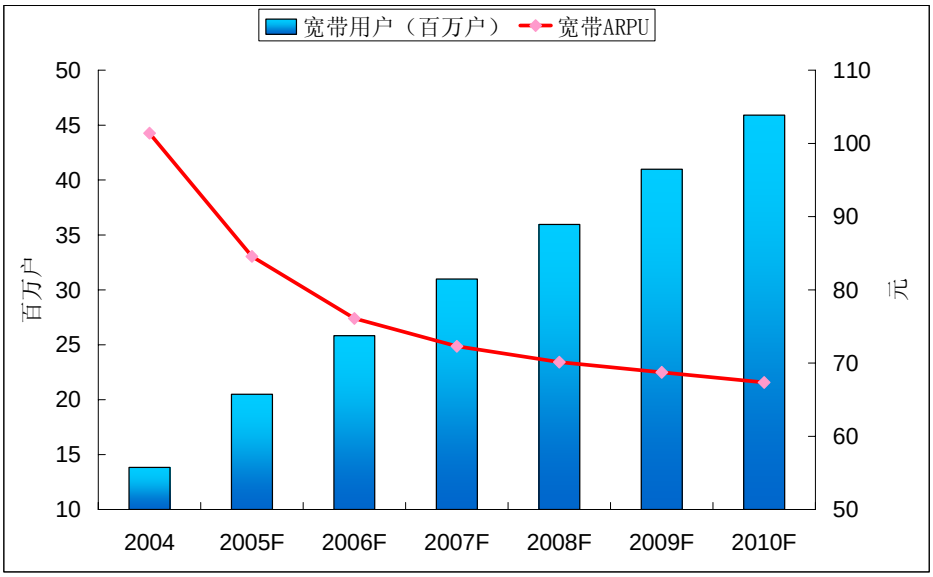
预计于 2010 年达 4500 万宽带用户规模

中国电信于 05 年三季度末宽带用户达 1,917 万，较去年同期增加 52%。根据信产部数据，公司拥有约 55%的宽带市场份额，前三个季度新增用户 533 万户，占全国新增用户之 58%，表明公司的市场份额在稳步扩大。我们预计公司今年新增宽带用户将达到 666 万户，并在未来三年保持约每年 500 万新增用户的增长速度，于 2010 年达到 4500 万总用户规模。

公司有能力控制宽带 ARPU 降速

公司与其主要竞争对手中国网通南北分治，虽然互有渗透，但是仍然占据各自领地的绝大部分市场份额，因此实际上竞争并不激烈。由于公司宽带业务逐步向大众市场渗透，05 年上半年宽带 ARPU 值下降至 86 元人民币水平，同比下降 20%，但是下降速度已经有所减缓：2004 年下半年 ARPU 值环比下降 13%，2005 年上半年环比仅下降 8.5%。鉴于其在南方市场的垄断地位，我们认为公司对 ARPU 值有较强控制能力，预计 ARPU 下降速度将进一步放缓，维持在 65 元人民币以上。

图表五：预计中国电信于 2010 年宽带用户规模超过 4500 万户



资料来源：第一上海预测

VAS 充满机会

随着新的服务内容不断涌现，VAS 充满机会

增值服务（VAS）领域中充满了机会。几年前开发的来电显示业务现在已成为 VAS 的主要来源，份额达到 47%。基于 PAS 手机的短信发送量节节攀升，仅三季度就超过 45 亿条。彩铃业务一推出就受到用户的喜爱，注册用户数量也直线上升，截至 05 年三季度，已达 1300 万人，较二季度增加 30%。公司对 VAS 寄予厚望，相比于移动运营商 VAS 占收入 20%的比例，公司目前约 8%的 VAS 贡献还有很大增长潜力。我们认为随着新的服务内容不断涌现，VAS 充满了机会。我们预计至 2010 年，VAS 收入将达到 200 亿元人民币（2004-2010 CAGR 11.5%），占调整后经营收入之 10%。

图表六：VAS 新业务发展迅速

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05F
短信（百万条）	3,075	4,272	4,578	4,885
彩铃注册用户（百万人）	5.9	10.0	13.0	15.4

资料来源：公司信息

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

面对的挑战

移动替代

移动替代效应在新增客户的抢夺以及现有用户通话量的转移上都充分体现

由于移动资费的不断下调，移动电话对固话的替代效应逐渐显现。表现在两个方面，新增用户的抢夺以及现有客户通话量的转移。

信产部的统计数据显示，今年以来，移动网络的新增用户一直高于固网的新增用户数，并且在三季度，这一差距有拉大的趋势。截至 05 年 9 月底，固话用户达 3.45 亿户，同比升 12.7%，主要是靠无线市话的拉动。同期，移动用户达 3.78 亿户，同比增 18.1%，表明更多的用户流向了移动网络。

