

# 信用等级通知书

信评委函字 [2019]1392M 号

## 中国联合网络通信有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年七月十二日



## 2019 年度中国联合网络通信有限公司信用评级报告

**受评对象** 中国联合网络通信有限公司  
**主体信用等级** AAA  
**评级展望** 稳定

### 概况数据

联通运营公司	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	6,141.37	5,627.75	5,343.95	5,611.74
所有者权益合计(亿元)	2,081.66	2,835.35	2,914.58	2,948.40
总负债(亿元)	4,059.71	2,792.40	2,429.37	2,663.34
总债务(亿元)	1,768.98	835.72	522.83	602.61
营业总收入(亿元)	2,722.82	2,723.38	2,872.80	723.16
净利润(亿元)	-5.06	15.09	81.77	36.37
EBIT(亿元)	43.03	74.07	125.94	-
EBITDA(亿元)	827.13	826.67	893.88	-
经营活动净现金流(亿元)	791.76	909.07	947.22	188.82
营业毛利率(%)	22.72	24.60	26.58	28.70
总资产收益率(%)	0.70	1.26	2.30	-
资产负债率(%)	66.10	49.62	45.46	47.46
总资本化比率(%)	45.94	22.77	15.21	16.97
总债务/EBITDA(X)	2.14	1.01	0.58	-
EBITDA 利息倍数(X)	14.69	13.91	37.16	-

注：2019 年一季报未经审计；公司未提供 2019 年一季报现金流量补充表，故相关指标失效；中诚信国际在分析时将长期应付款中带息借款调至长期债务；将其他流动负债中的有息借款调整至短期债务；将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

### 分析师

**项目负责人：刘洋** yliu01@ccxi.com.cn

**项目组成员：刘莹** yliu02@ccxi.com.cn

**李路莹** lyli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 7 月 12 日

### 基本观点

中诚信国际评定中国联合网络通信有限公司（以下简称“联通运营公司”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了电信行业良好的发展前景，公司作为中国三大全业务电信运营商之一，拥有庞大的客户资源、良好的网络资产和先进的管理运营经验，混合所有制改革使得其资本实力得以增强，收入规模及盈利能力大幅提升亦对其信用实力提供支撑。同时，中诚信国际也关注到电信市场竞争日趋激烈、国家将进一步加大网络提速降费力度等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- **电信行业具有良好的发展前景。**2019 年 6 月，5G 牌照已正式颁发，随着 5G 技术的发展，电信行业面临良好的发展机遇。
- **具备客户及品牌优势，拥有良好的网络资产和管理能力。**作为我国三大全业务电信运营商之一，公司提供全电信业务的综合信息服务，拥有庞大的客户资源、良好的网络资产和先进的网络运营管理经验，为其后续发展奠定了坚实基础。
- **受益于混合所有制改革，公司资本实力得以增强。**混合所有制改革后，公司获得股东注资 749.53 亿元，主要用于 4G 能力提升、5G 组网技术验证、相关业务及网络试商用项目建设和创新业务项目建设，资本实力大幅提升、财务结构优化，充裕的现金为公司业务开展提供了大力支持。
- **收入规模及盈利能力大幅提升。**公司通过混合所有制改革引进战略投资者，开展与战略投资者的创新合作，收入规模及盈利能力大幅提升，2018 年营业总收入和利润总额分别为 2,872.80 亿元和 107.22 亿元。

### 关注

- **电信市场竞争日趋激烈。**中国移动通信竞争已经进入存量时代，竞争日趋激烈。目前，公司 4G 客户渗透率较低，面临较大的竞争压力。
- **国家将进一步加大网络提速降费力度，或将对公司经营业绩造成一定影响。**国家于 2018 年加大网络提速降费力度，实现高速宽带城乡全覆盖，扩大公共场所免费上网范围，明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费，取消流量“漫游费”，提速降费政策力度的加大或将对公司经营业绩带来一定影响。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为一年。主体评级有效期内，中诚信国际将不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象的主体等级。

## 公司概况

公司前身是中国联通有限公司，系 2000 年 4 月，由中国联合网络通信集团有限公司（以下简称“联通集团”或“中国联通”）以其经评估的广东、福建、安徽、江苏、浙江、山东、辽宁、河北及湖北 9 个省和北京、上海、天津 3 个直辖市的业务资产在中国境内出资设立，是联通集团的主要经营实体；联通集团成立于 1994 年，原名“中国联合通信有限公司”，是我国主要的基础电信业务运营商之一。联通集团将上述通信资产投入公司后，将其在公司的所有权益最终转让给中国联合网络通信（香港）股份有限公司（原名为“中国联通股份有限公司”，以下简称“联通红筹公司”）<sup>1</sup>，至此，公司成为联通红筹公司的全资子公司。经过一系列资产收购，公司负责运营联通集团在全国 31 个省（市、区）的移动通信业务和全国范围内的国际国内长途通信、数据通信和互联网等综合电信业务。

2008 年 10 月，公司将 CDMA 业务出售给中国电信股份有限公司并变更为现名；2009 年 1 月，商务部批准公司吸收合并中国网通（集团）有限公司（以下简称“网通运营公司”）；2009 年 1 月 31 日，公司完成收购原联通集团和原中国网络通信集团（以下简称“网通集团”）的相关电信业务和资产，自此联通集团成为中国三大全业务电信运营商之一。

2009 年 1 月，中华人民共和国工业和信息化部（以下简称“工信部”）向中国三家基础电信运营商发放了 3G 业务经营许可，联通集团获得了 WCDMA 第三代数字蜂窝移动通信业务经营许可，并授权公司在全国范围内经营 3G 业务；2013 年 12 月工信部向三大电信运营商发放 TD-LTE 经营许可；2015 年 2 月，联通集团获得由工信部发放的“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务(LTE FDD)”经营许可；工信部同时批准联通集团授权公司间接控股的子公司联通运营公司在全国范围内经营 LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务(LTE FDD)。2019 年 6 月，联通集团获得由工信部发放的第五代数字蜂窝移

动通信业务经营许可（5G 许可），工信部同时批准联通集团授权联通运营公司在全国范围经营 5G 移动通信业务。

2017 年 10 月，经过国务院国资委批准、股东大会审议通过和中国证监会的核准，中国联合网络通信股份有限公司（以下简称“联通 A 股公司”）采用非公开发行的方式，向特定对象非公开发行人民币普通股股票 9,037,354,292 股，此次发行的募集资金约 615.34 亿元。同时，联通 A 股公司控股股东联通集团向中国国有企业结构调整基金股份有限公司转让其持有的联通 A 股公司 1,899,764,201 股股份。随后，联通 A 股公司与联通集团按照各自持有中国联通（BVI）有限公司（以下简称“联通 BVI 公司”）股权的比例，分别以募集资金和人民币 134.20 亿元（含股权转让对价款）向联通 BVI 公司增资；联通 BVI 公司则以联通 A 股公司和联通集团注入的资金认购联通红筹公司配售的股份共计人民币 749.53 亿元；联通红筹公司进而以上述资金增资公司，用于公司 4G 能力提升、5G 组网技术验证、相关业务及网络试商用建设项目和创新业务建设项目，增资完成后公司注册资本增至 2,130.45 亿元。

截至 2018 年末，公司资产总额 5,343.95 亿元，负债总额 2,429.37 亿元，所有者权益合计 2,914.58 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 2,872.80 亿元，净利润 81.77 亿元，经营活动净现金流 947.22 亿元。

