

方案发布在即，混改标杆“一触即发”

证券分析师：程成

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券分析师：王齐昊

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002

E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn

中国联通（600050）分析PPT

欢迎参考《中国联通改革才能带来
机会》2016.10.11

2017年8月6日

混改方案发布在即，混改标杆“一触即发”

摘

要

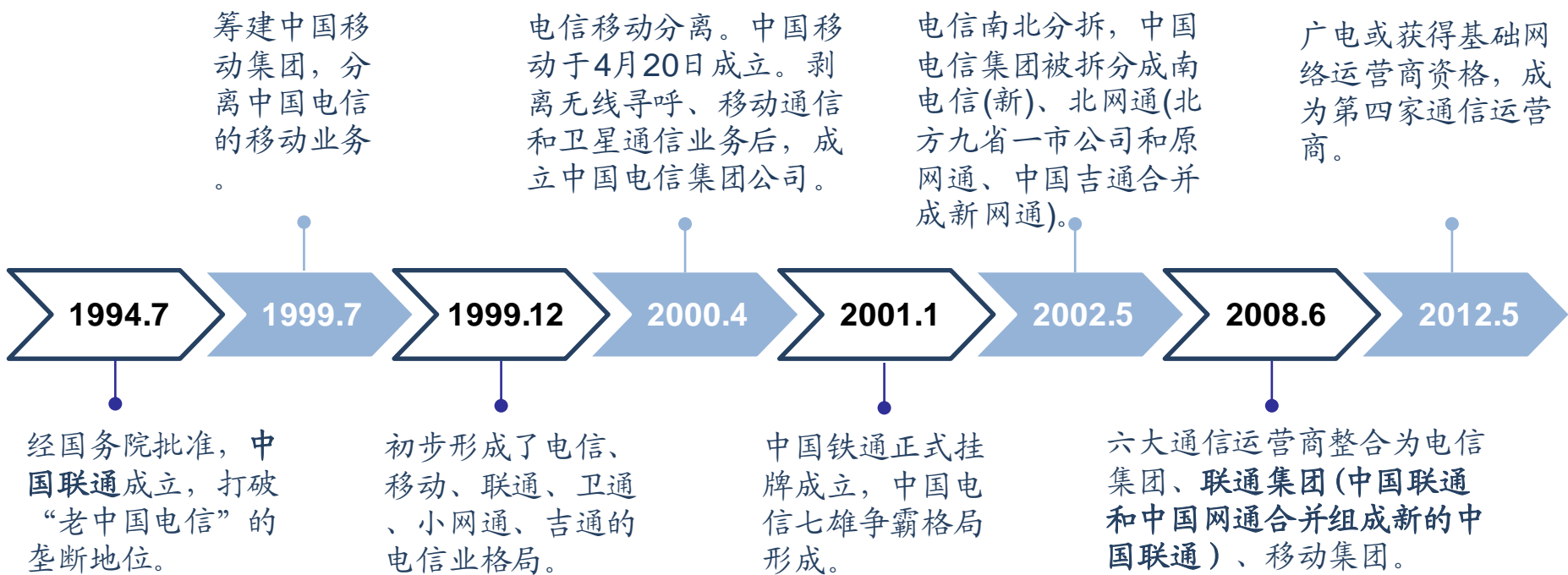
- 联通混改势在必行，已迈出实质性步伐
- 潜在投资者悬念未解，多方合作引遐想
- 或将携手互联网巨头，业务协同空间巨大
 - 创新业务模式，围绕流量提升ARPU值
 - 卡位应用端接口，低成本提前绑定用户
 - 新兴业务前瞻布局，深度拥抱完善生态
- 混改意义深远，纾解困境助加速发展
 - 联通混改意义非凡，树立国企混改标杆
 - 引入民资助力网络建设，缩小建网差距
 - 完善公司治理，提高经营效率

● 联通混改势在必行，已迈出实质性步伐

联通混改，势在必行

- 近20年间，中国通信业历经多次改革。中国联通几轮整合后，相继接纳了小网通和吉通的人员、原北方电信九省一市的人员还有原联通人员，人员背景较为复杂，内部融合困难重重。

图：中国通信业发展历程

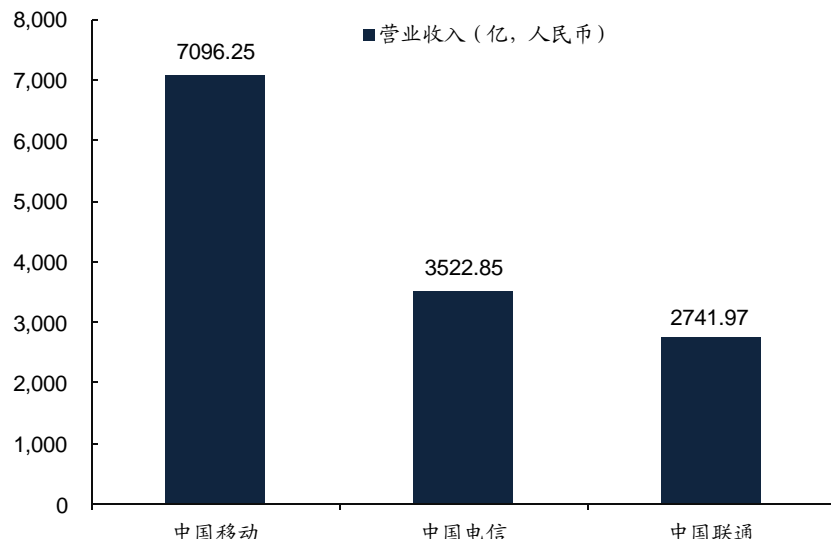


资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

联通混改，势在必行

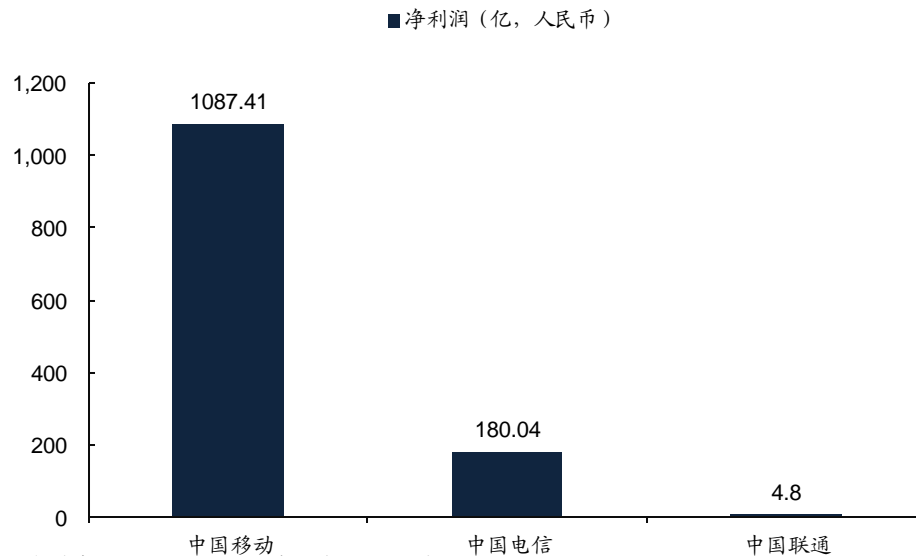
- 竞争格局失衡，中国移动一家独大。** 中移动获固网牌照后已形成三家全业务运营商竞争格局，在市场增长缓慢下出现赢家通吃局面。总体来看：**中国移动总市值1.7万亿港元，电信3002.6亿港元，联通A股1583.39亿人民币、港股2806.6亿港元**（其中联通A股持中国联通BVI 82.2%股权，中国联通BVI持联通红筹40.61%股权，相当于A股对应 $82.2\% \times 40.61\% = 33.38\%$ 港股，其中A股股本为211.97亿股，港股股本为239.47亿股即1联通A股相当于 $0.3338 \times 239.47 / 211.97 = 0.377$ 港股）。

图：三大运营商2016年营收规模对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：三大运营商2016年净利润规模对比

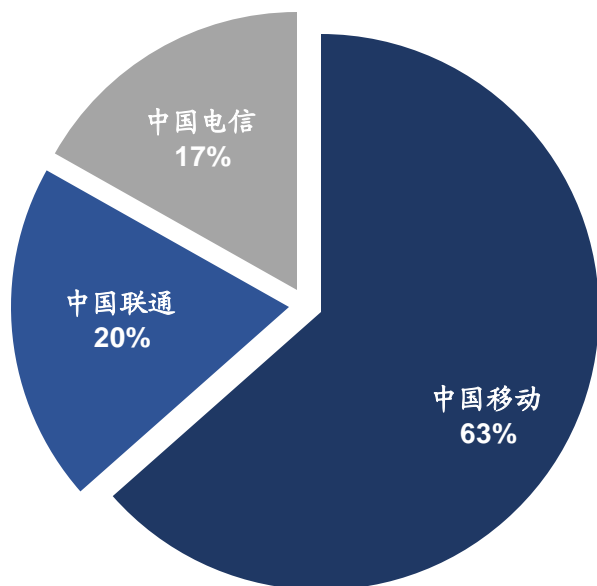


资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

联通混改，势在必行

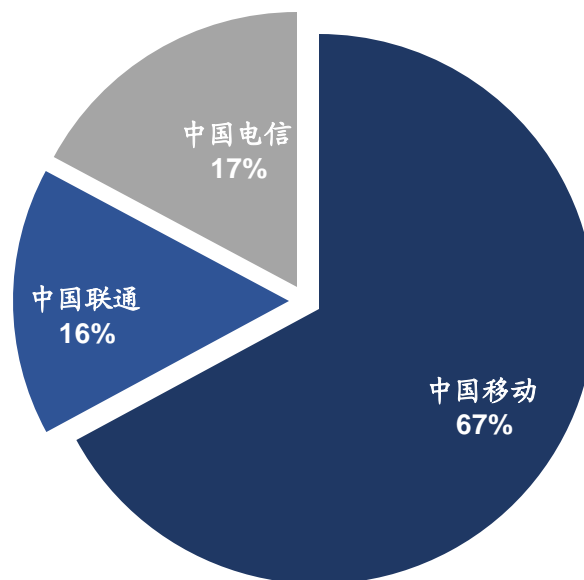
- **中移动在占优的移动通信市场保持着绝对优势。**截止2017年6月份，移动业务方面，中国移动用户数量远超联通、电信之和，占据约63%市场份额，4G用户更占据了高达67%的用户比例。

图：2017年6月份移动业务用户份额（%）



资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所整理

图：2017年6月份4G用户市场份额（%）

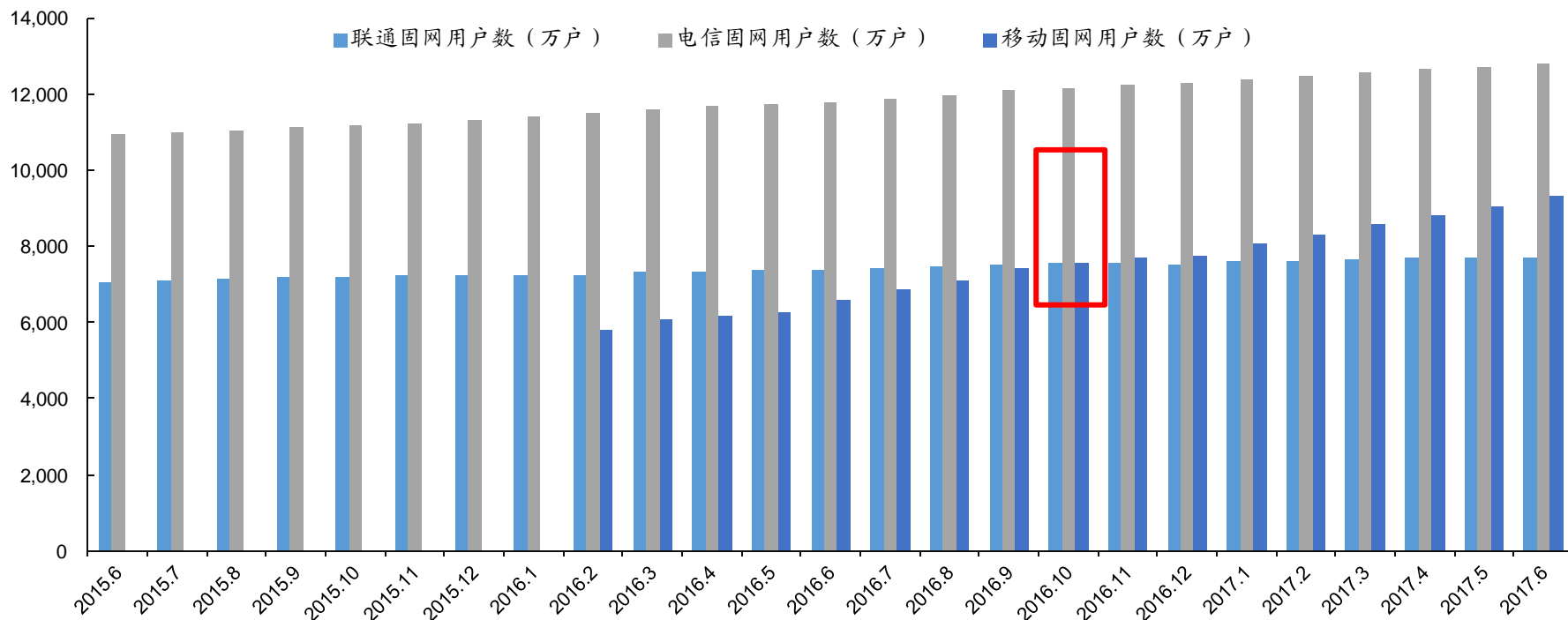


资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所整理

联通混改，势在必行

- 网宽业务被移动反超。中国移动在固网宽带领域也保持飞速发展的势头，截止2016年10月31日，中国移动的市场份额与联通持平，总数7551万户超过中国联通的7547.2万户拿到固网宽带第二名。2017年6月，电信、移动、联通的固网宽带业务用户份额占比分别为43%、31%、26%。

图：2015年6月到2017年6月固网宽带用户数对比（万户）

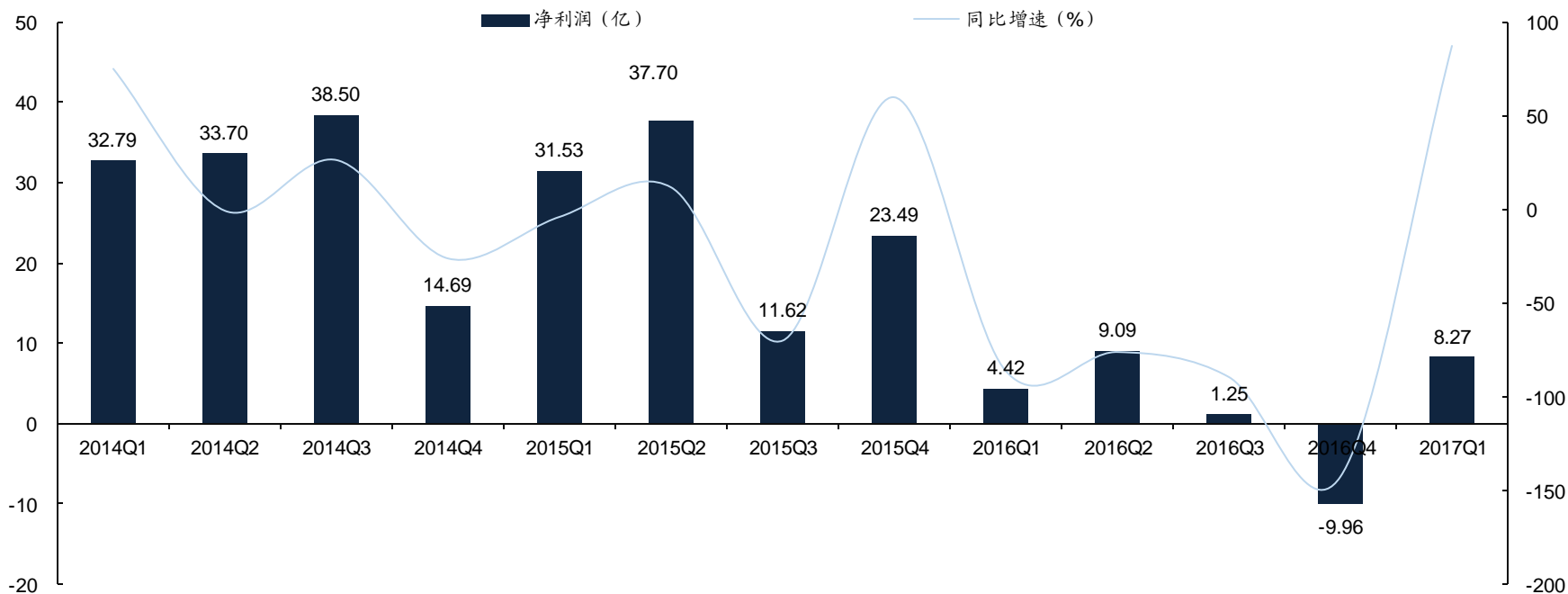


资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

联通混改，势在必行

- 业绩触底，反弹可期，改革预期不断增强。**一方面，在2016年资本开支下降、公司业绩下滑以及中移动在固定宽带业务上反超等因素刺激下，中联通“混改”显现出较强的动机和决心；另一方面，公司中长期的增长有赖于此次混改带来的由内而外的蜕变，变革乃大势所趋。

图：中国联通2014-2017Q1各季度净利润（亿）及增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

国企改革东风起，中国联通混改迈出实质性步伐

- **电信混改政策不断出台，利好信号指向电信运营商与民营资本合作力度加强的大势。**2017年3月，**李克强总理**《政府工作报告》上发表讲话：“深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。”3月31日，中财办主任，发改委党组副书记**刘鹤**主持召开委内改革专题会议，强调“要按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，着力抓好混合所有制改革试点，尽快批复实施试点方案”。

图：电信混改相关政策

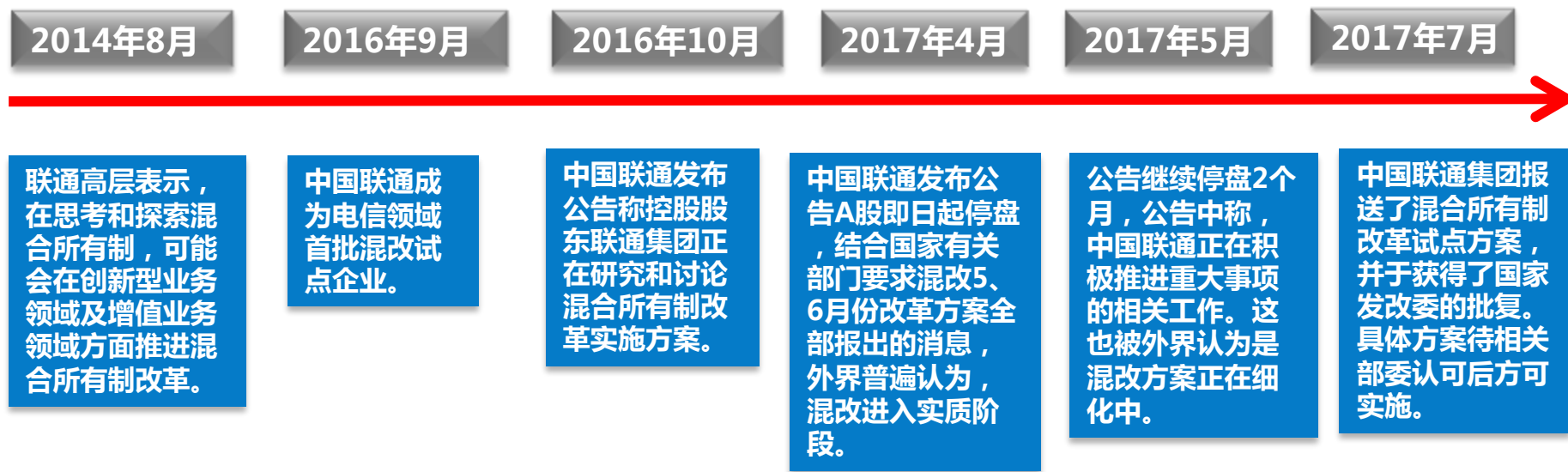
时间	文件	电信混改相关内容
2017年1月	《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》	进一步放宽信息基础设施建设行政审批要求； 继续深化电信体制改革，加快 向民间资本开放基础电信业务步伐 ，进一步推动宽带市场向民间资本开放
2016年12月	《“十三五”国家信息化规划》	加快 开放社会资本进入基础电信领域 竞争性业务，形成基础设施共建共享，业务服务相互竞争的市场格局； 健全并强化竞争性制度和政策，放宽融合性产品和服务准入限制，逐步消除新技术、新业务进入传统领域的壁垒，最大限度激发微观活力； 建立网信领域市场主体准入前信用承诺制度，推动电信和互联网等行业外资准入改革
2016年11月	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	全面推进三网融合，进一步放开基础电信领域竞争性业务，放宽融合性产品和服务的市场准入限制，推进国有电信企业混合所有制试点工作。
2015年9月	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	对重要通信基础设施实行国有独资或控股，允许符合条件的非国有企业依法通过特许经营、政府购买服务等方式参与建设和运营。
2015年3月	《政府工作报告》	有序实施国有企业混合所有制改革，鼓励和规范投资项目 引入非国有资本参股 。
2013年12月	《关于向民间资本开放宽带接入市场的通告》	鼓励民间资本以多种模式进入 宽带接入市场。针对民营企业自建基础设施并以自有品牌为用户提供宽带上网服务的模式，工信部制定了具体的试点方案，首批试点城市共16个。
2012年6月	《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》	鼓励电信业进一步 向民间资本开放 。引导民间资本通过多种方式进入电信业，积极拓宽民间资本的投资渠道和参与范围。

资料来源：互联网、工信部、国信证券经济研究所分析师归纳整理

国企改革东风起，中国联通混改迈出实质性步伐

- **混改消息频传，近期或迈出实质性步伐。**4月5日，中国联通停牌。5月9日，中国联通董事长王晓初在股东大会上透露部分进展：此次混改方案将包括发行新股及出售旧股，还包括员工持股计划，核心员工和骨干均持有股份。5月16日，中国联通再发公告继续停牌。7月14日，公告称中国联通集团报送了混合所有制改革试点方案，并获得了国家发改委的批复。本次非公开发行具体实施方案，包括投资者名单、定价、投资金额、所占股比等，仍需按照要求上报相关部委认可后方可实施。

图：中国联通混改之路



资料来源：互联网、Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

●潜在投资者悬念未解，多方合作引遐想

潜在入局者尚存悬念，各方观点纷纭

据新媒体山石观市报道，联通混改拟通过定向增发扩股和转让旧股的方式对中国联通股权结构进行调整，引入信息产业领域实力相当、主业关联度高、互补性强的**国有资本**，初步备选对象是中国中信集团有限公司和中国广播电视网络有限公司等；引入**互联网等领域**的若干家境内非公企业及员工持股。

注：本报告相关潜在合作猜想皆引用各媒体报道，我们无法预知相关具体方案，仅供参考。

2016年11月3日，中国联通副总经理姜正新表示，**混改将重点选择与中国联通业务互补性强的合作伙伴**，“不是简单地引进资本，更看重价值上、产业链上的互补”



路透6月份报道称，包括中国科技业巨擘阿里巴巴及腾讯在内的新投资者总计将向中国联通600050.SS投资约100亿美元。

据OFweek通信网援引消息称，中国联通的混改方案中，中国联通集团对中国联通的持股或将从63%变成36%，三家科技巨头百度、阿里巴巴、腾讯或将持股20%。

- 7月21日，据路透社报道称，百度、京东等中国公司将向中国联通联合投资120亿美元（约合812亿元人民币）。百度和京东将分别投资约100亿元人民币（14.8亿美元）及约50亿元人民币。

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

潜在入局者尚存悬念，各方观点纷纭

- 关于联通“混改”的参与方，市场众说纷纭：或引入国有资本，对象可能是中国中信集团有限公司、中石油和中国广播电视网络有限公司；互联网巨头BAT将入局“混改”的声音不断；国际金融报报道中国电信可能入股。

图：中国联通混改方向猜想



无论与终端企业、IT企业还是互联网企业以及更多垂直领域企业的合作，都有一个共同的趋势，即改变以往的“物理”合作为更深入的“化学”合作。

——王晓初



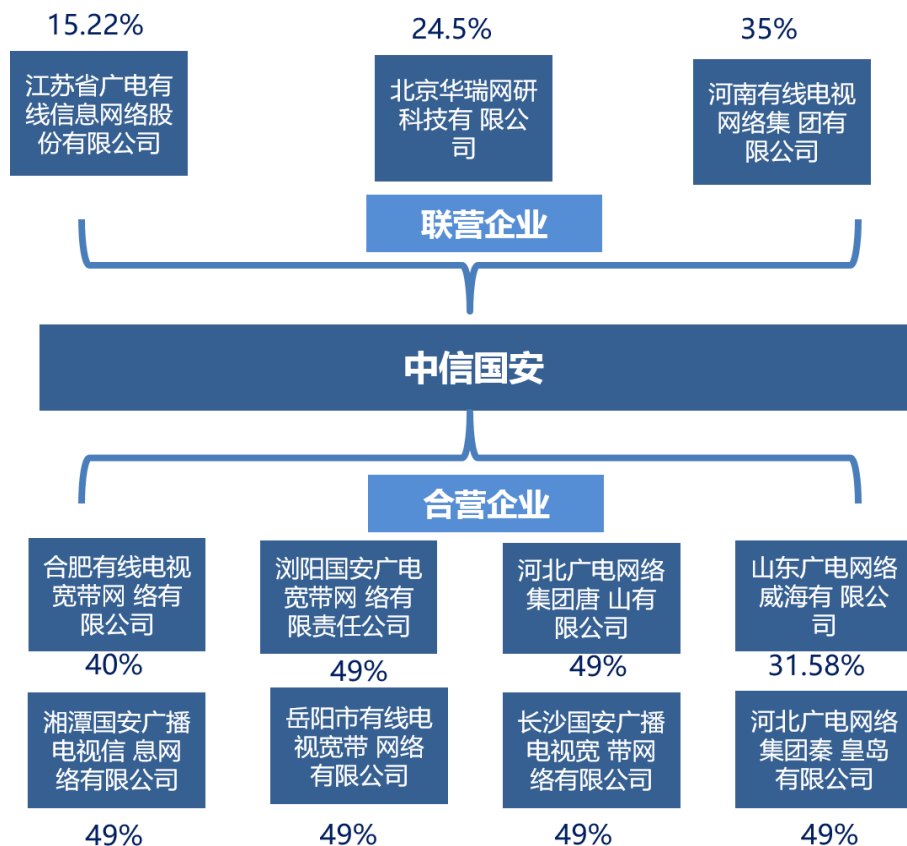
资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

