



和记电讯香港 (215)

评级：买入（首次） / 目标价：\$1.9

电讯业务估值低，布局企业服务拉动业绩增长

和电香港近年来由于香港电讯市场竞争持续激烈而受压，因此积极布局成长中的企业端服务市场，以扭转业务形势。集团计划于2020年下半年正式开放5G服务，预期新技术除了能够带动服务ARPU(每用户平均收入)以及硬件销售的增长；还能为物联网解决方案吸引更多企业客户。公司持有现金占市值逾7成，憧憬派发特别股息；撤回现金，本地电讯业务估值远低于同业，若长和落实分拆欧洲及港澳电讯业务上市，将有利估值提升。首予买入，目标价1.9港元。

利好因素

物联网服务蓄势待发。集团能够利用已经建成的无线网络资源连接物联网设备，节省了额外资本投入。随着5G技术的投入使用，结合物联网发展趋势，以包括高效网络部署在内的综合解决方案，服务企业升级转型以及提高运营效率。和电香港及其兄弟电讯集团在全球的布局也为跨境物联网企业服务创造了条件。而和电香港背靠强大的母公司长和集团，其在物联网应用方面的需求也将成为集团企业服务收入的重要来源之一。

憧憬再次派发特别股息。集团自2017年出售固网业务并于2018年中期业绩派发38.55亿港元作特别股息。于2019年中期业绩时集团还有53.53亿港元，相当于每股1.11港元。由于5G频谱的总成本仅3.85亿港元，远低于原先预期，降低了频谱投入对现金的消耗。另外，其母公司长和(1)持有欧洲6个国家以及亚洲3个国家的电讯业务，因此我们认为以和电香港到海外并购其他电讯资产的机会不大，这表示增加再次派发特别股息的机会。

本地电讯业务估值远低于同业。和电香港现时的市值为75亿港元，手持现金总额占市值逾70%。其EV/EBITDA¹得出3.07倍估值，低于其历史平均估值的4.8倍，以及同业数码通(315)的3.7倍。假设扣除现金部份，或集团将所有现金作股息派发，其本地电讯业务市值仅约24亿港元，19年预期市盈率只有6.5倍，远低于数码通的12.6倍及香港电讯的17.4倍，估值远低于同业。

潜在分拆欧洲及港澳业务上市。长和今年7月成立CK Hutchison Telecom Group，整合欧洲6个国家以及和电香港的电讯业务，引起市场憧憬长和会将它分拆到海外上市。最大诱因是有助释放价值，以及降低长和债务负担。假如落实分拆，长和可以选择将所持有的和电香港股份直接在其他地方上市，或先将其私有化再上市，两者都有利估值提升。不过估计最快明年中才可能发生。

建议买入，目标价1.9港元。我们的估值是基于现金流折现法，核心假设为集团企业物联网服务成为新的收入驱动，目标价1.9港元，较现价有21.8%的增长空间。因此我们给予和电香港「买入」评级。

分析师

ZHENG SI QI

(852) 3983 0872

siqizheng@china-invs.hk

黄健星

(852) 3983 0873

allenwong@china-invs.hk

主要数据

评级	买入
目标价	1.9 港元 (+22%)
当前股价	1.56 港元
总股本 (百万股)	4,819
总市值 (百万港元)	7,517.8
3个月平均成交 (百万港元)	5.85
52周股价波幅	1.28-2.64
主要股东	长和集团 (66.09%)
公司业务	流动通讯服务

财务数据

(百万港元)	2018	2019	2020	2021
收入	7,912	6,688	6,894	6,997
EBITDA	1,084	1,188	1,158	1,130
经营利润	316	306	307	237
报告利润	433	372	366	306
每股利润	0.09	0.08	0.08	0.06
市盈率 (倍)	18	21	21	25
市账率 (倍)	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	3.9	3.3	3.3	2.7
股本回报率	2.7%	2.3%	2.3%	1.9%

