

# 募资运用议案出台 加快推进混改进程

——中国联通（600050）事件点评

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2017年08月23日

通信——通信运营

证券分析师

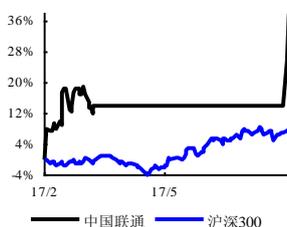
徐勇

010-68104602

xuyong@bhzq.com

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：11.00  
最新收盘价：9.04

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《混改方案正式落地 公司将走上新的征程》2017/8/21

《中报业绩高增长 推动混改顺利实施》2017/8/18

事件：

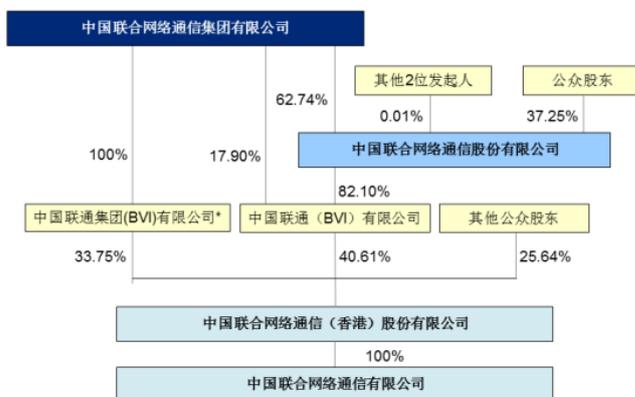
8月22日，公司发布董事会决议公告，公布关于募集资金运用实施安排涉及关联交易事项。公告称公司拟与联通集团按比例增资联通 BVI 公司，公司与联通集团拟以不超过美元 112548.41 元/股的等值人民币价格(美元兑人民币汇率为 1: 6.6597)，按照各自持有联通 BVI 公司股权的比例，分别认购联通 BVI 公司发行的 82096 股普通股股份和 17904 股普通股股份。联通 BVI 公司以港币 13.24 元/股的等值人民币价格，认购联通红筹公司发行的不超过 66.51 亿股普通股股份；联通红筹公司拟以向联通 BVI 公司配售股份获得的资金，全部用于增资联通红筹公司全资拥有的联通运营公司。如果前述交易因任何原因无法实施，公司将根据本公司股东大会批准的其他债权或股权方式将募集资金最终投入联通运营公司。

点评：

## ● 增发实施将增厚公司的权益

联通在 A 股的上市公司并没有实体经营，而是通过联通红筹公司及其所属子公司进行电信运营业务。截至 2017 年 6 月 30 日，公司持有中国联通（BVI）82.1%的股权，中国联通（BVI）持有联通 H 股公司 40.61%的股权，即公司持有联通 H 股公司 33.34%的股权。联通集团公司持有 A 股上市公司 62.74%的股份，为 A 股上市公司的控股股东。此外，联通集团的全资子公司中国联通集团(BVI)有限公司持有联通红筹公司 33.75%的股权，具体的股权结构如图所示。

图 1：联通公司股权结构



资料来源：公司年报 渤海证券

根据本次混改募资的安排，即将 A 股增发募集的资金投入到香港上市的 H 股公司，用以联通实体经营公司增强 4G 网络建设、5G 实验研究投入。所以通

过此次 A 股增发转向投入联通 H 股公司的一方面是增强了联通的资本实力，另一方面是也增厚了 A 股上市公司的权益。从具体实施方案来看，联通 A 股公司的股本是 211.97 亿股，此次向各大战略投资者非公开发行不超过约 90.37 亿股，并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。因此完成增发与员工持股计划后，公司的总股本将增加到 310.82 亿股。截止到 6 月 30 日，归母所有者权益为 783.83 亿元，经过增发与员工持股计划，公司的权益将增加到 1433.21 亿元，每股净资产由 3.7 元增加到 4.6 元，增长幅度为 24%。

公司与联通集团按比例增资联通 BVI 公司，持股比例仍然保持 82.10% 和 17.90%。而通过联通 BVI 公司认购联通红筹公司配售的 66.51 亿股后，联通红筹股的股本将由 239.5 亿股增加到 306.01 亿股，联通集团 BVI、联通 BVI 和公众股的比例由原来的 33.75%、40.61% 和 25.64% 相应的变化为 26.41%、53.52% 和 20.07%，即联通 BVI 持股比例上升了 12.91%，对应的 A 股上市公司间接持有联通红筹股比例由原来的 33.34% 上升到 43.94%，即上升了 10.6 个百分点。相对应的股东权益方面，截止到 6 月 30 日，联通红筹股东权益为 2304.13 亿元，经过向联通 BVI 配售后，股东权益将增加到 3052.63 亿元，其中联通 BVI 公司的相应权益由 935.65 亿元增加到 1633.64 亿元，增加了 74.60%，由于对应的 A 股上市公司持有联通 BVI 的比例不变（82.10%），相应的权益也增加 74.60%。