另一方面，从 MOU 上来看，移动 MOU 呈现稳步上升的势态，而固话 MOU 则节节下滑。在移动资费不断向固话靠拢的情况下，移动的天然优势日益明显，客户通话不断向移动网络转移。05 年 9 月数据显示固网本地通话 MOU 为 171 次，同比下降 8.4%，而移动本地 MOU 为 275 分钟，同比增 10.7%。

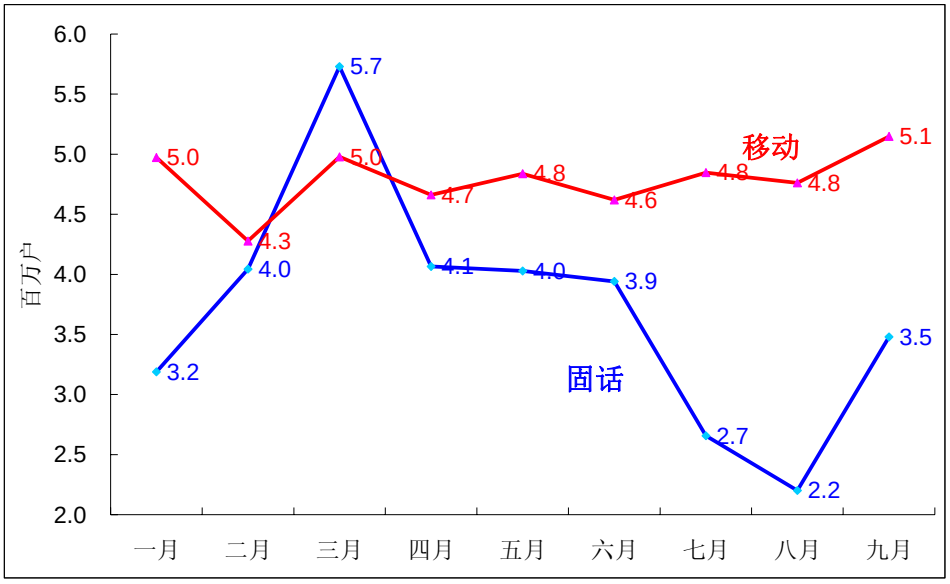
预计固话新增用户将持续下降，但是幅度温和

我们认为移动网络对固话的替代趋势不可避免，作为市场上最大的固话服务提供商，中国电信必然受到影响。但是，公司通过开拓无线市话服务，将移动替代的影响减到最低。截至 05 年 9 月底，公司无线市话用户达 5500 万，无线市话新增用户占公司总新增用户之 67%，是公司用户总量持续增长的主要来源。

近期，公司新推出“灵通无绳”业务，即当无线市话进入室内后，通过室内固话网络进行通话，从而解决长期为用户诟病的无线市话室内通话效果差的问题，提高无线市话用户的忠诚度。

基于中国将于 06 年发放 3G 牌照的预期，公司于 05 年缩减了对无线市话的资本投入，并降低了对 PHS 手机的补贴，从而导致无线市话新增用户数于三季度显著降低至 265 万户。我们认为公司将继续调整资本开支结构，不断缩减无线市话的投入，将投入重点转向 3G 网络的建设。因此，我们预测无线市话新增用户于 05 年达 1500 万户，06 年降至 800 万户左右，并进一步小幅持续下降。

