

中国联通 600050.SH

iPhone 合约价格调整, 恢复 286 套餐是亮点

事件:

- 中国联通今天宣布将调整 iPhone 裸机及合约计划售价, 调整后的 iPhone 合约计划于 2011 年 10 月 16 日起执行。
- 主要变化包括:
 - ✓ 裸机销售: iPhone3GS 8GB: 3999 元降至 2888 元; iPhone 4 16GB: 4999 元降至 4548 元; iPhone 4 32GB: 5999 元降至 4988 元。
 - ✓ 预存话费送手机: iPhone 3GS 合约包价格降低 500 至 3499 元, 零元购机门槛在 226; iPhone 4 16GB 合约包价格为 5880 不变, **同时恢复 286 套餐**; iPhone 4 32GB 合约包价格降 600 元至 6399 元。
 - ✓ 购手机送话费: 手机销售单价随裸机下调, 但合约返还的话费保持不变。

研究结论:

- **恢复 286 套餐是亮点, 对用户数的提振作用明显。**286 套餐对于联通发展 3G 高端用户曾经起到了相当大的作用。我们预计, 在今年 4 月, 联通停止 286 套餐 0 元购机计划之前, 选择这款套餐的用户占了全部 iPhone 合约用户的一大半。4 月中旬停止这款套餐后, 对 4、5 两个月净增用户数造成了一定的影响, 2 季度补贴也环比下降。因此, 我们有理由相信, 恢复 286 套餐 0 元购机计划, 对用户数的提振作用将相当明显。
- **补贴锁定未来业绩。**可能有投资者担心恢复 286 套餐后, 补贴会不会再次对联通造成业绩的压力。我们认为, 此次 iPhone 4 的调价的原因之一在于苹果公司本身的降价, iPhone 4 16G 裸机价格下降了 450 元, 降价后的 286 套餐, 其补贴幅度业已比原先的 286 套餐下降很多。另外, 我们需要再次强调的是, 联通的任何终端补贴套餐在 2 年的时间窗口内都是盈利的, 只是会计分期造成了对于补贴支出的先行确认, 那么今年的补贴其实反而锁定了未来的业绩。
- **投资建议:** 公司近期股价走强, 反映了公司基本面逐步好转的态势。公司基本面情况在持续好转, 用户数逐步达成目标, 公司 3G 业务走出盈亏平衡点, 是推动股价上行的根本原因。预计公司 2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 0.15、0.29、0.41 元, 每股净资产分别为 3.45 元、3.65 元和 3.93 元, 目前股价对应 2011 年 PB 为 1.55 倍, 维持买入评级。
- **风险因素:** 大盘系统性风险, 3G 用户发展低于预期

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为做出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210060004

联系人

张杰伟

通信行业分析师

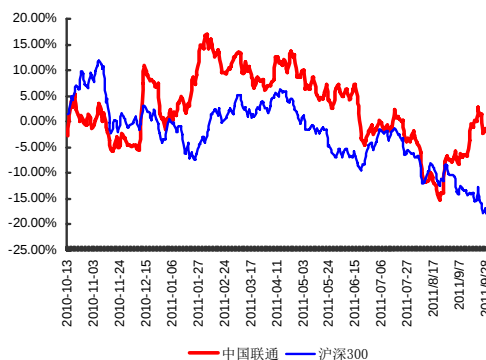
021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 10 月 13 日)	5.33 元
目标价格	8.18 元
总股本/A 股 (亿股)	211.97
A 股市值 (亿元)	1130
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2011 年 10 月 14 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测 (单位: 亿元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,762	2,117	2,459	2,760
利润总额	46	121	231	328
净利润	37	95	183	259
EBITDA	595	718	896	1,044
EPS (元)	0.06	0.15	0.29	0.41
每股经营现金	3.22	4.54	4.93	5.42
每股净资产	3.34	3.45	3.65	3.93
净资产收益率	1.7%	4.4%	7.9%	10.4%
P/E (倍)	92.03	35.48	18.50	13.06
P/B (倍)	1.59	1.55	1.46	1.35

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关报告

相关报告	时间
用户数首次超过 200 万, 势头良好	2011.09.19
基本面不支持非理性下跌	2011.08.09
机遇窗口+正确策略=行业格局的颠覆	2011.05.27

1. 预存话费送手机套餐对比

表 1：预存话费送手机：iPhone 3GS 8G

iPhone 3GS 8G	套餐月费	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
降价前	套餐包价格	3999									
	手机款	3299	2999	2699	1899	1499	0	0	0	0	0
	预付款	700	1000	1300	2100	2500	3999	3999	3999	3999	3999
	分月返还额度	29	41	54	87	104	166	166	166	166	166
	套餐包价格	3499									
降价后	手机款	2399	2099	1799	999	599	0	0	0	0	0
	预付款	1100	1400	1700	2500	2900	3499	3499	3499	3499	3499
	分月返还额度	45	58	70	104	120	145	145	145	145	145
	套餐包价格	3499									

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：预存话费送手机：iPhone 4 16G

iPhone 4 16G	套餐月费	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
降价前	套餐包价格	5880									
	手机款	4199	3899	3599	2799	2399	1799		0	0	0
	预付款	1681	1981	2281	3081	3481	4081		5880	5880	5880
	分月返还额度	70	82	95	128	145	170		245	245	245
	套餐包价格	5880									
降价后	手机款	4099	3799	3499	2699	2299	1699	0	0	0	0
	预付款	1781	2081	2381	3181	3581	4181	5880	5880	5880	5880
	分月返还额度	74	86	99	132	149	174	245	245	245	245
	套餐包价格	5880									

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：预存话费送手机：iPhone 4 32G

iPhone 4 32G	套餐月费	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
降价前	套餐包价格	6999									
	手机款	5099	4799	4499	3699	3299	2699	1899	0	0	0
	预付款	1900	2200	2500	3300	3700	4300	5100	6999	6999	6999
	分月返还额度	79	91	104	137	154	179	212	291	291	291
	套餐包价格	6999									
降价后	套餐包价格	6399									

手机款	4499	4199	3899	3099	2699	2099	1299	0	0	0
预付款	1900	1681	1981	2781	3181	3781	4581	5880	5880	5880
分月返还额度	79	91	104	137	154	179	212	266	266	266

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 买手机送话费套餐对比

表 4：买手机送话费：iPhone 3GS 8G

iPhone 3GS 8G	套餐月费	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
降价前	手机零售价	3999									
	月送费金额	20	33	45	79	95	158	158	158	158	158
降价后	套餐包价格	3499									
	月送费金额	20	33	45	79	95	158	158	158	158	158

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：买手机送话费：iPhone 4 16G

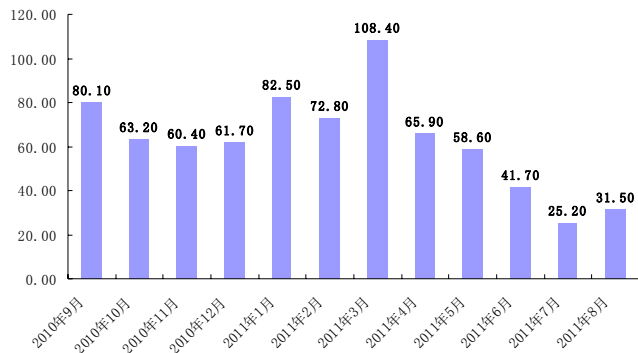
iPhone 4 16G	套餐月费	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
降价前	手机零售价	4999									
	月送费金额	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
降价后	套餐包价格	4548									
	月送费金额	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443

资料来源：公司公告，东方证券研究所

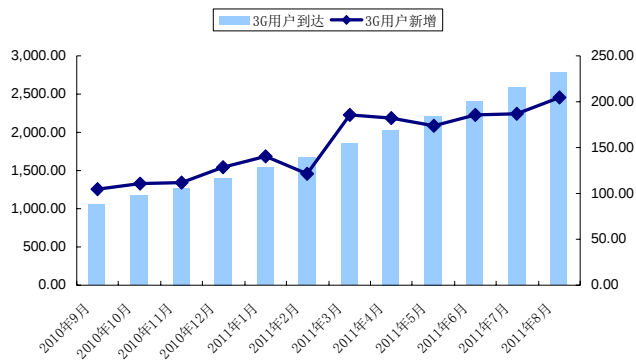
表 6：买手机送话费：iPhone 4 32G

iPhone 4 32G	套餐月费	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
降价前	手机零售价	5999									
	月送费金额	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
降价后	套餐包价格	4988									
	月送费金额	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443

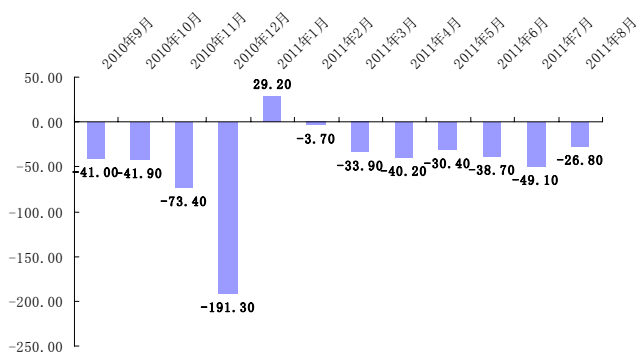
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 1 中国联通 2G 新增用户数


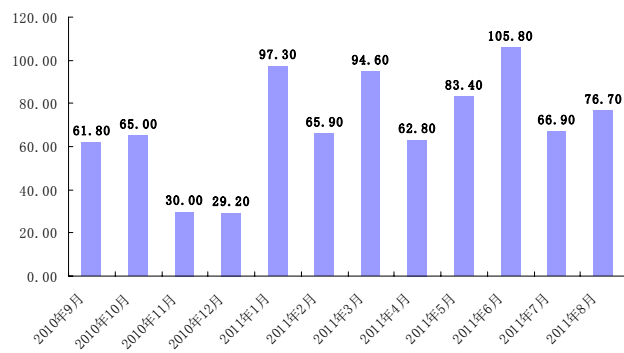
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 中国联通 3G 新增用户数及到达数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3 中国联通固网业务净新增数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4 中国联通宽带业务净新增数


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：中国联通 A-H 股溢价率


资料来源：Wind，东方证券研究所

预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.15 元、0.29 元和 0.41 元，每股净资产分别为 3.45 元、3.65 元和 3.93 元，目前股价对应 2011 年 PB 为 1.55 倍。考虑到沪深 300 可比公司的 PB 水平，维持联通 A 股 2.4 倍 PB 的估值，目标价 8.18 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

大盘系统性风险

3G 业务发展低于预期

<http://www.c114.net/news/119/a648278.html>

联通下调 iPhone 合约计划价格 部分裸机降价近千元

C114 讯 10 月 13 日消息(李明)中国联通今天宣布将调整 iPhone 裸机及合约计划售价,调整后的 iPhone 合约计划于 2011 年 10 月 16 日起执行,届时原有政策同步停止销售。已参加原有合约计划的老用户,合约期内的合约计划内容不变。

据 C114 了解,自 2011 年 10 月 16 日起,来自联通渠道的 iPhone3GS 8GB 的裸机零售价由此前的 3999 元降至 2888 元, iPhone 4 16GB 的裸机零售价由此前的 4999 元降至 4548 元, iPhone 4 32GB 的裸机售价由此前的 5999 元降至 4988 元。

同时,中国联通对其 iPhone 合约计划价格也进行了下调:

在 iPhone“预存话费送手机”合约计划中，iPhone3GS 8GB“预存话费送手机合约计划”的合约产品包价格为 3499 元，零元购机的月费门槛仍为 226 元；iPhone 4 16GB“预存话费送手机合约计划”的合约产品包价格为 5880 元，零元购机月费门槛由此前的 386 元套餐降至 286 元套餐；iPhone 4 32GB“预存话费送手机合约计划”的合约产品包价格为 6399 元，零元购机月费门槛仍为 386 元套餐起。

iPhone“购手机送话费”合约计划内容保持不变。其中，iPhone3GS 8GB“购机入网送话费合约计划”的所赠话费额度从 20 元-158 元不等；iPhone 4 16GB 及 32GB“购机入网送话费合约计划”的所赠话费额度不变，仍为 33 元至 443 元不等。

据 C114 了解，此前，苹果公司于当地时间 10 月 4 日正式发布了其新款 iPhone 4S 手机。在 iPhone 4S 上市销售之前，苹果公司对 iPhone 4 和 iPhone3GS 产品进行了全面的调价处理。苹果中国官网显示，iPhone 4 16GB 的裸机售价由此前的 4999 元人民币降至 4548 元，iPhone 4 32GB 的裸机售价由此前的 5999 元降至 4988 元；而 iPhone 3GS 的裸机售价由此前的 3999 元降至 2888 元。

iPhone“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）	3499									
优惠购机款（元）	2399	2099	1799	999	599	0	0	0	0	0
预存款（元）	1100	1400	1700	2500	2900	3499	3499	3499	3499	3499
分月返还金额（元）	45	58	70	104	120	145	145	145	145	145
协议期	24 个月									