股价表现



¹ 公司价值 / 利息、所得税、折旧、摊销前盈余

财务数据

综合收益表 (百万港元)	12/2018	2019 预测	2020 预测	2021 预测
持续业务				
收益	7,912	6,688	6,894	6,997
出售货品成本	(4,201)	(3,099)	(3,206)	(3,355)
雇员成本	(374)	(362)	(401)	(379)
客户上客成本	(160)	(188)	(221)	(197)
折旧及摊销	(768)	(881)	(850)	(893)
其他营业支出	(2,093)	(1,851)	(1,908)	(1,936)
经营溢利/(亏损)	316	306	307	237
利息及其他融资收入	214	177	168	167
利息及其他融资成本	(21)	(36)	(36)	(36)
财务成本净额	193	141	132	132
应占合营企业之业绩	(4)	(5)	(5)	(5)
除税前(亏损)/溢利	505	443	435	364
税项	(72)	(71)	(69)	(58)
年度溢利	433	372	366	306
本公司股东	404	342	336	281
非控股股东权益	29	30	30	25

现金流量表 (百万港元)	12/2018	2019 预测	2020 预测	2021 预测
除税前溢利	505	443	435	364
就以下各项作出调整：				
利息收入	(214)	(177)	(168)	(167)
利息及其他融资成本	21	36	36	36
折旧及摊销	768	881	850	893
资本化客户上客及挽留成本	(153)	(180)	(212)	(188)
出售物业、设施及设备亏损	1	-	-	-
应占合营企业之业绩	4	5	5	5
营运资金变动：				
应收账款及其他资产减少/(增加)	(74)	(115)	(20)	(10)
存货减少/(增加)	18	21	(3)	(4)
应付账款及其他应付款项增加/(减少)	(354)	(412)	44	62
退休福利责任	8	3	3	3
经营产生的现金	530	506	970	992
已付利息及其他融资成本	(10)	(13)	(22)	(22)
已付税项	(3)	(5)	(8)	(10)
经营活动产生的现金净额	517	487	940	960
购入物业、设施及设备	(513)	(555)	(555)	(555)
电讯牌照之增加	-	(200)	(202)	-
出售物业、设施及设备所得款项	1	-	-	-
已收利息	173	52	49	49
向合营企业之借贷	(72)	-	-	-
投资活动(所用)产生的现金净额	(411)	(702)	(707)	(505)
偿还贷款	(3,900)	-	-	-
已付本公司股东之股息	(368)	(303)	(257)	(252)
已付非控股股东权益之股息	-	(12)	(12)	(12)
融资活动产生(所用)的现金净额	(4,268)	(315)	(269)	(264)
现金及现金等值(减少)/增加	(4,162)	(529)	(36)	191
于一月一日之现金及现金等值	13,717	9,555	9,026	8,990
于十二月三十一日之现金及现金等值	9,555	9,026	8,990	9,181

资产负债表 (百万港元)	12/2018	2019 预测	2020 预测	2021 预测
物业、设施及设备	2,194	2,235	2,338	2,421
商誉	2,155	2,155	2,155	2,155
电讯牌照	2,289	2,271	2,258	2,052
客户上客及挽留成本	132	162	189	162
合约资产	130	130	130	130
其他非流动资产	300	536	536	536
递延税项资产	258	258	258	258
于合营企业之投资	396	446	446	446
非流动资产总值	7,854	8,192	8,309	8,159
现金及现金等值	9,555	9,026	8,990	9,181
应收账款及其他流动资产	546	661	681	691
合约资产	276	233	240	244
存货	107	86	89	93
流动资产总值	10,484	10,005	10,000	10,209
应付账款及其他应付款项	1,755	1,343	1,388	1,450
合约负债	132	97	101	105
即期所得税负债	16	7	7	8
流动负债总额	1,903	1,448	1,496	1,563
流动资产净额	8,581	8,558	8,505	8,647
资产总值减流动负债	16,435	16,750	16,814	16,806
牌照费负债及其他非流动负债	288	260	246	235
非流动负债总额	288	260	246	235
资产净值	16,147	16,490	16,568	16,571
股本	1,205	1,205	1,205	1,205
储备	14,771	14,923	14,999	15,002
公司拥有人应占权益	15,976	16,128	16,204	16,207
非控股权益	171	362	364	364
权益总额	16,147	16,490	16,568	16,571

