

投资评级：买入（维持）

收盘价（元）	7.70
目标价（元）	9.30
上次目标价（元）	9.30

王鹏 执业证书编号：S1100516120001
 研究员 8621-68595118
 wangpeng@cczq.com

黄超 执业证书编号：S1100115080002
 联系人 8621-68595161
 huangchao@cczq.com

2017 年政府工作报告电信运营商相关内容点评

——长期利好中国联通

核心观点

事件：

2017 年政府工作报告中提到混改、提速降费、取消手机国内长途和漫游费、大幅降低中小企业互联网专线接入资费、降低国际长途电话费、加快大数据和云计算等与电信运营商紧密相关的内容。

点评：

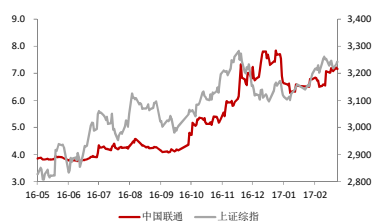
❖ 混改预期进一步增强

2017 年政府工作报告明确提出“今年要基本完成公司制改革。深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐”，中国联通混改预期进一步增强，混改通过从体制机制上解决国有企业内部管理行政化和外部行为非市场化的问题、完善市场化的激励约束机制从长期来看有利于中国联通营收增长和成本下降。

❖ 提速降费等对联通业绩影响有限

2017 年政府工作报告明确提出“今年网络提速降费要迈出更大步伐，年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费，推动“互联网+”深入发展、促进数字经济加快成长，让企业广泛受益、群众普遍受惠。”本次提速降费主要的落实点在取消手机国内长途和漫游费、大幅降低中小企业互联网专线接入资费和降低国际长途电话费这三个方面，这些提速降费政策的实施会减轻使用电信服务的个人和企业的成本和负担，让企业广泛受益、群众普遍受惠，对我国帮助传统产业加快转型升级、大众创业、万众创新均有积极意义，对固网宽带、移动电话和固定电话业务的提供商中国联通的业绩来说有一定压力但影响有限。

取消手机国内长途和漫游费对中国联通影响很小，中国联通在 2016 年 10 月 1 日已在联通集团层面制定的资费套餐中取消所有包含长途和漫游的资费，但在省级层面仍留有一定灵活性，在 2016 年 8 月联通用户中涉及国内长途和漫游费的用户仅占 4%，目前中国联通涉及国内长途

股价走势图

川财证券研究所

成都
 高新区交子大道 177 号中海国际
 中心 B 座 17 楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

和漫游费的用户占比应小于 2%，这部分用户的平均资费也小于所有用户的 APRU 值，国内长途和漫游费在这些用户资费中占比也很小（否者这部分客户会选其它无需付这笔费用的套餐），2016 年上半年移动电话语音收入为 259.9 亿，我们预测取消手机国内长途和漫游费对中国联通以后每年的营收影响不超过 2 亿，影响很小。

大幅降低中小企业互联网专线接入资费对中国联通的业绩的影响是本次提速降费最主要的部分。目前中国联通的中小企业互联网专线接入的收入暂时尚未披露，根据在 3 月 6 日的国务院政策吹风会上中国联通总裁陆益民先生的发言中国联通已于 2016 年下调互联网专线产品标准资费 35%，惠及用户 680 万户，工业和信息化部副部长陈肇雄先生在国务院政策吹风会上提到今年要大幅度降低中小企业互联网专线接入资费这项优惠政策将惠及 2200 多万中小企业，2017 年 1 月中国联通的宽带用户数为 7614 万户，我们预测联通的用户中个人和家庭用户与中小企业用户的比例约为 10:1；北京市的宽带接入资费情况如表 1：

表 1：北京市宽带接入每月资费情况

宽带速率	10Mbps	20Mbps	50Mbps
联通面向个人宽带资费（元）			148
联通面向写字楼用户宽带资费（不固定 IP）（元）	580	980	2980
联通面向商铺用户宽带资费（不固定 IP）（元）	168	180	288
其它运营商面向写字楼用户宽带资费（固定 IP）（元）		15000	

资料来源：川财证券研究所

，目前中小企业详细的用户数、固定 IP 与不固定 IP 的比例、写字楼与商铺的比例、各种带宽的比例未获得，我们粗略估算中国联通的个人和家庭宽带接入收入与中小企业的宽带接入收入之比为 7:3。在 2015 年运营商主要针对个人和家庭用户进行过大幅提速降费，2014 年下半年中国联通的固网宽带收入为 275 亿，2016 年上半年中国联通的固网宽带收入为 254 亿，在大幅度提速降费时运营商收入并未大幅下降的主要原因是用户对网络速度的需求在上升，在运营商提速降费时较多用户选择了更高速率的套餐，此次针对中小企业的提速预计也会出现类似情况，参照上次提速降费后中国联通营收的变化我们预测此次针对中小企业互联网接入的提速降费对中国联通以后每年收入的影响在 20 亿以内。

我们预测降低国际长途电话费对联通的收入影响极小。由于 OTT 的发展，当亲友在不同国家需要交流时基本都采用微信、QQ 这类 OTT 免费

服务；商务交流时，部分大型公司采用 IP 电话无需涉及国际长途电话费用，较多公司采用 skype for business 来降低国际交流电话费用，中国联通 2016 年上半年固网语音总的收入为 67.89 亿(当然移动电话也有部分涉及国际长途费用，但国际长途大部分应发生在固网)，我们可以合理预测降低国际长途电话费对联通每年收入的影响在 2 亿以内，降低国际长途电话费是国家对三家基础运营商统一的要求，三家运营商会通过与国外运营商的谈判降低结算费用，降低国际长途电话费对中国联通利润的影响更小。

本次提速降费对联通的业绩有一定影响但值较小，预测对每年营收的影响在 24 亿之内。

❖ 利好中国联通创新业务

2017 年政府工作报告明确提出“深入实施《中国制造 2025》，加快大数据、云计算、物联网应用，以新技术新业态新模式，推动传统产业生产、管理和营销模式变革”，政府工作报告强调大数据、云计算、物联网应用利好这三项业务的发展，大数据、云计算、物联网应用相关业务可能会在后期得到政府资金和政策的扶持，同时会吸引更多人才、资金投入这三个领域，有利于这三个领域产业链加速发展，大数据、云计算、物联网应用这三个中国联通的创新业务从长期来看会因此受益。

❖ **投资建议：**虽提速降费会带来一定的业绩压力但影响有限，混改会带来联通效率的提升、收入增加和成本下降，政府工作报告对混改的强调允许我们对混改的力度和时间进度持乐观预期，政府工作报告对大数据、云计算、物联网应用的强调有利于中国联通这三项创新业务获得更快发展，同时考虑到中国联通的移动数据业务增长的基础坚固潜力巨大，维持中国联通买入评级,维持目标价 9.30 元。

❖ **风险提示：**混改可能不及预期、股市可能出现系统风险、提速降费力度过大

财务和估值数据摘要

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	277048.53	272972.25	302666.52	335161.47
增速 (%)	-3.99%	-1.47%	10.88%	10.74%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3471.59	310.29	4283.06	6574.95
增速 (%)	-12.81%	-90.06%	1280.3%	53.51%
总股本 (百万)	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
EPS	0.16	0.01	0.20	0.31
PE	47.01	526.01	38.20	24.90

