

中国联通 (600050)

买入/维持评级

股价: RMB5.24

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孔晓明
(021)6849 8629
kongxm@mail.htlhsc.com.cn

姜晓山

jiangxiaoshan@mail.htlhsc.com.cn

拨云见日，透雾看花

——中国联通之六问六答

• 补贴千元智能机与补贴 iPhone 相比谁更赚钱? ——千元机

经过测算，同样的支出，补贴千元机所获得的收入比 iPhone 更加划算。

• 2012 年以及未来联通 3G 用户 ARPU 是否会大幅下降? ——不会

首先，我们基于未来高端和中低端用户占比前降后升的假设，以及与日本运营商 KDDI 对比发现，联通 3G 用户 ARPU 值不会出现大幅下降。

其次，明年联通终端策略将重点补贴 1000-2000 元的中端手机。终端补贴战略的改变将提高中等消费群体比例，进而提升未来用户的综合 ARPU 值。

• 如果联通过年后资本开支上升，那么对业绩影响有多大? ——甚微

测算结果显示，联通当年资本开支每增加 100 亿，对下一年 EPS 影响只有 0.015 元，影响较小，远没有市场担心的那么严重。

• 联通 3G 是不是还在亏损，开始赚钱了吗? ——2011 年已经开始

测算发现，联通 3G 业务在 2011 年已经确定开始盈利，可能从 2011 年年中就已经越过盈亏平衡点，盈利空间已经打开。

• 未来宽带资费如果下调对联通业绩影响有多大? ——不大

首先，我国宽带渗透率处于快速上升阶段，我们认为增量市场收入的快速增加将大大弥补存量市场收入的下降；

其次，我们测算发现未来宽带资费下降对 EPS 的影响会逐渐减小，原因在于联通高 ARPU 值的 3G 用户规模会快速增长，宽带收入的增长会慢于 3G。

• 移动 TD-LTE 留给联通时间窗口还有多久? ——还有 3-5 年

我们认为，TD-LTE 商用最早可能也要到 2014 年，而要达到规模商用则要等到 2015 年，联通至少还有 3-5 年的机遇窗口。

• 风险提示：大盘系统性风险，联通新增 3G 用户数低于预期。

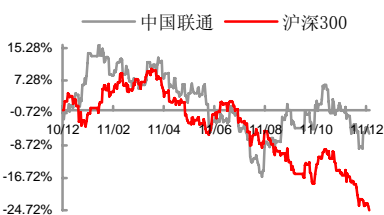
相关研究

- 《“通”改前非，“联”想未来——中国联通深度研究》 (2011/08/23)
- 《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》 (2011/10/12)
- 《286 元合约购机重出江湖 ARPU 值或有小幅上升》 (2011/10/17)

基础数据

总股本 (百万股)	21,197
流通 A 股 (百万股)	21,197
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	107,043

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176168.4	201640.0	236942.0	283208.0
(+/-%)	11.2	14.5	17.5	19.5
归属母公司净利润(百万元)	1227.6	2274.0	5514.0	10156.0
(+/-%)	-60.9	85.2	142.5	84.2
EPS(元)	0.06	0.11	0.26	0.48
P/E(倍)	87.2	47.5	20.1	10.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

补贴千元智能机与补贴 iPhone 相比谁更赚钱？	4
想为虚，算为真——补贴千元机比补贴 iPhone 更划算	4
2012 年以及未来联通 3G 用户 ARPU 是否会大幅下降？	7
ARPU 值肯定会下降，但比市场预期的慢	7
联通终端补贴战略改变，2012 年 3G 用户数和 ARPU 值有望比翼双飞	9
如果联通明年资本开支上升，那么对业绩影响有多大？	10
联通 3G 是不是还在亏损，开始赚钱了吗？	12
3G 业务从 2011 年开始越过盈亏平衡点	12
未来宽带资费如果下调对联通业绩影响有多大？	14
移动 TD-LTE 留给联通时间窗口还有多久？	15
目前 TD-LTE 在中国远未具备规模商用的条件	15
在 TD-LTE 规模商用前，联通的优势还将继续扩大	18
风险提示	19

图表目录

图 1: KDDI 的 3G 用户 ARPU 值变化.....	8
图 2: NTT DoCoMo 的 3G 用户 ARPU 值变化.....	8
图 3: 日本 3G 终端销售补贴政策研究.....	8
图 4: 联通近三年资本开支结构.....	12
图 5: 通信行业产业链.....	15
图 6: 高通智能手机芯片开发路线.....	17
图 7: 我国 TD-LTE 商用时间表.....	18
图 8: 无线通信技术演进路线.....	19
图 9: 联通可以通过省级 HSPA 网络继续扩大优势.....	19
表格 1: iPhone4 16GB “预存话费送手机合约计划”.....	4
表格 2: 中兴 V880 “预存话费送手机合约计划”.....	5
表格 3: 联通 3G 用户结构预测.....	7
表格 4: 联通折旧增加 100 亿测试.....	10
表格 5: 联通折旧增加 200 亿测试.....	11
表格 6: 2012 年联通资本开支变动对 2013 年 EPS 影响敏感性测试.....	11
表格 7: 联通 3G 折旧测算.....	12
表格 8: 联通 3G 业务在 2011 年已经开始盈利.....	13
表格 9: 联通宽带用户 ARPU 值对 EPS 的敏感性分析.....	14

补贴千元智能机与补贴 iPhone 相比谁更赚钱？

想为虚，算为真——补贴千元机比补贴 iPhone 更划算

目前市场担心联通的“千元机战略”将带来大量低端用户，利润不如补贴 iPhone 高端用户贡献的多。但是，我们经过仔细测算，同样的支出，补贴千元机所获得的收入比 iPhone 更加划算。

联通对终端的补贴计划分为两种，一种为“预存话费送手机合约计划”，另一种是“购手机入网送话费”合约计划。对于用户来讲，第一种更有吸引力，本文以第一种合约计划为例来进行证明：

表 1 所示的是 iPhone 4 最畅销的 16G 版本 0 元购机计划¹。根据我们的估算，iPhone 成本价大约在 3600 元左右，而联通的补贴额度约为 33%，也就是说每部 iPhone 的补贴约在 1200（3600*33%）元左右，剩下的 2400 元（3600-1200）计入终端销售收入，也就是说产品包价格 5880 元中有 2400 元首先要计入联通的终端销售收入，其余余额计做 3G 服务收入。那么，286 元合约套餐 0 元购机用户的实际 ARPU 值计算应该如下：

$$\text{ARPU 值} = (5880 - 2400) / 24 + (286 - 245) = 186 \text{ 元}$$

其中（286-245）的意思为每个用户每月得到 245 元话费返还，但套餐费为 286 元，所以每月还要再交 41 元话费。

表格 1：iPhone4 16GB “预存话费送手机合约计划”

