

边际改善明显，混改持续发力

中国联通（600050）推介PPT

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

边际改善明显，混改持续发力

摘

要

- **PB已至低点，PE有望优化，ROE尚有大幅提升潜力**
- **详细分析之一：收入端**
 - 各细分业务共同发力，收入端具备持续增长空间
 - 移动出账用户 **ARPU**值平稳提升，将进一步抬高
- **详细分析之二：成本端**
 - 资本开支下降将减轻折旧压力
 - 混改引入民资降低财务费用
 - 精简机构进一步压缩成本费用
- **联通混改增发过会，静待方案发酵**
- **方案出炉，“势大力沉”引入多元协同**
- **深化与互联网企业战略合作，发挥业务协同是根本**

盈利预测及业绩拆分

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2I2C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。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，当前PB仅1.1倍，EV/EBITDA低于全球6-12倍的平均水平，具备一定吸引力。

看好公司变革，预计2018/2019/2020年EPS分别为0.13/0.18/0.20元，维持“买入”评级。

	2016	2017E	2018E	2019E	2020	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	
4G网络						4G网络					
收入	960	1170	1440	1800	2100	收入	960	1170	1440	1800	
增长率		21.88%	23.08%	25.00%	16.67%	净利率	-3.00%	2%	3.00%	3.50%	
毛利率	25%	30%	30.50%	31.50%	31.50%	净利润	-28.8	23.4	43.2	63	
										73.5	
2G/3G网络						2G/3G网络					
收入	672	624	576	528	450	收入	672	624	576	528	
增长率		-7.14%	-7.69%	-8.33%	-14.77%	净利率	2%	2.5%	2.5%	3.0%	
毛利率	30%	30.50%	30.50%	31%	31%	净利润	13.44	15.6	14.4	15.8	
										13.5	
固定网络						固定网络					
收入	946	810	824	720	750	收入	946	810	824	720	
增长率		-14.38%	1.73%	-12.62%	4.17%	净利率	2%	2%	3%	3.0%	
毛利率	19%	19%	19%	19%	19%	净利润	18.92	16.2	20.6	21.6	
										22.5	
云计算、数据中心和创新业务						云计算、数据中心和创新业务					
收入	80	130	200	300	400	收入	80	120	200	300	
增长率		62.50%	53.85%	50.00%	33.33%	净利率	4%	4%	7%	7%	
毛利率	18%	18%	19%	21%	21%	净利润	3.2	4.8	14	21	
										28	
其他（19年后终端转向ICT）						其他					
收入	50	90	20	100	100	收入	50	90	20	100	
增长率						净利率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	净利润	0.05	0.09	0.02	0.1	
										0.1	
收入合计	2708	2824	3060	3448	3800	合计					
增长率		4.28%	8.36%	12.68%	10.21%	收入	2708	2814	3060	3448	
毛利率		25.77%	26.52%	27.28%	27.30%	净利润	6.81	60.09	92.22	121.54	
成本率		74.23%	73.48%	72.72%	72.70%	持股比例	33%	33%	43.94%	43.94%	
										43.94%	
						归母净利润	2.25	19.83	40.52	53.40	
										60.46	

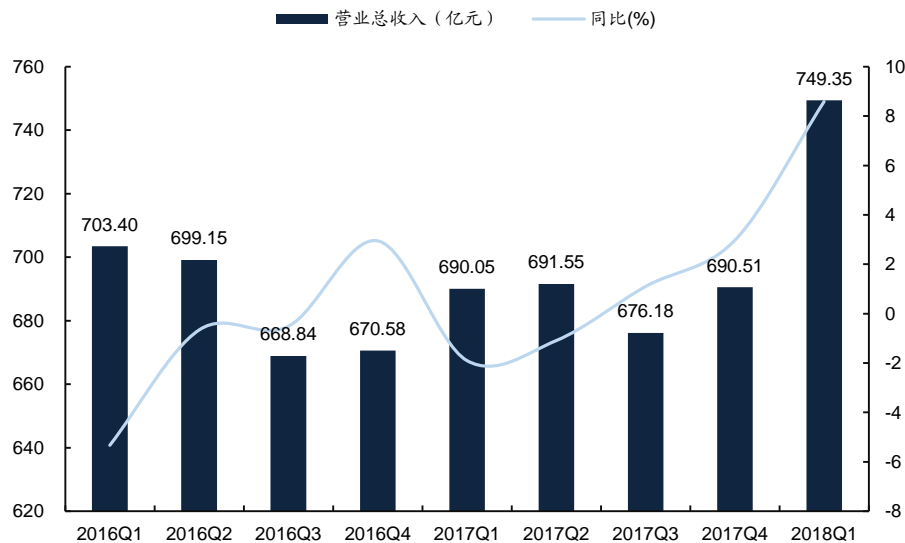
盈利预测及业绩拆分

	2016	2017	2018	2019	2020
4G网络	$1*12*80=960$ (因为4G建设、费用控制和铁塔资产原因, 实际4G业务净利率为负)	$1.5*12*65=1170$	$2*12*60=1440$ (净利率上升为网络负载率低, 边际成本较少, 导致的规模效应)	$2.5*12*60=1880$ (4G收益最大年份, 5G投资额带来的折旧尚未体现)	$2.8*12*62.5=2100$
2G/3G网络	$1.4*12*40=672$	$1.3*12*40=624$ (2G/3G用户逐年转换/流失)	$1.2*12*40=576$ (2G/3G用户逐年转换/流失)	$1.1*12*40=528$ (2G/3G业务因为之前重耕后, 净利率进一步提升)	
固定网络	$0.73*12*108=946$	$0.75*12*90=810$ (固网业务增长乏力, ARPU值持续下降)	$0.78*12*88=824$ (折旧有些下降, 毛利率提升)	$0.8*12*75=720$ (受益于BATJ等互联网厂商影响, 用户数有望增长, 基础ARPU下降, 但由于增值业务整体基本止跌, 净利率开始爬坡)	
云计算、数据中心和创新业务	IDC、云计算业务2016年增速36%, 后期随着腾讯等互联网企业业务拓展需求加强	创新业务由于BATJ入股后有望加速增长, 给予较高增长	2018年以后, 大部分机柜折旧进入尾声, 净利率进一步提升		
合计	1、收入增长主要来自于4G用户增加以及创新业务+IDC和云计算 2、净利润提升主要来自于成本端减压和BATJ带来的增值服务带动的高于基础ARPU的收益, 进而提升ARPU值 3、2019年, 联通业绩有望在恢复后实现一定速度的增长(相比2015年有20%左右增长)				

一季度业绩大幅改善，4G用户快速增长

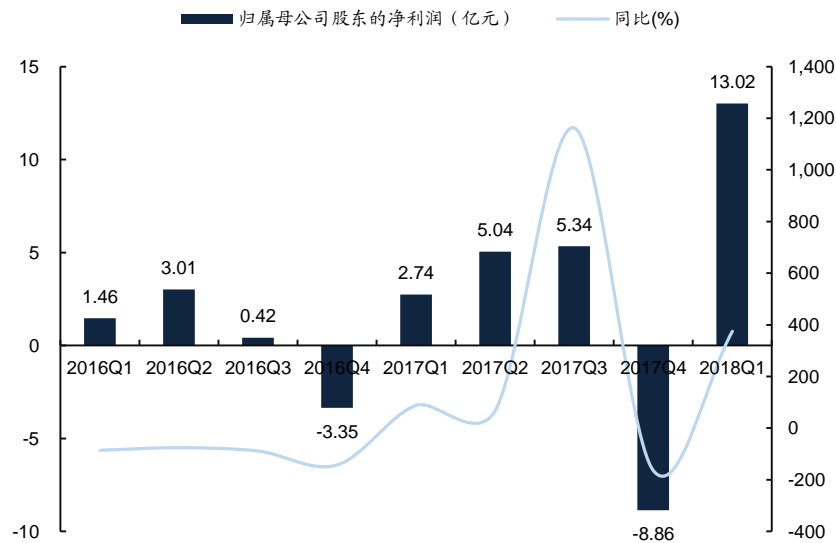
- 2018年一季报，公司2018年一季报营业收入749.35亿元，同比增长8.59%（近3年单季度收入最高）；净利润29.85亿元，增长260.92%；归母净利润13.02亿元，增长374.75%。（近9年单季度归母净利润最高）
- 业绩增长主要来自4G用户增长（近2000万）和互联网服务带来的收入（同比增长36%）。2G/3G/4G整体用户ARPU值48元，同比增长2.6%。

图：2016Q1-2018Q1单季度营收及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：2016Q1-2018Q1单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

股票激励计划得到批复，彰显对公司未来发展信心

- 中国联通限制性股票激励计划得到国资委批复，拟向不超过7,550人采用限制性股票作为激励工具，并对限制性股票的解锁条件提出业绩要求：以2017年度利润总额为基准，**2018至2020年度利润总额增长率不低于65.4%、224.8%、378.2%**。

表：股权激励解锁的业绩条件

解锁期	解锁条件		
	主营业务收入	利润总额	净资产收益率
第一个解锁期	2018年度主营业务收入较2017年度主营业务收入基准的增长率不低于4.4%，较2017年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2018年度利润总额较2017年度利润总额基准的增长率不低于 65.4% ，较2017年度利润总额的增长率不低于同行业企业75分位水平	2018年度净资产收益率不低于2.0%。
第二个解锁期	2019年度主营业务收入较2017年度主营业务收入基准的增长率不低于11.7%，较2018年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2019年度利润总额较2017年度利润总额基准的增长率不低于 224.8% ，较2018年度利润总额的增长率不低于同行业企业75分位水平	2019年度净资产收益率不低于3.9%
第三个解锁期	2020年度主营业务收入较2017年度主营业务收入基准的增长率不低于20.9%，较2019年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平	2020年度利润总额较2017年度利润总额基准的增长率不低于 378.2% ，较2019年度利润总额的增长率不低于同行业企业75分位水平	2020年度净资产收益率不低于5.4%
备注	2017年度主营业务收入基准为2017年度主营业务收入实际完成数与较2016年度主营业务收入增长4.5%孰高者	2017年度利润总额基准为2017年度利润总额实际完成数与较2016年度利润总额增长47.2亿元孰高者	净资产收益率=净利润/(期初所有者权益+期末所有者权益)/2。计算ROE时，剔除公司重要参股子公司引资上市等资本运作对公司所有者权益造成的影响

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

● PB已至低点，PE有望优化，ROE尚有大幅提升潜力

联通混改，ROE尚有大幅提升潜力

- 截至2018年4月24日，中移动、中联通、中电信港股市值分别为15101亿港币、3274亿港币（A股市值1756亿人民币）、2962亿港币。
- 全球电信运营商平均PB为6.80倍左右，台湾中华电信PB为2.49，港股联通PB为0.90，当前属于低估区间。

表：截至4月23日，三大运营商估值对比

	中国移动	中国电信	中国联通	中华电信
PE	10.91	13.23	69.18; 119.10 (A股)	23.04
PB (MRQ)	1.26	076	0.90; 1.28 (A股)	2.49
PS	1.68	0.67	0.97; 0.62 (A股)	3.85
2017年年报ROE (%)	11.63	5.81	0.69 (港股); 0.40 (A股)	
2016年ROE (%)	11.47	5.82	0.20 (港股); 0.27 (A股)	11.17

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

全球电信运营商PB估值对比

- 以“wind电信业务”为分类标准，以2018年1月12日为最新收盘日，剔除：（1）最新PB为负值或空值；（2）非电信运营商；（3）极端值。PB平均值为4.01倍。

表：截至1月12日，全球电信运营商PB估值对比

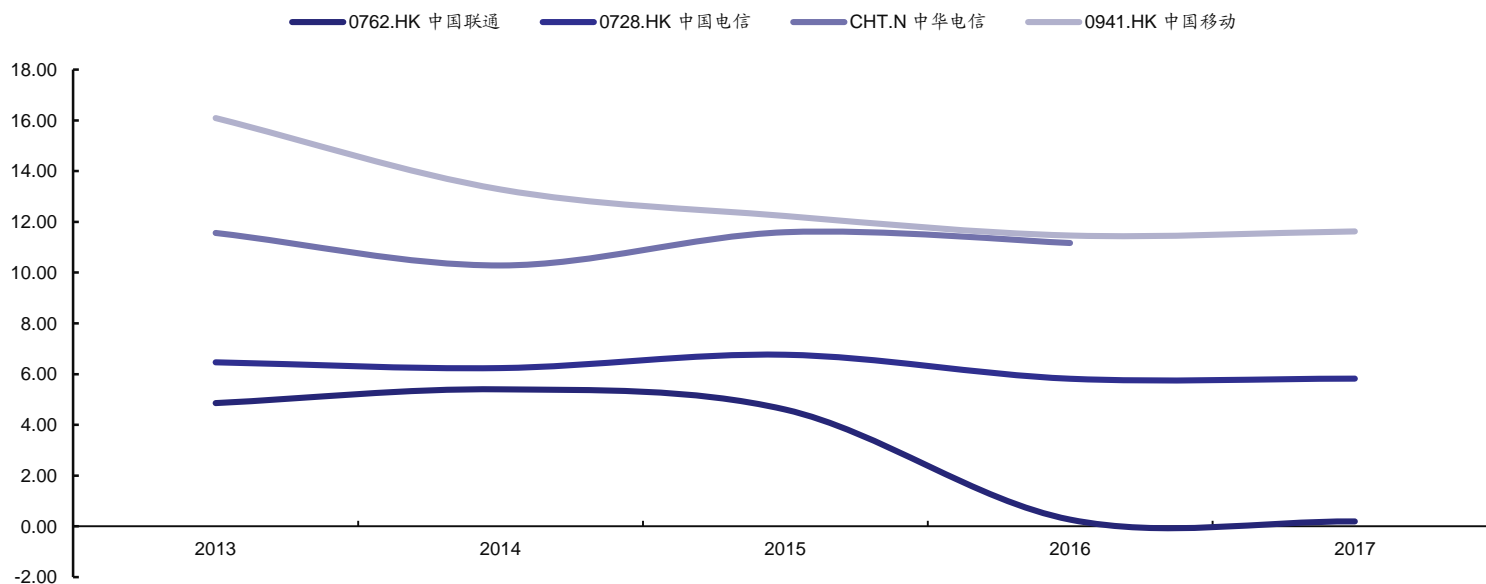
证券代码	证券简称	最新市净率PB(MRQ) (倍)	证券代码	证券简称	最新市净率PB(MRQ) (倍)
OIBRQ.OO	巴西电信	0.32	BCE.N	加拿大贝尔	2.60
VIV.N	TELEFONICA BRASIL-ADR (西班牙电信)	0.42	TMUS.O	T-MOBILE US	2.61
TI.N	意大利电信	0.75	PHI.N	PLDT	2.81
0728.HK	中国电信	0.82	ORBC.O	ORBCOMM轨道通讯系统	3.22
KT.N	韩国电信	0.87	002467.SZ	二六三	3.31
VOD.O	沃达丰	1.06	6088.HK	FIT HON TENG	3.36
VEON.O	VEON	1.15	CALL.O	MAGICJACK VOCALTEC	3.52
NTTY.OO	日本电报电话	1.22	600804.SH	鹏博士	3.55
0762.HK	中国联通	1.24	BT.N	英国电信	3.62
0215.HK	和记电讯香港	1.33	4904.TW	远传	3.65
SKM.N	韩国SK电信	1.33	RCI.N	罗杰斯通信	3.98
0941.HK	中国移动	1.36	EGHT.N	8X8 INC DE	4.57
CTL.N	世纪电信(CENTURYLINK)	1.43	VG.N	VONAGE HOLDINGS	4.92
ORAN.N	ORANGE	1.45	TLK.N	印尼电信	4.94
ATNI.O	ATN INTERNATIONAL	1.54	SHEN.O	SHENANDOAH TELECOMMUNICATIONS COVA	5.34
8167.HK	中国新电信	1.55	OOMA.N	OOMA	5.86
HCOM.O	HAWAIIAN TELCOM HOLDCO INC	1.56	OHGI.O	ONE HORIZON GROUP	6.07
DCM.N	NTT道康姆	1.81	ZAYO.N	ZAYO GROUP HOLDINGS	6.10
T.N	美国电话电报(AT&T)	1.81	3045.TW	台湾大	6.62
CNSL.O	联合通讯	1.81	VZ.N	威瑞森电信(VERIZON)	7.88
6823.HK	香港电讯-SS	1.98	ATUS.N	ALTICE USA	8.18
3969.HK	中国通号	2.06	GSAT.A	全球星	8.31
PDVW.O	PDVWIRELESS INC	2.28	1310.HK	香港宽频	8.77
0315.HK	数码通电讯	2.30	SITO.O	SITO MOBILE	9.41
CHT.N	中华电信	2.39	WIFI.O	BOINGO WIRELESS INC	9.51
2412.TW	中华电	2.40	SPKKY.OO	SPARK NEW ZEALAND LIMITED	19.88
TEF.N	西班牙电信	2.45	RNG.N	Ringcentral	25.00
600050.SH	中国联通	2.54		平均值	4.01

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

联通ROE具备较大恢复空间

- 从ROE来看，中国移动近年来投资利润率持续领先，近两年维持在11%-12%。中国电信ROE较为平稳，保持在5%-7%之间。中华电信ROE趋近于中国移动，中国联通2016年盈利情况急剧下降，但也具备较大的恢复空间。

图：三大运营商和中华电信2013-2017ROE（平均）变化情况（%）



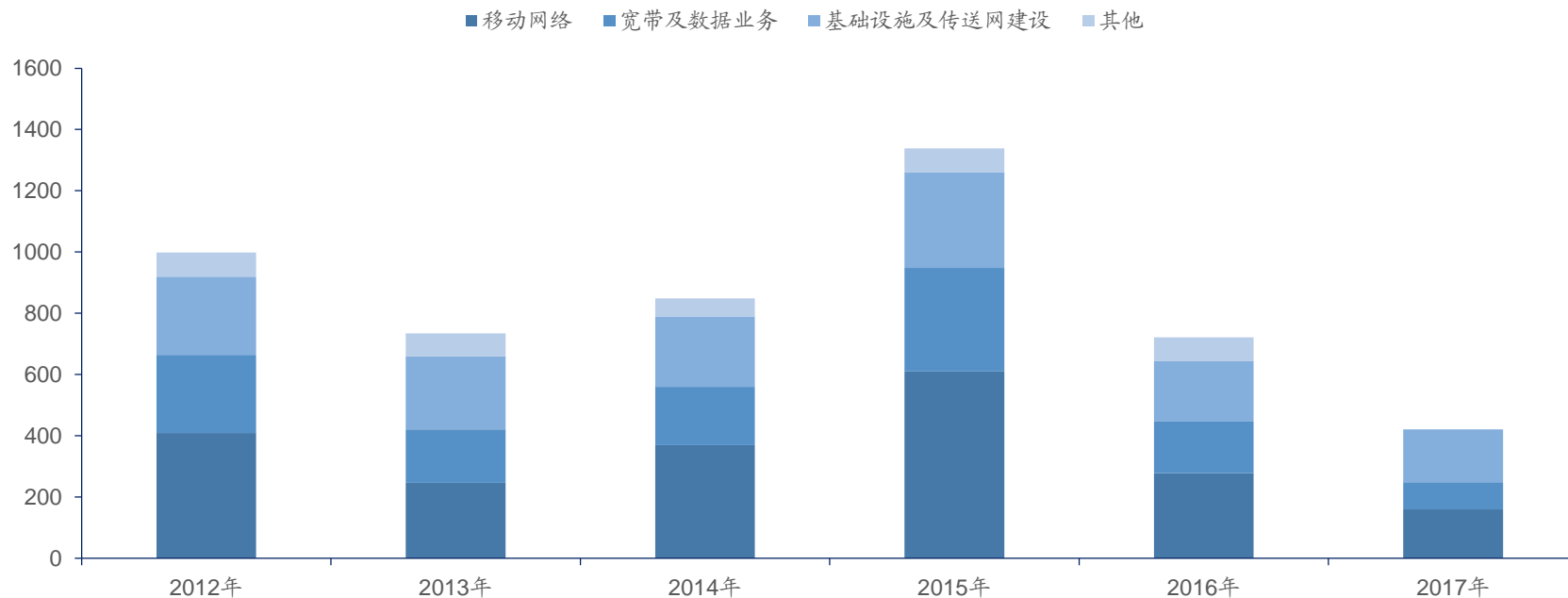
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

- 从收入端进行具体测算

各细分业务共同发力，收入端具备继续增长空间

- 从中国联通业务结构变化来看，2010年前，固网业务是第一大收入来源，但近几年增长乏力。**2018年第一季度，移动主营业务收入同比上升11.6%，成为收入第一大贡献来源。预计2018年全年营业收入3060亿元。**

图：中国联通2012-2017资本开支（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

收入端改善空间较大，混改并非噱头

- 根据测算结果，中国联通在收入端**至少还有奖金80%的空间进行改善**，而改善的主要驱动因素来自与互联网厂商的密切合作，因此，混改并非噱头。

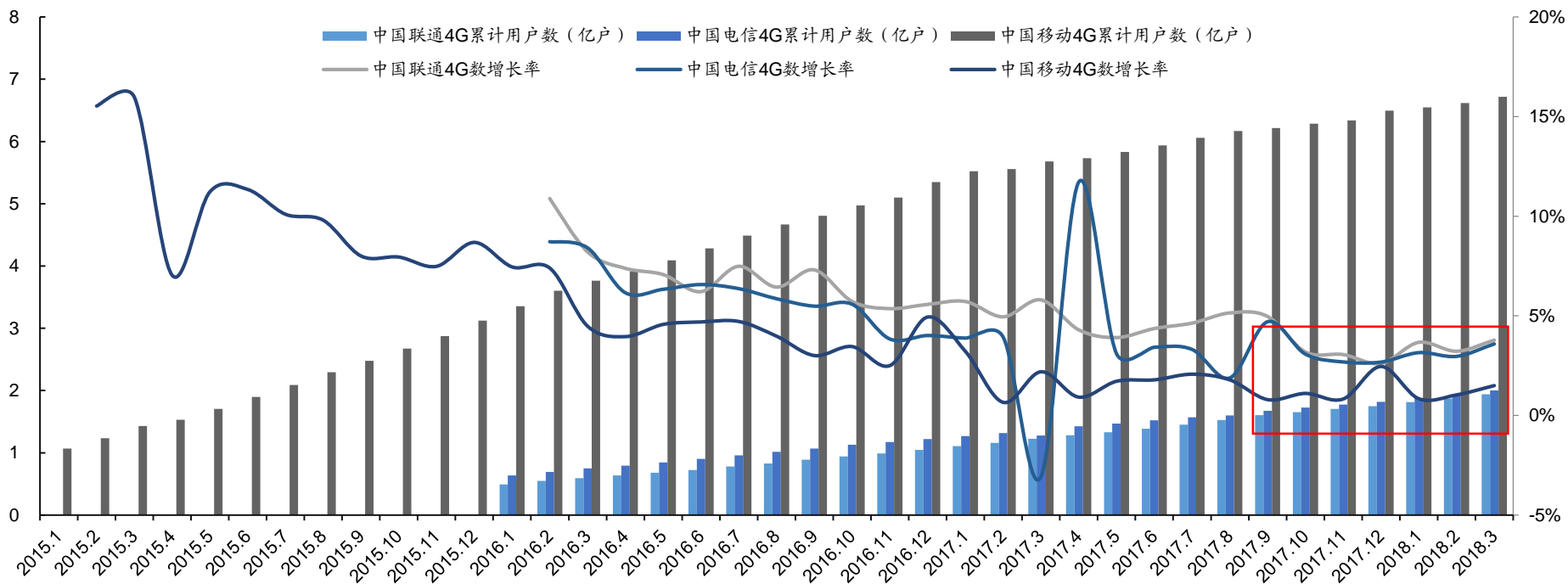
表：细分业务增长空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020
4G网络	1*12*80=960 (因为4G建设、费用控制和铁塔资产原因，实际4G业务净利率为负)	1.5*12*65=1170	2*12*60=1440 (净利率上升为网络负载率低，边际成本较少，导致的规模效应)	2.5*12*60=1880 (4G收益最大年份，5G投资额带来的折旧尚未体现)	2.8*12*62.5=2100
2G/3G网络	1.4*12*40=672	1.3*12*40=624 (2G/3G用户逐年转换/流失)	1.2*12*40=576 (2G/3G用户逐年转换/流失)	1.1*12*40=528 (2G/3G业务因为之前重耕后，净利率进一步提升)	
固定网络	0.73*12*108=946	0.75*12*90=810 (固网业务增长乏力，ARPU值持续下降)	0.78*12*88=824 (折旧有些下降，毛利率提升)	0.8*12*75=720 (受益于BATJ等互联网厂商影响，用户数有望增长，基础ARPU下降，但由于增值业务整体基本止跌，净利率开始爬坡)	
云计算、数据中心和创新业务	IDC、云计算业务2016年增速36%，后期随着腾讯等互联网企业业务拓展需求加强	创新业务由于BATJ入股后有望加速增长，给予较高增长	2018年以后，大部分机柜折旧进入尾声，净利率进一步提升		
合计	1、收入增长主要来自于4G用户增加以及创新业务+IDC和云计算 2、净利润提升主要来自于成本端减压和BATJ带来的增值服务带动的高于基础ARPU的收益，进而提升ARPU值 3、2019年，联通业绩有望在恢复后实现一定速度的增长（相比2015年有20%左右增长）				

4G移动用户单月呈现高增长

- 2018年一季度移动出账用户净增978万户，达到2.94亿户。**4G用户一季度增长近2000万户**，与我们之前报告判断一致。2/3/4G整体用户ARPU值48元（2016年全年平均46.4元），同比增长2.6%。

图：2015年1月到2018年3月4G累计用户数（亿户）和环比增长率（%）对比

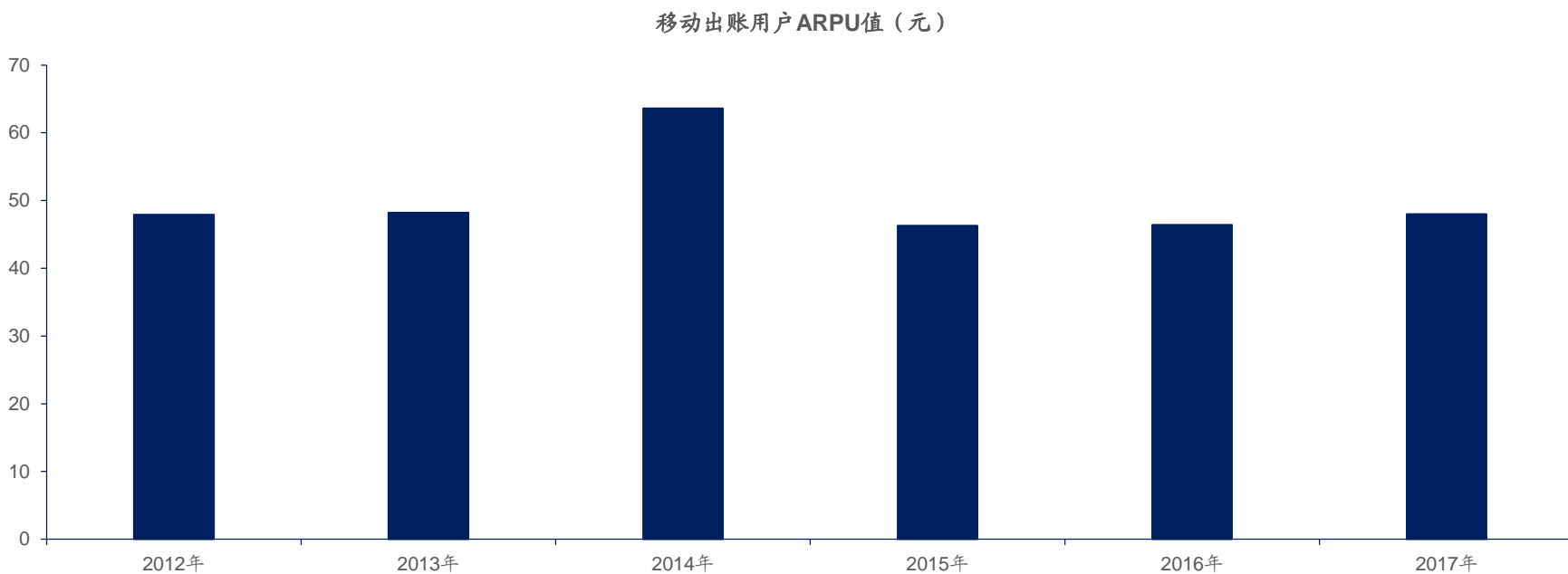


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

移动出账用户 ARPU 值将进一步抬高

- 4G用户 ARPU 达人民币 65.6 元，4G 用户渗透率提升抬高基础 ARPU 值；
- 大小王卡、蚂蚁宝卡等创新定向流量优惠套餐，对 ARPU 值提升也有所裨益；
- 互联网用户带来的增值业务将进一步抬高 ARPU 值。

图：中国联通移动出账用户 ARPU 值变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

- 从成本端进行具体测算

三大运营商ROE分解

- 中国联通息税前利润率最低，主要因为折旧、网络、营运及支撑成本、职工薪酬费用占比较高。
- 中国联通权益乘数较为突出，资产负债率较高。从负债率来看，联通61%、移动35%，电信52%。利息费用也抵消了联通一大部分利润，所以利润总额/息税前利润占比也较低。

表：三大运营商2017年ROE分解

2017	中国移动	A股中国联通	中国电信	港股中国联通
净资产收益率	11.63	0.40	5.81	0.69
因素分解：				
销售净利率	15.45	0.61	5.12	0.67
净利润/利润总额	77.24	70.82	75.19	71.35
利润总额/息税前利润	99.86	39.90	87.43	31.14
息税前利润/营业总收入	20.03	2.17	7.79	3.02
资产周转率	0.49	0.46	0.56	0.47
权益乘数	1.55	5.59	2.05	2.23
归母净利润占比	99.88	25.29	99.23	98.81

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

改善息税前利润率，创新商业模式

表：三大运营商2017年报利润表各项目占营收比重（单位：亿元）

2017	中国移动	营收占比	中国联通	营收占比	中国电信	营收占比
营业收入	7405.00		2748.29		3662.29	
电路租费	-463.36	-0.06				
网络、营运及支撑成本			-545.07	-0.20	-1039.69	-0.28
网间结算成本	-217.62	-0.03	-126.17	-0.05		
折旧	-1497.80	-0.20	-774.92	-0.28	-749.51	-0.20
职工薪酬	-855.13	-0.12	-424.71	-0.15	-560.43	-0.15
销售费用	-610.86	-0.08				
产品销售成本	-736.68	-0.10	-266.43	-0.10		
其他支出-经营	-1822.43	-0.25	-571.66	-0.21	-456.12	-0.12
营业支出	-6203.88	-0.84			-3390.09	-0.93
营业利润	1201.26	0.16			272.20	0.07
其他收益-非经营	23.89	0.00				
利息收入	158.83	0.02	16.47	0.01		
财务费用	-2.10	0.00	-57.34	-0.02		
应占联营公司损益	99.49	0.01	8.93	0.00	8.77	0.00
应占共同控制实体损益			5.74	0.00		
除税前溢利	1481.37	0.20	25.93	0.01	249.53	0.07
所得税	-337.23	-0.05	-7.43	0.00	-61.92	-0.02
净利润（含少数股东权益）	1144.14	0.15	18.50	0.01	187.61	0.05
净利润（不含少数股东权益）	1142.79	0.15	18.28	0.01	186.17	0.05
少数股东损益	1.35	0.00	0.22	0.00	1.44	0.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

改善息税前利润率，创新商业模式

- 中国联通自2016年落实精准投资，积极推动行业内外合作与资源共享，资本开支下降为人民币**721.1亿元**，**2017年将持续下滑**，折旧压力也随之大幅减少。随着联通混改的推进，公司将通过创新商业模式来改善盈利情况，**提高客户ARPU值**，使存量资产发挥出更大的效益。



从折旧费用占比营业收入来看，联通比例最高，为**28.14%**，移动18.67%，电信18.70%。



从固定资产占比总资产来看，联通也是最高，为**70.65%**，移动38.63%+、在建工程占比7.34%，电信固定资产占比58.37%+，在建工程占比13.09%。



从债务结构来看，联通带息债务在全部投入资本占比最高，为**64.45%**、电信26.30%，移动0.51%。负债中短期借款（16.61%）和应付账款及预提费用（20.57%）占较高比例。

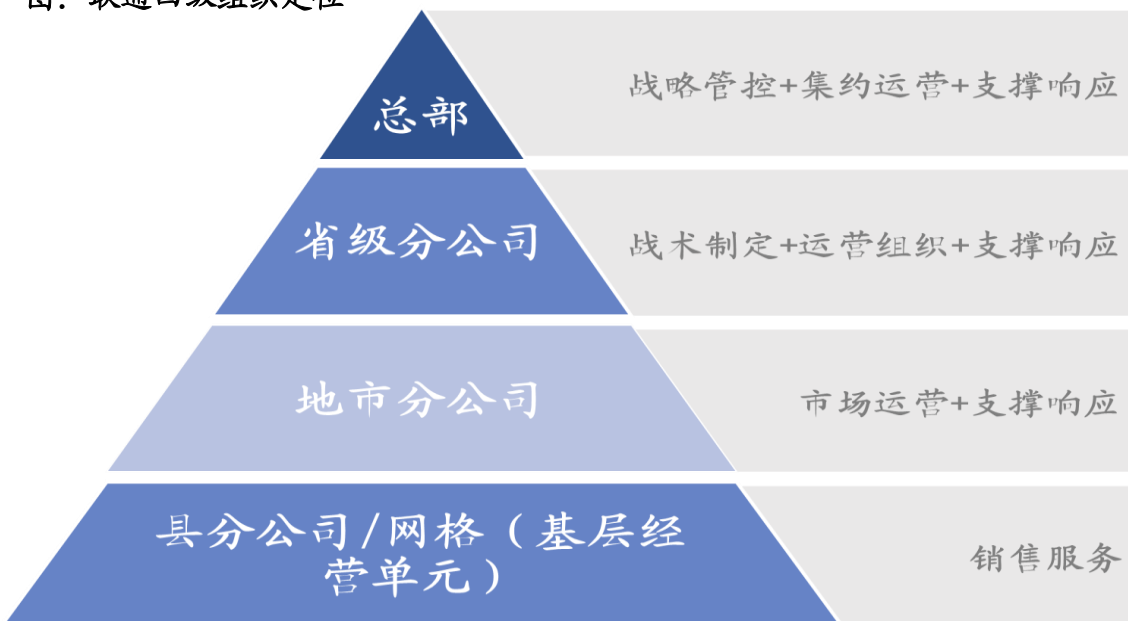


由于债务高企，联通的财务费用比例也最高，联通**-1.76%**，电信-0.96%，移动+1.95%。从财务费用和带息负债的数据可以看出，中国移动资金最为充裕，中国联通需要靠高成本的短期带息负债来维持现金流的运转。

瘦机构臃肿之身、改人浮于事之象

- 联通日前公布了《中国联通瘦身健体精简机构实施方案》，针对机构臃肿、人浮于事的现状，给出了详细计划。**管理人员市场化选聘机制，各层级管理人员实行5%退出。**
- 中国联通针对机构臃肿、人浮于事的现状，实施《瘦身健体精简机构方案》，**管理人员市场化选聘机制，各层级管理人员实行5%退出。**于10月底前完成机构及相应人员调整。预计在职工薪酬营收占比、管理费用等成本费用端将有不错体现。

图：联通四级组织定位



- 一方面，中国联通在过去近20年间，历经几轮整合，人员背景较为复杂，内部融合困难，并且带来**增设部门、人员超编等历史遗留问题**；另一方面，**出于精细化运营的考虑**，中国联通原有的组织结构强调专业细分，部门数量多导致管理流程较长和内部沟通不畅。

资料来源：《中国联通瘦身健体精简机构实施方案》、国信证券经济研究所分析师归纳整理

● 联通混改增发过会，静待方案发酵

增发过会，静待方案发酵

- 联通混改意义非凡，回顾从混改试点名单确认、上市公司停牌、混改方案上报、混改方案获证监会特批、增发过会等整个过程，可以说，作为混改标杆的中国联通，进展顺利。8月20日，公告发布混改方案。10月11日，增发过会。**预计后续批文也有望加快。**
- **据澎湃新闻记者获悉，中国联通混改战略投资者全部完成现金认购。短时间内近750亿元资金到位，彰显了对联通混改前景的信心。**

图：中国联通混改之路



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

启动管理人员市场化改革，建立市场化长效机制

- 作为本次混改的重要环节之一，中国联通坚持**市场导向、改革导向、业绩导向**，从管理人员着手，坚持从严从先启动管理人员市场化改革，建立市场化长效机制。其目的在于健全市场化的选人用人机制和科学合理的激励约束机制，重塑责任体系和压力体系，实现管理干部“人员能进能出、职位能上能下、薪酬能高能低”，进一步激发企业活力。

图：联通混改管理人员市场化改革举措

加大市场化选聘力度

- 管理人员优化淘汰比例大于其他员工
- 实现现有各层级管理人员**5%**的退出率

严格契约化管理

- 签订《岗位聘用合同书》《业绩任务合同书》
- 对于违规行为倒追责任和**经济追偿**

坚持市场化退出

- 约定的业绩、目标及个人德才表现，决定管理人员续聘或解聘

加大能力发展建设力度

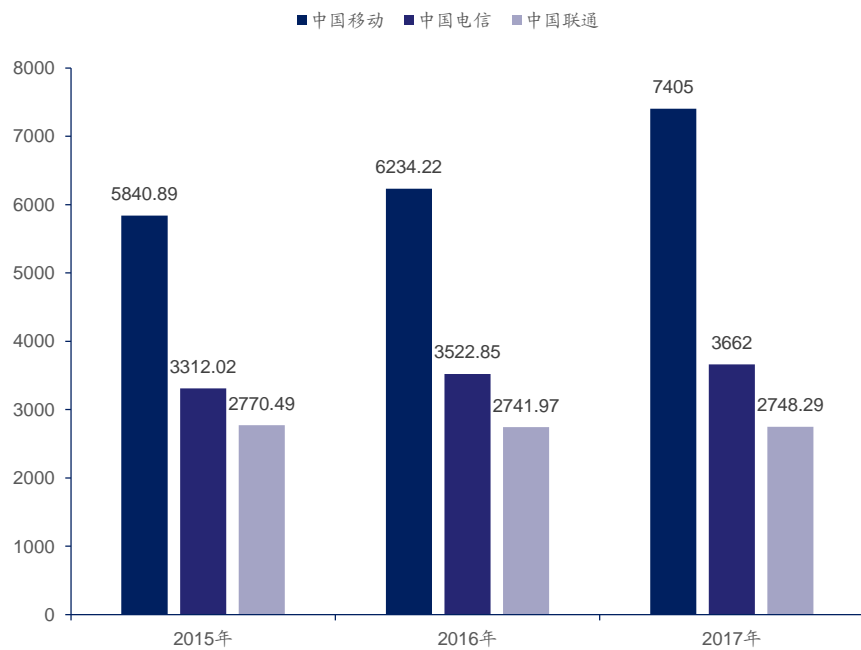
- 总部、省、市三级联动、分级负责，加强后备管理人才的实践锻炼

资料来源：新华网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司与中移动差距悬殊

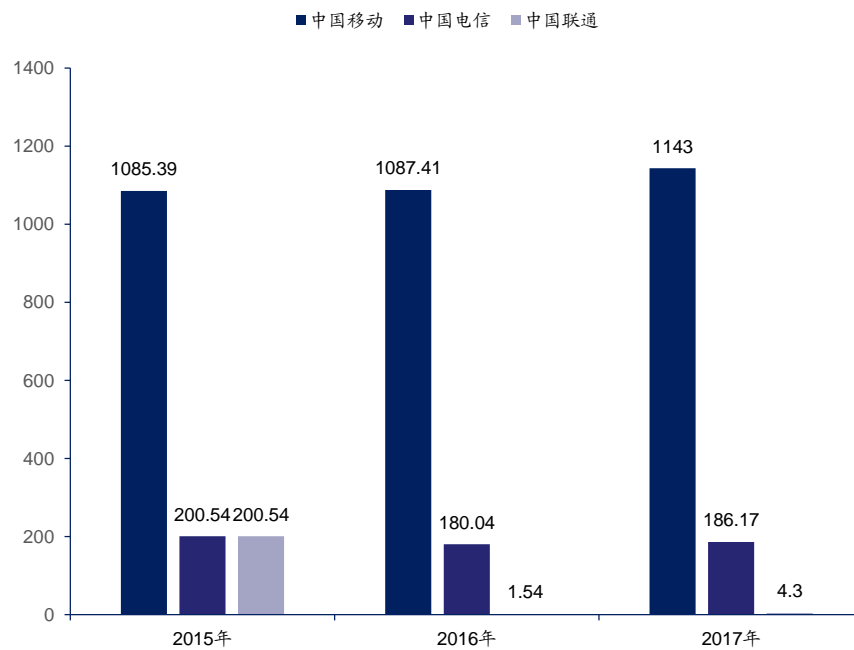
- 从2017年的财报数据来看，中国移动的业务收入是联通的**2.69倍**，营业利润是联通的**87.7倍**，净利润是联通的**67.86倍**。

图：三大运营商2015-2017营业收入（亿元）情况对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：三大运营商2015-2017归母净利润（亿元）情况对比

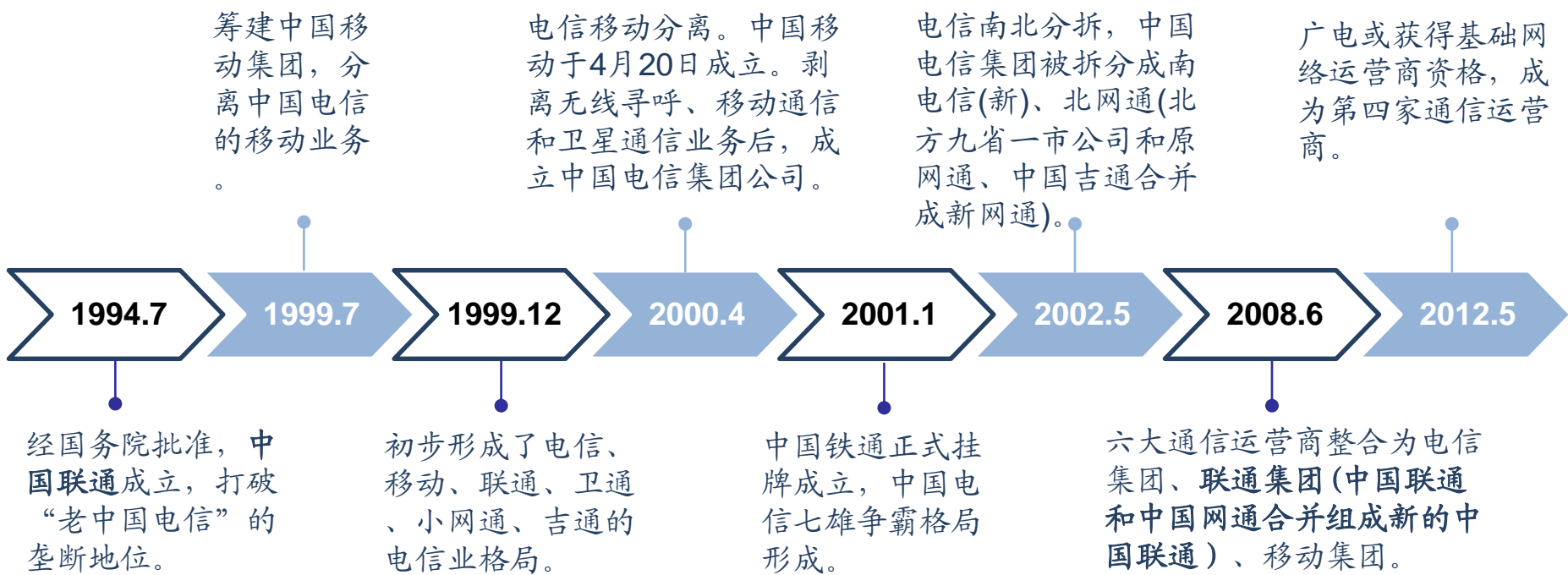


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

电信行业历经多次变革

- 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

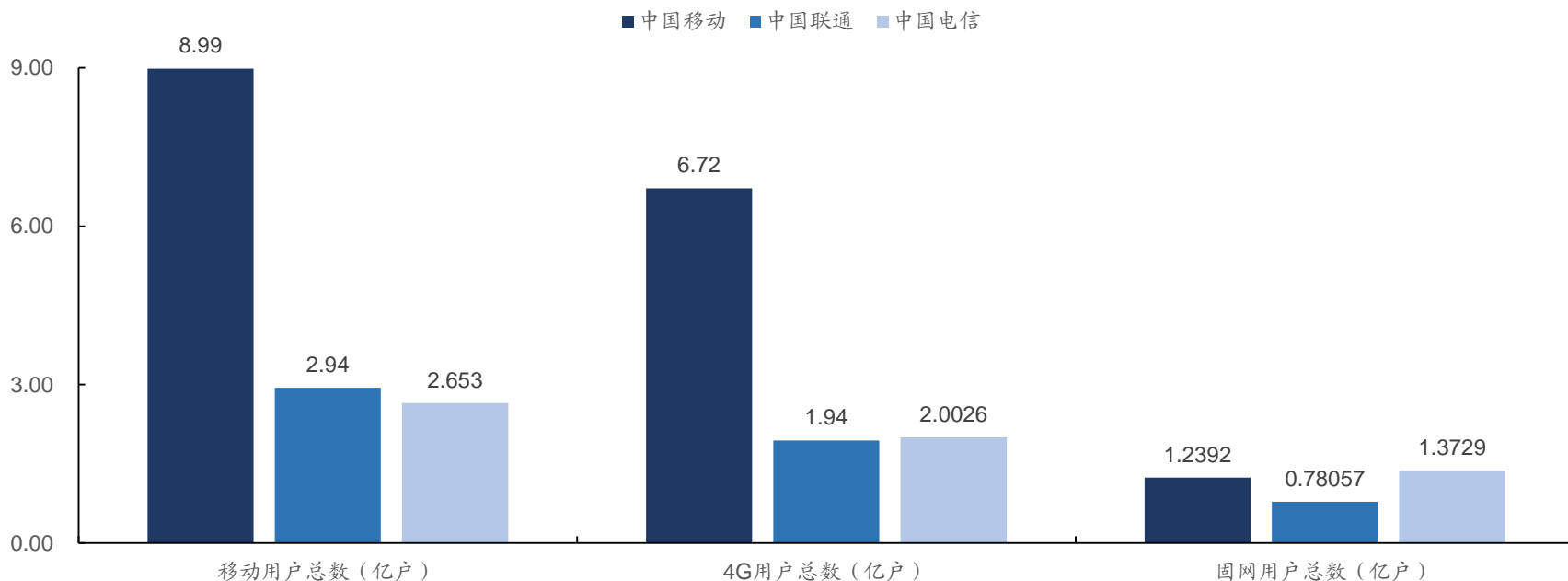


资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

联通混改，势在必行

- **竞争格局失衡，中国移动一家独大。**总体来看：中移动、中国联通、中电信港股市值分别为**15101亿港币**、**3274亿港币**、**2962亿港币**。
- 中移动获固网牌照后国内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。

图：2018年3月运营商各项业务数据

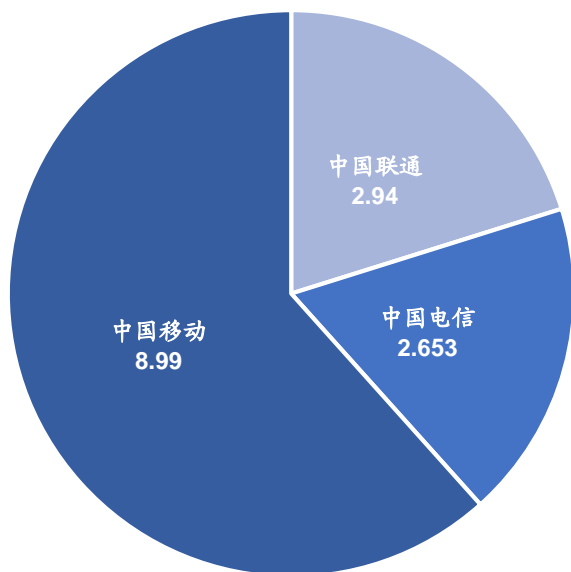


资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

联通混改，势在必行

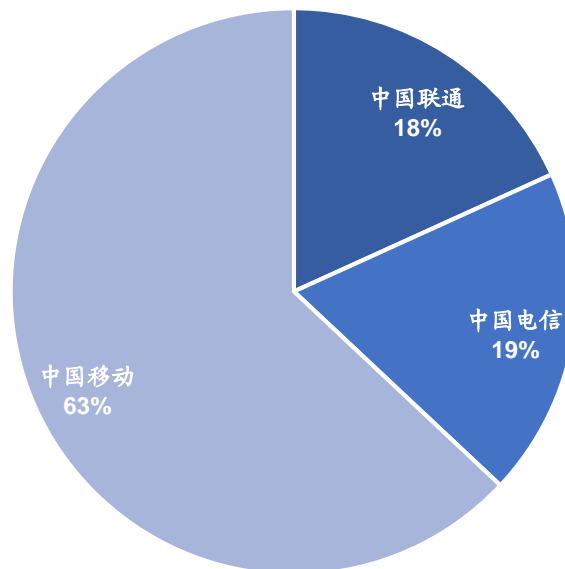
- **中移动在占优的移动通信市场保持着绝对优势**。截止2017年11月份，移动业务方面，中国移动用户数量远超联通、电信之和，占据约63%市场份额，4G用户更占据了高达65%的用户比例。

图：2018年3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：2018年3月份4G用户市场份额（%）

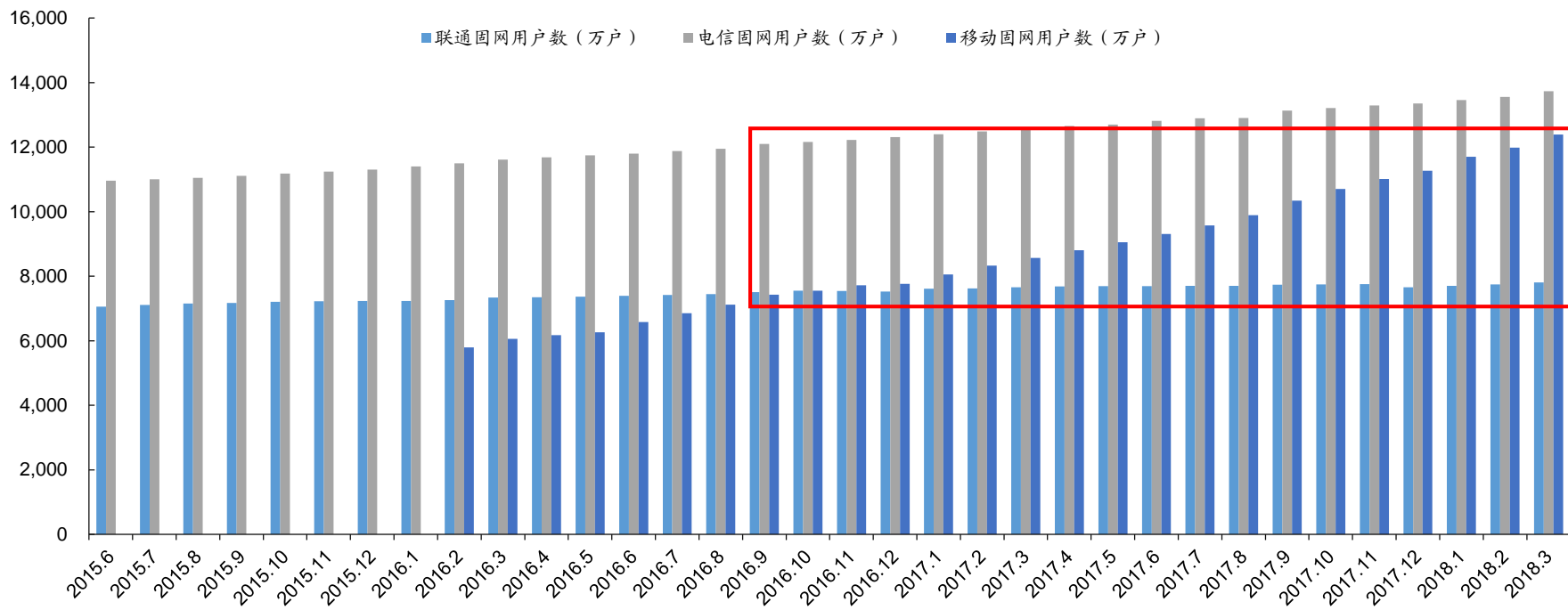


资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所整理

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，自2016年10月份，联通的宽带用户数量被中国移动反超。截止至2017年11月，电信、移动、联通的固网宽带业务用户份额占比分别为42%、34%、24%。

图：2015年11月到2018年3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

●方案亮点颇多，“势大力沉”引入多元协同

混改方案获证监会特批，共涉及90名认购主体

图：认购主体及穿透情况

序号	认购对象	涉及认购主体数量	备注
1	中国人寿	1人	最终穿透至中国人寿1家单位
2	腾讯信达	4人	最终穿透至深圳市腾讯产业投资基金有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、信达投资有限公司、信达资本管理有限公司4家单位
3	百度鹏寰	3人	最终穿透至北京百度网讯科技有限公司、北京鼎鹿中原科技有限公司和兴业国际信托有限公司3家单位
4	京东三弘	1人	最终穿透至江苏京东邦能投资管理有限公司1家单位
5	阿里创投	1人	最终穿透至阿里创投1家单位
6	苏宁云商	1人	最终穿透至苏宁云商1家单位
7	光启互联	3人	最终穿透至江苏中关村科技产业园控股集团有限公司、深圳光启合众科技有限公司、建信（北京）投资基金管理有限责任公司3家单位
8	淮海方舟	74人	最终穿透至前海方舟资产管理有限公司、深圳市创新投资集团有限公司、深圳市唐商投资集团有限公司、中钢国际工程技术股份有限公司等47家单位及27个自然人
9	兴全基金	2人	最终穿透至网宿科技股份有限公司、中车金证投资有限公司2家单位
	合计	90名	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

5G投资力度、速度均超预期

- 此次混改方案中，中国联通明确表示将积极部署5G网络，**2017年至2019年总投资额达271亿元，投入力度超预期。**
- 中国联通5G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，主要为公司未来开展5G业务进行试验网建设和基础网络架构建设。

图：募集资金投资项目的具体情况

序号	项目名称	项目总投资(亿元)	拟使用募集资金投资金额(亿元)
1	4G能力提升项目	550.90	398.16
2	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	195.87
3	创新业务建设项目	32.13	23.22
	合计	854.03	617.25

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：5G项目投资概算情况(单位：亿元)

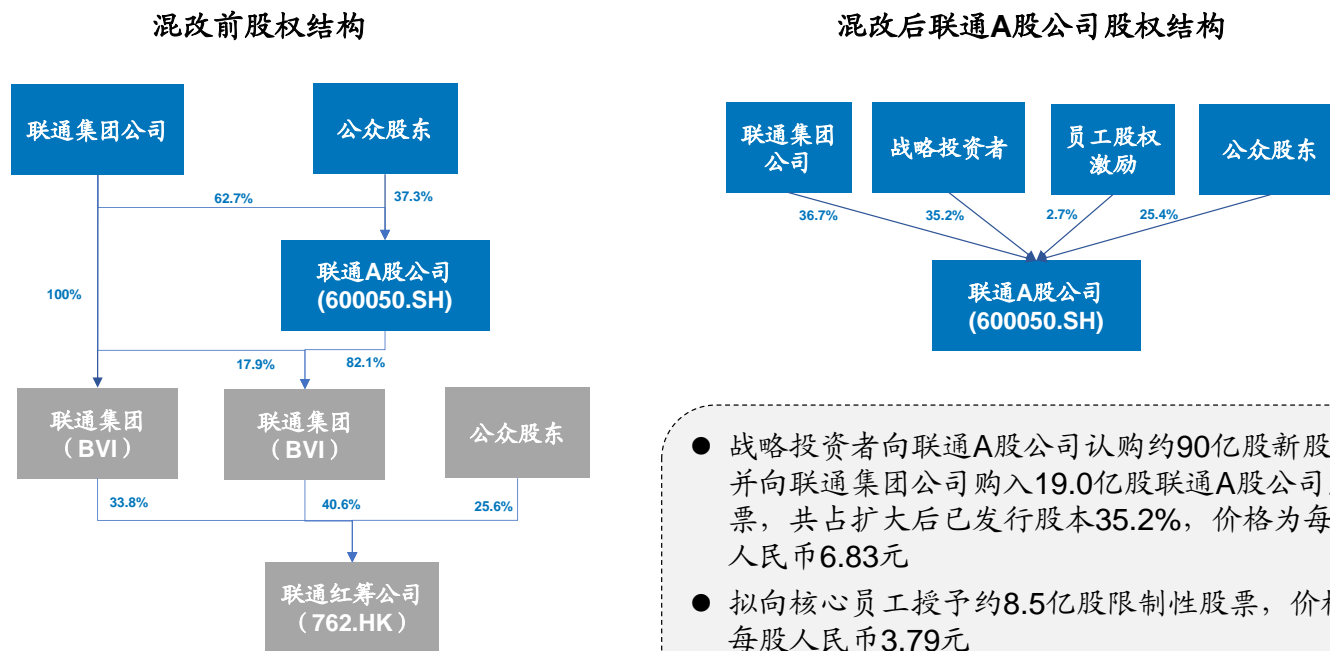
项目构成		2017年	2018年	2019年
无线网	物联网投资	-	55.0	15.0
	5G无线网投资	1.0	15.0	130.0
本地传送网	核心汇聚层波分	-	2.2	6.9
	核心汇聚及综合业务接入点分组	-	2.8	10.4
本地主干光缆	主干光缆	-	2.2	3.5
	主干管道	-	1.9	3.5
移动站点接入	基站及室分接入	-	0.8	20.8
合计		1.0	80.0	190.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

混改方案公布：势大力沉，亮点颇多

- 在本次混改过程中，公司拟向**战略投资者**非公开发行不超过约90.37亿股股份，募集资金不超过约617.25亿元；由联通集团向**结构调整基金**协议转让其持有的本公司约19.00亿股股份，转让价款约129.75亿元；向**核心员工**首期授予不超过约8.48亿股限制性股票，募集资金不超过约32.13亿元。**上述交易对价合计不超过约779.14亿元。**

图：中国联通混改方案股权出让比例和融资规模



- 战略投资者向联通A股公司认购约90亿股新股，并向联通集团公司购入19.0亿股联通A股公司股票，共占扩大后已发行股本35.2%，价格为每股人民币6.83元
- 拟向核心员工授予约8.5亿股限制性股票，价格为每股人民币3.79元
- 总交易对价约为人民币780亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

与战略投资者优势互补，创新合作

- 与**BATJ大型互联网公司**将在零售体系、渠道触点、内容聚合、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网等重点领域展开合作；
- 与**宜通世纪、网宿科技、用友等垂直行业公司**，将在物联网、CDN、系统集成等领域展开合作；
- 与**中国人寿、中国中车代表的金融领域、产业集团**，在产业互联网、支付金融领域展开合作；
- 与**产业基金投资的大量央企、地方国企、民营企业**进行更多对接，共同发掘业务合作机会，促进合作共赢。

图：参与中国联通混改方案的战略投资者



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

●深化与互联网企业战略合作，业务协同是根本

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”

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

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

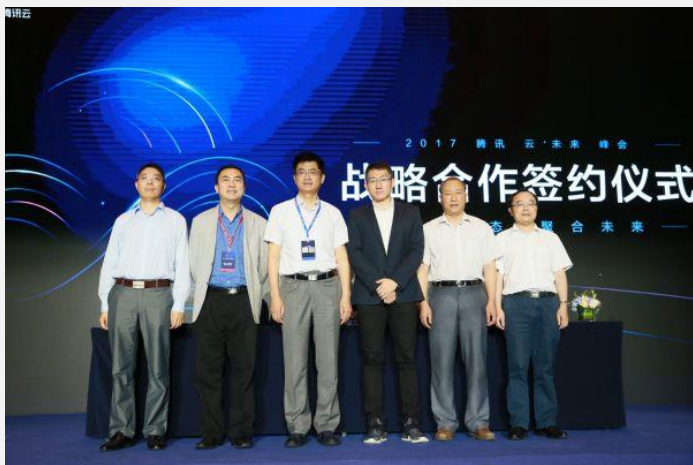
主要职责	详细内容
负责腾讯合作产品推广	利用腾讯公司相关触点推广腾讯王卡产品，策划联合活动，优化下单流程，设计定制页面。
负责腾讯合作产品用户维系	开展营销活动促进用户首充和激活，对低余额用户进行维系，引入更多腾讯特权。
负责腾讯王卡存量用户价值提升	根据大数据对王卡用户进行画像，设定相应标签，制定维系模型，通过公众号、短信等渠道精准触达用户，提升用户价值。
负责腾讯王卡微信公众号运营	内容策划，图文编辑，粉丝互动，用户留言回复等。
负责腾讯合作产品客服	腾讯王卡客服的日常管理，舆情监控，服务质量监督，用户问题收集，网络问题监控等。
负责开展交费充值等业务的合作	与腾讯公司开展交费充值等业务的合作
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

- 提供人工智能、语音识别技术，提升联通客服能力
- 提供云计算、大数据，提升联通政企服务效率



- 提供客户渠道、通信服务和资源支持
- 提供基础网络、线下网点和新技术试验平台

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

将持续推进联通-京东定制化产品的联合销售与运营服务，实现联通众筹终端在沃易购平台、SAP平台的采销合作。

终端产品层面

依托京东布局在全省的大型智能物流网络，为四川联通用户提供省内48小时交付服务，而且还提供智能仓配一体化供应链解决方案。

物流合作层面

四川联通应用万余家自营及合营实体渠道资源，与京东末端资源进行复用，包括在3-6级地区建设的超过150家县级服务中心、近百家分布在大专院校的京东派，以及京东之家、3C专卖店等

线下实体渠道
复用层面

IDC与云计算层面实现京东云+联通基础资源的融合与协同。大数据与物联网合作层面，将基于大数据实现智能家居与穿戴产品的物联网合作

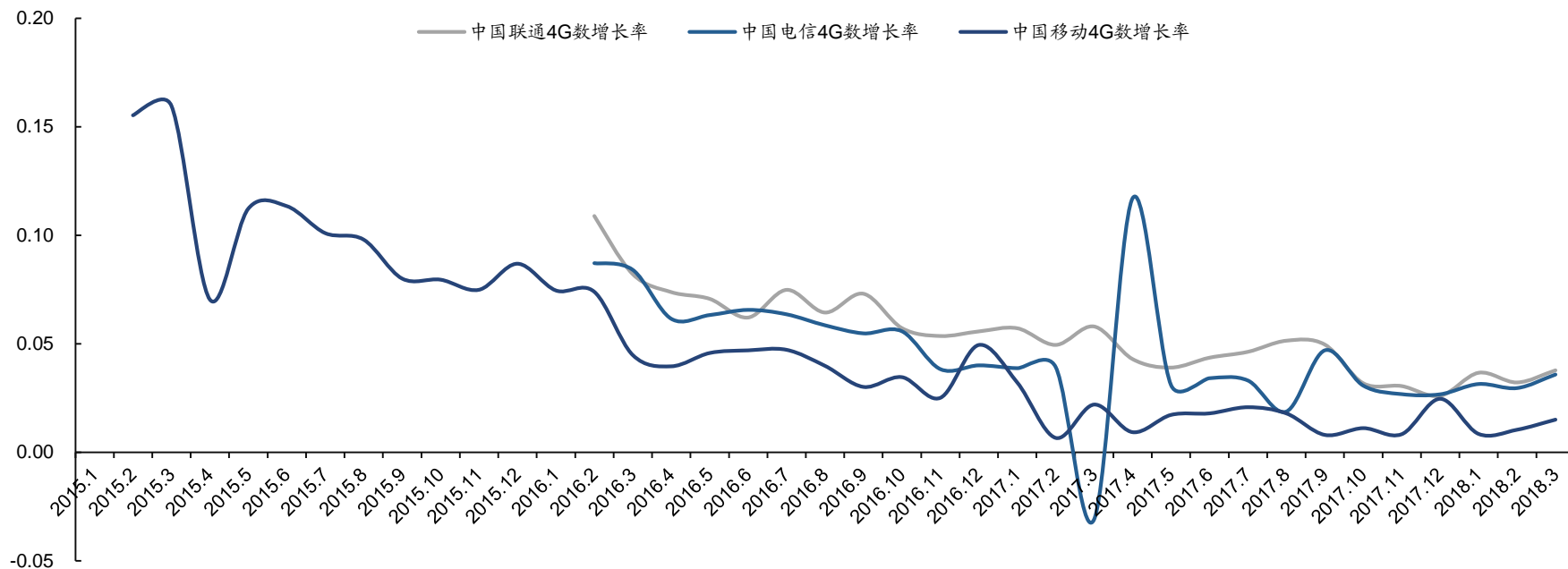
物联网及
云计算服务

资料来源：互联网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

与BATJ合作带来的2I2C用户增量超预期

- 从三大运营商公布的4G用户数量来看，自5月份以来，中国联通4G用户持续高速增长，而同期移动、电信无线用户增速略显疲软。尤其8月份正值新一轮的开学季，**大小王卡、大小宝卡等优惠套餐对于具有较高吸引力**。可以看到，中国联通4G用户涨幅大幅领先。

图：2015年1月到2018年1月三大运营商4G累计用户数增长率（%）

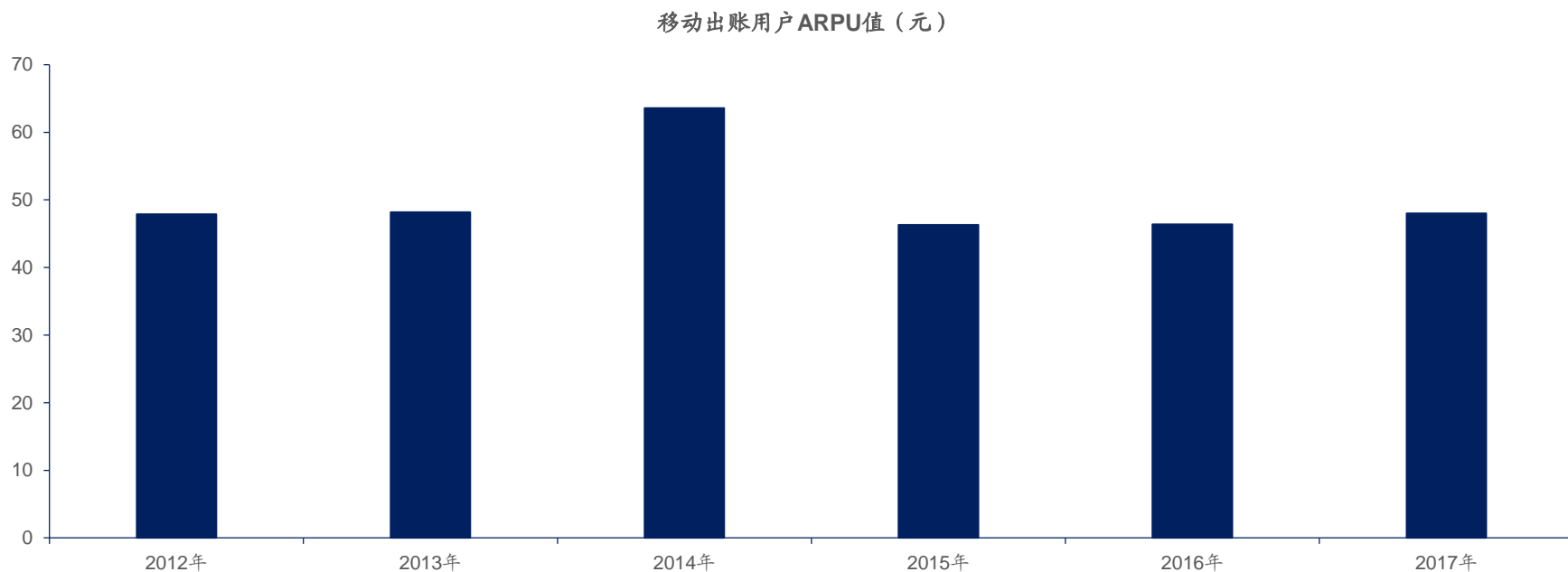


资料来源：运营商业务数据公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

创新业务模式，围绕流量提升ARPU值

- 由于互联网OTT厂商直接面向用户提供服务 and 计费的模式，运营商传统语音、短信业务受到冲击，**ARPU值下滑**。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**。

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

业绩大幅改善，看好公司变革预期，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2I2C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。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，**当前PB仅1.2倍（涨停之后），EV/EBITDA低于全球6-12倍的平均水平，具备一定吸引力。**

- **看好公司变革，预计2018/2019/2020年EPS分别为0.13/0.18/0.20元，维持“买入”评级。**

业绩大幅改善，看好公司变革预期，维持“买入”评级

表：中国联通利润表

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	274829	297796	335556	369812
营业成本	206977	218828	244029	268844
营业税金及附加	1282	1340	1510	1664
销售费用	34085	34872	37683	43379
管理费用	21334	18161	19627	22671
财务费用	4079	6712	9326	6795
投资收益	1700	573	485	283
资产减值及公允价值变动	(3967)	(2146)	(2024)	(2198)
其他收入	(3292)	200	500	800
营业利润	1513	16511	22342	25344
营业外净收支	865	1677	1712	1898
利润总额	2378	18188	24054	27242
所得税费用	694	4547	6013	6811
少数股东损益	1258	9623	12727	14414
归属于母公司净利润	426	4018	5314	6018

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

风险提示

- 1、提速降费带来的增长压力；
- 2、“混改”效率提升需继续观察。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%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。

证券投资咨询业务的说明

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