

# 中国联通（600050）研究报告

2015年12月31日

## 联吴抗魏，逆境崛起

买入（首次）

分析师 徐力

S0600515080001

[xul@dwzq.com.cn](mailto:xul@dwzq.com.cn)

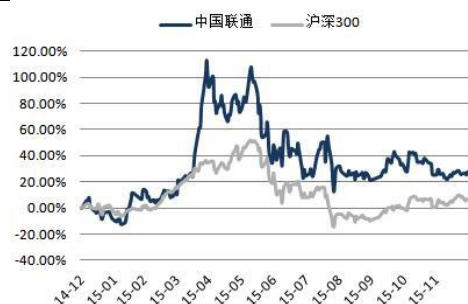
联系人 孙云翔

[sunyx@dwzq.com.cn](mailto:sunyx@dwzq.com.cn)

### 投资要点

- 核心观点：**4G 牌照发放之后，中国运营商市场中，中移动一家独大势头越发严重，逼迫联通和电信采用三国演义中“联吴抗魏”的方式，合力对抗中移动。两家公司在人员、网络、终端各个层面联合行动，将给联通产生巨大的“合作红利”。国家授意下的深度合作，也让运营商重大重组有很大的想象空间，有望发生更大的“合并红利”。
- 扭转思路，积极追赶 4G 网络差距：**相对于中移动，中国联通部署 4G 网络有四个方面的优势：1.使用更为成熟的 LTE-FDD 网络制式，后续演进能力更强，而且应用频段覆盖能力更强；2.采用激进的频率重耕方式向 4G 网络提供了更多优质频率资源，大大提高了网络效率；3.与电信基站共建共享，提升了投资效率，保障了更多基站部署；4.网络建设后发优势，利用边运营边建设所积累的网络数据优化网络建设方案。因此，2016 年，联通将在 4G 网络重点部署城市对移动形成较大的局部优势，保卫联通移动宽带优势品牌。
- 激进的 4G 用户和业务发展思路：**联通全面开放 4G 网络权限，大力促使 2G/3G 用户向 4G 网络迁移，提升整体 ARPU 值，保持有充分的空间进行定向流量合作和流量价格战。预计 2016 年第二季度，价格战集中爆发之后，联通将扭转用户数持续下降的颓势，在移动通信市场逐渐占据主动。
- 风险提示：**经营业绩不如预期，用户发展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	6.32
一年最低价/最高价	4.23/10.63
市净率	1.69
流通 A 股市值(百万元)	133900

### 基础数据

每股净资产（元）	3.70
资产负债率（%）	58.47
总股本（百万股）	21196.6
流通 A 股（百万股）	21196.6

## 1. 我国运营商竞争和发展现状

### 1.1. 通信“管道”相对滞后，但发展迅速

2009 年 1 月，中国开始 3G 商用，中国移动获得 TD-SCDMA 牌照，中国电信获得 CDMA2000 牌照，中国联通获得 WCDMA 牌照。由于国内龙头运营商获得不成熟制式，同时智能终端还在成长期，导致移动互联网在中国没有真实启动。2013 年 12 月，中国开始发放 4G 牌照，三家运营商同时获得 TD-LTE 牌照，在 2015 年 2 月，中国联通和中国电信获得 LTE-FDD 牌照。总体上，3G 时代与世界先进网络水平差距 8 年，到 4G 时代与世界先进网络水平差距 4 年。中国“管道”处于高速发展状态，2015 年中国几乎与世界先进国家同时开展 5G 网络技术研究，可以预见，5G 时代中国应该能追上世界先进国家。

### 1.2. 3G/4G 网络运营期间，运营商之间苦乐不均

在 2009 年发放 3G 牌照后，三大运营商的竞争格局发生巨大变化，截止到 2013 年 12 月，虽然中国移动占有总用户数的 62%，但是 3G 用户力量对比已经发生变化，中国移动只占有 46%，假以时日，三家运营商移动通信力量将会更加均衡。