	套餐月费（元）	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
	产品包价格（元）	5880									
	优惠购机款（元）	4099	3799	3499	2699	2299	1699	0	0	0	0
调整前	预付款（元）	1781	2081	2381	3181	3581	4181	5880	5880	5880	5880
	月返还金额（元）	74	86	99	132	149	174	245	245	245	245
	协议期	24 个月									

资料来源：公司官网，华泰联合证券研究所

表 2 所示的是联通最畅销的千元智能机—中兴 V880 的 0 元购机计划。根据我们的估算，联通千元机的成本价约在 900 元左右，补贴比例与 iPhone 差不多。那么，每部千元机的补贴费用约为 300（900*33%）元左右，剩下的 600 元计入终端销售收入，也就是说产品包价格 1399 元中有 600 元首先要计入联通的终端销售收入，其余余额计做 3G 服务收入。那么，66 元合约套餐 0 元购机用户的实际 ARPU 值计算应该如下：

$$\text{ARPU} = (1399 - 600) / 24 + (66 - 46) = 53 \text{ 元}$$

¹ 虽然目前 16G 版本已停销近两月，但仍为联通 iPhone 用户主体，因此取其进行测算。

表格 2：中兴 V880 “预存话费送手机合约计划”

	套餐月费（元）	46	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
调整前	产品包价格（元）											
	优惠购机款（元）	449	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	预付款（元）	950	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399
	入网返还金额（元）	190	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279
	月返还金额（元）	31	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
	协议期											24 个月

资料来源：公司官网，华泰联合证券研究所

结论：补贴一部 iPhone 需要 1200 元，而补贴一部千元机需要 300 元，也就是说补贴一部 iPhone 相当于补贴 4 部千元机。而 4 个千元机用户的 ARPU 值合计为 $4 \times 53 = 212$ 元，远大于一个 iPhone 用户 ARPU 值 186 元。联通补贴千元智能机用户要比补贴 iPhone 用户划算。

在这里，有必要提醒一点。根据市场调查显示，千元机 66 元的套餐多数人表示不够用，更多的用户选择了 96 元或者更高的套餐。也就是说，实际千元智能机的 ARPU 是远高于理论最低值 53 元，相当多用户的 ARPU 值为 83 元甚至更高。

千元机不仅为联通带来更多收入，其具有更重要的战略意义。在这里我们要重申一下“千元机战略”的战略意义所在：

在运营商领域，收入是建立在用户规模基础之上的。移动在 2G 时代之所以赚钱，是因为它近 6 亿用户中囊括了高中低端所有层级用户，友情、亲情效应之所在可以为其带来更多的潜在“同运营商用户”（在此即指中移动），用户的边际效用远高于电信和联通。

运营商在建设网络初期无论用户多少都要先投巨资通过建设基站把基本的网络搭建起来，然后再慢慢发展用户；随着用户的逐渐增多，再适时的增加边远地区覆盖或为已建基站增添载频以增加容量，达到承载更多用户的目的。从经济学的角度也就是说，运营商在建网初期用户的边际成本很高，且建网成本是初期很难收回的。只有在用户规模发展起来之后，用户的边际成本才会逐渐降低，用户的边际收益才会逐渐盖过边际成本，越过盈亏平衡点之后最终实现盈利。而在用户规模超过盈亏平衡点后，用户的边际成本会随着用户数量的增加而逐渐降低，用户的边际效用就会逐渐放大，运营商的盈利空间才能打开。

所以，通过千元机战略提升用户规模意义存在于：

其一，如前述可以提升自身运营价值，增加服务收入；

其二，还可以打击竞争对手，通过增加份额进而挤压对手空间，手机号码不同于其他商品，人脉带来的天生黏性可以帮助运营商日后提高议价能力。

因此我们说，联通实施“千元机战略”发展千元机用户可以达到一箭双雕的效果。一方面，事实证明千元机带来的收入一点也不比 iPhone 低，而且高很多；另一方面，千元机用户市场巨大，快速发展的用户规模将会放大联通的边际受益，而且现在已经开始打开盈利空间。

2012 年以及未来联通 3G 用户 ARPU 是否会大幅下降？

ARPU 值肯定会下降，但比市场预期的慢

目前市场上的投资者直观上感觉联通 3G 用户 ARPU 值未来可能会下降的很快，这是由于一方面联通走的是高端向中低端拓展的路线；另一方面则是看到移动和电信 3G 用户 ARPU 值较低所致，认为行业因素所致联通未来也应该很低。

我们在 10 月 11 日的报告《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》中曾经深入讨论过。我们认为，如果仔细分析推算一下未来联通 3G 用户的结构，会发现联通 3G 用户的 ARPU 值不会下降很快。

从未来高中低端用户结构来看，联通 ARPU 值不会下降过快

我们以套餐高低为标准将联通 3G 用户分为高中低三档。根据公司年报和我们调研的结论，2010 年底相比年初，高中低三档用户的比例分别从 40%、30%、30%变成了 30%、35%和 35%，高端用户比例下降明显，中低端用户比例略有上升。考虑到补贴，保守起见，我们假设高端用户 ARPU 值为 240 元，中端用户 108 元，低端用户 42 元，得出综合 ARPU 值基本与公司公告的 2009 和 2010 年数据相吻合。随着联通由高端向中低端用户渗透的发展战略的不断实施以及“千元机”战略的出台，我们预计未来高端用户比例继续下降，而中低端用户比例继续上升，得出综合 ARPU 值如下：