或携手中信：在有线电视与固网宽带市场上寻找结合点

- 中信旗下的**中信国安（000839）涉足广电领域已久**，先后投资了17个有线电视项目，投资总额超过28亿元，涵盖国内7省13个地市，网络覆盖人口近2亿。
- 中信与中国联通的可能合作方向：
 - ✓ **对联通而言，共享客户资源，力争在家庭客厅经济上分到一块蛋糕。**假以中信入股联通，联通有望分享中信国安3,968万户有线用户(2,785万户的数字电视用户)，扩大联通在南方的业务覆盖，共同开拓三网融合业务创新的经营模式，并在家庭客厅经济宽带业务方面进行有效整合，增强双方的市场竞争力。
 - ✓ **对中信而言，顺势三网融合，率先尝试融合创新路径。**两者合作，中信国安可在数字电视业务与联通展开多维度合作，减少基础建设投入，简化网络管理，降低维护成本，加速融合产业的推进。

图：中信国安控股有线电视及信息服务子公司



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师归纳整理

或携手中国广电：用户资源共享，发挥优质频段最大效用

中国广电有强大的有线电视客户资源，并涉足宽带市场

中国广电2016年获得工信部的全国通讯服务牌照

顺应三网融合的契机

图：中国广电与中国联通合力促进三网融合



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

对中国联通而言

- 1、中国广电的入户资源可**加强联通的宽带用户覆盖，提高联通的ARPU和收入**；
- 2、**共享700MHz优质频段**，应用于移动通信业务

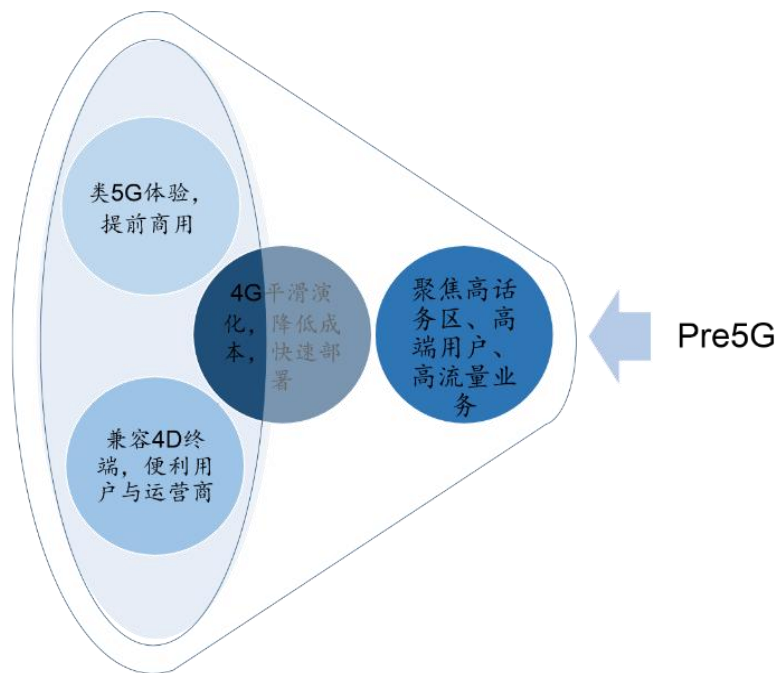
对中国广电而言

- 1、充分利用联通的网络与宽带，**共享网络基础设施**
- 2、共同开创新业务和运营模式，**提高有线项目的行业竞争力和经济效益**

或携手中兴：有望助力5G建设，促进物联网协同发展

- 中兴通讯率先提出Pre5G方案解决现有4G网络瓶颈问题，有望助力联通走在5G建设的快车道。（纵观2G和3G的发展历史，中兴通讯与中国联通也是合作最为紧密的上下游国有企业。）

图：中兴通讯Pre5G方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：中兴通讯近年来与中国联通深度合作项目

➢ 2016年3月，双方正式签署SDN/NFV战略合作协议。通过协同创新实现SDN/NFV的落地应用，推动中国联通新一代网络的构建，快速满足客户需求，促进中国联通网络转型、业务创新与服务升级。

➢ 2016年10月，中兴通讯联合中国联通网研院展示了基于NB-IoT智慧园区综合解决方案，双方计划在深圳、沈阳、杭州、天津等城市展开物联网应用试点项目，共同推进物联网业务应用研发和实践。

➢ 2017年5月，中兴通讯助力福建联通，在泉州FDD商用网络成功开通国内首个Pre5G超高速率业务试点，创下国内首个外场真实网络环境下高达1Gbps的峰值下载速率，超过现有4G网络峰值速率6倍以上。

➢ 2016年8月，双方举行5G和物联网联合创新战略合作签约仪式，双方将充分发挥各自优势，匹配国家创新和企业发展战略，在5G和物联网两大创新领域展开深入合作，共同培育良好生态环境，推动产业持续发展。

➢ 2016年12月，中兴通讯加入中国联通CORD产业联盟，推动基于CORD平台的开源技术和理念在中国联通下一代网络重构中的试验和应用，探索通信产业发展的新思路。

➢ 12月30日，中兴通讯正式发布全球首个基于FDD-LTE制式的Massive MIMO解决方案，并与中国联通集团福建分公司在泉州创新基地完成了外场验证。

资料来源：C114网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

或携手中兴：有望助力5G建设，促进物联网协同发展

对中兴通讯而言

- 1、合作获取联通平台资源，针对性研发可提高投资效率
- 2、提高细分行业竞争力，或表现于招标份额的提升上
- 3、借力运营商渠道亲近终端用户，提高品牌影响力
- 4、股东间合作共赢，协同发展

对中国联通而言

- 1、产业链垂直合作，加速联通NB-IoT及未来5G应用的落地
- 2、加快技术的催熟进程，有助于联通加快占领市场
- 3、资本助力网络建设

或携手中国电信：有望深化合作，实现共赢



据《国际金融报》报道，中国电信可能入股联通。但也有业内人士消息称，未来电信入股中国联通应该只是象征性注资，为日后合作打下基础。

联通和电信合作日益紧密。过去几年，联通与电信在**网络资源共享**，包括机房、基站、传输等网络设施的共享，以及**业务的互联互通**等方面都进行了深层次的交流。

图：中国联通与中国电信的合作

· 2015年12月

· 双方共同助推六模全网通终端普及并联合发布了《六模全网通终端白皮书》。

· 2016年1月

· 双方举办“资源共建共享、客户服务提质”战略合作协议签约仪式，旨在网络共建共享、终端、网络互联、创新业务、国际漫游五个方面开展战略合作。

· 2017年3月

· 中国电信和中国联通携手召开“落实提速降费，推广六模全网通终端行动发布会”，提出2017年全网通终端销量占比超85%的目标。



资料来源：互联网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

或携手中国电信：有望深化合作，实现共赢

- 未来有望在**多方面实现合作共赢**：
 - 在**流量经营**方面，双方可优势互补，互通客户，加速流量业务的创新；
 - 在**成本控制**方面，业务整合节省资本支出，提高资金使用效率；
 - 抱团提高竞争实力，有望赶超中国移动

中国联通与中国电信未来可能的合作方向

1 网络方面

在5G建设方面，双方深入推进网络共建共享、重大灾害和突发事件的通信保障合作；

2 终端方面

现在的全网通手机需插入不同运营商的卡，使用不同制式的网络。随双方深度合作后，携卡转网或者甚至只需要插入一张卡就能同时使用电信、联通的网络；

3 网络质量

提高网络互联网质量，更大范围实现网络覆盖，提升用户感知和体验；

4 创新业务

采用新机制开展创新业务合作，为新老联通与移动客户创造专项优惠套餐，共同提升用户数量，缩小与中国移动之间的差距。

合作中国工商银行：跨界拓展新客户与新业务

- 8月5日，中国联通官方微博发布消息称，中国联通与中国工商银行签署**战略合作协议**，双方将建立长期的战略合作伙伴关系，双方将整合客户、市场、渠道、数据、技术等各项资源，共同开拓**大数据**、**物联网**等创新业务。中国联通依托覆盖全国的现代通信网络，协助中国工商银行在信息化建设上加速前进，中国工商银行也将利用专业化金融平台，助力中国联通在企业金融、风险防范等方面提供强力支持，构建“**通信+金融**”的新生态。
- 7月，中国联通和中国工商银行联合推出了**梦想e卡**和**大e卡**两款专属手机卡，跨界合作拓展新用户。