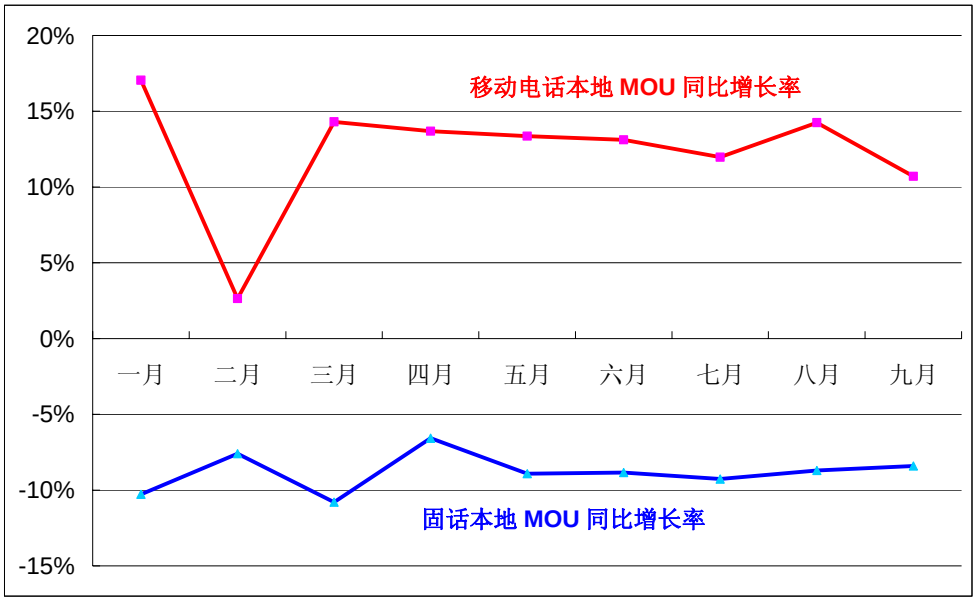
图表七：05 年三季度固话新增用户大幅落后于移动网络



资料来源：MII，第一上海

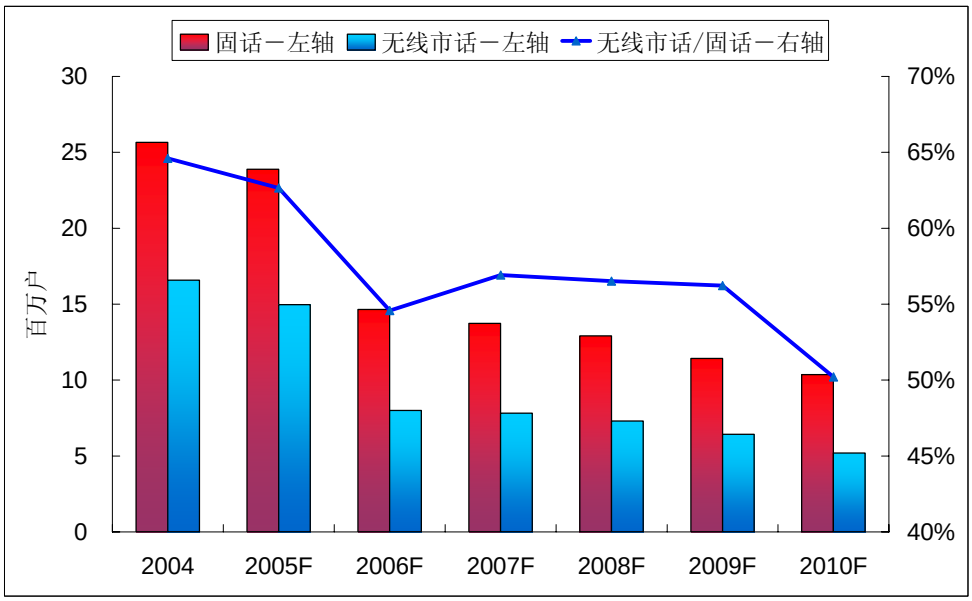
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表八：2005 年固话与移动本地 MOU 同比增长率对比



资料来源：MII，第一上海

图表九：固话（包括 PHS）与无线市话新增用户将持续降低



资料来源：公司信息，第一上海预测

固话 ARPU 值将维持在 30 元人民币水平

同时，由于通话量不断向移动网络转移，以及公司拓展低收入地区用户，每月每户通话量（MOU）持续走低，05 年上半年约为 188 次，环比下降约 6%。我们认为 MOU 仍有下跌空间，但是幅度会逐渐减缓，预计于 2008 年跌至 160 次水平。据我们了解，面对移动资费的逼近，公司并没有下调固话资费的计划，因此我们估计 ARPU 值在未来数年内将维持在 30 元人民币水平。

本地语音收入每年增长 2%-3%

总体来看，本地语音业务（包括 PHS）会保持平稳的增长，预计年增长率在 2%-3%。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

Skype 的冲击

电脑对电话语音服务仅对两家固网运营商授权

05 年，一批网络电话服务商涌现出来，它们能基于互联网提供价格便宜的电脑对电话语音服务（PC to Phone 的 VoIP 服务），Skype 便是其中的佼佼者。这种成本极低的新技术迅速风靡全球，对固网运营商带来较大影响。现在，信产部已经规定该业务仅允许中国电信与中国网通在国内运营，其它均属非法。

