

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通 (600050)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年12月08日

与互联网股东动作频频，取得实质性进展

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 证券分析师：王齐昊 0755-22940673 wangqh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002

事项：

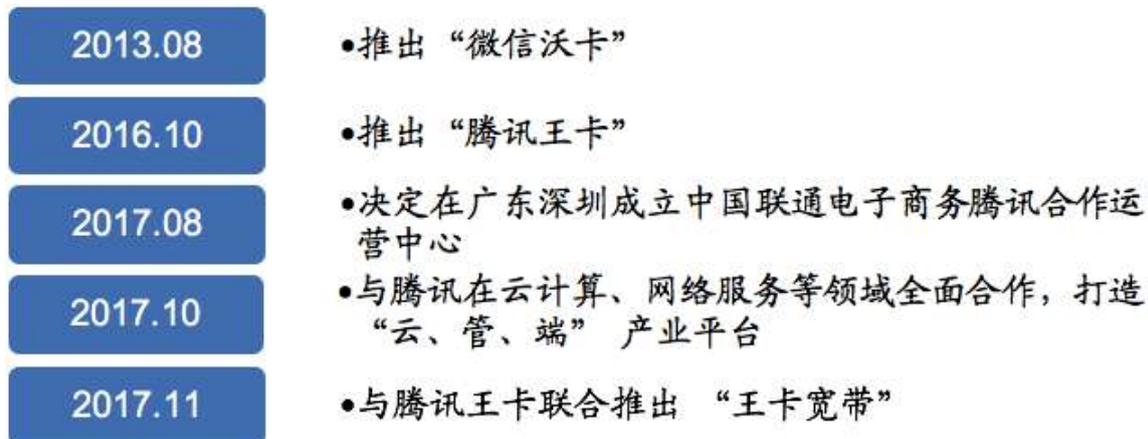
中国联通自混改方案落地后，加速与各战略投资者展开合作，短时间内动作频频。我们跟踪中国联通与互联网巨头 BATJ 的合作进展，在创新、云计算和零售体系等方面与战略投资者已取得实质性的进展。

评论：

■ 联通与腾讯：近期联合推卡，长期共建“云、管、端”平台

在国内各大互联网公司之中，联通首先选择了和腾讯合作，早在 2013 年就合作推出了“微信沃卡”。一方面，联通想借腾讯的用户优势来增加自己的用户数，以改善自己在三大运营商之中的“弱势”地位；另一方面，腾讯也想得到联通在 IDC、ICT、终端定制、渠道等方位的全力支持。而双方之间的合作效果也比较显著，2016 年推出的“大小王卡”在半年时间里就让联通 4G 用户数增加至 2200 万。预测双方合作将长久持续下去。

图 1：联通与腾讯合作大事记



资料来源：C114 通信网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2013 年 8 月，推出“微信沃卡”。由广东联通率先与腾讯微信合作，是世界上第一款由运营商深度定制的 OTT 合作产品，标志运营商与 OTT 首次跨界合作。

2016 年 10 月，推出“大小王卡”。该卡是由联通与腾讯合作推出得定制流量卡，由于其套餐资费优惠力度，半年时间，联通 4G 用户数增加至 2200 万。

表 1: 联通与腾讯合作推卡汇总

时间	项目	用户	范围	影响
2013年8月	广东联通和微信推出“微信沃卡”	广东省先行试点,推广至全国	1、 主要面向新入网用户,老用户可在指定套餐基础上叠加九大微信特权 2、 针对沃派36元套餐用户,还可享受除微信外,内置腾讯在线游戏、音乐、视频等流量免费	世界上第一款由运营商深度定制的OTT合作产品,标志着运营商与OTT企业首次跨界合作
2016年10月	小王卡(停办)、大王卡、天王卡	腾讯与联通老用户	1、 小王卡用户再使用腾讯视频、QQ音乐免流量。 2、 大王卡和天王卡再腾讯系列应用及游戏免流量	推出半年会联通增加用户2000万

资料来源: 搜狐网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年08月08日,在深圳成立中国联通电视商务腾讯合作运营中心。该中心是在中国联通混改方案获批后,与互联网公司的首次合作升级,希望通过引入互联网公司丰富的用户资源和渠道产生所谓混改“化学效应”。

2017年10月20日,与腾讯在云计算、网络服务等领域全面开展深度合作,打造全新的“云、管、端”互联网产业生态平台。依托各自在通信、云计算、网络安全领域内的丰富资源与能力,激发电信运营商与互联网企业协同效应,共同推动中国联通混改不断取得实质性进展。合作内容主要聚焦在“公有云”业务合作,“专有云”和“混合云”业务合作,网络安全服务业务合作三个方面。

2017年11月,与腾讯王卡联合推出了业界首个互联网宽带服务“王卡宽带”。主要目的在于抢夺国内固网宽带市场。一方面,资费模式将更加吸引用户,从而解决实装率与宽带资源利用率的问题,同时“固定+移动”套餐捆绑销售模式,将有效增强用户粘性。另一方面,腾讯在用户资源、视频内容、商业模式创新等方面的优势将有利于运营商在宽带业务方面的发展和创新。

图 2: 联通与腾讯合作推出“王卡宽带”


资料来源: 中国联通官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 联通与阿里: 在专属卡、网购节、混合云等多方面深度合作

2016年末,联通与阿里开启了合作之旅。阿里业务涉及面非常广,支付宝、淘宝、阿里云、阿里钉钉等都是非常核心的业务,而联通近两年在这些业务方面都与阿里进行了深入的合作,繁多的专属卡,热闹的网购节,先进的混合云等,都表明了联通与阿里的合作来势之猛,未来双方合作走势很值得期待。

表 2: 联通与阿里合作大事记

时间	事件
2016 年 11 月	与阿里巴巴集团在杭州签署战略合作框架协议 与支付宝合作推出“蚂蚁宝卡”
2017 年 1 月	与阿里云合作推出管理手机号码资源的“卡号云”系统
2017 年 2 月	与支付宝芝麻信用合作推出“芝麻冰淇淋套餐”
2017 年 3 月	与淘宝合作推出了“畅淘卡”
2017 年 5 月	联通沃云与阿里云推出混合云解决方案 联合阿里钉钉推出“钉钉卡”和“商务银卡、商务金卡、商务钻石卡” 与天猫联动举办“第五届 5·17 网购节”
2017 年 8 月	在浙江杭州成立中国联通电子商务阿里合作运营中心
2017 年 10 月	与阿里巴巴集团宣布相互开放云计算资源，在云业务层面开展深度合作
2017 年 11 月	浙江联通与阿里云推出“沃云 Powered by Alibaba cloud”平台正式发布上线

资料来源：C114 通信网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2016 年 11 月 12 日，与阿里巴巴集团在杭州签署战略合作框架协议。 响应国家“互联网+”行动计划和大数据发展，围绕“相互赋能、共同扩展、联合创新”主题，加快面向移动互联网的供给侧结构性改革。

2016 年 11 月 24 日，与支付宝合作推出“蚂蚁宝卡”。 此次支付宝与中国联通达成的战略合作，希望通过推出手机号码品牌“蚂蚁宝卡”，借此打通双方用户体系。

2017 年 1 月 17 日，与阿里云合作推出管理手机号码资源的“卡号云”系统。 首个用云计算技术管理用户 SIM 卡、手机号信息的系统，意味着云计算技术在电信行业的首次大规模应用。该系统在广西、内蒙古、黑龙江三地试点，计划半年内推向全国。希望以此为基础，实现公司内部 IT 系统打通和向云转型。

2017 年 2 月，与支付宝芝麻信用合作推出“芝麻冰淇淋套餐”。 该卡面向全国中高端用户，芝麻信用分达到 650 分以上的用户可享受套餐半价优惠。

2017 年 3 月，与淘宝合作推出了“畅淘卡”。 该卡面向全国手机客户端用户，淘气值大于 400 的用户可免费申请办理，能获得购物、看直播全国免流量等优惠。

表 3: 联通与阿里巴巴合作推卡汇总

时间	项目	用户	范围
2016 年 1 月	小宝卡（停办）、 小宝+卡、大宝卡	支付宝客户端限量 发布	1、支付宝用户线下买单每笔送 20M 流量 2、开卡送话费，再送 2GB 流量
2017 年 2 月	芝麻冰淇淋套餐	中高端用户	1、分为 198/月和 398/月两档。芝麻信用 650 分以上可享半价优惠。 2、全国流量不限量，超出套餐资费后降低网速
2017 年 3 月	畅淘卡	全国淘宝客户端用 户和联通用户	1、淘气值大于 400 用户可免费申请办理 2、用户可通过购物、看直播获得全国免费流量，每月限额 2GB
2017 年 5 月	钉钉卡和商务银卡、商务金卡、 商务钻石卡	联通和手机钉钉用 户	不限公司和地区，全国范围内钉钉用户互相拨打免费、专属流量免费、接听 免费

资料来源：搜狐网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年 5 月，联通沃云与阿里云推出混合云解决方案。 通过高速专线互联，使云上的计算资源与企业原有的 IT 资源无缝融合，实现了双方在云资源上的共享共赢，一期试点已选定杭州、上海、深圳三地进行。

2017 年 5 月 9 日，联合阿里钉钉推出“钉钉卡”和“商务银卡、商务金卡、商务钻石卡”。 前者意味着运营商网络和互联网应用的充分融合，基于联通 4G+ 网络和钉钉平台，帮助中小企业降低成本、提升效率。后者针对手机端用户，用户可获得全国互拨电话、专属流量和接听免费三项权益。双方将联手进一步为 4300 万中小企业提供完美移动办公解决方案，开启企业互联网+运营时代。

图 3: 中国联通与阿里巴巴推出“钉钉卡”



资料来源: 中国联通官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年5月,与天猫电商平台联动举办“第五届5·17网购节”。中国联通作为最早涉足电子商务的运营商,率先创造出通信行业“网购节”概念,已连续五年成功举办,在终端、产品、服务等方面突显差异化优势。

2017年08月08日,在浙江杭州成立中国联通电子商务阿里合作运营中心。该中心是在中国联通混改方案获批后,与互联网公司的首次合作升级,希望通过引入互联网公司丰富的用户资源和渠道产生所谓混改“化学效应”。

2017年10月20日,与阿里巴巴集团宣布相互开放云计算资源,在云业务层面开展深度合作。阿里云将向联通全面开放公共云服务能力,同时在政务云、行业客户市场等专有云领域进行联合拓展,并继续深化混合云方面的合作。

2017年11月8日,浙江联通与阿里云合作项目“沃云 Powered by Alibaba cloud”平台正式发布上线。平台将以沃云品牌为客户提供“阿里云+联通”服务,同时结合阿里云技术及浙江联通服务优势,助力浙江企业上云。

图 4: “沃云 Powered by Alibaba cloud”平台

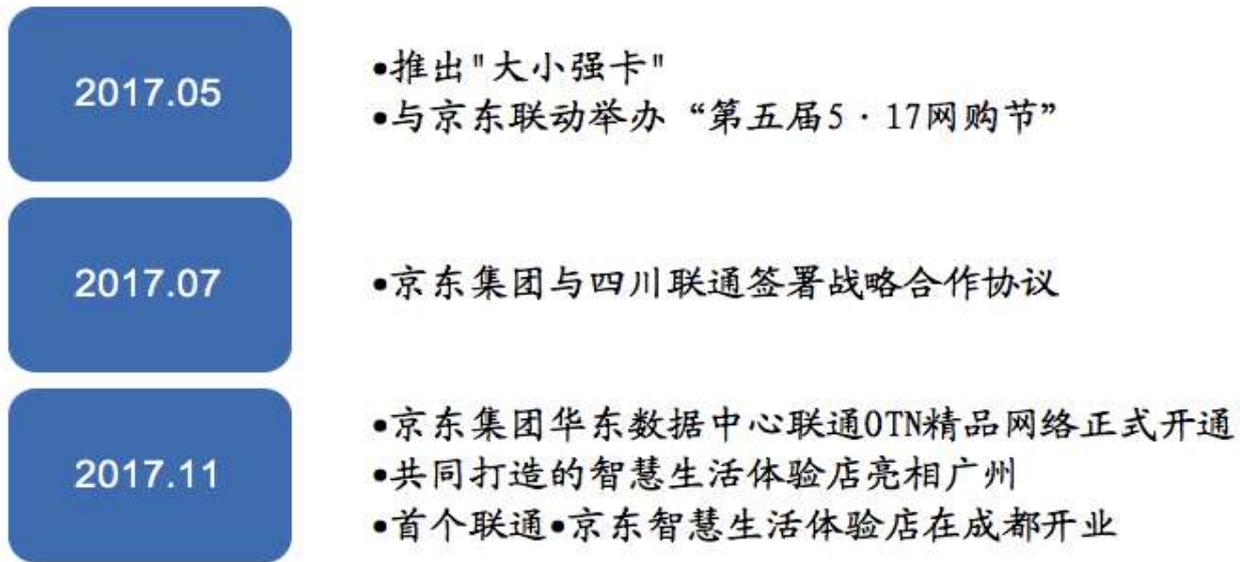


资料来源: 新华网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 联通与京东: 即将开始的智慧科技盛宴

相比其他几大互联网公司,京东与联通的深入合作相对来说稍微晚了一些,专属卡是在今年五月份才推出。但是,京东有不同于其他互联网公司的核心竞争力,比如自营物流系统等,将会给这次合作带来更多的可能性。让人眼前一亮的是2017年11月份在广州登场的智慧生活体验店,科技的魅力一览无余,很多参观者都感觉非常新鲜,对双方接下来的发展也是充满期待。

图 5: 联通与京东合作大事记



资料来源: C114 通信网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年5月,联手京东推出了专属电话卡“大小强卡”。主要针对手机京东APP和京东金融APP限量发布,可见混改方案落地之前双方就已经开始合作之旅。

表 4: 联通与京东合作推卡汇总

时间	项目	用户	范围
2017年5月	大小强卡	手机京东App和京东金融App限量发布	1、分为16月和56月两档套餐,包含全国流量费和通话费 2、享有购物赠流量福利 3、每位用户限购一张

资料来源: 搜狐网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年5月,与京东电商平台联动举办“第五届5·17网购节”。依托强大的大数据平台,为用户带来了定向商品服务推荐,突显差异化优势。

2017年7月,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。双方基于提升各自用户规模和用户体验,共赢互惠的意愿,在终端产品、物流合作、线下实体渠道、大数据与物联网、IDC及云计算服务等方面展开合作。

2017年11月5日,中国联通与京东集团在广州举行开业启动仪式,双方联袂打造的智慧生活体验店亮相广州。这是京东参与联通混改的第一个合作项目。京东利用其供应链优势,将联通销售区域打造为品类丰富,兼顾生活产品品类和运营业务发展双重功能的综合型门店。

2017年11月7日,京东集团华东数据中心联通OTN精品网络新闻发布会在美丽的骆马湖畔、京东集团华东数据中心举行。这是双方进一步扩大合作领域、深化合作内容、提升合作水平的新起点,也是中国联通宿迁市分公司服务地方经济社会发展的重要举措,标志着宿迁光纤网络传输能力又上新台阶。

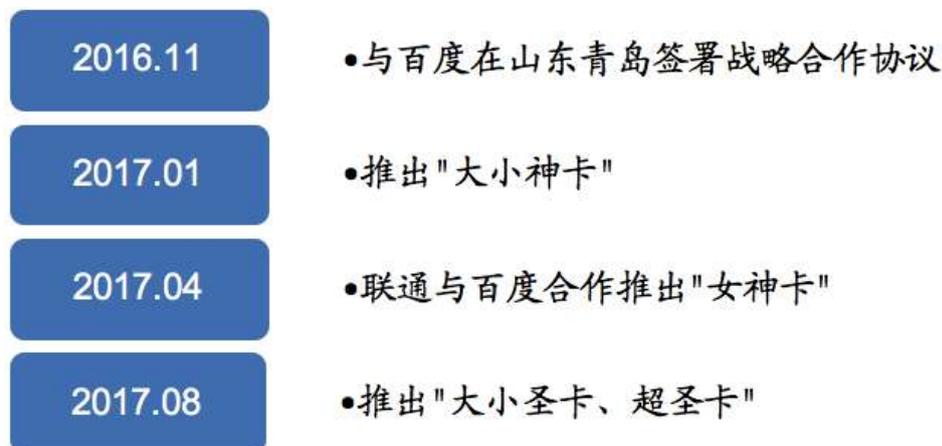
京东集团华东数据中心联通OTN精品网络的正式开通,改变了宿迁地区IT产业及“互联网+”产业受限于地区网络节点及质量的现状,实现了两大集团的强强联合、互利共赢。

■ 联通与百度:人工智能为通信行业添砖加瓦

目前来说,在人工智能方面百度是国内最顶尖的互联网公司。自从百度成立以来,主要赢利点一直是靠搜索业务。经过10多年的发展,这个业务已经非常成熟了,成长很稳定,但较难有突破性的发展。到了2016年,随着人工智能技术的突破(深度学习的实用化),百度开始把未来的战略方向转向人工智能。李彦宏多次发言提到未来的风口是人工智能。

但是，百度现在还不能完全把人工智能技术转化成一种盈利模式，这也是近几年百度渐渐低迷的原因之一。而联通的加入或许能够实现这一点。通过联通的客户和用户渠道，百度的人工智能技术可以便捷、高效地服务更多的产业和公众。双方的探索，也将为更多行业与互联网跨界合作提供灵感。

图 6: 联通与百度合作大事记



资料来源：C114 通信网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2016 年 11 月，与百度公司在山东青岛签署战略合作协议。协议中表示，双方将充分发挥各自领域的优势资源，以资源置换、技术互补、成果共享等方式在移动互联网、人工智能、大数据、通信基础业务等领域开展深度合作，共同打通线上线下服务，在手机百度、百度糯米、百度地图、度秘等项目进行合作，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。

图 7: 中国联通与百度公司签署战略合作协议



资料来源：英盛观察网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017 年 1 月和 4 月，和百度合作相继推出了大小神卡和女神卡。联通方面是为了继续加大和互联网公司的合作广度，实现经营模式的创新转型；百度方面是为了跟上其他互联网公司的脚步，争取在通信行业方面分的一块蛋糕。

2017 年 8 月 3 日，联通与百度合作推出"大小圣卡、超圣卡"。除套餐外，用户还可享受手机百度 APP、百度贴吧 APP、百度网盘等多项客户端免流量优惠活动。

表 5: 联通与百度合作推卡汇总

时间	项目	用户	范围
2017年1月	大小神卡	百度地图 App 限量发售	1、分为 28/月和 198/月两档套餐 2、每月用百度地图签到送 500M 流量
2017年4月	女神卡	中高端用户	1、月租费 37 元/月，激活当月免月费 2、百度糯米 App 消费一笔送 30MB，每月 450MB 封顶 3、用户每天签到送流量，累计 200MB 可兑换
2017年8月	大小圣卡、超圣卡	百度用户专场限量体验回馈活动	1、分为 9 元、19 元、59 元三档套餐，三卡激活后均首月免费，连赠 6 个月的语音时长 2、手机百度、百度贴吧、百度地图、百度网盘、爱奇艺等 App 专属流量免费（40GB 封顶）

资料来源：搜狐网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 联通混改之后动作频频

8月17日，中国联通混改方案出炉，公司子公司联通运营公司16日在北京分别与腾讯、百度、阿里巴巴、京东等合作方以书面方式签署战略合作框架协议。这之后，联通与以上几大互联网公司在云计算、零售体系、物联网、人工智能等方面都进行了深入的合作。另外，混改之后联通与其他公司的合作也在频频进行，其中在创新业务建设方面取得了明显的进展。

11月22日，中国联通与华为联合发布创新研究成果《极致体验视频网建设标准白皮书》，并共同签署《下一代网络应用场景及解决方案战略合作协议》，基于用户体验和应用场景探索下一代网络规划的创新之路。

12月1日，有消息人士表示，联通计划在雄安筹建资本投资控股有限公司，总资本将达到50亿元。同时BATJ都将参与到该项目中来。

12月2日，中国联通与新华三签署两项战略合作协议。中国联通与新华三将在信息通信基础设施及服务、产品一体化解决方案、网络重构、行业云解决方案、物联网应用使能平台，以及融资租赁、共建共赢、资源共享等领域建立战略合作伙伴关系，展开全面、深入的合作。

我们认为，这次混改是联通给自己打的一剂强心针，是为了改变在三大运营商中处于“弱势”地位的现状。首先这种混改是一种尝试创新；其次，联通与其他公司进行的各种合作也能看出对未来发展的布局，主要集中在云计算和人工智能，而这两方面是未来风口的可能性很高。因此，联通混改对公司带来的基本面的改善值得期待。

■ 业绩有望触底，看好公司变革，维持“买入”评级

未来，联通有望通过调整投资支出、设立投资公司，加大创新优化业务结构。变革层面，公司 I2IC 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，看好公司变革，预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.09/0.12/0.20 元，目前接近“混改”增发底价，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000
应收款项	44955	27298	49337	30574
存货净额	2431	41414	42485	44609
其他流动资产	9329	1692	1783	1895
流动资产合计	82234	105526	126729	109200
固定资产	449900	406837	361896	316867
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272
投资性房地产	23973	23973	23973	23973
长期股权投资	33423	33418	33412	33407
资产总计	615907	595076	570306	506719
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211
应付款项	140333	12817	13149	13806
其他流动负债	102490	26620	27362	28882
流动负债合计	341569	318025	288569	216899
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141
其他长期负债	3460	3409	3358	3307
长期负债合计	43831	43550	43499	43448
负债合计	385400	361575	332068	260347
少数股东权益	153004	155269	158169	163072
股东权益	77503	78850	80574	83489
负债和股东权益总计	615907	595694	570811	506909

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.01	0.09	0.12	0.20
每股红利	0.42	0.03	0.03	0.06
每股净资产	3.66	3.72	3.80	3.94
ROIC	3%	4%	5%	6%
ROE	0%	2%	3%	5%
毛利率	23%	26%	27%	28%
EBIT Margin	3%	8%	10%	11%
EBITDA Margin	29%	22%	24%	25%
收入增长	-1%	4%	5%	6%
净利润增长率	-96%	1149%	28%	69%
资产负债率	87%	87%	86%	84%
息率	5.3%	0.3%	0.4%	0.8%
P/E	1080.0	86.5	67.5	40.0
P/B	2.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.0	8.3	6.8	5.4

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	274197	285509	300922	319774
营业成本	211584	212701	219916	229331
营业税金及附加	1064	914	963	1023
销售费用	34646	33433	34937	37765
管理费用	19874	15388	15560	16468
财务费用	3855	11110	15114	12282
投资收益	743	573	485	683
资产减值及公允价值变动	(4191)	(3346)	(3424)	(3298)
其他收入	(0)	200	500	800
营业利润	(275)	9391	11993	21090
营业外净收支	856	767	1012	898
利润总额	581	10158	13005	21988
所得税费用	101	2540	3251	5497
少数股东损益	326	5695	7290	12326
归属于母公司净利润	154	1924	2463	4165

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	154	1924	2463	4165
资产减值准备	87	300	(369)	(472)
折旧摊销	71417	40922	43692	44258
公允价值变动损失	4191	3346	3424	3298
财务费用	3855	11110	15114	12282
营运资本变动	(6760)	(216823)	(22549)	18182
其它	(18508)	1965	3269	5375
经营活动现金流	50581	(168366)	29930	74805
资本开支	(59822)	(450)	(780)	(1030)
其它投资现金流	(17)	0	0	0
投资活动现金流	(60288)	(444)	(774)	(1024)
权益性融资	270	0	0	0
负债净变化	2747	(230)	0	0
支付股利、利息	(8864)	(577)	(739)	(1249)
其它融资现金流	25059	179841	(30530)	(73847)
融资活动现金流	13095	179034	(31269)	(75096)
现金净变动	3388	10224	(2113)	(1316)
货币资金的期初余额	22007	25395	35000	33000
货币资金的期末余额	25395	35618	32887	31684
企业自由现金流	10637	(159046)	42523	87799
权益自由现金流	38443	9966	513	4735

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《中国联通-600050-重大事件快评：详拆联通 ROE，未来或有较大改善空间》 ——2017-12-04
- 《中国联通-600050-重大事件快评：按辔徐行，渐入佳境》 ——2017-11-15
- 《中国联通-600050-重大事件快评：“混改”推进，与京东首个合作项目落地》 ——2017-11-08
- 《中国联通-600050-2017 年三季报点评：符合预期，4G 用户数有望实现超越》 ——2017-10-30
- 《中国联通-600050-重大事件快评：批文落地，“混改”再提速》 ——2017-10-17

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。