表格 3：联通 3G 用户结构预测

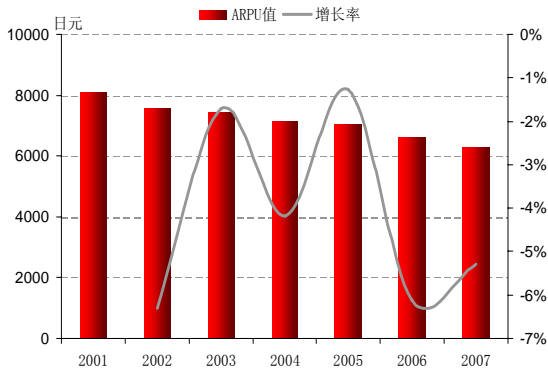
	ARPU 值	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
3G 用户规模/万		274.2	1406	3706	7206	12706	20006	28506
高端用户占比（250+）	240 元	40%	30%	20%	15%	10%	7%	5%
中端用户占比（100-250）	108 元	30%	35%	43%	45%	45%	40%	33%
低端用户占比（100-）	42 元	30%	35%	47%	40%	45%	53%	62%
综合 ARPU 值		141.7	124.0	114	97.0	90.0	82.3	73.7

资料来源：华泰联合证券研究所

和国外运营商已有经验相比，我们的预测是偏谨慎的

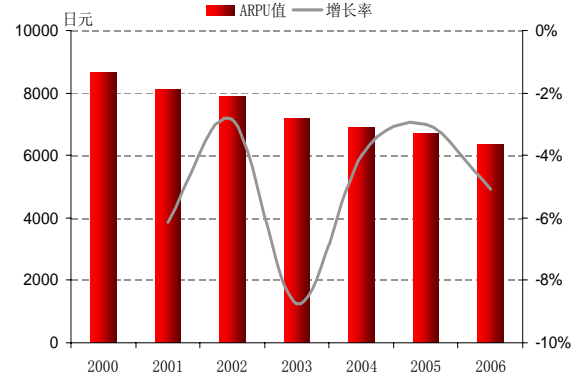
我们看到，日本运营商 KDDI 和 NTT DoCoMo 从开始运营 3G 后的几年中其 ARPU 值年均下降稳定在 5%左右，并未出现大幅下降的情况。其实当时 KDDI 和 NTT DoCoMo 采取的也都是先通过激进的补贴政策，然后逐步降低资费来吸引用户的政策。随着用户的增加，KDDI 和 NTT DoCoMo 通过逐步推出创新业务吸引用户增加使用来减缓 ARPU 值的下降。

图 1: KDDI 的 3G 用户 ARPU 值变化



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 2: NTT DoCoMo 的 3G 用户 ARPU 值变化

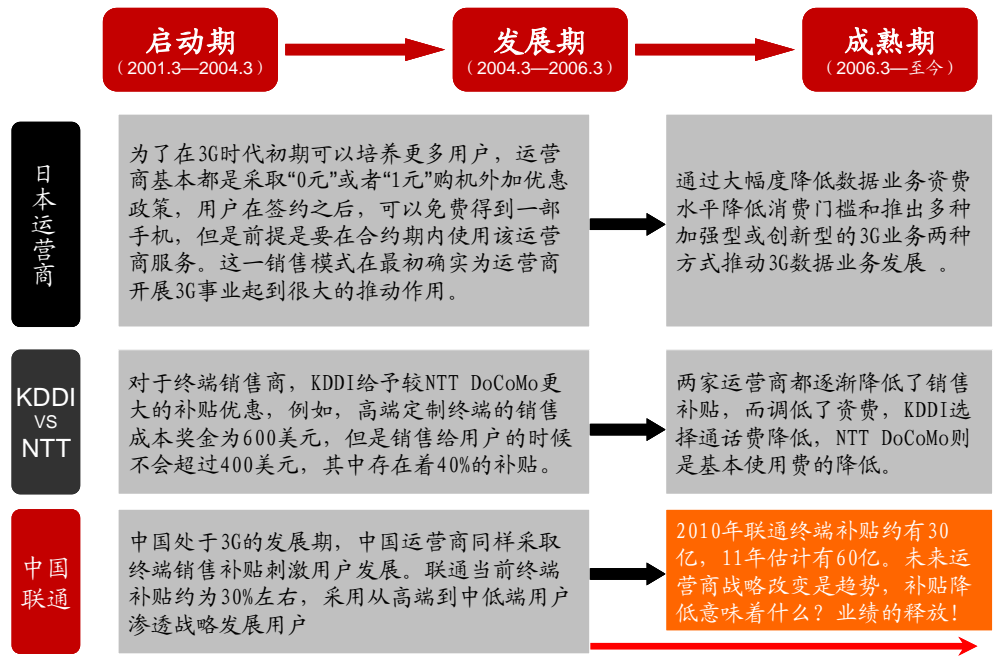


资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

日本的 3G 运营基本上可以分为启动期(渗透率低于 10%)、发展期(渗透率在 10-50% 之间)和成熟期(高于 50%)三个阶段。而相应的以 KDDI 和 NTT DoCoMo 为代表的运营商在此期间采用的用户发展政策分为两个阶段, 在启动期和发展期采用“终端销售补贴+合约”政策; 进入成熟期后随着日本移动通信市场的饱和, 高功能终端的推进, 手机补贴已经不能为运营商带来大批的用户加入, 反而因为用户在短期内解约或更换新机问题的普遍存在, 手机补贴已经成为运营商每年财政支出的沉重负担。随之, 各家运营商逐渐降低终端销售补贴转而采用下调资费来发展巩固用户的政策。

KDDI 从 2002 年 4 月开始运营 3G, NTT DoCoMo 于 2001 年 6 月开始运营 3G。和联通一样, 刚开始时 KDDI 也是采取大力补贴用户的政策吸引高端用户, 然后由高端向中低端渗透, 在市场成熟用户发展到一定规模后逐渐降低补贴额度。值得一提的是, 当时 KDDI 的补贴政策更加激进, 补贴额度高达 40%, 而联通约为 35%。因此, 我们有理由相信, 联通的 ARPU 值可能会比大家下降的慢得多。

图 3: 日本 3G 终端销售补贴政策研究



资料来源: 华泰联合证券研究所

联通终端补贴战略改变，2012 年 3G 用户数和 ARPU 值有望比翼双飞

我们有理由更有信心的憧憬联通的 2012，中国联通明年 3G 用户数和 ARPU 值将会呈现出比翼双飞的局面，理由在于：

1) 联通 2012 终端策略：主攻 1000-2000 元中端 3G 智能手机。联通销售部前总经理于英涛近期透露，明年联通终端策略将重点补贴推广 1000-2000 元价位段的中端手机。这意味着联通接下来将大力发展中等 ARPU 值用户。我们认为在经历了从高端 iPhone 到低端“千元机”的拓展之后，联通无论在高端还是低端都有了坚实的用户基础，用户的集群效应将会显现，“山高谷深美瀑布”，中端用户发展起来会更得心应手。最近中兴与联通携手推出 Blade V880 的升级版本 Skate V960，该款手机是联通 2012 年终端战略的开篇之作，有望延续 V880 的辉煌。**我们认为，终端补贴战略的改变必将会很大程度上提高 100 元 ARPU 值左右中等消费群体的比例，进而提升未来用户的综合 ARPU 值。**

