

中国通信服务(552 HK, HK\$4.14, 目标价 HK\$5.03, 买入) - 行业动能偏弱, 惟公司发展稳健

- ❖ **2012 年上半年增长稳定。**中国通信服务（中通服）2012 年上半年营收增长稳定，达人民币 293.6 亿，同比增长 16.4%，因为于运营商对基建维护服务的需求上升。因较低毛利的业务流程外判（BPO）部门贡献较高收入，毛利率同比微降 0.3 个百分点至 15.4%。净利润达人民币 12.1 亿，同比增长 15.7%。
- ❖ **运营性开支推动增长，而非资本性开支。**2012 年上半年的主要增长动力来自和国内运营商相关的业务，尤其是来自中国电信（728 HK）的业务。过去两年里，BPO 部门的销售增长一直超越电信基建服务（TIS）部门。BPO 部门的销售额在 2010、11 财年和 12 上半财年分别增长 16.1%、20.6% 和 22.9%，同期 TIS 业务的增长仅为 12.2%、16.1% 和 13.1%。TIS 业务的收入增长主要是由运营商资本性开支带动。而 BPO 业务则更多受运营性开支带动，包括：1) 电信网络基础设施的维护需求及 2) 智能手机热潮带动的手机分销服务需求。我们相信这两个主要的增长动力可持续性皆强，我们预测 BPO 部门的销售成长将比其他部门为快，2012 和 13 财年销售成长预期达 22.7% 和 18.9%。另一方面，我们预计 TIS 部门的增长将由宽带网络建设带动，2012 和 13 财年销售成长速度较慢，预期分别达 14.0% 和 12.0%。
- ❖ **毛利率可能面临下行压力，惟并不严重。**与电信设备行业的其他同业一样，中通服上半年毛利率下降。这是由于：1) 劳动力成本上升，2) 原材料涨价，3) 较低毛利的 BPO 部门增长较快。然而我们认为中通服将有效地缓解毛利压力，因其 1) 将低端工序外包，以节省成本；2) 专注于高毛利的总包项目；3) 冻结员工人数。我们略降 2012 和 13 财年的毛利率预测分别达 0.3 个百分点和 0.2 个百分点，至 15.7% 和 15.7%。
- ❖ **2012 年上半年海外销售同比下降 9.8%。**中通服的海外业务主要集中于总包项目，上半年则受到项目延迟的不利影响。尽管面对短期波动，中通服将不会放松海外市场，并将专注于 4 个核心市场，包括刚果、坦桑尼亚、沙特阿拉伯和港澳市场。中通服将透过 1) 外资银行的保理融资以减少应收账款风险；2) 购买出口信用保险；3) 专注于低风险的总包项目，来管理海外市场的风险。
- ❖ **因为将未来毛利率预测下降，我们分别下调了 12 和 13 财年的盈利预测 3.4% 和 1.3% 至人民币 24.3 亿及 28.1 亿。**我们将目标价由港币 5.36 调低至港币 5.03，为 2013 财年每股盈利的 10 倍，有 21.5% 的上升潜力。我们维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	45,417	53,507	62,355	71,215	81,245
净利润 (人民币百万元)	1,804	2,115	2,430	2,805	3,182
每股收益 (人民币)	0.313	0.355	0.356	0.405	0.459
每股收益变动 (%)	12.8	13.7	0.2	13.7	13.4
市盈率(x)	11.6	9.8	9.4	8.2	7.2
市帐率(x)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	3.5	4.1	4.2	4.9	5.6
权益收益率 (%)	12.2	13.1	11.8	12.5	13.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

中国通信服务 (552 HK)

评级	买入
收市价	4.14 港元
目标价	5.03 港元
市值 (港币百万)	28,674
过去 3 月平均交易 (港币百万)	18.9
52 周高/低 (港币)	4.35/2.935
发行股数 (百万股)	5,900
主要股东	中国电信 (53%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	4.0%	4.1%
3 月	8.4%	1.6%
6 月	4.0%	12.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	45,417	53,507	62,355	71,215	81,245
电信基建服务	21,637	25,115	28,631	32,067	36,396
业务流程外判服务	18,508	22,315	27,381	32,556	37,993
应用、内容及其他服务	5,272	6,077	6,343	6,592	6,856
销售成本	(38,024)	(44,998)	(52,562)	(60,047)	(68,587)
毛利	7,393	8,509	9,793	11,167	12,657
销售、一般及管理费用	(5,637)	(6,401)	(7,397)	(8,377)	(9,476)
其他营运收入	552	573	668	763	871
其他营运费用	(71)	(63)	(73)	(84)	(95)
息税前收益	2,237	2,619	2,991	3,470	3,957
息税及折旧摊销前收益	2,772	3,190	3,685	4,363	5,040
利息收入	78	84	82	68	73
融资成本	(58)	(60)	(27)	(21)	(40)
其他非营运收入/费用	3	(3)	(3)	(3)	(4)
税前利润	2,260	2,640	3,043	3,514	3,985
所得税	(458)	(534)	(624)	(720)	(817)
非控制股东权益	1	9	10	12	14
净利润	1,804	2,115	2,430	2,805	3,182

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合(%)					
电信基建服务	47.6	46.9	45.9	45.0	44.8
业务流程外判服务	40.8	41.7	43.9	45.7	46.8
应用、内容及其他服务	11.6	11.4	10.2	9.3	8.4
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.3	15.9	15.7	15.7	15.6
息税及折旧摊销前收益率	6.1	6.0	5.9	6.1	6.2
营业利润率	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9
净利润率	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
有效税率	20.3	20.2	20.5	20.5	20.5

增长 (%)

收入增长	15.0	17.8	16.5	14.2	14.1
毛利增长	16.0	15.1	15.1	14.0	13.3
息税前收益增长	9.0	17.0	14.2	16.0	14.0
净利润增长	12.8	17.2	14.9	15.5	13.4

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率 (x)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
应收账款周转天数	104	118	120	110	105
存货周转天数	18	14	14	13	13
应付账款周转天数	94	103	105	95	92
现金周期	27	28	29	28	26
净负债 / 权益比率 (%)	(45)	(39)	(37)	(34)	(32)

回报率 (%)

资本回报率	12.2	13.1	11.8	12.5	13.0
资产回报率	5.3	5.5	5.3	5.6	5.7

股息 (派民)

每股利润	0.31	0.36	0.36	0.41	0.46
每股账面值	2.56	2.71	3.02	3.25	3.55
每股股息	0.13	0.14	0.14	0.16	0.18

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	6,857	7,019	9,490	11,459	13,519
物业、厂房及设备	3,885	3,929	5,889	7,346	8,827
其他	2,972	3,090	3,601	4,113	4,692
流动资产	27,428	31,177	36,288	38,723	42,449
现金及现金等价物	8,470	7,298	8,028	8,563	9,151
存货	1,833	1,693	2,016	2,139	2,443
应收贸易款项	12,888	17,258	20,500	21,462	23,372
其他	4,237	4,929	5,743	6,560	7,483
流动负债	19,482	21,988	25,066	27,617	31,321
应付贸易账款	9,769	12,729	15,121	15,629	17,288
其他	7,933	8,261	9,647	11,139	12,634
借债	1,781	998	298	848	1,398
非流动负债	53	84	84	84	84
借债	0	0	0	0	0
其他	53	84	84	84	84

少数股东权益	133	121	141	161	184
净资产总值	14,617	16,004	20,487	22,320	24,380

股东权益	14,617	16,004	20,487	22,320	24,380
-------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	1,804	2,115	2,430	2,805	3,182
折旧和摊销	534	571	695	893	1,083
营运资金变动	(978)	(1,552)	(603)	100	16
其他	166	90	(511)	(512)	(579)
经营活动所得现金净额	1,526	1,224	2,010	3,287	3,701
资本支出	(820)	(916)	(2,654)	(2,350)	(2,564)
其他	(235)	55	0	0	0
投资活动所得现金净额	(1,055)	(861)	(2,654)	(2,350)	(2,564)
股本的变化	0	0	2,900	0	0
银行贷款变动	367	(754)	(700)	550	550
其他	(1,229)	(767)	(826)	(952)	(1,099)
融资活动所得现金净额	(861)	(1,522)	1,374	(402)	(549)
现金增加净额	(390)	(1,159)	730	535	588
年初现金及现金等价物	8,870	8,470	7,298	8,028	8,563
外汇差额	(10)	(13)	0	0	0
年末现金及现金等价物	8,470	7,298	8,028	8,563	9,151

来源：公司资料，招银国际则预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。