图：中国联通与中国工商银行签署战略合作协议



资料来源：中国联通官方微博、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：中国联通与中国工商银行联合推出专属手机卡



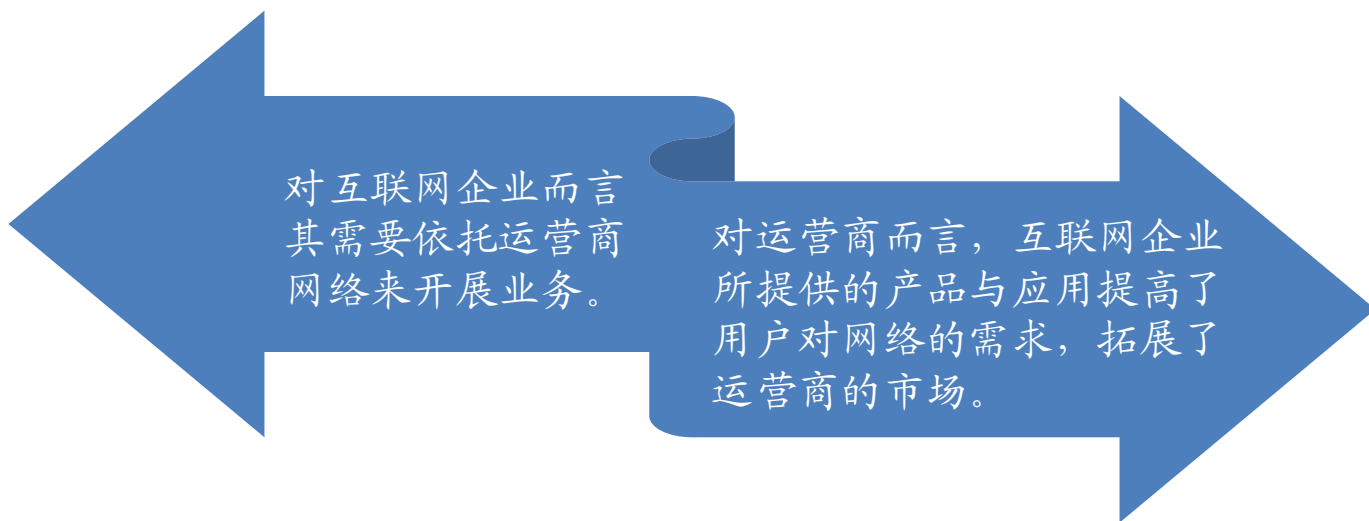
资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

●或将携手互联网巨头，业务协同空间巨大

互联网巨头呼声较高，种种迹象或预示合作步入深水区

- 对于联通而言，混改意义不仅仅是引入资金，**更重要的是通过引进投资者重新整合内部业务，或者发现新的业务增长点以形成新的竞争力**。而互联网未来可能性最大也最有活力的行业。互联网业务与中国联通业务进行充分融合，将流量和大数据转化为现金流是未来业务发展的大方向。
- 运营商和互联网企业间的关系最为密切，二者有着天然的联系：一方面，互联网企业依托运营商网络服务来开展业务；另一方面，互联网企业所提供的产品与应用提高了用户对网络的需求，拓展了运营商的市场。

图：运营商与互联网企业间存在着天然的联系



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

互联网巨头呼声较高，种种迹象或预示合作步入深水区

- 种种迹象或预示双方合作正步入深水区：
 - 近日有媒体报道，联通成立**中国联通电子商务腾讯合作运营中心和阿里合作运营中心**。

图：中国联通关于成立电子商务相关运营中心的通知

中国联合网络通信集团有限公司文件

中国联通集团〔2017〕144号

关于成立中国联通电子商务 相关运营中心的通知

各省、自治区、直辖市分公司，公司总部各部门：

为深入贯彻聚焦战略，加快公司电子商务向“互联网+”集约化运营转型，通过与互联网公司合作打造中国联通差异化竞争优势，经研究，公司决定在广东深圳成立中国联通电子商务腾讯合作运营中心（以下简称腾讯合作运营中心），在浙江杭州成立中国联通电子商务阿里合作运营中心（以下简称阿里合作运营中心）。现将具体内容通知如下：

一、职能定位

腾讯合作运营中心和阿里合作运营中心在集团总部电子商

务部业务指导下，按照统一规划、统一支撑和扁平化管理要求，分别对接腾讯、阿里等互联网公司，建立一体化的电子商务运营体系，承担产品设计、活动策划、生产运营、技术研发、稽核核算等工作，实现“一点运营、支撑全国”。

二、内设机构和人员编制

（一）腾讯合作运营中心

腾讯合作运营中心为省级分公司部门级，人员编制暂定为34人（含正副职负责人各1人），今后根据发展规划和业务实际开展情况动态调整。

根据职能定位，腾讯合作运营中心内设T项目运营、渠道支撑两个中心。T项目运营中心主要负责产品设计、生产运营、营销策划、充值业务合作、用户价值提升、商务拓展等工作；渠道支撑中心主要负责技术研发、运营支撑、数据支撑等工作。

（二）阿里合作运营中心

阿里合作运营中心为省级分公司部门级，人员编制暂定为50人（含正副职负责人各1人），今后根据发展规划和业务实际开展情况动态调整。

根据职能定位，阿里合作运营中心内设B2I2C研发、合作运营两个中心。B2I2C研发中心主要负责平台技术研发、数据技术研发、客户支撑等工作；合作运营中心主要负责与阿里相关电商平台合作、充值业务合作、创新业务合作、日常支撑、稽核核算

等工作。

三、管理模式

腾讯合作运营中心、阿里合作运营中心采取垂直管理和属地管理相结合的管理模式。业务管理、预算考核、投资立项等由集团总部负责，现场及日常管理分别由广东、浙江分公司承担。

（一）业务管理。腾讯合作运营中心、阿里合作运营中心接受总部电子商务部业务管理，具体负责业务规划、业务流程、业务规范的制定及业务运营。

（二）财务管理。腾讯合作运营中心、阿里合作运营中心预算单列，由集团公司统一管理，纳入总部电子商务部整体预算。广东、浙江分公司分别作为腾讯合作运营中心、阿里合作运营中心财务管理第一责任人，在财务帐套内设置单独成本中心核算相关事项，具体负责会计核算、资金资产管理等。

腾讯合作运营中心、阿里合作运营中心初期所提供的服务不与各经营主体进行结算，后期根据业务发展情况按照市场化的方式匹配资源及考核管理，具体办法由集团总部电子商务部、财务部等部门共同制定。

（三）产品及营销政策。腾讯合作运营中心、阿里合作运营中心提出产品设计、营销及佣金政策建议。在总部市场部产品政策体系之内的，可按简化流程直接组织实施。在框架之外的按相关流程由总部市场部等相关部门负责审批。

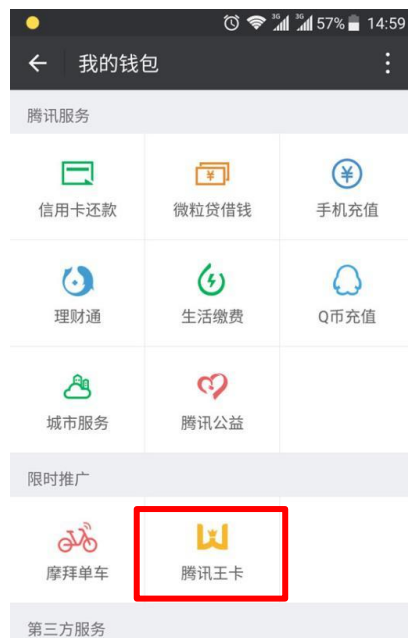
资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

互联网巨头呼声较高，种种迹象或预示合作步入深水区

• 种种迹象或预示双方合作正步入深水区：

- 腾讯王卡团队7月28日发出招聘信息，显示由中国联通和腾讯联合成立的运营中心正招聘；
- 联通与BAT合作业务渐多：腾讯大小王卡、阿里蚂蚁宝卡和阿里卡，百度大小神卡
- 微信近期也为腾讯王卡预留了端口，意味着腾讯同样在不遗余力地进行推广。

图：中国联通与BAT在业务上的合作



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通混改不是简单地引进资本，更重要的是价值和产业链上的互补。**业务层面，自2013年下半年，国内三大运营商与互联网厂商合作的步伐加快。2013年8月，广东联通与腾讯联合推出了“微信沃卡”，开启了运营商与OTT服务商合作的“破冰之旅”。随后中国电信又联合网易推出了“易信”业务，进一步深化了运营商和OTT提供商之间的合作密度。