iPhone3GS 8GB

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
预存款（元）	1781	2081	2381	3181	3581	4181	5880	5880	5880	5880
分月返还金额（元）	74	86	99	132	149	174	245	245	245	245
协议期	24 个月									

iPhone4 16GB

套餐月费（元）	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格（元）	6399									
优惠购机款（元）	4499	4199	3899	3099	2699	2099	1299	0	0	0
预存款（元）	1900	2200	2500	3300	3700	4300	5100	6399	6399	6399
分月返还金额（元）	79	91	104	137	154	179	212	266	266	266
协议期	24 个月									

iPhone4 32GB

iPhone“购手机送话费”合约计划

套餐月费（元）	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
手机零售价	2888 元									
月送费金额（元）	20	33	45	79	95	158	158	158	158	158
协议期	24 个月									

iPhone3GS 8GB

套餐月费（元）	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
手机零售价	4548 元									
月送费金额（元）	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
协议期	24 个月									

iPhone4 16GB

套餐月费（元）	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
手机零售价	4988 元									
月送费金额（元）	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
协议期	24 个月									

iPhone4 32GB

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	22791	21167	31901	70292	营业收入	176168	211666	245947	275979
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	123735	143354	159313	172656
应收账款	12024	14760	17635	19789	毛利	52433	68312	86634	103323
存货	3728	4313	4784	5176	%营业收入	29.8%	32.3%	35.2%	37.4%
预付账款	3067	3547	3935	4257	营业税金及附加	4871	5852	6800	7630
其他流动资产	621	747	851	955	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	42293	44608	59192	100566	销售费用	23733	28575	32465	36429
可供出售金融资产	6214	6214	6214	6214	%营业收入	13.5%	13.5%	13.2%	13.2%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	16113	19359	22135	24838
长期股权投资	48	48	48	48	%营业收入	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1625	1964	1726	1552
固定资产合计	363651	377262	387641	388912	%营业收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%
无形资产	19870	20295	20729	21172	资产减值损失	2664	1228	1118	837
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	3667	258	235	176	投资收益	485	220	220	220
其他非流动资产	7724	7724	7724	7724	营业利润	3914	11553	22610	32255
资产总计	443466	456408	481781	524811	%营业收入	2.2%	5.5%	9.2%	11.7%
短期贷款	36911	14182	0	0	营业外收支	733	500	500	500
应付款项	94280	109063	120970	130895	利润总额	4647	12053	23110	32755
预收账款	29971	36010	41842	46952	%营业收入	2.6%	5.7%	9.4%	11.9%
应付职工薪酬	3402	3936	4366	4724	所得税费用	975	2530	4850	6875
应交税费	1484	2128	2957	3682	净利润	3671	9523	18259	25880
其他流动负债	31845	37208	41558	45406	归属于母公司所有者	1227.6	3184.4	6105.6	8653.9
流动负债合计	197894	202527	211693	231658	的净利润				
长期借款	1462	1462	1462	1462	少数股东损益	2444	6339	12154	17226
应付债券	33558	33558	33558	33558	EPS（元/股）	0.06	0.15	0.29	0.41
递延所得税负债	40	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2332	2332	2332	2332		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	235286	239879	249045	269011	经营活动现金流净额	68210	96331	104529	114843
归属于母公司所有者	70836	73065	77339	83397	取得投资收益收回现金	562	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137344	143683	155837	173064	无形资产投资	0	-2208	-2255	-2303
股东权益	208180	216748	233176	256460	固定资产投资	-77708	-70100	-73800	-70000
负债及股东权益	443466	456628	482221	525471	其他	6360	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-71348	-72308	-76055	-72303
EPS	0.058	0.150	0.288	0.408	债券融资	50026	0	0	0
BVPS	3.34	3.45	3.65	3.93	股权融资	0	0	0	0
PE	92.03	35.48	18.50	13.06	银行贷款增加（减少）	-26469	-22728	-14182	0
PEG	1.00	0.39	0.20	0.14	筹资成本	5732	-2919	-3558	-4149
PB	1.59	1.55	1.46	1.35	其他	-11464	0	0	0
EV/EBITDA	2.72	1.96	1.30	0.74	筹资活动现金流净额	17824	-25647	-17740	-4149
ROE	1.7%	4.4%	7.9%	10.4%	现金净流量	14686	-1624	10734	38391

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn