

信用等级通知书

信评委函字 [2017]跟踪0917 号

中国联合网络通信有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；
维持“14联通MTN003”、“15联通MTN001”、“15联通MTN002”、“15联通MTN003”、“15联通MTN004”和“15联通MTN005”的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年七月二十七日

中国联合网络通信有限公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 中国联合网络通信有限公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 联通 MTN003	50	2014.11.28-2017.11.28	AAA	AAA
15 联通 MTN001	40	2015.6.15-2018.6.15	AAA	AAA
15 联通 MTN002	40	2015.6.18-2018.6.18	AAA	AAA
15 联通 MTN003	35	2015.11.30-2018.11.30	AAA	AAA
15 联通 MTN004	35	2015.11.30-2018.11.30	AAA	AAA
15 联通 MTN005	30	2015.11.30-2018.11.30	AAA	AAA

概况数据

联通运营公司	2014	2015	2016	2017.3
总资产(亿元)	5,438.15	6,151.23	6,141.37	5,971.25
所有者权益合计(亿元)	2,038.92	2,083.90	2,081.66	2,089.82
总负债(亿元)	3,399.23	4,067.33	4,059.71	3,881.43
总债务(亿元)	1,206.17	1,511.14	1,769.84	1,714.33
营业总收入(亿元)	2,875.89	2,759.02	2,722.82	683.84
净利润(亿元)	116.90	113.84	-5.06	8.05
EBIT(亿元)	195.32	189.18	43.03	--
EBITDA(亿元)	937.19	926.19	786.94	--
经营活动净现金流(亿元)	926.92	897.49	791.76	219.55
营业毛利率(%)	29.03	24.59	22.33	24.47
总资产收益率(%)	3.63	3.26	0.70	1.51
资产负债率(%)	62.51	66.12	66.10	65.00
总资本化比率(%)	37.17	42.03	45.95	45.06
总债务/EBITDA(X)	1.29	1.63	2.25	--
EBITDA 利息倍数(X)	19.25	17.96	13.87	--

注：1、公司财务报表依据新企业会计准则编制；2、公司 2017 年一季报未经审计，且无现金流量补充表，故相关指标失效；3、为准确计算债务规模，中诚信国际将长期应付款中带息借款调至长期借款；将其他流动负债中的有息借款调整至交易性金融负债科目；4、长期待摊费用摊销=营业成本中的折旧与摊销+管理费用中的折旧与摊销-固定资产折旧-无形资产摊销；5、营业毛利率=(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入。

分析师

项目负责人：段晋璇 xyuan@ccxi.com.cn

项目组成员：姜 蕾 jxduan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 7 月 27 日

基本观点

中诚信国际维持中国联合网络通信有限公司(以下简称“联通运营公司”或“公司”)的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“14 联通 MTN003”、“15 联通 MTN001”、“15 联通 MTN002”、“15 联通 MTN003”、“15 联通 MTN004”和“15 联通 MTN005”的债项信用等级为 AAA。

2016 年以来，公司固网宽带业务稳步发展，且拥有极强的现金获取能力。此外，公司网络、客户及品牌优势较好，为后续发展奠定了良好基础。同时，中诚信国际也关注到 2016 年公司盈利能力明显下降、电信市场竞争更加激烈、互联网专线接入资费及移动通信资费下调、混合所有制改革重大事项等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- 具有较好的网络、客户及品牌优势。作为我国三大全业务电信运营商之一，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，为其后续发展奠定了良好基础。
- 固网宽带业务稳步发展。公司吸收合并中国网通(集团)有限公司及完成 2009 年电信业务和资产的收购后，获得了固网客户、基础固网设施等资源；近年来公司加大了宽带网络建设力度，全业务经营有助于公司发挥移动和固网业务的协同效应，提升公司综合竞争实力。2016 年，公司固网业务实现主营业务收入人民币 946.6 亿元，同比增长 3.7%。
- 公司资本结构稳健，现金获取能力极强。通过多次并购，2016 年末公司资产规模达到 6,141.37 亿元，总资本化比率为 45.95%，资本结构稳健；2016 年公司经营活动净现金流达到 791.76 亿元，现金获取能力极强。

关注

- 2016 年公司盈利能力明显下降。2016 年，铁塔使用费用增加及能源、物业租金等成本投入加大，导致网络运行及支撑成本和销售费用较上年明显上升，受此影响，公司盈利能力明显下滑，净利润呈负值，为-5.06 亿元。
- 电信市场竞争日趋激烈。随着电信市场重组完成和全业务牌照的发放，三家全业务运营商竞争范围有所扩大，中国移动通信竞争已经进入存量时代，竞争日趋激烈。目前，公司 4G 客户渗透率较低，面临较大的竞争压力。
- 互联网专线接入资费及移动通信资费下调，将对公司经营业绩造成一定影响。在行业政策与市场竞争双重作用下，中小企业互联网专线接入资费及国际长途电话费将于 2017 年内大幅降低，新政策的实施，将对公司经营业绩带来一定影响。
- 混合所有制改革。中国联通中国联合网络通信集团有限公司(以下简称“中国联通”或“联通集团”)计划以中国联合网络通信股份有限公司(以下简称“联通 A 股公司”，股票代码：600050.SH)为平台筹划并推进混合所有制改革相关的重大事项，近日已获发改委对混改试点方案的批复，中诚信国际将持续关注中国联通混改进展情况。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债务融资工具存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债务融资工具的存续期内每年或每半年进行定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