比率分析	12/2018	2019 预测	2020 预测	2021 预测
同比增长				
收入	17.2%	-15.5%	3.1%	1.5%
EBITDA	-9.7%	9.6%	-2.5%	-2.4%
净利	-	-14.0%	-1.8%	-16.3%
盈利能力				
EBITDA利润率	13.7%	17.8%	16.8%	16.1%
净利率	5.5%	5.6%	5.3%	4.4%
资产回报率	2.1%	2.0%	2.0%	1.7%
净资产收益率	2.7%	2.3%	2.3%	1.9%
流动性和偿付能力				
流动比率	5.5	6.9	6.7	6.5
速动比率	5.5	6.9	6.6	6.5
现金比率	5.0	6.2	6.0	5.9
总债务与权益	-	-	-	-
营运资金管理				
应收账款天数	-	16.6	18.9	19.0
应付账款天数	-	34.1	30.8	30.6
存货周转天数	-	11.3	9.9	9.9
杜邦分析				
净利率	5.5%	5.6%	5.3%	4.4%
资产周转率	38.8%	36.6%	37.8%	38.2%
杠杆比率	1.1	1.1	1.1	1.1

来源: 公司资料、中投证券(香港)

行业背景

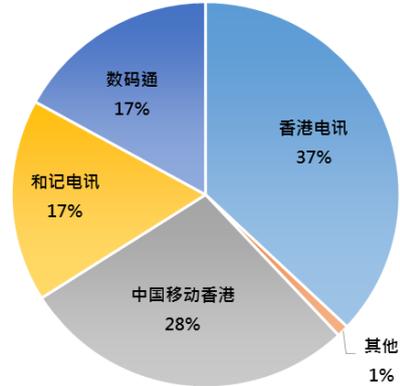
香港公共流动通讯服务的竞争十分激烈。截至 2019 年 6 月，香港共有四间流动网络运营商：中国移动香港、香港电讯、和电香港以及数码通为公众提供各式各样的公共流动通讯服务。截至 2018 年底，流动服务用户数目为 2186 万，普及率约为 292%，属全球最高比率之一。在这些用户当中，其中 2113 万是 3G/4G 流动服务用户，4G LTE 渗透率达到 90%。以用户数量来看，香港电讯连续多年成为香港排名第一的流动通讯运营商，市场份额达到 35-40%；中国移动香港市占率约 28%；和记与数码通各占 17-18%。

市场竞争为消费者节省庞大金额的同时，也为各流动通讯运营商的经营造成压力。据统计，除香港电讯 ARPU 基本保持稳定至略微上升外，和电香港以及数码通 ARPU 均有不同程度下降。截至 2018 年 12 月，本地流动数据用量激增至 51,442 太字节（即 51,441,616 吉字节），平均每名本地居民 6,875 兆字节，较 2017 年同期的流动数据用量增加 1.4 倍。尽管数据流量增加，固定月费计划使得服务商利润空间缩小。据政府统计报告，香港人口数量截至 2019 年中期为 752.41 万人，平均人口增长率仅为 1%。用户总数的稳定也意味着运营商在流动讯服务的收入持续下降，利润空间受压。

流动通讯业务承压

香港拥有全球其中一个最先进、最蓬勃的电讯市场，但同时竞争也十分激烈。在人口数量 752 万人的香港，有四间颇具规模的电讯运营商为用户提供流动通讯服务，相较于中国大陆三家主要电讯运营商服务于 13.86 亿人口，香港电讯市场的客户争夺更具挑战性。由于香港总人口数变化不大，流动通讯用户在四间运营商之间流动；而服务与产品的相似性也诱使运营商以降低价格作为获客的重要手段。据披露，自 2017 年起，集团 ARPU 逐年下降，截至 2019 年上半年累计下滑 17%。