新技术对 IDD 影响不大，虽然冲击 IDD，但是 IDD 收入贡献仅为 2%

目前两家运营商在四个城市开展试点。据了解，深圳试点的资费是 0.2 元/分钟，实际上与目前国内长途（DLD）的 IP 话费非常接近，我们认为对 DLD 业务（占调整后收入之 16%）影响不大。而目前国际长途业务（IDD）资费平均为 2 元/分钟，冲击将会比较大。但是由于 IDD 在调整后收入中所占比例仅为 2%，我们认为对公司整体业务的影响不大。

决定权在运营商手中，不会搬起石头砸自己

另外，我们认为该技术的推广速度，应用范围等决定权在两家固网运营商手中，实际上，公司不会过快的推广该业务或扩大应用范围，进而对已有长话业务造成太大影响。因此，我们预计这一新技术对公司的会有一定影响，但是程度会比较温和。

图表十：资费水平比较

元人民币	现行资费水平	VoIP试点费率	占调整后营业收入比例
国内长途	0.286	0.20	16.0%
国际长途	2.080	0.20	2.1%

资料来源：第一上海

3G 悬念

中国电信最优的 3G 结局是收购联通 GSM 网络

公司对移动牌照可谓翘首以盼，管理层表示对于获得一张移动牌照非常有信心，并将努力游说政府早日发牌。同时，公司也为获牌做了充分的准备。05 年上半年公司实现自由现金流 150 亿元人民币，却出人意料宣布暂不派发中期股息，同时，公司获得 300 亿发债额度，并于 10 月 24 日以 2.54%的成本发行 100 亿人民币短期融资债券。但是，公司将在什么时间以何种方式获得移动牌照，暂时还不清楚。我们估计存在三种可能性：

1、中国电信收购联通之 GSM 网络。我们认为这是最有利于中国电信的情况，因为由 GSM 升级至 WCDMA 之技术成熟，且国外已有应用，公司之发展前景将会比较清晰。而且直接获得现有 2G 网络及用户，能马上推动公司业绩增长。

2、中国电信收购联通之 CDMA 网络。我们认为这是电信次优的选择。虽然联通之 CDMA 网络暂时处于亏损之中，但是由于升级至 CDMA2000 所需投资将小于 GSM 网络升级，故收购 CDMA 网络也是不错的选择。

3、电信未能得到联通之移动网络，获得移动牌照并自行建网。我们认为这是电信最不愿意看到的情况，因为单独组网需上千亿的资金投入，电信将因此而背负沉重的压力。而且，新建网络在稳定性，网络覆盖范围等方面都会有所局限。在网络建设初期，公司必须依赖竞争对手的 2G 网络的漫游服务，严重削弱其移动业务的竞争力。

市场普遍担忧公司使用 TD 标准的技术风险

现在市场普遍担忧公司将承担起发展中国 3G 标准——TD-SCDMA 标准（TD 标准）的重任。由于，TD 标准在世界上并无商用先例，而且其配套产业相对还不够

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

成熟，若被选定使用该标准将承担一定的技术风险。

塞翁失马。鄢知非福

实际上，据我们多方了解，TD－SCDMA 标准在频率利用率、成本、网络覆盖、终端能耗等方面都拥有独特的技术优势，为运营商 3G 业务的开发提供便利及成本优势：

1、**频谱利用率最高：**TD-SCDMA 采用 TDD 的双工方式，能使用各种频率资源，不需要成对的频率，可以做到见缝插针，只要有 2M 的带宽，就可以运营 TD-SCDMA 系统，具有最高的频谱利用率和频率使用灵活性。从而决定了今后实际运营中，在提供同等网络容量的情况下，可占用最少的频率，缴付最低的频率使用费。此外，当未来 3G 系统发展到一定规模时，势必会退出部分 2G 频段用于 3G 网络，由于 TD-SCDMA 不需要成对的频率，并具有可充分利用零碎频段的优势。因此，从 2G 退出的频段很有可能首先为 TD-SCDMA 所用。

2、**基站建设成本低：**TD-SCDMA 由于采用了智能天线技术，大幅度降低了对大功率射频器件的要求，降低了射频器件的成本，从而使得基站成本大幅下降。

3、**更适合数据业务：**TD-SCDMA 传输速率上下行是不对称的，可以动态调整上下行数据传输速率，特别适合处理数据业务。所以，TD-SCDMA 支撑某些多媒体业务具有一定优势。

