

通信

2017年08月25日

中国联通 (600050)

——混改是联通发展强心剂，利好长期投资价值

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年08月24日

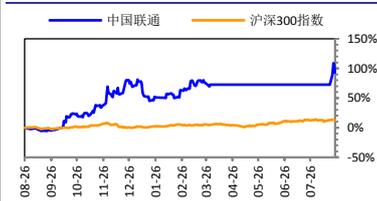
收盘价(元)	8.36
一年内最高/最低(元)	9.29/4.06
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	177204
上证指数/深证成指	3271.51/10552.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	3.7
资产负债率%	61.02
总股本/流通A股(百万)	21197/21197
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《风雨过后见彩虹——2017年下半年宏观报告》 2017/06/29

《晨会推荐 170209》 2017/02/09

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

贾金健 A0230116080002
jiadj@swsresearch.com

联系人

贾金健
(8621)23297818×010-66500586
jiadj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 本篇作为中国联通首次覆盖报告，我们力争相对全面的介绍与分析市场重点关注的投资问题，包括混改方案及影响分析，后续进程预测，混改背景及电信业历史，公司营收成本主要指标预测，预测铁塔未来上市影响，以及多种估值比较等。我们认为中国联通作为混改排头兵，其方案不仅具有标杆意义，而且对公司长期发展形成实质性利好，是公司成长强心剂。
- 混改目标即是解决联通长期发展一直未解决的核心问题。纵观我国电信业体制改革和联通发展历史，“破垄断、促竞争、提效率”是行业发展主线，联通核心问题不在于资源技术禀赋缺失而在于机制体制问题。与之前联通经历的变革不同的是，本次混改的目标即是“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”，旨在改革公司机制体制，建立市场化激励机制。混改方案有众多超预期元素。
- 战略投资者总体持股比例较高，同时优化董事会结构和探索经理层市场化选聘机制。混改后战略投资者持股合计超过35%，公司与战略投资者形成利益共同体。董事会引入4名民营企业代表，加强经理层建设，公司自上而下进行体制改革，改革力度前所未有的。
- 建立股权激励机制，解锁条件确定公司发展量化目标。公司向核心员工授予限制性股票，以业绩为导向优化薪酬分配机制激发员工活力。同时公司设立明确量化的股权激励解锁条件，以营收、利润、ROE三个维度为考核指标，设立同比增速以及与行业平均增速水平对应的发展目标，使得公司发展路径更明确。
- 能力提升带动营收反转，同时保证成本控制带动利润反转，提升公司盈利能力。公司与互联网及垂直行业公司合作加快业务创新，2017H1已初现创新商业模式成效，未来创新业务成为公司快速成长动力。募集资金用于4G、5G和创新业务项目建设，提高公司竞争实力，同时降低公司财务费用改善利润及现金流，未来销售费用、管理费用有望降低。
- 相对估值比较联通红筹更具吸引力，联通A股受估值、情绪、资金等多维度影响我们给予“增持”评级。通过与国际电信运营商、联通红筹、A股大盘股相对估值比较，同时考虑到联通A股停牌期间大盘涨幅约10%，下半年国企改革持续催化预期，根据联通8月23日公告我们预测资金注入H股采用配售方式能够提高AH股折算比例降低溢价，我们预测中国铁塔未来上市预计提升15%-25%联通A股的内含价值等因素。
- 首次覆盖给予“增持”评级。假设今年10月底完成非公开发行，计算得到2017-2019年摊薄EPS为0.06、0.08、0.17；PB分别为2.1、1.7、1.7；EV/EBITDA分别为4.4、3.0、2.3。给予公司2018年PB为国际电信企业平均水平2.30倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争形势更加严峻，转型发展时间窗口被行业新变化压缩，A股资金注入H股方式尚不确定

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	274,197	138,160	280,873	292,127	311,668
同比增长率(%)	-1.03	-1.49	2.40	4.00	6.70
净利润(百万元)	154	778	1,411	2,507	5,038
同比增长率(%)	-95.56	74.34	815.60	77.70	101.00
每股收益(元/股)	0.01	0.04	0.06	0.08	0.17
毛利率(%)	22.8	25.4	23.5	23.8	25.5
ROE(%)	0.2	1.0	1.5	1.7	3.3
市盈率	1145		139	105	49

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“增持”评级。假设今年10月底完成非公开发行,计算得到2017-2019年摊薄EPS为0.06、0.08、0.17;PB分别为2.1、1.7、1.7;EV/EBITDA分别为4.4、3.0、2.3。通过与国际电信运营商、联通红筹、A股大盘股相对估值比较,同时考虑到联通A股停牌期间大盘涨幅约10%,下半年国企改革持续催化预期,资金注入H股有望提高AH股折算比例降低溢价,预测未来中国铁塔的上市有望提升15%-25%A股联通的内含价值等因素,给予公司2018年PB为国际电信企业平均水平2.30倍,给予“增持”评级。

关键假设点

未来两年每季度移动出账用户数保持稳中有升趋势增长,“互联网卡”将驱动原有2G、3G用户向4G转移,优化用户结构,缓冲移动用户ARPU下滑影响;

固网宽带接入ARPU在17、18年下滑,18年后平稳有升;固网宽带用户净新增数保持相对稳定;

假设2017-2019年中国联通资本开支450、500、600亿元,在5G正式商用之前保持相对平稳增长。

有别于大众的认识

市场认为混改与之前联通变革类似,造成的影响是短期的,长期是否真正改变盈利能力存在质疑。我们认为本次混改的目标即是“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”,旨在改革公司机制体制,建立市场化激励机制,解决联通长期发展一直未解决的核心问题。

市场认为联通A股仅仅存在资金情绪博弈。我们从三个方面做相对估值:与国际电信运营商、与联通红筹、与A股大盘股,发现从估值角度来看公司存在上涨空间。我们预计混改方案在2018年开始体现效果,考虑中国铁塔上市预期以及如果采取配售方式向联通红筹注入资产,使得AH股折算比例提高等因素,给予公司2018年PB为国际电信企业平均水平2.30倍,当前股价对应2018年PB为1.7。

股价表现的催化剂

与互联网企业等开展合作获得成效,国企改革持续催化

核心假设风险

行业竞争形势更加严峻,转型发展时间窗口被行业新变化压缩,A股资金注入H股方式尚不确定

目录

1. 混改方案解析	6
1.1 方案解析	6
1.2 与互联网公司合作模式	10
1.3 方案影响简析	13
2. 方案背景介绍	14
2.1 平衡格局已破	14
2.2 混改势在必行	18
3. 联通价值分析	20
3.1 2017H1 业绩分析	20
3.2 营收预测	20
3.3 成本预测	26
3.4 铁塔影响	28
4. 估值水平分析	31
4.1 盈利预测	31
4.2 相对估值	31
4.3 投资建议	33
4.4 财务摘要	34

图表目录

图 1: 混改前中国联通产权及控制关系图.....	6
图 2: 混改后联通 A 股股权结构	7
图 3: 中国移动营收超联通电信之和.....	15
图 4: 中国移动净利润是联通电信之和的近 6 倍	15
图 5: 中国联通的移动用户数位列第二	15
图 6: 中国联通的移动用户 ARPU 持续低于移动和电信	15
图 7: 中国联通 4G 基站建设速度慢于移动和电信	15
图 8: 中国联通 4G 用户规模落后于移动和电信	15
图 9: 中国联通固网宽带用户数被中国移动赶超	16
图 10: 固网宽带用户 ARPU 值中国联通略低于电信	16
图 11: 中国联通资产负债率高企	16
图 12: 中国联通 ROE 落后于移动和电信.....	16
图 13: 中国联通平均员工薪酬低于移动和电信	16
图 14: 中国联通自由现金流较差	16
图 15: 中国联通近两年增长乏力	18
图 16: 近年来移动业务营收增速大幅下滑	19
图 17: 中国联通 2015 年移动用户流失严重	19
图 18: 中国联通手机上网总流量季度环比超 50%	21
图 19: 2015 年中国联通移动转售用户占比 90%.....	23
图 20: 2016 年中国联通移动转售用户数优势依旧明显	23
图 21: 中国铁塔收购运营商资产后共享率明显大幅提升	28
图 22: 目前联通 A 股相对联通红筹溢价 131.73% (2017 年 8 月 23 日)	32
表 1: 非公开发行引入战略投资者名单	8
表 2: 非公开发行募集资金投向 4G、5G 和创新业务建设	8
表 3: 4G 能力提升项目投资概算	8
表 4: 5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目投资概算	9
表 5: 创新业务项目投资概算	9

表 6: 限制性股票解锁期及解锁条件.....	10
表 7: 限制性股票解锁条件要求的公司业绩最低值.....	13
表 8: 启动第一批试点到联通混改方案出炉不到一年时间	14
表 9: 我国电信业发展史	17
表 10: 中国联通成本费用统计	19
表 11: 中国联通 2017H1 发展态势持续向好.....	20
表 12: 中国联通固网宽带接入营收预测	20
表 13: 中国联通移动业务营收预测	21
表 14: 中国联通与众多互联网企业合作推出定制卡	22
表 15: 中国联通用户结构预测	23
表 16: 中国联通拥有虚拟运营商号码段数量最多	24
表 17: 中国联通固网宽带接入营收预测	24
表 18: 中国联通固网语音营收预测	25
表 19: 中国联通销售通信产品项目预测	25
表 20: 中国联通成本费用预测	26
表 21: 中国联通销售通信产品项目预测	27
表 22: 中国铁塔现金流数据预测摘要.....	29
表 23: FCFE 估值铁塔上市预计可提升联通 16.75%的市值 (2017 年 8 月 23 日) .	29
表 24: FCFE 敏感性分析 (2017 年 8 月 23 日)	29
表 25: PB、PS 估值法可分别提升 A 股联通价值 23.12%和 13.86% (2017 年 8 月 23 日)	30
表 26: 中国联通盈利预测	31
表 27: 中国联通和国际运营商估值比较 (2017 年 8 月 23 日)	31
表 28: 中国联通和国内大盘股的估值比较 (2017 年 8 月 23 日)	33
表 29: 合并损益表.....	34
表 30: 合并资产负债表.....	34
表 31: 合并现金流量表.....	35
表 32: 重要财务指标	36

本篇作为中国联通首次覆盖报告，我们力争相对全面的介绍与分析市场重点关注的投资问题。报告共分为四个章节：第一章为混改方案解析及影响分析，包括后续 A 股资金注入 H 股预测以及与互联网合作分析；第二章为混改背景介绍，包括电信业历史以及运营商竞争格局阐述；第三章为联通价值分析，包括主要营收、成本指标三年预测和预期铁塔上市影响；第四章为估值水平分析，包括与国际运营商、联通红筹、A 股大盘股等相对估值比较和投资建议。

1. 混改方案解析

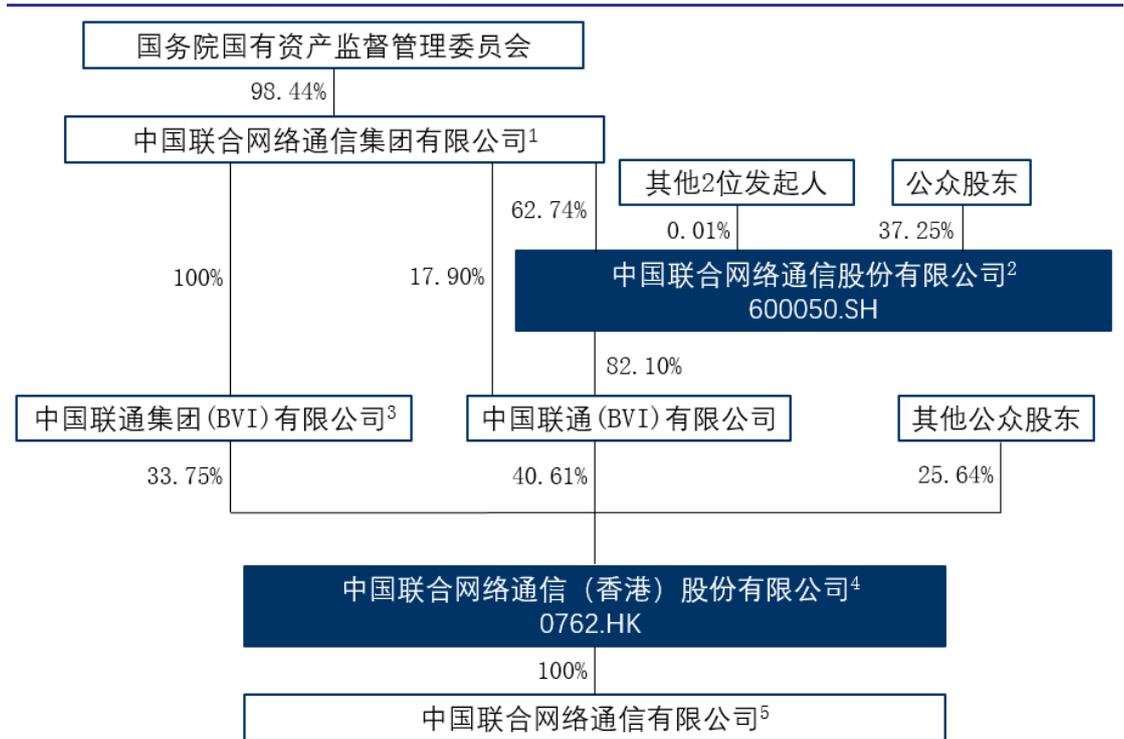
2017 年 8 月 21 日，中国联通公布混改方案：战略投资者向联通 A 股认购 90.4 亿股新股，并向联通集团公司购入 19 亿股联通 A 股公司股票，旧股新股同价为 6.83 元；向核心员工授予 8.5 亿股限制性股票，价格为 3.79 元；总交易对价 779 亿元。