香港电讯运营商市场占有率

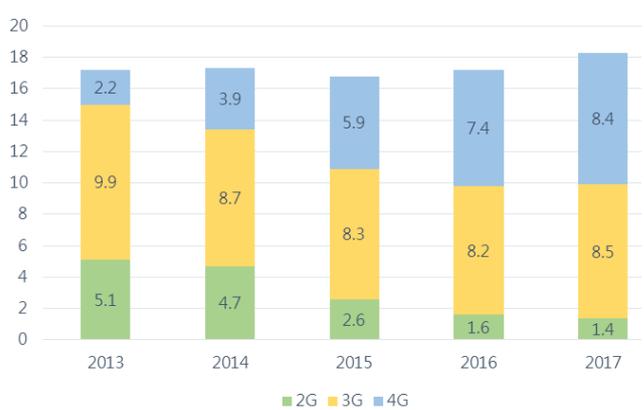


来源: 公司资料、中投证券(香港)

香港流动通讯用户数据用量统计



香港流动通讯用户数量



来源: 通讯管理事务局、中投证券(香港)

于公司层面而言，截至 2018 年底，集团服务与硬件收入占总收入的比重为 45.8%/54.2%，显示集团对硬件销售存在依赖性。近年来智能手机市场需求疲软，缺乏吸引力的创新延长了消费者换机周期，为集团在手机和手机月费计划的销售表现蒙上阴影。2018 年，凭借市场对新智能手机的强劲需求，硬件收入飙升 47% 至 42.5 亿港元，带动整体营收上涨 17%。但 2019 年开始，截至上半年硬件销售急跌 66%，致使集团总收入与净利润分别下降 37%/10.5%。这个现象也说明了硬件销售市场存在极大的不确定性。

和电香港用户组成 (千人)



和电香港平均 ARPU (港元)



来源: 公司资料、中投证券(香港)

和电香港财务表现(百万港元)



和电香港收入细分(百万港元)



来源: 公司资料、中投证券(香港)

从细分市场寻找获客机会。和电香港主要以「3」品牌在香港和澳门提供流动通讯服务，面向大众消费者。集团于 2018 及 2019 年分别推出了面向高端客户的「3 Supreme」服务品牌，以及月费价格较低的虚拟电讯运营商 (MVNO)「MO SIM」服务计划以吸引年轻人用户，以差异化服务以获取用户以及建立品牌形象。「3 Supreme」以用户体验为主导，除为用户提供私人助理服务外，更将服务扩展至以金融及保险、美容及保健等范畴；以及提供贵宾服务，以满足用户现场娱乐体验活动的需求以及旅游行程规划和旅游紧急应变服务等。不仅提高现有用户的品牌忠诚度，也为品牌建立良好的形象，帮助吸引新客户，公司的客户流失率有所降低，至 2019 年中期止从 1.3% 下降到 1.1%。

抓住物联网发展大势，企业服务作为集团未来发展重点

香港电讯市场已趋向饱和，在流动通讯业务增长空间不大的情况下，和电香港将目光投向了物联网在企业服务的应用。

物联网(简称 IOT)是在互联网基础上对网络的延伸和扩展，通过将各种信息传感设备与互联网结合起来，从而形成的一个巨大网络，实现在任何时间、任何地点，人、机、物的互联互通，其核心为万物互联。物联网应用领域相当广泛，从环境监测、能源管理、医疗、物流、公共安全与交通管理、制造业、车联网，以至于延伸到家居与个人穿戴装置等，渗透至社会及个人生活的各个方面。

万物互联依托复杂的技术以及大量的设备得以实现。在目前市场上应用中，举例说明，智慧城市的建设需要将城市中基础设施逐一连接以实现防灾网络、急救网络、以致电力网络的互联互通。这其中不仅设备连接数量庞大，也涉及多个政府部门之间的协调合作，以及受到环境因素的制约，过程复杂且耗时长，因此成果无法在短期内体现。物联网依赖于设备的配合，在现有技术未达到可以开发出匹配物联网的设备(例如：无人驾驶汽车)时，设备联通也无法实现。而智慧家居等的则需要用户更换已有设备以实现互联互通，拉高了个人使用物联网的成本，在现阶段普及较难。