图：中国联通携手互联网巨头，混改方案充满想象空间



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通+腾讯：创新定向流量优惠套餐，合作效果超预期。**2016年10月，双方联手推出售价19元的“腾讯大王卡”——针对腾讯应用（比如、QQ、腾讯视频、QQ音乐、腾讯游戏）的定向流量优惠套餐。
- 仅仅通过这一套餐的合作，腾讯在短短的半年时间里，就给联通带来**2000万**的用户。可以说，合作初期就显现出超预期的效果。通过腾讯大王卡的成功运营可以看出，用户对免流量费使用手机应用的需求是十分旺盛的，而且极易形成粘性

图：腾讯与中国联通联手推出“腾讯大王卡”



资料来源：腾讯、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：“腾讯大王卡”资费详情

套餐包含		套餐超出及其他业务收费	
19元月租 无漫游费	腾讯应用 专属流量 免费	王卡特权 1元/500MB 省内流量 - 当日有效，自动续订，不用不收费 -	
	赠来电 显示	大陆境内 接听免费	国内流量 0.1元/MB
			国内语音 0.1元/分钟 国内短彩信 0.1元/条

资料来源：腾讯、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- 联通+腾讯：成立中国联通电子商务腾讯合作运营中心，加强产品合作。**近日网络流传的一份中国联通内部文件显示，中国决定在广东深圳成立中国联通电子商务腾讯合作运营中心，主要负责腾讯王卡等合作产品的推广、运营及销售等。腾讯网卡的试水成功给腾讯带来超出预期的成果，此次成立腾讯合作运营中心，预计未来双方在产品、业务上的合作力度将继续加强。

表：腾讯合作运营中心主要职责

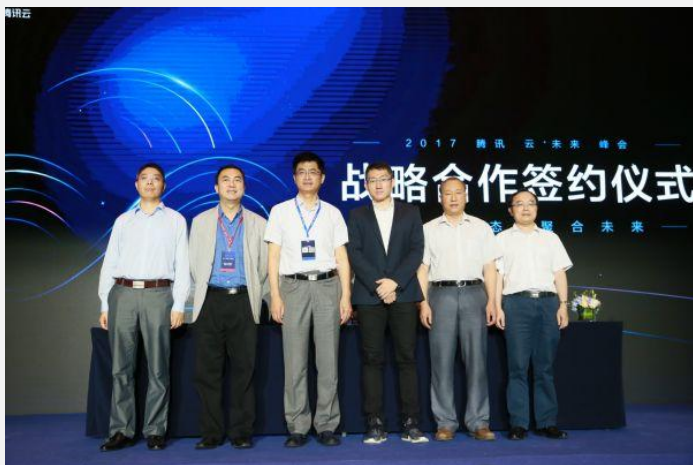
主要职责	详细内容
负责腾讯合作产品推广	利用腾讯公司相关触点推广腾讯王卡产品，策划联合活动，优化下单流程，设计定制页面。
负责腾讯合作产品用户维系	开展营销活动促进用户首充和激活，对低余额用户进行维系，引入更多腾讯特权。
负责腾讯王卡存量用户价值提升	根据大数据对王卡用户进行画像，设定相应标签，制定维系模型，通过公众号、短信等渠道精准触达用户，提升用户价值。
负责腾讯王卡微信公众号运营	内容策划，图文编辑，粉丝互动，用户留言回复等。
负责腾讯合作产品客服	腾讯王卡客服的日常管理，舆情监控，服务质量监督，用户问题收集，网络问题监控等。
负责开展交费充值等业务的合作	与腾讯公司开展交费充值等业务的合作
负责腾讯王卡微信公众号功能开发	平台功能开发，内外部系统对接，系统性能优化，王卡福利社相关福利的接入，常见问题、问题反馈等模块的建设等。
负责腾讯王卡微信公众号模板消息开发	低余额提醒、绑定提醒、开通提醒、活动办理提醒等。
负责腾讯王卡服务号开发	负责腾讯王卡手机QQ服务号开发、王卡相关微信小程序开发。
负责免流IP日常维护等	负责免流IP日常维护，负责腾讯王卡数据加工及分析等。

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通+腾讯：在云计算、IDC、物联网、安全等方面开展深度合作。**6月22日，腾讯“云+未来”峰会合作伙伴专场上，腾讯云与中国联通旗下联通沃云数据有限公司和联通网络技术研究院分别签署战略合作协议，将在政企云计算市场拓展、下一代网络技术、物联网、安全等方面合作。

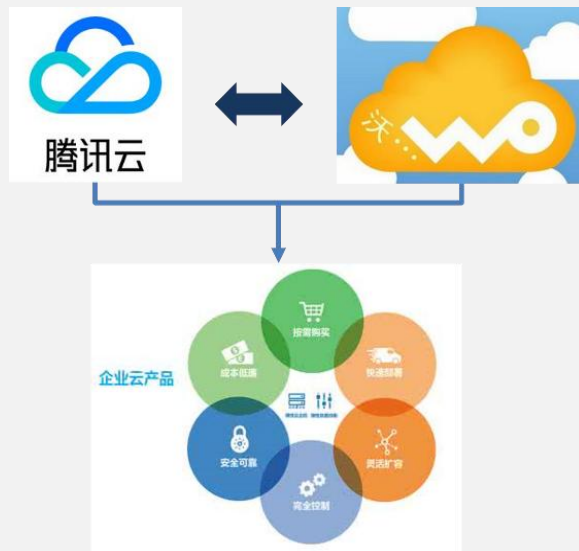
图：腾讯与中国联通签署战略合作协议



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

- **根据彼此业务互补性，共同进行市场拓展是联通沃云与腾讯云合作的重点。**双方议定将依托彼此优势资源，共同拓展云计算市场。此外，双方还将推动彼此生态融合，进一步探索市场机遇，共同推动云计算市场发展。

图：腾讯与中国联通在云计算方面展开深度合作



资料来源：腾讯、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通+阿里巴巴：合作基础坚实，多业务领域合作不断加深。**早在2011年双方就3G无线互联网增值业务领域展开过深度合作。2016年11月阿里与中国联通在杭州签署战略合作框架协议，双方意图在基础通信服务、移动互联网及产业互联网等领域展开更全面合作。

图：腾讯与中国联通签署战略合作协议



资料来源：阿里巴巴、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通+阿里云：建互联网云化卡号管理系统，解决营业厅选号痛点。** 2017年1月，阿里云宣布将与中国联通建“cBSS2.0集中号卡系统”。据报道，这将是电信行业第一个核心业务系统云化改造的重点工程，也是云计算技术在电信行业的首次大规模应用。对联通而言，新系统解决了之前全国手机码号分散管理、利用率低、用户选号难、性能差、跨区域跨系统数据不一致的痛点，大幅提升营业厅选号的效率和质量。

图：中国联通与阿里构建共赢云生态



资料来源：沃云官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

- 通过联合推出的“钉钉卡”业务，截至2016年底，阿里给中国联通新带来了约**300万企业用户**，合作初见成效。“钉钉卡”将运营商网络和互联网应用充分融合，与阿里巴巴开展战略合作后，中国联通可共享阿里巴巴遍布全国和220多个国家地区的客户资源，对开拓企业级市场具有极大优势。

图：中国联通与阿里联合推出的“钉钉卡”套餐

	商务银卡	商务金卡	商务钻石卡
价格	29元	49元	99元
通话时间	400分钟	650分钟	1300分钟
4G用户渗透率	2GB	4.5GB	11GB
固网宽带用户数量	7700万	1.23亿	7524万
优惠	新开卡的用户首月免月租，首次充值100元得200元，最高送每月500分钟全国通话，最高送每月300分钟智能办公电话，钉钉APP免流量		
亮点	不限公司地区，全国范围内钉钉卡互相拨打免费，无漫游，全国接听免费。		

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通+百度：在移动互联网、人工智能、大数据、通信基础业务等领域开展合作。**2016年11月3日，中国联通与百度公司签署战略合作协议，多方式开展深度合作。具体来说，中国联通将在手机百度、百度糯米、百度地图、度秘等项目与百度进行深度合作。同时，中国联通将为百度提供IDC、ICT、终端定制、渠道等全方位通信服务及资源支持，通过优势互补，达到共赢。