1.1 方案解析

混改前联通 A 股持有实际提供电信服务的联通运营公司 33.34% 股权。中国联通在纽约、香港、上海三地同时上市，联通 A 股间接持有联通红筹公司（即香港上市公司）以及联通运营公司（实际提供电信服务）33.34% 股权。混改之前，A 股股本数 211.97 亿股，港股股本数为 239.47 亿股，按照 8 月 5 日人民币和港元汇率 1:1.1623 计算，A 股和港股的每股股权换算公式为（均按照本地币计算）：

$$1 * A \text{ 股} = \text{港股} * \text{港股股本} / A \text{ 股股本} / 1.1623 * 33.34\% = 0.3241 * \text{港股}$$

图 1：混改前中国联通产权及控制关系图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注 1：中国联合网络通信集团有限公司，成立于 1994 年 6 月 18 日，2009 年 1 月 6 日与中国网络通信集

团（网通集团）正式合并

备注 2：中国联合网络通信股份有限公司，经营范围为电信业投资，仅限于通过联通 BVI 公司实际控制联通红筹公司约 70.41%表决权股份

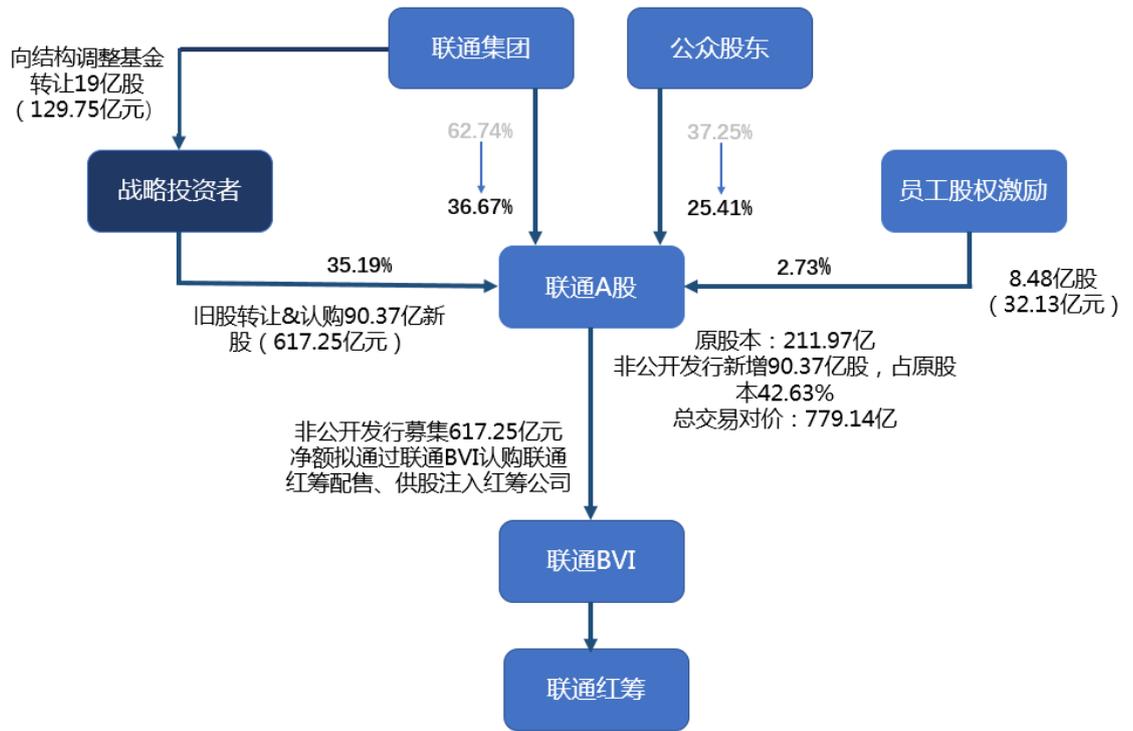
备注 3：中国联通集团(BVI)有限公司，于 2008 年 10 月 15 日向联通 BVI 公司发函确认其持有的对联通红筹公司的表决权由联通 BVI 公司控制

备注 4：中国联合网络通信（香港）股份有限公司，又称为联通红筹公司，2000 年 2 月在香港注册成立，2000 年 6 月 21 日在纽约证券交易所挂牌上市，2000 年 6 月 22 日在香港联合交易所上市，2008 年 10 月 15 日与中国网通集团（香港）有限公司合并

备注 5：中国联合网络通信有限公司，即联通运营公司，成立于 2000 年 4 月 21 日，为集团公司全资子公司，后将 100%股权转让给联通红筹公司。联通运营公司是在国内提供综合电信服务的大型电信公司

混改以联通 A 股作为平台引入战略投资者，国有股权比例保持在 50%以上，包括联通集团公司持股 36.67%，中国人寿持股 10.22%，结构调整基金¹持股 6.11%。非公开发行价格和旧股转让价格同价，为 6.83 元/股，非公开发行锁定期 36 个月。同时向核心员工授予 8.5 亿股限制性股票，每股 3.79 元。

图 2：混改后联通 A 股股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

非公开发行新引入战略投资者合计持有公司约 35.19%股份。本次混改通过非公开发行以及旧股转让引入四类战略投资者：互联网公司、垂直行业公司、金融企业产业集团和产业基金。

¹ 中国国有企业结构调整基金股份有限公司

表 1: 非公开发行引入战略投资者名单

发行对象	持股比例	投资额 (亿元)
中国人寿	10.22%	217
腾讯信达	5.18%	110
百度鹏寰	3.30%	70
京东三弘	2.36%	50
阿里创投	2.04%	43.5
苏宁云商	1.88%	40
光启互联	1.88%	40
淮海方舟 ¹	1.88%	40
兴全基金 ²	0.33%	7

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注 1: 淮海方舟股东包括宜通世纪 (持股 5%), 用友网络 (持股 4.25%), 用友广信网络 (用友子公司, 持股 0.75%), 滴滴 (持股约 15%) 等

备注 2: 兴全基金设立的资管计划由上海网宿投资管理有限公司 (网宿科技全资子公司) 和中车金证投资有限公司 (中国中车全资子公司) 全额认购

非公开发行募集资金 617.25 亿元, 投向 4G、5G 和创新业务建设:

表 2: 非公开发行募集资金投向 4G、5G 和创新业务建设

项目名称	项目总投资 (亿元)	占比	拟使用募集资金金额 (亿元)	占比
4G 能力提升项目	550.90	64.51%	398.16	64.51%
5G 组网技术验证、相关业务使能及网络 试商用建设项目	271.00	31.73%	195.87	31.73%
创新业务建设项目	32.13	3.76%	23.22	3.76%
合计	854.03	100.00%	617.25	100.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1. 4G 能力提升项目建设内容包括现有 4G 网络扩容、新建 4G 站点、与 5G 的互操作升级和相应的传送网络建设, 持续完善 4G 网络深度及广度覆盖, 项目 2017-2019 年总投资 550.90 亿元, 内部收益率 (税后) 为 12.3%, 静态投资回收期 (税后) 为 4.9 年。

表 3: 4G 能力提升项目投资概算

单位: 亿元		2017E	2018E	2019E
无线网	4G 覆盖扩展	166.6	91.0	58.4
	扩容和升级	22.0	89.0	23.2
	小计 1	188.6	180.0	81.6
传送网	本地传送	9.7	5.1	1.3
	本地主干光缆	15.0	6.9	1.5
	移动站点接入	37.0	17.0	7.2
	小计 2	61.7	29.0	10.0
合计	250.3	209.0	91.6	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2. 5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目的建设内容包括 5G 无线试验网络和试商用网络、核心网络、传送网络等。2017-2019 年总投资额 271 亿元，预计项目内部收益率（税后）为 15.8%，静态投资回收期（税后）为 8.2 年。

表 4：5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目投资概算

单位：亿元		2017E	2018E	2019E
无线网	物联网投资		55.0	15.0
	5G 无线网投资	1.0	15.0	130.0
本地传送网	核心汇聚层波分		2.2	6.9
	核心汇聚及综合业务接入点分组		2.8	10.4
本地主干光缆	主干光缆		2.2	3.5
	主干管道		1.9	3.5
移动站点接入	基站及室分接入		0.8	20.8
合计		1.0	80.0	190.0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 创新业务建设项目，投资方向包括云计算、大数据应用业务、物联网、产业互联网、支付金融、视频业务。预计项目内部收益率（税后）为 19.6%，静态投资回收期（税后）为 5.9 年

表 5：创新业务项目投资概算

单位：万元		2017E	2018E	2019E
云计算				
	沃云软件平台	5,351	7,255	8,923
	公有云资源池	3,847	17,795	32,113
	专享私有云	24,865	34,066	21,321
	公众云	2,517	4,165	3,070
	CDN	411	2,638	
大数据应用业务				
	应用及方案（SaaS 层）：应用业务系统	14,700	21,000	35,000
	应用基础平台（PaaS 层）：能力开放平台	2,520	3,600	6,000
	数据源处理层（数据接入及标签库）	2,730	3,900	6,500
	运营支撑系统及其它	1,050	1,500	2,500
物联网				
	物联网蜂窝安全连接管理平台扩容改造	1,500	3,500	4,000
	物联网 IoT Gateway 扩容改造		1,000	2,000
	物联网安全能力建设	1,000	2,000	
	物联网非蜂窝设备管理平台建设	500	3,500	2,000
产业互联网				
	高清视频改造	800		
	能力平台建设	1,200		
	智慧工地统一运营平台		1,000	3,000
	业务综合支撑平台建设		1,000	
支付金融				
	业务应用系统建设	4,500	1,890	1,000
	IT 基础设施建设	2,090	1,000	1,000

单位：万元	2017E	2018E	2019E
视频业务			
视频移动应用平台扩容工程	2,500	4,500	5,500
合计	72,081	115,309	133,927

资料来源：公司公告，申万宏源研究

建立限制性股票等员工激励计划，设立解锁期和解锁条件。激励对象拟包括公司董事、高级管理人员以及对经营业绩和持续发展有直接影响的管理人员和技术骨干等。激励股权分配不搞平均主义，根据对经营业绩的贡献实现差异化分配。公司设置营收、利润总额、净资产收益率三个解锁条件指标。

表 6：限制性股票解锁期及解锁条件

解锁期	解锁时间	解锁数量占比	解锁条件
第一个	第 2 年-第 3 年	40%	营收： 主营业务收入 2018 年同比增长不低于 4.4%，且不低于同行业平均水平 利润： 利润总额 2018 年同比增长不低于 65.4%，且不低于同行业 75 分位水平 ROE： 2018 年净资产收益率不低于 2%
第二个	第 3 年-第 4 年	30%	营收： 主营业务收入 2019 年较 2017 年增长不低于 11.7%，同比增速不低于同行业平均水平 利润： 利润总额 2019 年较 2017 年增长不低于 224.8%，同比增速不低于同行业 75 分位水平 ROE： 2019 年净资产收益率不低于 3.9%
第三个	第 4 年-第 5 年	30%	营收： 主营业务收入 2020 年较 2017 年增长不低于 20.9%，同比增速不低于同行业平均水平 利润： 利润总额 2020 年较 2017 年增长不低于 378.2%，同比增速不低于同行业 75 分位水平 ROE： 2019 年净资产收益率不低于 5.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：2017 年主营业务收入基准=Max（2017 年主营业务收入实际完成数，2518.26 亿元）；2017 年利润总额基准=Max（2017 年利润总额实际完成数，53.01 亿元）；

公司拟通过混改形成多元化董事会和经理层，董事会改革方案是国有股份、民营企业、独立董事代表的比例分别是 6:4:5。公司仍然保持国内 A 股和香港两个董事会。A 股董事会适当引入新的国有股东和非国有股东代表担任董事。探索经理层市场化选聘机制和市场化管理机制，施行任期制和契约化管理。

