

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中国联通 (600050)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2018年01月29日

首期股权激励将落地，内部活力或逐步释放

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 证券分析师：王齐昊 0755-22940673 wangqh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002

事项：

在 2017 年 12 月 27 日获得国务院国资委批复后，2017 年 12 月底，联通内部发布“战略人才遴选通知”，股权激励计划正式启动。1 月中旬，联通已对混改员工持股名单以分公司为单位进行了内部公示，公示期约为 10 天。各分公司中，处级领导和普通员工都有机会出现在持股名单中。此外，部分分公司已经完成了员工持股签约手续。按照其公示规模，各分公司持股人数从几十人到数百人不等。

评论：

■ 混改将取得阶段性进展，公司内部治理告一段落

早在去年 12 月的“国企混改”论坛，王晓初就提到“混”的核心就是股权变革，目前已基本结束；“改”才是混改最大的落脚点，也是公司最主要的工作。针对联通机构臃肿、人浮于事，头重脚轻，改革首先从**组织架构入手，进行了大幅度机构精简和人员调整**。但这样做有其劣势：由于担忧被裁风险，多数员工们如履薄冰，难以激发整体活力。因此，**如何激励员工产生支撑混改的内部力量，内外协同推动混改走向成功，成为摆在联通前面最迫切的问题**。混改方案公布后，集团就提出建立新薪酬制度；2018 年工作会议上，王晓初提出继续深入推进划小承包、人力资源、薪酬激励、绩效考核等机制体制改革。截止目前，联通采取了一系列员工激励措施。

表 1：公司员工激励措施

措施	介绍
“人才遴选”活动	将人才评定了 ABCD 级。对应领军人才、专家人才、骨干人才和新锐人才。专家人才占比 0.6%，骨干人才占比 3%，新锐人才占比为 6%。C 级以前的人有望持股
“工分制”	每人每天进行工作总结和自评分，上交经理检查后再次上交，考核不过需要接受培训再上岗，如果培训不合格就降级降岗。
管理人员考评制度改革	与以往相比，增加了考核的时间划分，分为月度考评、半年度考评和年度考评。其中，正职领导业绩完成情况占考核得分的 80%，而公信度和诚信、廉政等指标具有否决权。
年度综合考评等级制度	考评等级分为“优秀、良好、称职、待改进、不称职”五个等级。而业绩、胜任度、公信度是重要指标。其中党建工作占有相当重要的评比的份额。等级对于员工持股意义重大。股权激励对象原则上应在“称职”及以上。
员工退出机制	根据《岗位聘任合同》《业绩任务合同书》约定的业绩、目标及个人表现，决定管理人员续聘或解聘。对达不到业绩目标、违反合同约定、违规经营的，退出岗位，解除聘任；退出岗位人员进入内部人力资源市场，根据业绩、能力情况参与其他岗位选聘。
员工持股计划	向核心员工首期授予约 8.48 亿股限制性股票，募集资金约 32.13 亿元。目标人群为“公司中层管理人员、公司核心管理人才及专业人才”不超过 7550 人。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

在诸多员工激励措施中，限制性股权激励计划毫无疑问是重中之重，该计划自获得国务院国资委批复后就在迅速推进。此次持股名单内部公示和部分员工持股签约，表明限制性股权激励计划的逐步落地，公司内部治理将告一段落，混改的前期准备工作已基本结束，未来联通将步入改革红利的逐步释放阶段，逐步兑现市场的预期。

图 1: 公司股权激励计划持续推进



资料来源：新浪微博、国信证券经济研究所分析师整理

■ 首期股权激励将落地，诸多特质值得关注

一般而言，股权激励具有完善公司治理结构，建立股东、公司与员工之间的利益共享与约束机制，充分调动核心员工的积极性，形成对骨干技术人员和核心管理人才的粘性，让人才和企业形成利益共同体等多方面的益处。但对于联通混改而言，此次限制性股权激励内部公示却显得耐人寻味，有以下几个方面值得关注。

一是其效率性，国有企业效率低下历来为人所诟病，股权激励方案的落地时间也取决于方案本身的设计与执行力度的强弱，此次联通的股权激励进展却十分果断。2017年12月27日取得国资委批准后，12月底联通内部便启动“战略人才遴选计划”为股权激励做准备，仅仅半个月后，员工持股名单就已拟定并进入公示阶段，甚至完成了部分签约手续，效率之高、速度之快让人一改对国企的刻板映像。联通董事长王晓初就曾透露，员工持股将在2017年年底和2018年1月之间完成，就目前来看，承诺基本得到兑现。

表 2: 联通限制性股权激励从方案到落地

时间	进展
2017年8月21日	发布限制性股票激励计划（草案）及首期授予方案（草案），披露董事会薪酬与考核委员会决议和监事会意见
2017年12月27日	发布关于首期限制性股票激励计划获国务院国资委批复的公告
2017年12月底	启动人才遴选计划，将人才评定了ABCD级，C级人才名次靠前持股概率大。C级人才名次偏后进行再次评比。
2018年1月中旬	中国联通内部分公司员工相继接到员工持股通知并开始内部公示，公示期为10天
近期	部分分公司已经完成了员工持股签约手续