图表 1: 2013.12 至 2015.10 各运营商用户数统计

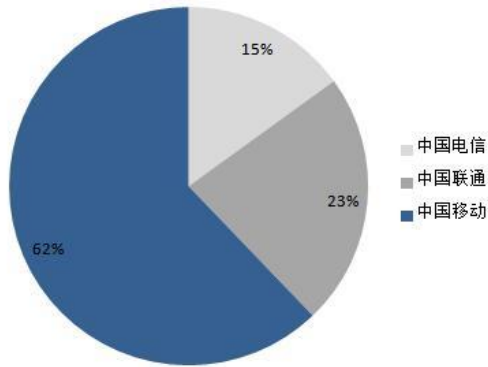
指标名称 (百万用户)	2013-12	2015-10	增幅
中国电信: 移动用户数	185.58	195.54	5.37%
中国电信: 3G&4G 用户数	103.11	139.11	34.91%
中国联通: 移动用户数	280.98	287.27	2.24%
中国联通: 3G&4G 用户数	122.6	176.49	43.96%
中国移动: 移动用户数	767.21	823.98	7.40%
中国移动: 4G 用户数	0	267.31	-
中国移动: 3G 用户数	191.62	187.07	-
中国移动: 3G&4G 用户数	191.62	454.38	137.13%

资料来源: Wind

但是，由于 2013 年 12 月 4G 牌照的快速发放，TD-LTE 和 LTE-FDD 两种制式没有本质差异，中国移动巨大体量和巨大影响力发挥的淋漓尽致，终端价格在 1 年内降到千元内，全国铺设 100 万个基站，力量对比又向中国移动倾斜。

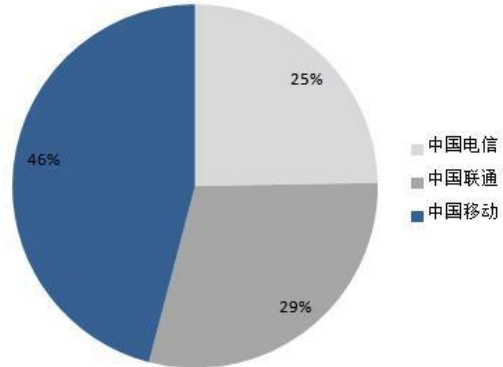
图表 2: 2013 年移动用户数

图表 3: 2013 年 3G&4G 用户数



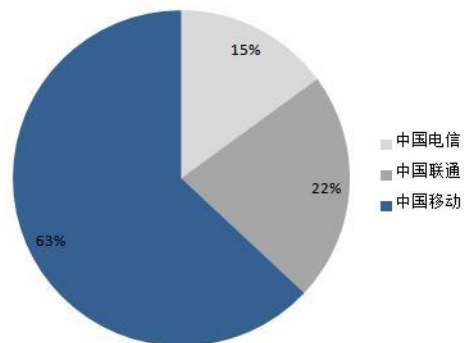
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 2015 年移动用户数

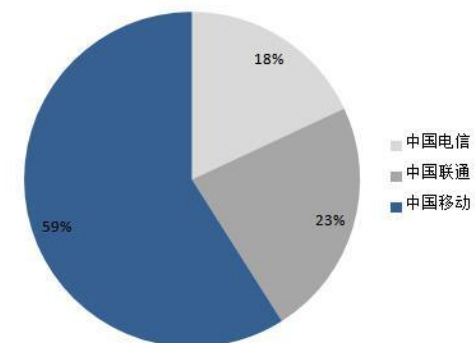


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 2015 年 3G&4G 用户数



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

截止 2015 年 10 月, 中国移动占有总用户的 63%, 而 3G&4G 用户占据 59%, 预计 4G 用户的占比更高, 再次形成一家独大的情况。

## 2. 电信联通“联吴抗魏”，产生巨大合作红利

### 2.1. 合作背景和意义

用户数是运营商实力和经营状况最直观反映, 一般来说运营商实力与用户数的平方成正比。近两年来, 中移动凭借 4G 网络优势, 发展用户速度得到明显提升, 尤其是 3G&4G 用户提升速度远超中国联通和中国电信, 进一步扩大了相对优势。

2015 年 8 月, 三大运营商同时换帅, 其中中国电信王晓初改任中国联通董事长, 中国联通常小兵改任中国电信董事长。在中移动一家独大的背景下, 电信和联通的一把手对调, 有明显的合作意味。工信部治下的中国电信运营商格局中, 培养具备强大国际竞争力的运营商和保持运营商间适度合理的竞争水平一直都是工信部考虑的两个方面。保持强大的中国移动能完成国际竞争的任务, 那么为了保持国内运营商间均势, 电信和联通的合力, 则是当前最可能的举措。

### 2.2. 人员、网络、终端的全方面合作

2015 年是电信与联通展开全面合作的元年。两家公司从人员、网络、终端等多个方面进行了深入合作的尝试:

1.2015 年下半年，中国联通发布了《关于成立“网络建设领域深度合作”工作组的通知》，要求在集团、省公司、市公司三个层面与中国电信成立联合工作组，建立完善的联合工作机制，有效的保障两家公司在网络和终端方面的合作进行。

2.2015 年 10 月起，中国联通联合中国电信初步制定了《联通和电信 4G 网络的共享建议》，提出了包括基站、机房、传输在内的资源、技术共享路径，并积极开展共享技术测试工作。资源和技术的共享，意味着两家公司用于网络建设的资本开支使用效率的提高，考虑到电信和联通获得的 LTE-FDD 频段一致，我们预计网络投资使用效率提升幅度在 50% 左右，即现有 1 元网络投资可以完成原来使用 1.5 元投资完成的网络建设。

**图表 6: 2014 年运营商资本支出情况**

公司	等效的资本支出金额 (亿元)
中国移动	2135
中国联通	848.8
中国联通 (与电信合作)	1273.2
中国电信	768.9
中国电信 (与联通合作)	1153.35
中国联通&中国电信	1617.7
中国联通&中国电信 (合作)	2426.55

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

电信与联通合作后，由于效率提升，两家等效资本支出之和将超过移动。2014 年，中国移动创造了一年部署 70 万个 4G 基站的网络建设奇迹，那么电信联通展开合作后一年内也能在网络建设上达到相似的成就。

3.2015 年 12 月 11 日，中国联通和中国电信联合发布《六模全网通终端白皮书》，标志着三家运营商独立推动各自终端产业链时代的结束。六模全网通终端将支持电信和联通所有的 2G/3G/4G 网络制式，考虑到电信和联通获得的 LTE-FDD 频段一致，定制的全网通终端的芯片成本增加不多，两家公司联合议价能力的提高，使得终端补贴资金使用效率可以得到明显提升，预计提升幅度在 60% 左右，即现有 1 元终端补贴可以实现原来 1.6 元的终端推广效果。

**图表 7: 2014 年运营商终端补贴情况**

公司	等效的终端补贴金额 (亿元)
中国移动	210
中国联通	46.4
中国联通 (与电信合作)	74.24

中国电信	153.4
中国电信（与联通合作）	245.44
中国联通&中国电信	199.8
中国联通&中国电信（合作）	319.68

资料来源：Wind

电信与联通合作后，由于效率提升，两家等效终端补贴之和将大幅超过移动。这对于本来就占据国际主流制式的电信和联通来说，终端渗透率将发生明显改善，有效提升了 4G 网络使用效率。

### 2.3. 时机日渐成熟，更深重组可期

目前联通和电信在人员、网络、终端方面已经展开深入合作，虽然并不是合并的充分必要条件，但的确起到非常积极的作用。

中国联通新任董事长王晓初，是一位深耕电信行业十多年高级领导。身为中央候补委员的他，这次调任的人事安排，应该是高层经过成熟考虑进行的安排。在运营商一强两弱的格局下，由人事调动能否引发运营商再次重大重组，有巨大的想象空间。

一旦发生合并，电信联通的合作红利，将由于“1+1>2”的效应，变成巨大的合并红利，将极大地提升合并后公司的竞争实力，深刻改变国内运营商的格局。

## 3. 网络升级加速，形成局部网络优势

### 3.1. 成熟网络制式和优势覆盖网络帮助提升局部网络优势

中国移动凭借庞大的资金优势和执行效率，2 年之内在全国建设了一张超过 100 万基站的世界第一的 TD-LTE 网络，覆盖范围之广，远超联通的 4G 网络。中国联通新任一把手王晓初，来到联通之后，坚决而快速的调整公司发展思路，将全部重心和主要资源转移到 4G 网络建设和业务发展上，加快了追赶移动的步伐。

而且联通 4G 网络有三大优势：

1. 联通 LTE-FDD 网络制式更加成熟，所能提供的业务速率能达到 150Mbps，超过移动 TD-LTE 网络提供的速率，在与移动相同覆盖条件下，能提供更好的用户体验。

2. 联通主力 4G 网络使用的频段为 1800MHz，比移动的 1900MHz、2600MHz 频段都低，信号传播特性优于移动。据估计，联通和移动采用共基站部署场景下，联通 4G 信号将优于移动 30%-50%。考虑到在城区，各家运营商基站部署密度受限于站址资源，差别并不大，电信与联通基站资源共享更是使得联通能在 4G 网络重点发展的城市里取得局部网络优势。4G 时代之后，联通有望摘掉 2G 时代以来的“信号差”的帽子，以更强势的网络与移动进行竞争。

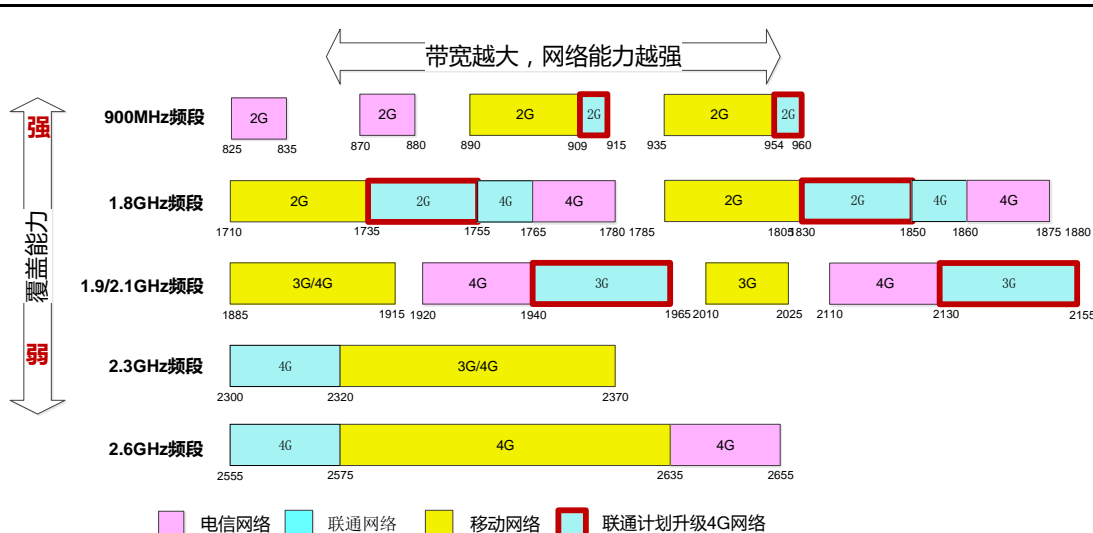
3. 联通 LTE-FDD 网络向 4G+ 技术演进快于移动，有望最快明年初开放基于载波聚合技术的超高速 4G 网络，届时部分高端手机用户能体验到最高超过 300Mbps 的业务速率。

综上所述，联通虽然在整体基站数量上落后于移动。但是在 4G 网络竞争最激烈的城市，联通依靠网络成熟度和强覆盖能力能形成针对移动的局部优势。

### 3.2. 2G/3G 网络频率重耕，大力改善网络能力

中国移动通信牌照采取的是网络制式与频段绑定的方式发放给运营商，运营商使用的频率和网络制式都是由国家指定，不能随意更改。

图表 8：国内运营商频率分配示意图



资料来源：东吴证券研究所

中国移动拥有优势频率资源，但限于工信部的管制，并不能随意将优势频率资源变为 4G 使用，大量优质的低频资源只能使用 2G 制式，造成了极大的资源浪费。而中国联通处于弱势地位，在工信部的默许下，积极推进优质频率资源重耕，将低效的 2G/3G 网络升级为 4G 网络，在频率资源不占优势的情况下，以牺牲 2G/3G 网络质量为代价，优先保障 4G 网络优势。

中国联通正在积极进行 900MHz、1800MHz 以及 2100MHz 频率资源重耕，预计最快在 2016 年能重耕 60MHz 频率资源。这部分频率都属于低频优质频率，覆盖能力强于移动现有 4G 频率，这将给联通 4G 网络带来极大的进步。

### 3.3. 低成本的 4G 部署方案，后发优势明显

首先，铁塔公司的成立，从根本上改变了基础设施的力量对比的不平衡，三家运营商基础设施存在再平衡的机会。其次，随着 4G 基站产业链的成熟，价格大幅度下降，同时电信联通可采用 SDR 的方式升级部分合适的基站，4G 的建设成本会大幅度下降。第三，电信联通采用共享网络或室内覆盖方式，一方面大幅度降低建设成本，另外由于数据业务 70% 以上发生在室内，使得双方的覆盖范围大为扩大。

移动采取大跃进的方式进行 4G 建设，虽然成果显著，但是规划设计

以及实施工期太紧张，必定导致建设方案并不是最优，部分基站建设完毕后使用情况不佳，造成投资浪费。而联通采用边运营边建设的方式，可以通过现网运营数据分析，得到最优的网络建设和优化方案，使得基站优先建设在高业务高价值区域，保障了有限资金的高效率使用，也提高了网络质量。

#### 4. 激进的 4G 用户和业务发展思路，4G 时代后发制人

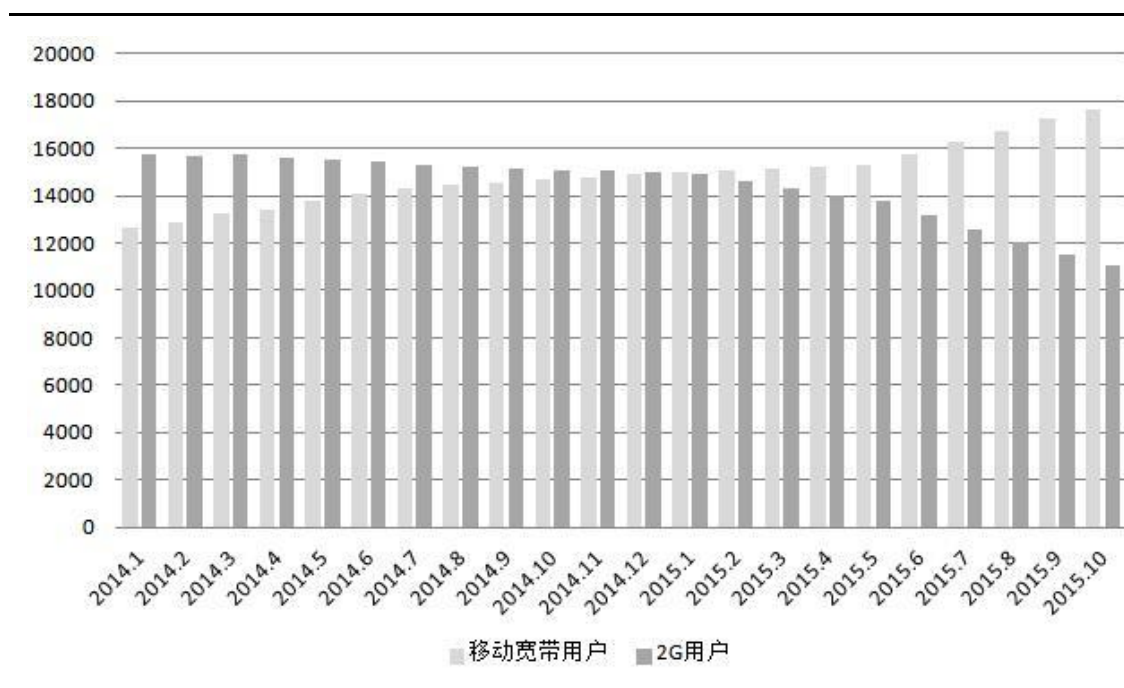
##### 4.1. 全面开放 4G 网络权限，力推 2G/3G 用户迁移

用户要使用 4G 网络需要满足两个条件：一个是用户终端要支持该网络制式，另一个是运营商要开放该用户使用 4G 的权限。

3G 时代，2G 用户要使用 3G 网络，必须到营业厅主动申请开通权限，甚至还必须放弃老号码，使用专门的 3G 新号码。现在所不同的是，联通主动地放开全网所有用户的 4G 网络使用权限，不需要去营业厅办理，更不需要换号，直接把全部手机具备 4G 能力的用户变为 4G 用户。

另外一方面，仍存在较大比例的用户使用旧款手机甚至功能机，无法使用 4G 网络。联通在终端营销方面完全向 4G 终端倾斜，几乎所有的终端补贴都流向 4G 终端，有力的保证了 2G/3G 用户向 4G 迁移。

图表 9：中国联通 2G 用户数和 3G/4G 用户数变化趋势



资料来源：上市公司年报，东吴证券研究所

近几个月来，中国联通发生连续用户数下降，其中有公司清除过去用户统计水分的原因，另外也可以看到下降的主要是 2G 用户，移动宽带用户数仍保持一定的增长趋势。根据年报提供的数据，2G 用户和移动宽带用户的 ARPU 值差异巨大。

图表 10：不同类型用户 ARPU 值及计算

2G 用户 ARPU 值	30 元
--------------	------

2G 用户数	11078 万
移动宽带用户 ARPU 值	63.6 元
移动宽带用户数	17648.5 万
考虑 2G 用户全部转网，营业收入增加值	446.66 亿元

资料来源：Wind，东吴研究所

联通考虑在 2018 年完成 2G 网络全面清退，届时将不存在 2G 用户，所有用户都成为移动宽带用户。这部分用户的转换，将给中国联通带来超过 446.66 亿元的营业收入增量，即自 2016 年起，平均每年增加约 150 亿元。

#### 4.2. 与内容提供商推出合作套餐，争夺高价值用户

2015 年 8 月，中国联通率先分别推出三款定向流量的合作套餐，分别是沃派 39 元优酷视频卡、沃派 36 元酷狗音乐卡和沃派 36 元沃游戏卡，所囊括的内容提供商包括：畅销图书包、个性化铃声包、酷狗音乐、腾讯视频、沃游戏、携程旅行包、新浪微博、优酷视频。

套餐中包含 100 分钟本地语音和 450MB 本地流量，扣除语音部分费用，合作套餐相当于以 30 元左右的价格提供高达 6.45GB 的数据业务服务，折合 4.65 元/GB，对高流量消耗的用户来说非常有吸引力。关注到目前参加合作的内容提供商还不够多不够全面，不过这一类合作套餐模式继续发展下去，无疑将帮助联通在高流量消耗高价值用户群中建立良好的品牌形象。

#### 4.3. 开启价格战，扭转用户下行趋势

我们大胆预测，联通当前改变市场格局最有效和最直接的方法就是价格战，流量大降价。原因有三：首先，中国移动已经有了 2.6 亿 4G 用户，因为顾忌公司营收和利润出现较大波动并不愿意主动大幅降低资费，而联通的 4G 用户还比较少，在网络投资已经完成的情况下，更愿意以价格战的方式抢用户。其次，联通 4G 网络刚刚建成，网络负载小，对于少量用户的大流量可以容忍，而移动网络用户众多，如果单个用户流量一旦大幅度上升，网络的压力剧增和用户感知体验将会大幅度下降。第三，工信部治下的运营商市场，移动一家独大的情况下，上层管制将是不对称的。工信部部长苗圩在十八届五中全会后公开表示：“三大运营商的竞争格局是不均衡的，工信部要力推建立一个相对均衡的竞争格局。”，因此对于联通的价格战，国家会睁一只眼闭一只眼，而移动要开打价格战，管制将会随之而来。

2015 年 11 月 27 日，联通率先推出“永不清零”的流量套餐，以流量银行的形式保障用户剩余流量的长期使用。这不仅迎合了总理提出要提网速、降网费、流量不清零等要求，向上级部门表忠心，另一方面更是抢先挑起了价格战的序幕。预计 2016 年第二季度将是联通高调价格战营销的集中爆发点，届时市场格局将向着有利于联通的方向变化。



中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>56620.7</b>	<b>103228.9</b>	<b>108166.0</b>	<b>113676.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>288570.9</b>	<b>305005.6</b>	<b>321186.5</b>	<b>338077.0</b>
现金	25399.7	27078.0	28015.0	29643.0	营业成本	199936.9	211675.4	222425.6	230078.2
应收款项	21472.0	52644.8	55437.7	58353.0	营业税金及附加	4721.3	3050.1	3211.9	3380.8
存货	4378.5	17398.0	18281.6	18910.5	营业费用	40193.4	39650.7	41754.2	43950.0
其他	5370.5	6108.1	6431.7	6769.5	管理费用	23419.7	19157.6	20099.8	21085.6
<b>非流动资产</b>	<b>490503.9</b>	<b>512137.4</b>	<b>530753.1</b>	<b>543886.4</b>	财务费用	4333.1	5741.8	5731.9	5237.9
长期股权投资	3056.5	3059.7	6063.1	6063.1	投资净收益	363.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	436330.9	458818.4	475259.4	489193.8	其他	-436.5	857.2	828.6	801.0
无形资产	25716.5	24859.3	24030.7	23229.7	<b>营业利润</b>	<b>15893.4</b>	<b>26587.3</b>	<b>28791.8</b>	<b>35145.4</b>
其他	25399.9	25399.9	25399.9	25399.9	营业外净收支	-56.9	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>547124.6</b>	<b>615366.3</b>	<b>638919.1</b>	<b>657562.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>15836.5</b>	<b>26587.3</b>	<b>28791.8</b>	<b>35145.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>291164.0</b>	<b>341323.2</b>	<b>340312.7</b>	<b>335057.3</b>	所得税费用	3868.6	3988.1	4318.8	5271.8
短期借款	104701.3	117486.0	105055.3	91261.9	少数股东损益	7986.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	112480.5	115986.5	121877.0	126070.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3981.7</b>	<b>22599.22</b>	<b>24473.00</b>	<b>29873.63</b>
其他	73982.2	107850.6	113380.4	117725.2	EBIT	23894.2	32329.1	34523.6	40383.4
<b>非流动负债</b>	<b>25632.6</b>	<b>25632.6</b>	<b>25632.6</b>	<b>25632.6</b>	EBITDA	96563.8	73812.0	80373.7	89969.5
长期借款	419.8	419.8	419.8	419.8					
其他	25212.8	25212.8	25212.8	25212.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>316796.6</b>	<b>366955.8</b>	<b>365945.4</b>	<b>360689.9</b>	每股收益(元)	0.19	1.07	1.13	1.38
少数股东权益	152991.4	152991.4	152991.4	152991.4	每股净资产(元)	3.65	4.50	5.38	6.48
归属母公司股东权益	77336.5	95415.9	116975.7	140874.6	发行在外股份(百万股)	21196.6	21196.6	21723.6	21723.6
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>547124.6</b>	<b>615363.1</b>	<b>635912.5</b>	<b>654556.0</b>	ROIC(%)	5.3%	7.4%	7.5%	8.6%
					ROE(%)	5.1%	23.7%	20.9%	21.2%
					毛利率(%)	29.1%	29.6%	29.7%	30.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EBIT Margin(%)	8.3%	10.6%	10.7%	11.9%
经营活动现金流	92429.2	52498.0	77743.3	84115.6	销售净利率(%)	1.4%	7.4%	7.6%	8.8%
投资活动现金流	-75033.9	-59084.6	-61462.4	-62719.4	资产负债率(%)	57.9%	59.6%	57.3%	54.9%
筹资活动现金流	-13585.8	8264.9	-15343.9	-19768.1	收入增长率(%)	-5.0%	5.7%	5.3%	5.3%
现金净增加额	3809.3	1678.3	937.0	1628.0	净利润增长率(%)	15.7%	467.6%	8.3%	22.1%
企业自由现金流	12025.3	-1710.9	21153.0	25848.4					

数据来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