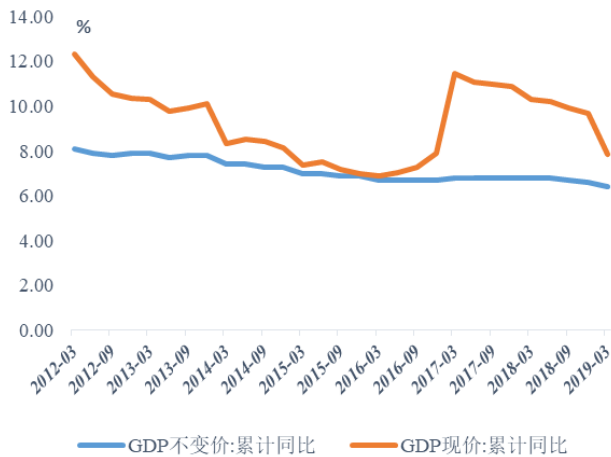
截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 5,611.74 亿元，负债总额 2,663.34 亿元，所有者权益合计 2,948.40 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 723.16 亿元，净利润 36.37 亿元，经营活动净现金流 188.82 亿元。

## 宏观经济和政策环境

2019 年一季度，在“稳增长”政策发力和一系列改革措施的提振下，中国经济成功抵御了多重下行风险的冲击，经济呈现缓中回稳的特征，GDP 同比增长 6.4%，与上年四季度持平，超出市场预期。综合来看，由于宏观调控的调整和改革力度的加大，2019 年经济形势有可能会好于预期，呈现底部企稳运行态势。

<sup>1</sup>中国联合网络通信（香港）股份有限公司于 2000 年 2 月在香港注册成立，于 2000 年 6 月完成在香港和纽约证券交易所两地上市。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

从一季度经济运行数据来看，多数宏观指标较去年四季度企稳或改善，经济运行中积极因素增多。从需求角度来看，建安投资支撑房地产投资保持高速增长，基建投资持续回暖，二者共同支撑投资企稳回升；消费季度增速虽然显著弱于上年同期，但在个税改革等因素的带动下当月同比增速逐月回升；进出口同比回落，但3月份出口回暖幅度超预期，出口短期或仍有望保持较为温和地增长。从供给角度来看，虽然受1~2月份表现疲弱拖累，一季度工业增加值增长继续趋缓，但3月大幅反弹或说明生产回暖势头已现，同时服务业生产指数表明服务业出现企稳回升迹象。从金融数据来看，随着宽信用效果的显现，社融较上年同期明显回暖，利率水平维持较低位运行，企业融资成本回落。

虽然经济短期企稳，但经济运行中结构性下行因素仍存。一方面，当前投资反弹主要依靠房地产和基建投资拉动，制造业投资和民间投资依然疲弱，二者的提振仍需寄希望于减税降费效应的带动；另一方面，居民部门高杠杆的背景下，消费能否持续回暖仍有待观察；此外，全球经济复苏走弱，一季度贸易顺差显著扩大，“衰退型顺差”特征明显，外部经济疲弱背景下出口回暖可持续性存疑。

在经济缓中回稳、结构分化同时，宏观风险依然需要高度警惕。首先，一季度政府一般公共预算支出与政府性基金支出增速“双升”、收入增速“双降”，地方政府财政平衡压力加大，2019年地方政府财政恶化的风险较大；其次，经济底部运行背景

下新增就业降幅较上年同期扩大，就业压力加大和就业质量恶化的风险依然存在；再次，在信用宽松的背景下，股市上涨明显，房地产市场出现回暖迹象，资产价格上涨或将加大对货币政策的制约；此外，高技术产业增速低于上年同期，新动能相关产业进入产业调整期可能带来新的风险。

随着经济的企稳，宏观政策相机微调，但基本延续稳增长、防风险的思路。4月17日政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期、开局良好”，重提结构性去杠杆，4月22日中央财经委员会第四次会议强调“强化宏观政策逆周期调节”，政策总体延续了2019年政府工作报告提出的“平衡好稳增长与防风险的关系”的思路。但是，随着经济下行压力的缓解，宏观政策或将边际调整，积极的财政政策继续加力提效，货币政策进一步宽松的可能性减弱，总体或将从前期的“宽货币、宽财政、宽信用”转向“结构宽货币、宽财政、稳信用”。值得一提的是，中央财经委第四次会议提出货币政策要“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，后续在猪价上涨等因素推升CPI背景下，货币政策取舍上对价格因素关注或将加大。

中诚信国际认为，中国经济运行中所存在的问题与风险，是长期因素和短期因素共同作用的结果，风险的缓释也并非是一朝一夕所能实现的，而是需要持之以恒的努力。当前中国经济缓中回稳，市场预期改善，将为深入推进改革开放赢得时间与空间，而改革效果的持续显现有助于提升中国经济增长内生动能，从而促进中国经济长远健康发展。

## 行业及区域经济环境

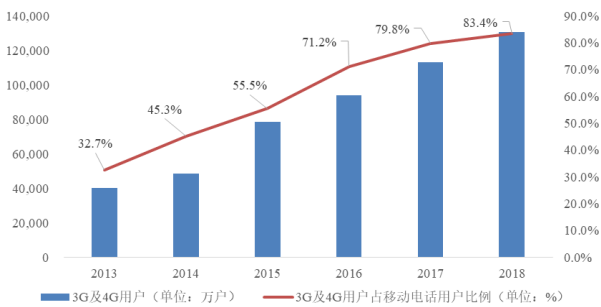
### 移动通信行业概况

作为电信大国，近年来我国电信业务收入规模逐年增加，2018年完成13,010亿元，同比增长3.6%，比上年下降3.4个百分点。其中固定通信业务收入3,876亿元，同比增长9.1%；移动通信业务收入为9,134亿元，占电信业务收入的70.2%，同比增长0.6%，移动通信收入的增速下降使得电信业务收入的增速放缓。

从用户发展情况来看，截至2018年末移动宽带

用户（即3G和4G用户）总数达13.1亿户，全年净增1.74亿户，占移动电话用户的83.4%。其中，4G用户总数达到11.7亿户，全年净增1.69亿户。同期末，三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户总数达4.07亿户。宽带城市建设继续推动光纤接入的普及，截至2018年末光纤接入用户总数达3.68亿户，占宽带用户总数的比重达到90.4%，较2017年末提升6.1个百分点。宽带用户持续向高速率迁移，2018年末100Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数为2.86亿户，占固定宽带用户总数的70.3%，占比较上年末提高31.4个百分点。总体来看，移动电话用户、互联网宽带接入用户保持增长态势。

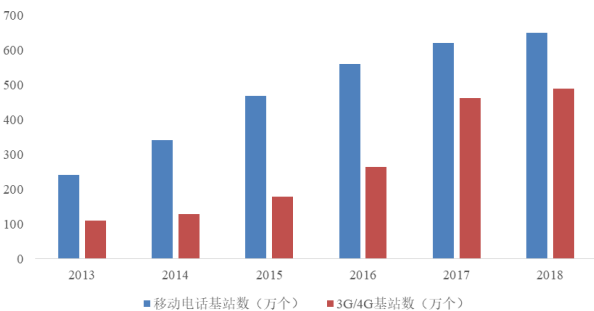
图 2：3G 及 4G 用户发展情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信国际整理

随着4G网络发展，移动基站数量亦逐年上升，2018年，全国净增移动通信基站29万个，总数达648万个，其中4G基站净增44万个，总数达到372万个。

图 3：近年来移动电话基站发展情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信国际整理

总体看，我国国民经济持续快速增长、居民收入不断增加、城镇化步伐加快为电信行业的持续发展提供了有力保证，近年来3G/4G用户数量和基站数量都保持增长态势，市场需求的不断提高为通信设备制造企业提供了良好的外部环境，但也对行业内企业在技术等方面提出了更高要求。

## 移动通信技术标准

移动通信系统经历了四代技术标准，目前的第四代标准能够支撑视频、在线游戏等高速数据业务，国际4G标准现分为TD-LTE和FDD-LTE两种。

从4G网络商用进展情况来看，LTE经过7年的发展，目前全球用户已经达到18亿人，占世界人口的1/4。北美、日本、韩国和中国LTE普及率已经达到60%到90%。但是，欧洲、拉丁美洲和亚洲其他国家LTE普及率仍然不到50%。