2) 高端手机接踵而至，高端用户群将迎来第二轮爆发。12 月 Nokia N9 在大陆开售，联通制定了相应的合约计划，最低 386 元合约套餐 0 元购机，我们走访了上海多家营业厅 N9 的销售异常火爆；而据我们了解，另一款用户期待已久的手机—iPhone 4S 也极有可能再元旦前开售，联通将迎来年底有 N9，年初有 4S 的完美收官和良好开端。而明年 Nokia Lumia 800 等高端手机也极有可能很快在国内上市，苹果、HTC、三星、摩托罗拉等制造商在高端手机的角逐将会异常激烈，高端 W 系智能手机的推出速度将会明显加快，届时国内高端 WCDMA 用户将会有更多的选择。

如果联通明年资本开支上升，那么对业绩影响有多大？

第二个问题就是市场担心 2012 年联通资本开支可能上升，而巨额的资本开支将明显业绩。

但我们的测算结果显示，联通当年资本开支每增加 100 亿，对下一年 EPS 影响只有 0.015 元，影响较小，远没有市场担心的那么严重。

以下为详细测算过程：

折旧及摊销可分为历史和新增两部分。新增折旧主要由联通每年新增 CAPEX 结构体现。

我们在 8 月 22 日联通深度报告中《“通”改前非，“联”想未来》中曾对折旧摊销仔细测算过。鉴于市场对资本开支的担心，我们基于前期对于未来几年 3G 及固网投资小幅上升，2G 投资维稳下降判断的基础上，分别对联通 2012 年资本开支做 100 亿和 200 亿的敏感性测试。

根据年报中联通采用的会计政策，我们对固定资产折旧采用年限平均法，假设净残值率为统一为 3%，但考虑到固网设备较移动设备更新速度慢，所以我们假设移动设备年折旧率为 10%；固网设备年折旧率为 7%。

公司在新增摊销方面比较稳定，2010 年较 2009 年新增摊销 12 亿，我们假设未来 5 年公司年均摊销 13 亿。

表格 4：联通折旧增加 100 亿测试

折旧项 (单位: 百万)	2010	2011E	2012E	2013E
2G 折旧统计				
2G 资本开支情况	8000	8000	7000	6500
2010 年期末固定资产	190297	18458	18458	18458
2011 年固定资产增加	8000	388	776	776
2012 年固定资产增加	7000		339	678
2013 年固定资产增加	6500			315
2G 折旧合计		18846	19573	20227
3G 折旧统计				
3G 资本开支情况	15000	18000	20000 (25000)	22000
2010 年期末固定资产	46466	4507	4507	4507
2011 年固定资产增加	18000	873	1746	1746
2012 年固定资产增加	20000		970 (1212)	1940 (2425)
2013 年固定资产增加	22000			1067
3G 折旧合计		5380	7223 (7465)	9260 (9745)
固网折旧合计				
固网资本开支情况	47190	47800	48277 (53277)	46500
2010 年期末固定资产	442986	30078	30078	30078
2011 年固定资产增加	47800	1623	3246	3246

2012 年固定资产增加	48277		1639 (1810)	3278 (3619)
2013 年固定资产增加	46500			1579
固网折旧合计		31701	34963 (35134)	38181 (38513)
总折旧合计		55927	61759 (62172)	67668 (68485)

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 5：联通折旧增加 200 亿测试

折旧项 (单位: 百万)	2010	2011E	2012E	2013E
2G 折旧统计				
2G 资本开支情况	8000	8000	7000	6500
2010 年期末固定资产	190297	18458	18458	18458
2011 年固定资产增加	8000	388	776	776
2012 年固定资产增加	7000		339	678
2013 年固定资产增加	6500			315
2G 折旧合计		18846	19573	20227
3G 折旧统计				
3G 资本开支情况	15000	18000	20000 (30000)	22000
2010 年期末固定资产	46466	4507	4507	4507
2011 年固定资产增加	18000	873	1746	1746
2012 年固定资产增加	20000		970 (1455)	1940 (2910)
2013 年固定资产增加	22000			1067
3G 折旧合计		5380	7223 (7708)	9260 (10230)
固网折旧合计				
固网资本开支情况	47190	47800	48277 (58277)	46500
2010 年期末固定资产	442986	30078	30078	30078
2011 年固定资产增加	47800	1623	3246	3246
2012 年固定资产增加	48277		1639 (1981)	3278 (3962)
2013 年固定资产增加	46500			1579
固网折旧合计		31701	34963 (35305)	38181 (38865)
总折旧合计		55927	61759 (62586)	67668 (69322)

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 6：2012 年联通资本开支变动对 2013 年 EPS 影响敏感性测试

联通 2012 年 EPS/元	2012 年原假设下的 EPS	2012 变动后的 EPS	2013 年原假设下的 EPS	2013 年原假设下 EPS
2012 年资本开 其中: 3G 增加 50 亿 支增加 100 亿 固网增加 50 亿		0.255		0.466
2012 年资本开 其中: 3G 增加 100 亿 支增加 200 亿 固网增加 100 亿	0.262	0.247	0.481	0.450

