



买入

52% ↑

目标价格: 人民币5.67

600050.SS

价格: 人民币 3.74

目标价格基础: 现金流折现

板块评级: 增持

中国联通-A

3G 网络优势时间窗将持续到 2014 年底

中国联通是中国主要的综合运营商,在 WCDMA 网络上拥有技术和产业链的优势。我们预期中国移动的 TD-LTE 网络正式商用存在政府 4G 牌照发放和 TD-LTE 产业链成熟度欠缺的挑战。随着千元智能手机的快速普及,我们认为中国联通的 3G 业务是收入增长的主要动力,3G 网络优势将持续到 2014 年。我们对联通在 3G 竞争中胜出保持乐观,首次给予买入评级,目标价格 5.67 元。

支撑评级的要点

- 中国联通的 3G 网络优势将继续保持,3G 盈利能力持续改善。中国联通依托 WCDMA 网络制式的优势,拥有中国市场最快的 3G 移动网络传输速度,并具备最强壮的智能终端产业链。我们看到中国联通正在对其网络进行 HSPA 的升级,部分城市 3G 网速已经达到 42Mbps,以应对日益上升的网络流量需求及未来 LTE 的挑战。同时在 WCDMA 智能终端领域,WCDMA 制式的智能手机在 2012 年将占据中国大约 48% 的智能终端份额,这为中国联通持续扩大 3G 市场份额提供强力支持。我们估计中国联通 2012 年 3G 业务收入将比去年翻番,3G 成为公司收入增长的最大动力。随着公司智能手机低端化,补贴成本下降,盈利能力持续提升。
- 中国移动的 TD-LTE 商用存在政策阻力,我们估计中国联通的 3G 优势时间窗可持续到 2014 年底。中国移动 TD-LTE 目前面临的主要问题是中国政府发放 4G 牌照的时间及 TD-LTE 产业链的成熟。我们认为产业链成熟度在 2013 年将取得长足进步,但是中国政府对 TD-LTE 牌照发放时间仍不明朗,主要障碍是不对称监管及中国 3G 网络投资回报的压力。假设中国移动 TD-LTE 网络投入商用,中国联通仍然有多种选择应对:升级 WCDMA 网络至 HSPA+、或同步推出 LTE FDD,以阻止 3G 用户流失。
- 中国联通的宽带业务将稳步发展。中国联通作为传统的固定网络运营商,拥有丰富的互联网基础设施资源,并在北方区域占据绝对优势。随着中国政府将宽带作为“十二五”国家战略,中国联通宽带用户增长快速稳定。中国移动近期可能获得固网牌照,其实中国移动一直通过铁通在进行宽带业务的经营,并且其主要关注政企用户,因此我们认为这对中国联通的宽带业务中短期影响有限。

评级面临的主要风险

- 中国移动在 2014 年之前拿到 TD-LTE 商用牌照。
- 3G 市场价格战超过预期。

估值

- 根据现金流折现的估值方法,我们设定 WACC 值为 10.5%,目标价为 5.67 元,首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	176,243	215,519	251,566	287,152	317,026
变动(%)	11	22	17	14	10
净利润(人民币 百万)	1,235	1,412	2,167	2,627	3,375
全面摊薄每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
变动(%)	(60.7)	14.0	53.4	21.2	28.5
市场预期每股收益(人民币)			0.148	0.263	0.304
核心每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
变动(%)	(60.7)	14.0	53.4	21.2	28.5
全面摊薄市盈率(倍)	64.6	56.7	36.9	30.5	23.7
核心市盈率(倍)	64.6	56.7	36.9	30.5	23.7
每股现金流量(人民币)	3.21	3.20	4.03	4.92	4.75
价格/每股现金流量(倍)	1.2	1.2	0.9	0.8	0.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.5	1.5	2.0	1.9	1.7
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.041	0.050	0.064
股息率(%)	0.7	0.9	1.1	1.3	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(27)	(9)	(12)	(28)
相对新华富时A50指数	(33)	(5)	(12)	(14)

发行股数(百万)	21,197
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	79,275
3个月日均交易额(人民币 百万)	381
净负债比率(%) (2012E)	34
主要股东(%)	
中国联合网络通信集团	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 7 月 3 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电信: 移动电话

刘志成, CFA*

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

* 杨康、孟昕为本报告重要贡献者

估值

我们根据自由现金流折现的方法对中国联通进行估值，虽然 2012 年中国联通的 CAPEX 达到 1,000 亿元人民币，但是公司 3G 收入的快速增长，及高端智能手机补贴的减弱，使公司的运营现金流处于逐步改善的状态。我们对 CAPEX 的增加持正面态度，我们认为这是公司取得未来竞争优势的必须步骤，随着下半年 3G 网络的逐步完善，WCDMA 的优势将进一步得到增强。