5G技术是移动通信产业下一个至高点，已经成为各国重要发展战略方向之一。5G的传输速度在试验条件下已突破每秒25G，是4G网络传输速度的250倍左右，正式商用的传输速度预计也会在每秒1G左右。5G技术研究和标准化得到了各国政府、行业内标准化组织以及主流设备生产商、运营企业、学术团体的重视。根据国际电信联盟（ITU）会议提出的IMT-2020计划，5G标准将于2020年制定完成。目前，欧美日韩及我国电信企业和运营商企业均已展开5G前期研究和试验工作；中兴通讯推出了Pre-5G计划，华为、大唐电信等也先后发布了4.5G方案，欧盟内部亦成立了一项高达7亿欧元的支持计划，支持科研机构 and 电信运营商联手推动5G技术研发。2017年11月，工信部发布了5G系统在3000~5000MHz频段（中频段）内的频率使用规划，明确了3300~3400MHz、3400~3600MHz和4800~5000MHz频段作为5G系统的工作频率，厂商积极为后续5G部署做好准备。同时，由工信部组织的第二阶段5G测试验证于2017年底结束，第三阶段也进入尾声。2017年12月和2018年6月，国际电信组织3GPP冻结并发布首个非独立组网（Non-Stand Alone）和独立组网（SA）5G标准，标志着5G整体标准正式落地。2019年6月，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放5G商用牌照，我国5G进入商用部署阶段，将为通信行业景气度持续提供较好支撑。4G后周期到5G前周期，我国运营商与通信企业标准制定话语权不断加大，技术试点同网络建设进度与全球同步。通信设备龙头企业华为、中兴、大唐电信以及运营商代表牵头此次5G标准的落地，关键技术的掌握可以一定程度上

减轻国外政府的出口管制影响或向国外企业缴纳高昂的专利许可费，行业内企业研发实力的增强亦有助于提升行业抗风险能力，为后续5G商用奠定基础。中诚信国际也关注到随着技术标准的不断演进，全球范围内电信运营商对技术标准的选择将会给设备制造商带来技术选择、资源投入及市场拓展方面的风险。

从业务和应用的角度来看，5G提供数据、连接和基于场景的服务，将带来一个连接场景、万物互联的时代。随着5G网络的商用，更快的网络传输速度将推动移动互联网、物联网、车联网、工业互联网等聚合型应用，为政府、企业、金融机构、服务行业等带来新的业务和管理模式，也将有助于加快传统产业的转型升级。

## 竞争及抗风险能力

我国电信业现已形成中国移动、中国电信和中国联通三家全业务运营商的竞争格局。

从固话业务来看，历史上形成了“南电信，北联通”的市场格局，因此固话及相关增值业务主要由中国电信和中国联通主导，随着我国市场经济的发展，目前已经没有明显的市场分割，中国电信和中国联通均向对方的市场区域进行渗透。另外，中国移动合并中国铁通集团有限公司（以下简称“中国铁通”）后也开始发展固定电话业务，以进一步提高其固网业务市场份额。

宽带业务方面，中国电信拥有中国最丰富的宽带接入网络，同时也是全球拥有宽带用户最多的电信运营商；中国联通在收购中国网通后，继承了其宽带业务，基础固网设施建设良好，且在北方市场的企业团体客户比重较高，业务需求稳定。近年来，我国新增宽带用户数保持稳定，但是广电运营商对电信运营商也构成了一定竞争压力。2017年以来，中国联通以TV及视频内容为引领，积极推广高带宽及融合产品，促进用户消费升级和固移相互拉动发展；推动宽带销售服务的互联网化转型，提升客户服务感知；开拓布局家庭互联网、家庭组网等新产品，探索创新服务新模式，以此提高业务竞争实力。

从移动业务来看，目前，中国移动在移动业务

的经营水平、品牌优势、整体财务状况等方面都优于中国联通和中国电信。中国联通3G业务发展迅速，但在4G网络的布局上落后于其他竞争对手。2017年，联通A股公司进行混合所有制改革，与百度、阿里巴巴、腾讯、京东等战略投资者进行深度合作，推动创新业务模式发展。混合所有制改革不但有望改变中国联通现有的机制体制、增强管理能力，还能帮助中国联通拓展创新业务，实现收入水平的提升。

近年来，电信三大运营商仍维持一定规模资本开支，用于巩固各自的竞争优势，其中中国移动的资本开支主要投向移动网络，投资规模最大。2018年，三大运营商实际资本开支完成额为2,869亿元，同比下滑7%，2019年资本开支预算约为3,029亿元，同比增长5.6%。2019年，中国联通预计资本开支为580亿元，其中包括5G投资60~80亿元；中国电信预计资本开支为780亿元，其中约90亿元将用于5G网络建设，略高于中国联通的5G开支预算；中国移动资本开支约为1,669亿元，同比基本持平。未来，5G技术发展将成为三大运营商的主要投资动力。

为应对行业内的激烈竞争，2017年以来，联通A股公司通过非公开发行、联通集团老股转让，成功引入14家处于行业领先地位、与联通集团具有协同效应的战略投资者等方式令资本实力得以增强，行业内的竞争程度更趋激烈。

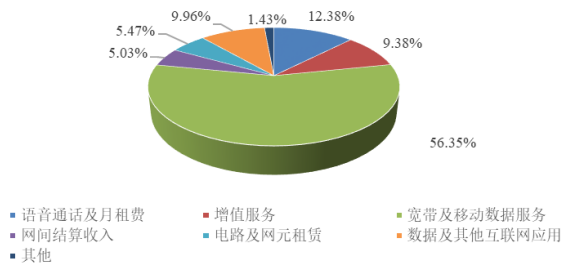
总体来说，公司目前面临一定的竞争压力，但在宽带服务方面仍具有一定的竞争优势。随着混合所有制改革的完成，公司将进一步联合互联网企业、提质降费、推出创新业务，竞争优势及抗风险能力将进一步强化。

## 业务运营

公司作为联通集团的主要运营实体，目前的经营范围包括在中国大陆31个省（自治区、直辖市）提供移动电话、本地固定电话以及全国范围的国内、国际长途通信、数据、互联网及宽带等电信通信服务、电信增值服务以及信息系统集成和广告传媒等。2018年，公司实现营业总收入2,872.80亿元，其中主营业务收入2,614.32亿元，其他业务收入（销售

通信产品收入) 258.48 亿元。公司主营业务收入主要包括语音通话及月租费收入、增值服务收入、宽带及移动数据服务收入、数据及其他互联网应用收入、网间结算收入和电路及网元租赁收入, 2018 年上述各主营业务板块收入分别为 323.77 亿元、245.32 亿元、1,473.05 亿元、260.45 亿元、131.42 亿元和 142.89 亿元, 占主营业务收入的比重分别为 12.38%、9.38%、56.35%、9.96%、5.03% 和 5.47%。

图 4: 2018 年公司主营业务收入构成



资料来源: 公司财务报告

## 移动业务

移动通信业务是公司的传统核心业务。公司经获得 WCDMA (“3G”) 运营牌照的联通集团授权, 于 2009 年 1 月在中国境内开始 3G 网络建设, 并于 2009 年 10 月正式在中国境内推出 3G 通信服务。此外, 经联通集团授权, 公司分别于 2013 年 12 月和 2015 年 2 月开始在中国境内经营 LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务 (TD-LTE) 和 LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务 (LTE FDD)。公司依托 3G 时代建立的优势, 加快 4G 网络建设, 进一步优化资源配置, 同时积极进行 5G 网络研发试验和测试工作, 对 5G 业务先行布局。公司在 2017 年通过混合所有制改革引进互联网行业战略投资者, 并与其推出互联网合作产品, 打造互联网运营新模式, 通过业务创新促进移动业务收入水平的提升。

2018 年以来, 公司全面搭建线上线下一体化渠道体系, 大力拓展异业触点, 积极推进全场景划小承包; 构建专属的互联网化产品, 持续迭代优化产品, 全面推广腾讯王卡、冰激凌等重点产品, 实现收入效益双提升; 同时, 公司创新线上拓展模式, 持续提升 2I2C 业务规模<sup>2</sup>; 聚焦名单制客户及重点

