

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)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2018年02月12日

限制性股票激励名单公布，股东大会发言彰显信心

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：

- 1、公司周末公告，中国联通发布限制性股票激励计划草案修订稿和首期授予方案草案修订稿。
- 2、近日，召开的 2018 年第一次临时股东大会上，一方面大会审议通过了董事会、监事会换届选举的议案，另一方面董事长王晓初出席传达了对联通 2018 年业务发展的信心。

评论：

■ 拟向 7855 人授予不超过 8.48 亿股限制性股票，激励范围扩大

中国联通此次股权激励计划首期拟向 **7855 名激励对象授予不超过 84788 万股的限制性股票**，约占当前公司股本总额的 2.8%，其中计划预留 4485.6 万股，占本次授予总量的 5.3%，占当前公司股本总额的 0.1%。本方案需经公司董事会审议批准、国资委审批、公司股东大会审议批准后，方可实施。

表 1：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
2107 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
2018 年 2 月 11 日	中国联通发布限制性股票激励计划（草案修订稿）、首期授予方案（草案修订稿）及首期授予名单

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

相比 8 月份发布的草案，此次草案修订稿新增的信息主要有以下几方面：

表 2: 联通限制性股权激励从方案到落地

项目	8 月份草案	草案修订稿
激励对象范围	不超过 7550 人	不超过 7855 人
首期授予名单	未发布	公布, 包含董秘、财务负责人, 其余 7853 名均为公司中层管理人员、核心管理人才及专业人才。
首期授予股数	84799 万股 (占总股本的 4%)	84799 万股 (占总股本的 2.8%)
计划预留股数	8478 万股 (占首次授予总量的 10%)	4485.6 万股 (占首次授予总量的 5.3%)
一致信息	禁售期为 24 个月, 解锁期为禁售期满后的 36 个月; 授予价格 (含预留部分) 为 3.79 元/股; 授予条件和解锁条件不变	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

此次限制性股票计划激励对象范围扩大, 有望由内而外激发联通员工的积极性, 与前期的“瘦身健体”配套实施, 有望带来公司未来业绩的大幅改善。限制性股票解锁条件不变, 从主营业务收入、利润总额、净资产收益率三项指标进行要求, 并结合公司业绩和个人业绩两方面进行考核, 条件较为严苛, 彰显了管理层改革的决心和对未来发展的信心。

表 3: 股权激励解锁的业绩条件

解锁期	解锁条件		
	主营业务收入	利润总额	净资产收益率
第一个解锁期	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	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	2018 年度净资产收益率不低于 2.0%。
第二个解锁期	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	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	2019 年度净资产收益率不低于 3.9%
第三个解锁期	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	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	2020 年度净资产收益率不低于 5.4%
备注	2017 年度主营业务收入基准为 2017 年度主营业务收入实际完成数与较 2016 年度主营业务收入增长 4.5%孰高者	2017 年度利润总额基准为 2017 年度利润总额实际完成数与较 2016 年度利润总额增长 47.2 亿元孰高者	净资产收益率=净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]。计算 ROE 时, 剔除公司重要参股子公司引资上市等资本运作对公司所有者权益造成的影响

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 联通股东大会董事长显信心, 管理与业务合作向好发展

中国联通董事长王晓初在今年股东大会中的发言主要涉及瘦身健体的持续推进、与互联网公司的深入合作、与铁塔公司的协作、固网宽带市场竞争等话题。结合其发言, 我们进一步对以上四部分的最新进展进行分析。

“瘦身健体”超预期, 持续推进。自 2017 年 8 月底公布瘦身健体方案, 9 月份启动实施, 12 月 27 日, 中国联通对外披露了机构精简和干部首聘工作的阶段性数据, 这两部分工作均超预期。王晓初称, “瘦身健体整个公司机构减少了 22%, 干部层级压减了 14.3%, 基层也进行了实质性改革, 划小承包”。根据联通“瘦身健体”成绩单, 机构和人员精简方面, 总部和省市分公司均超额完成任务; 干部首聘方面, 机构精简后联通组织了管理人员首次选聘工作, 截止至 2017 年 12 月底, 管理人员平均退出率在 14.3% 左右, 各级聘任人员签订《业绩任务责任书》, 落聘人员参加下级岗位选聘, 易岗易薪。

表 4: 中国联通“瘦身健体”成绩单（截止至 2017 年 12 月 27 日）

类型	变动	幅度
总部部门	由 27 个减少为 18 个	减少 33.3%
人员编制	由 1787 人减少为 865 人	减少 51.6%
本部管理人员职数	减少 342 个	减少 15.5%
省分公司现有机构数	减少 205 个	减少 20.5%
全国省级公司管理人员职数	减少 415 个	减少 9.8%
地市公司机构	减少 2013 个	减少 26.7%
地市公司班子职数	减少 73 个	减少 4.2%
总部各部门领导	由四五个调整为正副职两人	党组管理人员每年 1.5%常态化退出比例

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

加深与互联网公司的合作，或组建合资公司。合作主要聚焦在云服务、大数据、新零售等八个领域。王晓初表示，中国联通和阿里、腾讯的云对接刚开通，已有四五个大订单。在政府和国企的云服务领域，联通的沃云大有机会。合作模式中，联通能从 100 元的云服务收入中分得 30 元，未来或组建合资公司进入资本合作层面。