1.2 与互联网公司合作模式

混改引入的战略投资者中互联网公司最受市场关注，在此简要阐述中国联通与其战略投资者未来合作模式预测。

一、腾讯

此次混改中，腾讯将投资 110 亿元，持股 5.18%，居 BATJ 之首。考虑到腾讯很有可能获得一个董事会席位、持股多话语权较大。腾讯的社交、网络游戏、数字内容及网络广告等业务均对移动网络有很强依赖，预计腾讯与联通将优势互补，合作探索以下领域：

1. 大数据

腾讯因其互联网服务庞大的用户基础，拥有强大的数据分析能力。腾讯与联通的大数据合作，将帮助双方共同理解移用户习惯、分布等大数据，优化资源分配与服务体验。

2. 云服务及内容服务

云服务及基于云的内容服务与移动数据业务是互补关系，更快速、廉价的移动数据传输势必推动云服务的快速发展。作为主要的云服务提供商，腾讯在云服务上与联通合作将促进其云服务的进一步繁荣；而联通则将在合作中缓解 OTT，分享云及内容服务红利。

3. 物联网

物联网作为未来信息化产业的广阔新蓝海，备受互联网及通信企业关注。腾讯在 2017 年初曾与美的合作展示家电物联网，展现了其深厚的物联网技术实现能力及其互联网服务应用于物联场景的巨大前景。然而实现大规模物联网，腾讯需要联通所拥有的强大通信网络建设优势。共同布局物联网合作，将有助两家公司优势互补，分享未来物联网巨大潜在价值。

二、百度

百度将以 70 亿元对价持有联通 A 股公司 3.30% 股份，成为继联通集团、中国人寿、腾讯之后的第四大股东，具有大概率进入董事会的机会。此次混改并非是联通和百度的第一次合作，早在 2016 年 11 月 2 日，联通与百度就曾签署战略合作协议，约定在移动互联网、人工智能、大数据、通信基础等领域展开合作：中国联通将为百度提供 IDC、ICT、终端定制、渠道等通信服务及资源支持，百度将携手机百度、百度糯米、百度地图及度秘等项目与联通实现对接。我们认为，此次混改过后，两者之间的合作关系会更加深入紧密，将从以下方面为联通发展带来切实好处：

1. 客户流量

百度旗下约有百个产品，其中不乏手机百度、百度地图等用户基础庞大的产品：百度财报数据显示，2016 年 12 月，百度移动搜索和百度地图月活跃用户数就分别达到 6.65 亿和 3.41 亿。假设：（1）百度产品用户重合度高，仅取百度移动搜索用户数 6.65 亿作为总用户数；（2）联通与百度展开深度合作，推出流量优惠等活动，百度为联通带来 5% 自有用户，那么百度将会为联通带来 3325 万用户，提升联通市场份额。

2. 智能客服

百度夜莺是百度基于人工智能、大数据、云计算等技术研发的智能客服平台，考虑到 2016 年移动智能客服“移娃”为移动节约超 1.2 亿元人力成本，预计百度夜莺应用于联通客服后可每年为公司节省逾亿元开支。

3. 无人驾驶

Apollo 数据开放平台是百度向自动驾驶及汽车行业提供的一套开放、完整的软硬件和服务系统，而从系统到无人驾驶汽车的真正落地，物联网技术不可或缺。据英特尔 CEO 科再奇给出的数据，一辆无人驾驶汽车每天使用的数据量可以达到 4000GB，假设数据传输比率仅为 1%，结合目前中国超过 2 亿辆汽车的保有量，数据传输规模将达每天 0.8EB，远超当前移动互联网每年约 10EB 流量，必将推动物联网快速发展。因此，我们认为，未来联通将与百度就无人驾驶领域进行深度合作，借助 Apollo 平台在 5G 时代占取先机。

三、京东

京东与联通两家公司早已有过多次合作。2014 年，联通与京东共建“中国联通内部商城-京东合作店”。借助京东已有的平台技术与服务，该内部商城完成 4 亿元采购量、26 万订单数，仅在电脑和办公采购方面，就为联通节省了 3800 多万的成本。今年 5 月以来，京东与四川联通签署战略合作协议，京东再次凭借其在大型智能物流网络上的优势，为四川联通用户提供省内 48 小时交付服务，提供智能仓配一体化供应链解决方案。同时，双方还通过联合营销推出了交易平台补贴型流量卡——“大强卡”和“小强卡”套餐，用户通过京东商城购物即可获赠上网流量，但每月可赠流量存在上限。随着混改的开始，未来联通用户在京东购物可能会获得更多优惠。

相比于 BAT，高速成长中的京东所拥有的商品自营、自建物流、技术优势和供应链金融等核心竞争力都能在未来为联通带来巨大发展潜力。云和大数据、物联网是联通未来发展的重点之一，去年该部分收入约为 9 亿，管理层表示该部分收入在公司总收入的占比会持续升高。而京东在大数据和云计算技术上的优势明显，开始将 AI 算法用于建立商品模型和品牌模型，以此实现线下店面的精准营销。双方在技术上的合作可帮助提升资源配置和运行的效率，进一步降低运营成本。同时，京东作为国内最大的零售商，3C 品类销售额占线上市场份额超过 50%，众多新兴或知名品牌如锤子、夏普、黑莓等都选择在京东首发。而手机销售是联通的第三大业务，双方合作后，联通可能加大在京东自营店的投入，借助京东庞大消费群体和物流优势来降低物流成本，为用户提供丰富的产品选择，提升销售业绩。

四、苏宁

近年来双方的合作已从 3G、4G 等通信转售业务跨越到智能家居领域，其中最为深入的合作为 2015 年初联通“智慧沃家”项目的开展。本次混改有利于其智能家居市场的拓展。苏宁可以进一步凭借联通的移动通信技术与通信市场份额来促进智能家居领域的研发与推广，通过借助联通用户群体的增长来提高未来智能家居市场的潜在占有率。

对于联通而言，合作有利于其“内容+管道”商业模式的转型。联通可以凭借苏宁的双线销售网络来深入发展“智慧沃家”项目，即通过继续将通信管道嫁接于苏宁智能家居系列上，来实现市场份额的扩大，同时转向“内容+管道”商业模式，提高自身的盈利率。

1.3 方案影响简析

中国联通在发展历程中经历过多次变革，包括与网通公司合并、出售 C 网等。三大运营商竞争格局中，中国联通并不缺少资源技术禀赋，但在 4G 时代落后于移动和电信，其核心原因在于体制问题。本次混改相较于之前资源整合，更主要的是要解决公司长期以来的体制以及员工激励问题。基于如下原因，我们认为本次混改并不仅仅是公司短期发展的兴奋剂，而是长期成长的强心剂：

1. 引入战略投资者，与新生态主体合作加快业务创新发展；
2. 推进机制体制改革，优化董事会结构，建立员工激励的市场化机制，提升企业活力；
3. 混改方案中限制性股票激励解锁条件对公司发展做了量化目标，以能力提升带动业务反转，继而带动收入和利润反转

表 7：限制性股票解锁条件要求的公司业绩最低值

单位：亿元，%	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	2,409.80	2,518.24	2,629.04	2,812.88	3,044.55
利润总额	5.81	53.01	87.68	172.18	253.49
ROE			2.00%	3.90%	5.40%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：表中 2017 年数据按照 2017 年最低基准值填写

2. 方案背景介绍

2017年是混改提速落地年。2016年9月28日，发改委副主任刘鹤主持召开国有企业混合所有制改革试点专题会，之后确定第一批混改试点的9家央企²。2017年3月，第一批试点方案已基本批复，并启动了第二批10家混改试点工作。3月31日委内改革专题会议上，发改委副主任刘鹤和连维良分别表示“着力抓好混合所有制改革试点，尽快批复实施试点方案，形成一批典型案例，形成可复制可推广的经验”“争取做到5、6月份改革方案全部报出，下半年出台实施”。

中国联通混改方案推进最迅速，打造混改标杆效应。中国联通作为央企混改试点中唯一的电信企业，备受市场关注，同时联通混改方案推进速度也是试点企业最迅速的。从启动第一批试点到联通混改方案出炉仅用不到一年时间，中国联通作为混改标杆案例具有重要意义。

表 8：启动第一批试点到联通混改方案出炉不到一年时间

时间	事件/公司公告
2016年9月28日	发改委召开国有企业混合所有制改革试点专题会，联通集团参加
2016年11月30日	澄清公告：联通集团列入混改第一批试点尚未得到最终批准，存在不确定性
2017年4月5日	公告称联通集团正在筹划混改重大事项，4月6日起停牌
2017年5月10日	公告称集团拟以本公司为平台，筹划混改相关事项，非公开发行引入战略投资者
2017年6月26日	澄清公告：非公开发行具体方案正在筹划论证阶段
2017年7月23日	澄清公告：公司与潜在投资者的谈判工作尚在进行中
2017年8月9日	澄清公告：公司与阿里腾讯成立运营中心与混改无关
2017年8月20日	公告混改方案

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.1 平衡格局已破

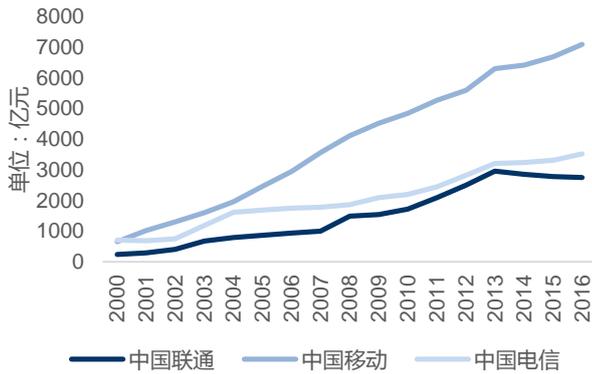
三大运营商在移动端的竞争格局失衡，固网宽带已经形成三足鼎立局面。从三大运营商的业务数据分析，中国移动具有绝对优势，中国联通近两年发展乏力：

1. 营收和净利润，中国移动遥遥领先，中国联通两年下滑；
2. 移动用户数中国联通位居第二，但4G用户少于移动和电信³，联通的移动用户ARPU持续处于低位，4G基站建设速度慢于移动和电信；
3. 固网宽带用户数中国联通已被中国移动超越；
4. 中国联通负债率高，ROE低于移动和电信，自由现金流较差
5. 中国联通的平均员工薪酬低于移动和电信。

² 其中包括：联通集团、东航集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶、中国建材等

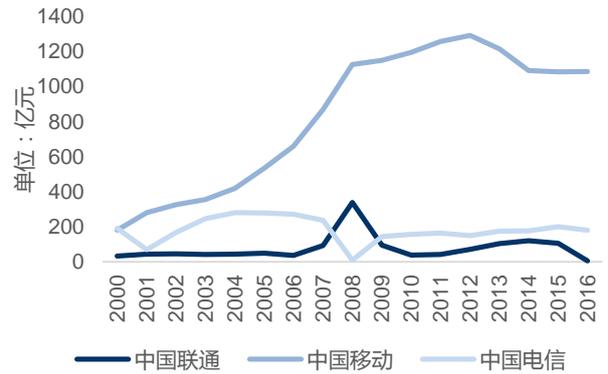
³ 2016年中国移动、中国电信、中国联通的4G用户数净增2.23亿、6341万、6040万；总量分别达到5.35亿、1.22亿和1.05亿

图 3: 中国移动营收超联通电信之和



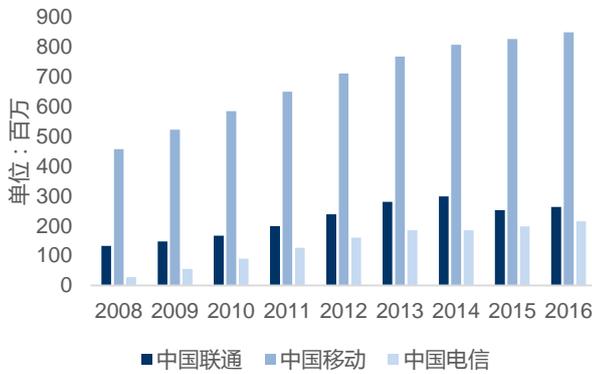
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 中国移动净利润是联通电信之和的近 6 倍



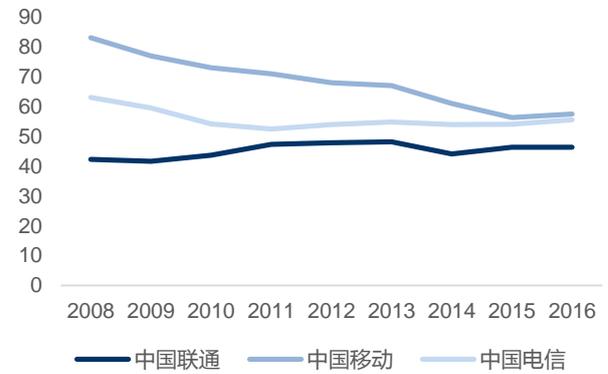
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 5: 中国联通的移动用户数⁴位列第二