根据现金流折现的估值方法，我们设定 WACC 值为 10.5%，目标价为 5.67 元，给予 **买入** 评级。

图表 1. 全球及中国主要电信运营商估值比较

德国电信	货币	股价	总市值 (当地货币) (百万)	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率		
				2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
国内运营商															
中国联通 H 股	HKD	9.88	232,821	28.01	17.18	10.65	0.901	0.867	0.822	3.829	3.268	2.811	1.594	2.459	3.880
中国电信	HKD	3.44	278,407	15.32	11.99	9.39	0.856	0.814	0.768	3.350	2.689	2.425	2.413	2.697	3.371
中国移动	HKD	86.2	1,731,613	11.00	10.73	10.42	1.968	1.785	1.626	4.279	4.139	4.001	3.964	4.074	4.410
平均				18.11	13.30	10.15	1.24	1.16	1.07	3.82	3.37	3.08	2.66	3.08	3.89
中国联通 A 股	CNY	3.74	79,275	25.27	14.22	12.30	1.066	1.018	0.969	5.369	4.516	3.419	1.497	2.674	3.476
香港运营商															
香港电讯	HKD	6.18	39,655	23.95	21.16	16.31	1.334	1.376	1.386	7.938	7.689	7.493	6.634	7.006	7.217
和记电讯	HKD	3.61	17,395	14.15	12.62	11.42	1.619	1.565	1.570	7.111	6.568	6.250	5.235	6.011	6.814
数码通	HKD	14.7	15,232	15.49	13.08	11.53	4.731	4.494	4.311	4.874	4.145	3.875	6.463	7.667	8.687
PCCW	HKD	2.88	20,944	10.78	9.90	8.73	5.571	4.645	3.070	5.239	5.147	4.962	6.181	6.250	6.771
平均				16.094	14.190	11.997	3.314	3.020	2.584	6.290	5.887	5.645	6.128	6.734	7.372
亚洲运营商															
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	133,500	5,827,275	11.45	9.98	9.76	1.087	1.033	0.975	3.421	3.334	3.311	4.163	4.457	4.633
KDDI	JPY	526,000	2,359,014	8.91	7.88	6.93	0.979	0.922	0.845	3.733	3.574	3.473	2.852	3.161	3.449
Softbank	JPY	2,934	3,250,076	11.36	10.11	9.13	3.398	2.542	2.018	4.936	4.465	4.180	0.233	1.144	1.230
韩国运营商															
韩国电信	KRW	31,150	8,133,633	6.92	6.50	5.61	0.650	0.610	0.577	3.632	3.529	3.428	6.765	6.895	6.968
SK 电信	KRW	129,500	10,456,569	6.90	5.94	5.47	0.788	0.731	0.706	3.857	3.642	3.504	7.307	7.357	7.306
LG 电信	KRW	5,570	2,867,402	19.67	7.02	5.65	0.737	0.675	0.616	4.110	3.593	3.342	3.426	4.477	5.172
印度运营商															
Bharti	INR	319.95	1,215,020	24.69	16.63	12.88	2.312	2.095	1.828	7.891	6.699	5.852	0.336	0.398	0.701
Reliance	INR	736.05	2,410,234	11.55	11.75	10.93	1.360	1.235	1.128	7.192	7.520	7.176	1.154	1.231	1.330
平均				12.68	9.48	8.30	1.41	1.23	1.09	4.85	4.54	4.28	3.22	3.39	3.57
北美运营商															
Verizon	USD	44.93	127,646	17.98	16.10	14.51	3.143	2.567	2.777	5.909	5.594	5.345	4.485	4.616	4.738
AT&T	USD	36.2	212,241	15.19	14.23	13.17	2.003	1.928	1.847	6.464	6.240	6.061	4.890	5.006	5.149
平均				16.585	15.167	13.840	2.573	2.248	2.312	6.187	5.917	5.703	4.687	4.811	4.944
欧洲运营商															
英国电信	GBP	214.9	16,740	9.43	8.63	8.46	9.145	7.236	4.733	4.383	4.298	4.316	3.909	4.328	4.793
沃达丰	GBP	178	87,616	11.46	11.06	10.47	1.048	1.046	1.024	7.910	8.205	8.107	7.584	7.697	7.978
德国电信	EUR	8.676	37,492	13.68	13.07	12.34	1.077	1.067	1.055	4.588	4.643	4.670	8.068	8.068	8.103
法国电信	EUR	10.42	27,601	7.94	8.22	8.23	1.005	0.998	0.999	4.330	4.467	4.538	11.866	11.434	11.367
西班牙电信	EUR	10.425	47,444	8.16	7.79	7.48	2.160	2.087	1.993	5.246	5.210	5.145	12.115	11.818	11.252
意大利电信	EUR	0.772	14,218	6.08	5.89	5.68	0.573	0.539	0.523	4.222	4.223	4.206	5.696	6.088	6.088
平均				9.458	9.108	8.777	2.501	2.162	1.721	5.113	5.174	5.164	8.206	8.239	8.263

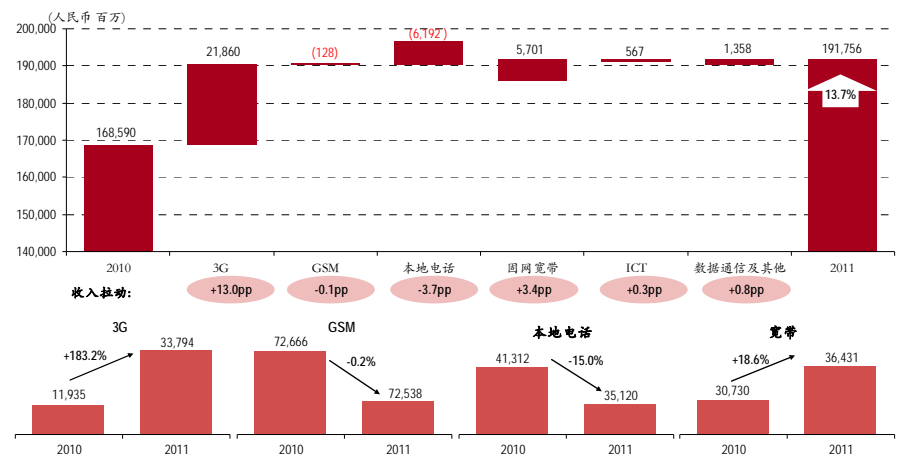
资料来源：彭博

3G 和固网宽带是中国联通主要的收入驱动因素

通过公司 2011 年的收入结构变化，我们可以看到 3G 和固网宽带是公司目前最主要的业务驱动因素，其中尤其以 3G 业务为重点。我们估计中国联通的 3G 业务收入将比去年翻番。而且随着千元智能手机的快速普及，公司在获取 3G 用户上所付出的成本低于 iPhone，3G 网络的赢利能力逐步改善。

我们认为对运营商而言，未来其收入和盈利增长的源泉就是流量。据 Ovum 预测，到 2015 年运营商非语音业务收入中流量收入占比将超过 50%。这意味着流量经营是未来运营商竞争的关键。

图表 2. 服务收入增长驱动因素



资料来源：公司数据

据我们估计，中国联通 2012 年 3G 业务收入将翻番，并且 3G 业务收入将超过 2G。按照海外运营商的经验，随着 3G 网络的普及，语音收入的逐步下降是必然规律，移动数据业务的收入是未来运营商增长的主要动力。这一现象在西方发达国家已经显现。