报表预测

利润表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	277048.53	272972.25	302666.52	335161.47
减: 营业成本	207704.32	206551.92	216385.02	233814.84
营业税金及附加	884.72	871.70	966.52	1070.29
营业费用	31965.06	34757.74	36729.76	41674.74
管理费用	19839.82	18870.50	21130.37	23523.32
财务费用	6493.42	7185.26	7438.14	6373.93
资产减值损失	4089.79	4153.69	4089.08	4110.85
加: 投资收益	-405.33	1000.00	1500.00	2000.00
公允价值变动损益	45.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5711.21	1581.43	17427.62	26593.50
加: 其他非经营损益	8155.51	-342.03	-319.57	-330.80
利润总额	13866.73	1239.40	17108.05	26262.69
减: 所得税	3432.33	306.78	4234.63	6500.62
净利润	10434.39	932.62	12873.42	19762.08
减: 少数股东损益	6962.80	622.33	8590.36	13187.13
归属母公司股东净利润	3471.59	310.29	4283.06	6574.95
资产负债表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	22006.87	13648.61	15133.33	16758.07
应收和预付款项	30312.20	27536.18	31448.21	34091.36
存货	3945.88	4368.09	4454.29	4811.27
其他流动资产	3492.80	2680.23	3238.29	3485.15
长期股权投资	32974.70	32974.70	32974.70	32974.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	452150.64	432307.95	407536.99	378474.97
无形资产和开发支出	26982.88	48520.67	70058.46	91596.25
其他非流动资产	43453.43	42695.13	41175.38	39757.26
资产总计	615319.38	604731.56	606019.64	601949.02
短期借款	85196.20	106419.83	65908.93	26450.05
应付和预收款项	220857.05	194297.16	219299.63	232180.68
长期借款	1748.36	1748.36	1748.36	1748.36
其他负债	73471.39	67550.69	69712.07	74006.46
负债合计	381273.01	370016.04	356668.99	334385.55
股本	21196.60	21196.60	21196.60	21196.60
资本公积	27811.53	27811.53	27811.53	27811.53
留存收益	31841.44	30942.75	35673.67	40749.71
归属母公司股东权益	78682.18	78728.99	83062.66	88088.36
少数股东权益	155364.20	155986.53	166287.99	179475.11
股东权益合计	234046.38	234715.52	249350.64	267563.47
负债和股东权益合计	615319.38	604731.56	606019.64	601949.02

现金流量表 (人民币, 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	89233.3	48180.29	125742.4	120909.5
投资性现金净流量	-91353.2	-74575.6	-73371.7	-72968.2
筹资性现金净流量	-1492.4	18037.06	-50886.0	-46316.5
现金流量净额	-3539.2	-8358.2	1484.7	1624.7

财务分析和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
毛利率	25.03%	24.33%	28.51%	30.24%
销售净利率	3.77%	0.34%	4.25%	5.90%
ROE	4.46%	0.40%	5.16%	7.39%
ROA	1.70%	0.15%	2.12%	3.28%
ROIC	2.95%	2.13%	5.94%	8.52%
成长能力				
销售收入增长率	-3.99%	-1.47%	10.88%	10.74%
净利润增长率	-12.81%	-91.06%	268.14%	53.51%
资本结构				
资产负债率	61.96%	61.19%	58.85%	55.55%
流动比率	0.18	0.15	0.17	0.20
速动比率	0.17	0.13	0.16	0.19
经营效率				
总资产周转率	0.48	0.45	0.50	0.55
存货周转率	48.84	47.75	47.87	48.94
业绩和估值				
EPS	0.16	0.01	0.20	0.31
PS	1.76	1.79	1.61	1.46
PE	47.01	526.01	38.20	24.90
PB	2.09	2.08	1.97	1.85

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

联系方式

川财证券有限责任公司 研究所

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

机构业务部

李沫 13611881751 limo@cczq.com
吴健 18616814608 wujian@cczq.com
胡芳 18621972006 hufang@cczq.com
闵歆琰 13482123232 minxinyan@cczq.com
袁梓芳 15502154117 yuanzifang@cczq.com

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com
马昊 13581897385 mahao@cczq.com
黄薇 15901115104 huangwei@cczq.com

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com
陈晨 15986679987 chenchen@cczq.com
王楚 18620362172 wangchu@cczq.com

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000