

【东吴通信侯宾团队】
运营商系列报告：国企混改不断推进,通信行业改革红利持续释放

东吴证券通信首席分析师 侯宾

联系电话：17610770101、010-66573632

联系邮箱：houb@dwzq.com.cn

执业证号：S0600518070001

报告日期：2019年3月22日



- 一、国企混改成导向，通信行业竞争失衡待优化
- 二、改革持续推进，联通率先大力度混改成行业标杆
- 三、改革红利持续释放，5G时代竞争格局有望重构
- 四、投资建议
- 五、风险提示

- **国企混改成导向，通信行业竞争失衡待优化。**混改成为新一轮国企改革深化的重要方向，通信行业中国移动一家独大，中国联通因错失4G先机落后于中国移动和中国电信，竞争格局有所失衡，有待改革优化。
- **改革持续推进，联通率先大力度混改成行业标杆。**为适应产业发展趋势，中国移动、中国电信分别进行了“五化”改革和“三维联动”改革。联通由于业绩压力，率先进行混改，集团与分公司层面并进，集团层面，充分释放国有股权，引入具有协同效应的战略投资者，推进体制机制改革，实现多重突破；分公司层面，云南联通开展承包运营改革，共同释放联通发展动力与活力。综合来看，联通改革走在前列，成行业标杆。
- **改革红利持续释放，5G时代竞争格局有望重构。**混改后的中国联通业绩出现反转，经营状况大幅改善，创新业务已成增长新驱动力，改革红利已初步显现。国企混改加速推进，改革红利将会持续释放。在即将到来的5G时代，联通凭借更加灵活的体制机制和战略投资者的产业优势有望重构当前竞争格局。

风险提示：混改效果不及预期；国家对5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，创新业务发展不及预期；5G标准化和产品研发进度不及预期，影响未来5G业务进度；新兴业务发展不及预期。

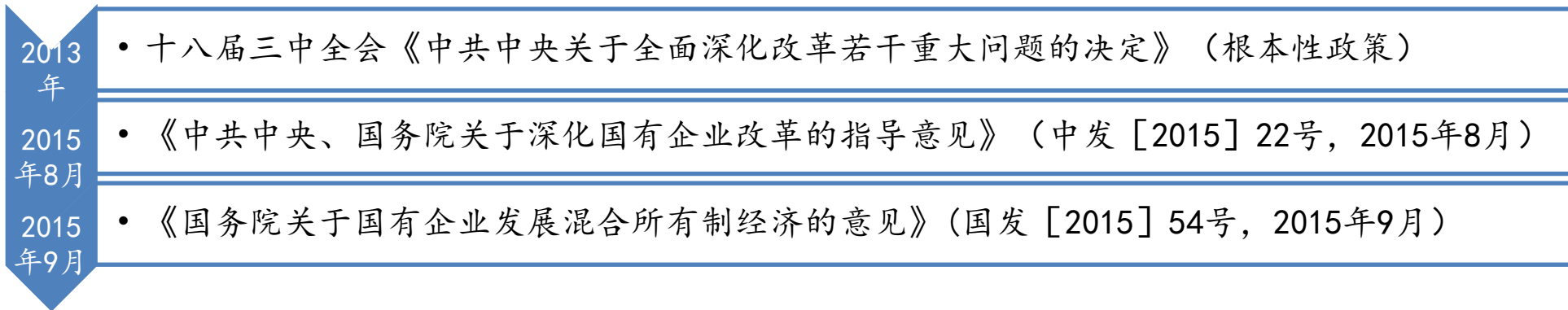
一、国企混改成导向，通信行业竞争失衡待优化

1.1. 混改成为国企改革深化的重要方向

从近年来政策导向来看，混合所有制改革是国有企业改革深化的重要方向。

- 2013年，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》出台，提出“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的**混合所有制经济**，是基本经济制度的重要实现形式”。
- 2015年8月，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》提出“**推进国有企业混合所有制改革**。”。
- 2015年9月24日《**关于国有企业发展混合所有制经济的意见**》出台，从顶层设计上对国有企业的混合所有制改革进行了规范与指导。

图1: 国有企业混合所有制改革相关政策文件汇总



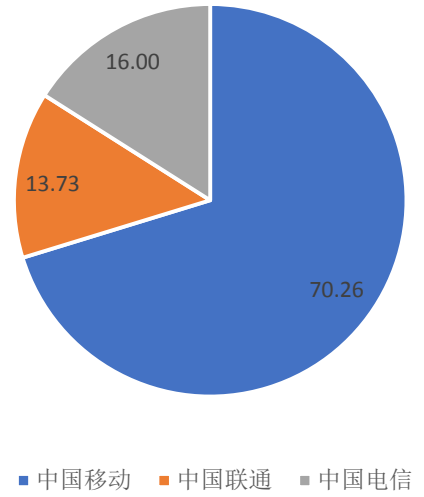
数据来源：国务院网站，东吴证券研究所

1.2. 通信行业竞争格局有所失衡

2014年以来，中国移动凭借4G先发优势和大力度的投资建设积累，4G用户和业务收入在行业内遥遥领先。我们认为这种一家独大的格局不利于通信行业的充分竞争，有待优化。

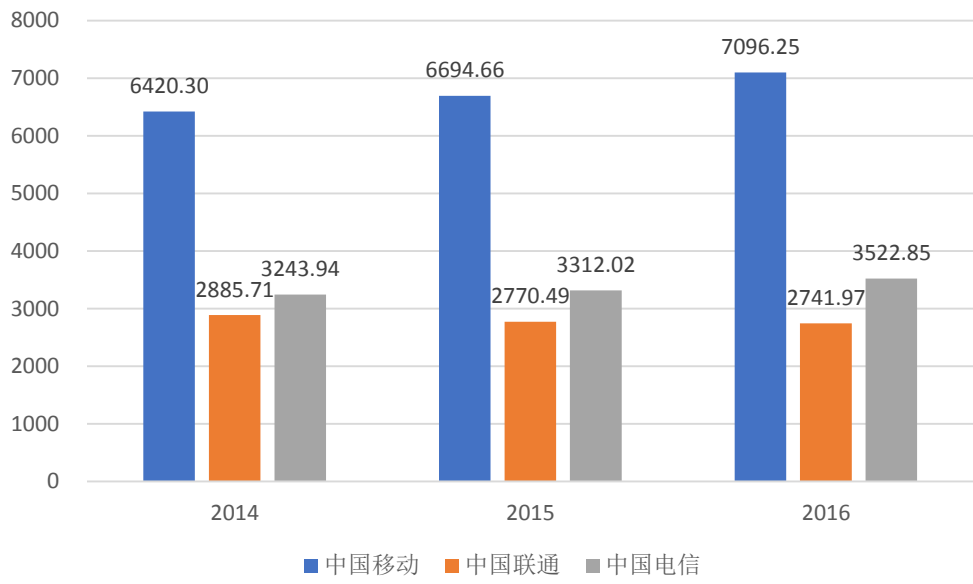
- 从2016年末的4G用户数来看，中国移动凭借先发优势和前期大规模的建设积累，成功抢占国内70%以上的市场份额，高于另外两家的总和。
- 从营业收入来看，中国移动发展强劲，从2014年起一路领先，远高于中国电信和中国联通，并且保持增长趋势，与另外两家的差距越拉越大。

图2: 截止2016年三大运营商4G用户数占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 4G时代三大运营商营业收入 (亿元) 情况对比



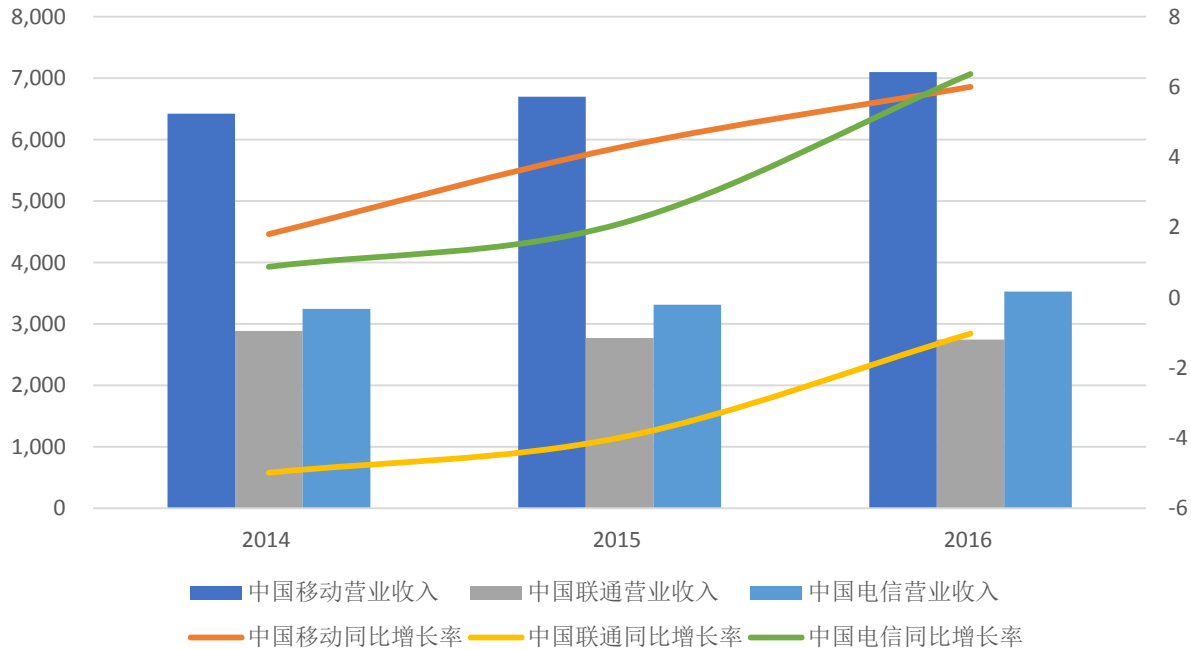
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 联通在行业竞争中弱勢明显

4G时代，中国联通由于错失发展先机，4G业务发展落后，在行业竞争中的弱勢地位最为明显，这一定程度上推动了后续联通率先混改以借助外力寻求转型发展。

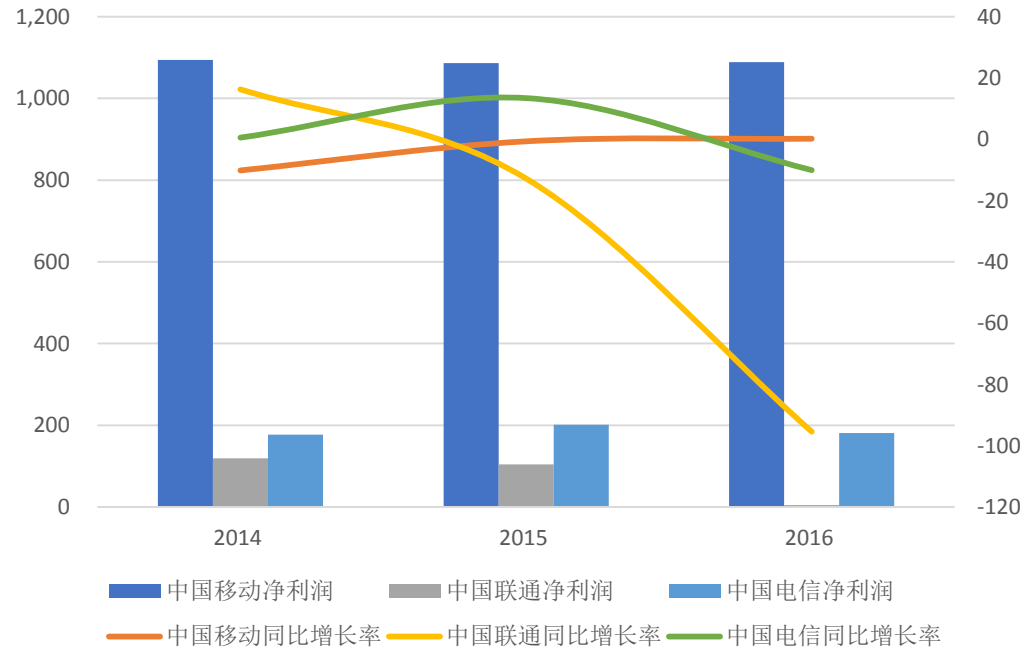
- 从营业收入及其增速来看，中国移动发展强劲，从2014年起业绩高涨，持续领先并保持高速增长；中国电信居中，也保持增长趋势，而中国联通2014年以来业绩惨淡，一直维持负增长。
- 从净利润及其增速来看，中国移动净利润遥遥领先，中国电信居中，中国联通最低；中国移动和中国电信净利润虽然增长缓慢或负增长，但基本保持稳定，而中国联通净利润三年来大幅度下降，业绩状况最差。

图4: 4G时代运营商营业收入(亿元)及其同比增长(%)对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 4G时代运营商净利润(亿元)及其同比增长(%)对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

二、改革持续推进，联通率先大力度混改成行业标杆

2.1. 中国移动以“五化”改革优化内部治理

产业变革加速，中国移动启动“五化改革”推进数字化转型发展，但更多的只是内部治理的优化，几乎不涉及产权层面的改革，难以从根本上释放体制机制活力。

➤ 面对技术演进与产业变革的日趋加快和“万物智联”新时代的加速到来，中国移动坚持“连接驱动发展”，深入实施“大连接”战略，并加快面向数字化服务的转型发展。与转型发展相对应，中国移动推进了以“管理集中化、运营专业化、机制市场化、组织扁平化、流程标准化”（简称“五化”）为方向的变革。

图6: 中国移动“五化”改革示意图



数据来源：中国移动2017年社会责任报告、东吴证券研究所

2.2. 中国电信“三维联动”改革探索新机制

在新一轮科技和产业革命面前，中国电信推进了“三维联动改革”，以互联网思维一定程度上盘活了内部治理和运营机制，但也基本未涉及根本性的产权变革。

➤ 2017年3月30日，中国电信召开全面深化改革大会，在持续完善现代企业制度的同时，以“互联网+”和市场化改革，探索实践“划小承包、专业化运营、倒三角支撑”三维联动的改革之路。

图7：中国电信“三维联动”改革示意图



图8：中国电信“三维联动”改革具体措施

<h3>划小承包</h3> <ul style="list-style-type: none"> · 基层业务单元通过划小核算和承包经营，成为责权利清晰的自主经营体 	<h3>专业化运营</h3> <ul style="list-style-type: none"> · 按照细分基层业务单元的类型分类构建跨层级的专业运营组织 	<h3>倒三角支撑</h3> <ul style="list-style-type: none"> · 面向所有基层业务单元统一设立跨层级的综合服务支撑中心
---	--	---

数据来源：中国电信2017年社会责任报告、东吴证券研究所

2.3. 中国联通率先混改，“集团+分公司”并进

4G时代的弱势地位驱动中国联通率先踏上了混改之路。集团层面，以核心资产——A股公司为平台进行混改，通过引入非公资本实现产权多元化，从根本上推进体制机制改革；分公司层面，云南联通从社会化合作改革到承包经营改革，实现真正意义上的市场化运营。综合来看，联通的混改从根本性的产权层面着手，更为彻底，走在行业改革的前列。

- 2016年，中国联通被列入第一批混合所有制改革试点企业名单。
- 2017年8月20日中国联通正式发布关于混合所有制改革有关情况的专项公告，打响了央企混改的“第一枪”。
- 2018年10月28日，中国联通发布公告，云南联通正式纳入国务院国有企业改革“双百行动”名单，将混改范围进一步扩大至全省。

表1：联通（A股上市公司）混改时间表

2016年9月28日，发改委召开混合所有制改革试点专题会，联通是首批试点企业

2017年4月5日，联通集团筹划混改重大事项，股票停牌

2017年8月20日，公告混改方案，非公开发行A股股票预案，限制性股份激励计划

2017年9月16日，混改获国资委批准，联通红筹公司配售股份获股东大会批准

2017年10月12日，非公开A股发行获证监会审核通过

2017年11月2日，非公开发行A股股票完成

2018年1月24日，董事会提前换届，BATJ入局

数据来源：Wind、搜狐财经、东吴证券研究所

表2：云南联通承包运营改革时间表

2016年底，云南联通借助联通混改契机，创新性地提出了“4G移动网络社会化合作投资模式”

2017年以来，云南联通先后在保山、怒江、红河、曲靖、昭通、楚雄、普洱七个州市开展了社会化合作改革

2018年，云南联通又将玉溪、文山、大理、丽江4个州市确定为新一轮社会化合作改革的州市

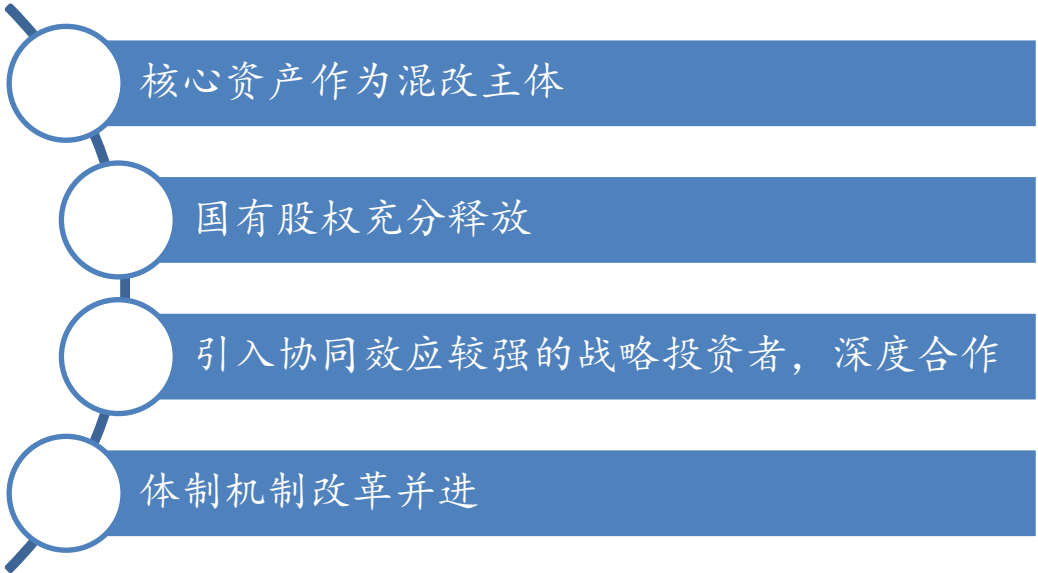
2018年10月28日，中国联通发布公告，云南联通正式纳入国务院国有企业改革“双百行动”名单

数据来源：C114通信网、东吴证券研究所

2.3.1.集团层面：混改“组合拳”实现多重突破

联通是目前唯一一家集团整体混改试点单位，充分释放国有股权占比，引入具有协同效应的战略投资者实现产权多元化，并在此基础上推进瘦身健体改革、建立市场化用人机制和内部划小承包改制等多方面的体制机制改革，从根本问题着手，实现了多重突破，为通信行业甚至其他各行业的国有企业改革提供了很好的借鉴经验。

图9：联通集团层面混改概览



数据来源：中国联通2017年社会责任报告、东吴证券研究所

2.3.1.1.集团层面：充分释放国有股权，突破一股独大

联通集团混改中，通过“战投+定增+股权转让+员工持股”等方式充分释放国有股权，打破国有股一股独大，实现股权结构多元化，为体制机制改革和市场化运营提供了良好的基础。

➤ 联通混改股权释放比例较高。联通混改中通过引入投资者，推出员工持股，大幅降低国有股权占比，混改后联通集团对混改主体持股由62.74%下降到了36.7%，由国有股绝对控股转变为相对控股，改变了国有股一股独大的局面。

图10：混改前中国联通股权架构（截至2016年12月31日）

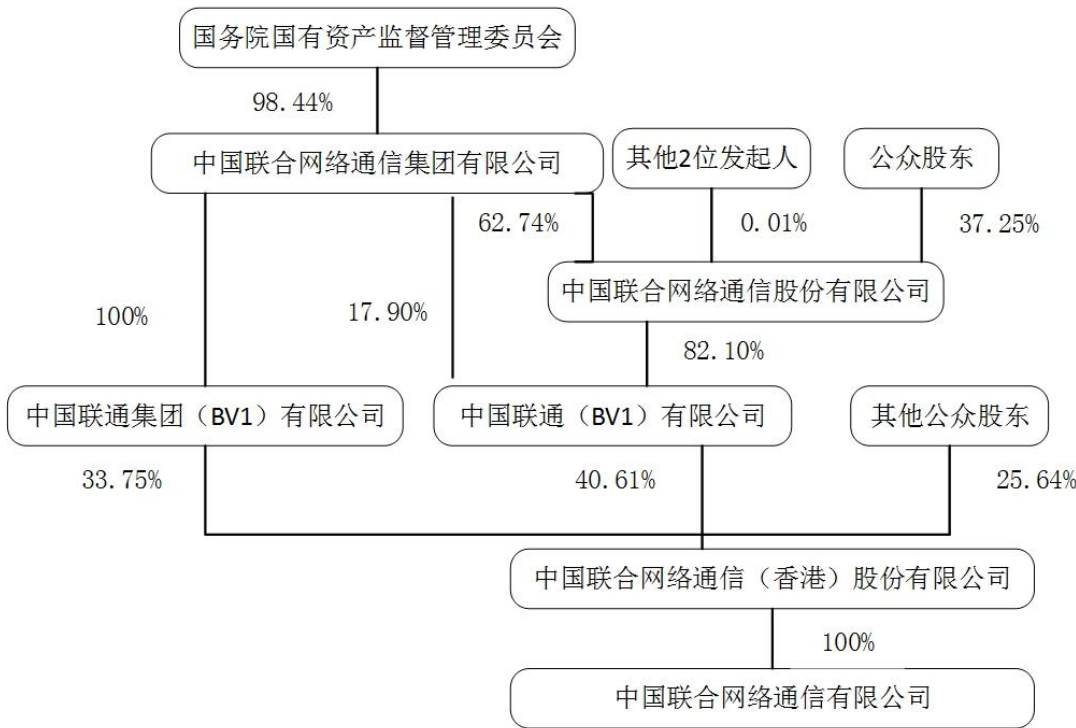
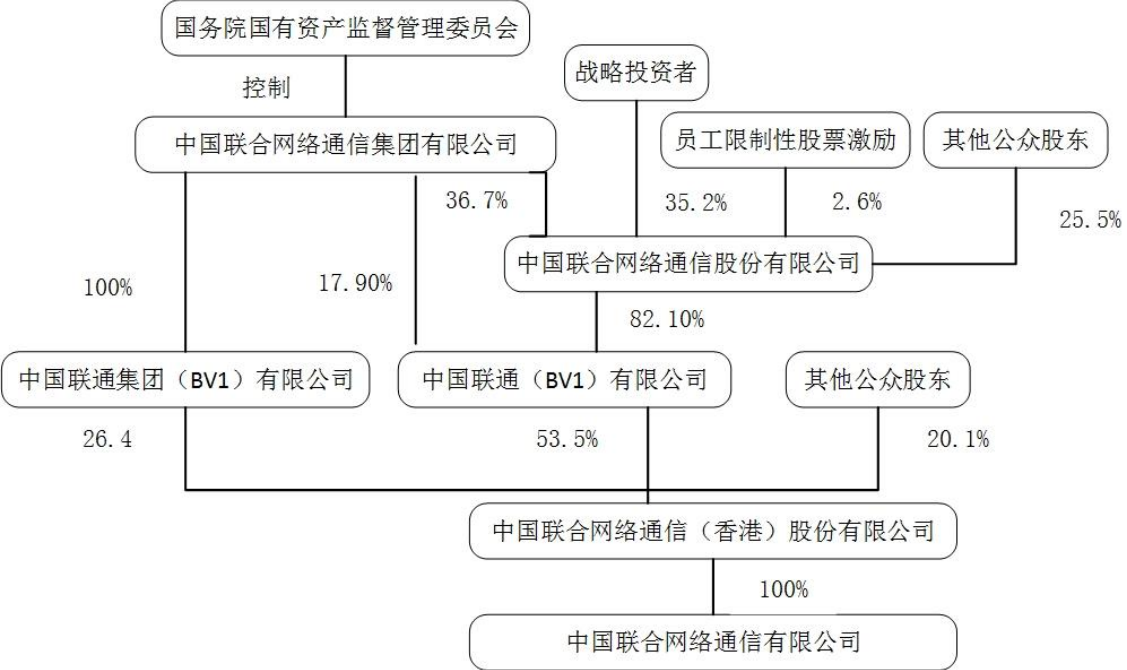


图11：混改后中国联通股权架构（截至2018年12月31日）



资料来源：中国联通2016年报、东吴证券研究所

资料来源：中国联通2018年报，东吴证券研究所

2.3.1.2.集团层面：战略投资者入局，协同合作增动能

联通混改引入了14家具有协同效应的战略投资者，与其深度合作，不断创新业务，促进了联通的转型发展，为联通发展带来了新动能。

- 战略投资者入局。联通混改引入了14家战略投资者，包括大型互联网公司、垂直行业公司、金融和产业领域龙头、产业基金，这些战略投资者实力雄厚、与联通的主业关联度高、互补性强、能够与联通协同发展。
- 协同合作促发展。联通与战略投资者在物联网、新零售、大数据等新兴领域深度合作，形成利益共同体，在联通的传统通信运营业务上不断创新，推动了联通的转型发展。

图12：联通混改引入的战略投资者



数据来源：中国联通2017年社会责任报告、东吴证券研究所

图13：中国联通与战略投资者的业务合作情况

与腾讯、阿里、百度、京东、滴滴等深化互联网触点合作，精准有效触达新用户，212C用户全年净增4,400万户，总数约9,400万户；

内容聚合方面，引入百度、爱奇艺、腾讯等优质视频内容，增强IPTV与手机视频业务的竞争力；

产业互联网领域，聚焦云计算、大数据、物联网及AI，与阿里、腾讯开展“沃云”公有云产品及混合云产品合作；与阿里、腾讯、网宿等分别成立云粒智慧、云景文旅、云际智慧等合资公司。

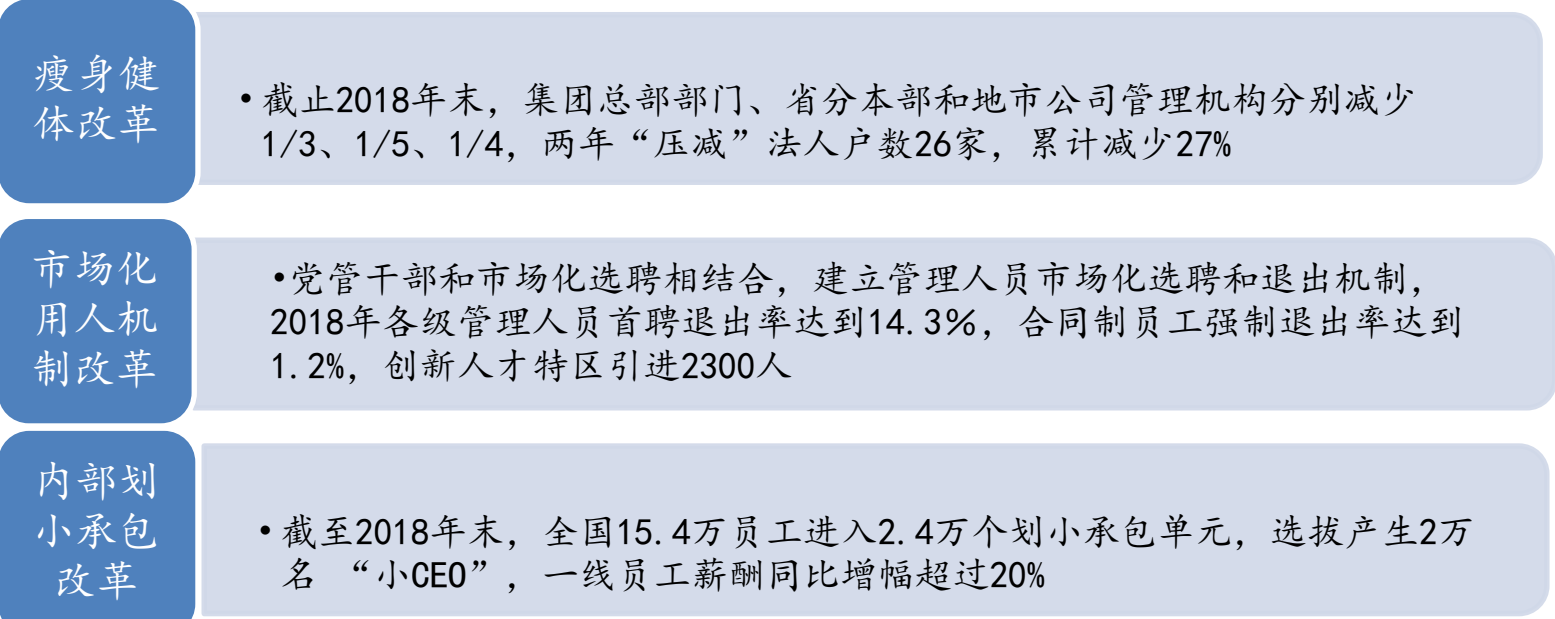
数据来源：中国联通2018年报、东吴证券研究所

2.3.1.3.集团层面：体制机制改革添活力

联通以混改为契机，在实现股权多元化的基础上进行了体制机制改革，从集团整体层面的瘦身健体改革，到治理层、管理层和一般员工的用人机制改革，再到内部划小承包改革，从多个层面充分释放企业活力。

- 瘦身健体改革。精简机构，推动人员向一线流动，打造精简高效的组织体系。
- 市场化用人机制改革。建立管理人员市场化选聘和管理机制；在员工层面建立与效益、效率挂钩的差异化薪酬机制，推出员工持股，充分激发管理人员和员工的积极性。
- 内部划小承包改革。推进全生产场景划小承包，实施内部“双创”，建立微组织，竞争性选拔“小CEO”，激发团队和员工的内生动力和活力。

图14：联通混改中推进的体制机制改革情况



数据来源：2018 中国联通推介材料、东吴证券研究所

2.3.2.分公司层面:云南联通承包运营改革成亮点

在集团混改的背景下，面临亏损困境的云南联通也积极探索省级分公司的体制机制改革，引入民营资本，开展网络建设和运营社会化合作。这是联通混改在集团之外的省分公司层面的进一步推进，也是国企混改的创新和持续深入，成为了联通混改的一大亮点。云南联通的承包运营改革，从起初的七州市，到新增的四州市，再到纳入“国企改革双百行动”名单拓展到全省，改革不断深化，其中市场化运营、利润导向、长期合作是改革要点。

图15: 云南联通与民营资本合作设立运营公司成立大会



数据来源: 搜狐科技、东吴证券研究所

图16: 中国联通发布关于云南联通招募承包运营合作方的公告

中国联合网络通信股份有限公司
关于中国联合网络通信有限公司公开招募
云南联通承包运营合作方的提示性公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

本公司控股股东中国联合网络通信集团有限公司深入贯彻落实党中央、国务院关于深化国有企业改革的指导精神，积极探索企业的体制机制改革，激发组织和员工活力。经国务院国有企业改革领导小组办公室批准，本公司间接控股子公司中国联合网络通信有限公司（以下简称“联通运营公司”）的分公司—中国联合网络通信有限公司云南省分公司（以下简称“云南联通”），正式被纳入国务院国有企业改革“双百行动”名单。根据云南联通“双百行动”综合改革计划，联通运营公司将启动公开向民营企业招募云南联通承包运营合作方的相关工作。

本公司郑重提醒广大投资者理性投资，注意风险。

特此公告。

中国联合网络通信股份有限公司
董事会
二〇一八年十月二十八日

数据来源: Wind、东吴证券研究所

2.3.2.1.分公司层面:云南联通承包运营改革不断深化

云南联通的承包运营改革开始于七州市的社会化合作改革，由于成果显著，又在4州市开启新一轮改革，进而在全省内推广，范围不断扩大，合作业务不断拓展，改革不断深化。

- 2016年底，云南联通借助联通混改契机，创新性的提出了“4G移动网络社会化合作投资模式”。
- 2017年以来，云南联通先后在保山、怒江、红河、曲靖、昭通、楚雄、普洱七个州市开展了社会化合作改革。
- 2018年，云南联通又将玉溪、文山、大理、丽江4个州市确定为新一轮社会化合作改革的州市，使云南联通68%的州市公司参与其中。
- 2018年10月28日，中国联通发布公告，中国联通云南省分公司（简称“云南联通”）正式纳入国务院国有企业改革“双百行动”名单，将混改范围扩大至全省的一大壮举。

图17: 云南联通承包制改革的历程



数据来源：C114通信网、东吴证券研究所

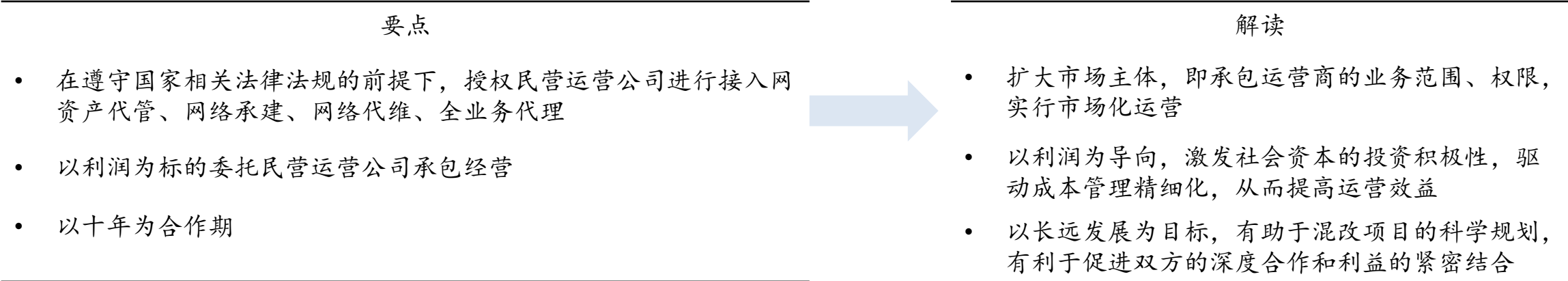
2.3.2.2.分公司层面：“市场化运营+利润导向+长期合作”是改革重点

我们认为，在云南联通承包运营改革中，市场化运营、以利润为导向、长期合作是要点，以破解体制机制不活的障碍，提升资源配置效率进而激发企业活力。

▶ 根据中国联通公告，云南联通公开向社会各界招募综合改革运营合作方，入选的合作方将负责出资建设云南联通下属昆明等五个州市分公司的接入层网络以及全省创新业务平台，并以利润为标的承包云南联通全省范围的全业务运营，首期合作期为十年。”

- 云南联通与社会资本方成立运营公司，实行负面清单管理，授权运营公司进行接入网络资产代管、网络承建、网络代维、全业务代理，实现尽可能的市场化运营。
- 以利润为标的承包云南联通全省范围的全业务运营，有利于激发社会资本的投资积极性，驱动双方注重运营效益。
- 十年合作期：这一时间范畴凸显了云南联通立足长远、统筹推进混改的战略考量，以十年为期限，科学规划混改项目，让合作方能以长远发展为航标，更从容地投身市场、合作共进。

图18：云南联通承包运营改革的要点梳理



数据来源：2018 中国联通推介材料、东吴证券研究所

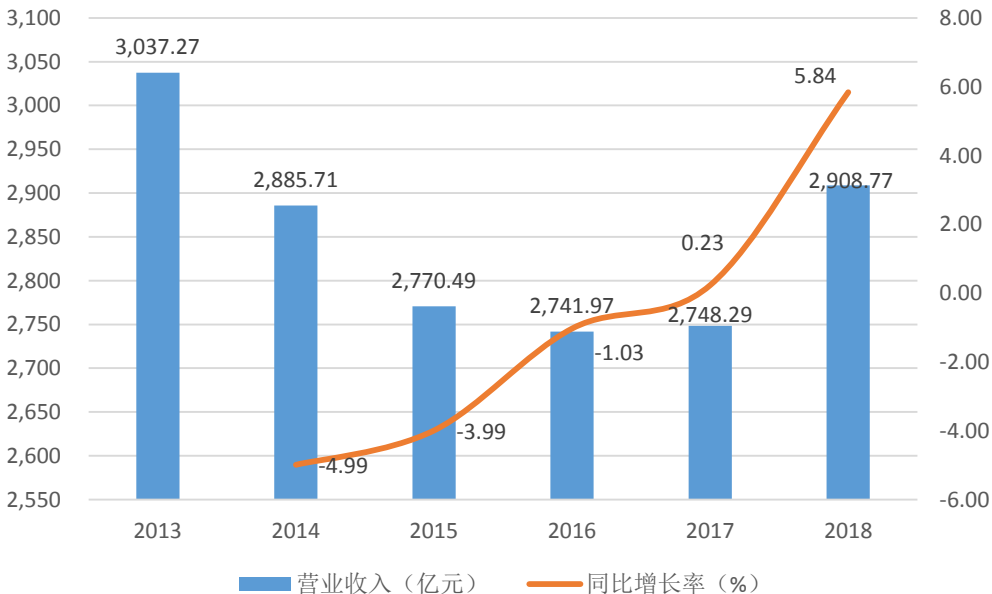
三、改革红利持续释放，5G时代竞争格局有望重构

3.1.混改红利释放，联通业绩状况明显好转

联通混改后，从集团层面和分公司层面，经营业绩都大幅好转，公司财务状况也逐步改善。总体来看，联通混改红利已初步释放。

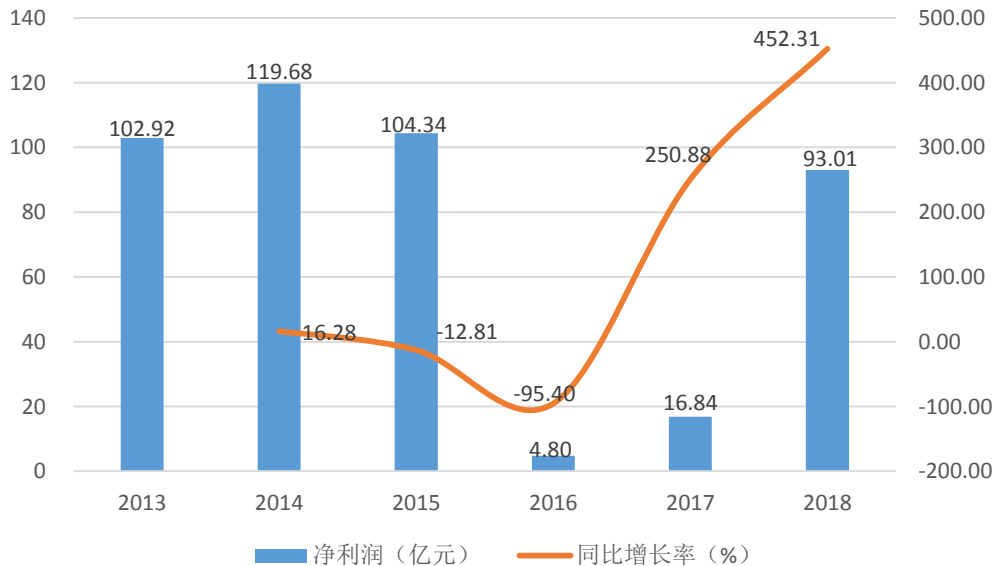
➤ 混改成果显著，联通业绩反转。从集团层面来看，2017年以来，营业收入从之前的负增长转向高速增长，净利润呈现“V”型反转，经营状况大幅改善。

图19：近五年中国联通营业收入（亿元）及其同比增长（%）情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图20：近五年中国联通净利润（亿元）及其同比增长（%）情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.1.混改红利释放，联通业绩状况明显好转

➤ 从分公司层面来看，云南省分公司首期承包运营改革成效显著，4G基站建设成本大幅下降，实现高于行业水平的营收增长，亏损情况大幅好转。

图21：2018年云南联通承包经营成果



数据来源：2018 中国联通推介材料、东吴证券研究所

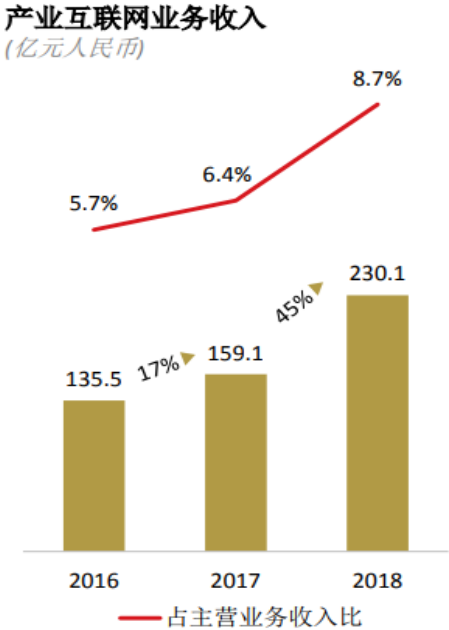
3.2.混改创新初见成效，联通增长新动能显现

混改后的联通与战略投资者深度合作，不断创新业务，新兴业务增长可观，产业互联网已成新增长动能，公司互联网运营转型取得重大突破。预计未来随着合作模式愈发成熟，联通未来业务发展持续向好。

➤ 2018年，公司创新业务正逐步成为收入增长的主要驱动力。全年产业互联网业务（ICT业务、IDC及云计算业务、物联网业务及大数据业务）收入同比增长45%，达到人民币230亿元，占整体主营业务收入比例提高至8.7%。

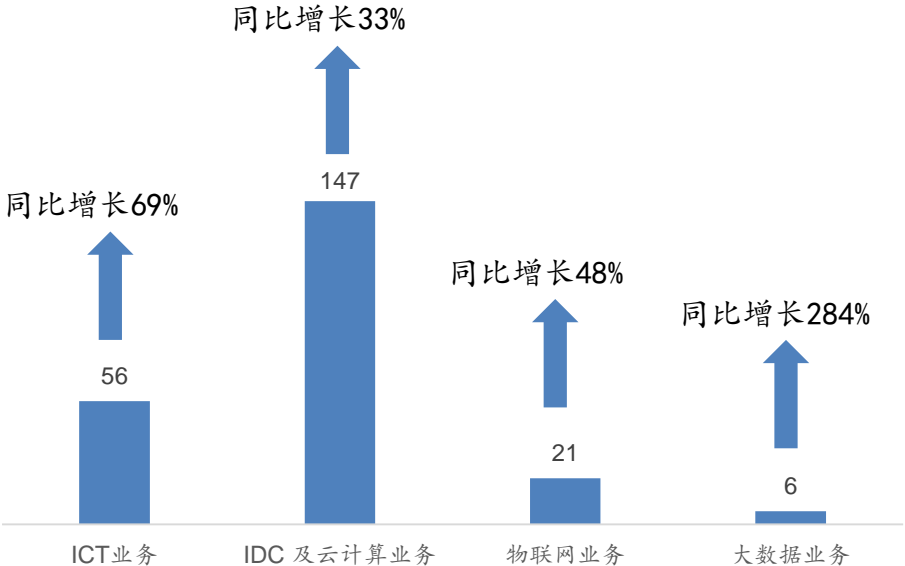
- ICT业务收入56亿元，同比增长69%；
- IDC及云计算业务收入达到人民币147亿元，同比增长33%；
- 物联网业务及大数据业务收入分别达到人民币21亿元和人民币6亿元，同比分别增长48%和284%。

图22：2018年联通产业互联网收入增长情况



数据来源：2018中国联通推介材料、东吴证券研究所

图23：2018年联通各新兴业务收入（亿元）及其增长情况



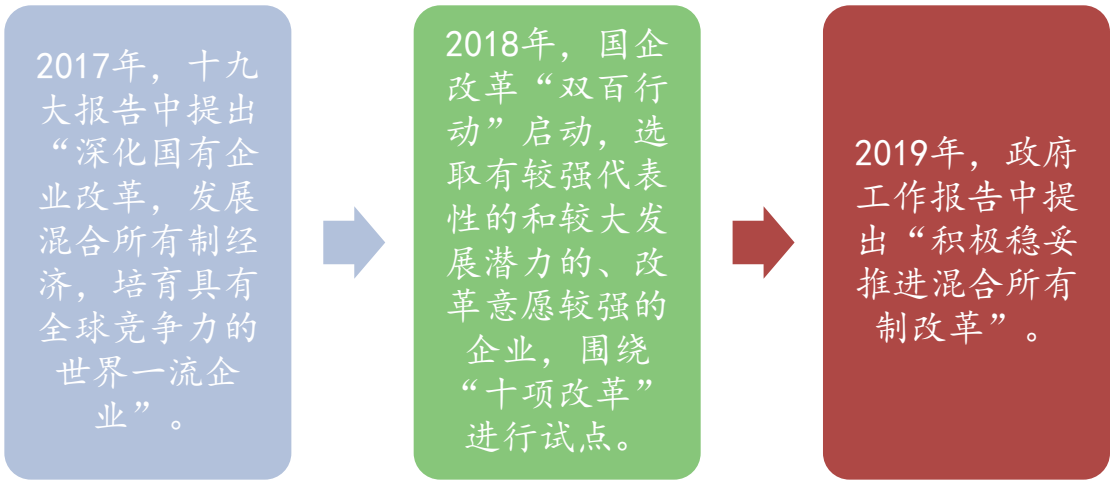
数据来源：2018中国联通推介材料、东吴证券研究所

3.3. 国企混改加速推进，先行者联通凭借改革红利有望受益

国企混改加速推进，联通作为混改先行者，改革红利将会持续释放。在即将到来的5G时代，混改后的联通体制机制上得到一定的松绑，经营更为市场化、能够充分利用所引入的各类战略投资者的资源优势，在5G竞争中有望改变当前竞争格局，取得领先。

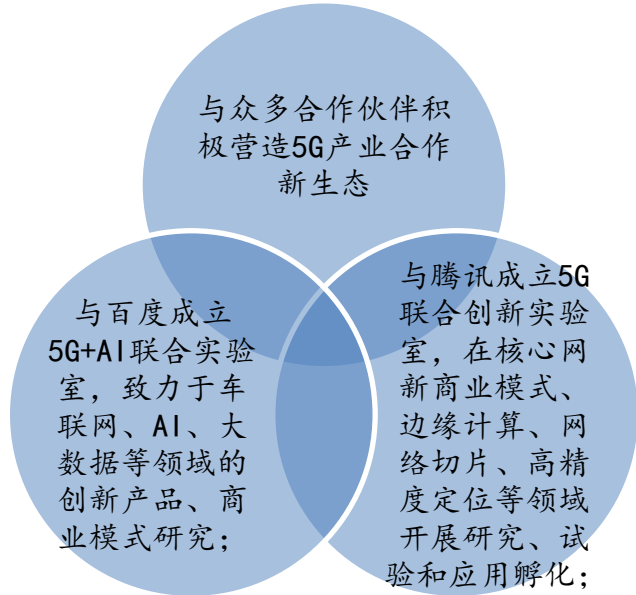
- 从宏观来看，国企混改一直是改革的重点工作，在政策文件上，从1+N政策体系到十九大报告和2019年政府工作报告中的多次重申；在具体措施上，从混改的三批试点到国企改革双百行动，国企混改加速推进。
- 从通信行业来看，5G商用在即，各大运营商都在积极布局建设。相较而言，5G时代的应用场景拓宽，需要结合产业链上下游协同发展业务。联通与各类战略投资者深度合作，共同营造5G产业新生态，目前在行业中处于领先地位。

图24：2017年以来关于国企混改的相关政策



资料来源：公开资料整理、东吴证券研究所

图25：中国联通与合作伙伴关于5G应用方面的合作情况



资料来源：联通官网、东吴证券研究所

四、投资建议

4. 混改红利持续释放，联通5G发展可期

- 混改红利仍将持续释放。混改推动了联通的互联网转型，新兴业务已成公司新动能未来发展持续向好。5G商用在即，应用场景拓宽，业务发展对于产业链的协同要求更高。联通混改引入的战略投资者，包括互联网巨头和垂直行业领导者等，能够与其深度合作，加快5G应用创新。再加上联通作为国企改革的先行者，联通的运营机制相对更加灵活。这些因素都能够提升联通的核心竞争力，有助于联通在5G竞争中取得优势地位。
- 盈利预测与投资评级：联通通过混改，内部体制机制不活的情况有所缓解，公司发展活力得到一定程度的释放；混改红利也已初步释放，业绩大幅改善改善，新兴业务成为公司发展新动能，未来发展向好；在5G发展上，BAT等战略投资者助阵，联通在5G的应用探索和创新上动作频频，目前在行业中处于领先地位，公司未来发展可期。我们预计公司2019-2021年的EPS为0.19元、0.26元、0.35元，对应PE37.72/27.12/20.15X，维持“买入”评级。

五、风险提示

5. 风险提示

- 混改效果不及预期；
- 国家对5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，创新业务发展不及预期；
- 5G标准化和产品研发进度不及预期，影响未来5G业务进度；
- 新兴业务增长不及预期。

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个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>

东吴证券 财富家园