

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）

2017 年 09 月 06 日

联通改革管理先行，蓄力 5G 或将“抢跑”

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：

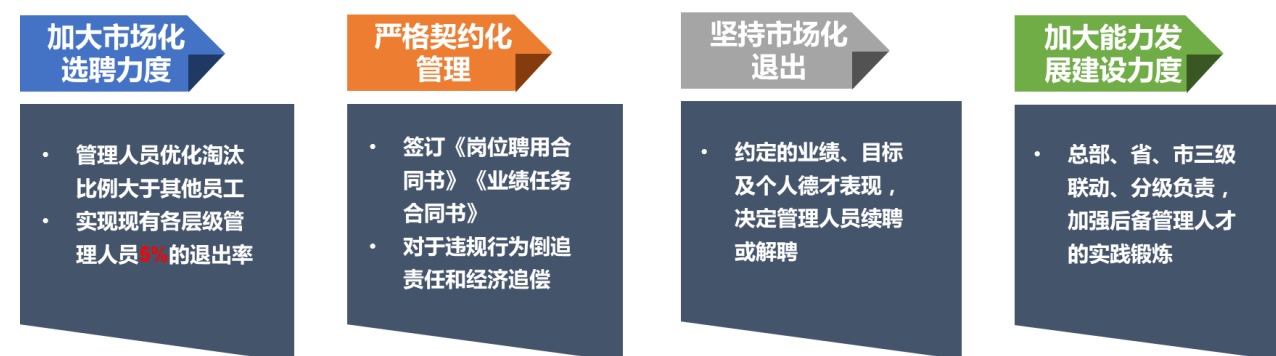
自 8 月 20 日发布混合所有制改革的专项公告后，混改带来的业务协同、组织机构调整和人员调整以及 5G 的建设是市场关注的焦点。日前，中国联通根据混合所有制改革要求并结合公司实际，对组织机构调整和人员调整方案进一步细化。

评论：

■ 联通混改管理先行，管理人员市场化改革+瘦身健体精简机构

管理人员市场化选聘机制，各层级管理人员实行 5%退出。作为本次混改的重要环节之一，中国联通坚持市场导向、改革导向、业绩导向，从管理人员着手，坚持从严从先启动管理人员市场化改革，建立市场化长效机制。其目的在于健全市场化的选人用人机制和科学合理的激励约束机制，重塑责任体系和压力体系，实现管理干部“人员能进能出、职位能上能下、薪酬能高能低”，进一步激发企业活力。

图 1：联通混改管理人员市场化改革举措



资料来源：新华网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

具体举措如下：

- **加大市场化选聘力度。**拓宽选人渠道，在加大外部选聘引进人才的同时，以组织责任落实和组织目标达成作为引导，对现有管理人员进行重新选聘。严格标准首先从管理人员严起，**管理人员优化淘汰比例大于其他员工**，重点对状态不佳、措施不力、作为不大、不能胜任本职工作的管理人员进行调整，**实现现有各层级管理人员 5% 的退出率**，激发队伍活力。在此基础上，树立市场化改革形象，建立管理人员市场化长效机制。
- **严格契约化管理。**做实任期制，去除传统的行政化管理，通过签订《岗位聘用合同书》，约定聘期、职责、权利、义务，严格任期管理和目标考核，实现契约化管理；**建立业绩承诺兑现制度**，自上而下逐级签订《业绩任务合同书》，考核指标责任到人。强化诚信经营，**对于违规经营行为建立责任倒追和经济追偿制度**。严格考核，依据考核结果实

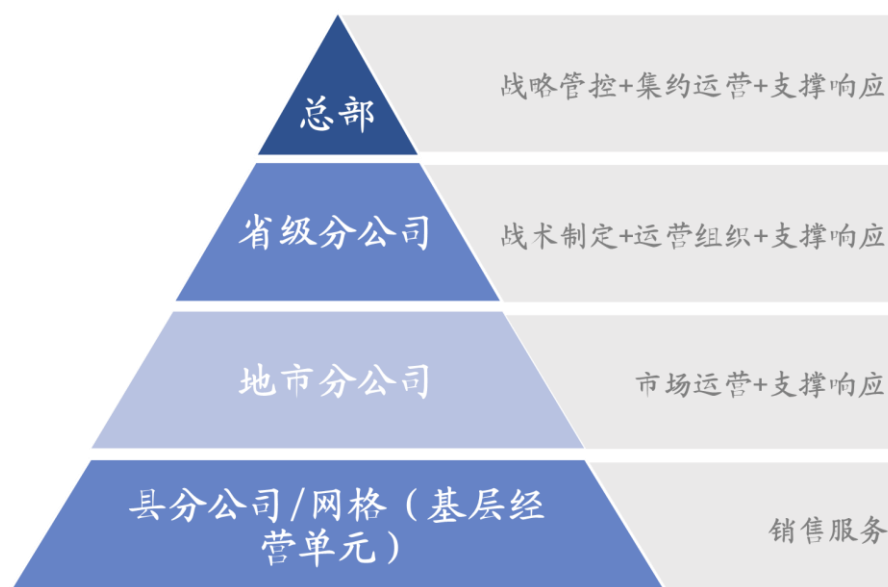
施奖惩及退出，强化契约的刚性约束。

- **坚持市场化退出。**根据《岗位聘任合同》《业绩任务合同书》约定的业绩、目标及个人德才表现，决定管理人员续聘或解聘。强化业绩目标和诚信经营要求，**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。
- **加大能力发展建设力度。**明确各级管理人员领导力标准，**加强后备管理人才培养。**总部、省、市三级联动、分级负责，加强后备管理人才的实践锻炼，建立一支分级储备、来源广泛、数量充足、结构合理、素质优良的后备管理人才队伍，为各级管理岗位提供充足的人员储备和源源不断的人才支持。

中国联通正式推出瘦身健体精简机构方案，“瘦机构臃肿之身、改人浮于事之象”。一方面，中国联通在过去近 20 年间，历经几轮整合，人员背景较为复杂，内部融合困难，并且带来增设部门、人员超编等历史遗留问题；另一方面，出于精细化运营的考虑，中国联通原有的组织结构强调专业细分，部门数量多导致管理流程较长和内部沟通不畅。因此，联通日前公布了《中国联通瘦身健体精简机构实施方案》，针对机构臃肿、人浮于事的现状，给出了详细计划。

- **组织层级方面，**明确集团总部、省级分公司、地市分公司、县分公司/网格（基层经营单元）四级组织定位。理清职责权限，在实现管理集约、资源穿透的基础上，探索推进地市分公司直管基层经营单元。转变管理思维，基层综合化，上层集约化专业化，做好对基层的服务支撑。

图 2：联通四级组织定位



资料来源：《中国联通瘦身健体精简机构实施方案》，国信证券经济研究所分析师归纳整理

- **各级机构设置方面，**此次瘦身健体精简机构实施方案并非纸上谈兵。关于部门的精简数量，中国联通已经做出了明确要求：

对于集团总部机构设置：当前联通总部机构精简已取得初步成效，部门数量从 27 个减少到 20 个；处室数量从 238 个减少到 127 个，其中净减少 56 个，生产分离 55 个；人员编制从 1787 人减少到 891 人，净减编 347 人，生产分离 549 人。

对于省级分公司机构设置：（1）北方省级分公司本部管理部门优化至 18 ± 2 个，南方省分公司本部管理部门优化至 16 ± 2 个，并鼓励省级分公司进一步主动压缩管理部门数量；（2）生产单位原则上数量不得超过 8 个；（3）建立机构数量与收入规模关联机制，年收入规模大于 100 亿（含）的省级分公司，年收入在 100 亿基础上每增加 35 亿，允许增设一个管理部门或生产单位。

对于地市分公司机构设置：（1）各地市分公司本部设置管理部门 11 ± 3 个，收入规模较小的地市分公司，鼓励进一

步压缩管理部门数量；(2)对于年收入规模大于10亿(含)的地市分公司，年度收入在10亿的基础上每增加5亿，允许增设一个管理部门或生产单位，最多可增设5个。

- **人员编制方面**，省级分公司本部人员编制从严从紧控制，根据收入规模、盈利状况、公司总体人员规模、管理模式、地域环境等因素按一定比例核定编制上限。以省级分公司整体为单位，省、地市、县级公司班子成员及各级公司职能线部门员工人数原则上不超过全口径员工总数的5%，引导和鼓励本部人员向下级和生产一线转移。
- **针对创新业务的设置方面**，联通集团层面成立的2B、2C和2I等创新业务板块和子公司，省级分公司在承接落地时应注重实效，不需要一一对应设置机构。2B业务由本地系统集成分公司(或者产业互联网公司)承接，着重打造2B业务营销能力，与集团专业子公司分工协作、形成合力；集团2C子公司独立拓展游戏、音乐、阅读、视频等业务外部市场空间。省级分公司原则上由市场部对口协调开展业务，并按照市场化原则与2C子公司进行业务结算。

方案显示，联通将于9月底前报联通集团公司审批，于10月底前完成机构及相应人员调整。经过调整，中国联通将管理和生产分离，划清市场线、职能线和支撑线三条主线，解决职能交叉问题；压缩管理层级和管理部门，解决机构臃肿、人浮于事等问题。时间之快、力度之强，彰显联通改革决心，期待混改为机制体制松绑，激发企业活力。

■ 5G建设超预期，联通节奏或将抢跑

5G投资 2019年开始加速，投资力度、速度均超预期。在此前公布的混改方案中，中国联通明确表示将积极部署5G网络，2017年至2019年总投资额达271亿元，**投入力度超预期**。中国联通2017-2019年5G项目投资额分别为1亿、80亿、190亿，由此可见联通的5G建设始于2018年并于2019年开始加速，尤其是5G无线网投资由18年的15亿陡然上升至19年的130亿，**建设速度超出市场预期**。

表 1: 5G项目投资概算情况(单位: 亿元)

	项目构成	2017 年	2018 年	2019 年
无线网	物联网投资	-	55.0	15.0
	5G 无线网投资	1.0	15.0	130.0
本地传送网	核心汇聚层波分	-	2.2	6.9
	核心汇聚及综合业务接入点分组	-	2.8	10.4
本地主干光缆	主干光缆	-	2.2	3.5
	主干管道	-	1.9	3.5
移动站点接入	基站及室分接入	-	0.8	20.8
	合计	1.0	80.0	190.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

5G演进方面，联通节奏或将抢跑。在召开的“面向5G的LTE网络创新研讨会”上，中国联通网络技术研究院无线技术研究部高级专家李福昌表示，2017年为技术验证阶段，在2-4个重点城市完成2-5个站的5G小规模试验，验证5G预商用样机整体系统能力；2018年为小规模试验，完成5G商用产品实验室功能验证，完成联通建设方案，在4-6城市进行19站规模试验网建设；2019年为试商用时期，将试验规模逐步扩大至更多城市，每个城市更多站点，并同步推进5G网络预商用；2020年为商用阶段，实现重点城市重点区域部署，总结试商用经验，推广至全国各城市。

■ 业绩有望触底，看好公司后续变革，维持“买入”评级

未来，联通有望通过调整投资支出，加大创新优化业务结构。变革层面，公司微信沃卡范围逐步扩大、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0.06/0.11/0.19元，维持“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	27298	49337	30574
存货净额	2431	41768	42485	44609
其他流动资产	9329	1692	1783	1895
流动资产合计	82234	105881	126729	109201
固定资产	449900	406244	360907	315385
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	594837	569318	505237
短期借款及交易性金融负债	98746	278588	248058	174211
应付款项	140333	12927	13149	13806
其他流动负债	102490	27005	27362	28882
流动负债合计	341569	318519	288569	216899
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	362070	332068	260347
少数股东权益	153004	154422	157233	162024
股东权益	77503	78346	80017	82866
负债和股东权益总计	615907	594837	569318	505237

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.01	0.06	0.11	0.19
每股红利	0.42	0.02	0.03	0.06
每股净资产	3.66	3.70	3.77	3.91
ROIC	3%	4%	5%	6%
ROE	0%	2%	3%	5%
毛利率	23%	25%	27%	28%
EBIT Margin	3%	7%	10%	11%
EBITDA Margin	29%	21%	24%	25%
收入增长	-1%	4%	5%	6%
净利润增长率	-96%	682%	98%	70%
资产负债率	87%	87%	86%	84%
息率	5.6%	0.2%	0.5%	0.8%
P/E	1029.1	131.6	66.4	39.0
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.9	8.6	6.7	5.3

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	285509	300922	319774
营业成本	211584	214188	219916	229331
营业税金及附加	1064	914	963	1023
销售费用	34646	34290	34937	37765
管理费用	19874	16244	15560	16468
财务费用	3855	11110	15114	12282
投资收益	743	573	485	683
资产减值及公允价值变动	(4191)	(3946)	(3824)	(3798)
其他收入	(0)	200	500	800
营业利润	(275)	5591	11593	20590
营业外净收支	856	767	1012	898
利润总额	581	6358	12605	21488
所得税费用	101	1590	3151	5372
少数股东损益	326	3564	7066	12045
归属于母公司净利润	154	1204	2388	4070

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	154	1204	2388	4070
资产减值准备	87	293	(374)	(478)
折旧摊销	71417	40922	43691	44257
公允价值变动损失	4191	3946	3824	3798
财务费用	3855	11110	15114	12282
营运资本变动	(6760)	(216690)	(22693)	18176
其它	(18508)	1124	3184	5269
经营活动现金流	50581	(169200)	30020	75093
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)	(361)	(716)	(1221)
其它融资现金流	25059	179841	(30530)	(73847)
融资活动现金流	13095	179250	(31246)	(75068)
现金净变动	3388	9605	(2000)	(1000)
货币资金的期初余额	22007	25395	35000	33000
货币资金的期末余额	25395	35000	33000	32000
企业自由现金流	10637	(161313)	42378	87793
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: (更新版) 方案出炉, “势大力沉” 引入多元协同》 —— 2017-08-21

《中国联通-600050-重大事件快评: 方案出炉, “势大力沉” 引入多元协同》 —— 2017-08-17

《中国联通-600050-重大事件快评: 中国联通投资者交流会调研纪要》 —— 2017-08-17

《中国联通-600050-中报预增点评: 业绩预增, 期待混改落地加大边际改善》 —— 2017-08-15

《中国联通-600050-再分析 PPT: 方案发布在即, 混改标杆一触即发》 —— 2017-08-06

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