基本分析

电信行业稳定发展，中国未来电信业的成长空间广阔；但随着全业务牌照的发放，未来行业竞争将加剧

作为电信大国，我国的用户数量和网络规模位列世界第一。2016年，我国电信业务行业运营平稳，完成收入 11,893 亿元，同比增长 5.6%，比上年回升 7.6 个百分点；电信业务总量完成 35,948 亿元，同比增长 54.2%，比上年提高 25.5 个百分点。

行业转型步伐加快，用户和收入结构日趋优化。从业务结构分析，我国电信业主营业务包括移动通信和固定通信两大领域。2016年，移动通信业务实现收入 8,586 亿元，同比增长 5.2%，占电信业务收入的比重为 72.2%，持续超过七成，占比较上年提高 1.8 个百分点。其中，话音业务收入在移动通信业务收入占比 30.4%，比上年下降 7.9 个百分点。固定通信业务实现收入 3,306 亿元，同比增长 6.7%，其中固定话音业务收入在固定通信业务收入占比 11.0%，比上年下降 0.9 个百分点。

从用户发展情况来看，2016年，全国电话用户净增 2,617 万户，总数达到 15.3 亿户，同比增长 1.7%，电话用户规模持续扩大。其中，移动电话用户净增 5,054 万户，总数达 13.2 亿户，移动电话用户普及率达 96.2 部/百人，比上年提高 3.7 部/百人。此外，2016年，4G 用户数呈爆发式增长，全年新增 3.4 亿户，总数达到 7.7 亿户，在移动电话用户中的渗透率达到 58.2%。宽带用户方面，随着宽带城市建设的持续推进以及光纤接入的普及，2016年，我国光纤接入（FTTH/O）用户净增 7,941 万户，总数达 2.28 亿户，占宽带用户总数的比重比上年提高 19.5 个百分点，达到 76.6%；8M 以上、20M 以上宽带用户总数占宽带用户总数的比重分别达 91.0%、77.8%，比上年提高 21.3、46.6 个百分点。

从电信业务使用量来看，2016年，移动话音业

务量及移动短信业务呈持续下滑状态，其中全国移动电话去话通话时长 2.81 万亿分钟，同比下滑 1.4%；移动短信业务量 6,671 亿条，同比下降 4.6%，降幅较去年同期缩小 4.3 个百分点。而在 4G 移动电话用户大幅增长、移动互联网应用加快普及的带动下，2016年，移动互联网流量增速翻倍。当年，全国移动互联网接入流量消费达 93.6 亿 G，同比增长 123.7%，比上年提高 20.7 个百分点，移动互联网对传统移动通信业务的冲击日趋显著。

表 1：2014~2016 年国内电信业务使用情况

项目名称	2014	2015	2016
移动电话去话通话时长（亿分钟）	29,270.10	28,499.9	28,100.0
移动电话去话通话时长增长率（%）	1.0	-2.6	-1.4
移动短信业务量（亿条）	7,630.50	6,991.8	6,671.0
移动短信业务量增长率（%）	-14.4%	-8.4%	-4.6
移动互联网接入流量（亿 G）	20.62	41.87	93.60
移动互联网接入流量增长率（%）	62.9%	103.0%	123.7%

资料来源：工业和信息化部

根据 2016 年，国家发展改革委员会、工业和信息化部制定的《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》，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。

此外，根据国家统计局数据，2016年，中国手机总用户数已经超过 13 亿，人均拥有手机号码已经大于 1 个，中国通信业用户已经接近饱和，意味着中国移动通信竞争已经进入存量时代。随着电信市场重组完成和全业务牌照的发放，三家全业务运营商竞争范围有所扩大，行业竞争日趋激烈。

总体看，我国国民经济持续快速增长、居民收入不断增加、城镇化步伐加快为电信行业的持续发展提供了有力保证。由于我国用户基础庞大，尤其是中西部和农村地区电话普及率仍然较低，用户发展还有较大增长空间。当下 4G 用户增长迅速，电信行业收入结构持续优化，未来三年运营商投资力度仍将保持较大规模，中国电信业的成长空间广阔。

2016 年，公司聚焦 4G 业务，移动主营业务收入实现止跌回升；中小企业互联网专线接入资费及国际长途电话费将于 2017 年内大

幅降低，公司经营业绩或将受到一定影响

2013年12月，工业和信息化部向中国联通、中国移动通信集团公司（以下简称“中国移动”）、中国电信集团公司（以下简称“中国电信”）发放TD-LTE牌照，标志着我国移动通信领域正式进入4G时代。中国移动自2014年起大举进行4G网络建设，计划在年内建成全球最大的4G网络，期望借此扭转3G牌照导致业务增长放缓的局面。2015年2月27日，中国联通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通授权其间接控股的子公司中国联合网络通信有限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)。在技术方面，公司于2013年底获得TD-LTE牌照以及相应的40MHz频谱资源，于2015年2月获得LTE FDD牌照以及相应的2x10MHz频谱资源。作为我国三大全业务电信运营商之一，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，为其后续发展奠定了良好基础。

移动通信业务是公司的传统业务和核心业务。近几年，伴随着公司网络服务区域的扩大、服务与网络质量的提高及新技术的推出，公司的移动通信业务总体保持了较快发展，移动业务收入、用户数及通话量稳步增长。

2016年，公司聚焦重点区域加快4G网络建设，实现聚焦区域的4G网络质量行业相当，且流量充裕；全力驱动全网通双卡槽手机普及，终端供应快速改善；通过流量精准释放，叠加内容及加快2G/3G用户向4G升级，激发移动数据流量快速增长；强化4G、固网宽带、视频及应用等融合经营，相互拉动，协同发展。2016年，公司净增4G用户6,040万户，总数达到10,455万户；4G用户占移动出账用户的比例同比提高22.1个百分点，达到39.6%，仍有巨大增长空间；4G用户月户均数据流量达到1,521MB。

2016年，公司聚焦4G业务，并加快发展，移动主营业务收入实现止跌回升，同比增长1.7%，达到人民币1,450.2亿元。移动出账用户成功扭转2015

年多月下行势头，净增1,151万户，总数达到26,382万户。移动出账用户ARPU稳中有升，达到人民币46.4元。移动手机数据流量达到16,081亿MB，同比增长131.10%。WO+能力开放平台累计介入合作伙伴超过24,000家，年度能力调用18.3亿次。

表2：2014年~2017年一季度移动业务主要经营数据

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
移动宽带用户(万户)	14,910.50	18,384.99	-	-
移动宽带无线上网卡用户数(万户)	806.40	979.80	-	-
移动宽带通话总分钟数(亿分钟)	4,700.20	5,641.33	-	-
GSM用户数(万户)	14,999.30	10,280.75	-	-
GSM通话总分钟数(亿分钟)	3,964.90	3,204.31	-	-
固网本地电话数(万户)	8,205.60	7,385.80	6,664.90	6,493.80
固网宽带用户数(万户)	6,879.00	7,233.00	7,523.60	7,658.90
移动用户出账数(万户)	-	-	26,382.20	26,626.50
4G用户数(万户)	-	-	10,455.10	12,272.60

注：为更好满足公司战略管理的需要，在移动业务方面，公司管理和分析的重点聚焦于出账的移动用户（一般指当月有收入贡献的用户）和4G用户（持有4G终端并使用公司4G网络的出账移动用户）。自2016年1月起，公司披露出账的移动用户和4G用户指标及变化，移动宽带数据及GSM数据不再披露。用户数据披露的变更不影响公司收入和利润的确认。

资料来源：公司提供

市场竞争方面，随着人口红利的因素在快速消退，三大运营商开始进入存量用户经营时代。中国移动凭借着先发优势，4G用户渗透率已经达到了63%，中国电信的4G用户占比约为56.7%，而中国联通仅为39%，公司在4G移动业务市场面临较大的竞争压力。

政策方面，为推进“互联网+”深入发展、促进数字经济快速成长，国家已决定于2017年再推出一批“提速降费”新措施，在进一步完善网络基础设施、提升互联网带宽能力的同时，将于2017年10月起全部取消手机国内长途和漫游费，年内将大幅降低中小企业互联网专线接入资费、降低国际长途电话费。上述新政策的实施，将对三大运营商2017年的经营业绩带来一定影响。中诚信国际将持续关注上述事项未来可能产生的影响。

公司加大宽带及信息化业务发展，固网宽带业务持续稳健增长，业务结构进一步改善

公司吸收合并中国网通(集团)有限公司及完成

2009 年电信业务和资产的收购后，获得了固网客户、基础固网设施等资源。近年来，公司加大了宽带网络建设力度，全业务经营有助于公司发挥移动和固网业务的协同效应，提升公司综合竞争实力，宽带、数据及互联网收入业务收入稳步提升。

2016 年，公司加快发展 IDC/云计算、ICT、视频、物联网等创新型业务，有效抵消固网语音收入下降。固网业务全年实现主营业务收入人民币 946.6 亿元，同比增长 3.7%，其中固网语音收入占比下降至 14.0%，固网业务结构进一步改善，经营风险进一步释放。

固网宽带业务领域方面，面对激烈的宽带竞争，公司充分利用光纤化改造形成的网络能力，主推高带宽产品，以视频为引领丰富内容及应用，拉动用户带宽升级，凸显差异化和品牌优势，优化宽带客户服务和装维流程，推动宽带、视频、应用等家庭互联网融合产品优化升级，相互拉动发展，促进固网业务平稳增长。2016 年，公司实现固网宽带接入收入人民币 438.7 亿元，同比保持平稳。固网宽带用户同比增长 4.0%，达到 7,524 万户，宽带用户接入 APRU 为人民币 49.4 元，其中 FTTH 用户占比达到 71.2%。“智慧沃家”用户在固网宽带用户中的渗透率达到 26.1%，同比提高 12.8 个百分点。

表 3：2014 年~2017 年一季度固网业务主要经营数据

项目名称	2014	2015	2016	2017.1-3
固网本地电话数（万户）	8,205.60	7,385.80	6,664.90	6,493.80
固网宽带用户数（万户）	6,879.00	7,233.00	7,523.60	7,658.90

资料来源：公司提供

此外，2016 年，公司积极发挥光纤网络和信息化优势，聚焦产业互联网和平台类业务，全面提升产品研发、平台支撑、营销服务等核心能力，推动 IDC 与云计算、ICT、物联网、大数据、IPTV、行业应用、互联网金融等创新业务实现新突破。2016 年，公司 IDC 及云计算业务实现收入人民币 94.5 亿元，同比增长 33.7%。ICT 业务实现收入人民币 59.4 亿元，同比增长 37.0%，在教育信息化领域保持市场领先地位，在医疗信息化领域加快规模发展。IPTV 收入同比增长 68.1%，达到人民币 14.1 亿元。

2016 年，铁塔运营模式的转变，较大规模的铁塔使用费用将给公司利润带来一定压力；但长期来看，出售铁塔资产将有助于公司节省资本开支并获得出让收益

2014 年 7 月 11 日，联通运营公司与中国移动和中国电信签署协议共同发起设立中国铁塔股份有限公司（“铁塔公司”）。根据协议，联通运营公司以现金方式按每股面值人民币 1 元认缴铁塔公司 30.1 亿股股份，占铁塔公司注册资本的 30.1%。2015 年 10 月 14 日，联通运营公司和联通新时空通信有限公司（“联通新时空”，联通运营公司的全资子公司）与中国移动、中国电信、中国国新控股有限责任公司（“中国国新”）和铁塔公司就出售若干铁塔及相关资产（“铁塔资产”）给铁塔公司的事项签署转让协议（“转让协议”）。根据转让协议，联通运营公司、中国移动及中国电信将出售铁塔资产给铁塔公司（以下简称“出售铁塔资产”）以换取铁塔公司发行的股份及现金对价。此外，中国国新将以现金认购铁塔公司股份。

出售铁塔资产于 2015 年 10 月 31 日完成（“交割日”）。出售铁塔资产的交易对价最终确定为人民币 546.58 亿元。铁塔公司以发行价每股人民币 1.00 元向中国联通运营公司配发 33,335,836,822 股铁塔公司股份，其余交易对价约人民币 213.22 亿元以现金支付。铁塔公司已于 2016 年 2 月支付第一笔人民币 30.00 亿元的现金对价，剩余现金对价将于 2017 年 12 月 31 日前付清。在铁塔公司发行新股后，联通运营公司、中国移动、中国电信和中国国新分别持有铁塔公司 28.1%、38.0%、27.9% 和 6.0% 的股份，未来铁塔将由自建自营转变为向铁塔公司支付使用费的方式进行。公司出售铁塔相关资产，实现税前收益人民币 92.5 亿元。

2016 年 7 月 8 日，联通运营公司与铁塔公司就若干通信铁塔及相关资产的使用事项签订了商务定价协议（以下简称“协议”），协议约定了产品目录、使用费定价标准及服务期限等具体事项。随后，双方签署了省级服务协议以及有关特定铁塔的租赁确认书。根据协议和确认书，公司于 2016 年确认了使用通信铁塔及相关资产的经营性租赁和服务费用（包括过渡期间的服务费用）共计为人民币

148.87 亿元（2015 年约为人民币 29.26 亿元），受此影响，公司营业成本上升较多，在一定程度上侵蚀了公司的主营业务利润。

总体来看，短期内，铁塔使用费用将对公司利润带来压力。但从长期看，铁塔资产出售有助于运营商铁塔共享，促进公司更加快速高效地建设 4G 网络，并节省公司资本开支，同时公司作为铁塔公司的主要股东之一，预计将会得益于铁塔公司的利润和升值潜力。

近年来，公司持续进行基础设施及网络建设，投资支出规模保持一定规模

公司以为客户提供“速度更快、覆盖更广、感知更好”的精品网络体验为目标，通过聚焦重点区域和 4G、固网宽带等重点业务，深入推进合作共享，以精准、高效投资打造匠心网络。2016 年，公司净增 4G 基站 33.7 万个，总数达到 73.6 万个，其中 139 个重点城市达到 53.9 万个；聚焦地区的 4G 网络实现网络覆盖、速率和信号质量行业相当。固网宽带升级提速稳步推进，北方十省整体实现“全光网”，城区全面具备百兆接入能力，固网宽带端口达到 1.9 亿个，FTTX 端口占比达到 98.0%。传输、承载网等基础网络能力持续提升，骨干网时延行业最低。网络能力的快速提升，为公司加快业务发展奠定了坚实基础。

近两年，电信三大运营商——中国联通、中国移动、中国电信仍维持较大规模资本开支，用于巩固各自的竞争优势。中国联通主要投向移动网络和宽带数据；而中国移动的资本开支主要投向移动网络。2016 年，中国联通、中国移动和中国电信资本开支金额分别为 721.10 元、1,873.00 亿元和 968.00 亿元。中国移动 2016 年资本支出规模在三家电信运营商中规模仍为最大，资本支出主要用于移动通信网和传输网建设与维护；中国联通 2016 年资本支出主要用于 4G 网络建设及基础设施建设、传送网及其他。

当前处于 4G 建设末期，5G 技术研发积累的关键时期，预计 2017 年运营商投资力度仍将保持较高水平，维持各自竞争优势，同时开拓、升级新的业务板块。

表 4：2015~2016 年三家电信运营商资本开支情况

年份	中国联通	中国移动	中国电信
2015 年资本开支金额（亿元）	1,338	1,956	1,090
2015 年资本开支主要投向	移动网络 45.6%、宽带及数据 25.2%、基础设施及传送网建设 23.3% 等。	移动通信网 47%、传输网 35%、机房土建及动力配套 9%、业务网 4%、支撑网 4% 等。	-
2016 年资本开支（亿元）	721	1,873	968
2016 年资本开支主要投向	基础设施建设、传送网及其他 38.14%、固网宽带及数据 23.30%、2/3G 网络 2.64%、4G 网络 35.92%	移动通信网 46.6%、传输网 33.3%、土建及动力 7.8%、业务网 5.2%、支撑网 4.3% 等。	-

资料来源：三大运营商资本开支数据均来自上市公司公开数据

公司继续扩容国际网络，完善国际网络布局。截至 2016 年，国际海缆总带宽达到 12.1T；跨境陆缆总带宽达到 7.6T；互联网国际出口带宽达到 1711G；国际漫游覆盖达到 250 个国家和地区的 609 家运营商。

2016 年 10 月 10 日，联通 A 股公司首次就混合所有制改革事项发布了公告，称其控股股东中国联合网络通信集团有限公司于 2016 年 9 月 28 日参加了国家发展和改革委员会召开的国有企业混合所有制改革试点专题会，按照会议精神和国家相关政策精神，研究和讨论混合所有制改革实施方案。2017 年 7 月 24 日，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”，股票代码：00762.HK）发布的公告，称母公司联通集团正计划以联通 A 股公司为平台筹划并推进混合所有制改革相关的重大事项，近日已获发改委对混改试点方案的批复，目前中国联通 A 股公司正与潜在投资者进行谈判，相关投资者名单、投资金额和所占股份比例等仍需上报相关部门，获得认可后方可实施。中诚信国际将持续关注中国联通混改进展情况。

总体看，移动宽带业务是公司未来发展的增长点，公司加快 4G 网络覆盖有助于移动宽带业务的发展，符合公司的发展战略。大规模投入可能增加公司的融资需求，但是充沛的现金流和通畅的融资渠道对公司未来债务偿还提供了较好的保障。

财务分析

以下分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年财务报告，以及公司提供未经审计的 2017 年一季报，均依据新企业会计准则编制。

盈利能力

受提速降费、流量单月不清零、营改增、竞争加剧及汇兑损失等影响，2016 年公司实现营业总收入 2,722.82 亿元，同比下降 1.31%。从收入结构看，通话及月租费收入、增值业务收入、宽带数据及互联网收入以及销售通信产品收入是公司前四大收入来源，2016 年分别为 484.90 亿元、989.23 亿元、583.88 亿元和 331.20 亿元。除通话及月租费、网间结算收入以及销售通信产品收入外，其他板块收入均稳步增长。2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 683.84 亿元。

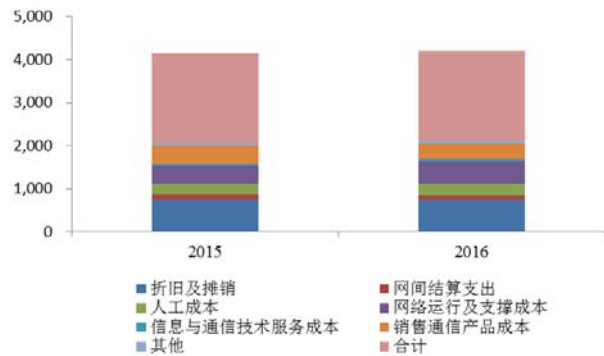
表 5：2014~2016 年公司收入构成（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
通话及月租费收入	776.47	574.84	484.90
增值业务收入	851.56	887.93	989.23
宽带、数据及互联网收入	523.86	554.62	583.88
销售通信产品收入	401.48	417.23	331.20
网间结算收入	162.83	152.74	141.86
电路及网元租赁收入	104.12	107.28	108.77
其他	55.58	64.38	83.00
合计	2,875.89	2,759.02	2,722.82

资料来源：公司财务报告

2016 年，公司营业毛利率较上年小幅下滑，为 22.33%，主要系当年营业成本的增加所致。2016 年，公司营业成本为 2,104.18 亿元，同比增长 1.57%。从成本结构来看，行业特点决定了公司固定资产规模较大，折旧及摊销在成本中的占比较高。2016 年，公司折旧及摊销、网间结算支出、人工成本和网络运行及支撑成本在总成本中的占比分别为 34.69%、5.78%、12.79% 和 24.22%。其中，网络运行及支撑成本为 509.72 亿元，较上年增长较多，主要系铁塔运营模式转变、网络规模扩大带来铁塔使用费增加。

图 1：2015~2016 年公司成本构成分析（亿元）



资料来源：公司财务报告

2016 年，公司期间费用为 584.49 亿元，规模较大，较上年增长 3.48%。其中，公司销售费用在期间费用中的占比最大，2016 年销售费用为 345.84 亿元，随着公司 4G 网络业务市场的积极开拓，较上年呈增长态势。2016 年，三费收入占比为 21.47%，处于较高水平；管理费用及财务费用较上年变化不大。2016 年，公司三费收入占比为 21.47%，处于较高水平，公司三费控制水平有待提高。

表 6：2014 年~2017 年 3 月公司期间费用分析

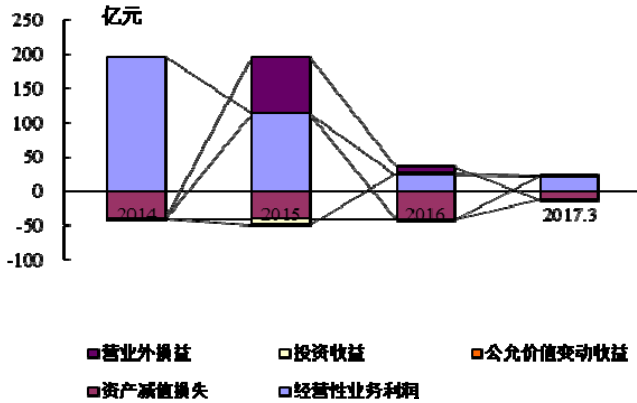
项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
销售费用（亿元）	401.56	319.22	345.84	82.94
管理费用（亿元）	196.65	196.35	195.46	51.57
财务费用（亿元）	40.81	49.25	43.18	11.92
三费合计（亿元）	639.02	564.82	584.49	146.43
营业总收入（亿元）	2,875.89	2,759.02	2,722.82	683.84
三费收入占比（%）	22.22	20.47	21.47	21.41

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2015 年，公司出售铁塔相关资产予铁塔公司，实现税前收益人民币 92.46 亿元，因此公司当年营业外收入规模较大，为 108.92 亿元；同期，公司经营性业务利润为 113.63 亿元，主营业务盈利能力较强。受益于此，2015 年公司利润总额为 146.99 亿元，规模较大。2016 年，公司无铁塔出售损益，营业外收入大幅降低，且铁塔运营模式转变，公司当期确认了较大规模的通信铁塔及相关资产的经营性租赁和服务费用（包括过渡期间的服务费用）148.87 亿元，同时能源、物业租金等成本投入加大，对公司主营业务利润造成较大侵蚀，2016 年，公司利润总额亏损-5.57 亿元，但相比 2015 年下半年剔除铁塔出售收益后归属于母公

公司的净亏损有明显改善。2017 年一季度，公司净利润为 10.86 亿元，利润回正。中诚信国际将持续关注公司主营业务盈利情况及利润可持续性。

图 2：2014-2016 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

偿债能力

2016 年末，公司所有者权益合计为 2,081.66 亿元，较上年末小幅下降，主要系未分配利润下降所致。

随着公司继续推进网络基础设施建设及 4G 移动网络的建设，公司的资本投入保持较大的规模，公司债务规模持续增长，且保持较大规模。2016 年末，公司总债务规模达 1,769.84 元，同比增长 17.12%。债务结构方面，2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.42 倍，以短期债务为主，公司债务结构有待优化。考虑到未来移动基站及基础设施建设业务开展可能产生的资金需求，公司仍存在一定的债务融资压力。

现金流方面，公司经营活动现金流主要来自通话及月租费收入、宽带、数据及互联网收入以及增值业务收入等。2016 年，公司经营活动净现金流 791.76 亿元，同比下降 11.78%，主要系受当年业务收入下滑影响。公司在基础设施、传送网、4G 网络建设等方面的资本支出规模处于较高水平，投资规模有所增长，2016 年投资活动净现金流出 952.54 亿元，同比增长 8.39%。

偿债指标方面，受公司盈利能力下滑影响，2016 年，公司 EBITDA 和经营活动净现金流均呈下滑趋势，分别为 786.94 亿元和 791.76 亿元。当年公司债务规模有较大幅度增长，总债务/EBITDA 和

经营活动净现金流/总债务分别为 2.25 倍和 0.45 倍，覆盖能力均呈弱化趋势。但 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的支撑能力仍然很强，2016 年 EBITDA 利息保障系数和经营活动净现金流利息保障系数分别为 14.58 倍和 13.96 倍。

表 7：2014 年~2017 年 3 月公司偿债能力指标

项目名称	2014	2015	2016	2017.3
长期债务(亿元)	532.11	714.14	732.37	730.37
总债务(亿元)	1,206.17	1,511.14	1,769.84	1,714.33
经营活动净现金流(亿元)	926.92	897.49	791.76	219.55
EBITDA(亿元)	937.19	926.19	786.94	-
总债务/EBITDA(X)	1.29	1.63	2.25	-
经营净现金流/总债务(X)	0.77	0.59	0.45	-
EBITDA 利息保障系数(X)	19.25	17.96	13.87	-
经营净现金流利息保障系数(X)	19.04	17.41	13.96	-

资料来源：公司财务报告

截至 2016 年末，公司共计获得主要银行授信 2,387 亿元，未使用授信额度为 1,863 亿元，授信额度充分，为公司提供了较强的流动性支持，主要授信银行为中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司等。

2016 年末，公司受限制的银行存款约为 17.21 亿元，主要包括下属子公司联通集团财务有限公司存放中央银行法定准备金约 15.77 亿元、支付公司提供业务收取的客户备付金人民币 1.19 亿元和个别子公司用于物业及工程的保证金。

过往债务履约情况

公司严格遵守贷款合同约定，按时归还银行贷款本息，截至评级报告出具日，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现过已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

作为中国三大全业务电信运营商之一，公司拥有庞大的客户资源、优质的网络资产和先进的管理

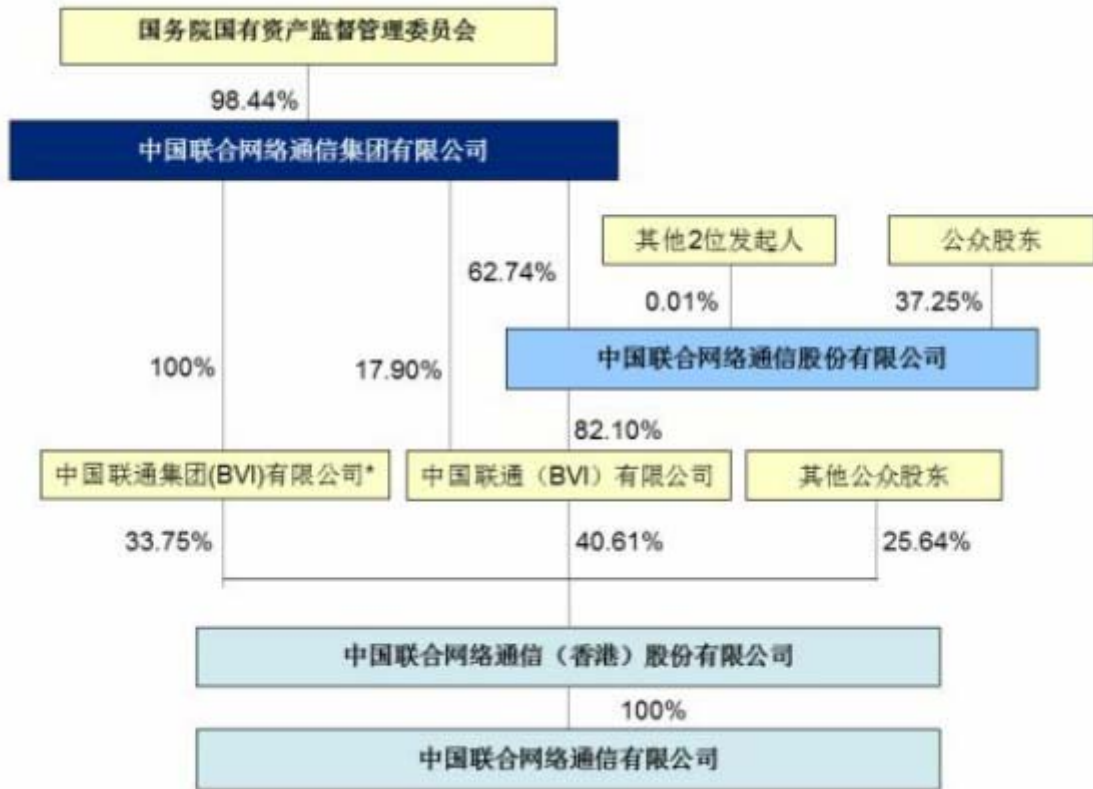
运营经验，移动和固网实力较为均衡。公司固网宽带业务稳步发展，且公司拥有极强的现金获取能力。同时，中诚信国际也关注到 2016 年公司盈利能力明显下降、电信市场竞争更加激烈、互联网专线接入资费及移动通信资费下调、混合所有制改革重大事项等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

整体上，中诚信国际认为中国联合网络通信有限公司未来一段时间内信用水平将保持稳定。

结论

中诚信国际维持中国联合网络通信有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 联通 MTN003”、“15 联通 MTN001”、“15 联通 MTN002”、“15 联通 MTN003”、“15 联通 MTN004”和“15 联通 MTN005”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国联合网络通信有限公司与母公司、最终控股股东的股权关系图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国联合网络通信有限公司重要二级子公司基本情况（截至 2017 年 3 月末）

企业名称	直接持股 (%)	直接表决权 (%)	注册资本 (万元)	设立时间	业务性质
联通华盛通信有限公司	100%	100%	50,000	2008 年	通信终端销售
联通系统集成有限公司	100%	100%	55,000	2006 年	信息及系统集成业务
联通宽带在线有限公司	100%	100%	10,000	2006 年	互联网及互联网电信增值业务
中讯邮电咨询设计院有限公司	100%	100%	43,000	2008 年	勘察设计及咨询服务
联通信息导航有限公司	100%	100%	682,509	1998 年	电信客户服务
联通兴业通信技术有限公司	100%	100%	3,000	2000 年	通信配件销售
联通支付有限公司	100%	100%	25,000	2011 年	第三方支付
联通新时空通信有限公司	100%	100%	4,023,374	2001 年	电信网络租赁
联通云数据有限公司	100%	100%	285,485	2013 年	技术开发、转让、咨询、技术服务
联通创新创业投资有限公司	100%	100%	24,000	2014 年	创业投资
小沃科技有限公司	100%	100%	20,000	2014 年	技术开发和推广
联通智网科技有限公司	100%	100%	17,000	2015 年	于中国提供汽车信息化服务
北京联通新时讯无限传媒广告有限公司	100%	100%	10	2016 年	广告设计、制作、代理和发布
联通集团财务有限公司	91%	91%	300,000	2016 年	金融服务

资料来源：公司提供

附三：中国联合网络通信有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附四：中国联合网络通信有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	2,306,405.57	2,090,763.04	2,373,094.88	2,005,974.17
交易性金融资产	1,287.14	10,604.01	12,338.33	13,300.39
应收账款净额	1,662,594.78	1,711,125.43	1,752,286.14	2,056,630.82
其他应收款	1,132,149.84	1,613,819.96	3,400,760.35	3,406,883.37
存货净额	437,266.70	390,193.91	239,629.14	238,576.37
可供出售金融资产	19,609.37	18,695.54	18,794.79	19,962.47
长期股权投资	305,653.80	3,297,469.58	3,342,330.90	3,373,060.66
固定资产	37,755,545.76	35,544,528.66	36,935,636.13	36,164,232.19
在建工程	5,696,837.18	9,570,433.15	7,779,427.28	6,979,106.94
无形资产	2,563,786.10	2,689,633.91	2,624,662.74	2,571,188.08
总资产	54,381,465.97	61,512,299.71	61,413,658.76	59,712,491.28
其他应付款	1,017,962.83	1,115,618.99	1,478,003.83	1,443,568.07
短期债务	6,740,598.53	7,970,008.21	10,374,670.34	9,839,549.68
长期债务	5,321,055.85	7,141,352.38	7,323,731.88	7,303,710.50
总债务	12,061,654.38	15,111,360.59	17,698,402.22	17,143,260.18
净债务	9,755,248.81	13,020,597.55	15,325,307.33	15,137,286.01
总负债	33,992,264.61	40,673,296.00	40,597,107.95	38,814,276.26
财务性利息支出	404,303.58	421,983.20	486,013.85	--
资本化利息支出	82,539.31	93,588.54	81,291.16	--
实收资本	13,809,167.78	13,809,167.78	13,809,167.78	13,809,167.78
少数股东权益	0.00	0.00	27,505.81	27,819.74
所有者权益合计	20,389,201.36	20,839,003.71	20,816,550.81	20,898,215.02
营业总收入	28,758,937.31	27,590,221.68	27,228,233.19	6,838,446.91
三费前利润	8,349,956.75	6,784,546.64	6,080,111.76	1,673,069.12
营业利润	1,555,438.92	654,524.55	-141,081.51	126,888.83
投资收益	-2,172.64	-79,573.78	39,331.05	0.00
营业外收入	151,970.75	1,089,235.83	270,382.31	27,040.55
净利润	1,169,035.45	1,138,438.39	-50,593.53	80,465.90
EBIT	1,953,201.47	1,891,837.86	430,314.21	--
EBITDA	9,371,889.59	9,261,850.84	7,869,442.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	28,234,279.19	29,713,771.91	28,535,463.72	6,917,141.51
收到其他与经营活动有关的现金	93,786.80	98,764.07	172,369.73	26,136.71
购买商品、接受劳务支付的现金	13,829,854.61	15,670,991.99	15,910,408.46	3,560,183.44
支付其他与经营活动有关的现金	423,535.03	402,617.04	390,087.13	78,418.18
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	27,040.00	2,215,224.68
资本支出	7,320,493.33	9,266,821.19	10,146,731.37	1,519,215.14
经营活动产生现金净流量	9,269,228.06	8,974,946.03	7,917,620.26	2,195,530.56
投资活动产生现金净流量	-7,519,598.28	-9,149,036.74	-9,525,370.33	-1,503,759.26
筹资活动产生现金净流量	-1,442,197.63	-59,025.87	1,728,883.32	-1,035,761.38
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	29.03	24.59	22.33	24.47
三费收入比(%)	22.22	20.47	21.47	21.41
总资产收益率(%)	3.63	3.26	0.70	--
流动比率(X)	0.21	0.20	0.26	0.28
速动比率(X)	0.20	0.18	0.26	0.27
资产负债率(%)	62.51	66.12	66.10	65.00
总资本化比率(%)	37.17	42.03	45.95	45.06
长短期债务比(X)	1.27	1.12	1.42	1.35
经营活动净现金流/总债务(X)	0.77	0.59	0.45	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.38	1.13	0.76	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	19.04	17.41	13.96	--
总债务/EBITDA(X)	1.29	1.63	2.25	--
EBITDA/短期债务(X)	1.39	1.16	0.76	--
货币资金/短期债务	0.34	0.26	0.23	0.20
EBITDA 利息倍数(X)	19.25	17.96	13.87	--

注：1、公司财务报表依据新企业会计准则编制；2、公司2017年一季度报未经审计，且无现金流量补充表，故相关指标失效；3、为准确计算债务规模，中诚信国际将长期应付款中带薪借款调至长期借款；将其他流动负债中的有息借款调整至交易性金融负债科目；4、长期待摊费用摊销=营业成本中的折旧与摊销+管理费用中的折旧与摊销-固定资产折旧-无形资产摊销；5、营业毛利率=(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附七：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。