根据英国移动运营商 O2 公司 2012 年对 2,000 名智能手机用户的手机使用情况调查，结果显示，手机功能使用最多的是浏览网页，调查对象平均一天用手机上网 24.49 分钟；其次为登录“脸谱”、“推特”等社交网站，平均一天用时 17.29 分钟；游戏列第三位，一天用时 14.26 分钟；听音乐列第四位，一天 15.38 分钟；通话仅列第五位，一天用时 12.08 分钟；第六是收发电子邮件，11.06 分钟。

图表 3. 智能手机常用功能每天使用时长 (分钟)


资料来源:英国移动运营商 O2

图表 4. 中国联通不同级别 3G 套餐的盈利对比

(元)	套餐期总收入	在网时间	手机成本	销售费用	净收入	EBITDA 成本	EBITDA 利润
苹果 Iphone 4S 286 元套餐(老)	6,864	24 个月	3,600	360	2,904	1,452	1,452
千元智能机 66 元套餐	1,584	24 个月	700	70	814	407	407
预付费卡 20 元套餐	480	24 个月	0	0	480	240	240

注:我们假设 EBITDA 比率为 50%.

资料来源:中银国际估计

我们通过对比可以看出,预付费用户的成本最低,大体上 2 个预付费用户年盈利可以抵 1 个千元智能手机用户,3 个千元智能手机用户年盈利可以抵 1 个 IPHONE 用户。

虽然中国联通的宽带业务增长仍然具备潜力,但是由于 FTTX 业务的开通用户数量远远落后于网络薄覆盖数量,所以光纤客户的收入增长在未来两年并不显著。同时固定语音收入仍在逐步下滑。我们估计中国联通 2012 年固定业务(包括固话语音和宽带业务)的收入将与 2011 年基本持平。

中国联通 3G 移动业务

中国三大运营商的竞争不是零和游戏

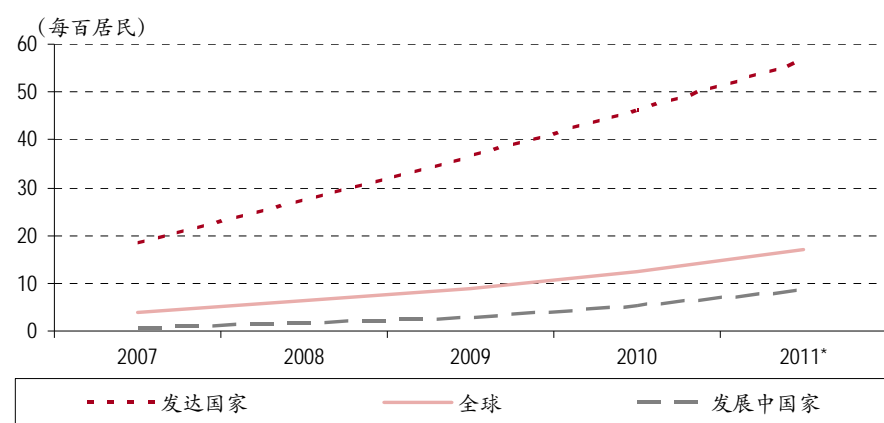
我们认为移动互联网的发展是中国 3G 业务最重要的驱动力，三大运营商在此背景下获取各自的客户。某种意义上，三大运营商在中国的移动互联网发展中都具备机会，我们认为在不同的时间段，市场会对三大运营商表现出不同的乐观或者悲观的情绪，继而带来投资机会。我们认为当前在中国 3G 市场竞争格局仍在剧烈变化，4G LTE 还存在很多不确定性的情况下，对三大运营商的绝对估值将很难准确反映投资者对公司的预期，估值并不是决定性因素。而公司的盈利能力和创造现金流的能力将是未来获胜的关键。

虽然高端用户的数量有限，在运营商之间的转换接近于零和状态。但与 2G 时代不同，3G 时代的高端用户未必是利润的主要贡献者。因为 3G 时代的高 ARPU 用户是依靠高额套餐标准推动的，这意味着运营商需要付出高端手机（例如 iPhone）的补贴。而 2G 时代的高端用户是依靠用户巨大的语音需求驱动，由于 2G 时代高 ARPU 用户的成本与普通用户接近，因此我们认为 3G 时代的高 ARPU 用户对运营商创造利润的价值已经大大缩减，3G 时代高 ARPU 用户的网间转移更多是对运营商品品牌的影响，对利润的影响力已经大大缩减。

3G 时代运营商利润的提升需要挖掘大量普通用户的数据消费需求，并能够将数据消费转化为收入，以推动利润的增长。

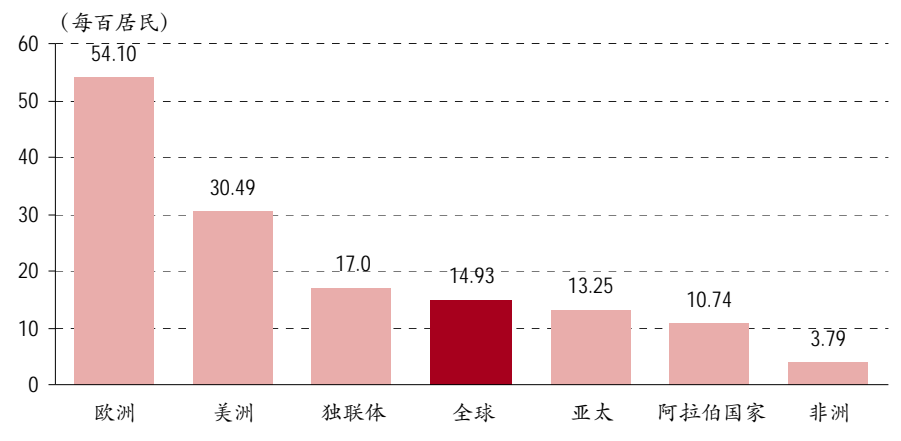
中国移动互联网正进入快速发展阶段。手机网民 2009 年高速增长，主要原因是运营商新建 3G 网络，为了抢夺用户，大幅降低无线网络流量资费，刺激手机网民规模爆发增长。随着政策效应的减弱，2010 年中国手机网民增长速度下降。2011 年中国运营商将重点转向智能终端。我们估计随着智能终端的普及，以及网络应用的丰富，中国手机网民数量在 2012 年将迎来新一轮高速增长，本轮增长的主要特点不是体现在用户数量上，更多是终端应用的丰富带来的流量的增长。