工业物联网较其他需要与公众网络链接的专用物联网的应用中，预期是最快实现应用的物联网之一。工业物联网在公司范围内通过对机器与其他机器、对象、环境和基础设施等进行互动和通讯，将收集的大量数据和讯息进行分析和处理，对物体实施智能化控制，为管理和控制提供极具意义的、实时的决策并提高产品生产效率，从而激发生产力和创新动力。据通讯事务管理局研究，到 2025 年，工业物联网将可能带来 1.2-3.7 万亿美元的潜在经济影响。

2025 年物联网潜在经济影响 (万亿美元)

场景	应用	保守估计	乐观估计
工厂	制程标准与设备最佳化	1.2	3.7
城市	公共安全与交通管理	0.9	1.7
个人	穿戴式装置与健身	0.2	1.6
零售	自动结账与存货管理	0.4	1.2
外部应用	物流与即时导航监控	0.6	0.9
工作场域	营运最佳化、健康与安全	0.2	0.9
车辆	自动驾驶与车辆检修	0.2	0.7
家庭	家事自动化与安全系统	0.2	0.3
办公室	大楼安全与能源管理	0.1	0.2

来源: McKinsey Global Institute analysis, 2015 · 中投证券(香港)

物联网项目的深入对集团财务有极大的提振作用。每一个企业服务的项目都涉及几十万至上百万设备的连接，对集团带来相当可观的收入。同时，利用集团已经建成的无线网络资源对设备进行连接，节省了额外资本投入；而成本更会随着规模效应相应减少，为集团释放额外的利润空间。另一方面，和电香港与其兄弟集团和电香港亚洲和欧洲「3」集团，经营范围覆盖了亚洲及欧洲主要城市，为跨境物联网解决方案的实施创造了条件，更能够满足大型跨国企业对业务升级的需求。

集团看好 5G 未来在物联网应用方面的价值，着手结合物联网建设与即将投入使用的 5G 技术，以期为企业制定最优化的效率解决方案。但值得注意的是，物联网的发展不会一蹴而就。而且结合现在 NSA 的应用，5G 并不能在物联网建设中发挥最大效应。我们预测短时间集团企业服务的收益难以体现显著变化。但物联网应用是社会发展的趋势，随着 5G 建设的不断深化，我们相信长期会为集团带来收入结构的变化，提振收入增长。

5G 潜力亟待发掘

随着其他国家已经陆续启动 5G 服务，香港于今年 10 月起拍卖 5G 频谱。截至本报告发出日期，频谱已全部拍卖结束。中国移动香港与香港电讯以总价 5.53 亿/5.72 亿港元投得了 3.3、3.5、4.9 吉赫频谱使用权；和电香港与数码通各花费 4.02 亿/3.85 亿港元获得 3.3、3.5 吉赫频谱使用权。由于频谱使用费总体低于预期，降低了运营商的下行风险，为 5G 服务提升利润空间。

5G 频谱分配

	中国移动香港	香港电讯	和记电讯	数码通
3.3吉赫	20兆赫	30兆赫	30兆赫	20兆赫
	1.33亿港元	2亿港元	2亿港元	1.33亿港元
3.5吉赫	60兆赫	50兆赫	40兆赫	50兆赫
	3亿港元	2.52亿港元	2.02亿港元	2.52亿港元
4.9吉赫	40兆赫	40兆赫	-	-
	1.2亿港元	1.2亿港元	-	-
总使用费	5.53亿港元	5.72亿港元	4.02亿港元	3.85亿港元

来源: 通讯管理事务局、中投证券(香港)

和电香港以总价 4.02 亿港元代价投得 40 兆赫的 3.5 吉赫与 30 兆赫的 3.3 吉赫 5G 频谱，并已完成提升现有的网络架构，以及 3.5 吉赫及 28 吉赫频段的 5G 室外网络测试。在「3」传统的流动通讯业务中，我们预测 2020 年投入使用的 5G 服务，以及随着 5G 手机面世，集团在 2020 年下半年将受益于新一轮的手机更换潮，成为集团的硬件销售收入增长的主要推动力。