资料来源：华泰联合证券研究所

联通 3G 是不是还在亏损，开始赚钱了吗？

3G 业务从 2011 年开始越过盈亏平衡点

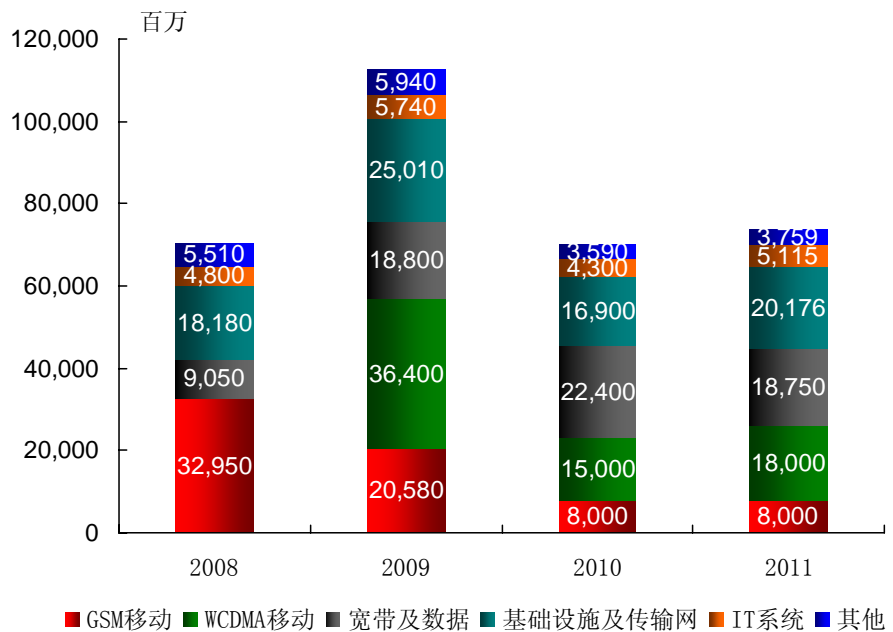
经过测算，联通 3G 业务在 2011 年已经确定开始盈利，可能从 2011 年年中就已经越过盈亏平衡点，盈利空间已经打开。

下面为详细测算过程：

联通的 3G 总成本可以拆分成服务成本、终端补贴成本和折旧摊销三部分，其中服务成本大致可以按照各项业务（2G、3G 和固话宽带）的服务收入占总收入（扣除终端销售收入后）的比例进行分配。3G 服务收入 09、10、11 年占总收入比重分别为 1%、7%、19%。

由于联通是从 2009 年开始大规模建设 3G 网络，因此我们将 3G 的折旧摊销按照资本开支的实际发生金额进行测算：

图 4： 联通近三年资本开支结构



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

表格 7： 联通 3G 折旧测算

(单位：亿)	2009	2010	2011
3G 折旧统计			
3G 资本开支情况	364	150	180
2009 年期末固定资产	17.5	35	35
2010 年固定资产增加		7	14
2011 年固定资产增加			8.5
3G 折旧合计	17.5	42	57.5

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 8：联通 3G 业务在 2011 年已经开始盈利

单位/亿元	2009	2010	2011
总成本（扣除折旧摊销+终端销售成本）	994	1097	1204
3G 服务成本占总成本比例	1%	7.1%	19.0%
3G 服务成本	9.9	77.8	228.7
3G 折旧摊销	17.5	42	57.5
3G 终端补贴	4	32	70
3G 成本合计	31.4	151.8	356.2
3G 收入合计（扣除终端销售收入）	7.9	119.3	363.4
3G 盈利	-23.5	-32.5	7.2

资料来源：华泰联合证券研究所

未来宽带资费如果下调对联通业绩影响有多大？

11月9日国家发改委反垄断局宣布对中国电信和中国联通两家公司在互联网接入市场涉嫌垄断问题进行反垄断调查。

12月26日，工信部部长苗圩在全国工业和信息化工作会议上表示，明年工信部将把推进实施宽带中国战略作为一项重点工作，争取在提高群众上网速度的同时，促进上网资费的下降。

为此，市场普遍担心明年开始运营商将被迫下降宽带价格。我们认为市场不必过于担心：

首先，我们认为运营商会采用不断提升用户宽带使用带宽，维持 ARPU 的稳定，从而降低用户每兆带宽的成本。

其次，我国运营商面对的是一个增量大于存量的宽带接入市场。我国宽带用户数为 1.5 亿户，渗透率目前仅为 30% 左右，和日韩欧美等国家 80-90% 甚至接近 100% 的渗透率相比，上升空间巨大。从行业发展特点来说，和无线通信一样，运营商建设宽带也是先要投巨资把光纤电缆等铺到各个小区门口，然后再慢慢发展用户，后续再根据网络的承载量采取将传输网进行升级提高容量，所以建网成本呈现前高后低的情况。因此刚开始实装率很低，运营商很难盈利，但随着用户的逐渐增多，边际收益将逐渐放大，运营商的盈利空间将逐渐被打开。目前我国宽带渗透率处于快速上升阶段，我们认为增量市场收入的快速增加将大大弥补存量市场收入的下降，因此从这个角度思考，我们认为整体对运营商影响不大。

再次，我们经过敏感性测试发现，未来宽带价格的下降对 EPS 的影响会逐渐减小，原因在于联通高 ARPU 值的 3G 用户规模会出现快速增长，宽带业务收入的增长会慢于 3G 收入的增长，其占总收入的比重会逐渐降低，因此其对 EPS 的影响会逐渐减小。

因此，无论从行业角度，还是从公司角度，我们认为宽带接入价格的下降不会对联通的业绩产生显著影响。

表格 9：联通宽带用户 ARPU 值对 EPS 的敏感性分析

EPS	联通宽带用户 ARPU 值变化				
	-10%	-5%	0%	+5%	+10%
2011	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14
2012	0.22	0.24	0.26	0.28	0.29
2013	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50

资料来源：华泰联合证券研究所

移动 TD-LTE 留给联通时间窗口还有多久？

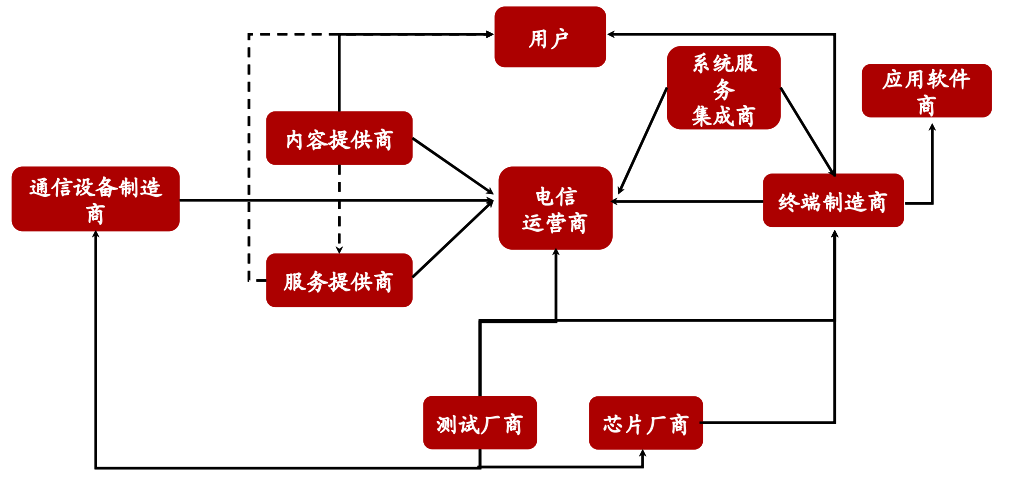
市场担心的另一个比较重要的问题是中移动的 TD-LTE 留给联通的时间窗口还有多久。

我们认为，TD-LTE 商用并非像市场想象的那么快，最早可能也要到 2014 年，而要达到规模商用则要等到 2015 年，联通至少还有 3-5 年的机遇窗口。

目前 TD-LTE 在中国远未具备规模商用的条件

通信技术要想达到规模商用，前提是其产业链足够成熟，这些条件既包括运营商自身如网络建设以及牌照发放等条件，也包括产业链外围诸如芯片以及终端制造企业是否成熟以及商业模式是否清晰等。而我们认为当前 TD-LTE 产业链还不够成熟。

图 5： 通信行业产业链



资料来源：华泰联合证券研究所

运营商端

截止到 2011 年 10 月底，全球有超过 30 家电信运营商部署 TD-LTE 试验网，其中 10 家已制定商用计划。日本电信运营商软银推出了 TD-LTE 网络服务，印度最大电信运营商 Bharti Airtel 等也在 2011 年开通 TD-LTE 网络服务（目前印度仅限于数据卡业务）。

但我们认为日本、印度等国家开始商用 TD-LTE 并不代表中国移动很快可以实现规模商用。

就日本而言，其发展 4G 可以说是自然推动。经过将近 10 年的 3G 建设，目前日本 3G 渗透率接近百分之百，2G 服务即将停止，用户需求端以及内容应用提供端都对 4G 产生了强烈诉求。印度方面，其发展 TD-LTE 某种程度上则是基于宽带建设受困。印度近年来大力推动宽带提速，但一方面，由于固网宽带基础设施成本较高，部署难度大。另一方面，从部署到收回成本周期过长，这对于本来资金就不充足的印度运营商而言，尤其在“钱景”并不明朗的情况下，只能考虑其他途径。因此，通过部署 4G 移动宽带网络普及印度宽带市场，成为运营商新的选择。2010 年 6 月，印度 2.3GHz

宽带无线接入(BWA)频谱牌照正式向 TD-LTE 发放, 仅限于数据库等无线接入服务。所以印度的 TD-LTE 更像是宽带的补充。

回过头来再看中国, 中移动发展 TD-LTE 更大的动机来自于弥补其 3G 网络的巨大劣势, 而非真实的需求推动, 可以说是有些“仓促”。目前我国 3G 用户渗透率仅为 11%, 中移动的 TD-LTE 网络建设也是刚起步不久。2011 年 1 月, 工信部正式启动 TD-LTE 规模试点, 采取“6+1”方案, 投资建网覆盖上海、杭州、南京、广州、深圳、厦门 6 个城市; 并在北京建设 TD-LTE 演示网。3 月, 中国移动启动规模试验, 在深圳等六市完成 TD-LTE 试验网第一阶段测试。在第二阶段测试中, 中国移动累计投资超过 6 亿, 建设超过 850 个基站。预计 2012 年 6 月完成第二阶段测试。因此, 移动 TD-LTE 网络目前还只是几个“点状布局”而已, 要想达到规模覆盖尚需时日, 这也注定了 TD-LTE 在达到规模商用的前几年, 只能是其 3G 网络的“热点”补充, 很难对联通形成巨大威胁。

芯片制造商端

就通信产业链来讲, 通信设备制造商和芯片制造商实际上是所有电信标准的制造者和推动者, 二者之中芯片制造商作用尤其明显。

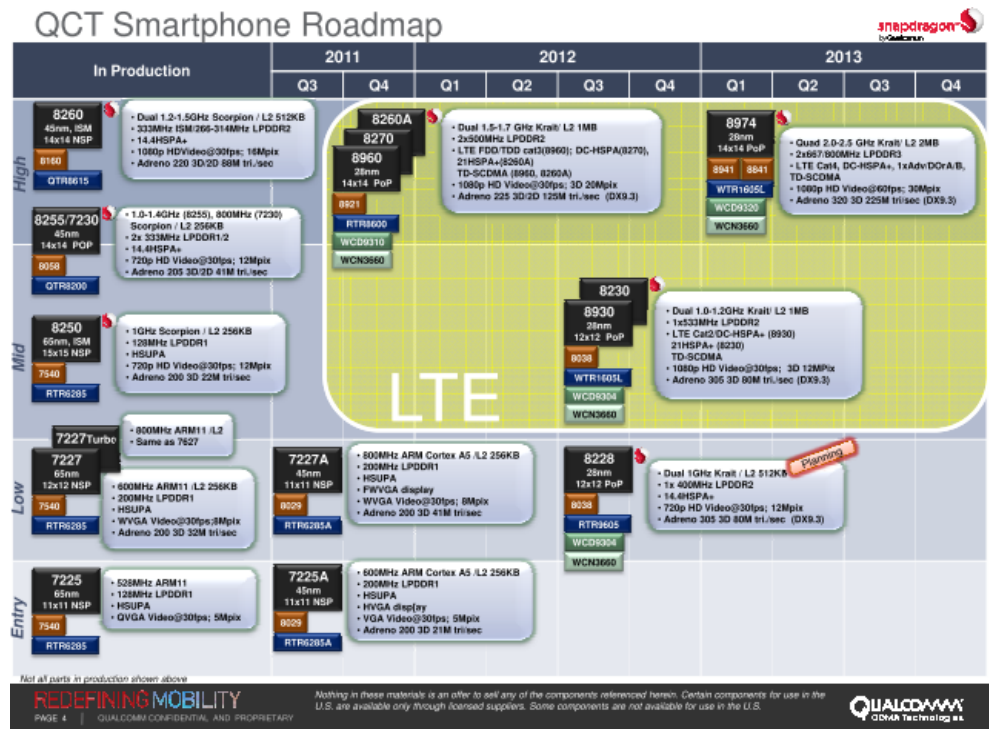
作为终端芯片领域的领军者与风向标, 高通的举动很大程度上代表了行业发展的进度与趋势。

最近网上曝光高通下一代 Snapdragon 芯片处理器的产品计划书, 我们可以看到, 从 2011 年下半年开始, 高通在中高端领域推出的芯片开始陆续支持 LTE 网络 (4G)。最先面市 MSM8260A、MSM8270 和 MSM8960 三款高端芯片采用全新 Krait 双核架构及 28nm 制程工艺, 主频从 1.5GHz 到 1.7GHz, 拥有 1MB 的二级缓存。其中, MSM8260A 和 MSM8960 兼容 TD-SCDMA 网络。

在 2012 年下半年, 高通将推出两款中端芯片 MSM8230 和 MSM8930, 也将兼容 TD-SCDMA 网络。

而从 2013 年第一季度开始, 高通 MSM8974 处理器将会把智能手机带入四核时代。它将采用 Krait 四核架构, 28nm 制程工艺, 主频达到惊人的 2GHz 至 2.5GHz, 拥有 2MB 的二级缓存。

图 6: 高通智能手机芯片开发路线



资料来源: 高通, 华泰联合证券研究所

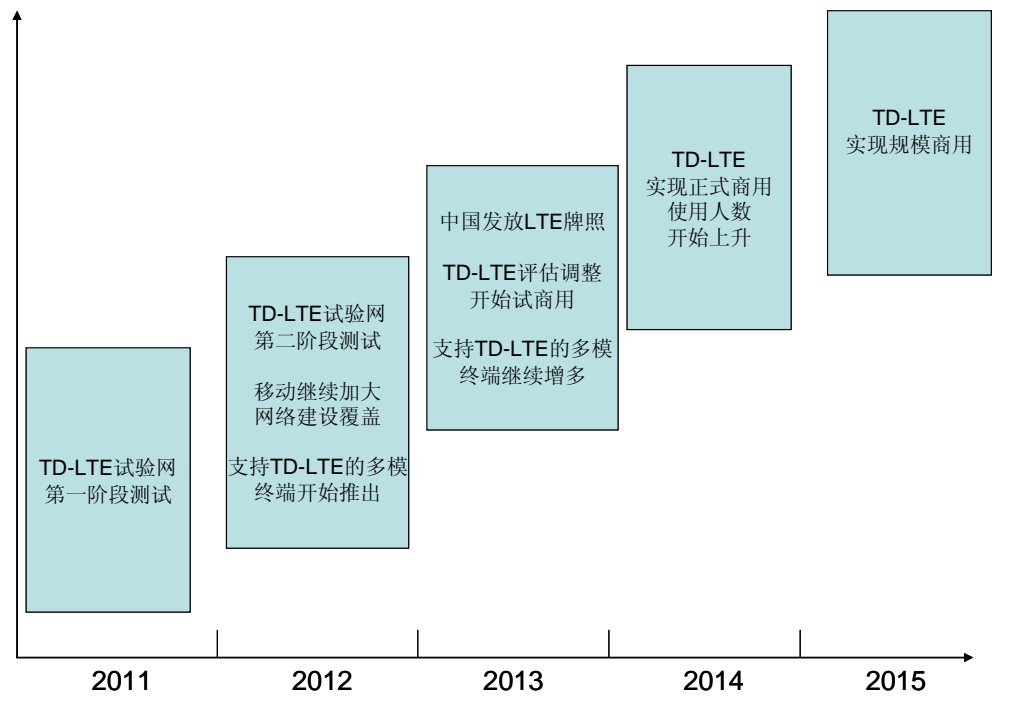
但从历史上看, 从推出首款芯片到最终规模化商用中间往往需要4-5年的时间, 这期间需要终端制造商以及内容应用的大力推动。随着通信行业的发展, 虽然这一时间越来越短, 但我们认为这一时间至少还需要2年左右, 最快也要到2014年TD-LTE才可能实现正式商用。

商业模式不够清晰

目前还没有看到可以称之为杀手锏的LTE业务与应用, 其商业模式短期内必将延续目前移动数据业务包月制的方式, 这并不会给运营商带来明显的收入增长, 投资和收入出现严重错配。

小结: 对于TD-LTE的发展, 尤其是在我国, 无论从运营商端还是从芯片制造端和商业模式来看, 其产业链还远未成熟。目前, 中移动TD-LTE试验网刚完成第一阶段测试, 预计第一阶段测试将于2012年下半年完成。而一种新的网络要真正实现商用, 需要进行建设、试验、评估、调整后再试商用的漫长过程, 这期间还有一个等待政府发放牌照的过程。因此我们认为最快也要到2014年TD-LTE才可能实现正式商用, 而要达到规模商用则可能要等到2015年。

图 7: 我国 TD-LTE 商用时间表



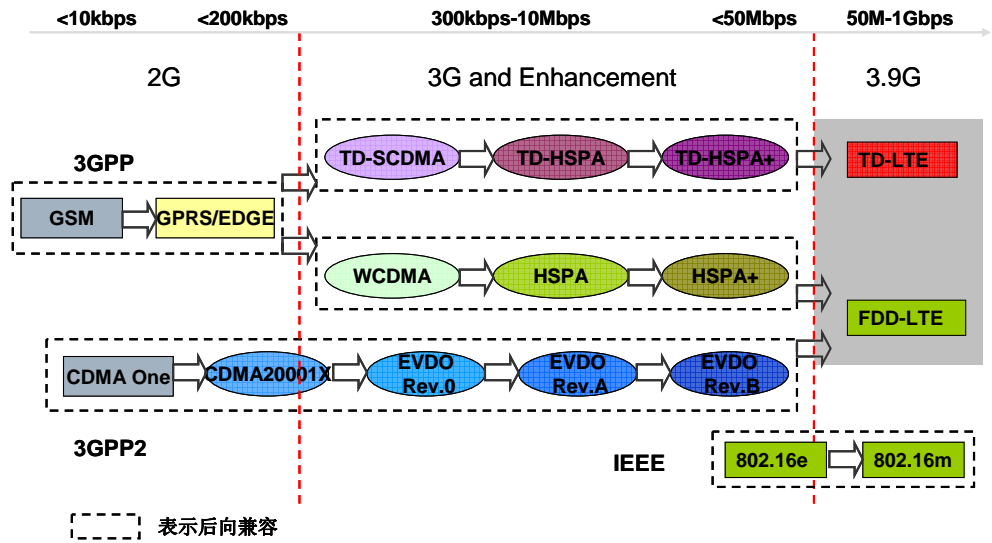
资料来源: 华泰联合证券研究所

在 TD-LTE 规模商用前，联通的优势还将继续扩大

由于网络发展不一以及 LTE 功耗远大于 3G，因此 LTE 在推出的前几年中将同 3G 网络搭配使用。高清视频等高速数据业务将通过 LTE 实现，而非高速数据业务和基本的语音通话仍将承载在 3G 网络上运行。因此，在 TD-LTE 正式大规模商用之前，移动的 LTE 网络仍将搭载其 3G 网络，这仍无法避免其 3G 网络天生过慢的“硬伤”问题。

