

中国联通(600050)

中报业绩靓丽，混改方案尘埃落定 买入(维持)

2017年08月21日

证券分析师 徐力

执业证号: S0600515080001
010-66573632

xul@dwzq.com.cn

研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	274,197	278,391	293,905	309,088
同比(%)	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
净利润(百万元)	154.07	1452.29	2899.84	4270.43
同比(%)	-95.6%	842.6%	99.7%	47.3%
毛利率(%)	22.4%	23.8%	24.8%	26.1%
ROE(%)	0.2%	1.9%	4.0%	6.2%
每股收益(元)	0.01	0.07	0.14	0.20
P/E	1027.68	109.03	54.60	37.08
P/B	2.04	2.08	2.16	2.30

股价走势



投资要点

- 事件:** 公司发布 2017 年中报, 上半年营收 1381.6 亿, 同比下跌 1.5%, 主营业务收入 1,241.1 亿, 同比上升 3.2%; 归母净利润 7.78 亿, 同比上升 74.3%; 扣非后归母净利润 10.00 亿, 同比上升 81.5%。同时, 公司正式发布混合所有制改革方案: 引入大型互联网公司、垂直行业领先公司、实力雄厚的产业集团和金融企业、以及产业基金等作为战略投资者, 并拟向核心员工授予约 8.5 亿股限制性股票, 计划募集资金 780 亿元。
- 上半年业绩大幅增长, 盈利能力明显改善:** 2017 年上半年, 公司移动出账用户累计到达 26,944.8 万户, 净增长 562.6 万户。其中 4G 用户累计到达 13880.8 万户, 净增长 3425.7 万户。用户数的稳健增长带动公司主营收入和利润水平实现可观增长。公司有效转变成本拉动收入的经营模式, 在低用户发展成本和薄补贴模式下, 实现移动服务收入增长 5.2%, 超越行业平均; 移动出账用户 ARPU 达到人民币 48.0 元, 较 2016 年的 46.4 元明显提升。同时, 公司重点创新业务快速发展, IDC/云计算、ICT、视频业务、物联网等板块均实现了较好的增长。报告期内, 公司全面推动商业模式转型, 营业成本和销售费用均同比下降, 实现了有效的成本管控。
- 混改方案尘埃落定, 公司股权结构得到优化:** 公司混合所有制改革方案正式出炉, 引入互联网公司巨头、垂直行业领先公司、金融企业、产业基金等作为战略投资者, 计划发行股份募集资金 780 亿元。战略投资者向联通 A 股公司认购约 90 亿股新股, 并向联通集团公司购入 19.0 亿股联通 A 股公司股票, 共占扩大后已发行股本 34.9%, 价格为每股人民币 6.83 元。本次募集资金净额, 将用于 4G 能力提升、5G 组网技术验证相关业务及网络商用建设项目、创新业务建设项目, 混改募集的所有资金将注入红筹公司进行运营。
- 四类战略投资者, 将引各大领域创新业务齐发展:** 混改落地后, 公司在创新业务上有望进一步与战略投资者进行合作。1、最大类是互联网巨头, 合作方向聚焦在零售、家庭互联网、物联网、云计算、大数据等领域; 2、第二类垂直行业, 聚焦于系统集成、CDN、综合服务等领域; 3、第三类金融企业, 聚焦于支付金融等金融业务; 4、第四类产业基金, 将有助于充分拓展合作模式、商业模式, 实现资本层面更加紧密的合作。创新业务领域的合作将推动公司新兴利润增长点的建立, 全面提升公司在新形势下的综合竞争力。
- 盈利预测与投资评级:** 当前高速数据流量消费成为主流, 云计算、大数据、物联网和人工智能等新技术应用快速渗透, 创新融合业务呈现高速增长态势, 行业发展具有广阔空间。公司通过混改成为国企改革龙头, 混合所有制改革将为公司发展带来新的重大战略机遇。暂不考虑公司混改影响情况下, 预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.07 元、0.14 元、0.20 元, 对应 PE 109/54/37 X。我们认为公司混改发展战略和新业务的爆发将给公司带来持续积极影响, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧风险, 提速降费影响盈利水平风险。

市场数据

收盘价(元)	7.47
一年最低/最高价	4.06/8.05
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	158,339

基础数据

每股净资产(元)	3.70
资本负债率(%)	61.02
总股本(百万股)	21,197
流通 A 股(百万股)	21,197

相关研究

1. 中国联通: 一季度业绩大超预期, 混改持续推进值得关注 -20170423
2. 中国联通: 短期利润承压, 混改+4G 渗透率提升+控制开支+新业务爆发成为业绩反转动力 -20170320
3. 中国联通: 业绩底部+政策红利, 建议重点关注 -20161011
4. 中国联通: 上半年净利下滑严重, 业绩触底企稳 -20160801

1. 混合所有制改革方案终于出炉，超预期的改革新篇

1.1. 引入四类战略投资者，推行核心员工持股计划

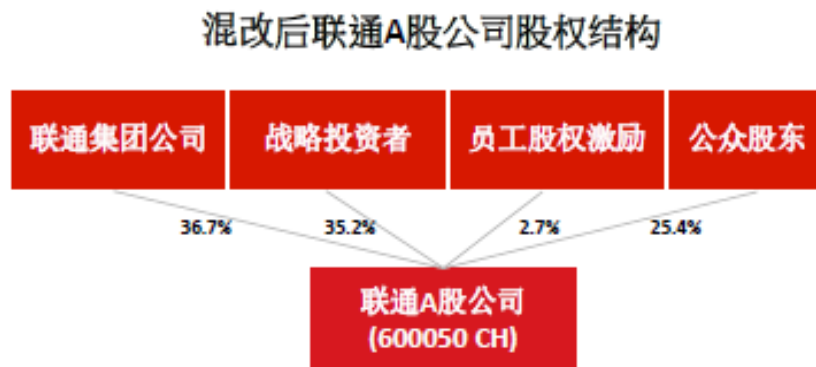
公司正式发布混合所有制改革方案：引入互联网公司巨头、垂直行业领先公司、实力雄厚的产业集团和金融企业、以及产业基金等作为战略投资者，计划发行股份募集资金约 780 亿元。其中，公司拟向战略投资者非公开发行不超过约 90.37 亿股股份，募集资金不超过约 617.25 亿元；由联通集团向结构调整基金协议转让其持有的本公司约 19.00 亿股股份，转让价款约 129.75 亿元；向核心员工首期授予不超过约 8.48 亿股限制性股票，募集资金不超过约 32.13 亿元。上述交易完成后，新引入战略投资者共占扩大后已发行股本 35.19%。本次募集资金净额，将用于 4G 能力提升、5G 组网技术验证相关业务及网络试商用建设项目、创新业务建设项目，混改募集的所有资金将注入红筹公司进行运营。

混改引入的民营战略投资者中，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%、1.88%、0.33%、6.11% 股份，交易价格为每股人民币 6.83 元。此外，公司推行核心员工持股计划，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。

1.2. 公司股权结构得到优化，助力激发内部动力

混改后，公司 A 股董事会实现了股权多元化。A 股董事会国有股份仍然超过 51%，但董事会名额发生了变化，分别由来自各领域的 6 名国有代表、4 名民营代表以及 5 名独立董事组成。新的股东在带来资本进入的同时，还会引入新的管理理念，加上混改后推行核心员工股权激励、末位淘汰等激励和竞争机制，将激发公司业务效率及创造动力，有助于打破“大企业病”，实现公司可持续发展。

图表 1：激励对象获授的限制性股票解锁条件



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

1.3. 战略投资者各有所长，各创新业务领域合作有望实现齐发展

混改落地后，公司在创新业务上有望进一步与战略投资者进行合作。1、最大类是互联网巨头，合作方向聚焦在零售、家庭互联网、物联网、云计算、大数据等领域；2、第二类垂直行业，聚焦于系统集成、CDN、综合服务等领域；3、第三类产业集团和金融企业，聚焦于产业互联网及支付金融等业务；4、第四类产业基金，将有助于充分拓展合作模式、商业模式，实现资本层面更加紧密的合作。创新业务领域的合作将推动公司新兴利润增长点的建立，全面提升公司在新形势下的综合竞争力。