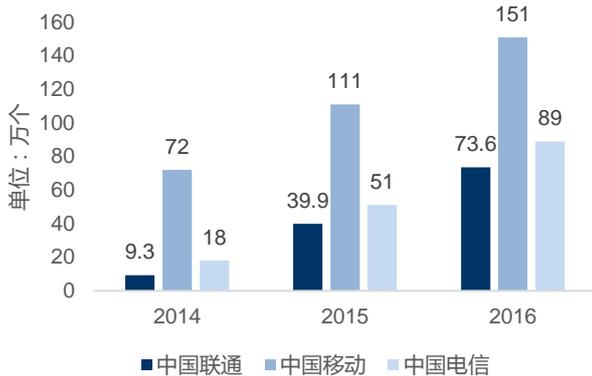
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 中国联通的移动用户 ARPU 持续低于移动和电信



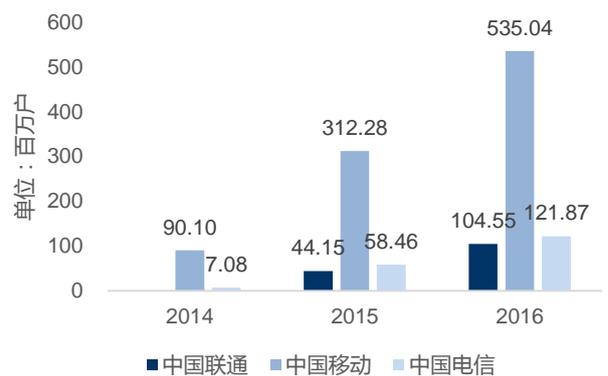
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 中国联通 4G 基站建设速度慢于移动和电信



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 8: 中国联通 4G 用户规模落后于移动和电信

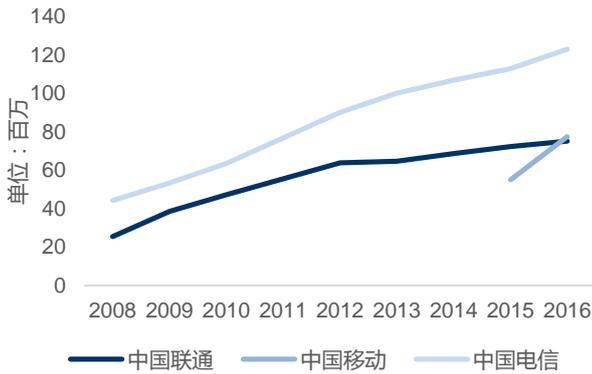


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注: 2014 年中国联通没有披露 4G 用户数量

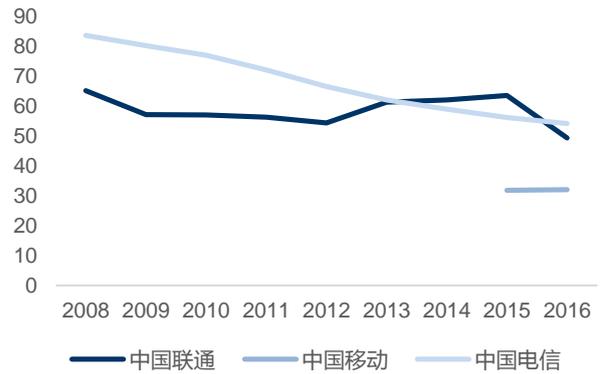
⁴ 注意: 中国联通从 2015 年起披露移动用户数的统计口径发生变化: 由原来的“在网用户”调整为“出账用户”

图 9：中国联通固网宽带用户数被中国移动赶超⁵



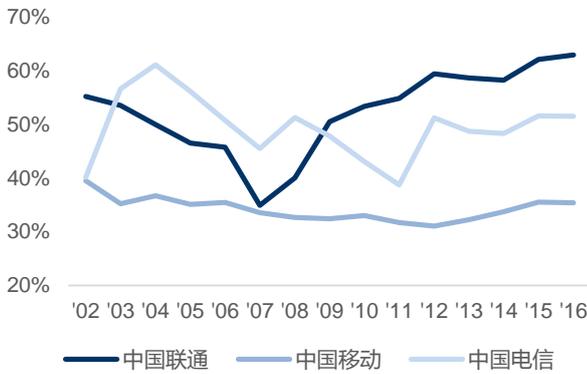
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：固网宽带用户 ARPU 值中国联通略低于电信



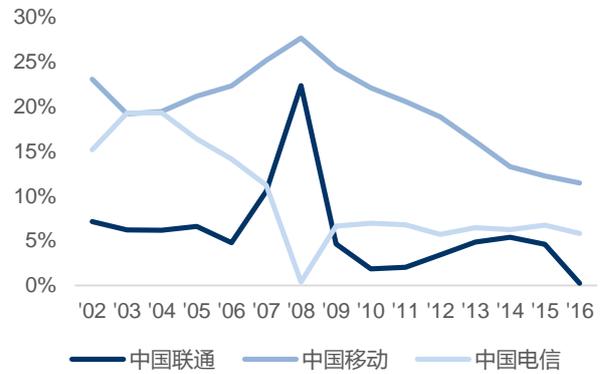
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：中国联通资产负债率高企



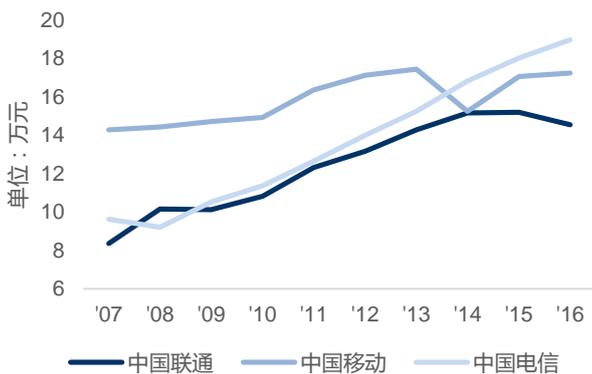
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：中国联通 ROE 落后于移动和电信



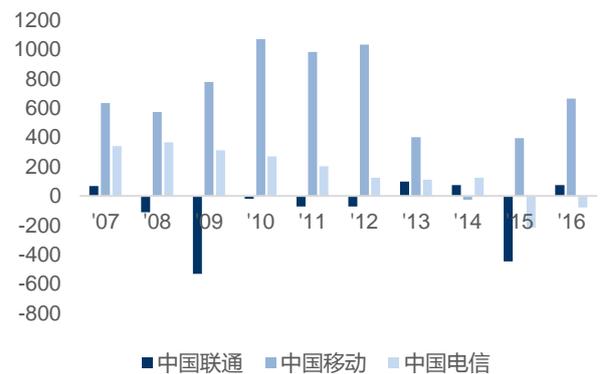
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：中国联通平均员工薪酬低于移动和电信⁶



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：中国联通自由现金流较差



资料来源：Wind，申万宏源研究

⁵ 2017H1，中国联通固网宽带用户净增 562.60 万户，达到 7692 万户；中国移动净增 1542 万户，达到 9304 万户

⁶ 这里采用“人工成本/员工人数”粗略估计平均员工薪酬，2014-2016 年中国联通正式在编员工人数持续增加，相比较而言中国移动在编员工数量保持平（2015 年，中国移动依照劳动合同法关于降低劳务派遣用工占比要求，调整用工结构造成劳动合同用工数量大增，劳务派遣用工数量减少，2014 年之前劳务派遣制用工费用记在其他营运支出，并非人工成本），电信则是连续两年员工数下降

几十年电信业体制改革的重要目标：**打破垄断、促进竞争、提升效率**。从垄断经营，到引入行业竞争者，到几次电信业重组：拆分与合并，再到运营商高层互换，引入虚拟运营商，设立铁塔公司等等，我国的电信行业发展历史，是向着“**促进行业良性竞争，保持相对平衡竞争格局，提升运营商营运效率**”的大方向不断前行。当前电信行业的市场份额，中国移动和中国电信占据绝大部分，中国联通已处于明显不利局面，唯有变革催生新的发展活力，才有可能回归到相对平衡的市场竞争格局。

表 9：我国电信业发展史

时期	事件	特点
1980 年之前	邮电部直接垄断经营公用电信业	国家对电话资费严格管制；电信基础设施及服务短缺
1980-1998 年	1984 年：邮电系统推行经济核算制	
	1993 年：《关于进一步加强电信业务市场管理意见的通知》放开无线寻呼、集群等 9 种增值电信业务	政企合一；邮电部直属公司中国
	1994 年：中国联通 ⁷ 、吉通公司 ⁸ 成立；中国邮电集团成立移动通信局	电信垄断经营电信网；初步引入竞争机制
	1995 年：中国电信从邮电部剥离	
	1997 年：邮电部决定邮电分营	
1998-2003 年	1998 年：邮电部与电子工业部合并组成信息产业部；邮政局挂牌，邮电分离	
	1999 年：电信业重组 ¹⁰ ，中国电信拆分成中国电信、中国移动、中国卫通，寻呼政资合一；信息产业部主管电信业务并入中国联通；成立中国网通	运营企业；两次电信业重组促进竞争；存在恶性竞争；4+2 运营
	2000 年：中国移动、中国铁通成立	
	2001 年：中国电信南北分拆 ¹¹ ，中国电信和中国网通 ¹² 成立；国务院发布《中华人格局 ⁹ 民共和国电信条例》	
	2003 年：国资委成立，电信业政资分离	
2003 年-现在	2004 年：三大运营商高层互换	
	2008 年：组建工信部，信息产业部划入工信部；中国网通和中国联通合并；中国铁通并入中国移动；中国联通向中国电信出售 C 网	
	2009 年：3G 牌照颁发	促进公平竞争，平衡市场格局
	2012 年：4G 牌照颁发	
	2013 年：发放首批 19 家虚拟运营商牌照	
	2014 年：铁塔公司成立	
	2015 年：三大运营商集体换帅	
2016 年：中国广电获得宽带业务电信牌照，成为第四大基础电信运营商		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

⁷ 1994 年 7 月 19 日，电子部联合铁道部、电力部和广电部成立了中国联合通信有限公司，主要经营寻呼业务

⁸ 吉通公司承担国家经济骨干网建设，后并入网通

⁹ 4 大：中国移动、中国网通、中国电信、中国联通；2 小：中国铁通、中国卫通

¹⁰ 第一次电信业重组，原中国电信按照业务拆分：拆分后中国电信保留固定电话业务，移动电话业务归中国移动，卫星通信业务归中国卫通，寻呼业务独立为国信寻呼划归为中国联通

¹¹ 第二次电信业重组，原中国电信按照地域拆分：北方 10 省固话业务、网通控股、中国吉通合并成为中国网通，南方 21 省集成原中国电信的资产和无形商誉

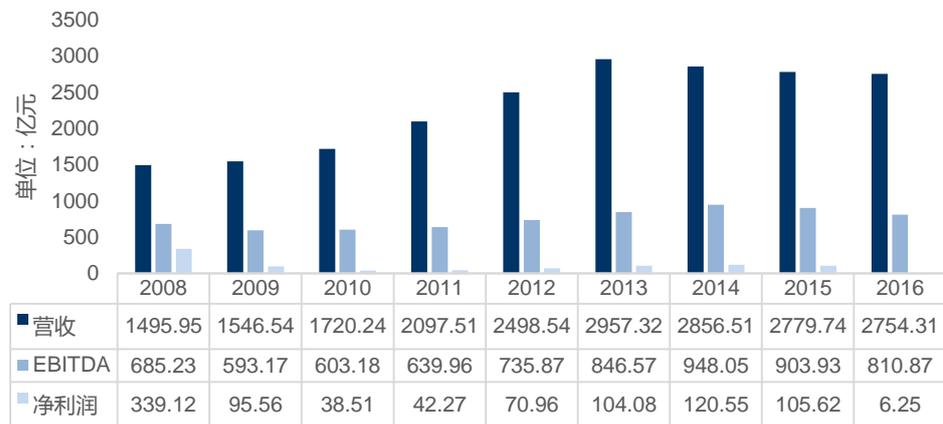
¹² 中国网通承担高速互联网络示范工程的建设和运营

2.2 混改势在必行

中国联通自诞生之日即面临挑战。中国联通成立于1994年，从此结束了国内仅有一家运营商的历史。虽然具有全业务经营资质，但作为电信改革引入的竞争者角色，发展4年时间只获得1%的市场份额。1999年电信业重组，中国移动和中国电信分别获得移动电话和固定电话业务，寻呼业务归入中国联通，到2007年，中国联通在三大运营商的利润市场份额仍不到10%。

4G时代中国联通面临发展压力。2009年初3G牌照颁发，中国联通凭借WCDMA标准获得先发优势¹³，2009-2013年营收保持18%复合增速。而步入4G时代后¹⁴，公司出现明显的增长乏力现象，虽然营收下滑幅度在整体收窄，但盈利水平大幅下滑：2015年剔除铁塔出售净收益后净利润同比下降70.8%。2016年净利润为6.25亿元，而中国移动和中国电信净利润分别为1087亿和180亿。