<sup>2</sup> 即 To Internet To Customer, 在该模式下, 公司聚焦年轻的互联网用户, 与知名互联网企业深度合作, 以流量经营为特色, 开发具有高性价比的 2I2C 产品, 通过合作方触点直接触达最终用户, 以互联网化的手段满

行业市场, 以“信息化平台+应用特权”为切入点, 借力互联网化营销工具, 实现线上线下协同营销模式。通过与腾讯、阿里、百度、京东、滴滴等深化互联网触点合作, 精准有效触达新用户, 2018 年 2I2C 用户净增 4,400 万户, 总数约 9,400 万户。内容聚合方面, 公司引入百度、爱奇艺、腾讯等优质视频内容, 增强 IPTV 与手机视频业务的竞争力。同年, 公司移动出账用户全年净增 3,087 万户, 同比提升 51.8%, 其中, 4G 用户占移动出账用户比例达到 70%, 同比提升超过 8 个百分点。移动出账用户 ARPU 为人民币 45.7 元, 移动手机数据流量全年约 211.80 亿 GB, 同比增长 179%。2018 年, 公司 4G 用户净增 4,505 万户, 总数达到 2.2 亿户, 4G 用户市场份额同比提高 1.3 个百分点。此外, 在移动出账用户规模增长以及互联网应用对话音和短信业务的代替双重影响下, 公司移动业务数据流量逐年递增, 同期分别为 16.08 亿 GB、77.86 亿 GB 和 211.80 亿 GB, 移动业务呈快速发展态势。2019 年第一季度, 公司继续推动移动业务创新经营, 与互联网公司加强 2I2C 业务合作、优化差异化产品、深化线上线下全触点统一运营, 提升发展效益, 当期移动出账用户净增 810 万户, 达到 3.23 亿户; 其中 4G 用户净增 1,052 万户, 达到 2.30 亿户。受 2018 年 7 月起实施的取消手机流量“漫游”费以及市场竞争加剧的影响, 当期移动出账用户 ARPU 为人民币 41.2 元, 同比有所下降。

表 1: 近年来公司移动业务主要经营数据情况

项目名称	2016	2017	2018
移动出账用户数 (亿户)	2.6	2.8	3.2
4G 用户数 (亿户)	1.0	1.7	2.2
移动手机业务数据流量 (亿 GB)	16.08	77.86	211.80
移动出账用户 ARPU (元)	46.4	48.0	45.7

资料来源: 公司提供

近年来, 中国政府继续推进电信业向外资和民间资本开放、“提速降费”、扩大号码携带试验、国内电信业务网间结算调整等政策。为落实“提速降费”政策, 2018 年以来公司通过优化套餐并大力推广大流量套餐, 促进用户平滑过渡。中诚信国际关注到, 电信行业竞争形势日趋加剧, 通信业务量收

足客户的个性化信息通信服务需求。

剪刀差持续扩大，或将对运营商盈利能力产生一定影响。

5G 方面，公司正在积极开展北京、天津、青岛、杭州、南京、武汉、贵阳、成都、深圳、福州、郑州、沈阳等 17 个重点城市的 5G 外场测试与行业应用探索，并将根据测试效果及设备成熟度，适度扩大试验规模；同时，公司紧跟产业进展，强化终端、网络、业务协同并进，发挥 3.5G 的优势，同步推进 NSA（非独立组网）/SA（独立组网）产业链的成熟，加紧进行 5G 配套资源的改造，积极研究推进 5G 的共建共享，探索多种合作模式，降低建设成本，确保未来建设与行业同步。目前 5G 牌照已于 2019 年 6 月颁发，预计于 2020 年实现规模商用，5G 业务或将成为新的利润增长点。除三大运营商外，中国广电亦取得 5G 牌照，市场面临良好发展前景的同时行业竞争将更加激烈，中诚信国际将对 5G 商用对公司业务发展的影响保持关注。

## 固网业务

2009 年 1 月，公司吸收合并了网通运营公司，完成向联通集团和网通集团收购相关电信业务和资产<sup>3</sup>后，公司固网业务规模迅速扩大。但在当前市场环境下，固网语音和固网宽带业务受移动流量业务替代效应冲击影响较大，固网业务收入水平逐年降低，公司从 2016 年开始积极推动创新业务规模发展，以抵消固网业务收入下降为公司带来的经营压力。

2018 年，公司固网宽带业务通过填充视频内容和家庭服务产品，优化宽带融合套餐体系，主动应对竞争，通过开展“新视频高质量免费体验”全国营销活动，提升线上引流能力、完善中台运营支撑，大力发展宽带电商化，并通过融合渗透、视频加载、在网延长、价值提升等措施强化用户保有。同时，公司以家庭融合通信为基础、以家庭组网为切入点、发挥网络优势，布局家庭互联网业务，并借助混改合作伙伴力量，探索家庭互联网领域，以寻求新的

收入增长点。当年，宽带用户净增 434 万户，达到 8,088 万户，宽带用户接入 ARPU 为人民币 44.6 元；FTTH 用户占比达到 82%，同比提高 4.5 个百分点；本地电话用户流失 317 万户，用户总数为 5,590 万户。受移动业务冲击，近年来公司本地电话用户数逐年减少，但受益于光纤宽带的迅速普及以及公司积极推动创新业务规模发展，固网宽带用户数逐年增长，不过受“提速降费”政策影响，宽带用户接入 ARPU 呈逐年下降态势。2019 年第一季度，固网宽带用户净增 151 万户，达到 8,239 万户。

表 2：近年来公司固网业务主要经营数据

项目名称	2016	2017	2018
本地电话用户数（万户）	6,665	6,000	5,590
宽带用户接入 ARPU（元）	49.4	46.3	44.6
固网宽带用户数（万户）	7,524	7,654	8,088

资料来源：公司提供

产业互联网方面，2018 年公司以“云+智慧网络+智慧应用”为引领，加快云计算、大数据、物联网等重点创新业务市场拓展、扩大规模，为未来高效可持续发展积蓄动能。公司聚焦政务、教育、医卫、金融、交通、旅游等重点行业市场，充分发挥与战略投资者的资源互补和业务协同优势，通过业务和资本的深度合作，积极构建差异化的竞争优势。公司与阿里、腾讯开展“沃云”公有云产品及混合云产品合作；与阿里、腾讯、网宿等分别成立云粒智慧、云景文旅、云际智慧等合资公司，深化资本合作，以轻资产模式加快拓展产业互联网领域的发展机会，以保障公司未来创新发展。2018 年产业互联网业务收入同比超过 40%，占整体主营业务收入比例提高至 8.7%。其中 ICT 业务、IDC 及云计算业务、物联网业务及大数据业务收入均实现不同幅度的增长，产业互联网等创新业务正逐步成为收入增长的主要驱动力。2019 年第一季度，产业互联网主营业务收入为 86.61 亿元，比上年同期上升 47.4%。

## 网络能力

在网络建设方面，公司持续完善 4G 网络覆盖和质量，为“4G+5G”精品网打好基础。公司按照“南北有别”提升宽带能力，打造差异化优势的光

<sup>3</sup> 相关电信业务和资产包括：（1）联通集团和网通集团在南方 21 省地区经营的固网业务；（2）联通集团在天津市拥有的固网业务；（3）联通集团持有的联通兴业、中讯邮电咨询设计院有限公司和联通新国信通信有限公司三家电信服务子公司 100% 的股权；（4）网通集团拥有的北方 10 省一级干线传输资产。