图表 5.全球移动宽带普及率



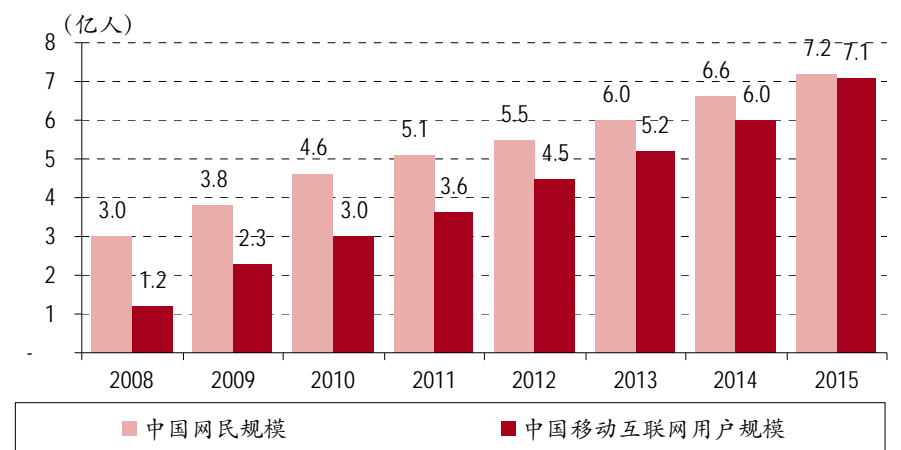
资料来源：国际电信联盟 ITU

图表 6.全球按区域移动宽带普及率



资料来源: 国际电信联盟 ITU

图表 7.中国移动互联网发展趋势



资料来源: 艾瑞咨询

中国联通 3G 网络的优势

中国联通前期运营 CDMA 和 GSM 两张无线网络, 在出售 CDMA 网络并获得 WCDMA 网络后, 中国联通的网络优势开始凸显。我们认为优势主要体现在两点: 一是网络技术优势, 二是终端优势。

从网络技术角度来讲, 在 3G 最重要的无线传输速度上, WCDMA 网络比中国移动的 TDS-CDMA 和中国电信的 CDMA 2000 EVDO 有明显优势。

图表 8. 中国三大 3G 网络制式比较

	中国移动 TD-SCDMA	中国联通 WCDMA	中国电信 CDMA2000
最新版本	TD-HSDPA	HSUPA	EV-DO RevA/RevB
速率	下行	14.4 Mbps	3.1 Mbps/9.3 Mbps
	上行	384 kbps	5.76 Mbps
技术演进	TD-SCDMA -->	GSM --> GPRS	CDMA --> CDMA1X
	TD-HSDPA -->	--> EDGE --> WCDMA -->	--> CDMA2000 EV --> DO
	TD-HSUPA -->	HSDPA --> HSUPA -->	Rev.0 --> Rev.A
	TD-HSPA+ -->	HSPA+ --> LTE FDD	--> Rev.B --> LTE FDD
	LTE TDD		

资料来源：中国电信

在实际应用中，我们也发现联通的网络优势真实存在。根据媒体“中关村在线”对北京七个地区的实测，WCDMA 网络以明显优势胜出。不过我们需要强调，由于中国联通的 3G 用户增长过快，同时 WCDMA 网络存在呼吸效应，其网络已经在部分地区出现拥塞，因此公司宣布在 2012 年加大对 WCDMA 网络的 CAPEX 是明智的决定。

图表 9. 三大运营商网络速度测试

地点	时间	平均速率(KB/s)					
		中国联通 WCDMA		中国移动 TDS-CDMA		中国电信 CDMA 2000 EVDO	
		下行	上行	下行	上行	下行	上行
北京站	白天	276.84	135.58	61.08	16.98	43.80	88.40
	夜间	265.40	145.64	49.36	21.54	151.96	81.16
北京南站	白天	318.48	82.83	72.57	15.78	97.36	85.8
	夜间	90.45	150.48	37.54	28.89	200.2	89.6
西单	白天	654.12	157.83	96.84	29.29	174.58	77.18
	夜间	297.55	81.2	95.09	24.68	95.67	91.98
世贸中心	白天	54.76	12.89	104.83	26.01	23.59	59.47
	夜间	253.92	52.17	73.45	19.43	81.48	82.52
中关村	白天	426.13	83.77	91.43	17.55	70.42	89.28
	夜间	201.32	110.78	129.9	18.44	123.7	112.62
回龙观	白天	319.38	77.06	148.77	29.25	207.5	95.64
	夜间	279.66	125.46	60.83	24.02	179.64	107.42
天通苑	白天	319.48	77.06	61.6	18.32	207.5	95.64
	夜间	177.12	27.25	49.5	115.3	136.8	94.88

资料来源：中关村在线

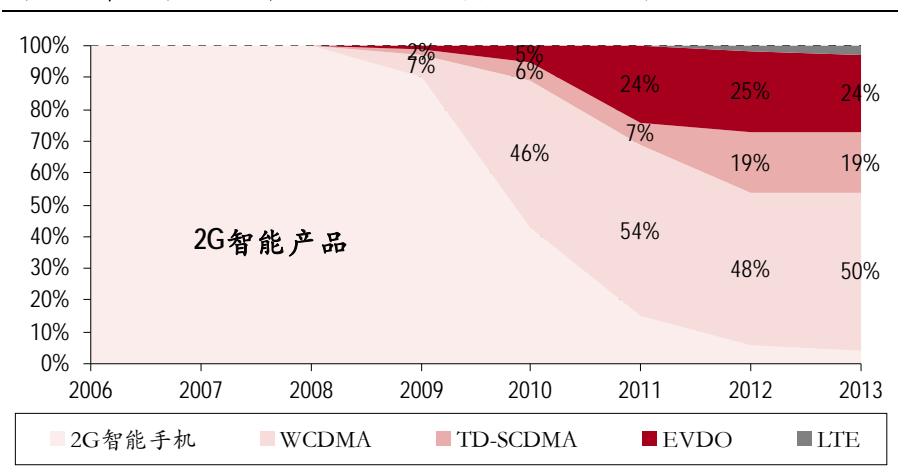
http://3.zol.com.cn/283/2837845_all.html#p2837845

