

信用等级公告

联合〔2019〕744号

中国联合网络通信有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国联合网络通信有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国联合网络通信有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国联合网络通信有限公司拟公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国联合网络通信有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券发行规模：不超过 20 亿元（含）
本期债券期限：不超过 3 年（含 3 年）
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 6 月 10 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	6,141.37	5,627.75	5,343.95
所有者权益（亿元）	2,081.66	2,835.35	2,914.58
长期债务（亿元）	731.81	323.86	140.49
全部债务（亿元）	1,769.28	835.72	522.83
营业收入（亿元）	2,722.82	2,723.38	2,872.80
净利润（亿元）	-5.06	15.09	81.77
EBITDA（亿元）	827.13	870.18	859.04
经营性净现金流（亿元）	791.76	909.07	947.22
营业利润率（%）	22.33	24.14	26.10
净资产收益率（%）	-0.24	0.61	2.84
资产负债率（%）	66.10	49.62	45.46
全部债务资本化比率（%）	45.94	22.77	15.21
流动比率（倍）	0.26	0.30	0.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.47	1.04	1.64
EBITDA 利息倍数（倍）	14.69	14.64	35.71
EBITDA/本期发债额度（倍）	41.36	43.51	42.95

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国联合网络通信有限公司（以下简称“联通公司”或“公司”）的评级反映了公司作为中国三大全业务电信运营商之一，在经营规模、基础网络、客户资源、管理经验，以及品牌影响力等方面所具有的竞争优势。受益于混合所有制改革的顺利完成，公司财务实力和投资运营能力得到显著提升；近年来，公司收入规模及盈利规模逐年增长，整体经营情况良好，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担很轻。同时，联合评级也关注到行业竞争激烈、监管政策压力加大、公司盈利能力有待进一步提高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司持续深化聚焦战略和混合所有制改革、持续推进互联网化运营，公司竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 作为中国三大全业务电信运营商之一，公司持续加强移动、固网、信息化融合服务能力，移动业务和固网业务发展互为补充，具有多业务协同发展优势。

2. 近年来，公司发力流量经营和发展模式转型，移动业务实现高效益提速发展，增速行业领先。同时，公司推进精准建设、持续提升网络能力，为公司后续持续健康发展提供坚实基础。

3. 随着混合所有制改革完成，公司资本实力得到大幅提升，债务负担显著下降；通过引入战略投资者，公司可借力外部资源及能力，不断创新商业合作模式，实现战略业务协同。

4. 通过营销方式创新，增强了公司的盈利

能力和现金获取能力。近年来，公司经营性现金流持续大规模净流入。

关注

1. 受电信行业的增量市场已趋于饱和、电信行业收入增速持续低于 GDP 增速、OTT 业务异质替代、驻地网宽带接入市场开放等因素影响，行业竞争可能进一步加剧，对公司网络能力、资源配置能力等方面提出更大挑战。

2. 国家将继续推进“提速降费”、电信业向民营资本开放、三网融合、携号转网扩大试验、用户实名制等政策，加大公司竞争压力，并带来经营发展模式转型等挑战。

3. 目前公司大规模的折旧摊销以及资产减值损失对公司利润形成较大侵蚀，非经常性损益对利润水平影响较大，公司盈利能力有待进一步提升。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

罗峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司



一、主体概况

中国联合网络通信有限公司（以下简称“联通公司”或“公司”）于2000年4月在中国境内由中国联合网络通信（香港）股份有限公司（以下简称“联通红筹公司”）全额出资组建。联通红筹公司是一家在中国香港成立的有限公司，于2000年6月完成在香港和纽约证券交易所上市，主要承接中国联合网络通信集团有限公司（以下简称“联通集团”）对公司的所有者权益。经过一系列的资产收购，公司成为联通集团在中国境内31个省（直辖市、自治区）提供移动和固网语音及相关增值服务、宽带及其他互联网相关服务、信息通信技术服务以及商务及数据通信服务的主要经营实体。2009年1月，经获得WCDMA（“3G”）运营牌照的联通集团授权，公司在中国境内开始3G网络建设，并于同年10月正式在中国境内推出3G通信服务。此外，经联通集团授权，公司分别于2013年12月和2015年2月开始在中国境内经营LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LD-LTE）和LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LTE FDD）。

2017年，中国联通（BVI）有限公司（以下简称“联通BVI公司”）在获得联通集团和中国联合网络通信股份有限公司（以下简称“联通A股公司”）的注资后，以人民币749.54亿元认购联通红筹公司配售的股份（持股占比53.50%）；联通红筹公司将上述向联通BVI公司配售股份所获资金，全部用于增资联通公司。

截至2018年底，公司实收资本为2,130.45亿元，联通红筹公司全资持有公司100%股份；公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2018年底公司股权结构图



公司主营业务范围为在中国提供全方位的电信服务，包括移动宽带（WCDMA、LTEFDD、TD-LTE）、固网宽带、GSM、固网本地电话、信息通信技术服务、数据通信服务以及其他相关增值服务。

截至2018年底，公司本部下设包括办公厅、企业发展部/法律部、财务部、人力资源部、市场部、网络发展部、政企客户事业部、信息化部、运行维护部等17个部门（详见附件1）。截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共42家，在职人员246,299人。

截至2018年底，公司合并资产总额5,343.95亿元，负债合计2,429.37亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 2,914.58亿元, 其中归属于母公司的所有者权益2,905.92亿元。2018年, 公司实现营业收入2,872.80亿元, 净利润(含少数股东损益) 81.77亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润81.15亿元; 经营活动现金流量净额947.22亿元, 现金及现金等价物净增加额-32.24亿元。

公司注册地址: 北京市西城区金融大街21号; 法定代表人: 王晓初。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

经“证监许可[2019]17号”文核准, 公司将在中国境内面向合格投资者公开发行不超过人民币500亿元的公司债券。本期债券名称为“中国联合网络通信有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)”, 发行规模不超过20亿元, 票面金额为100元, 按面值平价发行。本期债券3年期。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次, 最后一期利息随本金一起支付。

本期债券不设担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行的募集资金在扣除发行费用后, 将用于补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

三、行业分析

公司主要业务为在中国境内提供语音通话、增值服务、宽带及移动数据服务、数据及其他互联网应用以及电路及网元租赁服务等, 属于电信行业。

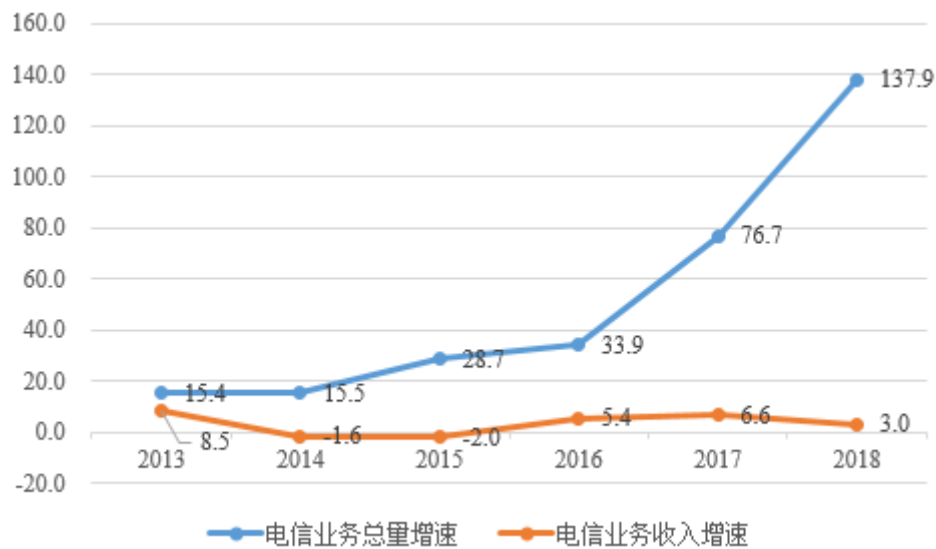
1. 行业概况

电信服务包括提供信息传输服务以及与信息传输相关的网络运营维护。作为国民经济的基础产业和支柱产业之一, 电信行业的发展与宏观经济环境密切相关, 随着我国宏观经济的发展和人民生活水平的不断提高, 综合化、个性化的消费需求逐年增长, 电信行业保持了较快的发展速度。

从行业经营情况来看, 2013~2018年, 我国电信业务收入增速波动较大且自2014年以来低于GDP增速, 2014~2015年, 我国电信业务收入增速连续两年为负, 分别为-1.6%和-2.0%, 主要系“营改增”政策实施以及2015年开始实施提速降费等多重因素影响所致; 2016年, 得益于4G网络的快速发展, 我国电信业务收入增速止跌回升, 由上年的-2.0%上升至5.4%; 2017年, 我国电信业务收入增速延续上年较快的发展态势, 为6.6%; 2018年, 我国电信业务收入增速放缓, 比上年增长3.0%。电信业务总量¹方面, 2013~2018年, 我国电信业务总量增速逐年快速增长, 2018年我国电信业务总量完成65,556亿元, 同比增长137.9%, 增速比上年提高61.2个百分点; 我国电信业务总量呈高速增长态势主要系近年来移动用户尤其是4G用户规模不断扩大, 提速降费政策的实施, 电信运营商积极扩展移动数据业务以及居民消费水平提高带动消费升级等综合因素影响所致。

¹ 电信业务总量是以各类业务的实物量分别乘以相应的不变单价, 求出各类业务的货币量加总求得(出租代维及其他业务按业务收入直接相加)。本报告中电信业务总量均按照2015年电信业务不变单价计算。

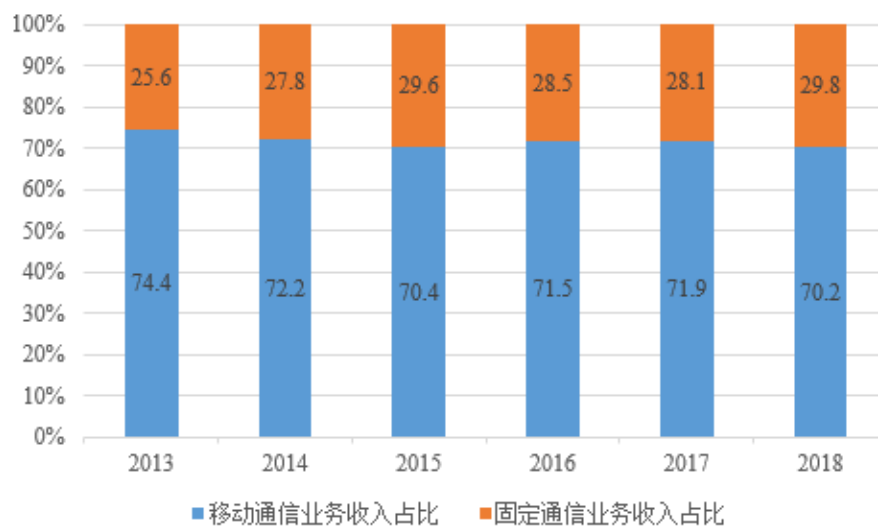
图2 2013~2018年我国电信业务总量增速及收入增速情况（单位：%）



资料来源：中华人民共和国工信部

从收入结构来看，2013~2018年，国内移动通信收入占比基本保持在70%以上。2018年，固定通信业务收入完成3,876亿元，比上年增长9.1%，在电信业务收入中占29.8%，占比较上年提高1.7个百分点；移动通信业务实现收入9,134亿元，比上年增长0.6%，在电信业务收入中占70.2%。

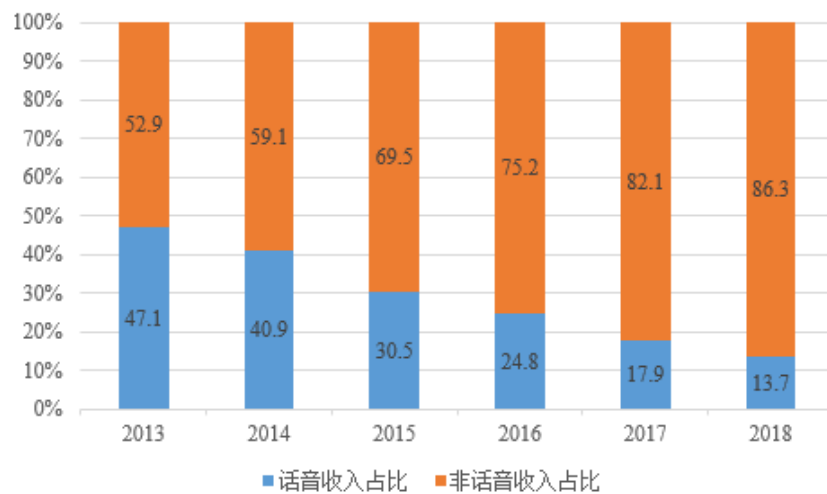
图3 2013~2018年固定通信和移动通信收入占比变化情况（单位：%）



资料来源：中华人民共和国工信部

从话音业务与非话音业务情况看，随着高速互联网接入服务的发展和移动数据流量消费的快速上升，话音业务（包括固定话音和移动话音）继续呈现大幅萎缩态势。2018年，话音业务收入完成1,776亿元，比上年下降25.7%，在电信业务收入中的占比降至13.7%，比上年下降4.2个百分点。

图 4 2013~2018 年非话音收入及话音收入占比变化情况（单位：%）



资料来源：中华人民共和国工信部

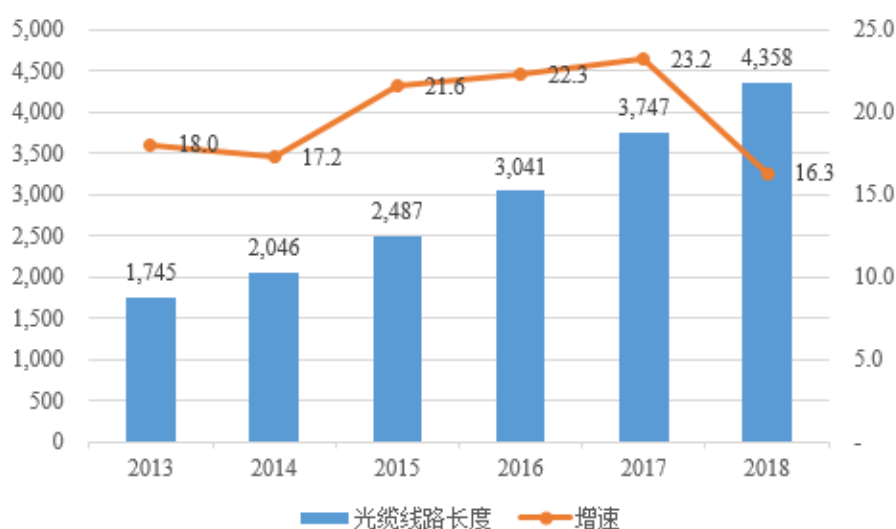
总体看，2013~2018 年，在“宽带中国战略”深入实施以及 4G 网络快速发展的背景下，我国电信行业转型步伐加快，电信业务收入结构继续向互联网接入和移动流量业务倾斜，行业整体发展趋势良好。

2. 行业上游

电信行业的上游主要包含光缆与移动电话基站建设等基础设施建设行业。

2013~2018 年，我国光缆线路总长度呈逐年增长态势。2018 年，我国新建光缆线路长度 611 万公里，年末全国光缆线路总长度达 4,358 万公里，比上年增长 16.3%。

图 5 2013~2018 年我国光缆线路总长度发展情况（单位：万公里、%）

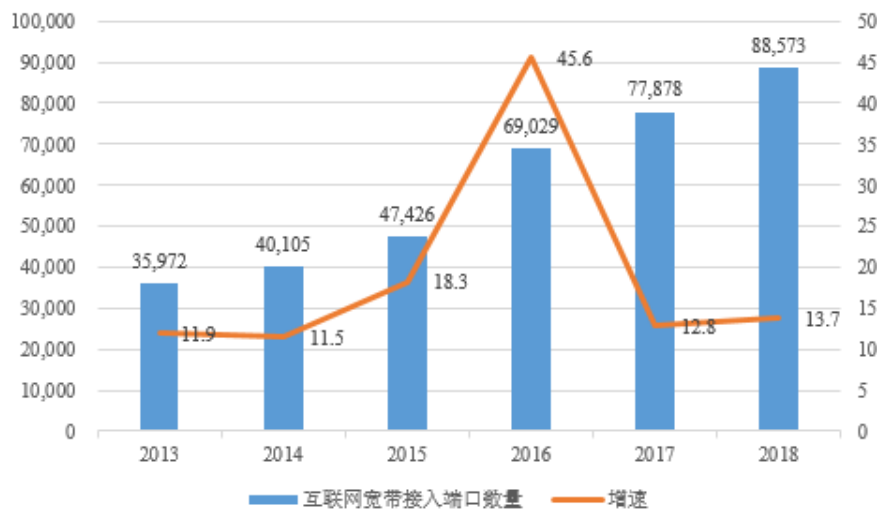


资料来源：中华人民共和国工信部

从互联网宽带接入端口发展情况看，2013~2018 年，我国互联网宽带接入端口数量逐年增长，“光进铜退”趋势明显。截至 2018 年底，我国互联网宽带接入端口数量达到 8.86 亿个，比上年净增 1.07 亿个，同比增长 13.7%；其中，光纤接入（FTTH/O）端口比上年末净增 1.25 亿个，达到 7.8 亿个，占互联网接入端口的比重由上年末的 84.4% 提升至 88.0%。xDSL 端口比上年末减少 578 万个，

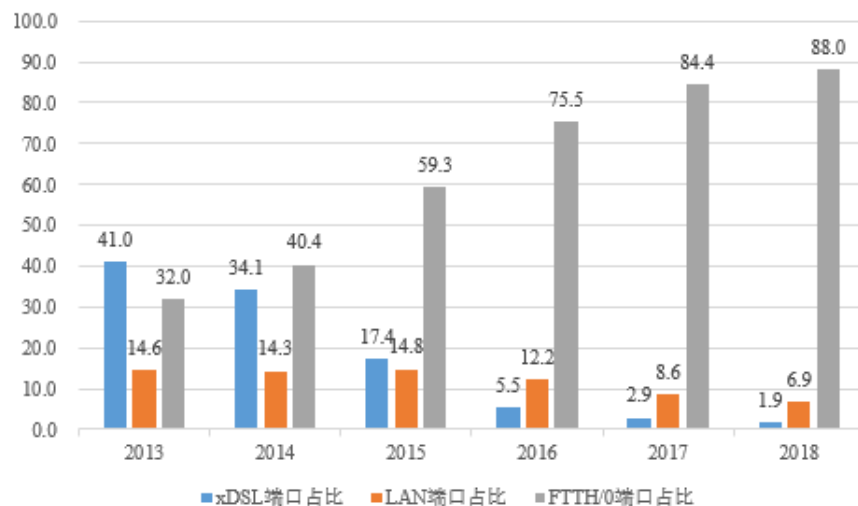
总数降至 1,646 万个，占互联网接入端口的比重由上年末的 2.9% 下降至 1.9%。

图 6 2013~2018 年我国互联网宽带接入端口发展情况（单位：万个、%）



资料来源：中华人民共和国工信部

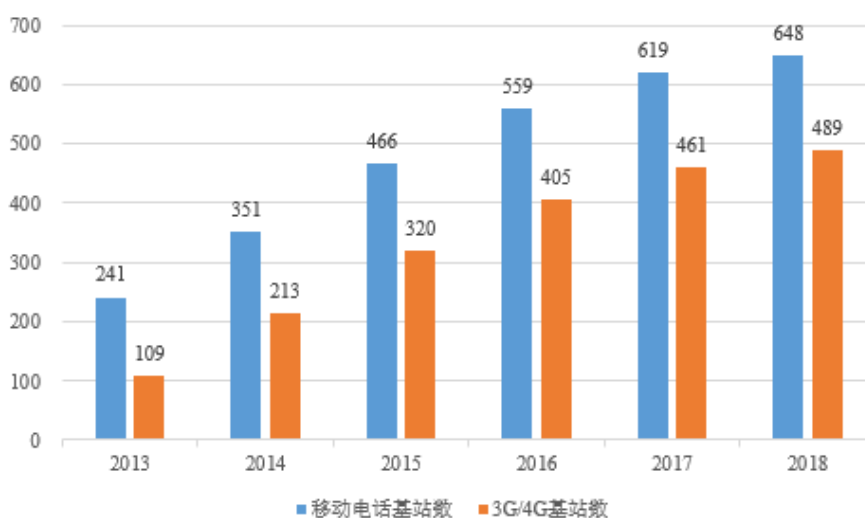
图 7 2013~2018 年我国互联网宽带接入端口按技术类型占比情况（单位：%）



资料来源：中华人民共和国工信部

基站建设方面，近几年，我国移动电话基站数量呈逐年增长态势。2018 年，全国净增移动通信基站 29 万个，总数达 648 万个。其中 3G/4G 基站净增 28 万个，总数达到 489 万个。

图 8 2013~2018 年国内移动电话基站发展情况（单位：万个）



资料来源：中华人民共和国工信部

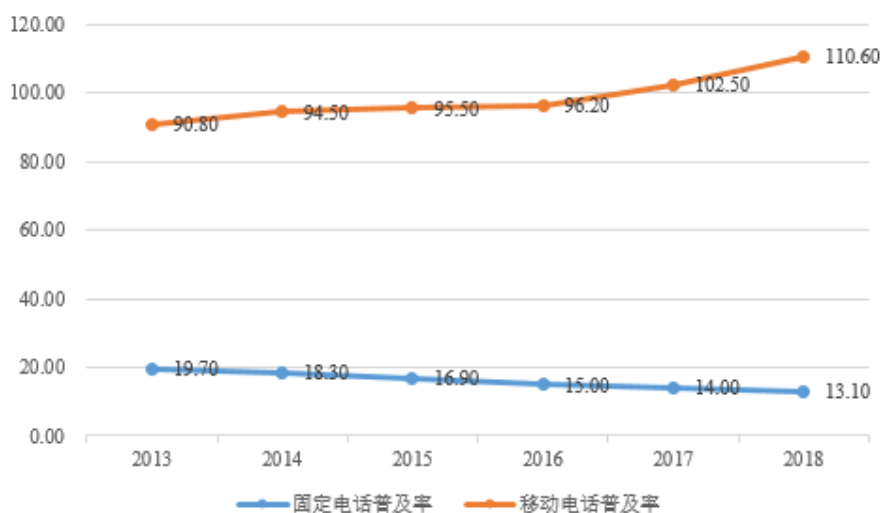
总体看，近年来，我国信息网络基础设施建设持续推进，宽带基础设施日益完善，4G 移动网络覆盖程度不断加深，“光进铜退”趋势更加明显，电信上游行业整体发展情况良好。

3. 行业下游

电信行业下游主要为固定电话、移动电话、网络的使用客户。

2013 年以来，我国电话用户规模稳步扩大。2018 年，全国电话用户净增 1.37 亿户，总数达到 17.48 亿户；其中，移动电话用户净增 1.49 亿户，总数达 15.66 亿户，移动电话用户普及率达 110.60 部/百人；固定电话用户总数 1.82 亿户，比上年减少 0.12 亿户，每百人拥有固定电话数下降至 13.10 部/百人。

图 9 2013 年以来我国固定电话普及率及移动电话普及率（单位：部/百人）

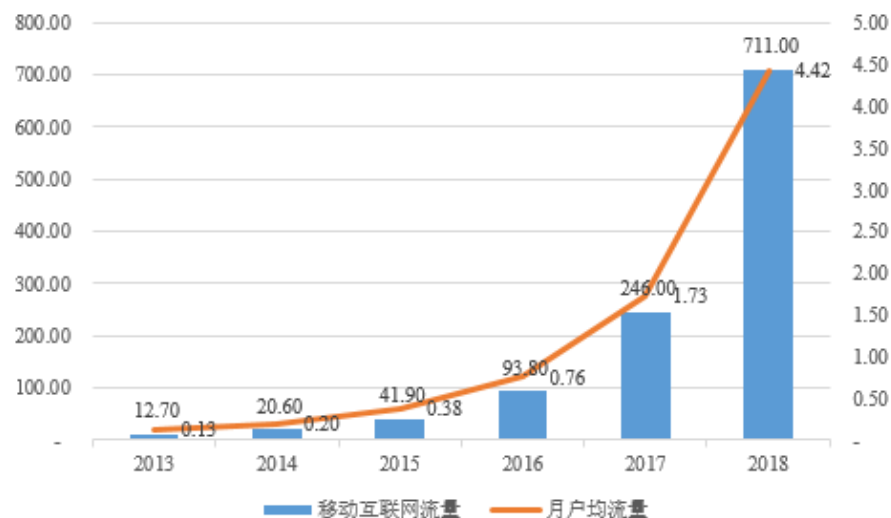


资料来源：中华人民共和国工信部

2013~2018 年，移动互联网接入月户均流量（DOU）继续呈现成倍上升态势。2018 年，各种线上线下服务加快融合，移动互联网业务创新拓展，带动移动支付、移动出行、移动视频直播、餐饮外卖等等应用加快普及，刺激移动互联网接入流量消费保持高速增长。2018 年，移动互联网接入流

量消费达 711 亿 GB，比上年增长 189.1%，增速较上年提高 26.9 个百分点。全年移动互联网接入月户均流量（DOU）达 4.42GB/月/户，是上年的 2.6 倍；12 月当月 DOU 高达 6.25GB/月/户。其中，手机上网流量达到 702 亿 GB，比上年增长 198.7%，在总流量中占 98.7%。

图 10 2013-2018 年移动互联网流量及月 DOU 增长情况（单位：亿 GB、GB/月/户）



资料来源：中华人民共和国工信部

总体看，近几年，我国移动电话和宽带用户不断增长，移动互联网接入月户均流量大幅提升。

4. 行业竞争

2008 年电信行业重组之后，最终形成中国电信、中国移动、中国联通三家全业务运营商。重组后，电信业形成移动与固定统一、南方与北方统一的市场，三家运营商均拥有全业务牌照。2009 年 1 月 7 日，工信部发放了 3G 牌照，其中中国移动获得 TD-SCDMA 牌照，中国电信获得 CDMA2000 牌照，中国联通获得 WCDMA 牌照，标志中国正式进入 3G 时代。2013 年 12 月 4 日，工信部向中国移动通信集团公司、中国电信集团公司和中国联合网络通信集团有限公司颁发“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（TD-LTE）”经营许可，并分配相应的频谱资源。其中，中国移动获得 130MHz 频谱，包括 1880-1900MHz、2320-2370MHz、2575-2635MHz 频段；中国联通获得 40MHz 频谱，包括 2300-2320MHz、2555-2575MHz 频段；中国电信获得 40MHz 频谱，包括 2370-2390MHz、2635-2655MHz 频段。2015 年 2 月 27 日，中国联合网络通信集团有限公司及中国电信集团公司获得由工信部发放的“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LTE FDD）”经营许可。工信部同时批准中国联合网络通信集团有限公司授权公司在全国范围内经营 LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（LTE FDD）。2016 年 5 月 5 日，工信部向中国广播电视网络有限公司颁发《基础电信业务经营许可证》，批准其在全国范围内经营互联网国内数据传送业务、国内通信设施服务业务，并允许中国广播电视网络有限公司授权其控股子公司中国有线电视网络有限公司在全国范围内经营上述两项基础电信业务。2017 年，工业和信息化部发布了 5G 系统在 3000-5000MHz 频段（中频段）内的频率使用规划，这使得我国成为国际上率先发布 5G 系统在中频段内频率使用规划的国家。5G 系统是我国实施“网络强国”、“制造强国”战略的重要信息基础设施，更是发展新一代信息通信技术的高地。

从竞争格局上看，目前国内电信市场以中国联通、中国移动与中国电信三大巨头为主，呈典型的寡头垄断竞争特点，且三巨头竞争范围正不断扩大。具体来看，在收入、利润、移动业务用户数

等方面中国移动一枝独秀,其 2018 年营业收入为 7,385.41 亿元,同比减少 0.44%;归母净利润 1,177.81 亿元,同比上涨 3.06%;移动业务用户 9.25 亿,其中 4G 用户占 7.13 亿,超过联通和电信总和;有线宽带用户近年来也上涨迅速,目前用户 1.51 亿,位居首席。而中国联通和中国电信则在不同业务上各有侧重,中国电信基于先发优势,在固话业务上仍保持领先,但由于固话市场萎缩以及竞争对手追赶,优势不再明显;中国联通近年来营收出现反弹,净利润回升,各类业务(除固话业务外)用户数量稳步提升,而随着其引入阿里、京东、腾讯等更为市场化的外部资本后,相比于其他竞争对手,其经营将更为市场化、能与合作伙伴在固网业务、云计算和 5G 等领域进行更多更深入的合作。此外,通过新股东的渠道、用户等资源,中国联通可以更快速地发展乃至抢夺用户,及时推出符合下游需求的行业类应用,并在云计算、大数据、物联网等方面创造更多成长空间。整体看,未来三巨头竞争范围将不断扩大,行业竞争程度将会更趋激烈。

表 1 2018 年三家主要运营商业务情况比较

用户类别	中国联通	中国移动	中国电信
营业收入(亿元)	2,908.77	7,385.41	3,771.24
同比增速(%)	5.84	-0.44	2.97
归母净利润(亿元)	40.81	1,177.81	212.1
同比增速(%)	858.28	3.06	13.93
固定电话用户(亿户)	0.56	--	1.16
移动业务用户数(亿户)	3.15	9.25	3.03
其中 4G 用户(亿户)	2.20	7.13	2.42
有线宽带用户(亿户)	0.81	1.57	1.46

资料来源:各公司 2018 年年报

注:上述中国联通指联通 A 股公司。

总体看,未来我国电信行业竞争环境将日趋激烈。

5. 行业政策

国务院下属的工信部是电信行业主要的监管机构,行业监管政策涉及市场准入、价格监管、互联互通、用户服务、网络和信息安全等多方面。近年来,电信行业主要政策如下表所示:

表 2 近年来通信设备制造行业的主要政策

事件或政策	颁布单位	主要内容	实施时间
《信息通信行业发展规划(2016-2020 年)》	工信部	该规划指出,我国需坚持推动供给侧结构性改革,全面构建新一代国家信息通信基础设施,加快构建现代互联网产业体系,拓展网络经济空间和网络民生服务新模式。该纲要为指导信息通信业未来五年发展、引导市场主体行为、配置政府公共资源提供了重要依据。	2016 年 12 月
《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》	发改委和工信部	该方案提出完善新一代高速光纤网络、加快建设先进移动宽带网、积极构建全球化网络设施、强化应用支撑能力建设 4 项重点任务。根据方案,为保障上述任务和目标的实现,2016~2018 年信息基础设施建设共需投资 1.2 万亿元,并拟重点推进骨干网、城域网、固定宽带接入网、移动宽带接入网、国际通信网和应用基础设施建设项目 92 项,设计总投资 9,022 亿元。	2017 年 1 月
《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	国务院	该意见要求扩大信息消费覆盖面,推动信息基础设施提速升级,加大信息基础设施建设投入力度,进一步拓展光纤宽带和第四代移动通信(4G)网络覆盖	2017 年 8 月

		的深度和广度，促进网间互联互通，积极参与“一带一路”沿线重要国家、节点城市网络建设，加快第五代移动通信（5G）标准研究、技术试验和产业推进，力争2020年启动商用，加快推进物联网基础设施部署，统筹发展工业互联网，开展工业互联网产业推进试点示范，推进实施云计算工程，引导各类企业积极拓展应用云服务，积极研究推动数据中心和内容分发网络优化布局。	
《十六部门关于印发发挥民间投资作用推进实施制造强国战略指导意见的通知》	工信部	《通知》指出鼓励民营资本进入电信业，深入推进提速降费。开放民间资本进入基础电信领域竞争性业务，深入推进移动通信转售业务发展，进一步扩大宽带接入网业务试点范围。支持民营企业探索建设工业互联网。	2017年11月
《关于移动通信转售业务正式商用的通告》	工信部	自5月1日起，移动通信转售业务由试点转为正式商用，拟申请经营移动通信转售业务的企业，可按照《通告》要求，与基础电信企业签订商业合同后，向工业和信息化部或者省、自治区、直辖市通信管理局提交申请材料。移动通信转售业务试点企业可按《通告》要求申请办理更换电信业务经营许可证或按照相应程序申请退出。	2018年4月
《关于深入推进电信普遍服务试点工作的通知》	财政部、工信部等	面向无4G网络覆盖的偏远行政村、重点边疆和海岛等边远地区，发挥中央财政资金引导作用，带动地方政府加强统筹和政策支持，以企业投入为主，提高重点地区4G网络覆盖率，提升电信服务供给质量。优先实现对人口聚居区、公共机构及场所、重点区域的4G网络覆盖。	2018年5月
《关于进一步规范电信资费营销行为的通知》	工信部	要求电信业务运营者合理制定电信业务资费方案并进一步完善资费公示制度、简化资费套餐结构，鼓励基础电信企业为用户推出根据使用量给予优惠折扣的阶梯定价式资费方案。	2018年8月

资料来源：联合评级整理

总体看，未来我国仍将对电信基础设施进行大规模的投资，另外提速降费仍将持续推进。

6. 行业关注

（1）电信行业的增量市场趋于饱和，电信行业收入增速低于GDP增速、OTT²业务异质替代、驻地网宽带接入市场开放等因素使得行业竞争日趋激烈。

（2）“提速降费”、电信普遍服务以及取消手机国内长途和漫游费等措施的施行，短期内将对行业收入和利润水平产生一定不利影响。

（3）中国政府将继续推进电信业向民营资本开放、扩大号码携带试验、移动转售企业退出机制、国内电信业务网间结算调整等政策都将使行业面临一定政策风险。

7. 未来发展

在信息经济保持迅猛发展态势的背景下，展望未来，我国电信行业将呈现四大趋势：

（1）流量作为收入增长的主要驱动力仍有2~3年的窗口期。对标4G发展领先的国外运营商，我国移动电话用户DOU（平均每户每月上网流量）仍有较大的提升空间。预计到2018年12月，手机上网用户DOU有望超过5G。我国仍将持续加大网络提速降费力度，移动流量平均资费将进一步降低，市场竞争和内容消费升级将拉动流量保持翻番增长，移动数据流量业务仍是电信业务收入增长的主

² “Over The Top”的缩写，是指通过互联网向用户提供各种应用服务。

要动力。

(2) 移动电话用户增速有望放缓。2018年底,我国移动电话用户普及率达110.60部/百人,移动电话用户的增长空间有限,未来移动电话用户增速有望逐渐放缓。

(3) 固定宽带用户仍将保持较大规模增长。截至2018年底,我国固定宽带家庭普及率为86.1%,仍有一定的提升空间。2019年,运营商对固定宽带市场的竞争将向农村地区延展,视频融合业务的发展将进一步带动宽带需求增长,加之固定宽带资费将进一步降低,我国固定宽带用户仍将保持一定规模增长。

(4) 电信业基础设施建设提速换挡,NB-IoT将开启规模运营。光纤到户覆盖基本完成,网络侧开始注重提高网络资源利用效率和精准化网络覆盖,地方政府和运营企业将共同推动千兆宽带能力建设。窄带物联网成为新的蓝海市场。未来,NB-IoT产业生态体系将开始步入良性发展期,NB-IoT网络将向全国范围广泛覆盖,物联网业务与应用创新活跃。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为我国三大电信运营商之一,公司提供全电信业务的综合信息服务,拥有庞大的客户基础,优质的网络资产和先进的网络运营管理经验,为未来发展奠定了良好基础。同时得益于混合所有制改革取得实质性突破,公司资本实力大幅增强。

公司具有全业务发展优势,吸收合并网通集团后,公司固网业务和移动业务发展互为补充,有利于开展固网、移动融合的全业务运营。在中国北方,公司可借助宽带互联网、固话等领域的市场地位发展移动业务;在南方,在加速移动业务发展的同时,公司利用移动基站的光纤接入资源和无线接入能力,带动重点区域、重点客户,充分体现全业务发展优势。

基础网络方面,在中国北方,公司作为最大的固网运营商和互联网服务提供商,拥有比较完善的基础网络设施,在接入网、互联网、数据通信网和智能网等方面拥有较明显的优势。网络优势已成为公司的核心竞争力之一,同时具备了向相关业务延伸的基础和能力,为公司的持续发展奠定了扎实基础。

在资源方面,公司拥有综合网络系统,对移动及固网业务的综合运营提供支持。GSM网络使用900MHz以及1800MHz频段;WCDMA网络使用2100MHz频段;TD-LTE网络使用2300MHz和2600MHz频段;LTE FDD网络使用1800MHz频段。2015年,公司已获得工信部颁发的TD-LTE和LTE FDD两种4G制式牌照,并计划将TD-LTE/LTE FDD混合组网试验扩大至56个城市。工信部已于2018年12月同意公司在全国使用3500-3600MHz频率开展5G试验。

在混合所有制改革方面,2017年,联通A股公司通过非公开发行、联通集团老股转让,成功引入14家处于行业领先地位、与公司具有协同效应的战略投资者,并在联通运营公司层面获得资金注入共计人民币749.54亿元。所有混改募集资金将由联通运营公司用于4G能力提升,5G组网技术验证、网络试商用建设项目,以及创新业务建设项目。外部资金的注入,有效增强了公司财务实力,提高了公司抗风险能力。

总体看,公司作为我国知名电信运营商,在全业务发展、基础网络资源、技术创新及业务覆盖范围等方面均具有较强的竞争力,行业影响力大。而随着混合所有制改革引资顺利完成,在资本实力大幅增强的同时,为后续公司创新商业合作模式,实现战略业务协同打下了坚实基础。

2. 人员素质

截至2018年底，公司现有董事以及其他高管人员共7人。公司董事及总裁在相关行业任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的管理经验。

公司董事长王晓初先生，现年60岁，教授级高级工程师，1989年毕业于北京邮电学院；2005年获得香港理工大学工商管理博士学位。曾任浙江省杭州市电信局副局长、局长；天津市邮电管理局局长；中国移动（香港）有限公司董事长兼首席执行官；中国移动通信集团公司副总经理；中国电信股份有限公司执行董事、董事长兼首席执行官；中国电信集团公司总经理、董事长；及中国通信服务股份有限公司董事长兼非执行董事。王晓初先生自2015年9月起担任Telefónica S.A.（“Telefónica”，在马德里、纽约及伦敦等多个证券交易所上市）董事；目前担任联通集团董事长，联通A股公司董事长，联通红筹公司董事长兼首席执行官，联通运营公司董事长。

公司董事兼总裁李国华先生，现年58岁，高级经济师，1999年获得工商管理硕士学位。曾担任江西省邮电管理局副局长；江西省邮政局副局长、局长；国家邮政局副局长；中国邮政集团公司副总经理、总经理；中国邮政储蓄银行股份有限公司非执行董事及董事长等职务。现任联通集团董事长及总经理；联通A股公司董事、总裁及总法律顾问；联通红筹公司执行董事及总裁；自2018年8月起担任公司董事及总裁。

截至2018年底，公司共有在职员工246,229人³，从岗位分布情况看，市场类岗位占比45.80%、技术类岗位占比32.75%、支撑类岗位占比13.29%、管理类岗位占比8.16%；从文化程度看，硕士以上学历占比6.87%、大学本科占比56.40%、大学专科占比21.54%，大专以下占比15.19%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的电信行业工作背景和管理经验，管理水平较高；公司员工整体素质能够满足正常生产经营的需要。

3. 外部支持

公司下属西藏分公司、青海分公司及宁夏分公司享受 15%的企业所得税优惠政策，该政策有效期至 2020 年。公司下属联通系统集成有限公司、联通在线信息科技有限公司、北京电信规划设计院有限公司、联通信息导航有限公司、中讯邮电咨询设计院有限公司、联通支付有限公司、联通智网科技有限公司获得高新技术企业认证，享受 15%的企业所得税优惠。

表 3 下属子公司税收优惠情况（单位：%）

子公司名称	税率		高新技术企业证书 起始年度及有效期
	2017 年	2018 年	
联通系统集成有限公司	15	15	2017 年，有效期三年
联通在线信息科技有限公司	15	15	2017 年，有效期三年
北京电信规划设计院有限公司	15	15	2018 年，有效期三年
联通信息导航有限公司	15	15	2016 年，有效期三年
中讯邮电咨询设计院有限公司	15	15	2016 年，有效期三年
联通支付有限公司	15	15	2016 年，有效期三年
联通智网科技有限公司	25	15	2017 年，有效期三年

资料来源：公司审计报告

总体看，公司部分下属子公司在企业所得税上享受一定的优惠政策，外部支持力度较强。

³ 公司在职员工数据参考联通 A 股公司数据，联通 A 股的人员结构与公司基本一致。

五、公司治理

1. 治理结构

公司为联通红筹公司的全资国内运营公司，联通红筹公司作为公司的唯一出资人，依照法律、行政法规的规定，负责对公司合并、分立、变更公司形式、解散、增加注册资本、修改公司章程、委派和更换董事、确定有关董事的报酬等事项做出决定。除公司章程另有规定外，其他重大事项授权董事会决定。

公司不设股东会，董事会为公司的决策机构，对出资者负责。经出资者授权，董事会可以行使出资者授予的职权。公司董事会目前有七名董事，董事会设董事长一人。董事长由出资者从董事会成员中指定。董事会对投资方负责，行使向投资方报告工作、执行投资方的决定、决定公司的经营方针和投资计划、决定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和亏损弥补方案等重要职权。

公司是外商投资企业，适用于 1986 年 4 月 12 日实施的《中华人民共和国外资企业法》（2000 年修订），对于外商投资企业是否设立监事或监事会没有规定。目前公司未设监事会。

公司设总经理（总裁）一人，由董事会根据投资方的提名聘任或者解聘。总经理（总裁）对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司的基本管理制度等职权。

总体看，公司治理结构较为简单，但能满足公司日常经营所需。

2. 管理体制

公司根据自身经营需要，下设包括办公厅、企业发展部/法律部等在内的 17 个部门（中心），各职能部门之间职责明确，运作有序。公司在会计、资金管理、固定资产、市场策略及产品规划和信息披露方面建立了相关内控制度，涵盖公司经营管理的主要环节。

会计管理方面，公司按照 COSO 风险控制框架，持续改善可加强控制环境的政策、标准及控制程序的实施。公司在分支机构及附属公司层面上标准化了监督财务报告及期末财务结账方面的控制程序，并提升了绩效分析程序及控制；重组完成后及时统一了会计政策及会计标准，增加了会计手册内容并清楚列明根据适用会计准则编制合并财务报表的主要关键控制及程序；额外聘请了在财务报告方面拥有经验，及熟悉国际会计惯例的专业会计人员，并且增加了对财务及会计人员在会计准则方面的技术培训；建立及执行了高级管理人员道德准则、员工职业道德守则、全公司反舞弊政策及举报机制；根据公司的企业风险评估结果，对分支机构及附属公司内部控制有效性进行评估，并采取相应措施以改善对分支机构的内部控制；并实施了风险管理办法。

资金管理方面，公司对资金统一实行收支两条线的管理模式。总部、省、地市及县四级公司分别开设收入归集专户。总部、省及地市三级公司分别开设经营性、资本性支出透支专户。各级公司每月根据年度资金预算目标，在规定期限内向上级公司申请次月透支专户的月累计支付透支额度。总部根据各省公司上报的需求和资金预算，每月核定各透支专户的透支额度，各省公司根据总部核定的透支额度再行核定所属各地市公司各透支专户的透支额度，并由当地承办银行在网银上进行设定。

固定资产管理方面，公司每年第四季度对本单位固定资产进行全面实地清查盘点。资产专业归口管理部门按照盘点计划组织各资产使用和维护部门及时进行实物盘点并进行监盘，核对资产名称、规格型号、资产存放地点、资产状态，注意发现闲置或损坏不能使用的固定资产，盘点完成后填写

《固定资产盘点表》、编制《固定资产盘点报告》。

市场策略和产品规划管理方面，公司建立了严格的市场策略和产品规划审批制度。市场线部门根据公司中长期市场规划，必要时参考第三方机构的研究报告，结合市场调研情况、行业发展趋势、市场竞争环境分析等，分别提出公司总体市场发展策略和重点产品、重点市场发展策略，共同讨论后形成年度市场策略初稿。经公司市场前台和相关部门及分/子公司对年度市场策略初稿提出修改意见和建议，确保其制定的合理性后，进行完善和补充，并报总裁办公会审批年度市场策略。

信息披露方面，公司执行《中国联合网络通信集团有限公司信息披露管理办法》，由公司管理层下设信息披露委员会（以下简称“委员会”），委员会下设信息披露委员会办公室（以下简称“委员会办公室”），公司各部门及各下属机构须及时向委员会办公室提供相关法律法规界定的敏感信息以及相关监管机构要求的需对外披露的其他信息。委员会办公室及时对收到的信息进行整理及甄别，并按需对外披露信息的性质和审批权限分别报委员会、公司管理层或董事会及董事会相关委员会审批后，统一对外披露。

总体看，公司部门设置齐全，权责明晰；各类管理制度相对完善，能够满足公司的日常经营。

六、经营分析

1. 经营概况

联通集团是我国三大全业务电信运营商之一，公司作为联通集团的主要运营实体，其主营业务为在中国境内提供语音通话、增值服务、宽带及移动数据服务、数据及其他互联网应用以及电路及网元租赁服务等。

2016~2018年，公司分别实现营业收入 2,722.82 亿元、2,723.38 亿元和 2,872.80 亿元，逐年增长，年均复合增长 2.72%。2018 年收入同比增加 5.49%，主要系公司积极推进营销模式转型，创新 2I2C⁴商业模式所致。净利润方面，2016~2018 年，公司分别实现净利润-5.06 亿元、15.09 亿元和 81.77 亿元。公司 2016 年净利润为负主要系当期成本费用较大等因素影响所致；2017 年实现扭亏为盈主要系公司实施提质增效、积极推动精准投资、大幅降低资本开支，以及来自旗下合营企业招联金融和联营企业铁塔公司的投资收益大幅增长等综合因素影响所致；2018 年公司利润大幅增加，主要系公司营业收入增长以及铁塔公司在香港联交所上市并发行新股，公司取得大额投资收益所致。2016~2018 年，公司实现归属于母公司所有者的净利润-5.11 亿元、14.87 亿元和 81.15 亿元。

从收入构成来看，2016~2018 年，公司主营业务收入占营业收入比例逐年提升，分别为 86.75%、90.69% 和 91.00%，主营业务突出；其他业务收入主要来自公司销售终端通信产品收入，受终端产品市场竞争加剧影响，2016~2018 年，公司其他业务收入占比逐年下降，分别为 13.25%、9.31% 和 9.00%。

从毛利率来看，2016~2018 年，公司主营业务毛利率分别为 27.52%、27.46% 和 29.36%，呈波动上升态势，2018 年毛利率上升主要系互联网化运营转型取得显著成效，通过低成本高效率运营，逐步建立差异化竞争优势所致；其他业务毛利率均为负值，分别为 -8.71%、-3.31% 和 -1.61%，主要系终端产品市场饱和及竞争加剧所致。（因公司的主要经营决策者根据内部管理职能分配资源，将公司视为一个整体而非以业务之种类或地区角度进行业绩评估。因此，公司无法按板块进行成本分摊和毛利率测算）。

⁴ 公司与互联网公司创新开展的精准营销合作，借助互联网企业的大数据分析能力和线上客户触点优势，延伸业务覆盖范围，以内容应用服务优势，精准营销客户的商业模式。

表 4 2016~2018 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	2,362.14	86.75	27.52	2,469.91	90.69	27.46	2,614.32	91.00	29.36
其他业务	360.69	13.25	-8.71	253.47	9.31	-3.31	258.48	9.00	-1.61
合计	2,722.82	100.00	22.72	2,723.38	100.00	24.60	2,872.80	100.00	26.58

资料来源：公司审计报告

从主营业务收入构成来看⁵，语音通话及月租费收入、增值业务收入、宽带数据及互联网收入是公司收入的主要来源。具体看，2018年，受移动互联网企业OTT业务的冲击，公司语音通话及月租费收入占比由上年的15.82%下降至12.38%；宽带及移动数据服务业务收入达到1,473.05亿元，同比增长8.25%，主要系公司积极推进营销模式转型，2I2C业务快速发展，驱动移动业务收入及用户数量双增长所致，占主营业务收入比重上升至56.35%。增值服务、数据及其他互联网应用、网间结算以及电路及网元租赁业务收入同比变动不大。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
语音通话及月租费	474.28	20.08	--	390.73	15.82	--	323.77	12.38	--
增值服务	241.53	10.23	--	227.37	9.21	--	245.32	9.38	--
宽带及移动数据服务	1,173.54	49.68	--	1,360.74	55.09	--	1,473.05	56.35	--
数据及其他互联网应用	176.35	7.47	--	198.56	8.04	--	260.45	9.96	--
网间结算	141.86	6.01	--	136.48	5.53	--	131.42	5.03	--
电路及网元租赁	115.05	4.87	--	125.28	5.07	--	142.89	5.47	--
其他	39.53	1.67	--	30.75	1.24	--	37.43	1.43	--
合计	2,362.14	100.00	27.52	2,469.91	100.00	27.46	2,614.32	100.00	29.36

资料来源：公司审计报告

总体看，近三年，公司主营业务整体发展势头良好，宽带及移动数据服务业务收入占比不断提升。未来，随着公司积极推进营销模式转型，不断培育重点领域创新业务，公司盈利能力有望不断增强。

2. 业务运营

近年来，公司深化实施聚焦创新合作战略，建设“五新”联通，全面深化混合所有制改革，互联网化运营步伐加快，能力建设持续提升，经营业绩持续提升。GSM移动语音、WCDMA移动语音、LTE FDD移动语音、TD-LTE移动语音以及相关增值服务以下统称为“移动业务”，除上述业务以外的其他业务统称为“固网业务”。

（1）移动业务

移动通信业务是公司的传统业务和核心业务。近年来，面对日益激烈的竞争环境，公司大力推动移动业务发展模式转型，移动业务实现提速发展。

⁵ 因公司 2017 年财务报表对主营业务中部分业务板块划分有所调整，故公司 2015 年的增值服务、宽带及移动数据服务及数据及其他互联网应用业务经营数据不详。本段分析以 2017 年数据为主。

公司原有移动业务包括GSM业务和CDMA业务，2008年10月1日，公司将CDMA⁶业务出售给中国电信。2009年1月，公司获得WCDMA业务牌照后，公司的移动业务开始集中发展GSM业务和3G业务。2013年，公司获得了工信部颁发的“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务（TD-LTE）”经营许可，电信行业全面进入4G时代，公司将重点转向4G业务。2015年，联通集团获得由工信部发放的“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务(LTE FDD)”经营许可。工信部同时批准联通集团授权公司在全国范围内经营LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务(LTE FDD)。

2016年，公司通过进一步优化4G产品体系，开展基于大数据的存量用户价值经营，组织重点城市开展用户获取、2G转4G、流量价值释放三大重点任务，驱动经营模式转型；同时积极扩大对外合作，与互联网公司深度合作打造“定向流量+第三方应用”一体化产品，以内容应用拉动流量使用。公司移动业务发展趋势显著好转，实现止跌回升。2016年，公司移动出账用户全年净增1,151万户，达到2.6亿户，移动出账用户ARPU⁷为46.4元，较上年略有增长，移动手机数据流量达到16.08亿GB，同比增长131.1%；WO+能力开放平台累计接入合作伙伴超过2,400家，年度能力调用18.3亿次，对外合作状态良好。

2017年，公司大力推动移动业务发展模式转型，创新产品和营销模式，提升新入网用户质量，2I2C业务快速发展，驱动移动业务收入和用户双增长。公司构建存量价值经营体系，加快推进2G迁移4G，创新推出畅视计划，改善用户结构，提升用户价值。移动出账用户全年净增2,034万户，达到2.8亿户；移动出账用户ARPU为人民币48.0元，同比提升3.5%；移动手机数据流量达到77.86亿GB，同比增长384%。畅视注册用户达到820万户，月活跃用户数超过300万户，沃视频用户规模达到3,099万户，月活用户达到863万户。公司发力流量经营，创新推出并规模化推进2I2C、2B2C、以“冰激凌”为代表的中高端套餐等转型产品，细分市场，精准营销，以低营销成本高效触达目标用户，特别是年轻人市场，实现4G用户规模突破。2017年，公司4G用户净增7,033万户，总数达到1.7亿户，4G用户市场份额同比提高3.7个百分点；4G用户占移动出账用户比例达到61.5%，同比提高21.9个百分点。

2018年，公司全面打造线上线下一体化渠道体系，大力拓展异业触点，积极推进全场景划小承包，充分调动一线人员积极性，找准客户的痛点和需求创新；打造专属的互联网化产品，持续迭代优化产品，全面推广腾讯王卡、“冰激凌”等重点产品，实现收入效益双提升；创新线上拓展模式，做大做强线上营销能力，持续提升2I2C业务规模；聚焦名单制客户及重点行业市场，以“信息化平台+应用特权”为切入点，借力互联网化营销工具，线上线下协同营销模式，提升行业客户贡献。2018年，移动出账用户全年净增3,087万户，达到约3.2亿户，移动出账用户ARPU为人民币45.7元，移动手机数据流量全年约211.80亿GB，同比增长179%。2018年，公司4G用户净增4,505万户，总数达到2.2亿户，4G用户市场份额同比提高1.3个百分点。2018年，4G用户占移动出账用户比例达到70%，同比提升超过8个百分点。

2016~2018年，公司移动出账用户规模稳定增长，4G用户占比大幅提升，在移动出账用户规模增长以及互联网应用对语音和短信业务的代替双重影响下，公司移动业务数据流量逐年递增，近三年分别为16.08亿GB，77.86亿GB和211.80亿GB。截至2018年底，公司移动出账用户规模达到3.2亿户，其中4G用户规模为2.20亿户，占比69.85%。公司移动业务保持快速发展势头。

⁶ 自2002年1月8日起，公司开始向联通集团下属的联通新时空有限公司以经营租赁的方式租赁CDMA网络并在中国境内经营CDMA移动电话业务。CDMA移动电话业务以及租赁于此次出售完成时被终止。

⁷ 为Average Revenue Per User，平均每用户每月收入。

表6 2016~2018年公司移动业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
移动出账用户（亿户）	2.6	2.8	3.2
4G 用户数（亿户）	1.0	1.7	2.2
移动手机业务数据流量（亿 GB）	16.08	77.86	211.80
ARPU（元）	46.4	48.0	45.7

资料来源：公司年报

总体看，近年来，得益于积极推进营销模式转型，创新 2I2C 商业模式，公司移动业务近年来呈现出快速、高质量的发展趋势。

（2）固网业务

2009 年 1 月 6 日，公司吸收合并了网通运营公司，合并后公司存续，网通运营公司的资产与负债由公司继承，网通运营公司被注销。2009 年 1 月 31 日，公司完成向联通集团和网通集团收购相关电信业务和资产后⁸，公司固网业务规模迅速扩大，公司在固网业务方面的竞争实力大幅提升。

2016 年，公司持续推进光改营销，在南方区域加大社会化合作力度；发起成立 4K 超清产业联盟，加快实现家庭互联网创新发展，促进固网业务平稳增长。2016 年，受益于光纤宽带的迅速普及，公司宽带用户较上年净增 291 万户，达到 7,524 万户，宽带用户接入 ARPU 为 49.4 元，较上年降低 22.33%，主要系受市场竞争加剧影响，为获取客户资源，公司加大营销力度，相关产品价格进一步降低所致；FTTH⁹用户占比达到 71.20%，同比提高 18.10 个百分点；移动业务对固定电话业务替代作用明显，本地电话用户流失 721 万户，用户总数为 6,665 万户。整体上，本地电话用户持续减少，固网宽带用户增长符合现阶段我国电信行业发展趋势，受市场激烈竞争影响，宽带用户平均收入贡献明显下降。

2017 年，公司积极推动创新业务规模发展，努力抵消固网语音收入下降和固网宽带竞争带来的压力。公司聚焦“大连接、大带宽、大融合、大视频”，发布“光宽带+”宽带品牌，积极推进宽带电商化、融合化、视频化，以市场牵引网络建设，全面推进光改，提升网络质量。2017 年，公司固网宽带用户净增 130 万户，达到 7,654 万户，宽带用户接入 ARPU 为人民币 46.3 元；FTTH 用户占比达到 77.30%，同比提高 6.10 个百分点；本地电话用户流失 665 万户，用户总数达到 6,000 万户；固网业务实现主营业务收入人民币 908.70 亿元，同比下降 0.90%，基本保持平稳；其中语音收入占比下降至 13.3%，固网业务结构得到进一步改善。

2018 年，固网宽带通过填充视频内容和家庭服务产品，优化宽带融合套餐体系，主动应对竞争；开展“新视频 高质量 免费体验”全国营销活动；提升线上引流能力、完善中台运营支撑，大力发展宽带电商化，并通过融合渗透、视频加载、在网延长、价值提升等措施强化用户保有。同时，以家庭融合通信为基础、以家庭组网为切入点、发挥网络优势，布局家庭互联网业务，并借助混改合作伙伴力量，探索家庭互联网领域，形成新的收入增长点。2018 年，宽带用户净增 434 万户，达到 8,088 万户，宽带用户接入 ARPU 为人民币 44.6 元；FTTH 用户占比达到 82%，同比提高 4.5 个百分点；本地电话用户流失 410 万户，用户总数达到 5,590 万户。

⁸ 相关电信业务和资产包括：（1）联通集团和网通集团在南方 21 省地区经营的固网业务；（2）联通集团在天津市拥有的固网业务；（3）联通集团持有的联通兴业、中迅邮电咨询设计院有限公司和联通新国信通信有限公司三家电信服务子公司 100%股权；（4）网通集团拥有的北方 10 省一级干线传输资产。

⁹ Fiber To The Home，指通信光纤直接到户

表7 2016~2018年公司固网业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
本地电话用户数（万户）	6,665	6,000	5,590
宽带用户接入 ARPU（元）	49.4	46.3	44.6
固网宽带用户数（万户）	7,524	7,654	8,088

资料来源：公司年报

总体看，近年来，受移动业务冲击，公司本地电话用户数逐年减少，但受益于光纤宽带的迅速普及以及公司积极推动创新业务规模发展，公司固网宽带用户数逐年增长，重点创新业务领域实现突破。

（3）网络能力

2016年，公司以4G和光纤改造为牵引，稳步扩大4G网络覆盖，实现重点区域4G网络质量与同行业相当。截至2016年底，公司累计开通4G基站73.60万站，基站数量较上年大幅增长；通过大规模实施光纤宽带网络建设和全光网络改造，截至2016年底北方10省实现全光网络，固网宽带端口达到1.90亿个，较上年增加0.25亿个，FTTX¹⁰端口占比达到98%，较上年增长5个百分点。另外，公司继续完善国际网络布局，截至2016年底，国际海缆总带宽达到12.10T；跨境陆缆总带宽达到7.60T；互联网国际出口带宽达到1.7T，较上年底增长33.88%；国际漫游覆盖达到250个国家和地区的609家运营商。

2017年，公司坚持聚焦合作和精准投资，持续提升网络能力，积极打造4G网络。2017年公司聚焦地区的网络质量和客户感知持续提升，4G平均上下行速率行业领先，移动网络和固网宽带NPS¹¹持续提升，互联网网络时延指标行业最优。截至2017年底，公司4G基站累计达到85.20万站，4G乡镇覆盖率达到90%。按照“南北有别”提升宽带能力，打造差异化优势的光宽带网络的目标，2017年底固网宽带端口达到2亿个，FTTX端口占比达到98.80%。此外，国际网络布局持续完善。截至2017年底，国际海缆资源容量达到16.20T；互联网国际出口容量2.4T，回国带宽2.1T；国际漫游覆盖达到252个国家和地区的607家运营商。

2018年，公司全面落实“聚焦”战略，推行以投资收益为导向的科学建设方法，积极探索互联网化网络建设、运营和优化的新模式，从用户角度打造一张覆盖好、上网快的高品质网络。截至2018年底，4G基站达到98.7万站，4G乡镇覆盖率达到91%，固定网络方面继续扩大新增区域网络覆盖和PON+LAN区域网络改造，宽带端口总数达到2.15亿个，其中FTTH端口占比82.3%。传送网新增WDM/OTN生产能力198.2万波长公里，新建光缆干线4,781皮长公里，折合26.7万纤芯公里。公司持续完善国际网络布局。截至2018年底，国际海缆资源容量达到21.75T；互联网国际出口容量2.2T，回国带宽2.37T；国际漫游覆盖达到253个国家和地区的616家运营商。

表8 2016~2018年公司网络布局情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
4G 基站（万站）	73.6	85.2	98.7
固网宽带端口（亿个）	1.90	2.00	2.15
互联网国际出口带宽（T）	1.7	2.4	2.2

资料来源：公司年报

总体看，近年来，公司在大幅降低资本开支的同时，通过积极推进营销模式转型，2I2C业务快

¹⁰ FTTX 是新一代的光纤用户接入网，用于连接电信运营商和终端用户

¹¹ Net Promoter Score，净推荐值，又称净促进者得分，亦可称口碑

速发展带动公司移动业务收入及用户数双增长；通过精准建设，公司网络能力持续提升。

3. 市场营销

品牌策略方面，公司注重市场研究，近年来积极借助国际和国内大型活动的机会推动自身品牌建设。其中近年来公司借力冬奥、世界杯、世乒赛等大事件，强化品牌形象、5G、移网及宽带等重点业务宣传，持续通过线上互联网精准传播、线下活动创新推广提升业务口碑。同时，策划发布沃品牌卡通形象、智慧联盟等，深入推进品牌互联网化。

营销策略方面，近年来公司传统有效坚持与创新模式推进并重，多元化渠道发展与提质增效并重，公众与集客市场并重，聚焦重点业务做深做透。通过单变多、单变融的滚雪球模式保有和拓展用户；通过渠道赋能、触点拓展、政企专项突破积极发展用户强化存量经营，全力提升价值。通过电子渠道拓宽合作广度，挖掘合作深度，借助合作方宣传优势与各种节庆契机大力开展联合营销，保障 2I2C 发展规模。与阿里、腾讯等合作伙伴打造以“沃云”为品牌的公有云产品；分别与阿里、网宿成立合资公司，建立政企新融合营销模式。

营销渠道方面，近期公司重点构建以“生态化、大数据、一体化、高体验”为特征的线上线下一体化新零售体系。线上进一步拓展合作触点，增强异网用户获取能力，以手厅为核心，构建自有触点网络，大力提高线上渠道合力与集约化能力，将线上渠道打造为增收增效和价值经营的主渠道。线下优化自控门店布局，持续改善社会渠道结构，做好传统渠道互联网化转型。

客户服务方面，近年来公司以 NPS 提升计划为牵引，建立客户口碑一体化运营管理，加速推进服务互联网化工程和关键流程客户化改造，并聚焦客户痛点难点问题开展攻坚专项行动，实现了客户感知的不断提升。移网 NPS 较上年继续提升 5.1 分，固网宽带 NPS 提升 9.5 分。

总体看，公司在营销策略、营销渠道、品牌策略、客户服务方面，构建了完整的体系，能满足公司未来发展需要。

4. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转次数分别为 12.15 次、11.63 次和 11.69 次，呈波动下降态势；流动资产周转次数分别为 3.57 次、3.42 次和 3.91 次，波动上升；总资产周转次数分别为 0.44 次、0.46 次和 0.52 次，逐年上升。

表 9 通信行业上市公司 2018 年经营效率情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	流动资产周转率	总资产周转率
中国移动	26.47	1.35	0.48
中国电信	17.72	5.22	0.57
联通公司	11.69	3.91	0.52

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，本表中除联通公司外其余均为 wind 资讯数据。

总体看，公司经营指标在同行业处于中等水平，经营效率较好。

5. 重大事项

2017 年 10 月，公司混合所有制改革取得实质性突破，经过国务院国资委批准、公司股东大会审议通过和中国证监会的核准，联通 A 股公司拟采用非公开发行的方式，向特定对象非公开发行人民币普通股股票 90.37 亿股，发行价格为人民币 6.83 元/股，募集资金总额为 617.25 亿元；2017 年 11

月，联通 A 股公司混合所有制改革引入战略投资者完成；2017 年 12 月，联通首期限制性股票激励计划获得国资委批复；2018 年 3 月，对外披露限制性股票激励计划首次授予名单。联通 A 股公司通过非公开发行、联通集团老股转让等方式，成功引入处于行业领先地位、具有协同效应的战略投资者，并在公司层面获得资金注入共计人民币 749.54 亿元。通过推进此次混合所有制改革，公司在资本实力大幅增强的同时，为后续公司创新商业合作模式，实现战略业务协同打下了坚实基础。

6. 经营关注

（1）行业竞争风险

中国经济受到内外部环境深刻变化等多重因素影响，当前国际经济环境错综复杂，国内经济下行压力有所加大，国内电信业传统业务逐步饱和，市场竞争日趋白热化，对公司网络能力、资源配置能力等方面提出更大挑战。

（2）监管政策变化风险

中国政府将继续推进电信业向外资和民间资本开放、“提速降费”、扩大号码携带试验、国内电信业务网间结算调整等政策，这些监管政策在给公司带来新的发展机遇的同时也带来挑战。

（3）技术升级风险

随着中国电信业的迅速发展，通信技术与业务不断推陈出新，移动服务替代固网服务趋势明显，公司的固网本地电话用户的数量以及固网本地电话业务的使用量持续下降。传统固网业务仍面临一定的下滑压力，可能对公司的盈利水平产生不利影响。电信运营商面临所提供的技术与服务多样、复杂以及快速变化的挑战，如不能及时跟进技术演进，升级网络，提升服务水平，以适应这些变化，公司将面临一定的技术升级风险。

7. 未来发展

2018年，公司将践行新发展理念，深化实施聚焦创新合作战略，纵深推进混合所有制改革，以新治理释放更多制度红利、新基因迸发更大内在活力、新运营实现更高效率效益、新动能拓展更广阔发展蓝海、新生态汇聚更多协同优势，奋力开创“五新”联通建设和高质量发展的新局面。公司将坚定不移实施互联网化运营转型，稳定基础业务，规模提升创新业务，驱动整体业务持续增长。精准高效建设精品网络，积极布局备战5G、持续完善4G、简化2G/3G网络，为业务发展提供坚实保障。纵深推进组织机构、人力资源、划小承包、子企业混改等各领域的创新变革，在破解体制机制障碍、激发微观主体活力方面攻坚克难，壮大发展内生动力。持续强化基础管理和风险管控，推进降本增效，不断提升企业运营效益和竞争实力，为全体股东创造更大价值。

总体看，公司发展目标清晰，持续深化混合所有制改革以及持续推进互联网化运营将有利于公司的长远发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度财务报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告执行最新的《企业会计准则》。合并范围方面，2017 年，公司通过新设增加子公司 1 家；2018 年，公司通过新设增加子公司 17 家；上述变化对公司当期业绩影响较小。整体看，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额5,343.95亿元，负债合计2,429.37亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 2,914.58亿元, 其中归属于母公司所有者权益2,905.92亿元。2018年, 公司实现营业收入2,872.8亿元, 净利润(含少数股东损益) 81.77亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润81.15亿元; 经营活动现金流量净额947.22亿元, 现金及现金等价物净增加额-32.24亿元。

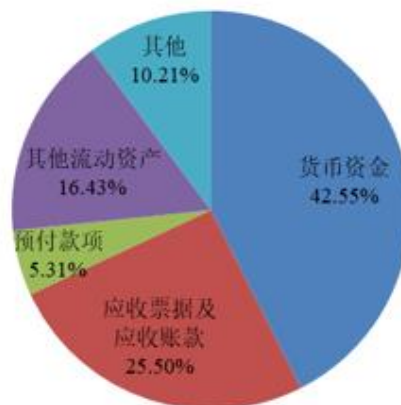
2. 资产质量

2016~2018年, 公司资产规模逐年减少, 年均复合减少 6.72%, 主要系非流动资产减少所致。截至 2018 年底, 公司资产总额 5,343.95 亿元, 较年初下降 5.04%; 其中, 流动资产占比 13.95%, 非流动资产占比 86.05%, 公司资产结构以非流动资产为主, 符合通讯服务行业特征。

流动资产

2016~2018年, 公司流动资产波动减少, 年均复合减少 7.44%。截至 2017 年底, 公司流动资产 722.19 亿元, 较年初减少 16.99%, 主要系其他应收款减少所致。截至 2018 年底, 公司流动资产 745.41 亿元, 较年初增长 3.21%, 主要系预付款项增加所致; 流动资产主要由货币资金(占比 42.55%)、应收票据及应收账款(占比 25.5%)、预付款项(占比 5.31%)和其他流动资产(占比 16.43%)构成。

图 11 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年, 公司货币资金波动增长, 年均复合增长 15.61%。截至 2017 年底, 公司货币资金 336.58 亿元, 较年初增长 41.83%, 主要系公司大幅降低资本开支等因素影响所致。截至 2018 年底, 公司货币资金 317.19 亿元, 较年初减少 5.76%, 主要系子公司联通集团财务有限公司(以下简称“财务公司”)发放贷款增加所致。其中, 3 个月以下银行存款占 87.15%, 受限资金 36.86 亿元, 包含财务公司存放中央银行法定准备金约人民币 28.77 亿元、客户备付金人民币 7.59 亿元和个别子公司用于物业及工程的保证金, 受限资金占比 11.62%, 占比较低。

2016~2018年, 公司应收票据及应收账款逐年增长, 年均复合增长 3.99%。截至 2018 年底, 公司应收票据及应收账款 190.06 亿元, 较年初增长 0.20%; 其中, 应收账款占 98.09%。截至 2018 年底, 从应收账款账龄来看, 一年以内的应收账款账面余额 196.12 亿元, 占比 77.86%, 账龄较短; 公司计提坏账准备 65.45 亿元, 计提比例 25.98%, 坏账准备主要为对一般商务及公众用户计提的坏账准备, 其个别欠款金额对公司影响较小, 坏账比例计提较为充分; 余额前五名的应收账款合计 36.91 亿元, 占应收账款年末余额合计数的 14.65%, 应收账款集中度较低。

2016~2018年, 公司预付款项波动增长, 年均复合增长 0.11%。截至 2018 年底, 公司预付款

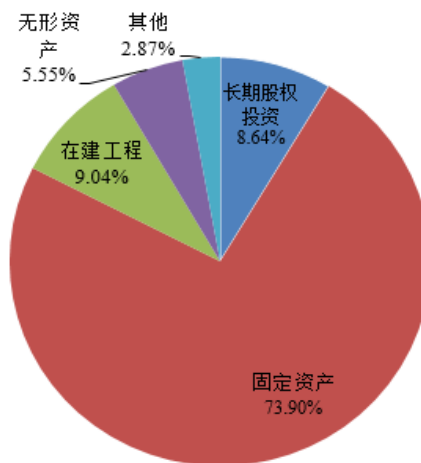
项 39.57 亿元，较年初增长 5.88%；从账龄来看，一年以内的预付款项账面余额 37.85 亿元，占比 95.67%，账龄较短；余额前五名的预付款项合计 3.96 亿元，占预付款项年末余额合计数的 10.01%，集中度较低。

2016~2018 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 55.40%，主要系财务公司发放贷款增加所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产 122.51 亿元，较年初增长 118.47%；其他流动资产主要由待抵扣增值税（占比 34.25%）和财务公司发放贷款（占比 60.44%）。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产逐年减少，年均复合减少 6.60%，主要系固定资产减少所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 4,598.54 亿元，较年初减少 6.26%；从构成看，以长期股权投资（占比 8.64%）、固定资产（占比 73.90%）、在建工程（占比 9.04%）和无形资产（占比 5.55%）为主。

图 12 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 9.02%，主要系权益法确认对铁塔公司投资收益所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资 397.24 亿元，较年初增长 11.58%。公司长期股权投资主要为对联营企业铁塔公司的长期股权投资 354.98 亿元。

2016~2018 年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少 4.08%，主要系累计折旧逐年增加所致。截至 2018 年底，公司固定资产 3,398.23 亿元，较年初减少 6.12%；从构成看，以通信设备为主，占比 87.04%；固定资产累计折旧 6,017.96 亿元，成新率为 36.16%，成新率较低；2018 年公司计提固定资产折旧 661.20 亿元，对资产规模影响明显。

2016~2018 年，公司在建工程逐年减少，年均复合减少 27.20%，主要系在建工程达到预定可使用状态转入固定资产所致。截至 2018 年底，公司在建工程 415.79 亿元，较年初减少 19.47%；公司在建工程仍以网络工程为主，占比 93.71%。

2016~2018 年，公司无形资产逐年减少，年均复合减少 1.35%。截至 2018 年底，公司无形资产 255.43 亿元，较年初减少 0.26%；公司无形资产主要为土地使用权（占比 57.48%）和软件（占比 35.87%）。

截至 2018 年底，公司除 36.86 亿元受限货币资金，不存在其它受限资产，受限资产占公司总资产的比例为 0.69%。

总体看，近年来，公司资产规模呈持续下降态势，资产结构以非流动资产为主，符合行业特点；公司货币资金充裕，资产受限比例低；固定资产折旧对公司资产规模影响较为明显；公司整体资产质量较好。

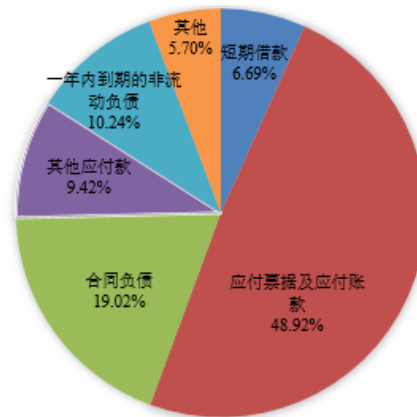
3. 负债及所有者权益

负债

2016~2018 年，公司负债规模逐年减少，年均复合下降 22.64%，主要系流动负债减少所致。截至 2018 年底，公司负债合计 2,429.37 亿元，较年初增长下降 13.00%；其中，流动负债占比 92.68%，非流动负债占比 7.32%，负债结构以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债逐年减少，年均复合减少 17.36%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 2,251.43 亿元，较年初减少 7.62%，主要系应付票据及应付账款、一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债主要由短期借款（占比 6.69%）、应付票据及应付账款（占比 48.92%）、合同负债（占比 19.02%）、其他应付款（占比 9.42%）和一年内到期的非流动负债（占比 10.24%）构成。

图 13 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款波动减少，年均复合减少 43.77%。截至 2017 年底，公司短期借款 118.14 亿元，较年初大幅减少 75.22%，主要系当期公司混合所有制引资完成，偿付大量短期借款所致。截至 2018 年底，公司短期借款 150.70 亿元，较年初增长 27.56%；公司短期借款全部为信用借款。

2016~2018 年，公司应付票据及应付账款逐年减少，年均复合减少 11.33%。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 1,101.36 亿元，较年初减少 7.63%，主要系应付工程及设备款减少所致。

截至 2018 年底，公司合同负债为 428.12 亿元，全部为当年新增，主要系新准则报表科目调整从预收账款重分类调整而来。从构成来看，以预收用户预存通信服务费（占比 91.08%）为主。

2016~2018 年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少 19.55%，主要系应付关联公司款项以及应付联通红筹公司股利波动所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 212.17 亿元，较年初增长 27.32%；其中，应付利息及应付股利分别占比为 2.47%和 21.74%；剔除应付利息和应付股利的其他应付款构成主要是押金及暂收款（占比 55.31%）和应付关联公司款项（占比 29.76%）。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 7.24%，主要系部分长期借款、应付债券和长期应付款临近到期转入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债

230.64 亿元，较年初减少 23.96%。

2016~2018 年，公司非流动负债逐年减少，年均复合减少 51.71%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 177.95 亿元，较年初减少 49.92%，主要系部分应付债券转入流动负债所致；主要由长期借款（占比 73.30%）、应付债券（占比 5.61%）和递延收益（占比 20.28%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款逐年减少，年均复合减少 40.70%。截至 2018 年底，公司长期借款 130.44 亿元，较年初减少 7.97%，主要系部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。从到期日来看，剩余期限在 1~2 年的占比 3.20%，2~5 年的占比 84.67%，5 年以上的占比 12.14%。

2016~2018 年，公司应付债券逐年减少，年均复合减少 83.31%。截至 2018 年底，公司应付债券 9.99 亿元，较年初减少 94.44%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

表 10 截至 2018 年底公司发行债券概况（单位：亿元、%）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	票面利率
2016 年第一期公司债券品种一	70	2016 年 6 月 7 日	3 年	3.07
2016 年第一期公司债券品种二	10	2016 年 6 月 7 日	5 年	3.43
2016 年第二期公司债券	100	2016 年 7 月 14 日	3 年	2.95

资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长 10.15%。截至 2018 年底，公司递延收益 36.09 亿元，较年初增长 21.29%，主要系收到政府补助金额增长所致。

2016~2018 年，公司全部债务逐年减少，年均复合下降 54.36%。截至 2018 年底，公司全部债务 522.83 亿元，较年初减少 37.44%，主要系公司对到期债务进行了偿付所致；债务结构中，短期债务占比 73.13%，长期债务占比 26.87%，公司债务结构以短期债务为主。债务指标方面，2016~2018 年，公司资产负债率分别为 66.10%、49.62%和 45.46%，全部债务资本化比率分别为 45.94%、22.77%和 15.21%，长期债务资本化比率分别为 26.01%、10.25%和 4.60%，均逐年下降，主要系 2017 年联通集团进行混合所有制改革，公司吸收投资、权益规模大幅增长并对到期债务进行了偿付所致。整体看，公司债务负担很轻。

总体看，近年来，公司偿付到期债务较多，负债和债务规模均大幅下降，流动负债占比较高，整体债务负担很轻。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益规模逐年增加，年均复合增加 18.33%。截至 2017 年底，公司所有者权益较年初增加 36.21%，主要得益于混合所有制改革，公司当期获得增资所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 2,914.58 亿元，较年初增长 2.79%；其中，归属于母公司的所有者权益 2,905.92 亿元（占比 99.70%），少数股东权益 8.66 亿元（占比 0.30%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 73.31%，资本公积占比 3.56%，储备基金占比 9.68%，未分配利润占比 13.24%。

总体看，近年来，得益于联通集团混合所有制改革，公司资本实力得到加强，所有者权益规模大幅增长。公司所有者权益以实收资本为主，稳定性较好。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司分别实现营业收入 2,722.82 亿元、2,723.38 亿元和 2,872.80 亿元，逐年增长，年均复合增长 2.72%。2018 年公司收入同比增加 5.49%，主要系公司积极推进营销模式转型，创新 2I2C 商业模式所致。净利润方面，2016~2018 年，公司分别实现净利润-5.06 亿元、15.09 亿元

和 81.77 亿元。公司 2016 年净利润为负主要系当期成本费用较大等因素影响所致；2017 年实现扭亏为盈主要系公司实施提质增效、积极推动精准投资、大幅降低资本开支，以及来自旗下合营企业招联金融和联营企业铁塔公司的投资收益大幅增长等综合因素影响所致；2018 年公司利润大幅增加，主要系公司营业收入增长以及铁塔公司在香港联交所上市并发行新股，公司取得大额投资收益所致。归属于母公司所有者的净利润-5.11 亿元、14.87 亿元和 81.15 亿元。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额逐年增加，年均复合增加 0.55%。2018 年，公司费用总额 590.99 亿元，同比增长 0.64%；其中，销售费用占比 59.43%，管理费用占比 38.09%，研发费用占比 1.48%，财务费用占比 1.01%，以销售费用为主。2018 年，公司销售费用 351.20 亿元，较上年增加 3.25%，主要系销售渠道费用增加所致；管理费用及研发费用 233.84 亿元，较上年增加 11.99%，主要系人工成本增加所致；研发费用 8.72 亿元，较上年增长 77.30%，主要系公司研发力度加大所致；财务费用 5.95 亿元，较上年减少 84.46%，主要系公司偿还到期债务，利息支出减少所致。2016~2018 年，公司费用收入比逐年增长，分别为 21.47%、21.56%和 20.57%；公司近三年来期间费用规模较为稳定，但费用占收入比重较高，对当期利润形成一定侵蚀，费用控制能力有待提升。

从利润构成来看，2016~2018 年，公司投资收益持续大幅增长，分别为 3.93 亿元、15.01 亿元和 22.80 亿元，主要系对铁塔公司的投资收益增加所致；公司资产减值损失及信用减值损失（主要来源于计提坏账准备）分别为 41.42 亿元、39.47 亿元和 38.23 亿元，资产处置损失（主要为处置通信设备产生损失）分别为 3.54 亿元、34.89 亿元和 39.71 亿元；公司营业外收入逐年减少，分别为 14.03 亿元、10.44 亿元和 7.43 亿元，年均复合减少 27.24%。2018 年，公司投资收益占营业利润的比重为 21.57%，营业外收入占利润总额的比重为 6.93%，资产减值损失及信用减值损失、资产处置损失分别相当于营业利润的 36.17%和 37.57%。整体看，公司利润对投资收益、营业外收入有一定依赖，而资产减值损失、信用减值损失和资产处置损失对利润形成了较大侵蚀。

盈利指标方面，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 22.33%、24.14%和 26.10%，公司总资产收益率分别为 1.17%、1.80%和 2.83%，总资产报酬率分别为 0.70%、1.26%和 2.30%，净资产收益率分别为-0.24%、0.61%和 2.84%，逐年上升，主要系利润规模逐年增长所致。但与另外两大运营商相比，公司各项盈利指标均处较低水平。

表 11 2018 年电信行业三大运营商盈利指标情况（单位：%）

简称	净资产收益率（平均）	总资产报酬率	销售净利率
中国移动	11.56	10.07	15.97
中国电信	6.34	4.72	5.66
联通公司	2.84	2.30	2.85

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异；本表中除联通公司外，其余指标为 Wind 资讯数据。

总体看，近年来，得益于积极推进营销模式转型、创新 2I2C 商业模式，公司收入稳步增加、毛利有所提高；但由于期间费用及资产减值损失、资产处置损失等非经常性损益对利润形成较大侵蚀，公司利润虽逐年增长，但相较其资产、所有者权益规模仍处于较低水平，公司整体盈利能力仍有待提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增在 2.54%，2018

年同比增加 3.89%，主要系移动业务快速发展带动营业收入规模增长所致。2016~2018 年，公司经营活动现金流出波动减少，年均复合减少 0.14%，基本保持稳定。受上述因素影响，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额不断增长，分别为 791.76 亿元、909.07 亿元和 947.22 亿元，呈净流入状态。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 104.80%、106.94%和 105.00%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增加 7.74%，金额分别为 64.72 亿元、226.98 亿元和 75.12 亿元，主要系公司近年来设备资产处置增加，相应资产收回的现金增长所致。2016~2018 年，公司投资活动现金流出波动减少，年均复合减少 16.23%，主要系相应设备投资减少所致。2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-952.54 亿元、-442.35 亿元和-638.8 亿元。呈持续净流出状态。

从筹资活动看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入波动减少，年均复合减少 44.75%；2017 年，公司筹资活动现金流入 2,133.64 亿元，同比增加 10.13%，主要系公司因混合所有制改革吸收投资收到现金所致；2018 年，公司筹资活动现金流入 591.37 亿元，同比减少 72.28%。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出波动减少，年均复合减少 27.32%，主要系到期债务波动减少所致。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 172.89 亿元、-374.15 亿元和-340.78 亿元，自 2017 年由净流入转为净流出。

总体看，近年来，公司收入实现质量较高，经营活动保持较大规模的现金净流入状态，净流入量基本可以覆盖投资活动现金净流出量；公司筹资活动现金流量净额波动较大，股权融资对公司提升资本实力和降低债务规模到了较大作用。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 0.26 倍、0.30 倍和 0.33 倍，速动比率分别为 0.26 倍、0.29 倍和 0.32 倍，均呈逐年上升趋势，主要系流动负债逐年下降所致，公司流动资产对流动负债的覆盖能力较低，与公司所处行业特点有关。受短期债务规模下降影响，现金短期债务比分别为 0.23 倍、0.66 倍和 0.84 倍，逐年上升，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。经营现金流动负债比率分别为 24.02%、37.30%和 42.07%，经营性现金净流入对流动负债的覆盖程度较高。结合公司在产业链中的地位、负债的构成等因素分析，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 827.13 亿元、870.18 亿元和 859.04 亿元。2018 年，公司 EBITDA 中折旧和摊销占比 85.34%，计入财务费用的利息支出占比 2.18%，利润总额占比 12.48%，EBITDA 以折旧摊销为主。2016~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.47 倍、1.04 倍和 1.64 倍，逐年上升，主要系全部债务规模下降所致。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 14.69 倍、14.64 倍和 35.71 倍，波动上升。公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障能力很强。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司授信额度约为 2,609 亿元，其中未使用的额度 2,456 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标表现较佳。同时考虑到公司作为国内三大运营商之一，在电信行业、产业链上下游乃至国民经济中所处地位，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务合计 522.83 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较小，预计对公司债务水平影响较小。

以 2018 年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 20.00 亿元，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 5.22%、15.70% 和 45.66%，分别较发行前上升 0.62 个百分点、0.49 个百分点和 0.20 个百分点，债务负担但仍很轻。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 859.04 亿元，为本期公司债券拟发行额度（20.00 亿元）的 42.95 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额分别为 3,051.38 亿元和 947.22 亿元，分别为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 152.57 倍和 47.36 倍，公司经营活动现金流对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在经营规模、基础网络、客户资源、管理经验，以及品牌影响力等方面具备的综合优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为中国三大全业务电信运营商之一，在经营规模、基础网络、客户资源、管理经验，以及品牌影响力等方面所具有的竞争优势。受益于混合所有制改革的顺利完成，公司财务实力和投资运营能力得到显著提升；近年来，公司收入规模及盈利规模逐年增长，整体经营情况良好，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担很轻。同时，联合评级也关注到行业竞争激烈、监管政策压力加大、公司盈利能力有待进一步提高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司持续深化聚焦战略和混合所有制改革、持续推进互联网化运营，公司竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件1 中国联合网络通信有限公司 组织结构图



附件2 中国联合网络通信有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	6,141.37	5,627.75	5,343.95
所有者权益（亿元）	2,081.66	2,835.35	2,914.58
短期债务（亿元）	1,037.47	511.86	382.34
长期债务（亿元）	731.81	323.86	140.49
全部债务（亿元）	1,769.28	835.72	522.83
营业收入（亿元）	2,722.82	2,723.38	2,872.80
净利润（亿元）	-5.06	15.09	81.77
EBITDA（亿元）	827.13	870.18	859.04
经营性净现金流（亿元）	791.76	909.07	947.22
应收账款周转次数（次）	12.15	11.63	11.69
存货周转次数（次）	63.83	85.26	88.38
总资产周转次数（次）	0.44	0.46	0.52
现金收入比率（%）	104.80	106.94	105.00
总资本收益率（%）	1.17	1.80	2.83
总资产报酬率（%）	0.70	1.26	2.30
净资产收益率（%）	-0.24	0.61	2.84
营业利润率（%）	22.33	24.14	26.10
费用收入比（%）	21.47	21.56	20.57
资产负债率（%）	66.10	49.62	45.46
全部债务资本化比率（%）	45.94	22.77	15.21
长期债务资本化比率（%）	26.01	10.25	4.60
EBITDA 利息倍数（倍）	14.69	14.64	35.71
EBITDA 全部债务比（倍）	0.47	1.04	1.64
流动比率（倍）	0.26	0.30	0.33
速动比率（倍）	0.26	0.29	0.32
现金短期债务比（倍）	0.23	0.66	0.86
经营现金流动负债比率（%）	24.02	37.30	42.07
EBITDA/本期发债额度（倍）	41.36	43.51	42.95

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国联合网络通信有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国联合网络通信有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国联合网络通信有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国联合网络通信有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国联合网络通信有限公司的相关状况，如发现中国联合网络通信有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国联合网络通信有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国联合网络通信有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国联合网络通信有限公司、监管部门等。