图 15：中国联通近两年增长乏力



资料来源：Wind，申万宏源研究

移动业务营收大幅下滑，2015年移动用户流失严重。从图16可以看出，中国联通营收承压主要原因在于移动业务大幅下滑。2014-2016年中国联通移动业务营收复合增速-3.99%，同期中国移动和中国电信增速分别为-0.40%¹⁵和6.58%。移动业务下滑主要原因在于2015年移动用户流失严重，连续12个月减少，全年损失移动用户1244.1万户。我们认为，决定用户选择哪一家运营商考虑的三个主要要素包括：网络质量及覆盖率，套餐资费水平，服务质量。首先中国联通4G基站建设速度落后于中国移动和中国电信，覆盖率方面已处于劣势；其次我们整理了2014-2015年三大运营商的4G套餐资费发现：中国联通的4G套餐起步门槛一直高于中国移动和中国电信¹⁶：2014-2015年4G起步套餐，移动58元、电信59元，而联通为76元；2016年以来，联通添加了56元档，但移动起步套餐已降到18元，电信降到39元。我们猜测，联通的定价策略导致低端用户的大量流失（低端用户一般比高端用户忠诚度低，对资费更敏感），而由于覆盖率等问题联通对高端客户的吸引力又弱于移动和

¹³ 中国移动采用自主研发的TD-SCDMA标准，中国电信采取CDMA2000标准，从技术和产业链的成熟度上，联通的WCDMA拥有相对优势

¹⁴ 工信部于2013年12月4日向三大运营商发放TD-LTE牌照，于2014年2月27日向中国联通和中国电信发放FDD-LTE牌照

¹⁵ 中国移动没有细分披露移动业务营收，这里采用移动用户数和ARPU值估算移动业务营收

¹⁶ 直到2016年，在500M流量+100分钟通话套餐中，联通价格最低为56元，移动58元，电信59元

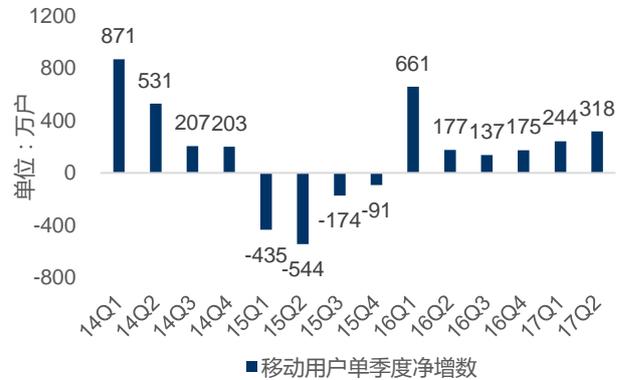
电信。联通移动用户流失严重的 2015 年，联通的移动用户 ARPU 由 44.1 提高到 46.3，移动则从 61 降到 56.3，也间接印证了我们的猜测。

图 16：近年来移动业务营收增速大幅下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：中国联通 2015 年移动用户流失严重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：2016 年开始统计口径变为移动出账用户数

营收下滑但成本相对刚性。中国联通 2014-2016 年营收下滑但成本费用仍在增长。2015、2016 年公司成本费用占营业收入比重分别为 96%、98.5%，均高于中国移动和中国电信，成本管控和资源效率提升方面具有改善空间。

表 10：中国联通成本费用统计

单位：亿元	2008	2009 ¹⁷	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
网间结算成本	120	130	137	164	187	202	146	131	127
折旧与摊销	466	479	548	582	613	685	743	772	773
网络运行及支撑成本	166	237	264	295	325	337	379	423	512
人工成本	129	219	234	266	288	318	347	351	369
销售通信产品成本	21	27	107	297	450	634	434	441	365
销售费用	171	210	237	288	350	430	402	320	347
其他营业成本及管理费用	126	97	110	123	133	144	150	158	168
财务费用	22	9	16	12	32	30	43	65	39
成本费用合计	1280	1416	1653	2026	2379	2780	2643	2660	2700

资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国联通需要外部力量协助变革。中国联通发展过程中积累的历史包袱需要解决：2002 年起，移动业务发展势头开始好于固网业务，具有先天优势的中国移动从此一家独大，主导电信市场发展。而 2002 年起，中国联通正式开始同时运营两张移动网络：G 网和 C 网，双网经营耗费公司很多资源，直到 2008 年出售 C 网给中国电信，期间 C 网一直处于亏损状态。同时，2008 年中国联通与网通（包含之前的吉通）合并，又受到了双方发展战略、架构调整，人员变动等影响，整合重组往往造成人员冗余的后遗症。企业内部长期形成的体制文化难以解决长期积累下来种种问题，包括资金、管理、人员等，需要外部力量协助变革。

¹⁷ 2009 年 1 月，联通运营公司完成收购联通集团和网通集团相关电信业务和资产，资产及负债并入合并报表

3. 联通价值分析

3.1 2017H1 业绩分析

2017年上半年公司实现利润反转,净利润 23.46 亿元,同比增加 73.7%;EBITDA 为 437.03 亿元,同比增加 5.5%¹⁸。

表 11: 中国联通 2017H1 发展态势持续向好

单位: 亿元	2016H1	2017H1	同比
营业收入	1,402.55	1,381.60	-1.5%
其中: 主营业务收入	1,202.50	1,241.06	3.2%
EBITDA	414.32	437.03	5.5%
占主营业务收入比	34.5%	35.2%	0.7pp
净利润	13.51	23.46%	73.7%
其中归属于母公司	4.47	7.78	74.3%
基本每股收益 (元)	0.0211	0.0367	74.3%
自由现金流	259.53	405.36	56.2%

资料来源: 中国联通, 申万宏源研究

备注: 自由现金流=经营现金流-资本开支

移动主营业务增长 5.2%超过行业平均 4.6%，2I2C 模式已见成效。2017H1 公司移动出账用户 ARPU 由 2016 年的 46.4 提升到 48 元，其中 4G 用户 ARPU 由 79.40 下降到 66.5 元。中、高端用户 (ARPU 高于 30 元) 占比提升 2.4%。2I2C、2B2C 等模式已见成效，上半年 3426 万户新增 4G 用户中，有 2000 万记账用户通过公司与互联网合作推出的联通定制流量卡渠道获得。

宽带接入营收下滑 3%，固网主营业务与同比保持持平。受行业竞争加剧影响，2017H1 公司宽带接入营收 215.57 亿元，同比下滑 3%，其他互联网及数据以及信息通信技术服务业务同比增长超过 15%，整个固网主营业务与去年同期打平。

成本管控渐优。2017H1 公司成本费用合计 1317.38 亿元，同比下降 3%。在总主营业务收入同比增加 3.2%的条件下，销售费用同比下降 6%，终端补贴同比下降 54.7%，主要得益于公司创新模式下以低增量成本提升收入 (节省渠道佣金及终端补贴)。

3.2 营收预测

公司的营业收入主要归为三类: 移动业务、固网业务和销售通信产品收入¹⁹。

表 12: 中国联通固网宽带接入营收预测

单位: 亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,885.71	2,770.49	2,741.97	2,813.37	2,894.80	3,041.41
其中: 移动通信业务	1573.1	1426.2	1450.2	1,542.02	1,607.44	1,683.42

¹⁸ 中国移动 EBITDA 同比增加 4.73%

¹⁹ 自 2017Q1 起, 公司将主营业务收入及固网主营业务收入中所包含的 ICT 业务相关产品销售收入重分类为销售通信产品收入, 主营业务成本中所包含的 ICT 业务相关产品销售成本也相应重分类为销售通信产品成本

单位: 亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
其中: 固网业务	897.5	912.6	946.6	976.71	1,023.82	1,143.26
其中: 销售通信产品及其他	415.11	431.69	345.2	290.00	290.00	290.00
营收同比增速		-3.99%	-1.03%	2.60%	2.89%	5.06%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注: 灰色底色单元格为核心假设

一、移动业务

移动主营业务包括语音、数据流量和其他增值服务。为简化起见, 我们预测移动业务营收主要考虑两个要素: 移动出账用户数以及移动出账用户 ARPU, 对 2017 年下半年及 2018、2019 年预测如下, 2017-2019 年移动业务营收分别为 1542.02、1607.44、1683.42 亿元。

表 13: 中国联通移动业务营收预测

	17年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7-12月E	2018E	2019E	
移动出账用户净增(万户)	126.60	53.60	64.10	103.90	105.30	109.10	615.00	1375.00	1515.00	
移动出账用户累计(亿户)	2.65	2.66	2.66	2.67	2.68	2.69	2.76	2.89	3.04	
移动出账用户 ARPU (元)	Q1:46.70					全年: 47.68			48.60	48.81
移动业务营收(亿元)						全年: 1,542.02			1,607.44	1,683.42

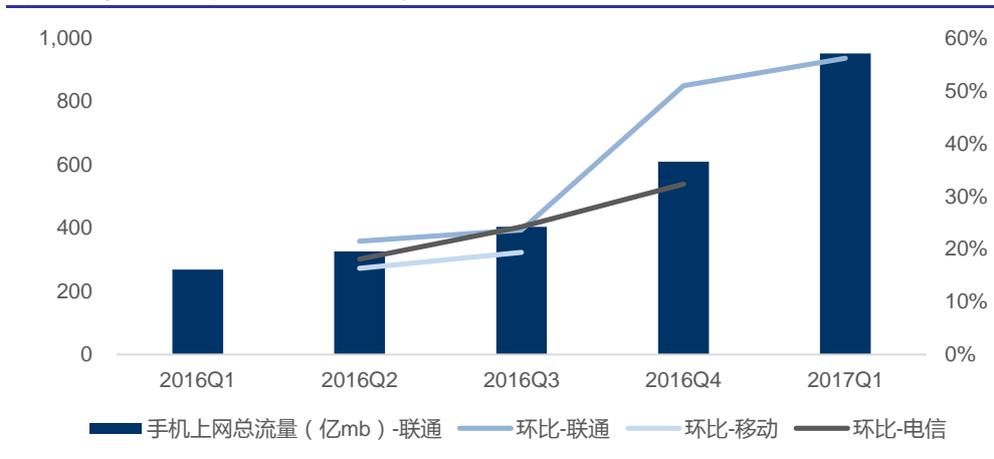
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注: 灰色底色单元格为核心假设

假设一: 未来两年每季度移动出账用户数保持稳中有升趋势增长

中国联通移动出账用户数已呈现稳定上升趋势, 2016Q3、2016Q4、2017Q1、2017Q2 的移动出账用户净增数分别为 137.10、174.80、244.30、318.30 万户, 环比增速达到 27.50%、39.76%、30.29%。与此同时, 中国联通手机上网总流量环比增速达到 50%, 同期增速高于移动和电信。我们认为, 中国联通与电信合作大力推广全网通终端, 与互联网企业推出联通定制卡等举措已开始体现成效, 公司移动业务营收、用户数等数据均实现恢复性增长, 未来每季度移动出账用户数将继续保持稳中有升趋势。

图 18: 中国联通手机上网总流量季度环比超 50%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

备注: 基于公开数据, 没有得到电信 2017Q1 环比, 移动 2016Q4 和 2017Q1 环比增速

假设二: “互联网卡”将驱动原有 2G、3G 用户向 4G 转移, 优化用户结构, 缓冲移动用户 ARPU 下滑影响

表 14：中国联通与众多互联网企业合作推出定制卡

	每月费用 (元)	国内数据流量 (GB)	国内主叫时长 (分钟)	超出套餐内流量	超出套餐内主叫时长
腾讯王卡					
天王卡	59	腾讯 App 无限流量	500	省内流量 1 元/500MB, 当日有效; 国内流量 2 元/500MB, 当日有效	0.1 元/分钟
大王卡	19	腾讯 App 无限流量		省内流量 1 元/500MB, 当日有效; 国内流量 2 元/500MB, 当日有效	0.1 元/分钟
蚂蚁宝卡					
大宝卡	36	2	100	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
小宝+卡	16	1		国内流量 15 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
百度神卡					
大神卡	198	20	1000	国内流量 10 元/10GB, 当月有效	0.1 元/分钟
小神卡	28	1	100	国内流量 15 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
女神卡	37	1	200	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
招行招卡					
大招卡	96	6	600	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
小招卡	36	2	100	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
美团美卡					
大美卡	96	6	600	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
小美卡	36	2	100	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
京东强卡					
大强卡	56	3	300	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
小强卡	16	1		国内流量 15 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
微博微卡					
V+卡	19	新浪微博免费流量 +1GB 国内流量		国内流量 12 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
大 V 卡	69	新浪微博免费流量 +3GB 国内流量+2GB 省内流量	300	国内流量 10 元/GB, 当月有效	0.1 元/分钟
金 V 卡	199	新浪微博免费流量 +20GB 国内流量	1000	国内流量 10 元/10GB, 当月有效	0.1 元/分钟