宽带网络，保障北方地区覆盖、质量、体验领先，在南方地区聚焦价值区域进行社会化合作，提升网络能力；着眼于云网一体化和企业信息化机会，打造“政企精品网”，增强商务楼宇覆盖，确保云网协同的领先优势。2018年，公司全面落实“聚焦”战略，推行以投资收益为导向的建设方法，积极探索互联网化网络建设、运营和优化的新模式，从用户角度打造一张覆盖好、上网快的高品质网络。截至2018年末，公司新增4G基站14万个，达到98.7万站，4G乡镇覆盖率达到91%，固定网络方面继续扩大新增区域网络覆盖和PON+LAN区域网络改造，宽带端口总数达到2.15亿个，其中FTTH端口占比82.3%。传送网新增WDM/OTN生产能力198.2万波长公里，新建光缆干线4,781皮长公里，折合26.7万纤芯公里。目前，公司正在积极推动5G实验，不断提升信息网络的高速传送和接入能力。

此外，公司持续完善国际网络布局，截至2018年底，国际海缆资源容量达到21.75T。其中，互联网国际和回国带宽出口容量分别为2.2T和2.37T；国际漫游覆盖达到253个国家和地区的616家运营商。

表 3：近年来公司网络布局情况

项目名称	2016	2017	2018
4G 基站（万站）	73.6	85.2	98.7
固网宽带端口（亿个）	1.90	2.00	2.15
互联网国际出口带宽（T）	1.7	2.4	2.2

资料来源：公司提供

总体来看，移动业务和产业互联网是公司未来发展的增长点，通过与战略投资者开展全方位合作、创新业务模式，公司移动业务及创新业务实现了新的突破。但未来公司布局5G业务并推动创新业务发展时会带来较大的资金投入，融资需求或将提升，中诚信国际将对电信行业政策及5G技术发展对公司的影响保持关注。

## 战略规划

公司贯彻落实“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，制定并实施以“聚焦、合作、创

新”为主要内容的聚焦战略，引领公司未来发展。聚焦战略的核心要义是坚持重点聚焦、坚持创新驱动、坚持深化合作、坚持党的领导，基础业务聚焦重点业务重点地区，创新业务聚焦平台类及产业互联网，管理聚焦体制机制创新与适应市场发展的管理体系，深度开展行业内外合作，加强企业党建和企业文化建设。通过三到五年的努力实现基础业务有效发展、创新业务重点突破、体制机制更加完善，令公司创新能力、国际竞争力、价值创造能力得到全面提升。

2019年，公司将践行新发展理念，深化实施聚焦创新合作战略，纵深推进混合所有制改革，以新治理释放更多制度红利、新基因迸发更大内在活力、新运营实现更高效率效益、新动能拓展更广发展蓝海、新生态汇聚更多协同优势，奋力开创“五新”联通建设和高质量发展的新局面。公司将坚定不移实施互联网化运营转型，稳定基础业务，规模提升创新业务，驱动整体业务持续增长，同时，精准高效建设精品网络，积极布局备战5G、持续完善4G、简化2G/3G网络，为业务发展提供坚实保障。纵深推进组织机构、人力资源、划小承包、子企业混改等各领域的创新变革，在破解体制机制障碍、激发微观主体活力方面攻坚克难，壮大发展内生动力。持续强化基础管理和风险管控，推进降本增效，不断提升企业运营效益和竞争实力。

总体来看，公司发展定位较明确，根据自身经营环境和实际情况制定的战略规划较为稳健，发展战略有望逐步实现。

## 管理

### 产权结构

公司是联通红筹公司的全资子公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2018年末，公司纳入合并范围的重要直接控股子公司共16家。公司根据自身经营需要，下设包括办公厅、企业发展部/法律部等在内的17个部门（中心）。

### 法人治理结构

公司根据《公司法》、《公司章程》等有关法律

和规章的要求，建立了相互监督与制约的法人治理结构，公司董事会、监事会以及职能部门保持了较好的内部独立运作机制。此外，公司是外商投资企业，亦适用于 1986 年 4 月 12 日实施的《中华人民共和国外资企业法》（2000 年修订）。

公司不设股东会，董事会为公司的决策机构，对出资者负责。公司董事会目前有 7 名董事，董事会设董事长 1 名，由出资者从董事会成员中指定。经出资者授权，董事会对投资方负责，行使向投资方报告工作、执行投资方的决定、决定公司的经营方针和投资计划、决定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和亏损弥补方案等重要职权。公司为外商投资企业，未设监事会。公司设总经理（总裁）1 名，对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司的基本管理制度等职权。

## 管理水平

内控管理方面，公司内部监控系统基于清晰的组织架构和管理职责、有效的授权审批和问责制度、明确的目标、政策和程序、全面的风险评估和管理、健全的财务会计系统、持续的运营表现分析和监察等构建，并涵盖了公司所有业务和交易。通过全方位、多频次的内控评估工作，使内控问题得以及时发现和落实整改，确保了公司内控的有效性，有效防范了内控风险。此外，公司还积极推进网络资源、IT 系统等方面的整合，逐步实现资源共享。公司根据管理实践需要，通过内控评估、内控调查等形式及时发现内控制度设计方面需要更新的内容，并组织完成了内控制度修订，开展了重要内控风险、流程和控制点的梳理提炼，不断优化内控管理、提高运营效率，确保公司内控制度的完整有效。

投融资及资金管理方面，公司目前正在筹资、投资、采购等方面制定了严格的管理制度。同时，公司建立了以责任预算为主要的全面预算管理体系，从预算的编制、执行控制、分析评价、考核等各个环节控制内部风险。对外投资方面，公司通过管理制度的不断完善加强对投资计划以及资本支出的控制，对投融资实行集中管理。公司对外担保

制度严格，公司本部及下属子公司原则上不允许对外担保。

财务管理方面，公司实行以统一的会计核算办法为基础，原则管控与具体实施、集中审批与适当授权相结合的管理体系，对预算、会计核算、投资、担保、银行账户、资金运作及资产管理等方面实行统一规划和集中管控。同时，公司制定了会计核算办法、关联交易管理办法、财务决算管理办法，会计制度体系进一步完善。公司实行收支两条线管理，通过银行系统将各级公司收入资金每日上划至总部账户；各级公司每月根据年度资金预算目标，在规定期限内向上级公司申请次月透支专户的月累计支付透支额度。收支两条线管理使得公司的资金集中度很高，提高了公司的资金使用效率。

整体来看，公司完成一系列重组整合后，积极推进内部融合与协同发展，实现了治理机制的进一步完善。同时，公司完善的财务管理体系能够有效地控制财务风险，有利于提高公司的整体效益。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。

## 资本结构

近年来，公司资产规模呈下降趋势，2016~2018 年分别为 6,141.37 亿元、5,627.75 亿元和 5,343.95 亿元。2019 年 3 月末，总资产为 5,611.74 亿元。

资产结构方面，电信运营行业特征决定了公司非流动资产占比较高，近年维持在 85% 以上，2018 年末非流动资产为 4,598.54 亿元。具体来看，非流动资产以固定资产、在建工程和长期股权投资为主，2018 年末上述三项合计占非流动资产的比重为 91.58%。固定资产主要为通信设备、房屋建筑物、办公设备等，2016~2018 年末分别为 3,693.56 亿元、3,619.94 亿元和 3,398.23 亿元，随着累计折旧规模的扩大呈逐年下降态势。在建工程主要包括网络工程和通用基础设施工程，受较多网络工程完工转入

固定资产且 4G 建设接近尾声、新增建设项目减少等因素影响呈快速下降态势，2016~2018 年末分别为 777.94 亿元、510.83 亿元和 415.79 亿元。此外，公司于 2014 年出资设立中国铁塔股份有限公司（以下简称“中国铁塔”）并将对其投资计入长期股权投资，近年来因权益法确认对中国铁塔的投资收益增加影响，长期股权投资由 2016 年末的 334.23 亿元增至 2018 年末的 397.24 亿元。截至 2019 年 3 月末，非流动资产占总资产的比重为 85.73%，其中固定资产小幅降至 3,285.32 亿元，在建工程和长期股权投资分别增至 431.27 亿元和 400.05 亿元。

2016~2018 年末以及 2019 年 3 月末流动资产分别为 869.96 亿元、722.19 亿元、745.41 亿元和 800.92 亿元，主要为货币资金、应收账款、其他流动资产等。2016~2018 年末货币资金分别为 237.31 亿元、336.58 亿元和 317.19 亿元，其中，2017 年末受益于股东增资而大幅提升；随着项目建设投入及债务的偿还，2018 年末货币资金小幅下降，当期末受限货币资金为 36.86 亿元，主要为子公司联通集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放中央银行法定准备金、收取的客户备付金以及物业和工程保证金，占比为 11.62%。截至 2019 年 3 月末，货币资金为 308.75 亿元。应收账款主要为用户欠款，2018 年末为 186.43 亿元，其中账龄在一年以内的占比为 77.86%；公司应收账款欠款方以政企大客户为主，当期末占比超过 65%，回收风险较低。2019 年 3 月末，受季节性结算因素影响，应收账款大幅增至 238.74 亿元。此外，2016~2018 年末其他流动资产分别为 50.73 亿元、56.08 亿元和 122.51 亿元，2018 年末受财务公司发放贷款增加影响而大幅上升；2019 年 3 月末进一步升至 135.53 亿元。

2016~2019 年 3 月末负债总额分别为 4,059.71 亿元、2,792.40 亿元、2,429.37 亿元和 2,663.34 亿元，2017 年以来受益于短期借款偿还力度加大及应付账款下降，负债规模大幅下降。公司负债以流动负债为主，近年来在总负债中的占比维持在 80% 以上，主要由应付账款、预收款项（含合同负债，下同）等经营性负债和一年内到期的非流动负债构成，2018 年末上述三项合计占流动负债的比重为

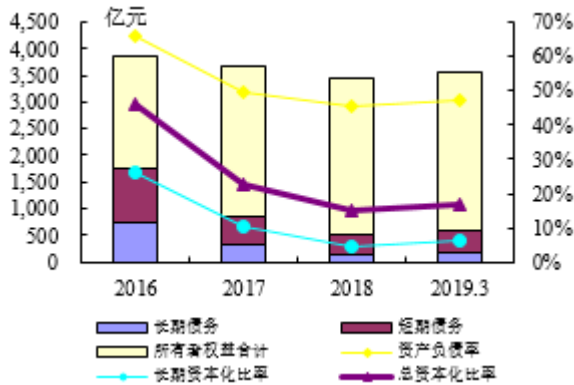
78.28%。2016~2018 年末应付账款分别为 1,400.16 亿元、1,191.90 亿元和 1,100.36 亿元，主要为应付工程及设备款等。同期末，预收账款分别为 474.84 亿元、498.06 亿元和 431.40 亿元，整体较为稳定，主要为预收用户预存通信服务费。2016~2018 年末一年内到期的非流动负债分别为 200.54 亿元、303.32 亿元和 230.64 亿元，随着部分长期借款、应付债券和长期应付款临近到期转入而呈波动态势。此外，其他应付款亦保持在一定规模，2016~2018 年末分别为 147.80 亿元、128.78 亿元和 212.17 亿元（含应付利息及应付股利），主要包括押金及暂收费、应付关联方款项、应付联通红筹公司股利等，其中，2017 年末同比有所下降主要系应付联通红筹公司股利减少所致；2018 年末，受应付关联方款项增加以及应付联通红筹公司股利上升等影响，其他应付款大幅上升。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债为 2,202.51 亿元，在总负债中占比 82.70%，其中应付账款、预收款项和其他应付款分别为 1,052.54 亿元、415.59 亿元和 193.73 亿元，较上年末均小幅下降。

债务融资是公司主要的融资方式。2016~2018 年末总债务分别为 1,768.98 亿元、835.72 亿元和 522.83 亿元，随着近年银行借款规模的减少而快速下降。从债务结构来看，公司以短期债务为主，同期末长短债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.42 倍、1.58 倍和 2.72 倍，2018 年以来受部分长期债务即将到期转入短期债务而大幅上升。2019 年 3 月末总债务为 602.61 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.15 倍。

所有者权益方面，受益于股东增资和未分配利润的积累，公司所有者权益呈逐年增长态势，2016~2018 年末分别为 2,081.66 亿元、2,835.35 亿元和 2,914.58 亿元。其中，2017 年末公司收到控股股东联通红筹公司增资 749.53 亿元，当年末实收资本大幅增加，资本实力进一步增强；2018 年末，联通 A 股公司实施限制性股票激励计划及子公司收到其他股东增资带动资本公积持续增加，当期末实收资本和资本公积分别为 2,130.45 亿元和 103.56 亿元。受益于权益的增加、总负债的减少及债务水平

的下降，资产负债率和总资本化比率均逐年下降，2018 年末分别为 45.46% 和 15.21%，资本结构持续优化；截至 2019 年 3 月末所有者权益进一步增至 2,948.40 亿元，同期末资产负债率和总资本化比率分别为 47.46% 和 16.97%。

图 5：近年来公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，受益于 2017 年联通 A 股公司混改、引入战略投资者以及自身利润的不断积累，近年来公司权益规模持续增长，资本结构大幅优化，但以短期债务为主的债务结构仍有待优化。

## 盈利能力

公司营业总收入小幅增长，2016~2018 年分别为 2,722.82 亿元、2,723.38 亿元和 2,872.80 亿元。2019 年一季度，公司实现营业总收入 723.16 亿元。

从收入构成来看，语音通话及月租费收入、增值服务收入、宽带及移动数据服务收入和数据及其他互联网应用收入是公司前四大收入来源，2018 年分别为 323.77 亿元、245.32 亿元、1,473.05 亿元和 260.45 亿元，其中，除语音通话及月租费收入近两年有所下降以外，其他板块收入均稳步增长。

表 4：近年来公司各业务板块收入构成（单位：亿元）

	2016	2017	2018
语音通话及月租费	474.28	390.73	323.77
增值服务	241.53	227.37	245.32
宽带及移动数据服务	1,173.54	1,360.74	1,473.05
数据及其他互联网应用	176.35	198.56	260.45
网间结算收入	141.86	136.48	131.42
电路及网元租赁	115.05	125.28	142.89
其他	39.53	30.75	37.43
<b>主营业务收入</b>	<b>2,362.14</b>	<b>2,469.91</b>	<b>2,614.32</b>
其他业务收入	360.69	253.47	258.48

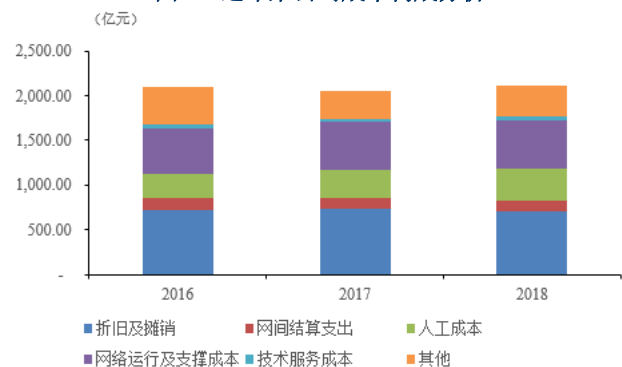
合计	2,722.82	2,723.38	2,872.80
----	----------	----------	----------

注：2017 年公司调整业务板块划分并对 2016 年各板块收入进行追溯调整，上述列示数据系调整后数据；其他板块包括销售通信产品等业务；因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司财务报告

从毛利率水平来看，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业毛利率分别为 22.72%、24.60%、26.58% 和 28.70%。受益于互联网化运营转型取得显著成效，公司通过低成本高效率运营，逐步建立差异化竞争优势带动毛利率逐年上升。从成本结构来看，行业特点决定了公司固定资产规模较大，折旧及摊销在成本中占比较高，2018 年公司折旧及摊销、网间结算支出、人工成本和网络运行及支撑成本在营业成本中的占比分别为 38.72%、6.44%、18.71% 和 29.71%。

图 6：近年来公司成本构成分析



资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2016~2018 年公司三费合计分别为 584.49 亿元、587.21 亿元和 590.99 亿元，维持较大规模；同期，三费收入占比分别为 21.47%、21.56% 和 20.57%，占比虽有所下降但仍较高。从三费结构来看，近年来三大运营商之间的竞争加剧，公司亦积极进行市场开拓，加之人工成本等持续增加，使得销售费用和管理费用始终处于较高水平，2018 年分别为 351.20 亿元和 233.84 亿元。此外，2018 年末总债务大幅下降使得当年利息支出同比减少较多，带动财务费用大幅降至 5.95 亿元。2019 年一季度，三费合计为 150.77 亿元，三费收入占比为 20.85%，仍维持较高水平，对利润造成一定侵蚀。

表 5：近年来公司期间费用分析（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	345.84	340.14	351.20	90.39
管理费用	195.46	208.80	233.84	57.88
财务费用	43.18	38.27	5.95	2.50

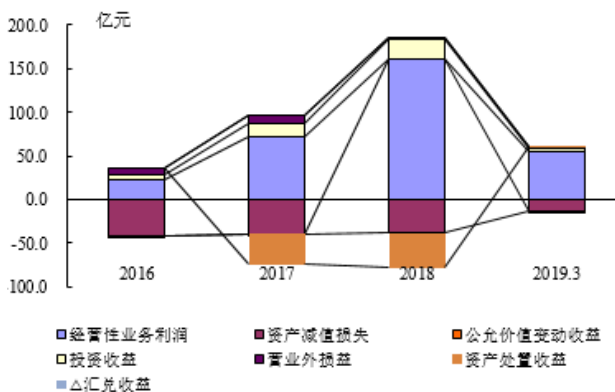
三费合计	584.49	587.21	590.99	150.77
营业总收入	2,722.82	2,723.38	2,872.80	723.16
三费收入占比	21.47%	21.56%	20.57%	20.85%

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报告

受益于营业总收入的增长、毛利率的提升及三费占比的下降，公司经营性业务利润持续增加，2016~2018年分别为23.53亿元、72.12亿元和160.59亿元；同期，受益于出售中国铁塔股份有限公司股权获得较多投资收益，公司投资收益分别为3.93亿元、15.01亿元和22.80亿元，呈快速上升态势，对利润总额形成有益补充。近年来，以坏账损失（信用减值损失）和存货跌价损失为主的资产减值损失维持一定规模，2016~2018年分别为41.42亿元、39.47亿元和38.23亿元（含信用减值损失），对利润构成一定侵蚀。此外，2017年以来，公司持续改进电信网络并实施光纤宽带取代铜缆网络的“光进铜退”改造，随着用户逐步迁移至光纤网络，公司处置闲置铜缆网络设备等使得固定资产处置损失规模较大，导致近两年资产处置损失增加，2017~2018年分别为34.89亿元和39.71亿元，对利润造成较大影响。2016~2018年，公司分别实现利润总额-5.57亿元、21.33亿元和107.22亿元，呈快速增长态势。2019年一季度，公司利润总额和经营性业务利润分别为47.23亿元和54.16亿元，较上年同期均有所增长。

图7：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司主业经营良好，营业总收入持续增长，较高的期间费用及较大规模的资产减值损失和资产处置损失对利润造成一定侵蚀，但受益于混改业务的推进，盈利能力显著提升。

## 现金流

经营活动现金流方面，公司经营获现水平较好，经营活动现金流维持净流入态势，2016~2018年及2019年1~3月分别为791.76亿元、909.07亿元和947.22亿元和188.82亿元。

投资活动现金流方面，近年来公司通信设备等固定资产对外投资需求维持较高规模，使得投资活动现金流维持净流出态势，2016~2018年分别为-952.54亿元、-442.35亿元和-638.80亿元，其中，2017年公司实施“光进铜退”使得处置退网闲置的铜缆网络设备资产增加，且淘汰部分计算机软件，带动当年收回现金大幅增长，加之设备投资需求处于低位，当年资金缺口收窄。2019年1~3月，投资活动净现金流为-142.41亿元，未来随着公司逐步布局5G业务带来对外投资需求的上升，预计投资活动现金流将持续呈净流出态势。

筹资活动方面，2016~2018年，筹资活动净现金流分别为172.89亿元、-374.15亿元和-340.78亿元。其中，2017年控股股东联通红筹公司增资使得公司当年吸收投资收到的现金为749.53亿元，带动当年筹资活动现金流入规模同比大幅增长，但受债务偿还规模较大影响，筹资活动净现金流由正转负；2018年，公司借款规模大幅下降，筹资活动现金流入规模减少，筹资活动净现金流维持流出态势。2019年1~3月，筹资活动净现金流为-43.76亿元。

表6：近年来公司现金流情况（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
经营活动现金流入	2,901.85	2,937.22	3,051.38	705.31
经营活动现金流出	2,110.09	2,028.15	2,104.16	516.50
<b>经营活动净现金流</b>	<b>791.76</b>	<b>909.07</b>	<b>947.22</b>	<b>188.82</b>
投资活动现金流入	64.72	226.98	75.12	23.07
投资活动现金流出	1,017.26	669.33	713.92	165.48
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-952.54</b>	<b>-442.35</b>	<b>-638.80</b>	<b>-142.41</b>
筹资活动现金流入	1,937.44	2,133.64	591.37	231.76
其中：吸收投资	2.70	749.53	5.07	4.69
借款	1,910.77	1,383.99	562.75	220.10
筹资活动现金流出	1,764.55	2,507.79	932.15	275.51
其中：偿还债务	1,662.23	2,325.26	883.72	258.62
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>172.89</b>	<b>-374.15</b>	<b>-340.78</b>	<b>-43.76</b>
现金及现金等价物净增加额	12.72	92.45	-32.24	2.56

资料来源：公司财务报告

总体来看，公司经营活动获现能力很强，但未来 5G 等业务的拓展或将产生较大的资金需求，公司畅通的融资渠道将为其发展提供支撑。

## 偿债能力

随着债务清偿力度加大，公司总债务整体快速下降，截至 2019 年 3 月末为 602.61 亿元。近年来，受益于盈利能力的提升，EBITDA 由 2016 年的 827.13 亿元增至 2018 年的 893.88 亿元，其对债务的覆盖程度整体增强，2018 年总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 0.58 倍和 37.16 倍。公司经营活动现金流维持净流入态势，随着债务规模的下降，其对债务的保障程度亦大幅上升，2018 年经营活动净现金流/总债务及经营活动净现金流利息倍数分别为 1.81 倍和 39.38 倍。此外，公司货币资金较为充足，能够为债务偿还提供一定保障。整体来看，公司偿债能力极强。

表 7：近年来公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
货币资金（亿元）	237.31	336.58	317.19	308.75
短期债务（亿元）	1,037.47	511.86	382.33	411.52
总债务（亿元）	1,768.98	835.72	522.83	602.61
经营活动净现金流（亿元）	791.76	909.07	947.22	188.82
EBITDA（亿元）	827.13	826.67	893.88	-
总债务/EBITDA(X)	2.14	1.01	0.58	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.45	1.09	1.81	1.25*
EBITDA 利息倍数(X)	14.69	13.91	37.16	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	14.06	15.30	39.38	-

注：加“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年末，除受限货币资金 36.86 亿元外，公司无所有权受限的抵押、质押资产，亦无对外担保及影响正常经营的重大未决诉讼。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年末，公司共获得各银行综合授信总额 2,609 亿元，其中未使用额度为 2,456 亿元，财务弹性极强。

## 过往债务履约情况

根据公开资料显示，截至 2019 年 3 月末公司在公开市场无信用违约记录。

根据公司提供的《企业征信报告》及相关资料，截至 2019 年 5 月 29 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

表 8：目前公司存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	额度	期限
16 联通 02	10	2016.6~2021.6
16 联通 03	100	2016.7~2019.7
19 联通 01	20	2019.6~2022.6