同时，我们参考韩国经验，认为 5G 服务月费较 4G 会有一定程度的提高，而 5G 网络的使用也将对用户数据用量有提振作用，总体拉高流动通讯业务的 ARPU。另外，由于频谱拍卖的费用大大低于市场整体预期，以及「3」此次 5G 的建设同样采用非独立组网(NSA)方式，借助现有 4G 基础建设，可以大大降低集团在资本开支方面的支出，为集团减轻了成本以及现金流压力。

韩国 5G 对运营商经营影响

(QoQ)	客户数目变化		ARPU变化		5G渗透率	
	Q2	Q3	Q2	Q3	Q2	Q3
SKT	-	+ 0.8%	+ 0.4%	+ 1.3%	1.7%	4.9%
KT	+ 1%	+ 1%	+ 0.8%	+ 0.5%	1.9%	4.8%
LG U Plus	+ 2.1%	+ 1.8%	+ 0.4%	+ 0.2%	2.6%	5.8%

注：韩国于2019年4月3日启动5G网络服务

韩国 SK Telecom 5G 月费计划

月费计划	资费 (HKD)		附加条件
	4G	5G	
4GB	336	-	
9GB	-	370	
100GB	464	-	
150GB	531	-	
200GB	-	504	
无限数据1	-	639	5G需要24个月合约
无限数据2	672	840	

来源: SKT、KT、LG U Plus 财务报告、SKT 官网、中投证券(香港)

另一方面，5G 的投入使用最大价值在于对物联网的应用。5G 基于带宽更大、覆盖率更广的特性，速度最高可快过 4G 百倍以上，传输与接收点之间的延迟时间低于 1 毫秒，这种低延迟特性成为促成物联网普及的关键技术。因为有了 5G 的面世，物联网技术中对时效性敏感的应用，例如无人驾驶汽车和远程手术等得以实现，为物联网应用提供了更广阔的发展空间。集团计划把 5G 技术应用到企业物联网服务，将帮助服务企业大大减少管理层掌握前线消费动态以及生产运营资讯的时间，提高决策效率，把握商机。因此我们预测，搭载 5G 技术的客制化企业运营解决方案将会受到市场广泛认可，促进企业收入增长。而和电香港背靠强大的母公司长和集团，其在物联网应用方面的需求也将成为集团企业服务收入的重要来源之一。值得注意的是，5G 与物联网的发展仍处在初期阶段，潜力巨大但需要时间以证明其对集团发展的价值。

财务分析

憧憬再次派发特别股息。集团自 2017 年出售固网业务而获得 144.97 亿港元现金，在 2018 年中期业绩宣布将 38.55 亿港元作特别股息派发，相当于每股 0.8 港元。派发后集团仍持有大量现金，于 2019 年中期业绩时还有 53.53 亿港元，相当于每股 1.11 港元。由于 5G 频谱的总成本仅 3.85 亿港元，远低于原先预期，降低了频谱投入对现金的消耗，我们认为以和电香港到海外并购其他电讯资产的机会不大，再次派发特别股息的机会增加，或利好股价表现。

集团估值偏低。按和电香港现时的股价，其市值为 77.5 亿港元，手持现金总额占市值接近 70%。其 EV/EBITDA 得出 3.07 倍估值，低于和电香港历史平均估值的 4.8 倍；另外，与同行业的电讯运营商相比，香港电讯(6823) EV/EBITDA 为 9.9 倍，数码通(315)为 3.7 倍，行业平均为 8.9 倍，和电香港估值明显低于同业。更重要的是，假设扣除现金部份，或集团将所有现金作股息派发，其本地电讯业务市值仅约 24 亿港元，它的市盈率只有 6 倍，远低于数码通的 11 倍及香港电讯的 18.6 倍，估值吸引。

潜在分拆欧洲及港澳业务上市。和电香港大股东长和于今年 7 月成立 CK Hutchison Telecom Group，整合欧洲、香港及澳门合共 8 个地区的电讯业务，全部都以「3」品牌经营。持股比重、收入及 EBITDA 分佈以下：