TD 标准外部环境不断改善

TD 标准除了技术上的优势外，其外部环境也在不断改善中：

1、四大国际厂商均加入了 TD 标准的阵营，诺基亚、爱立信、阿尔卡特、西门子都与国内 TD 厂商结盟开展 TD 产品研发和生产。

2、TD 终端产业链初具规模。在近日举行的 05 国际通信展上，国内外 14 个终端厂商都推出了 TD-SCDMA 终端产品。

3、中国政府对 TD 标准的大力支持。在 02 年发布的 3G 频段规划中，TD 标准获得了 155MHz 的频率资源，而 WCDMA 和 CDMA2000 标准只各获得了 60MHz 的资源。同时，我们相信政府会对 TD 运营商给予一定的政策优惠，如税收优惠或技术研发补贴等。

3G 不会引起资本开支激增

虽然公司在 3G 迷局中的收获如何还不得而知，但是有一点非常明确——3G 不会引起资本开支激增。公司表示获得牌照后，会首先在几个经济发达的大城市建设网络，不会在短时间内在全国建网。另一方面，公司将不断调整资本开支结构，逐渐降低对无线市话的投资，保持整体资本开支水平。

充分利用固网、移动网络集于一身的协同效应

公司表示 3G 业务的开展将围绕几个大城市展开，在公司网络未能覆盖的区域，将通过移动运营商的 2G 网络实现漫游。另外，公司初步设想 3G 的竞争策略是全面发掘公司同时拥有固网，PHS，宽带以及 3G 的优势，开发家庭套餐以赢取客户。例如，让家庭中的工作人士使用 3G，小孩和老人则使用 PHS，家中装有固话，同时提供宽带上网服务，对以上部分或者所有服务推出不同的资费优惠套餐，从而提高客户的忠诚度。我们认为 FMC（固网移动融合）是电信运营的趋势，获得移动牌照后，公司将成为国内最大的 FMC 运营商，具备较多的市场机会。

3G——机遇大于挑战

总体来看，我们认为 3G 为公司带来的机遇大于挑战。TD 标准牌照上，公司短期会面临一定的技术风险，市场会相应在估值上给予一定折扣，但是从中长期来看，TD 标准拥有其他两种标准无法比拟的独特优势，进而赋予公司天然的竞争优势。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

盈利预测

我们对公司的收入及盈利预测中隐含了以下重要假设：

1. 本地电话新增用户及无线市话新增用户将持续下降，但是分别维持在每年 1000 万及 500 万户以上；
2. 本地语音通话量以每年 2%-3%速度小幅增长，同时本地语音 ARPU 值缓慢下降，数年内稳定在 30 元人民币水平；
3. 本地长途通话量以单位数速度增长，国际长途通话量则持续以双位数速度下滑；
4. 互联网用户继续强劲增长，约每年新增 500 万用户；
5. VAS 收入复合年均增长 11%；
6. 调整后 EBITDA 利润率为＋50%，有效税率 20%。

图表十一：主要营运数据假设

	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F
本地电话用户数（百万户）	**210.5**	**225.2**	**238.9**	**251.8**	**263.3**	**273.6**
-无线市话用户	57.1	65.1	73.0	80.2	86.7	91.9
-固网用户	153.4	160.1	166.0	171.6	176.6	181.7
本地电话新增用户	23.9	14.7	13.7	12.9	11.4	10.4
无线市话新增用户	15.0	8.0	7.8	7.3	6.4	5.2
本地语音通话量（十亿次）	**442.0**	**455.8**	**468.5**	**480.5**	**491.7**	**502.3**
本地语音MOU（次）	185.5	174.3	168.2	163.2	159.1	155.9
语音ARPU（元人民币）	34.5	32.3	31.0	30.0	29.2	28.5
本地长途通话量（百万分钟）	92,773	99,267	104,230	108,400	110,568	111,673
国际长途通话量（百万分钟）	1,638	1,474	1,327	1,194	1,075	967
宽带用户（百万户）	**20.5**	**25.8**	**31.0**	**35.9**	**41.0**	**45.9**
期间新增用户（百万户）	6.7	5.3	5.2	5.0	5.0	4.9
宽带ARPU（元人民币）	84.6	76.1	72.3	70.1	68.7	67.4

