

混改方案正式落地 公司将走上新的征程

——中国联通（600050）事件点评

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2017年08月21日

通信——通信运营

证券分析师

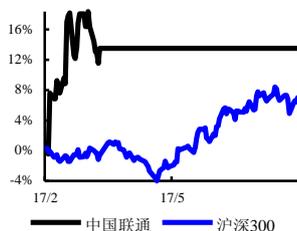
徐勇

010-68784235

xuyong@bhzq.com

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：9.00
最新收盘价：7.47

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《中报业绩高增长 推动混改顺利实施》2017/8/18

《业绩走出低谷 混改助力公司转型》2017/3/23

事件：

8月20日公司正式发布混改方案，方案显示，拟通过向阿里、百度、腾讯和京东在内的战略股东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，用于优化4G网络、建设5G网络以及实现创新业务规模突破；由集团公司向结构调整基金协议转让其持有的公司约19亿股股份，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。整个混改方案募集不超过约779.14亿元。对于上述非公开发行方案，证监会表示，对中国联通混改涉及的非公开发行股票事项作为个案处理，适用2月17日证监会再融资制度修订前的规则。

点评：

● 混改募资780亿元，大大充实公司资本实力

公司本次混改前总股本为约211.97亿股。经过次混改，公司股本增加99.85亿股，达到311.82亿股，募集资金不超过779.14亿元。按照发行上限计算，联通集团合计持有公司约36.67%股份；中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟、兴全基金和结构调整基金将分别持有公司约10.22%、5.18%、3.30%、2.36%、2.04%、1.88%、1.88%、0.33%、6.11%股份。上述新引入战略投资者合计持有公司约35.19%股份，从而进一步形成混合所有制多元化股权结构。

本次混改的募资拟通过联通BVI公司以认购联通红筹公司配售、供股股份等方式最终投入联通运营公司。公司最近一次重组是08年联通与网通合并成立新联通，从而在3G时代获得先发优势，此后虽然公司在用户数和规模上有了跨越式的发展，但是和移动比较起来，实力差距悬殊，使得3G时代公司的牌照优势显得微弱。当前公司需要加强的是基础设施建设，仅在4G基站基建方面，与其它两家运营商有将近几百亿的差距。在即将到来的5G时代，仅靠自身积累，公司拥有的资源不足以全面展开5G建设。所以此次混改带来的资金，对公司的发展来说是非常重要的。这也是公司混改加紧落地的必要性和紧迫性。此次混改大幅充实了公司实力，有望形成优势互补的利益共同体，包括在零售体系、内容聚合、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网、CDN领域都将形成较好的协同效应。随着后续业绩持续增长，公司将可以从资本市场融资，进一步加强4G网络建设，并从容应对5G时代的竞争。

此次混改方案中另一个亮点就是激励员工的股份配售计划，以市价的五折向员工配售股份可以大大提振员工积极性，特别是中层骨干，因为公司高管人均薪酬远低于中国电信和中国移动，配置股票一方面可以增加员工的收入，突破了国企员工只拿工资的固化收入模式。另一方面也是更紧密的将公司的

利益与员工的利益有机的结合起来，做到企业和员工休戚相关。

● 政策层面大力支持公司混改实施

此前，公司在上交所发布混改方案后，相关公告被撤回。撤回原因或因非公开发行股份比例达到 42.63% 不符合再融资新规，即不符合证监会最新修订非公开发行规则中发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20% 对此，证监会于 20 日在《中国联通混改涉及非公开发行股票事项》中表示，中国证监会认真学习贯彻落实党中央、国务院关于深化国有企业改革的决策部署，深刻认识和理解中国联通混改对于深化国企改革具有先行先试的重大意义。中国联通已在国家发展改革委等部门指导下制定了混改方案。中国证监会经与国家发展改革委等部门依法依规履行相应法定程序后，对中国联通混改涉及的非公开发行股票事项作为个案处理，适用 2 月 17 日证监会再融资制度修订前的规则。由此可以看出，无论从公司层面还是从政策层面，公司的混改都是势在必行。通过混改，激发出公司这样有资源有潜力国企的活力，不仅扭转公司本身的企业发展趋势，更重要的是探索出一条混改的道路，打造一个国企混改的标杆，为其他的国企发展提供了非常宝贵的经验。

● 混改实现互联网企业与公司双赢的局面

当年美国正是在政府加大基建与降低资费的刺激下，涌现出一批互联网巨头，而国内自去年以来，政府一直贯彻宽带中国政策，推动运营商实施和提速降费措施，加快国内信息产业的基建。此次四大互联网公司参与公司混改，一方面是为了保证自己互联网业务获取更低成本的管道资源，另一方也是通过与运营商深度合作加深其应用人群和使用频次的深度和广度。所以此次混改将是运营商与互联网企业双赢，发挥更多协同效应的深度合作，将会给各自领域带来崭新的发展机遇与市场空间。

另外此次引入的垂直行业领先公司都是与公司深度合作多年的企业，其中网宿科技将与公司在 CDN 业务领域进一步加深合作，形成该业务领域的互补效应；宜通世纪将聚焦于物联网领域，通过 Jasper 平台增强公司在物联网方面的应用推广，从而获得物联网业务的突破；用友网络预计是和公司在企业 SAAS 方面进行深入的合作，打通公司在业务与 IT 之间的壁垒。

因此，对于此次公司混改事件，我们重点关注以下品种：

- 1、首先推荐中国联通 A 股（600050），这是最直接受益的标的；
- 2、其次推荐参与公司混改的垂直领域通信类公司：网宿科技（300017）（深化公司在 CDN 业务领域的合作）、宜通世纪（300310）（巩固与公司在物联网独家合作）、用友网络（600588）（与公司在企业 SAAS 方面合作预期）。
- 3、公司混改事件引发通信行业内其他国企的混改预期，相关的品种有：大唐电信（600198）、高鸿股份（000851）、烽火通信（600498）和号百控股（600640）等，以及潜在地方国资改革股：杰赛科技（002544）、特发信息（000070）、星网锐捷（002396）等。
- 4、募集资金将投入 4G 网络建设，公司下半年将重点布局点无线网络基础设施建设方面：提高 4G 网络覆盖与优化方面：推荐邦讯技术（300312）、日海通讯（002313）、中通国脉（603559）和中富通（300560）；综合设备商以及光

通信产业链：中兴通讯（000063）、亨通光电（600487）、通鼎互联（002491）和永鼎股份（600105）等。此外 5G 研发也是公司的布局点，相关概念股通宇通讯（002792）、麦捷科技（300319）值得重点关注。

● 盈利预测

混改引入的战略投资者将会给公司带来全方面的资源，公司的整体业务将走上上升通道，企业价值有望得到重估，在不考虑混改带来的股本增加的情况下，预计公司在 17~19 年归母净利润为 20.51、37.53 和 54.41 亿元，对应的 EPS 为 0.10、0.18 和 0.26 元。考虑到此次混改的力度与影响重要性，给予“买入”评级。

风险提示：混改方案推进进度低于预期；移动用户数增长不如预期。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	277048.53	274196.78	286535.64	303727.78	324988.72
(+/-)%	-3.99%	-1.03%	4.50%	6.00%	7.00%
经营利润 (EBIT)	18894.59	5096.62	11916.48	15021.67	19276.85
(+/-)%	-8.80%	-73.03%	133.81%	26.06%	28.33%
归母净利润	3471.59	154.07	2051.24	3753.27	5440.73
(+/-)%	-12.81%	-95.56%	1231.33%	82.98%	44.96%
每股收益 (元)	0.16	0.01	0.10	0.18	0.26

表：三张表及主要财务指标

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	14550.66	19874.26	66533.94	190486.65	311247.86	营业收入	277048.53	274196.78	286535.64	303727.78	324988.72
应收票据及账款	30312.20	48946.23	32237.18	53723.77	38129.44	营业成本	207704.32	211584.01	217194.01	227795.83	240491.65
交易性金融资产	6497.10	5901.98	4851.70	4325.68	4325.68	营业税金及附加	884.72	1064.09	1111.97	1178.69	1261.20
预付款项	4005.64	4094.48	3823.40	3990.77	4363.65	销售费用	31965.06	34646.23	36205.31	38377.63	41064.06
其他应收款	5643.33	4801.40	9620.79	27487.51	11290.66	管理费用	19839.82	19873.90	20768.23	22014.32	23555.33
存货	5535.77	4378.47	3945.88	2431.26	5890.71	财务费用	6493.42	3854.99	2737.09	-1226.49	-3979.52
其他流动资产	160.55	1262.31	3266.93	5197.10	5197.10	资产减值损失	4089.79	4177.14	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	53.14	3056.54	32974.70	33423.31	33423.31	公允价值变动收益	45.15	-14.22	0.00	0.00	0.00
固定资产	370674.38	377765.03	355650.99	371099.78	345189.46	投资收益	-405.33	743.03	0.00	0.00	0.00
在建工程	58973.32	58565.88	97495.34	78800.31	0.00	其他经营损益	45.15	-14.22	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	5711.21	-274.77	8519.03	15587.79	22596.00
无形资产	23822.85	25716.54	26982.88	26376.75	21620.54	其他非经营损益	8155.51	856.03	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	11334.65	13623.95	13826.29	13190.63	6595.32	税前利润	13866.73	581.26	8519.03	15587.79	22596.00
资产总计	523194.02	536481.26	603599.63	605710.17	523058.11	减：所得税	3432.33	101.34	2129.76	3896.95	5649.00
短期借款	130765.90	93321.00	85196.20	76993.73	0.00	净利润	10434.39	479.92	6389.27	11690.84	16947.00
应付票据及账款	96152.01	112480.47	163174.99	140332.79	130151.92	少数股东损益	6962.80	325.84	4338.04	7937.57	11506.27
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司的净利润	3471.59	154.07	2051.24	3753.27	5440.73
预收款项	50352.48	47470.42	48933.58	47614.81	51603.96	基本每股收益	0.16	0.01	0.10	0.18	0.26
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	稀释每股收益	0.16	0.01	0.10	0.18	0.26
应交税费	-14.23	2038.88	214.01	0.00	0.00	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他应付款	9081.35	7425.99	8414.47	11845.33	11845.33	成长性					
其他流动负债	1268.86	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率	-3.99%	-1.03%	4.50%	6.00%	7.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-8.80%	-73.03%	133.81%	26.06%	28.33%
其他负债	23071.45	57974.97	57974.97	57974.97	57974.97	净利润增长率	-0.73%	-14.43%	53.00%	2.43%	-1.79%
负债合计	369467.34	375132.51	291947.06	317294.99	315119.95	盈利性					
股东权益合计	234046.38	230506.97	231040.36	232016.33	233431.10	销售毛利率	25.03%	22.83%	24.20%	25.00%	26.00%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	3.77%	0.18%	2.23%	3.85%	5.21%
净利润	10434.39	479.92	6389.27	11690.84	16947.00	ROE	4.41%	0.20%	2.78%	5.62%	9.60%
折旧与摊销	7.18	78549.56	116062.15	116062.15	109466.84	ROIC	2.47%	0.94%	2.74%	5.54%	17.96%
经营活动现金流	90698.82	78864.67	132906.75	134101.45	132974.30	估值倍数					
投资活动现金流	-91353.20	-95749.34	0.00	0.00	0.00	PE	45.61	1027.68	77.19	42.19	29.10
融资活动现金流	-1492.41	17903.33	-86247.06	-10148.75	-12213.08	P/S	0.57	0.58	0.55	0.52	0.49
现金净变动	-2073.68	1175.87	46659.69	123952.70	120761.22	P/B	2.01	2.04	2.15	2.37	2.80
期初现金余额	14699.33	17574.45	19874.26	66533.94	190486.65	股息收益率	0.90%	0.77%	3.70%	6.77%	9.81%
期末现金余额	17574.45	21222.34	66533.94	190486.65	311247.86	EV/EBITDA	4.33	4.87	2.25	1.31	0.49

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1319

环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2386 1673
刘秀峰
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6810 4615
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 22 2845 1632
苑建
+86 10 6810 4637

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
宋敬祎
+86 22 2845 1131
杨青海
+86 10 6810 4686

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6810 4615
洪程程
+86 10 6810 4609

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰
+86 22 2387 3122
宋旻

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝倥
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802
夏捷

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn