

## 中国联通 (600050)

### 买入/维持评级

股价: RMB5.33

#### 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

#### 相关研究

《“通”改前非,“联”想未来——中国联通深度研究》 (2011/08/23)

《业绩超预期,明天更美好》(2011/08/26)

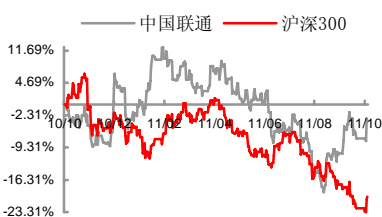
《3G 新增用户数突破 200 万,快速增长节点到来》 (2011/09/23)

《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》 (2011/10/12)

#### 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)	112,978

#### 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

## 286 元合约购机重出江湖 ARPU 值或有小幅上升

### ——联通 iPhone 售卖方案调整点评

- 联通近日宣布将调整 iPhone 裸机及合约计划售价, 调整后的 iPhone 售卖方案于 10 月 16 日起执行, 届时原有政策同步停止销售。具体调整包括:
  - 1) 补偿差价。2011 年 9 月 21 日至 10 月 15 日期间在联通指定地点购买 iPhone 的用户, 10 月底前根据购买方式的不同可获不同形式的差价补偿。
  - 2) 裸机价格。iPhone3GS 8GB 由 3999 元降至 2888 元, iPhone 4 16GB 由 4999 元降至 4548 元, iPhone 4 32GB 由 5999 元降至 4988 元。
  - 3) 预存话费送手机。iPhone3GS 8GB 合约包价格由 3999 元降至 3499 元, 零元购机月费门槛仍为 226 元; iPhone 4 16GB 合约包价格为 5880 元不变, 零元购机月费门槛由 386 元降至 286 元套餐; iPhone 4 32GB 合约包价格由 6999 元降至 6399 元, 零元购机月费门槛仍为 386 元。
- 高端用户数将会上升。此次 iPhone 调价将有效刺激高 ARPU 值用户数上升。尤其是 286 套餐 0 元购机的恢复将使大批“果粉”从“观望”变成“行动”。此外, 我们认为 iPhone 价格的下调将带来其他品牌高端手机售价的一系列下调, 形成“蝴蝶效应”, 这将对联通 3G 高端用户的成长形成较大刺激。
- 手机补贴可能小幅上升。此次 iPhone 价格的下调源自于苹果公司自身降价, 即联通购机成本也将下降。因此, 联通对于单个 iPhone 用户的补贴是下降的, 但价格的下调会刺激 iPhone 用户数量的上升, 综合来看我们认为总补贴额略有上升, 幅度不大。
- 3G 用户综合 ARPU 值可能小幅上升。从我们敏感性分析的结果来看, 3G 综合 ARPU 值可能会小幅上升, 也就是说 iPhone 售价下降带来的高端用户数的增加对联通整体 ARPU 值的影响略大于补贴额小幅上升的影响。
- 此次调价对联通短期业绩影响较小, 但能带来更多的高端客户, 利好公司长期发展
- 风险提示。联通新增 3G 用户数低于预期; 移动 TD-LTE 建设超预期。

#### 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)	92.0	42.3	17.5	9.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 联通 iPhone 售卖方案调整

中国联通近日发布 iPhone 用户公告，自 2011 年 10 月 16 日起，联通将调整 iPhone 裸机及合约计划售价。同时，凡 2011 年 9 月 21 日至 10 月 15 日期间在中国联通自有营业厅 iPhone 售点及中国联通 iPhone 授权售点购买 iPhone3GS、iPhone4 的用户，在 10 月底前均可按照中国联通最新公布的 iPhone 价格和合约计划到中国联通自有营业厅 iPhone 售点办理手机差价/合约计划优惠购机款差额返还业务。

具体调整方案包括：

### 9 月 21 日—10 月 15 日购买 iPhone 的用户补偿差价

凡 2011 年 9 月 21 日至 10 月 15 日期间在中国联通自有营业厅 iPhone 售点及中国联通 iPhone 授权售点购买 iPhone3GS、iPhone4 的用户可获得相应差价补偿。

具体金额方面：

裸机购买用户以现金方式返还手机零售价差额，iPhone 3GS 8GB 为 1111 元、iPhone 4 16GB 为 451 元、iPhone 4 32GB 为 1011 元；