资料来源：公司公告，申万宏源研究

与互联网企业合作推出的联通定制卡，从套餐资费以及增值服务方面将吸引特定用户群体，不仅推动 4G 用户增量，也有效促进原 2G/3G 用户向 4G 服务转移，从而优化用户结构。中国联通与腾讯合作推广的大小王卡半年时间已经增加 2000 万用户，和阿里的合作也带来了 300 万用户²⁰。我们认为，未来运营商争夺用户采取“加强网络覆盖、降低套餐资费、提高服务质量”的方式已不是最优，“内容与资费绑定”、“内容与服务绑定”将是大势所趋。中国联通率先开拓与互联网企业、内容厂商合作，通过混改强化与互联网企业的联系和绑定，利用互联网企业的渠道触点和内容优势，在吸引用户方面抢占先机。

²⁰ 中国联通初尝甜蜜：和腾讯合作半年，增加 2000 万用户，C114 中国通信网，<http://www.c114.net/news/119/a1006729.html>

表 15：中国联通用户结构预测

单位: 万户 %/元	2016 年			2017E			2018E			2019E		
	用户数	占比	ARPU									
4G	94.98	36.00%	70.40	106.60	38.68%	70.00	117.35	40.56%	69.00	126.50	41.54%	68.00
3G	87.06	33.00%	45.00	84.00	30.48%	45.00	80.00	27.65%	45.00	75.00	24.63%	44.00
2G	81.78	31.00%	20.00	80.00	29.03%	20.00	77.00	26.61%	20.00	73.00	23.97%	20.00
互联网卡				5.00	1.81%	60.00	15.00	5.18%	55.00	30.00	9.85%	50.00
总计	263.82	100.00%	46.40	275.60	100.00%	47.68	289.35	100.00%	48.6	304.50	100.00%	48.81

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：灰色底色单元格为核心假设

假设三：考虑漫游费取消以及下调国际资费对公司移动业务营收的影响

今年 3 月两会上李克强总理要求：“今年网络‘提速降费’要迈出更大步伐，年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费”。中国联通从 2017 年 5 月 31 日起大幅下调国际漫游资费，语音漫游资费平均降幅 65.92%，数据漫游资费平均降幅 84.57%。与此同时，公司自 2017 年 9 月 1 日起取消国内长途漫游费。联通董事长王晓初公开表示，预计漫游费取消后对中国联通每季度收入影响 15.8 亿元²¹。

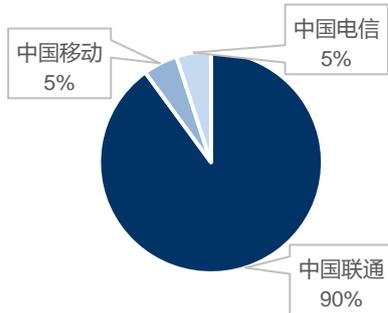
在此我们假设，2017-2019 年中国联通调低或取消国际、国内漫游资费对原有移动业务营收影响分别为-35、-80、-100 亿元。

假设四：暂不考虑移动转售对公司影响

三大运营商中，中国联通对待移动转售业务的态度最为积极，体现在：

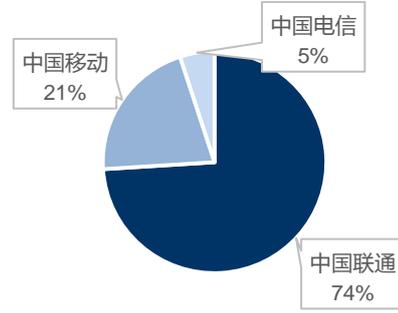
市场份额占有率最高：截至 2015 年底，中国联通移动转售用户在三大运营商中占 90%，遥遥领先其他两大基础运营商。2016 年，中国移动积极抢占移动转售用户市场份额，但仍难以撼动中国联通领先的地位。截至 2016 年底，中国联通移动转售用户占比虽有所下降，但领先优势依旧明显。

图 19：2015 年中国联通移动转售用户占比 90%



资料来源：通信世界，申万宏源研究

图 20：2016 年中国联通移动转售用户数优势依旧明显



资料来源：通信世界，申万宏源研究

所获号码资源最多：中国联通于 2016 年 1 月在 5000 万号码资源的基础上再次获得增配 9000 万专用号码资源，目前 4000 万已经完成数据制作，可供分配。截至目前为止，中国联通拥有 1.4 亿号码资源，而中国电信和中国移动各仅拥有 3000 万。

²¹ 王晓初：取消漫游费，联通每季收入减少 15.8 亿元，飞象网，<http://www.cnbeta.com/articles/tech/593289.htm>

表 16：中国联通拥有虚拟运营商号码段数量最多

基础运营商	虚拟运营商号码段	合作虚拟运营商
中国联通	170+4/7/8/9, 171+0/ 1/2/3/4/5/6/7/8/9 共 14 个千万级号段	迪信通、乐语、苏宁、国美、天音、爱施德、京东、阿里(万网在线)、 话机世界、巴士在线、华翔联信、苏州蜗牛、中期、远特、红豆集 团、小米、二六三、鹏博士、长江时代、星美影院
中国移动	170+0/1/2 共 3 个千万 级号段	北纬通信、巴士在线、华翔联信、分享在线、用友、银盛、迪信通、 天音、京东、苏宁、国美、爱施德、中邮普泰、中兴视通、朗玛信 息、阿里(万网)、三五互联、世纪互联
中国电信	170+3/5/6 共 3 个千万 级号段	迪信通、乐语、苏宁、国美、天音、爱施德、京东、阿里(万网在线)、 话机世界、畅捷通(用友)、北纬通信、连连科技、三五互联、长江 时代、分享在线、朗玛信息、小米

资料来源：公司公告，申万宏源研究

从 2013 年底工信部批复首批虚拟运营商试点企业至今，虚商的发展仍处于一个起步阶段，考虑到正式虚拟运营商牌照尚未发放，未来合作模式和竞争生态尚需确定，另外虚商相关业务收入占比很小，暂不考虑移动转售对公司影响。

二、固网业务

中国联通固网业务相对复杂，除了固网宽带接入还有固网语音、IDC 及云计算等业务。其中固网宽带收入贡献达固网主营收入的 46%（2016 年）。

1、固网宽带接入

中国联通固网宽带接入营收同样考虑两个要素：固网宽带用户数和相应 ARPU 值。

表 17：中国联通固网宽带接入营收预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固网宽带用户（亿户）	0.69	0.72	0.75	0.78	0.81	0.84
固网宽带用户 ARPU（元）	62.20	63.60	49.40	46.00	43.00	45.00
固网宽带业务营收（亿元）	513.45	552.15	446.02	429.57	415.49	451.01

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：灰色底色单元格为核心假设

假设：固网宽带接入 ARPU 在 17、18 年下滑，18 年后平稳有升；固网宽带用户净新增数保持相对稳定

受提速降费影响，以及中国移动在固网宽带接入端的大力投入，固网宽带接入 ARPU 继续承压，由图 10 可以看出，中国电信固网宽带 ARPU 处于持续下降状态，中国联通 2016 年也出现较大幅度下滑，从 63.6 下降到 49.4。我们假设运营商固网宽带接入 ARPU 在 17、18 年继续呈现下降趋势，考虑到中国移动固网宽带 ARPU 只有 32.1，以低资费和免费赠送家庭宽带的做法难以长期持续。随着 FTTH 用户占比提高以及千兆示范区的落地，我们假设中国联通 18 年以后固网宽带 ARPU 开始平稳。

另外，在用户数量方面尽管存在中国移动的竞争压力，但中国联通固网宽带用户新增数量并未出现明显减少迹象，2017H1 用户净新增数量 168.50 万户，同比增加 4.79%。中国

联通即将推出固移融合全无限产品，将冰激凌套餐与光宽带相结合，将为用户拓展产生积极作用。我们假设 2017H2、2018、2019 新增固网宽带用户 90、270、300 万户。

2、固网语音

自 2014 年 3 月开始，中国联通本地电话用户本月净增数即开始一直为负，平均每月净流出 60-65 万户。未来固话业务营收占比将进一步下降。

表 18：中国联通固网语音营收预测

单位：亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
本地电话用户（亿户）	0.82	0.74	0.67	0.59	0.52	0.45
本地电话用户 ARPU（元）	19.23	16.89	16.57	16.20	15.80	15.00
固网语音业务营收（亿元）	189.37	149.70	132.52	115.45	98.95	80.98

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：灰色底色单元格为核心假设

3、IDC、云计算及其他

剩余的固网业务营收 2014-2016 年复合增速 19%，其中包括增速高、发展势头好的创新业务，例如 IDC 及云计算 2015、2016 年营收分别为 70.68、94.50 亿元，2016 年同比增速 34%。公司围绕创新型业务开展布局，以产业互联网和平台类业务为重点，ICT、IDC 及云计算、物联网、大数据等业务实现快速增长。考虑到本次混改，中国联通与互联网公司在云计算、大数据等，与垂直行业公司在物联网、CDN 等领域优势互补，开展创新合作，未来具备较好发展前景。我们假设 2017-2019 年三年同比增速均为 15%、18%、20%。

三、销售通信产品

销售通信产品收入指销售手机、通信设备等通信产品而产生的收入。2017Q1 联通销售通信产品收入 10.89 亿元（一季度营收占比很小），同比增加 26%；2017H1 销售通信产品收入 148 亿元，同比下滑 29.7%。联通凭借 2I2C、2B2C 等模式优势，在细分市场精准营销，使得销售费用和终端补贴同比下滑 6%和 54.7%。我们预计未来公司借助互联网企业的渠道触点和垂直行业公司的零售体系，有效节省渠道佣金和终端补贴。我们假设 2017-2019 年公司销售通信产品收入/成本如下。

表 19：中国联通销售通信产品项目预测

单位：亿元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售通信产品收入	22.3	74.6	237.5	394.8	574.5	401.7	417.7	332.2	290	290	290
销售通信产品成本	26.9	106.9	297.4	450.4	634.2	434	440.5	365.3	320	320	320
其中：终端补贴成本		31.7	57.9	61	78	46.4	28.5	30.7			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：灰色底色单元格为核心假设

3.3 成本预测

表 20：中国联通成本费用预测

单位：亿元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
网间结算支出	130.93	127.39	123.36	112.52	109.42
网络运行及支撑成本	423.08	511.67	573.10	624.68	680.90
人工成本	257.04	271.17	290.15	307.56	322.94
折旧及摊销	733.57	730.50	720.00	725.00	735.00
销售费用	319.65	346.46	337.05	344.71	358.42
管理费用	198.40	198.74	202.23	204.49	211.93
销售通信产品成本	440.46	365.29	320.00	320.00	320.00
财务费用	64.93	38.55	42.39	28.22	19.52

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：人工成本和折旧及摊销不包括管理费用中包含部分

一、网间结算支出

网间结算支出指中国联通与国内外其他电信运营商网络间通信所产生的支出。

2013 年 12 月，工信部发布《关于调整公用电信网网间结算标准的通知》，调整公用电信网网间结算标准，降低中国电信和中国联通用户向中国移动用户呼叫时中国电信和联通需要缴纳的结算费用。中国联通 2014 年的网间结算支出相较于 2013 年有较大幅度下降，从 202.08 亿元下降到 145.99 亿元，占营业收入比重从 6.65% 下降到 5.06%。2015、2016 年比重持续下降：4.72%、4.65%。从 2014 年起，公司网间结算净收入由负转正，2014-2016 年分别为 20.05、24.24、20.08 亿元。

2017 年 1 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》，提出探索建立以长期增量成本为基础的网间结算长效机制。以长期增量成本为基础的结算模式更为合理。我们假设网间结算支出未来三年进一步下降，2017-2019 年网间结算支出/移动业务营收分别为 8.00%、7.00%、6.50%。

二、网络运行及支撑成本

网络运行及支撑成本主要包括修理及运行维护费、水电取暖动力费、房屋设备和通信电路租赁费及铁塔资产的经营性租赁和服务费用等。从 2015 年起，公司从自营铁塔模式转变为向铁塔公司付费使用模式导致使用费增加，而且随着网络规模的扩大及能源、物业租金等，成本投入加大。2015、2016 年中国联通网络运行及支撑成本同比增长 18.9% 和 20.9%²²。我们认为短期内铁塔租赁成本仍有增大趋势，未来随着铁塔上市以及铁塔共享率提升，成本有所下降，支出增速下降。假设 2017-2019 年网络运行及支撑成本增速分别为 12%、9%、9%。

三、人工成本

²² 其他两家运营商铁塔租赁成本亦有增加。中国电信 2015、2016 年网络运营及支撑成本同比增长 18.3% 和 15.8%，公告披露主要原因是铁塔租赁及相关费用增加。中国移动 2016 年电路及网元租赁费同比增加 89.1%，其中按照铁塔租赁协议价格和经营实际租赁的铁塔数量，支付铁塔使用费 281 亿元，是增长主因