CK Hutchison Telecom 的收入及 EBITDA

(19年上半年)	长和持股 (%)	收入 (十亿港元)	收入 占比(%)	EBITDA (十亿港元)	EBITDA 占比(%)
意大利	100	21.3	46.1	6.1	58.7
英国	100	11.8	25.5	1.7	16.3
奥地利	100	3.8	8.2	1	9.6
瑞典	60	2.7	5.8	0.5	4.8
爱尔兰	100	2.6	5.6	0.4	3.8
和电香港(215)	66.09	2.5	5.4	0.3	2.9
丹麦	60	1.3	2.8	0.3	2.9
其他	-	0.2	0.4	0.1	1.0
合计	-	46.2	100	10.4	100

來源：長和、中投證券(香港)

这引起市场憧憬长和会将欧洲及港澳电讯业务分拆到海外上市。现在除和电香港外，其余欧洲电讯业务都没有独立上市。长和目前的市賬率只有 0.63 倍，市值較淨資產存在折讓，分拆電訊業務上市有助释放价值。另一方面，长和的淨債務高達 2,124 億港元，若將電訊整合上市集資，可減輕其債務負擔，为集团提供诱因。假如落实分拆，长和可以选择将所持有的和电香港股份直接上市，或先将其私有再上市，不过估计最快明年中才可能发生。

估值结论

我们预期和电香港未来现金流将随企业服务业务的高速增长而上升，以现金流折现法作估值，得出目标价 1.9 港元，较现价存在 21.8% 上升空间。

估值基于以下主要假设：

1. 收入预测：

(1) 香港电讯行业的价格竞争减弱，各运营商以服务差异化作为获客的手段，且香港流动通讯用户总人数基本维持现有水平。因此，和电香港 ARPU 得益于 5G 的发展而有轻微上升，用户数基本维持不变；

(2) 智能手机转换于 5G 发展初期需求较高，对集团硬件销售的和手机月费计划有一定提振作用，但预计延续时间不会太长。因此未来集团对硬件销售业务的依赖逐渐降低，硬件销售业务将基本维持现有水平；

(3) 物联网与 5G 的结合将使集团的企业服务业务更具吸引力，物联网企业服务收益自 2020 年期开始成集团贡献收益，并在接下来的几年中高速增长，于集团的收入占比也将逐渐提高；

2. 费用展望：

(1) 5G 频谱总成本较预期低，减低了集团的成本投入。另外集团对 5G 投资持审慎态度，且在 NSA 模式下，5G 基站的建设无需过大资金投入，资本开支近几年不会有特别变化；

(2) 企业物联网业务利用集团已经建成的无线网络资源对设备进行连接，为集团节省了额外资本投入，且成本更会随着规模效应相应减少，为集团贡献额外的利润空间；

3. 其他假设：

(1) 折现率为 10.3%；

(2) 5G 对集团流动通讯业务的影响参考韩国经验。

公司介绍

和电香港自上世纪 80 年代成立以来积累超过三十年的业界经验，在香港及澳门从事以获特许授权使用之「3」品牌经营流动电讯服务的电讯运营商。集团于香港联交所主板上市，是多个恒生指数的成份股。集团于 2017 年出售固网权益后，专注发展流动通讯业务，目前是香港唯一拥有横跨 900 兆赫、1800 兆赫、2100 兆赫、2300 兆赫及 2600 兆赫不同频段频谱的本地运营商，为客户提供尖端的数据、语音及漫游服务。「3」也是澳门最大的流动通讯服务供货商之一。同时，和记将业务延伸至商业应用的窄频物联网网络，利用全球生态系统为家居、城市以及各行各业打造物联网平台，打造自家的物联网应用程序，以满足企业及其他商业客户对自身业务升级发展的需求。集团收入主要来自提供流动通讯服务以及电讯硬件的销售，截至 2019 年 6 月，硬件收入同比下降 66% 导致集团中期收入同比下降 37% 至 2,515 百万港元，盈利下降 10.5% 至 196 百万港元。

免责声明

公司评级定义：

强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法律或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个人之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。