从终端角度来讲，WCDMA 是目前 3G 市场最大的终端类型。我们估计全球 3G 用户 2011 年已经达到 13.41 亿户，WCDMA 占据全球约 76% 的 3G 市场份额，CDMA 2000 EVDO 大约占据 23% 的市场份额，而 TDS-CDMA 只有中国移动在运营，占全球的市场份额很小。由于手机厂商开发 WCDMA 手机潜在的销售量最大，因此 WCDMA 是手机厂商的首选。

在中国市场，我们也看到类似的情况。根据 SINO 的估计，到 2013 年，中国市场销售的智能手机有 50% 是 WCDMA 制式，CDMA 2000 EVDO 占 24%，TD-SCDMA 占约 19%。

而据我们从行业得到的信息，中国联通下半年将推出 500 元级别的 4 寸屏智能手机，将为 3G 网络从大中城市向低级别城市和农村扩张奠定基础。而 WCDMA 产业链的成熟度明显领先于 CDMA 2000 EVDO 和 TDS-CDMA，我们看到不论是小米、360、魅族等手机行业的新进入者，还是 HTC、MOTO、三星等老牌手机商，推出千元智能机(经补贴后 2,000 人民币以下的智能手机)，都率先选择 WCDMA 制式，后续才推出相应的 CDMA 2000 EVDO 和 TDS-CDMA 制式，或者不再推出。

图表 10. 中国智能手机市场按网络制式销售结构变动趋势



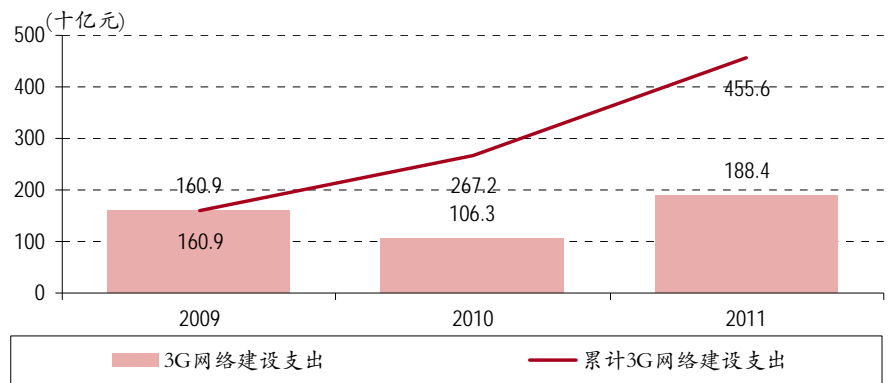
资料来源：赛诺咨询

中国联通的 3G 优势时间窗可能持续到 2014 年底

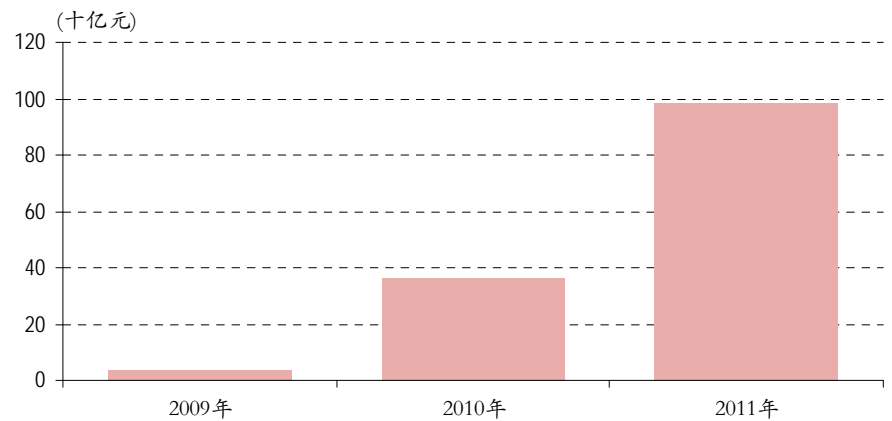
在 3G 时代，中国联通的网络优势明显，但是到了 4G 时代，TTD-LTE LTE-FDD 差异已经大幅度缩小，而在中国移动强大的网络优势和优秀的执行能力挑战下，中国联通将面临 3G 时间窗的问题。

我们认为 3G 时间窗口将延续到 2014 年底，因为中国移动的 TD-LTE 还无法很快成熟，TD-SCDMA 存在技术劣势。我们认为中国移动的 4GLTE 初期将集中于大型城市，而到 2014 年，中国联通的 3G 用户数量有望超过 2 亿户。

中国的 3G 网络牌照于 2009 年初发放，从历史经验来看，我们认为中国政府并不会与其他国家比拼牌照投放进度。另外由于中国的 3G 网络从投放至今仅仅不到 4 年，三大运营商在此期间投放的 CAPEX 高达 4,556 亿元，而截止到 2011 年，运营商获得的 3G 累积收入仅仅 1,380 亿元，中国 3G 网络离收回成本还有很长的路要走。

图表 11. 中国 3G 网络建设支出


资料来源：工信部

图表 12. 中国运营商 3G 网络收入


资料来源：中国移动、中国联通、中国电信、中银国际估计

而 4G LTE 网络的投放将取决于用户的需求。在目前中国 3G 用户仍处于发展初级阶段的情况下，3G 用户对高带宽的需求并不十分强烈，对高带宽的高额费用也无法承受。我们认为目前三大运营商的不同网络对用户体验有很大影响，但是还不足以使消费者愿意掏钱升级到更高的速度。