2014-2016 年中国联通正式在编员工人数持续增加。不考虑管理费用中的人工成本部分，2014-2016 年营业成本中人力成本分别为 251、257、271 亿元，同比增长 10.50%、2.34%、5.50%。我们假设 2017-2019 年公司人工成本同比增加 7%、6%、5%。

四、折旧及摊销²³

中国联通 2016 年资本开支为 721.1 亿元，同比减少 46.1%，2017 年计划资本开支 450 亿元。基于如下理由我们认为 2017-2019 年中国联通资本开支保持较低水平：1、4G 投资已步入后期，5G 投资更平缓持久，按照 5G 在 2020 年正式商用以及联通已大幅减少 4G 开支来看，2019 年之前资本开支不会大幅增加；2、当前公司 4G 网络利用率 35%，在 4G 投资策略向重点地区和重点业务倾斜，聚焦于局部；3、中国铁塔统一进行铁塔和配套资产的建设，将有助于企业节省资本开支。假设 2017-2019 年中国联通资本开支 450、500、600 亿元，在 5G 正式商用之前保持相对平稳增长。

固定资产折旧采用年限平均法，其中房屋建筑物寿命 10-30 年，通信设备和办公设备及其他寿命 5-10 年。通信设备折旧额占比最大，2016 年占比为 93.83%。无形资产包括土地使用权、计算机软件、电路及设备使用权等，以成本计量，均采用平均摊销法。计算机软件摊销额占比最大，2016 年占比为 83.23%。固定资产折旧占折旧及摊销合计值的 94%。

考虑到公司固定资产每年变化包括购置、在建工程转入以及处置或报废，给预测带来难度。相对粗略估计如下：按照 2016 年各固定资产原值以及当年计提折旧，采用 5%净残值率，计算各类固定资产剩余折旧年限，并根据各类资产账面价值加权平均得到原有固定资产折旧年限；新增固定资产折旧年限类同。

假设 2017-2019 年折旧及摊销²⁴情况如下。

表 21：中国联通销售通信产品项目预测

单位：亿元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固定资产折旧	458.75	523.39	552.28	578.08	641.69	690.75	684.21	670.73	651.27	670.38	687.97
无形资产摊销	13.25	16.45	19.82	23.70	28.92	35.95	38.75	43.44	43.90	44.86	46.04
合计	472.00	539.84	572.10	601.79	670.61	726.70	722.96	714.17	695.17	715.24	734.01
资本开支	1,124.70	701.90	766.60	997.90	734.60	848.80	1,338.80	721.10	450.00	500.00	600.00
折旧与摊销	462.82	523.33	552.16	577.02	642.24	706.80	733.57	730.50	720.00	725.00	735.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：灰色底色单元格为核心假设

五、销售费用及管理费用

2014-2016 年中国联通销售费用占营收比重分别为 13.9%、11.5%、12.64%（同期中国移动分别为 11.81%、8.96%、8.12%）；管理费用占营收比重分别为 5.20%、5.69%、6.13%（同期中国电信的“销售、一般及管理费用”占营收比重为 19.33%、16.45%、16.01%），中国联通的销售费用及管理费用的控制水平弱于中国移动和中国电信。从 2017H1 业绩来看，公

²³ 联通红筹公司按照国际/香港财务报告准则，联通 A 股采用中国会计准则，导致双方财务报告部分项目略有差异。除非特殊说明，本文采用联通 A 股披露数据进行分析，并以此作为联通红筹价值分析依据，忽略项目差异造成的偏差

²⁴ 这里折旧及摊销为主营业务收入的不包括管理费用的折旧与摊销

司成本管控已开始体现效果，销售费用同比下降。考虑到混改引入互联网企业、垂直行业公司等战略投资者，有望提高企业效率和竞争能力。我们假设 2017-2019 年公司销售费用率为 12.0%、11.8%、11.5%；管理费用率为 7.2%、7.0%、6.8%。

六、财务费用

中国联通 2014-2016 年财务费用分别为 43.33、64.93、38.55 亿元。本次混改方案中非公开发行募集资金 617.25 亿元，资金净额全部注入联通红筹公司，按照战略投资者资金到位大概在 2017 年底或者 2018 年初估算，2018 年以后财务费用将有较大改善。

3.4 铁塔影响

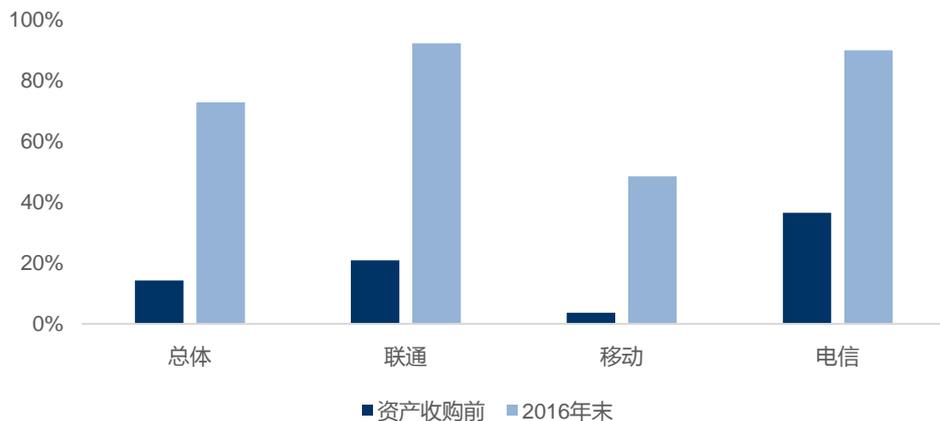
预计未来铁塔上市可提升 A 股联通约 15%~25% 的价值。联通 A 股主要通过子公司间接参股中国铁塔，享有部分铁塔的权益。预计铁塔公司未来的上市必然会带来该部分净资产的估值溢价，提升联通 A 股的内在价值，但由于铁塔公司是联通的参股企业，采用权益法核算，并不会按照公允价值调整当期资产负债表。我们采用 FCFF、PB、PS 多种估值方式对铁塔公司未来上市可能对公司带来的影响进行了测算。

采用 FCFF 估值，预计铁塔未来上市后市净率有望达到 3~5 倍，对应 A 股联通价值增厚约 15%~20%。

收入端预测：

铁塔未来几年收入有望保持较快增长。主要原因是：1) 运营商的扩张增加了对于铁塔使用数量的要求。15、16 年，中国铁塔分别向运营商建设交付了 48.5 和 65.8 万座铁塔，而中国铁塔向运营商收购的总铁塔数量为 140 万左右。快速增长的铁塔使用量必然会利好中国铁塔营业总收入。2) 铁塔的共享率在不断攀升。铁塔公司收购运营商铁塔资产后，由过去的各自建、各自维、各自运营到一家建、维、营，三家共享。铁塔共享率从 14.3% 快速提升到 73%，其中中国移动从 3.6% 提升到 48.6%，中国电信从 36.6% 提升至 90.1%，中国联通从 20.9% 提升到 92.4%。快速增长的共享率既有效的降低了单个运营商的租赁费用，也提升了铁塔公司单铁塔收入额。

图 21：中国铁塔收购运营商资产后共享率明显大幅提升



资料来源：公开资料、申万宏源研究

根据铁塔公告，公司 2016 年和 2017 年 Q1 的息税前净利润率分别达到 9.12% 和 12.79%。我们据此假设公司的息税前净利润率为 10%。同时如若铁塔上市募集资金后，相应负债率会减少，财务费用的下降会提升公司整体的利润率。

表 22：中国铁塔现金流数据预测摘要

人民币：百万	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	55,596	85,547	127,026	157,328	162,048
息税前净利润(假设 10%比率)	5,125	8,554	12,702	15,732	16,204
税收 (25%)	30	2,138	3,175	3,933	4,051
经营性净利润	105	6,416	9,526	11,799	12,153
自由现金流	-19,807	-93,293	-3,321	32,466	39,221
无风险利率：3% 风险溢价：7% Beta:1.15 财务成本率：4% WACC:6.85% 永续增长率：2%					

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：灰色底色单元格为核心假设

混改前 A 股联通持有中国铁塔的股权比例约为 9.34%。联通 A 股公司持有联通 (BVI) 82.10% 的份额，联通 (BVI) 持有联通 (香港) 40.96% 的股份，而联通 (香港) 持有境内实际运营的中国联合网络通信有限公司 (运营) 100% 股权，后者占铁塔份额为 28.1%。层层叠加后，A 股联通占铁塔份额为 9.34%。

根据上述数据，假设公司 2020 年后按 2% 永续增长，我们通过对现金流的折现估算预测铁塔公司的净资产市值约为 4100 亿元，市净率为 3.25。

表 23：FCFF 估值如若铁塔上市预计可提升联通 14.97% 的市值 (2017 年 8 月 23 日)

内容	数值
A 股联通总股本 (百万股)	21,196
A 股联通享有铁塔净资产 (百万元)	11,773
A 股联通享有铁塔净资产提升 (百万元)	26,526
每股价值提升 (元)	1.25
A 股联通股价提升比例	14.97%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

同时我们对于 FCFF 估值法进行了敏感性分析，如若铁塔上市 A 股联通内在价值最大可提升约 20% 左右。

表 24：FCFF 敏感性分析 (2017 年 8 月 23 日)

EV/EBITDA	10.4	11.4	12.4	13.4	14.4
每股价值提升	0.87	1.06	1.25	1.44	1.63
股价提升比例	10.46%	12.71%	14.97%	17.22%	19.48%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

对照国内外可比铁塔公司，按平均 PB、PS 计算，A 股联通可获得的内在价值提升有望分别达到 27.73%，16.62%。由于公司目前盈利尚处于较低水平，净利润率较低，运营模式还在不断完善，铁塔共享率还未达到正常水平，整体处于不断增长的阶段，因此我们选用了 PB、PS 估值法来对未来铁塔公司可能上市的情形影响进行测算。

表 25: PB、PS 估值法预计铁塔未来上市可分别提升 A 股联通价值 24.78%和 14.85% (2017 年 8 月 23 日)

可比公司	PB	PS
巴帝电信	4.38	11.4
SMN 铁塔公司	4.02	8.8
Bersama 铁塔公司	16.59	6.6
风范股份	2.48	2.94
Comsys 控股公司	1.31	0.8
Ei 铁塔	2.93	5.5
戴康工业公司	4.24	0.9
美国电塔公司		9.2
冠城国际公司	4.86	8.7
SBA 通信		10.1
梅泰诺	1.76	11.02
平均	4.73	6.91
铁塔市值估计(百万元)	596215	407823
联通每股价值提升	2.07	1.24
每股市值提升比例	24.78%	14.85%

资料来源:公司公告,申万宏源研究

4. 估值水平分析

4.1 盈利预测

预测公司 2017-2019 年营收 2808.73、2921.27、3116.68 亿元，复合增速 5.34%；归母净利润 14.11、24.33、46.50 亿元，复合增速 81.54%。

表 26：中国联通盈利预测

单位：亿元	2016A		2017E		2018E		2019E	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
营业收入	2741.97	-1.03%	2808.73	2.43%	2921.27	4.0%	3116.68	6.69%
EBITDA ²⁵	804.86	-9.03%	828.75	3.0%	877.50	5.9%	975.96	11.2%
净利润	4.80	-95.40%	43.94	815.4%	75.77	72.4%	144.85	91.2%
归母净利润	1.54	-95.56%	14.11	816.2%	24.33	72.4%	46.50	91.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 相对估值

采用国际电信股作为相对估值参考对象，当前联通 A 股估值水平偏低。联通 A 股和联通红筹的预测 PE 均明显高于行业平均水平，考虑到未来公司折旧摊销以及财务费用压力减少，采用 PB 和 EV/EBITDA 估值指标更为合适。

表 27：中国联通和国际运营商估值比较（2017 年 8 月 23 日）

运营商	国家	PE			PB			EV/EBITDA			股息率		
		17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
AT&T	美国	13.07	12.76	12.52	1.88	1.83	1.77	6.74	6.64	6.59	5.11	5.21	5.32
Verizon	美国	12.88	12.69	12.63	7.10	5.78	4.97	6.96	6.87	6.86	4.78	4.88	4.99
US CELLULAR	美国	109.39	62.36	237.33	0.91	0.92	0.87	5.86	5.75	5.44			
Sprint	美国			254.85	1.78	1.80	1.77	6.13	6.02	5.83			
T-Mobile	美国	28.17	23.83	19.09	2.67	2.43	2.25	7.78	7.09	6.73			0.31
CenturyLink	美国	11.09	11.65	11.72	0.92	0.94	1.00	6.25	6.33	5.81	9.84	9.59	9.48
Rogers	加拿大	19.01	17.27	15.59	5.39	4.72	3.82	9.44	9.01	8.62	2.98	3.11	3.24
BCE	加拿大	17.61	16.77	15.80	3.44	3.18	2.93	8.73	8.41	8.19	4.84	5.05	5.32
Telstra	澳大利亚	13.05	12.08	12.08	3.40	3.30	3.20	6.14	5.89	5.86	7.33	6.96	6.82
Vodafone	英国		28.18	23.57		0.94	0.95		6.57	6.37		5.79	5.55
BT Group	英国		10.51	10.36		3.34	3.01		5.30	5.27		5.42	5.72
Deutsche	德国	16.69	16.69	16.69	3.51	3.34	3.16	7.75	7.80	7.78	4.62	4.62	4.60
Orange	法国	12.62	11.31	10.21	2.39	2.16	1.94	6.56	6.42	6.29	4.25	4.42	4.50
Vivendi	法国	11.45	10.72	9.63	0.78	0.74	0.69	5.54	5.46	5.31	0.24	0.71	1.30
Swisscom	瑞士	15.70	14.87	14.34	4.75	4.42	4.09	6.24	6.15	5.99	5.00	5.16	5.32