图：中国联通与百度线上线下全面合作

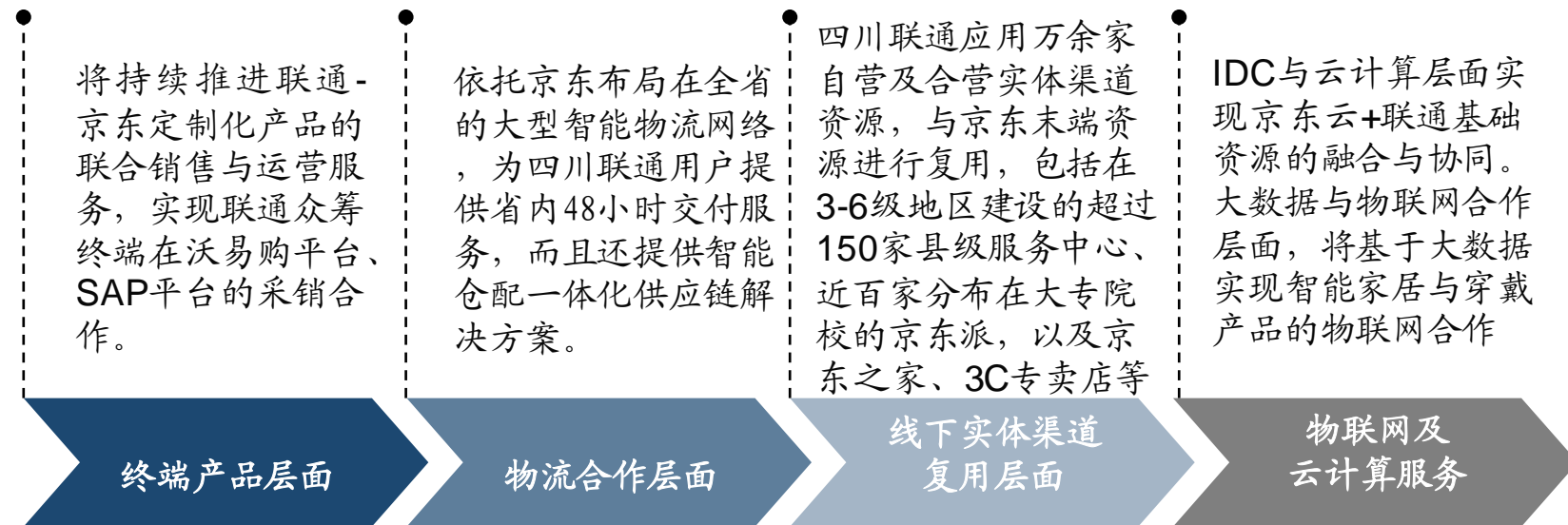


资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

携手互联网巨头，“业务+股权”充满想象空间

- **联通+京东：聚焦终端产品、物流合作、渠道复用以及云计算服务。** 2017年5月，中国联通与京东集团正式合作，并联合发布京东专属4G功能卡“京东强卡”。随后，7月24日京东集团与四川联通签署战略合作协议，双方明确在四川省内就产品、渠道、物流、生态系统、人力资源、大数据等方面互为战略合作伙伴。与此同时，京东物流被引入四川联通，将为四川联通提供全渠道供应链优化和智慧供应链服务。

图：四川联通与京东集团结成战略合作伙伴

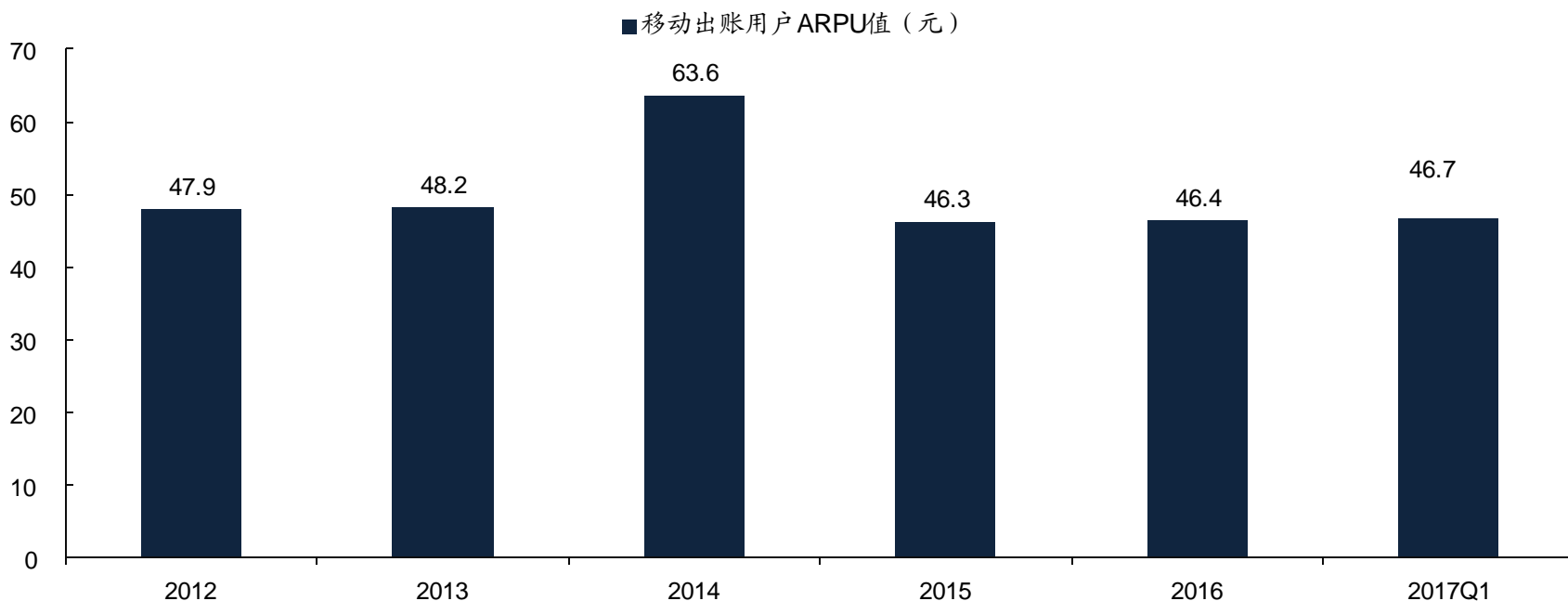


资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

创新业务模式，围绕流量提升ARPU值

- 近年来，运营商传统语音、短信业务受到互联网OTT厂商的巨大冲击，互联网企业，例如国内的微信、QQ、优酷以及国外的谷歌、Skype等，利用电信运营商的宽带网络发展自身业务，不少OTT服务商直接面向用户提供服务 and 计费，**使运营商沦为“传输管道”，ARPU值持续下滑。**

图：中国联通移动出账用户ARPU值变化



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

创新业务模式，围绕流量提升ARPU值

- 混改引入有业务整合效应的互联网投资者，有助于联通结合互联网厂商围绕基础流量业务展开合作，**创新业务类型、打通产品渠道**，由单纯的管道延伸至管道中传输的巨大价值，**从而提升ARPU值**。

产品创新

相比层出不穷的互联网应用，目前联通的应用品类还远远不够丰富。而各互联网厂商都拥有海量的应用产品和强大的研发团队。混改后，一方面，联通可以**直接进行产品对接**，另一方面也可以通过开展**技术合作，后续开发更多相关应用**，充实产品库，通过产品互补延长产品链条刺激用户量的增长。

市场营销

相比移动和电信，联通在市场营销和品牌推广方面后劲不足。若联通通过混改引入互联网巨头，一则可以**通过其大数据等技术，准确把握用户的消费需求**，二则可借助互联网厂商强大的**平台上进行品牌推广**。通过腾讯的微信、QQ，阿里的支付宝，百度的引擎搜索等平台销售产品，可以给其客户带来更好的体验。

收费模式

针对性的收费模式：互联网业务通常采用向广告主**后向收费**的方式，而对前向普通用户则免费，免费或部分免费的定向/通用流量，可以提升使用特定互联网的体验，形成更加密切的社群关系和粘性。在收费模式上，中国联通可与互联网公司合作设计出定制化套餐和价格，提升用户ARPU值。

卡位应用端接口，低成本提前绑定用户


- **卡位应用端接口，低成本提前绑定用户。** 互联网巨头参与联通混改是否能带来直接业绩体现还有待观察，但毋庸置疑的是为联通未来的发展提前累积了海量互联网企业用户。

卡位互联网公司广阔应用的入口

• 通过与实体结合形成定向流量营销的流量经营方式，可以提前卡位，占据互联网公司广阔应用的入口。例如联通围绕视频内容、游戏等领域，与腾讯、阿里、京东等互联网公司，或推出专用套餐，或推出专属用户卡，其主要目的是实现流量与内容的融合，这种融合，增加了用户离网的成本。

低成本绑定庞大用户群体

• 与互联网巨头合作，使得联通的用户拓展成本更加合理，可以低成本获取庞大的客户群体；联通可以将自己的流量分发与互联网厂商的相关产品进行搭配和捆绑，这样就使产品互补产生叠加效应对消费者产生强大的吸引力，又能够以良好的用户体验增强用户粘性。



此前，中国联通董事长王晓初在股东大会上表示要转变用户发展方式。以前的实体渠道铺开和价格战会带来巨大成本，**如何以最低的成本获得最多的用户是中国联通现阶段面临的难题。**

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

新兴业务前瞻布局，深度拥抱完善生态

- 受制于体制限制，中国联通在业务创新和前瞻布局等方面，落后于大型互联网公司。BAT、京东等大型互联网公司在云计算、人工智能等领域的技术实力雄厚。若大型互联网公司能够入股联通，参与部分经营决策，联通在业务创新和人才激励机制上都将获得非常大的灵活度和提升。
- 中国联通结合自身“移动宽带+固定宽带”的综合网络优势，借助于互联网厂商的技术优势，可以**抢先抓住在物联网、云计算、大数据、人工智能等新兴蓝海领域的发展机遇**。双方深度拥抱，强强联手，进一步完善产业生态。

图：中国联通物联网平台蜂窝连接管理架构



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：中国联通政务云解决方案



资料来源：联通沃云官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

●混改意义深远，纾解困境助加速发展

联通混改意义非凡，树立国企混改标杆

- 混合所有制改革是深化国企改革的重要突破口，2016年9月，发改委划定联通集团、东航集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶为首批6家混改试点企业。作为其中**唯一的电信企业**，**联通混改备受关注**。



目前电信业处于通信技术切换、运营商资本开支下滑的大背景，受OTT厂商冲击以及提速降费政策影响，三大运营商业绩下滑。需要联通借助混改来“**破局**”。



此次混改的潜在参与者涉及到BAT等互联网巨头，其与联通业务**关联度高、互补性强**，参与混改最具行业属性。



回顾从混改试点名单确认、上市公司停牌、混改方案上报、方案获批等整个过程，中国联通一路领先，颇具标杆意义。极可能成为混改“**典型案例**”和可复制推广的经验。



根据发改委要求，国企混改要迈出**实质性步伐**，争取四季度进入实施阶段。随着联通方案获批、公布，其他试点企业的混改方案接下来有望密集批复、实施。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

引入民资助力网络投资，缩小差距

- 随着通信技术代际更替周期逐渐缩短，现金更为充裕的运营商更具竞争优势，得以抢占先机。而处于竞争劣势的电信运营商一方面由于落后于优势运营商而陷于始终被压制无法翻身的窘境，另一方面**资金捉襟见肘**，只能用于可以对改善经营业绩有关的短期市场行为上（例如补贴终端而不是提高网络质量），**会错失技术更迭周期的红利**。以NB-IoT的建设为例：

图：三大运营商NB-IoT进度对比

中国电信：

即将在2017年**全国商用NB-IoT网络**，领跑三大运营商。3月，全球首个基于NB-IoT技术的智慧水务项目在广东深圳率先商用；7月伊始，推出全球首个**NB-IoT业务套餐**。

中国移动：

在鹰潭**首先**建设了覆盖全市的**全域窄带物联网网络**，随后中国电信也在鹰潭加大了投资力度完成全域覆盖。

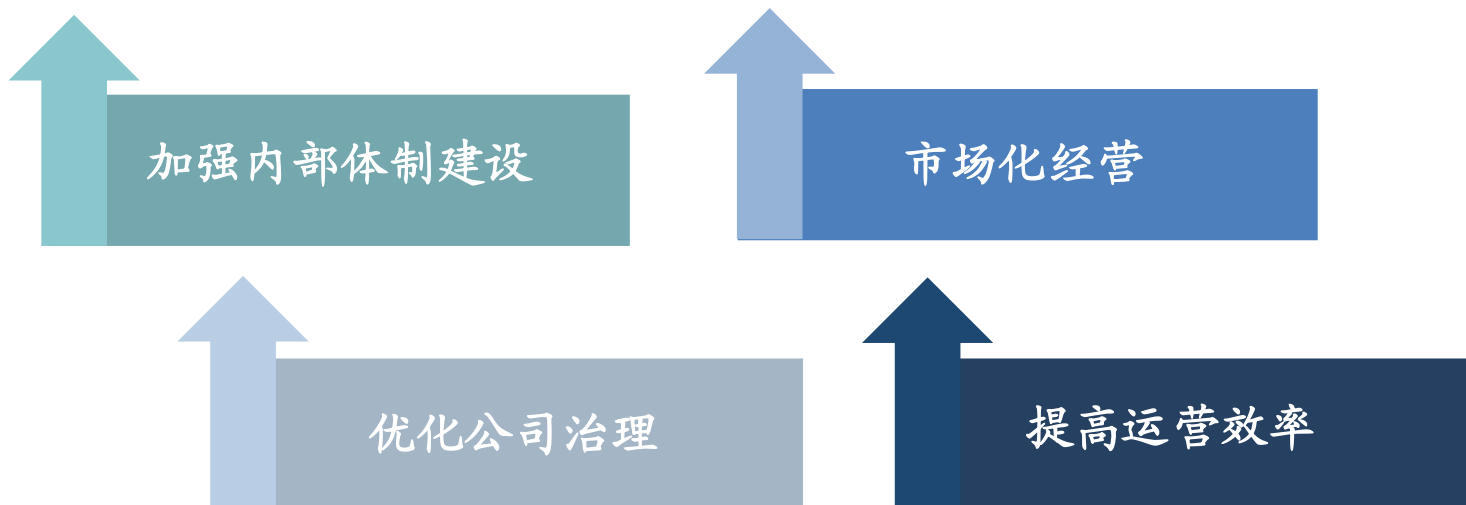
中国联通：

早在**2015年**联通建成**全球第一个NB-IoT示范点**，目前，中国联通已在上海、北京、广州、深圳等10余座城市开通了NB-IoT**试点**。但是由于联通面临900MHz频率2G用户退网，1800MHz部署投资较高，建设速度较为缓慢，有预测称，2017年联通NB-IoT基站不超过8万个。

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

完善公司治理，提高经营效率

- 他山之石，可以攻玉。关于运营商股权层面的合作，我们曾在前序报告中对中华电信民营化改革之路进行剖析，以期为中国联通的混改带来启示：大陆与台湾电信行业的发展历程相似，同样经历了由政府垄断到市场不断开放的过程。在这个过程中，中华电信通过**民营化改革**，使得公司得以**摆脱过去作为国营公司的种种弊端**，如组织结构臃肿，市场灵敏度低等。
- 我们认为，**混合所有制改革是比较合适的道路**，在改善运营管理的同时，借**民企投资者之力拓展移动互联业务**，为国企开“造血”良方，激发电信行业“鲑鱼效应”。



打破电信垄断，放大国有资本

- 向互联网资本开放基础电信领域竞争性业务，将使得投资主体股权**多元化**，**打破电信业长期垄断的局面**；
- 吸引优秀的互联网企业参与混改，充分发挥各方股东资源优势，形成基础设施共建共享，业务服务相互竞争的市场格局；
- 同时，在竞争性国企中引入民间资本，国有资本和社会资本实现相互融合、交叉持股，用少量的国有资本和尽可能多的民营企业合作，**放大国有资本**。

成功尝试

王晓初此前就已经在中国电信尝试过一种混改方案。中国电信将旗下的几大基地业务，通过引入外部资本公司化，变成了合资公司，最终**天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读和爱动漫4家公司100%股权**，注入了上市公司**号百控股**，原来引入的股东成了号百控股的股东，**中国电信的控制力进一步增强，也实现了资本增值**。

图：号百控股收购炫彩互动天翼阅读及爱动漫等股权



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

“潜在股东”协同效应为业绩长期增长带来驱动力

- 2016年是联通业绩触底的一年，未来**短期业绩**能否重拾增长还看**资本开支的增减、频段重耕的效应、电信行业竞争力度**大小的变化以及**5G、物联网等领域的前瞻布局**；但是**中长期的增长趋势**还需要本次混改带来**实质性的**变化。结合联通自身在创新业务、物联网、互联网应用上的拓展，“潜在股东”若能在对应领域带来**用户资源或提高ARPU值**才是联通改变业绩长期趋势的驱动。
- 中国联通混改方案发布在即，翘首以盼。A股博弈成分或将大于港股更重业绩成分，短期港股可以交易包括期权等。混改的关键除了要看核心股东如腾讯等能拿多少份额外，**更重要的要看带来多少新增业务量**，预计**8月15前后复牌**。

图：联通混改潜在的参与者



资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

关于三大运营商未来发展的简单猜想



中国联通将成为一个全新的、互联网化的、有充分市场活力的新型运营商。



预计未来中国移动依然是5G的核心，运营商行业的领导者，地位稳固。



中国电信或将继续在宽带、家庭及物联网领域深耕。

业绩有望触底，看好变革预期，维持“买入”评级

- 未来，联通有望通过调整投资支出，加大创新优化业务结构。变革层面，公司微信沃卡范围逐步扩大、流量银行打造平台优势提升客户黏性，语音经营向流量经营数据经营成为必然趋势，并且公司以“营改增”为契机深化营销模式转型，促进业务和客户质量的持续提升。虽然短期收入和用户数增长面临一定的压力，但公司积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系，带来经营效率提升，国企改革预期不断升温，看好公司变革，有望借助“混改”提升战略布局以及未来发展格局。
- 当前A股停牌前虽表现较好，但鲜有重仓，复牌后走势（建议还是等具体方案落实后再确定）值得**特别关注**。
- 港股由于一直在交易并未停牌，且投资者成分广泛，投资者或将更看重改革后带来的实质业务及可能的业绩增厚，建议**重点关注**。

● 预计2017/2018/2019年EPS分别为0.06/0.11/0.19元，维持“买入”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM