



陈昊飞

分析员

chenhf@cicc.com.cn

陈丽嘉

联系人

chenlj@cicc.com.cn

审慎推荐

中国联通 (762.HK/600050.CH)

iPhone 套餐符合中国国情—多补自费用户;少补众多的报销用

主要财务信息

12月31日年末(人民币 百万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
调整后收入	149,170	148,020	154,653	164,901	181,107
(+/-)		-0.8%	4.5%	6.6%	9.8%
调整后EBITDA	71,618	66,948	62,905	65,388	72,818
(+/-)		-6.5%	-6.0%	3.9%	11.4%
调整后EBITDA率	48.0%	45.2%	40.7%	39.7%	40.2%
(+/-)		-2.8%	-4.6%	-1.0%	0.6%
EBIT	24,249	19,270	14,659	12,953	15,400
(+/-)		-20.5%	-23.9%	-17.6%	18.9%
调整后净利润	15,209	13,446	11,322	9,681	10,794
(+/-)		-11.6%	-15.8%	-14.5%	11.5%
调整后每股收益	0.66	0.57	0.46	0.40	0.44
(+/-)		-14.1%	-18.2%	-14.5%	11.5%
市盈率(倍)	16.0	17.5	21.2	24.7	22.2
市净率(倍)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (倍)	4.0	3.8	4.3	4.6	4.4
股利收益率	1.9%	2.0%	1.7%	1.4%	1.6%
权益收益率	8.5%	7.0%	5.4%	4.4%	4.8%

股票信息

彭博股票代码	762.HK
目标价	HK\$14
股价	HK\$10.7
52周最高/最低	HK\$13.00/6.6
已发行股份	24,462
最终控股股东(%)	China Unicom Group (57.3%)
市值(港币, 百万)	261,742
市值(人民币, 百万)	@1.15 227,602
市值(美元, 百万)	@6.8 33,471

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
762.HK	-1.1%	5.4%	4.1%	21.1%
市场指数	-4.4%	5.4%	9.2%	52.8%
行业指数	-1.8%	-0.2%	-0.3%	16.9%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

借助目前怀疑态度仍然较高之际, 进行适当增持。红筹股投资者可乘国庆长假期间消息面可能趋于清淡的机会, 在那个时候更加积极地买入中国联通。

理由:

中国联通对 iPhone 套餐标准进行了精心设计, 对于需要自己承担话费、对承诺 ARPU 较为敏感的用户(月度 ARPU 值在 126-186 元之间), 补贴比例最高可达 50%; 对于手机话费可以报销、对承诺 ARPU 不敏感的用户(ARPU 值在 300-500 元间), 补贴比例只有 20%-30%。在初期 iPhone 供不应求时, 联通可优先考虑高 ARPU、低补贴率的报销用户, 其次才面向自费用户。因此, 我们认为现有套餐既可以吸引足够市场需求, 又可以补贴总额降至最低。

预计联通版 iPhone 3G 手机将于 10 月中旬前后上市, 而 3GS 手机或将于 10 月底前后上市。手机预定最早可能在 10 月 1 日就开始。

我们最近注意到: 许多在华 iPhone 海外用户已开始将其手机网络转移至中国联通 WCDAM 网络下。我们的实地测试也显示, WCDAM 网络质量与覆盖面均较好。

估值:

市盈率看上去较高, 但其它估值指标仍具吸引力。DCF 估值对于假设较为敏感, 表明高风险高回报。我们的中性情景假设下, 红筹股 DCF 估值为每股 14 港元。对于参考哪一种估值方法取决于投资者对中国联通业务前景的判断: 如果对中国联通未来前景没有信心, 就只会看很高的市盈率; 如果有一定信心, 会看较低的 EV/EBITDA; 如果信心较高, 也会看更低的市净率。

风险:

1) 执行力的长期操控: 丧失对销售渠道的控制; 手机补贴过高或补贴效果不佳; 套餐费用过高, 而补贴太少。2) 如果中移动和中电信感到其高端市场受到威胁并随后发力低端市场, 联通的低端 GSM 用户市场将受到侵蚀。

图表 1: 中国联通 iPhone 套餐符合中国国情: 在制定补贴比例时照顾自负话费、对价格较为敏感的低端用户, 而对于话费可以报销、对价格不敏感的高端用户提供较少补贴

套餐月费 (人民币)	126	156	186	226	286	386	586	886
3G 8GB								
手机款	3099	2899	2599	2299	1799	899	0	0
预存款	2900	3100	3400	3700	4200	5100	5999	5999
分月返还额度	121	129	142	154	175	213	250	250
24个月的ARPU总额	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
手机补贴额	1401	1601	1901	2201	2701	3601	4500	4500
-- 补贴比率	46%	43%	43%	41%	39%	39%	32%	21%
3GS 16GB								
手机款	3999	3799	3499	3199	2699	1799	99	0
预存款	3000	3200	3500	3800	4300	5200	6900	6999
分月返款额度	125	133	146	158	179	217	288	292
24个月的ARPU总额	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
手机补贴额	1501	1701	2001	2301	2801	3701	5401	5500
-- 补贴比率	50%	45%	45%	42%	41%	40%	38%	26%
3GS 32GB								
手机款	4999	4699	4399	4099	3599	2699	999	0
预存款	3000	3300	3600	3900	4400	5300	7000	7999
分月返款额度	125	138	150	163	183	221	292	333
24个月的ARPU总额	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
手机补贴额	1501	1801	2101	2401	2901	3801	5501	6500
-- 补贴比率	50%	48%	47%	44%	42%	41%	39%	31%
国内语音拨打分钟数	320	420	510	700	900	1250	1950	3000
国内数据流量	450MB	570MB	720MB	850MB	1.1GB	1.5GB	2.5GB	4GB
国内短信	120	150	180	220	280	380	580	880
国内彩信	15	17	20	25	30	40	65	95
超出部分国内电话	Rmb0.15/min							
超出部分数据流量	Rmb0.307/MB							

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 2: 对低端自费用户来说, 中国联通 iPhone 套餐比海外其它运营商制定的套餐标准更具吸引力

US iPhone Packages						
	package price	contract period	Mandatory data plan	monthly choice		
3Gs - 32G	299	2 yrs	30	99.99		Nation Unlimited
3Gs - 16G	199			79.99		Nation 1350 w/Rollover® Minutes
3G - 8G	99			59.99		Nation 900 w/Rollover® Minutes
				39.99		Nation 450 w/Rollover® Minutes
HK 3 iPhone Packages						
	\$138	\$198	\$248	\$298	\$398	
iPhone 3GS						
Handset	\$4,080	\$2,080	\$1,180	\$380	\$0	
Subscription Price (24-month contract)	16GB (Prepayment \$600)	(Prepayment \$2,600)	(Prepayment \$3,500)	(Prepayment \$4,300)	(Prepayment \$4,680)	
	\$4,880	\$2,880	\$1,980	\$1,180	\$780	
	(Prepayment \$580)	(Prepayment \$2,580)	(Prepayment \$3,480)	(Prepayment \$4,280)	(Prepayment \$4,680)	
iPhone 3G						
Handset	\$2,900	\$900	\$0	\$0	\$0	
Subscription Price (24-month contract)	8GB (Prepayment \$1,000)	(Prepayment \$3,000)	(Prepayment \$3,900)	(Prepayment \$3,900)	(Prepayment \$3,900)	
Local Data	100MB	200MB	500MB	Unlimited		
Airtime (min)	Basic	400	500	800	1,300	2,000
	Heart-to-Heart	600	600	900	1,200	1,500
Content	Multimedia Content	-	20	30	40	50
	Text Content	-	10	20	30	40
Intra SMS	-				Unlimited	
Wi-Fi					Unlimited	
Thereafter charges						
	Monthly Fee	\$138	\$198	\$248	\$298	\$398
Airtime (min)	Basic	\$0.70	\$0.70	\$0.40	\$0.30	\$0.30
	Heart-to-Heart	\$0.20	\$0.20	\$0.20	\$0.20	\$0.20
	Video	\$1.50	\$1.50	\$1.20	\$1	\$1
Local Data (KB)		\$0.01	\$0.01	\$0.01	\$0.01	N/A
Content	Multimedia Content	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1
	Text Content	\$0.70	\$0.70	\$0.70	\$0.50	\$0.50
Intra SMS		\$0.20			N/A	

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 中国联通 iPhone 套餐比中移动和中电信现有套餐更具吸引力——移动和电信的高端手机补贴比率也必须较高, 因为其手机缺乏吸引力

中电信手机补贴 (24个月) / 人民币 元

月最低消费额	1000	800	600	500	380	289	260	200	189	150	129	100	89	69	49
预存话费额/交纳保证金额	9600	7680	5760	4800	3600	2880	2520	1920	1440	1080	960	720	600	480	360
总消费ARPU-24个月	24000	19200	14400	12000	9120	6936	6240	4800	4536	3600	3096	2400	2136	1656	1176
手机补贴额	9600	7680	5760	4800	3600	2880	2520	1920	1440	1080	960	720	600	480	360
补贴率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	39.5%	41.5%	40.4%	40.0%	31.7%	30.0%	31.0%	30.0%	28.1%	29.0%	30.6%

中移动手机补贴 (12个月) / 人民币 元

月最低消费额	500	350	260	200	150	100
预存话费额/交纳保证金额	3000	2100	1560	1200	900	600
总消费ARPU-12个月	6000	4200	3120	2400	1800	1200
手机补贴额	2400	1680	1248	960	720	480
补贴率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 历史与预测财务数据

中国联通估值

评级	审慎推荐
目标价格	港币 14
当前价格	港币 10.7
市值	人民币 百万 227,602

百万 除非特指	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
收入	149,170	148,020	154,653	164,901	181,107	198,914
同比		-0.8%	4.5%	6.6%	9.8%	9.8%
经营费用	77,552	81,072	91,748	99,513	108,289	116,589
同比		4.5%	13.2%	8.5%	8.8%	7.7%
EBITDA	71,618	66,948	62,905	65,388	72,818	82,325
同比		-6.5%	-6.0%	3.9%	11.4%	13.1%
EBITDA率	48.0%	45.2%	40.7%	39.7%	40.2%	41.4%
同比		-2.8%	-4.6%	-1.0%	0.6%	1.2%
折旧	47,369	47,678	48,246	52,435	57,417	64,088
同比		0.7%	1.2%	8.7%	9.5%	11.6%
净利润	15,209	13,446	11,322	9,681	10,794	12,350
同比		-11.6%	-15.8%	-14.5%	11.5%	14.4%
股利	6,427	4,754	4,003	3,423	3,817	4,367
同比		-26.0%	-15.8%	-14.5%	11.5%	14.4%
股利支付率	42%	35%	35%	35%	35%	35%
资本支出	45,959	70,485	109,965	90,156	89,127	88,041
同比		53.4%	56.0%	-18.0%	-1.1%	-1.2%
自由现金流	17,990	-9,448	-50,709	-23,442	-14,188	-4,388
净债务	44,633	20,517	34,078	61,625	77,896	86,884
企业价值	275,828	244,637	261,680	289,228	305,498	314,486
股东权益	178,512	206,710	214,519	220,950	227,928	235,911
每股收益 (人民币)	0.66	0.57	0.46	0.40	0.44	0.50
每股收益 (港币)	0.70	0.64	0.53	0.46	0.51	0.58
每股股利 (人民币)	0.20	0.20	0.16	0.14	0.16	0.18
每股股利 (港币)	0.21	0.23	0.19	0.16	0.18	0.21
每股净资产 (人民币)	7.74	8.70	8.77	9.03	9.32	9.64
每股净资产 (港币)	8.26	9.87	10.08	10.39	10.72	11.09
股数 (百万)	23,075	23,751	24,462	24,462	24,462	24,462
汇率	1.07	1.13	1.15	1.15	1.15	1.15
权益收益率	9%	7%	5%	4%	5%	5%

估值

市盈率	15.2	16.7	20.1	23.5	21.1	18.4
市净率	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.9	3.7	4.2	4.4	4.2	3.8
股利收益率	2.0%	2.1%	1.8%	1.5%	1.7%	1.9%
自由现金流收益率	6.5%	-3.9%	-19.4%	-8.1%	-4.6%	-1.4%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。