²⁵ EBITDA 反映了在计算财务费用、利息收入、应占联营/合营公司净损益、净其他收入、所得税、折旧及摊销前的年度盈利。适合作为资本密集型企业的估值指标。表中采用营业收入-营业成本（不含折旧、摊销）-营业税金及附加-销售费用-管理费用（不含折旧、摊销）-财务费用计算得到，最终数值与公司年报披露以及 Wind 计算数据有误差（误差比 Wind 数据小），采用以上方法计算

运营商	国家	PE			PB			EV/EBITDA			股息率		
		17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
Telefónica	西班牙	15.06	14.43	13.61	2.14	2.06	1.96	14.26	14.03	13.82	4.83	5.01	5.22
Telecom Italia	意大利	16.29	17.62	18.37	22.14	23.98	26.98	8.30	8.45	8.49	6.18	6.10	6.06
Telenor	挪威	8.62	8.50	8.63	1.21	1.10	1.02	5.57	5.46	5.35	3.74	3.80	3.80
SingTel	新加坡	11.97	10.79	9.97	1.27	1.17	1.08	3.84	3.73	3.51	2.66	3.01	3.32
StarHub	新加坡		14.13	13.30		1.66	1.58		6.53	6.33		3.86	4.14
SK Telecom	韩国		15.33	12.07		2.24	1.91		8.87	8.54		0.51	0.52
LG Telecom	韩国		12.72	11.88		1.88	1.73		5.79	5.59		3.11	3.39
Nippon	日本		61.61	33.98		2.26	2.15		8.25	7.25		0.47	0.62
Softbank	日本	17.89	15.60	14.07	2.47	2.36	2.21	6.19	5.97	5.74	4.17	4.53	4.93
KDDI	日本	14.13	13.07	12.15	1.19	1.16	1.11	5.09	5.04	4.89	4.57	4.87	5.10
Bharti Airtel	印度	26.66	21.57	18.62	1.28	1.28	1.23	18.24	14.62	12.72	2.43	2.47	2.75
平均值		15.66	16.86	24.23	2.55	2.28	2.10	6.62	6.58	6.36	4.56	4.29	4.26
China Mobile	中国	13.26	12.44	11.81	1.50	1.42	1.33	3.89	3.69	3.55	5.33	3.95	4.06
China Telecom	中国	12.94	11.63	10.63	0.79	0.76	0.73	3.45	3.28	3.15	3.12	3.46	3.68
China Unicom (港股)	中国	47.83	25.58	18.56	1.05	1.01	0.97	4.64	4.41	4.21	0.69	1.36	1.73
平均值		24.68	16.55	13.67	1.11	1.06	1.01	3.99	3.79	3.64	3.05	2.92	3.16
中国联通 (A股)	中国	135	101	50	2.1	1.7	1.7	4.4	3.0	2.3			

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究 (除联通 A 股之外, 其他数据均采用 Bloomberg 数据)

备注: 计算 PE 均值时排除美国 US CELLULAR 数据; 计算 PB 均值时排除意大利 Telecom Italia 数据; 计算 EV/EBITDA 均值时排除西班牙 Telefónica 和印度 Bharti Airtel 数据

备注: 假设 2017 年 10 月底完成本次非公开发行

截至 2017 年 8 月 24 日, 联通 A 股相对联通红筹溢价为 123%。联通 A 股自 2016 年 9 月 28 日至 2017 年 4 月 6 日, 期间涨幅为 78.71%, 最高涨幅达到 92.58%, 4 月 6 日开始停牌。联通红筹自 2016 年 9 月 28 日至 2017 年 8 月 23 日涨幅为 26.20%。

图 22: 目前联通 A 股相对联通红筹溢价 123% (2017 年 8 月 24 日)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

除了选择国际电信运营商以及联通红筹作为相对估值比较对象之外, 我们又选择国内大盘股进行比较。采用 2017 年 8 月 23 日股票市值, 中国联通市值 1899 亿元, 位列第 36 位, 取上下各 5 个公司进行估值比较。

表 28：中国联通和国内大盘股的估值比较（2017 年 8 月 23 日）

	PE			PB		
	16A	17E	18E	16A	17E	18E
中国中铁	14.89	13.70	12.20	1.44	1.29	1.19
平安银行	6.84	7.56	6.93	0.77	0.85	0.77
新华保险	28.79	34.20	27.23	2.31	3.04	2.75
宝钢股份	23.98	12.74	11.02	0.86	1.19	1.16
国泰君安	12.45	15.87	14.19	1.42	1.59	1.48
中国铁建	11.89	10.42	9.28	1.24	1.15	1.04
海通证券	16.26	17.46	14.60	1.64	1.42	1.31
恒瑞制药	42.24	49.14	40.64	8.62	9.90	8.02
中油资本	-20.89	23.81	20.35	0.08	2.16	1.88
招商蛇口	15.15	13.15	11.01	2.30	2.32	2.00
平均	17.63	17.67	14.99	1.41	1.77	1.60
中国联通	1150	135	101	2.3	2.1	1.7

资料来源：Wind，申万宏源研究（除中国联通之外，其他采用 Wind 数据）

备注：计算平均值时排除最大最小值（恒瑞制药和平安银行），16 年 PE 均值还排除中油资本负 PE

4.3 投资建议

从相对估值水平比较来看，联通红筹公司估值更具吸引力：PB 值远低于国际电信企业平均水平，AH 溢价超过 120%，未来联通红筹配售或供股引入资金等因素形成联通红筹股价上涨动力。

中国联通作为混改标杆，联通 A 股作为混改平台同时也是 A 股市场唯一电信企业，股价受估值、情绪、资金等多重因素影响：

1. 情绪层面，下半年国企改革存在持续催化预期。中国联通自停牌以来沪深 300 指数上涨 7.77%，上证 50 上涨 10.74%；
2. 资金层面，中国联通中报披露，公司第二大股东为中央汇金资产管理有限责任公司，第 3-10 大股东为各类中证金融资产管理计划。Wind 数据显示，基金持仓水平较低。
3. 估值角度，预计混改方案在 2018 年开始体现效果，考虑中国铁塔上市预期以及未来资金注入联通红筹公司后 AH 股折算比例有望提高等因素，给予公司 2018 年 PB 为国际电信企业平均水平 2.30 倍，当前股价对应 2018 年 PB 为 1.7；

对联通 A 股首次覆盖并给予“增持”评级。假设今年 10 月底完成非公开发行，计算得到 2017-2019 年摊薄 EPS 为 0.06、0.08、0.17；PB 分别为 2.1、1.7、1.7；EV/EBITDA 分别为 4.4、3.0、2.3。公司 2018 年 PB 对标国际电信企业平均水平 2.30 倍，给予“增持”评级。

4.4 财务摘要

表 29: 合并损益表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	277,049	274,197	280,873	292,127	311,668
移动通信业务	142,596	145,020	154,202	160,744	168,342
固网通信业务	91,283	94,660	97,671	102,382	114,326
销售通信产品	41,770	33,220	29,000	29,000	29,000
其他	1,400	1,297			
营业总成本	270,977	275,200	278,189	285,195	294,653
营业成本	207,704	211,584	214,932	222,628	232,067
折旧及摊销	73,357	73,050	72,000	72,500	73,500
网间结算支出	13,093	12,739	12,336	11,252	10,942
人工成本	25,704	27,117	29,015	30,756	32,294
网络运行及支撑成本	42,308	51,167	57,310	62,468	68,090
信息与通信技术服务成本	3,920	4,924	5,909	6,972	8,227
其他	5,276	6,059	6,362	6,680	7,014
销售通信产品	44,046	36,529	32,000	32,000	32,000
营业税金及附加	885	1,064	1,090	1,134	1,210
销售费用	31,965	34,646	33,705	34,471	35,842
管理费用	19,840	19,874	20,223	20,449	21,193
财务费用	6,493	3,855	4,239	2,514	341
资产减值损失	4,090	4,177	4,000	4,000	4,000
公允价值变动损益	45	(14)	0	0	0
投资收益	(405)	743	1,593	1,822	2,145
营业利润	5,711	(275)	4,278	8,754	19,160
营业外收支	8,156	856	1,050	1,050	1,050
利润总额	13,867	581	5,328	9,804	20,210
所得税	3,432	101	934	1,995	4,516
净利润	10,434	480	4,394	7,808	15,693
少数股东损益	6,963	326	2,983	5,302	10,655
归属于母公司所有者的净利润	3,472	154	1,411	2,507	5,038

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 30: 合并资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	59,758	82,234	117,996	220,378	271,946
现金及等价物	22,113	25,518	84,002	185,576	235,790
应收款项	30,432	49,087	26,325	27,040	28,281
存货净额	3,946	2,431	2,472	2,564	2,678
其他流动资产	3,267	5,197	5,197	5,197	5,197
长期投资	37,826	37,749	37,749	37,749	37,749
固定资产	453,146	449,900	416,269	386,310	364,928
无形资产及其他资产	64,589	46,024	42,635	39,249	36,145

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产总计	615,319	615,907	614,648	683,686	710,768
流动负债	338,198	341,569	322,882	329,928	338,570
短期借款	88,052	98,746	76,994	76,994	76,994
应付款项	220,859	193,716	196,781	203,828	212,470
其它流动负债	19,945	35,958	35,958	35,958	35,958
非流动负债	43,075	43,831	46,507	49,255	52,002
负债合计	381,273	385,400	369,389	379,183	390,572
股本	21,197	21,197	22,703	30,234	30,234
资本公积	27,812	27,812	36,592	80,497	80,497
盈余公积	1,203	1,338	2,575	4,773	9,190
未分配利润	30,637	29,433	29,607	29,916	30,538
少数股东权益	155,364	153,004	155,988	161,289	171,944
股东权益	234,046	230,507	247,465	306,709	322,402
负债和股东权益合计	615,319	615,907	616,854	685,892	712,974

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 31：合并现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10,434	480	4,394	7,808	15,693
加：折旧摊销减值	82,945	82,727	73,517	75,524	77,401
财务费用	6,521	4,022	4,239	2,514	341
非经营损失	(237)	(2,321)	(1,593)	(1,822)	(2,145)
营运资本变动	5,011	331	26,060	6,014	6,897
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	89,233	79,525	106,617	90,038	98,188
资本开支	90,562	96,059	36,769	41,955	52,525
其它投资现金流	(788)	308	1,636	1,800	2,146
投资活动现金流	(91,353)	(95,749)	(35,133)	(40,155)	(50,380)
吸收投资	1	270	10,287	51,436	0
负债净变化	8,069	25,858	(19,006)	2,747	2,747
支付股利、利息	9,562	8,864	4,239	2,514	341
其它融资现金流	0	639	0	0	0
融资活动现金流	(1,492)	17,903	(12,958)	51,669	2,406
净现金流	(3,539)	1,836	58,526	101,552	50,214

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 32：重要财务指标

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.01	0.06	0.08	0.17
每股经营现金流	4.21	3.75	5.03	4.25	4.63
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.71	3.66	4.03	4.81	4.98
关键运营指标(%)					
ROIC	3.1	1.5	2.7	4.3	8.4
ROE	4.4	0.2	1.5	1.7	3.3
毛利率	25.0	22.8	23.5	23.8	25.5
EBITDA Margin	33.0	29.7	27.2	27.7	29.1
EBIT Margin	4.5	1.0	2.5	3.2	5.6
收入同比增长	(4.0)	(1.0)	2.4	4.0	6.7
净利润同比增长	(12.8)	(95.6)	815.6	77.7	101.0
资产负债率	62.0	62.6	60.1	55.5	55.0
净资产周转率	3.52	3.54	3.07	2.01	2.07
总资产周转率	0.45	0.45	0.46	0.43	0.44
有效税率	24.0	(62.6)	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	51.0	1150.1	134.5	100.8	50.2
P/B	2.3	2.3	2.1	1.7	1.7
EV/Sale	1.5	1.5	1.2	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	5.1	4.4	3.0	2.3

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。