我们认为中国政府发放 4G 网络牌照的动机仍然是综合多种因素的结果，包括产业链的成熟、中国企业的准备成熟度、中国市场的消费者需求、中国 3G 网络的利益最大化。

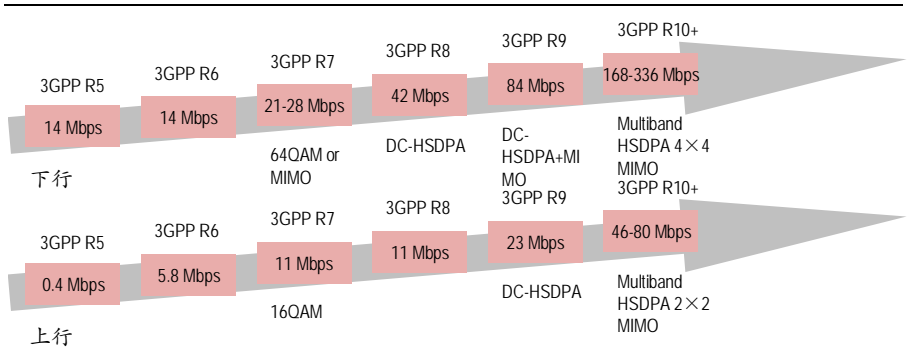
我们认为中国移动将继续发展 TDS-CDMA 网络，建立更多可升级到 LTE 的基站，为 TD-LTE 做好充分准备。我们认为 TD-LTE 产业链在成熟度将在 2012-2013 年会大大提高，技术准备不是主要障碍，政府的决策将决定 TD-LTE 的大规模商用时间。

如果我们假设中国移动在 2014 年年初推出 TD-LTE 商用，中国联通可能有多个选择：

1、中国联通通过升级现有 WCDMA 网络至 HSPA+，可获得网络速度的极大提升，有效应对 TD-LTE 的竞争。

根据 C114 媒体报道，广东联通将于 7 月在部分城市升级其 3G 网络至 42Mbps，将比现有普遍使用的 7.2 Mbps 网络快近 6 倍，也将是当前国内最快速率的 3G 商用网络。而之前，广东联通已于 2011 年 5 月 17 日在珠三角广州、深圳、东莞、佛山、中山、珠海六地市的核心区域升级到 HSPA+64QAM，网速可达 21Mbps。经过两年半的发展，广东联通在网 3G 用户和 50M 以上流量移动用户，已经达到了 1,100 万，且这些用户均为 3G 上网用户，而不仅仅是使用 3G 终端的用户。我们估计 2013 年广东联通的核心城市网络有望进一步提升到 84Mbps，已经接近传统意义上 LTE 的 100 Mbps 下行速率。

图表 13.HSPA 数据速率的演进



资料来源：诺基亚-西门子

2、中国联通推出 LTE FDD

我们从行业了解到，中国联通已经开始对 LTE FDD 的测试。我们认为这为公司未来面对移动数据的快速上升提前准备。而且基于 WCDMA 技术的 LTE FDD 是目前全球最成熟的 LTE 技术，作为先锋者的 Verizon 在 2010 年开始建设 LTE FDD 网络，并且取得巨大成功，在很长一段时间内其 LTE 用户数占全球 60% 以上。

我们认为中国移动是全球主要的 TD-LTE 运营商，其网络投放的时间对产业链影响显著。如果商用过晚，将可能造成 TD-LTE 的普及范围远低于 LTE FDD 的现象，那对中国联通有利。我们看到 2011 年 11 月份刚刚商用 TD-LTE 的日本软银，已经在今年开始建设 LTE FDD 网络。

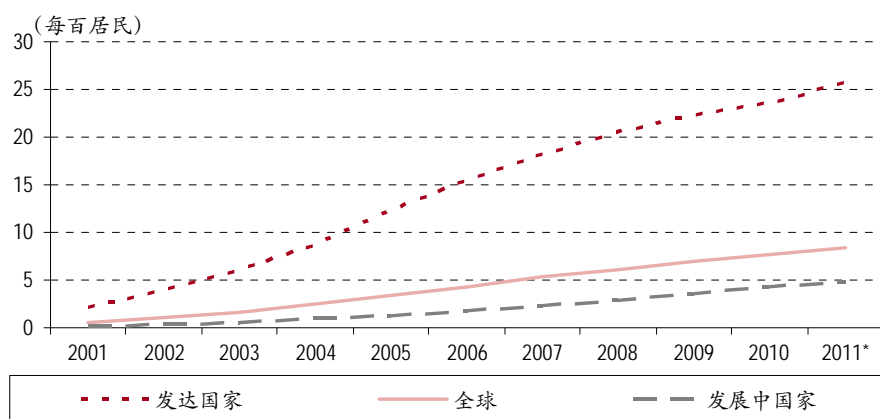
中国联通固定宽带业务

我们认为固定宽带业务是中国联通的又一重要增长点。宽带建设已经成为中国“十二五”国家战略，根据工业和信息化部的计划，2012年全国4M及以上宽带接入产品超过宽带用户数的50%，新增光纤到户覆盖家庭超过3,500万户。三大运营商相继发布了2012年的宽带提速计划，其中中国电信预计新增光纤入户覆盖家庭2,500万户，达到5,500万户以上；中国联通今年也计划新增光纤入户覆盖家庭2,000万户。

根据IDC的数据，截至2011年底，中国光纤接入用户数已达1,556万户，同比增长超过370%。2011年中国光纤接入业务收入超过250亿元，同比增长超过165.5%，过去3年年复合增长率高达142.7%。光纤接入业务在宽带业务中的收入占比也在持续提升，到2011年底收入占比已超过20%。

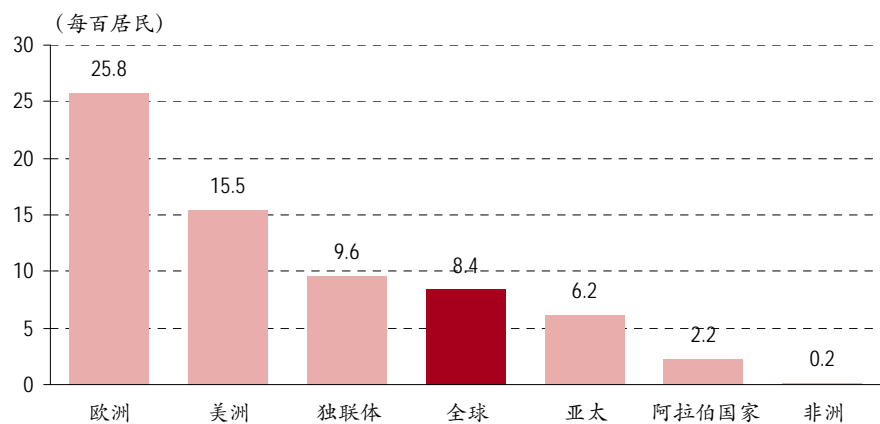
根据ITU的统计，全球固定宽带普及率2011年已经达到8.5%，其中发达国家达到25.7%，发展中国家达到4.8%。而中国2011年的普及率是11.3%，距离发达国家还有较大的差距，未来潜力巨大。

图表 14.全球固定宽带普及率

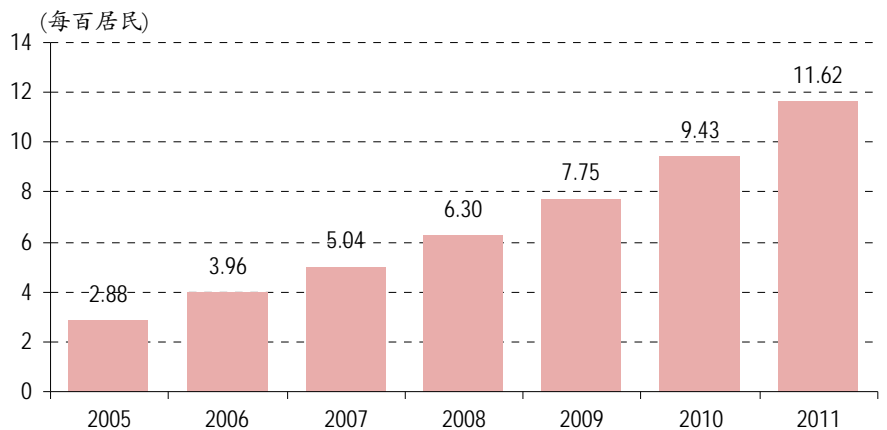


资料来源：国际电信联盟 ITU

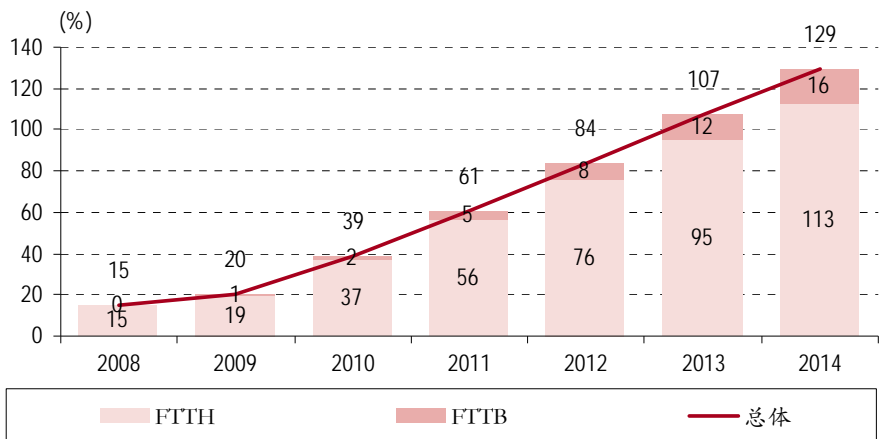
图表 15.全球按区域固定宽带普及率



资料来源：国际电信联盟 ITU

图表 16. 中国宽带普及率 (2005-2011)


资料来源: 工信部

图表 17. 2008-2014 年中国光纤到户薄覆盖用户数预测(百万)


资料来源: 博视研究

由于历史原因, 中国联通在 2008 年合并了原中国网通, 相应接收了中国网通在北方十省的固网资源。目前中国联通除巩固北方的优势, 还积极向南方市场拓展。我们认为在电信行业固定网络和移动网络大融合的背景下, 公司对固定宽带基础设施的投入, 除发展固定宽带业务, 也是为未来移动网络的地面传输打好基础。

对于中国移动近期将拿到固网牌照, 我们认为对中国联通和中国电信的宽带业务影响有限, 原因如下:

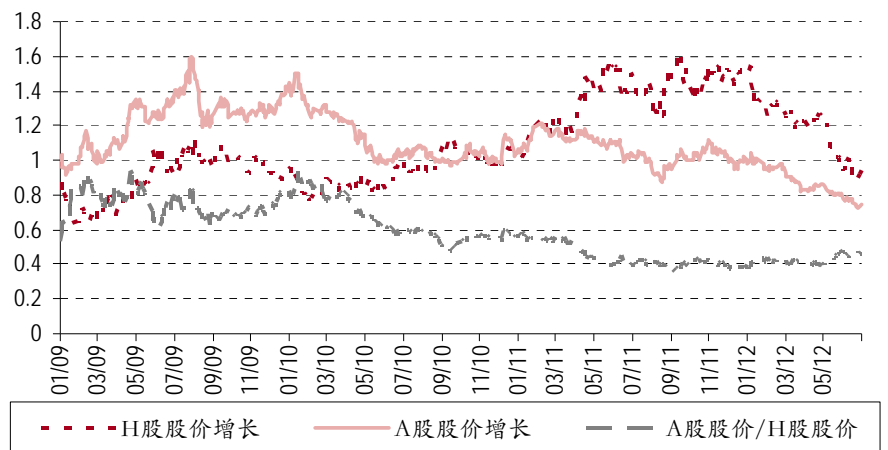
一是中国移动目前已经通过其子公司铁通在发展固定业务, 光纤到户建设一直在进展中, 但是进度较慢。中国移动拿到固网牌照, 并不会对光纤到户产生质的变化。

二是中国移动自身其实一直在小规模发展 FTTB 业务, 目标客户主要是政企客户, 该业务发展已经持续近十年, 进展较慢。

三是固网业务投资回报的经济性远逊于移动网络, 固网业务的日趋衰落, 使中国移动对大规模进入固网领域保持谨慎。

我们认为中国移动获取固网牌照的目的是为了获得更多的互联网国际出口带宽等基础资源, 其主要目标客户将是政企客户, 业务发展以商业用户为主, 我们认为中国移动不会大规模进入个人客户市场, 对中国联通的宽带业务中短期影响有限。

图表 18. 中国联通 A 股和 H 股股价比较



资料来源：彭博

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	176,243	215,519	251,566	287,152	317,026
销售成本	(69,109)	(96,393)	(112,853)	(132,527)	(148,149)
经营费用	(44,731)	(53,302)	(63,614)	(72,613)	(80,168)
息税折旧前利润	62,403	65,823	75,098	82,012	88,710
折旧及摊销	(54,654)	(58,021)	(63,243)	(68,479)	(73,770)
经营利润(息税前利润)	7,749	7,802	11,855	13,532	14,940
净利息收入/(费用)	(1,624)	(1,243)	(3,069)	(4,028)	(4,132)
其他收益/(损失)	(1,453)	(895)	(152)	962	2,641
税前利润	4,672	5,664	8,634	10,466	13,449
所得税	(980)	(1,476)	(2,158)	(2,617)	(3,362)
少数股东权益	(2,457)	(2,776)	(4,309)	(5,223)	(6,711)
净利润	1,235	1,412	2,167	2,627	3,375
核心净利润	1,235	1,412	2,167	2,627	3,375
每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
核心每股收益(人民币)	0.058	0.066	0.101	0.123	0.158
每股股息(人民币)	0.026	0.033	0.041	0.050	0.064
收入增长(%)	11	22	17	14	10
息税前利润增长(%)	(41)	1	52	14	10
息税折旧前利润增长(%)	3	5	14	9	8
每股收益增长(%)	(61)	14	53	21	28
核心每股收益增长(%)	(61)	14	53	21	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	4,672	5,664	8,634	10,466	13,449
折旧与摊销	54,654	58,021	63,243	68,479	73,770
净利息费用	1,624	1,243	3,069	4,028	4,132
运营资本变动	4,877	16,266	12,552	23,909	12,759
税金	(883)	(1,371)	(2,048)	(2,483)	(3,190)
其他经营现金流	3,038	(12,088)	(101)	(122)	(157)
经营活动产生的现金流	67,982	67,735	85,349	104,278	100,763
购买固定资产净值	(73,500)	(73,800)	(101,663)	(98,074)	(94,602)
投资减少/增加	5,762	0	0	0	0
其他投资现金流	(3,760)	(9,170)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(71,498)	(82,970)	(101,663)	(98,074)	(94,602)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	10,000	0	8,200	0	0
支付股息	(3,770)	(1,480)	(1,691)	(2,594)	(3,145)
其他融资现金流	12,063	9,224	(3,069)	(4,028)	(4,132)
融资活动产生的现金流	18,293	7,744	3,440	(6,622)	(7,277)
现金变动	14,777	(7,491)	(12,873)	(418)	(1,116)
期初现金	7,820	22,597	15,106	2,233	1,815
公司自由现金流	(3,516)	(15,235)	(16,314)	6,204	6,161
权益自由现金流	6,484	(15,235)	(8,114)	6,204	6,161

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	22,870	15,410	2,537	2,119	1,003
应收帐款	9,304	11,412	14,066	16,055	17,726
库存	3,728	4,651	5,358	6,116	6,753
其他流动资产	6,425	7,330	35,804	36,657	43,281
流动资产总计	42,327	38,803	57,765	60,948	68,763
固定资产	361,328	377,107	415,527	445,122	465,953
无形资产	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
其他长期资产	34,843	37,552	37,552	37,552	37,552
长期资产总计	398,942	417,430	455,850	485,445	506,276
总资产	441,269	456,233	513,615	546,392	575,039
应付帐款	97,666	95,252	127,262	152,909	168,817
短期债务	36,727	32,322	63,909	63,909	63,909
其他流动负债	63,840	86,353	57,769	59,631	65,413
流动负债总计	198,233	213,927	248,939	276,449	298,139
长期借款	1,462	1,384	10,759	10,759	10,759
其他长期负债	35,913	35,024	43,224	43,224	43,224
股本	2,310	2,311	2,311	2,311	2,311
储备	203,351	203,587	208,381	213,649	220,606
股东权益	205,661	205,898	210,692	215,960	222,917
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	441,269	456,233	513,615	546,392	575,039
每股帐面价值(人民币)	9.70	9.71	9.94	10.19	10.52
每股有形资产(人民币)	9.57	9.58	9.81	10.06	10.39
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	0.88	3.42	3.44	3.49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.4	30.5	29.9	28.6	28.0
息税前利润率(%)	4.4	3.6	4.7	4.7	4.7
税前利润率(%)	2.7	2.6	3.4	3.6	4.2
净利率(%)	0.7	0.7	0.9	0.9	1.1
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率(倍)	4.8	6.3	3.9	3.4	3.6
净权益负债率(%)	7.6	9.0	34.4	33.7	33.2
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	64.6	56.7	36.9	30.5	23.7
核心业务市盈率(倍)	64.6	56.7	36.9	30.5	23.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	228.9	200.7	130.8	107.9	84.0
市净率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
价格/现金流(倍)	1.2	1.2	0.9	0.8	0.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.5	1.5	2.0	1.9	1.7
周转率					
存货周转天数	16.2	15.9	16.2	15.8	15.9
应收帐款周转天数	18.8	17.5	18.5	19.1	19.4
应付帐款周转天数	208.9	163.4	161.4	178.1	185.2
回报率					
股息支付率(%)	44.6	50.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	0.6	0.7	1.0	1.2	1.5
资产收益率(%)	1.4	1.3	1.8	1.9	2.0
已运用资本收益率(%)	3.0	3.2	4.5	4.7	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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