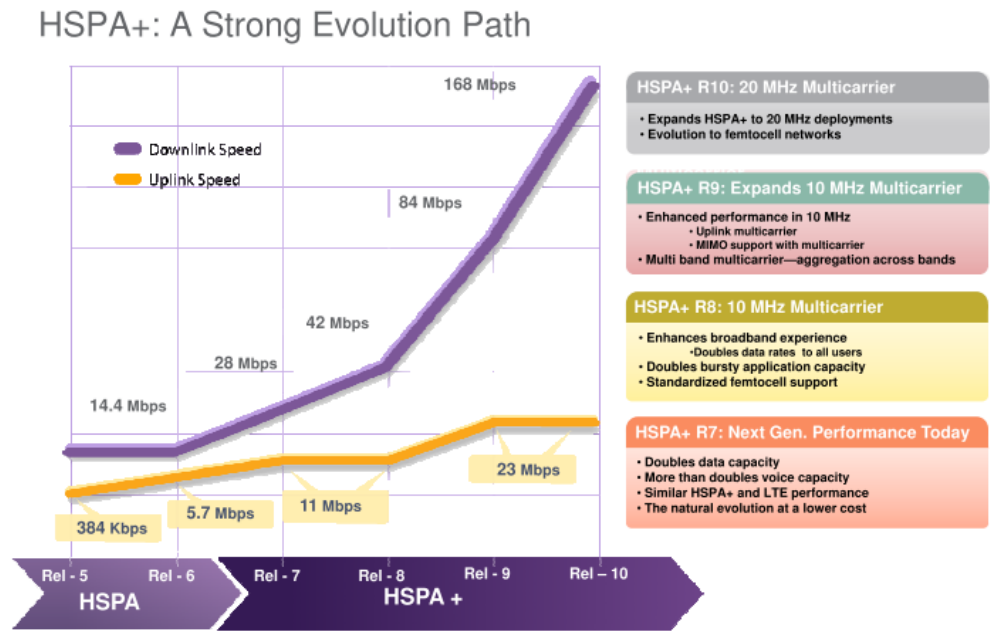
由于技术等各种原因，移动采用了从 TD-SCDMA 直接向 TD-LTE 演进的方式。反观联通选择了从 HSPA，到 HSPA+ 过渡到 LTE 的方式。在正式过渡到 LTE 之前，联通网络速率将获得持续上升，这将逐渐扩大对移动的网络优势。目前，中国联通 3G 网络已覆盖全国 341 个地市区以上城市及 95% 的县城，其中 56 个重点城市的 HSPA+ 下行速率峰值达到 21M。网络方面的优势将继续使联通 3G 用户发展处于高速增长的轨道。

图 8: 无线通信技术演进路线



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 9: 联通可以通过省级 HSPA 网络继续扩大优势



资料来源: 高通, 华泰联合证券研究所

风险提示

大盘系统性风险

联通联通新增 3G 用户数低于预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	42293	71821	15280	25941	营业收入	17616	20164	23694	28320
现金	22791	42312	11975	22030	营业成本	12373	13869	15315	17067
应收账款	10408	16738	19774	23511	营业税金及附加	4871	6049	7108	8496
其他应收款	1617	4657	4595	5842	营业费用	23733	27221	31987	38233
预付账款	3067	2866	3296	3717	管理费用	16113	17744	20377	23789
存货	3728	4161	4487	5093	财务费用	1625	1498	1102	545
其他流动资产	683	1086	895	950	资产减值损失	2664	3025	3554	4248
非流动资产	40117	38231	33776	28283	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	47	47	47	投资净收益	485	500	500	500
固定资产	30442	30767	27877	23405	营业利润	3914	7911	20162	37725
无形资产	19870	20777	20717	20750	营业外收入	1060	1060	1113	1169
其他非流动资产	76881	53811	38228	27983	营业外支出	327	360	396	436
资产总计	44346	45413	49056	54225	利润总额	4647	8611	20879	38458
流动负债	19789	20034	22168	24569	所得税	975	1808	4385	8076
短期借款	36727	36727	36727	36727	净利润	3671	6802	16494	30382
应付账款	93695	95707	11064	12689	少数股东损益	2444	4529	10981	20225
其他流动负债	67472	67907	74316	82065	归属母公司净	1228	2274	5514	10156
非流动负债	37392	39356	38904	38581	EBITDA	62213	77000	98147	12256
长期借款	1462	1469	1476	1482	EPS (元)	0.06	0.11	0.26	0.48
其他非流动负债	35930	37887	37428	37098					
负债合计	23528	23969	26059	28427	主要财务比率				
少数股东权益	13734	14187	15285	17307	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	21197	21197	21197	21197	成长能力				
资本公积	27819	27819	27819	27819	营业收入	11.2%	14.5%	17.5%	19.5%
留存收益	21838	23561	28120	35907	营业利润	-65.5%	102.1	154.9	87.1%
归属母公司股	70836	72565	77122	84906	归属母公司净	-60.9%	85.2%	142.5	84.2%
负债和股东权	44346	45413	49056	54225	获利能力				
					毛利率(%)	29.8%	31.2%	35.4%	39.7%
					净利率(%)	0.7%	1.1%	2.3%	3.6%
					ROE(%)	1.7%	3.1%	7.1%	12.0%
					ROIC(%)	1.6%	2.8%	8.4%	24.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.1%	52.8%	53.1%	52.4%
					净负债比率(%)	16.31	16.02	14.74	13.52
					流动比率	0.21	0.36	0.69	1.06
					速动比率	0.19	0.34	0.67	1.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.55
					应收账款周转	12	13	13	13
					应付账款周转	1.27	1.46	1.48	1.44
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.06	0.11	0.26	0.48
					每股经营现金	3.22	2.78	5.34	6.33
					每股净资产(最	3.34	3.42	3.64	4.01
					估值比率				
					P/E	87.2	47.5	20.1	10.8
					P/B	1.56	1.53	1.43	1.30
					EV/EBITDA	5	4	3	2

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。