由此我们可以看出，联通 A 股增发给公司带来的权益的增厚，同时通过联通 BVI 公司配售，使得公司掌握联通运营公司的权益进一步增加。所以对于联通 A 股上市公司来说，此次混改方案大大提升了其自身的价值，对于当前的二级市场价格来说也存在一定的套利空间，值得重点关注。

### ● 三大增发项目全方位提升公司竞争力

本次募集资金 600 多亿将投入联通运营公司，由联通运营公司用于“4G 能力提升项目”、“5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目”和“创新业务建设项目”。具体项目情况如下：

#### 1) 4G 建设项目

项目建设内容包括现有 4G 网络扩容、新建 4G 站点、与 5G 的互操作升级和相应的传送网络建设。传统业务进入饱和增长时期，相互之间的竞争也更加激烈，三大运营商均在不断地扩大网络建设、提高网络的服务能力和服务质量。虽然截至去年年底，中国联通已完成了 74 万个基站的 4G 网络建设，实现了全网 341 个城市的网络升级，但是中国联通 4G 基站在数量上仍然处于相对劣势，在一定程度上限制了公司在日益激烈的市场竞争中获取新用户、提高市场占有率。因此，公司必须持续提高 4G 网络服务能力，让用户体验到中国联通高速的上网速率和良好的语音通信质量，在重点区域和重点楼宇尽快实现 4G 网络质量领先。

#### 2) 5G 组网验证项目

项目建设内容包括 5G 无线试验网络和试商用网络、核心网络、传送网络等，本项目将面向未来移动通信业务及物联网业务的快速增长，帮助中国联通实现 5G 业务领跑、抢占市场先机。5G 是着眼于万物互联，将提高全球的智

能环境，推动工业制造智能化，为人们生活的方方面面（包括医疗、家居、出行等）带来全新的体验。目前在我国，三家运营商均已发布试验规划，启动 5G 试验，积极推动 5G 商用。为了适应业务发展的需求，争取更大的发展空间，公司需积极部署 5G 网络，抢占市场先机，全力打造公司在万物互联新时代的新优势。

### 3) 创新业务建设项目

项目建设内容为建设业务平台，支持云计算、大数据、物联网、产业互联网、支付金融和视频等业务。通过实施本项目，中国联通将立足核心能力打造，以更加开放的合作战略，聚合产业链资源，整合各方优势，突出差异化发展策略，实现创新业务收入增长率行业领先，并成为公司未来收入主要增长点。

◆ 云计算依托中国联通的通信网络能力和基础设施资源，面向互联网、政府、教育、金融、物流等行业客户，提供 IDC、云计算、IT 基础设施等建设与服务，帮助客户提高核心竞争力。云计算业务板块为用户提供公有云、私有云、混合云、CDN 和云安全服务等产品。

大数据应用业务目标用户主要是各行业的企业用户，包括金融、政府、旅游、交通、零售等重点行业，同时也正在发展对个人客户的应用产品。大数据业务依托集中数据及先进技术平台优势，深度挖掘大数据市场需求，选择市场空间大、产业生态好、中国联通具有优势的重点行业，建立统一的大数据运营体系，优化中国联通经营模式，开展大数据业务，打造具有中国联通特色的大数据品牌，为公司拓展新的收入增长点。

◆ 物联网业务主要内容为建设物联网 M2M 基础平台，包括连接管理、设备管理、应用支撑、水平能力、物联网网关、eSIM 等，面向国内国际各行业客户提供全面的物联网平台服务。

产业互联网主要针对企业服务场景，目标用户是包括政务、环保、医疗、交通、金融、旅游、制造等重点行业和领域有信息化建设、运营服务需求的客户。产业互联网业务实施方式包括：根据客户需求，为客户系统项目提供综合解决方案，并对方案实现提供包含硬件、软件与实施一体化的服务，按照签约合同与项目实施进度向用户计收；与客户签订软件开发定制合同，进行定制软件系统销售，依据开发与交付进度计收；与客户签订服务外包合同，提供 IT 维护服务，收取运营服务费。目前中国联通为产业互联网客户提供相关产品 39 项，涉及 9 大行业领域。

◆ 中国联通支付金融业务以“沃支付”为企业品牌，通过“沃钱包”客户端为个人用户提供综合性的民生支付应用与互联网金融服务；同时“沃支付”还为政企类客户提供一体化的资金解决方案。