资料来源：根据公开资料整理

## 评级展望

中诚信国际肯定了电信行业良好的发展前景，公司作为中国三大全业务电信运营商之一，拥有庞大的客户资源、良好的网络资产和先进的管理运营经验，混合所有制改革使得其资本实力得以增强，收入规模及盈利能力大幅提升亦对其信用实力提供支撑。同时，中诚信国际也关注到电信市场竞争日趋激烈、国家将进一步加大网络提速降费力度等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

## 结论

中诚信国际评定中国联合网络通信有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

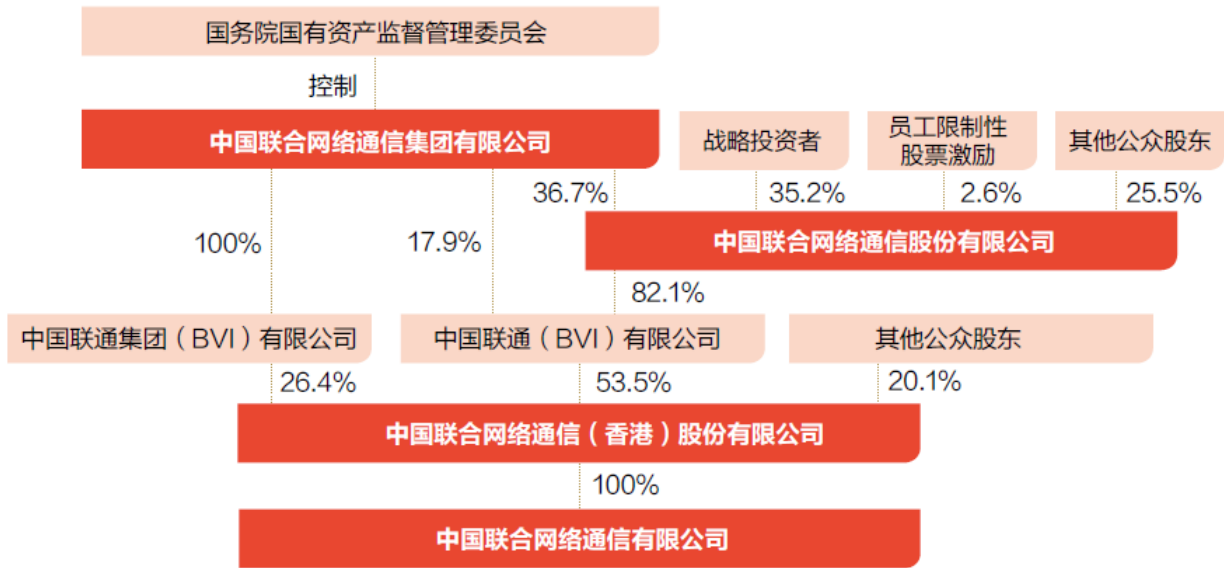
## 中诚信国际关于中国联合网络通信有限公司 的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对中国联合网络通信有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在中国联合网络通信有限公司的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注中国联合网络通信有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如中国联合网络通信有限公司发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2019年7月12日

附一：中国联合网络通信有限公司股权关系图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国联合网络通信有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：中国联合网络通信有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	2,373,094.88	3,365,800.32	3,171,881.48	3,087,517.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12,338.33	15,951.03	76,990.53	70,285.42
应收账款净额	1,752,286.14	1,886,434.32	1,864,302.66	2,366,476.60
其他应收款	3,400,760.35	759,222.42	322,059.07	342,558.61
存货净额	239,629.14	221,540.12	361,762.28	374,892.51
可供出售金融资产	18,794.79	21,591.70	20,525.55	0.00
长期股权投资	3,342,330.90	3,560,171.13	3,972,387.52	4,000,457.19
固定资产	36,935,636.13	36,199,429.87	33,982,301.84	32,853,248.34
在建工程	7,779,427.28	5,108,314.45	4,157,941.73	4,312,738.64
无形资产	2,624,662.74	2,560,951.79	2,554,338.36	2,506,156.94
总资产	61,413,658.76	56,277,525.85	53,439,490.10	56,117,419.71
其他应付款	1,478,003.83	1,287,764.33	2,121,734.14	1,937,265.60
短期债务	10,374,670.34	5,118,594.49	3,823,339.63	4,115,234.95
长期债务	7,315,145.42	3,238,616.25	1,404,992.38	1,910,884.31
总债务	17,689,815.75	8,357,210.74	5,228,332.01	6,026,119.25
净债务	15,316,720.87	4,991,410.42	2,056,450.53	2,938,601.35
总负债	40,597,107.95	27,924,011.56	24,293,715.53	26,633,417.24
财务性利息支出	486,013.85	527,372.41	187,198.09	-
资本化利息支出	76,935.59	66,982.18	53,365.29	-
实收资本	13,809,167.78	21,304,479.78	21,304,479.78	21,304,479.78
少数股东权益	27,505.81	29,697.33	86,604.58	114,141.78
所有者权益合计	20,816,550.81	28,353,514.29	29,145,774.57	29,484,002.47
营业总收入	27,228,233.19	27,233,794.24	28,728,040.79	7,231,617.24
三费前利润	6,080,111.76	6,573,690.86	7,497,262.96	2,046,400.73
营业利润	-141,081.51	127,084.59	1,056,974.79	465,319.71
投资收益	39,331.05	150,141.44	228,000.39	48,666.44
营业外收入	270,382.31	104,440.71	74,267.81	10,915.64
净利润	-50,593.53	150,931.06	817,694.49	363,736.39
EBIT	430,314.21	740,681.31	1,259,409.92	-
EBITDA	8,271,294.92	8,266,695.09	8,938,833.12	-
销售商品、提供劳务收到的现金	28,535,463.72	29,124,630.96	30,164,787.38	7,005,949.55
收到其他与经营活动有关的现金	172,369.73	187,382.11	308,666.37	47,194.38
购买商品、接受劳务支付的现金	15,910,408.46	14,996,529.32	15,408,272.39	3,767,179.07
支付其他与经营活动有关的现金	390,087.13	392,927.77	476,852.65	111,939.66
吸收投资收到的现金	27,040.00	7,495,312.00	50,730.00	46,936.00
资本支出	10,146,731.37	6,545,838.80	5,624,760.59	1,306,664.63
经营活动产生现金净流量	7,917,620.26	9,090,733.28	9,472,219.22	1,888,160.95
投资活动产生现金净流量	-9,525,370.33	-4,423,483.49	-6,387,972.76	-1,424,051.27
筹资活动产生现金净流量	1,728,883.32	-3,741,490.98	-3,407,813.80	-437,565.73
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	22.72	24.60	26.58	28.70
三费收入比(%)	21.47	21.56	20.57	20.85
总资产收益率(%)	0.70	1.26	2.30	-
流动比率(X)	0.26	0.30	0.33	0.36
速动比率(X)	0.26	0.29	0.32	0.35
资产负债率(%)	66.10	49.62	45.46	47.46
总资本化比率(%)	45.94	22.77	15.21	16.97
长短期债务比(X)	1.42	1.58	2.72	2.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.45	1.09	1.81	1.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.76	1.78	2.48	1.84*
经营活动净现金流/利息支出(X)	14.06	15.30	39.38	-
总债务/EBITDA(X)	2.14	1.01	0.58	-
EBITDA/短期债务(X)	0.80	1.62	2.34	-
货币资金/短期债务(X)	0.23	0.66	0.83	0.75
EBITDA 利息倍数(X)	14.69	13.91	37.16	-

注：2019年一季报未经审计；公司未提供2019年一季报现金流量补充表，故相关指标失效；中诚信国际在分析时将长期应付款中带息借款调至长期债务；将其他流动负债中的有息借款调整至短期债务；将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产含交易性金融资产；可供出售金融资产含其他权益工具投资。

## 附四：基本财务指标的计算公式

### 公式说明：

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金支出 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加 - 期间费用 + 其他收益

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。