“购手机送话费”合约计划用户以充值卡方式返还手机零售价差额，iPhone 3GS 8GB 为 1111 元、iPhone 4 16GB 为 451 元、iPhone 4 32GB 为 1011 元；

“预存话费送手机”合约计划用户以充值卡方式返还优惠购机款差额，iPhone 3GS 8GB 为 900 元、iPhone 4 16GB 为 100 元、iPhone 4 32GB 为 600 元。

### 裸机下降 400-1000 元不等

裸机方面，和之前苹果中国官网公布的最新价格一致。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。

### “预存话费送手机”合约计划调整 286 元套餐 0 元购 iPhone4 “重出江湖”

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。

**表格 1: iPhone 3GS 8GB**

	套餐月费 (元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
	产品包价格 (元)					3999					
调整前	优惠购机款 (元)	3299	2999	2699	1899	1499	0	0	0	0	0
	预付款 (元)	700	1000	1300	2100	2500	3999	3999	3999	3999	3999
	月返还金额 (元)	29	41	54	87	104	166	166	166	166	166
	协议期	24 个月									
	产品包价格 (元)					3499					
调整后	优惠购机款 (元)	2399	2099	1799	999	599	0	0	0	0	0
	预付款 (元)	1100	1400	1700	2500	2900	3499	3499	3499	3499	3499
	月返还金额 (元)	45	58	70	104	120	145	145	145	145	145
	协议期	24 个月									

资料来源: 华泰联合证券研究所

**表格 2: iPhone 4 16GB**

	套餐月费 (元)	66	96	126	156	186	286	386	586	886	
	产品包价格 (元)					5880					
调整前	优惠购机款 (元)	4199	3899	3599	2799	2399	1799	0	0	0	
	预付款 (元)	1681	1981	2281	3081	3481	4081	5880	5880	5880	
	月返还金额 (元)	70	82	95	128	145	170	245	245	245	
	协议期	24 个月									
	产品包价格 (元)					5880					
调整后	优惠购机款 (元)	4099	3799	3499	2699	2299	1699	0	0	0	
	预付款 (元)	1781	2081	2381	3181	3581	4181	5880	5880	5880	
	月返还金额 (元)	74	86	99	132	149	174	245	245	245	
	协议期	24 个月									

资料来源: 华泰联合证券研究所

**表格 3: iPhone 4 32GB**

	套餐月费 (元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
	产品包价格 (元)					6999					
调整前	优惠购机款 (元)	5099	4799	4499	3699	3299	2699	1899	0	0	0
	预付款 (元)	1900	2200	2500	3300	3700	4300	5100	6999	6999	6999
	月返还金额 (元)	79	91	104	137	154	179	212	291	291	291
	协议期	24 个月									
	产品包价格 (元)					6399					
调整后	优惠购机款 (元)	4499	4199	3899	3099	2699	2099	1299	0	0	0
	预付款 (元)	1900	2200	2500	3300	3700	4300	5100	6399	6399	6399
	月返还金额 (元)	79	91	104	137	154	179	212	266	266	266
	协议期	24 个月									

资料来源: 华泰联合证券研究所

### “购手机送话费”合约计划不变

iPhone“购手机送话费”裸机价格相应调整,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。

表格 4: iPhone 3GS 8GB

	套餐月费 (元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
调整前	手机零售价 (元)						3999				
	月返还金额 (元)	20	33	45	79	95	158	158	158	158	158
	协议期						24个月				
调整后	手机零售价 (元)						3499				
	月返还金额 (元)	20	33	45	79	95	158	158	158	158	158
	协议期						24个月				

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 5: iPhone 4 16GB

	套餐月费 (元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
调整前	手机零售价 (元)						4999				
	月返还金额 (元)	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
	协议期						24个月				
调整后	手机零售价 (元)						4548				
	月返还金额 (元)	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
	协议期						24个月				

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 6: iPhone 4 32GB

	套餐月费 (元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
调整前	手机零售价 (元)						5999				
	月返还金额 (元)	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
	协议期						24个月				
调整后	手机零售价 (元)						4988				
	月返还金额 (元)	33	48	63	78	93	113	143	193	293	443
	协议期						24个月				

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 对 iPhone 售卖方案调整影响的分析

### 高端用户数会明显上升

此次 iPhone 调价将有效刺激高 ARPU 值用户的上升。尤其是 286 套餐 0 元购机的恢复将使大批“果粉”从“观望”变成“行动”,因为 4 月份 286 套餐 0 元购机的取消

后 iPhone 用户增速出现明显下滑，这说明“286”大批 iPhone 购买者的心理门槛。此外，我们认为更重要的是 iPhone 价格的下调将带来其他品牌高端手机售价的一系列下调，形成“蝴蝶效应”，这将对联通 3G 高端用户的成长形成较大刺激。

### 补贴可能小幅上升

对于联通补贴的影响，我们认为可能有两方面：

其一，此次 iPhone 价格的下调源自于苹果公司自身降价，即联通购机成本将下降。因此，联通对于单个 iPhone 用户的补贴其实是下降的，降价前单 16g 版 iPhone4 补贴在 1200 元左右，降价后预计补贴变为 1100 元左右

其二，“286”套餐重启，将降低 iPhone 用户的门槛，从而我们预计 iPhone 用户数将会增长，预计每月新增用户将超过 20 万。

综合以上两点，我们认为用户数增速将超过单用户补贴下降，总补贴额可能略有上升。

### 3G 用户综合 ARPU 值或许会小幅上升

我们曾在 10 月 12 日的报告《关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论》中对联通的 3G 用户结构做过详细阐述。联通此次将 iPhone 价格下调，考虑到补贴可能会小幅上升，从我们之前的分析来看，联通未来对高端用户的补贴可能会小幅上升，我们估计中高端 ARPU 值下降幅度不会超过 10 元；我们将之前报告中假设的高端用户 ARPU 值 240 元向下调整做敏感性分析。

从我们得出的结果来看，3G 用户综合 ARPU 值可能会小幅上升，但变化不大，也就是说 iPhone 售价下降带来的高端用户数的增加对联通整体 ARPU 值的影响略大于补贴额小幅上升的影响。

表格 7：2011 年联通 3G 用户 ARPU 值敏感性分析

3G 用户综合 ARPU 值/元		2011 年中高端 3G 用户占比变化				
		0%	+1%	+2%	+3%	+4%
0		114	116	118	120	122
3G 用户中高端用户 ARPU 值变化	-5	113	115	117	118	120
	-10	112	114	115	117	119

资料来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

联通新增 3G 用户数低于预期

移动 TD-LTE 建设超预期

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
<b>流动资产</b>	42293	71821	15280	25941	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	40117	38231	33776	28283	公允价值变动收	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	44346	45413	49056	54225	<b>利润总额</b>	4647	8611	20879	38458
<b>流动负债</b>	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	归属母公司净利	1228	2274	5514	10156
<b>非流动负债</b>	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	35930	37887	37428	37098					
<b>负债合计</b>	23528	23969	26059	28427					
少数股东权益	13734	14187	15285	17307					
股本	21197	21197	21197	21197					
资本公积	27819	27819	27819	27819					
留存收益	21838	23561	28120	35907					
归属母公司股	70836	72565	77122	84906					
<b>负债和股东权</b>	44346	45413	49056	54225					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金</b>	68210	59010	11315	13411
净利润	3671	6802	16494	30382
折旧摊销	56675	67591	76883	84298
财务费用	1625	1498	1102	545
投资损失	-485	-500	-500	-500
营运资金变动	4622	-1385	19574	19708
其他经营现金	2101	-14996	-394	-315
<b>投资活动现金</b>	-76470	-37478	-33672	-30755
资本支出	78083	29099	30306	27266
长期投资	-46	4163	0	0
其他投资现金	1567	-4216	-3367	-3489
<b>筹资活动现金</b>	17824	-2011	-2043	-2813
短期借款	-27182	0	0	0
长期借款	703	7	7	7
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-241	0	0	0
其他筹资现金	44545	-2018	-2049	-2820
<b>现金净增加额</b>	9565	19522	77444	10055

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.2%	14.5%	17.5%	19.5%
营业利润	-65.5%	102.1	154.9	87.1%
归属母公司净利	-60.9%	85.2%	142.5	84.2%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.55
应收账款周转率	12	13	13	13
应付账款周转率	1.27	1.46	1.48	1.44
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新)	0.06	0.11	0.26	0.48
每股经营现金流	3.22	2.78	5.34	6.33
每股净资产(最)	3.34	3.42	3.64	4.01
<b>估值比率</b>				
P/E	78.39	42.32	17.45	9.48
P/B	1.36	1.33	1.25	1.13
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。