1.4. 核心员工持股计划规模庞大，激励作用显著

本期拟向激励对象授予不超过 84,788.00 万股的限制性股票，约占当前公司股本总额 2,119,659.64 万股的 4.0%，其中计划预留 8,478.00 万股，占本次授予总量的 10%，占当前公司股本总额的 0.4%。首期授予激励对象每一股限制性股票（含预留部分）的价格为 3.79 元/股，折价 50% 左右。本期员工持股计划包含 7550 人，涵盖公司中层管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的核心管理人才及专业人才（不包括董事及高级管理人员）。

图表 2：激励对象获授的限制性股票解锁条件

解锁期	解锁条件
第一个解锁期	(1) 2018 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 4.4%，较 2017 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平； (2) 2018 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 65.4%，较 2017 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平； (3) 2018 年度净资产收益率不低于 2.0%。
第二个解锁期	(1) 2019 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 11.7%，较 2018 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平； (2) 2019 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 224.8%，较 2018 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平； (3) 2019 年度净资产收益率不低于 3.9%。
第三个解锁期	(1) 2020 年度主营业务收入较 2017 年度主营业务收入基准的增长率不低于 20.9%，较 2019 年度主营业务收入的增长率不低于同行业企业平均水平； (2) 2020 年度利润总额较 2017 年度利润总额基准的增长率不低于 378.2%，较 2019 年度利润总额的增长率不低于同行业企业 75 分位水平； (3) 2020 年度净资产收益率不低于 5.4%。

资料来源：Wind，东吴证券研究所

本次员工持股有相当多看点：

- 1、电信运营商首个大规模员工持股计划，这体现了国家坚定推进国企改革的意志，愿意将更多自主权交给企业，政策红利效应显著；
- 2、股权激励规模庞大，涉及资金超过 30 亿，惠及人群覆盖了公司中层管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的核心管理人才及专业人才，却并不包含高级领导，也体现了公司上下一心想推动公司业绩发展的决心；
- 3、解锁周期长，要求高，对公司核心人员的激励和挽留效果显著。根据解锁条件测算，公司未来 3 年左右时间将恢复到中国电信目前盈利水平，扭转公司连续多年在电信运营商内业绩垫底的尴尬处境。

1.5. 混改给公司带来短期红利，和中长期发展动能

联通推进的混改方案基本按照中央“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”方针制定，在体制改革、激励制度、主业竞争力提升等多方面进行深化改革。我们看好混改给公司带来的优势：

1. 联通混改短期看现金流改善，财务费用好转。

中国联通总负债 3600 多亿，短期借款 1000 多亿，一年内到期非流动负债近 200 亿，债务规模比较庞大。自 3G 大规模建设以后，公司资产负债率从 50% 提升到 60% 多，在国家不允许进一步扩大杠杆的背景下，混改给了联通一个很好的解决方案。通过募资 780

亿资金，中国联通一方面能改善现金流，缓解联通借新债换旧债的窘迫；二能每年节约 30 亿财务费用，显著提升盈利水平。

2. 联通混改中长期看体制改革和业务创新。

体制改革方面包括体制效率提升，激发个人活力以及建立公司治理制度等三方面，首先，机制的核心，在于解决国有体制工作效率问题，提升效率，建立瘦身健体，小而灵活的体制。其次，激发个人的活力，将个人、企业、股东利益一致化。最后，规范公司治理结构，建立能够实现制衡作用的董事会。这次改革将在以上领域进行实质性改革。另外公司还与国资委、发改委都有商讨严格的考核指标，在完成收入增长、利润增长、ROE 增长等目标前提下，员工持股才具备行权条件。

业务方面，分为存量业务和增量业务。存量是传统电信市场，联通已经做得很不错，2I2C 业务上半年发展 2000 万付费用户，600 万试用用户，预计全年 4500-5000 万计费用用户，用户结构呈现明显改善。但更重要的是增量业务，中国联通依靠混改战略合作伙伴，在 IDC/云计算、ICT、视频业务、大数据、物联网等方面全面提升竞争力，加快新兴业务发展，能给公司带来长久的增长动能。

2. 上半年业绩大幅增长，总体发展态势持续向好

2.1. 盈利能力明显改善，成本费用管控见效

公司发布 2017 年中报，上半年营收 1381.6 亿，同比下跌 1.5%；归母净利润 7.78 亿，同比上升 74.3%；扣非后归母净利润 10.00 亿，同比上升 81.5%。

报告期内，公司移动出账用户累计到达 26,944.8 万户，净增长 562.6 万户。其中 4G 用户累计到达 13880.8 万户，净增长 3425.7 万户；固网宽带用户累计到达 7,692.1 万户，净增长 168.5 万户。公司主要业绩指标持续向好，收入稳步回升，主营业务收入达到人民币 1,241.1 亿元，同比增长 3.2%。盈利能力明显改善，EBITDA 达到人民币 437.0 亿元，同比增长 5.5%，EBITDA 占主营业务收入比达到 35.2%，同比提升 0.7 个百分点；归母净利润增速达到 74.3%，扣非归母净利润增速达到 81.5%。同时，公司全面推动商业模式转型，营业成本和销售费用均同比下降，实现了有效的成本管控。

2.2. 发力流量经营，移动服务收入增长超越行业平均

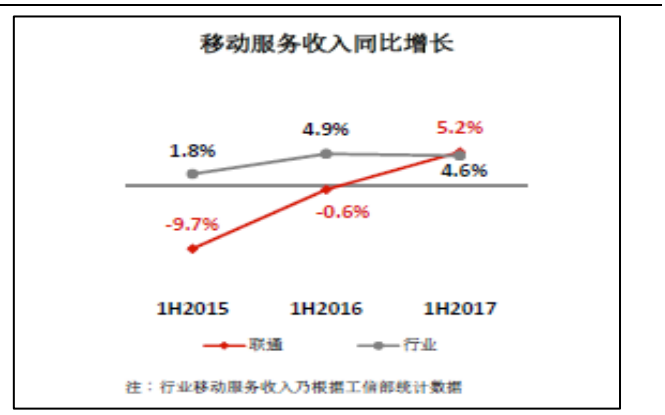
2017 年上半年，公司以流量释放为引领，积极推进产品向流量型产品转型，数据流量业务实现快速增长。手机上网总流量达到 25,333 亿 MB，同比增长 326%；手机上网收入 429 亿元人民币，同比增长 22.9%。**4G 用户战略呈现积极效果，公司在业绩发布会透露联通上半年 2I2C 业务计费用户突破 2000 万，试用用户达到 600 万，整体渗透率接近 10%，预示着公司已成为国内用户结构最具创新力的电信运营商。**公司有效转变成本拉动收入的经营模式，在低用户发展成本和薄补贴模式下，实现移动服务收入增长 5.2%，超越行业平均；移动出账用户 ARPU 达到人民币 48.0 元，较 2016 年的 46.4 元明显提升。我们关注到，尽管 2I2C 业务用户中除了冰淇淋套餐用户以外的 ARPU 值并不高，但也显著高于原有 2G 用户 ARPU 值水平，

图表 3: 移动服务收入增长速度情况

图表 4: 移动服务收入增速与行业平均水平比较

	1H2016	1H2017
销售费用	▲ 17.1%	▼ 6.0%
终端补贴	▲ 43.5%	▼ 54.7%
移动服务收入	▼ 0.6%	▲ 5.2%
总服务收入	▲ 1.4%	▲ 3.2%

数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

2.3. 积极携手互联网公司，创新业务快速发展

同时，公司发挥大数据优势，积极与互联网公司进行合作，在重点创新业务板块也实现了快速发展，IDC/云计算、ICT、视频业务等板块均实现了较好的增长，同比增长速度分别为 22%、15.6%、36.1%；物联网板块聚焦于车联网等重点行业，连接数突破 5,000 万。预计混改后新兴业务在各大战略伙伴协作下将加速成长。

3. 投资建议

当前高速数据流量消费成为主流，云计算、大数据、物联网和人工智能等新技术应用快速渗透，创新融合业务呈现高速增长态势，行业发展具有广阔空间。公司通过混改成为国企改革龙头，混合所有制改革将为公司发展带来新的重大战略机遇。暂不考虑公司混改影响情况下，预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.07 元、0.14 元、0.20 元，对应 PE 109/54/37 X。我们认为公司混改发展战略和新业务的爆发将给公司带来持续积极影响，给予“买入”评级。

4. 风险提示

竞争加剧风险；提速降费影响盈利水平风险；混改方案推进不及预期风险。

中国联通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	82233.9	86773.5	89879.4	92895.3	营业收入	274196.8	278390.9	293904.9	309088.3
现金	25394.7	30000.0	30000.0	30000.0	营业成本	211584.0	210806.2	219553.8	226877.4
应收款项	44955.5	45762.9	48313.1	50809.0	营业税金及附加	1064.1	1392.0	1469.5	1545.4
存货	2431.3	4042.9	4210.6	4351.1	营业费用	34646.2	33406.9	33799.1	33999.7
其他	9452.5	6967.8	7355.6	7735.2	管理费用	24217.9	21758.5	20574.9	20359.7
非流动资产	533673.5	557805.1	584263.1	617989.3	财务费用	3855.0	6348.9	8194.3	10657.3
长期股权投资	33423.3	33423.3	33423.3	33423.3	投资净收益	743.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	449900.1	473911.0	500252.2	533865.5	其他	152.6	879.2	883.3	887.1
无形资产	26376.7	26497.5	26614.3	26727.1	营业利润	-274.8	5557.5	11196.6	16535.9
其他	23973.3	23973.3	23973.3	23973.3	营业外净收支	856.0	100.0	100.0	100.0
资产总计	615907.4	644578.7	674142.5	710884.6	利润总额	581.3	5657.5	11296.6	16635.9
流动负债	341569.3	374594.0	413049.7	462980.8	所得税费用	101.3	1386.1	2767.7	4075.8
短期借款	98746.4	137423.8	167104.8	209463.0	少数股东损益	325.8	2819.2	5629.1	8289.7
应付账款	140332.8	144387.8	150379.3	155395.5	归属母公司净利润	154.1	1452.29	2899.84	4270.43
其他	102490.1	92782.4	95565.6	98122.4	EBIT	7028.6	11906.5	19390.9	27193.2
非流动负债	43831.1	44031.1	44231.1	44431.1	EBITDA	78445.1	52554.1	64415.3	76587.5
长期借款	4495.5	4495.5	4495.5	4495.5					
其他	39335.6	39535.6	39735.6	39935.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	385400.4	418625.1	457280.7	507411.9	每股收益(元)	0.01	0.07	0.14	0.20
少数股东权益	153004.4	149903.3	143711.3	134592.7	每股净资产(元)	3.66	3.59	3.45	3.25
归属母公司股东权益	77502.6	76050.3	73150.5	68880.0	发行在外股份(百万股)	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
负债和股东权益总计	615907.4	644578.7	674142.5	710884.6	ROIC(%)	1.7%	2.5%	3.8%	5.1%
					ROE(%)	0.2%	1.9%	4.0%	6.2%
					毛利率(%)	22.4%	23.8%	24.8%	26.1%
					EBIT Margin(%)	2.6%	4.3%	6.6%	8.8%
					销售净利率(%)	0.1%	0.5%	1.0%	1.4%
					资产负债率(%)	62.6%	64.9%	67.8%	71.4%
					收入增长率(%)	-1.0%	1.5%	5.6%	5.2%
					净利润增长率(%)	-95.6%	842.6%	99.7%	47.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