资料来源：第一上海预测

05-07 总营收以 24%增长

基于上述假设，我们认为公司未来三年销售额将以低于 5%的速度稳定增长。估计每股收益 04-08 年均复合增长率为 6.0%。05-08 年每股盈利分别为 0.370、0.386、0.400、0.425 元人民币，每股派息保持 0.065 元人民币。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表十二：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2003	2004	2005F	2006F	2007F	2008F
总营收（百万人民币）	**151,553**	**161,212**	**170,001**	**178,460**	**183,483**	**189,441**
变动（%）	*6.4*	*6.4*	*5.5*	*5.0*	*2.8*	*3.2*
净利润（百万人民币）	**13,882**	**28,023**	**29,927**	**31,250**	**32,359**	**34,427**
每股收益（元人民币）	**0.184**	**0.337**	**0.370**	**0.386**	**0.400**	**0.425**
变动（%）	*54.6*	*83.2*	*9.7*	*4.4*	*3.6*	*6.4*
市盈率@2.60港元	14.1	7.7	7.0	6.7	6.5	6.1
每股派息（元人民币）	**0.065**	**0.065**	**0.065**	**0.065**	**0.065**	**0.065**
息率（%）	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
权益回报率（%）	9.2	17.6	15.6	14.2	12.1	11.1

资料来源：公司信息，第一上海预测

图表十三：综合倍率表

截止12月31日财政年度 (%)	2003	2004	2005F	2006F	2007F	2008F
EBITDA利润率	**52.4**	**54.0**	**53.2**	**52.6**	**51.8**	**51.1**
调整后EBITDA利润率	**49.1**	**51.4**	**51.3**	**51.2**	**50.9**	**50.6**
净利率	**9.2**	**17.4**	**17.6**	**17.5**	**17.6**	**18.2**
调整后净利率	**2.9**	**12.8**	**14.2**	**15.1**	**16.1**	**17.3**
收入增长率	**6.4**	**6.4**	**5.5**	**5.0**	**2.8**	**3.2**
调整后收入增长率	*n.a.*	**7.7**	**6.9**	**6.3**	**3.9**	**4.0**
权益回报率	**9.2**	**17.6**	**15.7**	**14.3**	**12.3**	**11.2**

资料来源：第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

估值及投资建议

建议买入，目标价 3.00 港元

在公司已经将母公司所有省份（除西藏外）资产纳入旗下的情况下，我们认为现金流折现法（DCF）估值较能真实全面的反映公司价值。我们通过对中国电信未来六年的现金流折现，给予 12 个月目标价 HK$3.00，相当于 05 年预测每股盈利之 7.2 倍或 06 年预期每股盈利之 6.9 倍，该目标价与现价相比有 15%的上升空间，我们给予投资评级为**买入**。由于 3G 牌照暂时还不明朗，在我们的估值模型中未考虑 3G 发牌对公司带来的盈利，资本性开支等各方面的影响。

风险因素

我们认为致使股价未能达到所设定之目标价风险在于 1、高于预期的移动替代效应；2、公司宽带业务发展速度低于我们的预期；3、费用控制不力，使公司 EBITDA 利润率不尽如人意；4、高于预期的资本性支出（Capex）。

图表十四：DCF 参数表

参数	
无风险利率	5.0%
市场风险溢价	7.5%
Beta值	1.05
权益融资成本	**12.9%**
股权比例	80.0%
负债融资成本	**4.0%**
税后债务成本	**2.7%**
债务比例	20.0%
WACC	**10.8%**
永续增长率	**2.50%**

资料来源：第一上海

合理价格对 WACC 较为敏感

我们对 DCF 模型进行的敏感性分析显示公司对折现因子（WACC）比较敏感。若 WACC 下降 0.4 个百分点，则合理股价将上升约 10%至 3.35 港元。近期，公司发行了 100 亿短期融资债券，融资成本仅为 2.54%。我们认为公司有进一步调整负债结构，以降低融资成本的空间。

图表十五：敏感性分析

港元	WACC				
	10.4%	**10.6%**	**10.8%**	**11.0%**	**11.2%**
g **1.5%**	2.80	2.67	2.52	2.42	2.30
2.0%	3.06	2.91	2.75	2.64	2.51
2.5%	3.35	3.19	3.03	2.89	2.75
3.0%	3.68	3.50	3.30	3.17	3.01
3.5%	4.06	3.85	3.63	3.48	3.31

资料来源：第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附 1：财务报表

损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测	2007年 预测
收入	151,553	161,212	170,001	178,460	183,483
调整后经营收入	141,782	152,754	163,219	173,495	180,188
经营费用	(72,104)	(74,212)	(79,567)	(84,665)	(88,472)
EBITDA	79,449	87,000	90,434	93,794	95,011
调整后EBITDA	69,678	78,542	83,652	88,829	91,716
折旧及摊销	(46,597)	(47,170)	(48,027)	(49,193)	(49,682)
固定资产重估减值	(14,832)	(1,262)	0	0	0
财务开支	(3,606)	(5,340)	(4,953)	(5,502)	(4,843)
联营公司	(7)	35	20	29	29
税前盈利	14,407	33,263	37,475	39,128	40,515
所得税	(469)	(5,187)	(7,495)	(7,826)	(8,103)
少数股东应占利润	(56)	(53)	(53)	(53)	(53)
净利润	13,882	28,023	29,927	31,250	32,359
调整后净利润	4,111	19,565	23,145	26,285	29,064
EPS（元）	0.184	0.337	0.370	0.386	0.400
调整后指标增长					
总收入（%）		7.7%	6.9%	6.3%	3.9%
EBITDA（%）		12.7%	6.5%	6.2%	3.2%

财务分析

	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测	2007年 预测
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	52.4%	54.0%	53.2%	52.6%	51.8%
调整后EBITDA 利率 (%)	49.1%	51.4%	51.3%	51.2%	50.9%
净利率(%)	9.2%	17.4%	17.6%	17.5%	17.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	11.1%	11.9%	11.1%	11.3%	11.6%
实际税率（%）	3.3%	15.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率（%）	4.8%	18.6%	17.6%	16.8%	16.3%
应收账款天数	30.8	31.1	31.6	31.6	31.6
财务状况					
净负债/股本	1.45	1.37	1.02	0.79	0.48
收入/总资产	0.38	0.39	0.39	0.37	0.35
总资产/股本	2.68	2.59	2.29	2.21	1.99
EBIT对利息倍数	9.11	7.46	8.56	8.11	9.36

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测	2007年 预测
现金	12,721	13,465	29,272	68,914	110,976
应收账款	12,951	13,921	14,904	15,646	16,086
存货	3,253	2,767	2,834	3,015	3,151
其他流动资产	4,168	3,379	3,532	3,693	3,862
总流动资产	33,093	33,532	50,543	91,269	134,075
固定资产	309,896	320,179	327,952	331,211	330,835
其他非流动资产	60,234	58,148	60,209	62,361	64,609
长期投资	719	711	712	738	767
总资产	403,942	412,570	439,415	485,579	530,284
短期负债	14,007	11,998	10,496	10,940	10,745
应付帐款	65,028	62,381	62,798	66,339	69,421
短期银行贷款	56,243	65,976	62,249	65,346	67,185
其他短期负债	13,857	11,589	8,446	6,293	4,530
总短期负债	149,135	151,944	143,989	148,918	151,882
长期银行贷款	68,632	72,366	80,015	98,000	96,706
其他负债	34,112	27,641	22,301	17,407	13,369
总负债	251,879	251,951	246,305	264,325	261,957
少数股东权益	1,269	1,413	1,554	1,710	1,881
股东权益	150,794	159,206	191,555	219,545	266,446
每股账面值	1.86	1.97	2.37	2.71	3.29
营运资金	(218,786)	(218,419)	(195,763)	(173,056)	(127,883)

现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测	2007年 预测
经营产生的现金流量	69,449	79,945	83,277	90,290	92,233
融资成本	(4,613)	(6,593)	(6,493)	(7,119)	(6,541)
取得投资收益	17	43	(9)	0	0
所得税	(6,461)	(7,317)	(7,495)	(7,826)	(8,103)
营运现金流	58,392	66,078	69,280	75,345	77,590
资本开支	(57,692)	(56,446)	(55,800)	(52,452)	(49,305)
其他投资活动	598	93	217	254	266
投资活动现金流	(57,094)	(56,353)	(55,584)	(52,198)	(49,039)
负债变化	(2,885)	(4,000)	7,371	21,756	18,771
股本变化	0	12,702	0	0	0
股息	(673)	(5,224)	(5,261)	(5,261)	(5,261)
其他融资活动	(7,762)	(12,459)	0	0	0
融资活动现金流	(11,320)	(8,981)	2,111	16,496	13,510
现金变化	(10,022)	744	15,807	39,642	42,061
期初持有现金	22,743	12,721	13,465	29,272	68,914
期末持有现金	12,721	13,465	29,272	68,914	110,976

资料来源：公司信息，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附二：05 中报分析

百万元人民币	1H04	2H04	1H05	1H05 vs. 1H04	1H05 vs. 2H04	备注
一次性初装费收入	4,236	4,222	3,403	-19.7%	-19.4%	初装费摊销收入不断降低
一次性装机费收入	1,432	1,433	1,479	3.3%	3.2%	
月租费	15,023	14,804	15,326	2.0%	3.5%	本地业务保持平稳增长，主要依靠用户数量之增长，ARPU值下降趋势放缓。
本地通话费	24,072	23,574	24,005	-0.3%	1.8%	
国内长途	13,145	13,086	12,918	-1.7%	-1.3%	
国际长途	1,906	1,882	1,705	-10.5%	-9.4%	
互联网	6,602	7,507	8,538	29.3%	13.7%	宽带业务已成为最大的增长点
基础数据	1,524	1,491	1,481	-2.8%	-0.7%	
网间结算	5,013	5,706	6,141	22.5%	7.6%	手机与固网间通话上升
网元出租	2,112	2,042	2,265	7.2%	10.9%	
电信增值服务及其它	5,152	5,248	6,762	31.3%	28.8%	增值服务增长势头强劲
经营收入	**80,217**	**80,995**	**84,023**	4.7%	3.7%	营收在宽带及增值业务驱动下保持健康增长
调整后经营收入	**75,981**	**76,773**	**80,620**	6.1%	5.0%	
经营费用						
折旧及摊销	(23,255)	(23,915)	(24,178)	4.0%	1.1%	Capex有轻微上升所致
网络运营及支撑成本	(20,325)	(22,745)	(22,224)	9.3%	-2.3%	
销售、一般及管理费用	(14,105)	(12,898)	(13,354)	-5.3%	3.5%	对无线市话补贴减少
其它经营费用	(1,796)	(2,343)	(2,524)	40.5%	7.7%	
经营费用合计	**(59,481)**	**(61,901)**	**(62,280)**	4.7%	0.6%	成本控制出色
经营收益	**20,736**	**19,094**	**21,743**	4.9%	13.9%	
调整后经营收益	**16,500**	**14,872**	**18,340**	11.2%	23.3%	
物业、厂房及设备重估减值	0	(1,262)	0	n.a.	n.a.	
财务成本净额	(2,341)	(2,999)	(2,468)	5.4%	-17.7%	
投资亏损	0	6	(9)	n.a.	-250.0%	
应占联营公司的收益	6	23	3	-50.0%	-87.0%	
未计所得税的利润	**18,401**	**14,862**	**19,269**	4.7%	29.7%	
所得税	(3,681)	(1,506)	(4,556)	23.8%	202.5%	税率升高由于免税之初装费不断下降，且购买国产设备抵税等因素未计入上半年，预计全年税率约为20%
有效税率	20.0%	10.1%	23.6%			
净利润	**14,708**	**13,368**	**14,696**	-0.1%	9.9%	
净利率	*18.3%*	*16.5%*	*17.5%*			
调整后净利润	**10,472**	**9,146**	**11,293**	7.8%	23.5%	利润增长超过收入增长，成本控制得力
调整后净利率	*13.8%*	*11.9%*	*14.0%*			
股东应占利润						
本公司股东应占利润	14,708	13,368	14,696	-0.1%	9.9%	
少数股东应占利润	12	41	17	41.7%	-58.5%	
本期利润	14,720	13,409	14,713	0.0%	9.7%	
EBITDA	43,991	43,009	45,921	4.4%	6.8%	
EBITDA率	*54.8%*	*53.1%*	*54.7%*			EBITDA率有所改善，但是预计下半年会下降。主要由于年终费用支出增加
调整后EBITDA	39,755	38,787	42,518	7.0%	9.6%	
调整后EBITDA率	*52.3%*	*50.5%*	*52.7%*			

资料来源：公司信息，第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

中期业绩优异	中国电信于 2005 年上半年录得营业收入 840.23 亿元人民币，净利润 146.96 亿元，分别较去年同期增长 4.7%、-0.1%。扣除一次性初装费用收入之摊销后，调整后营收达 806.2 亿元，净利润 112.93 亿元，分别较去年同期增长 6.1%、7.8%。中期业绩基本符合市场预期。
成本控制出色	期间 EBITDA 利润率较去年同期上升 0.4%，至 52.7%，得益于公司在无线市话补贴策略上的转变。由之前平均每用户补贴 273 元下降至约 156 元，使 SG&A 费用较去年同期下降 5.3%。公司预计二季度 EBITDA 利润率会有小幅下降，主要是由于季节性因素，年终费用增加所致。预计全年调整后 EBITDA 利润率保持＋51%水平。
三季度收入增长 7%，高于上半年增速	公司三季度未计入初装费摊销收入为 410.6 亿元人民币，据我们计算，较全年同期增长 7%，较公司上半年收入增速加快（上半年收入同比增长 6.1%）。公司并未公布收入细分数据，但是根据公司公布的营运数据，我们推算主要增长贡献来自于宽带及 VAS 业务。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号永安集团大厦 19 楼

电话： (852) 2522-2101

传真： (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。