与铁塔公司协作日趋紧密，新协议符合经济规律。铁塔公司与三家运营商重新签订了商务定价协议，基准价格共享折扣由两家运营商共享优惠 20%、家共享优惠 30%，调整为两家共享优惠 30%、三家共享优惠 40%，锚定租户额外享受 5%共享优惠不变。王晓初认为铁塔这么做符合经济规律，但具体对联通带来多少成本降低还未全面评估。根据我们前期报告匡算结果，各产品的新定价比原价优惠了 10%左右，大幅减小了联通的铁塔使用费，降低成本端压力，有利于联通毛利率的提升。

表 5: 各共享方对应的产品价格影响

调整前	折扣	情景 1	情景 2	调整后	折扣	情景 1	情景 2		
存量占比		40%		存量占比		40%			
不共享		0	90%	80%	不共享		0	90%	80%
两家共享		20%	5%	10%	两家共享		30%	5%	10%
三家共享		30%	5%	10%	三家共享		40%	5%	10%
存量综合折扣			2.5%	5.0%	存量综合折扣			3.5%	7.0%
	折扣	情景 1	情景 2		折扣	情景 1	情景 2		
新建占比		60%		新建占比		60%			
不共享		0	10%	10%	不共享		0	10%	10%
两家共享		20%	80%	70%	两家共享		30%	80%	70%
三家共享		30%	10%	20%	三家共享		40%	10%	20%
新建综合折扣			19.0%	20.0%	新建综合折扣			28.0%	29.0%
综合折扣			12.4%	14.0%	综合折扣			18.2%	20.2%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理（不考虑成本加成率的影响，情景 1，调整前综合折扣为 12.4%，调整后为 18.2%。考虑成本加成率的影响，优惠力度大约为 $(1-12.4\%) - (1-18.2\%) \times 95.7\% = 9.3\%$ 。以此类推，情景 2 优惠力度大约为 9.6%。情景 2 相比情景 1 主要变量是共享率的提升，可见，随着未来三大运营商在铁塔共享率提升，经济效益会越大。）

2018 年固网宽带市场竞争形势趋缓。截止 2017 年 12 月底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 3.49 亿户，全年净增 5133 万户，平均增速约为 17%。其中，中国电信宽带用户超过 1.53 亿户，其中上市公司全年净增 1041 万户，同比增长 8.5%，用户总数达到 1.34 亿户。中国移动有线宽带用户全年净增 3506.3 万户，同比增长 45%，累计达 1.12687 亿户。中国联通固网宽带用户全年净增 130.3 万户，同比增 1.7%，累计达 7653.9 万户。面对中国移动在固网宽带业务的竞争，王晓初表示，中国联通的策略是避其锋芒，不能简单跟进。**2018 年中国移动也面临向用户收费，扩张阻力加大，相对来说整体形势会趋缓。**

■ 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，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，目前公司股价低于“混改”增发底价，同时股权激励事项不断推进，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)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	25395	35000	33000	32000
应收款项	44955	27339	49571	33380
存货净额	2431	41311	43002	50428
其他流动资产	9329	1694	1791	2068
流动资产合计	82234	105467	127487	118000
固定资产	449900	406837	361994	316570
无形资产及其他	26377	25322	24297	23272
投资性房地产	23973	23973	23973	23973
长期股权投资	33423	33418	33412	33407
资产总计	615907	595017	571164	515222
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211
应付款项	140333	12786	13309	15607
其他流动负债	102490	26680	27570	32394
流动负债合计	341569	318053	288937	222212
长期借款及应付债券	40371	40141	40141	40141
其他长期负债	3460	3409	3358	3307
长期负债合计	43831	43550	43499	43448
负债合计	385400	361603	332437	265661
少数股东权益	153004	155255	158107	162859
股东权益	77503	78841	80537	83363
负债和股东权益总计	615907	595699	571081	511883

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	7.0%	0.5%	0.6%	1.0%
P/E	826.8	95.0	75.0	45.0
P/B	1.6	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	6.5	8.5	7.1	5.6

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	274197	285942	302345	349125
营业成本	211584	212268	222291	253897
营业税金及附加	1064	915	756	873
销售费用	34646	33770	34800	40778
管理费用	19874	15981	15265	18267
财务费用	3855	11110	15114	12282
投资收益	743	573	485	283
资产减值及公允价值变动	(4191)	(3346)	(3324)	(3698)
其他收入	(0)	200	500	800
营业利润	(275)	9326	11780	20414
营业外净收支	856	767	1012	898
利润总额	581	10093	12792	21312
所得税费用	101	2523	3198	5328
少数股东损益	326	5658	7171	11947
归属于母公司净利润	154	1912	2423	4037

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	154	1912	2423	4037
资产减值准备	87	300	(368)	(477)
折旧摊销	71417	40922	43692	44258
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

相关研究报告

- 《中国联通-600050-重大事件快评: 与铁塔签订补充协议, 成本端受益》 ——2018-02-02
- 《中国联通-600050-重大事件快评: 首期股权激励将落地, 内部活力或逐步释放》 ——2018-01-29
- 《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

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。