



# 中国联通混合所有制改革 方案点评：国企混改标杆， 战略筹资铸未来

中国联通(600050.CH/人民币 7.47, 停牌, 未有评级) 作为唯一一家集团整体混改试点单位, 其混改方案对外引入实力雄厚的战略投资者、实现强强联合, 充分借力外部资源及能力、并以创新商业合作模式突破业务发展上的瓶颈, 对内则积极改革体制、实施更加灵活的管理与人事机制, 充分提升员工的主观能动性, 从而有望实现企业效益的全面提升, 推动公司进入快速发展模式。

## 事件:

公司公布了混合所有制改革方案, 计划发行股份募集资金 780 亿元人民币, 战略投资者将认购 90 亿股中国联通 A 股股份, 百度、阿里巴巴、腾讯、京东均在其中。投资者还包括苏宁、滴滴、中国人寿、中国中车、网宿科技、用友、宜通世纪, 主要包含互联网公司巨头、在垂直市场行业领先的企业、金融企业和产业基金这四大类别。除了认购 90 亿股中国联通 A 股股份, 战略投资者还将向联通集团公司购入 19.0 亿股联通 A 股公司股票, 二者共占扩大后已发行股本 34.9%, 价格为每股人民币 6.83 元。中国联通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。

## 点评:

**混改方案已成标杆, 业绩增长倍添信心。**公司在首批央企混改试点单位中是唯一一家以 A 股上市公司、即集团核心资产作为混改主体的, 公司的混改方案中不仅有着引入的战略投资者身份、股权出让比例和融资规模等亮点, 还包含核心员工持股等改革设计, 对于新一轮国企改革极具标杆效应。根据混改方案, 公司将向战略投资者增发 90 亿股, 并向核心员工授予 8.5 亿股, 总计新增 98.5 亿股, 按照停牌前价格 7.47 元, 则将增加公司总市值 735.795 亿元, 所增加的市值占比 31.72%, 这些高比例的新增市值未来都需要由业绩增长来支撑, 足见公司管理者对于未来发展的信心。我们认为, 通过混改方案, 公司将与新加入的战略投资者形成协同效应、帮助企业优化资源配置、激发员工的主观能动性, 从而在未来实现公司业绩上的持续释放。

**筹资投入提升业务, 体制改革增添活力。**公司本次募集的 780 亿资金, 将主要用于 4G 能力提升、5G 组网技术验证、以及创新业务建设项目。市场预计公司在改善移动通信网络与友商间的质量差距、发展创新业务方面需要至少 500 亿元的资金, 而混改的筹资将充分解决这笔资金缺口, 助推公司进入快速发展模式。同时, 在混改方案实施后, 公司的董事会将调整为国资董事 6 人、民资董事 4 人、独立董事 5 人的架构, 形成有建设性的、有效制衡的多元化董事会, 帮助公司更好地进行管理。另外, 对核心员工的股权激励机制将建立员工与企业间的利益共享、风险共担关系, 有利于进一步调动员工的积极性。对于公司而言, 混改方案不但一举解决了公司在提升业务能力的资金问题, 更能为公司建立更为灵活、更为先进的管理与人事机制, 从而帮公司的高速发展注入充沛的活力。

## 相关研究报告

《中国联通 2017 半年业绩预增公告点评》  
2017.8.16

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 通信和互联网行业

### 吴友文

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001  
(8621) 2032 8313  
youwen.wu@bocichina.com

### 程彙彦

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080004  
(8621) 2032 8305  
shenyan.cheng@bocichina.com

**互联巨头催生协同，垂直行业深化突破。**公司在混改方案中引入了百度、阿里巴巴、腾讯、京东四大互联网巨头作为战略投资者，预计双方将产生巨大的协同效应，主要体现在：在创新业务与产品方面，公司可以借鉴互联网企业的经验和能力；在物联网、云业务等新兴业务上，公司与互联网企业联手拓展；在业务发展上，公司能大力提高渠道效率，更容易吸引年轻用户。此外，公司还引入了宜通世纪、网宿科技、滴滴等在垂直行业领域有深度耕耘的企业，一同在物联网、CDN、系统集成等业务方面形成合力，通过互相开放平台来强化产业链合作，实建新的运营模式，使得公司获得未来拉动业绩增长的新引擎。

### 投资建议：

公司作为唯一一家集团整体混改试点单位，对外引入实力雄厚的战略投资者、实现强强联合，充分借力外部资源及能力、并以创新商业合作模式突破了自身在业务发展上的瓶颈，对内则积极改革体制、实施更加灵活的管理与人事机制，充分提升员工的主观能动性，从而有望实现企业效益的全面提升，推动公司进入快速发展模式。我们看好公司在混改方案实施后的业务前进，建议密切关注公司的最新进展。

此外，以**宜通世纪**(300310.CH/人民币 12.60, 停牌, 未有评级)为代表的垂直行业合作伙伴，亦通过参与公司混改，巩固其物联网平台在运营商物联网产业链上核心地位，甚至进一步深入到运营商的创新业务发展中，获得充分的业务增长空间。因此，我们也推荐关注宜通世纪这样的混改方案战略投资者。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371