◆ 视频业务包括手机视频和 TV 视频，本次募集资金将投资于手机视频中的沃视频业务。发展沃视频业务是中国联通布局移动视频、打造视频生态、向以视频为引领的内容经营转型的重要战略手段。

### ● 盈利预测

考虑到混改引入的战略投资者将会给公司带来全方位的资源，公司的整体业务将走上上升通道，企业价值有望得到重估，预计公司在 17~19 年归母净利润为 19.15、31.84 和 103.74 亿元，考虑增发带来的股本增加，对应的 EPS

为 0.06、0.10 和 0.33 元，基于未来公司利润增速，维持公司“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	300862.42	339974.53
(+/-)%	-3.99%	-1.03%	4.50%	5.00%	13.00%
经营利润 (EBIT)	18894.59	5096.62	11343.41	12659.80	39853.81
(+/-)%	-8.80%	-73.03%	122.57%	11.60%	214.81%
归母净利润	3471.59	154.07	1914.97	3183.51	10374.21
(+/-)%	-12.81%	-95.56%	1142.89%	66.24%	225.87%
每股收益 (元)	0.112	0.005	0.06	0.10	0.33

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	14550.66	19874.26	67168.19	189459.89	304486.81	营业收入	277048.53	274196.78	286535.64	300862.42	339974.53
应收票据及账款	30312.20	48946.23	32259.22	52976.41	42353.84	营业成本	207704.32	211584.01	217767.08	227873.20	231862.63
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	1167.57	1319.36
预付款项	4005.64	4094.48	3823.40	3990.77	4385.69	销售费用	31965.06	34646.23	36205.31	38015.57	42957.60
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	21806.64	24641.50
存货	5535.77	4378.47	3945.88	2431.26	5912.67	财务费用	6493.42	3854.99	2729.95	-1222.07	-3891.90
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	7953.09	13221.51	43085.35
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	7953.09	13221.51	43085.35
资产总计	523194.02	536481.26	603599.63	605710.17	523736.35	减：所得税	3432.33	101.34	1988.27	3305.38	10771.34
短期借款	130765.90	93321.00	85196.20	76993.73	0.00	净利润	10434.39	479.92	5964.82	9916.13	32314.01
应付票据及账款	96152.01	112480.47	163174.99	140332.79	130865.60	少数股东损益	6962.80	325.84	4049.85	6732.62	21939.80
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	1914.97	3183.51	10374.21
预收款项	50352.48	47470.42	48933.58	47614.81	51603.96	基本每股收益	0.11	0.00	0.06	0.10	0.33
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	稀释每股收益	0.11	0.00	0.06	0.10	0.33
应交税费	-14.23	2038.88	214.01	0.00	0.00	<b>财务指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他应付款	9081.35	7425.99	8414.47	11845.33	11845.33	<b>成长性</b>					
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%	5.00%	13.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-8.80%	-73.03%	122.57%	11.60%	214.81%
其他负债	23071.45	57974.97	57974.97	57974.97	57974.97	净利润增长率	-0.73%	-14.43%	52.31%	1.03%	16.00%
负债合计	369467.34	375132.51	292660.74	315685.47	311172.38	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	234046.38	230506.97	231004.92	231832.74	234530.38	销售毛利率	25.03%	22.83%	24.00%	24.26%	31.80%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	销售净利率	3.77%	0.18%	2.08%	3.30%	9.50%
净利润	10434.39	479.92	5964.82	9916.13	32314.01	ROE	4.41%	0.20%	2.59%	4.68%	21.26%
折旧与摊销	7.18	78549.56	116062.15	116062.15	109466.84	ROIC	2.47%	0.94%	2.61%	4.69%	36.76%
经营活动现金流	90698.82	78864.67	133144.84	130818.31	141411.76	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-91353.20	-95749.34	0.00	0.00	0.00	PE	66.88	1506.98	121.25	72.93	22.38
融资活动现金流	-1492.41	17903.33	-85850.91	-8526.61	-26384.84	P/S	0.84	0.85	0.81	0.77	0.68
现金净变动	-2073.68	1175.87	47293.93	122291.70	115026.92	P/B	2.95	3.00	3.14	3.41	4.76
期初现金余额	14699.33	17574.45	19874.26	67168.19	189459.89	股息收益率	0.61%	0.52%	2.35%	3.91%	12.76%
期末现金余额	17574.45	21222.34	67168.19	189459.89	304486.81	EV/EBITDA	4.33	4.87	2.25	1.33	0.53

**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](http://www.ewww.com.cn)