资料来源：C114网、国信证券经济研究所分析师整理

二是其公平性，一方面从公示名单来看，激励对象包括管理人员、战略人才和核心骨干员工三类；另一方面从选择倾向来看，要求遵照向基层、向市场、向一线倾斜的理念。因此，管理岗位很多处级干部才有机会获得股权，而像运维、市场岗位很多基层员工却毫无阻力地进入激励名单。进一步，联通员工激励采取了多维度的策略：对管理人员和战略人才采用偏重于中长期对的限制性股权激励，对广大员工则注重当期激励，全面实施多劳多得。在今年1月工作会议上，王晓初与职工代表座谈时就表示，要进一步增强基层一线员工的获得感，2018年基层一线员工薪酬增长要超过两位数。不患寡而患不均，在公平的基础上全方位多维度的员工激励有利于公司上下充分产生协同效应，释放出公司混改带来的巨大活力。

图 2: 公司股权激励覆盖普通员工

联通普通员工成功取得公司限制性股票。 [复制链接]

发表于 2018-1-16 11:25:41 | 只看该作者 | 倒序浏览

推荐 电梯直达

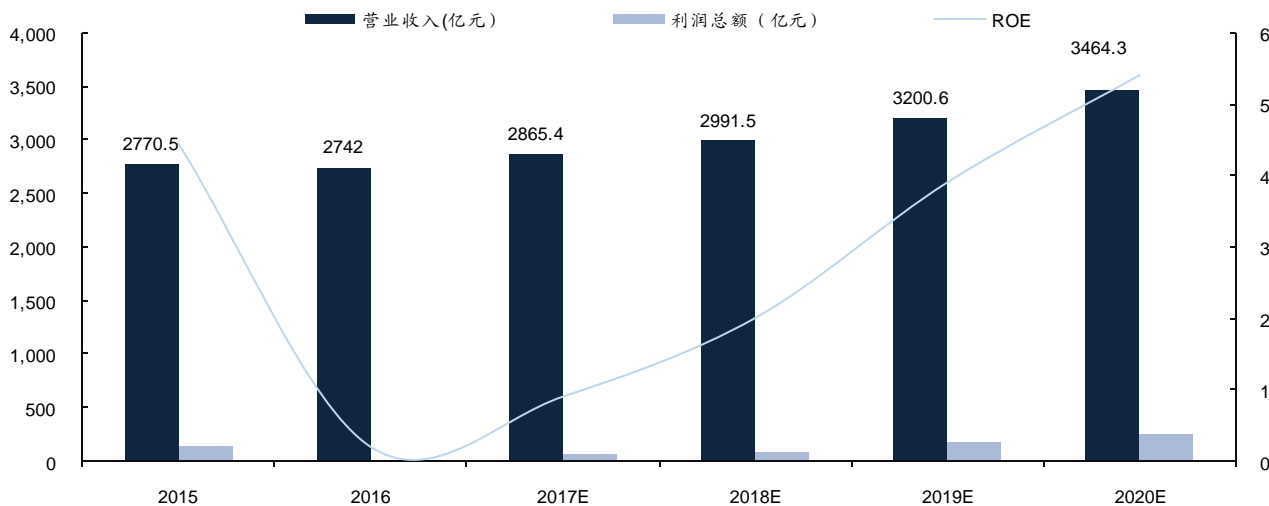
本人是北方联通普通运维线员工，前段时间通知可以报名申报联通限制性股票，我就报名了。本来没觉得有希望，也没有在此期间做任何托关系、找门路的事情，结果通知被选中了。看来实施过程还是很公平的。
本人具体业绩：三年两A一B，获得联通总部论文征集评比二等奖一次，三等奖两次；作为QC小组主撰写人获得国优成果6次；获得企业管理创新集团三等奖一次。这些好像最后是加分项。

资料来源：头条号、国信证券经济研究所分析师整理

三是其限制性，这一是指限制性的股权激励解锁条件，某种程度上代表着公司对自身未来发展的预期，联通对诸多利益相关方的承诺和官方对推进混改并取得显著效果的态度。二是指股权计划的诸多限制性细节：被公司授予限制性股票的管理序列人员必须出资认购，否则退出管理岗位，专业人员才拥有选择权；市公司本部、县分公司管理人员由市公司党委直接授予；市纪委监委组对拟授予人选进行复核。由此，我们可以看出本次限制性股权激励计划的推进十分果断，同时顶层设计、官方干预的迹象也比较明显，表现出混改进入冲刺阶段的强硬态度，所谓的“形成一批典型案例”绝非纸上谈兵。三是指联通相关配套制度上考核更加严格，表明员工持股并非一夜造富，而是希望其能真正发挥股权激励的作用，形成联通混改的内部活力，为业绩目标的实现更添保障。

公司的解锁条件相当于自身给出的业绩指引，为公司未来发展增速定调，划定了以收入、利润、净资产收益率三导向并行的财务目标。从目前这个时间节点开始，联通将逐步释放出混改的内部活力，我们按照备注中最低标准，对公司做出如下展望，公司未来可期。

图 3: 按照公司业绩指引预测的营业收入、利润总额和 ROE 变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 业绩触底并持续改善，员工持股推进，看好公司变革，维持“买入”评级

未来，联通有望通过调整投资支出、设立投资公司，加大创新优化业务结构。变革层面，公司 I2IC 范围逐步扩大、流量银行打造平台优势提升客户黏性，语音经营向流量经营数据经营成为必然趋势，并且公司以“营改增”为契机深化营销模式转型，促进业务和客户质量的持续提升。虽然短期收入和用户数增长面临一定的压力，但公司积极推进集中化、专业化、扁平化运营管理体系，带来经营效率提升。看好公司变革，预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.06/0.08/0.13 元，目前公司股价在“混改”增发底价附近，同时员工持股事项不断推进，维持公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000	营业收入	274197	285942	302345	349125
应收款项	44955	27339	49571	33380	营业成本	211584	212268	222291	253897
存货净额	2431	41311	43002	50428	营业税金及附加	1064	915	756	873
其他流动资产	9329	1694	1791	2068	销售费用	34646	33770	34800	40778
流动资产合计	82234	105467	127487	118000	管理费用	19874	15981	15265	18267
固定资产	449900	406837	361994	316570	财务费用	3855	11110	15114	12282
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272	投资收益	743	573	485	283
投资性房地产	23973	23973	23973	23973	资产减值及公允价值变动	(4191)	(3346)	(3324)	(3698)
长期股权投资	33423	33418	33412	33407	其他收入	(0)	200	500	800
资产总计	615907	595017	571164	515222	营业利润	(275)	9326	11780	20414
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211	营业外净收支	856	767	1012	898
应付款项	140333	12786	13309	15607	利润总额	581	10093	12792	21312
其他流动负债	102490	26680	27570	32394	所得税费用	101	2523	3198	5328
流动负债合计	341569	318053	288937	222212	少数股东损益	326	5658	7171	11947
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141	归属于母公司净利润	154	1912	2423	4037
其他长期负债	3460	3409	3358	3307					
长期负债合计	43831	43550	43499	43448	现金流量表 (百万元)				
负债合计	385400	361603	332437	265661	净利润	154	1912	2423	4037
少数股东权益	153004	155255	158107	162859	资产减值准备	87	300	(368)	(477)
股东权益	77503	78841	80537	83363	折旧摊销	71417	40922	43692	44258
负债和股东权益总计	615907	595699	571081	511883	公允价值变动损失	4191	3346	3324	3698
					财务费用	3855	11110	15114	12282
					营运资本变动	(6760)	(216736)	(23025)	15081
					其它	(18508)	1950	3220	5229
					经营活动现金流	50581	(168306)	29266	71826
					资本开支	(59822)	(450)	(780)	(1030)
					其它投资现金流	(17)	0	0	0
					投资活动现金流	(60288)	(444)	(774)	(1024)
					权益性融资	270	0	0	0
					负债净变化	2747	(230)	0	0
					支付股利、利息	(8864)	(574)	(727)	(1211)
					其它融资现金流	25059	179841	(30530)	(73847)
					融资活动现金流	13095	179038	(31256)	(75058)
					现金净变动	3388	10287	(2765)	(4257)
					货币资金的期初余额	22007	25395	35000	33000
					货币资金的期末余额	25395	35682	32235	28743
					企业自由现金流	10637	(159008)	41812	84792
					权益自由现金流	38443	9966	513	4735

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.01	0.06	0.08	0.13
每股红利	0.42	0.02	0.02	0.04
每股净资产	3.66	2.61	2.66	2.76
ROIC	3%	4%	5%	6%
ROE	0%	2%	3%	5%
毛利率	23%	26%	26%	27%
EBIT Margin	3%	8%	10%	10%
EBITDA Margin	29%	22%	24%	23%
收入增长	-1%	4%	6%	15%
净利润增长率	-96%	1141%	27%	67%
资产负债率	87%	87%	86%	84%
息率	5.8%	0.4%	0.5%	0.8%
P/E	997.4	109.9	86.7	52.1
P/B	2.0	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	6.9	8.9	7.4	6.0

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《中国联通-600050-重大事件快评: 董事会提前换届, 加速与互联网股东合作》 ——2018-01-25
- 《中国联通-600050-重大事件快评: 从移动用户 DOU 数据看中国联通发展机遇》 ——2018-01-22
- 《中国联通-600050-重大事件快评: 开支压力短期减小, 员工持股促长期发展》 ——2017-12-18
- 《中国联通-600050-重大事件快评: 与互联网股东动作频频, 取得实质性进展》 ——2017-12-08
- 《中国联通-600050-重大事件快评: 详拆联通 ROE, 未来或有较大改善空间》 ——2017-12-04

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。