

## 中國通信服務(552 HK, HK\$4.14, 目標價 HK\$5.03, 買入) - 行業動能偏弱，惟公司發展穩建

- ❖ **2012 年上半年增長穩定。**中國通信服務（中通服）2012 年上半年營收增長穩定，達人民幣 293.6 億，同比增長 16.4%，因為於運營商對基建維護服務的需求上升。因較低毛利的業務流程外判（BPO）部門貢獻較高收入，毛利率同比微降 0.3 個百分點至 15.4%。淨利潤達人民幣 12.1 億，同比增長 15.7%。
- ❖ **運營性開支推動增長，而非資本性開支。**2012 年上半年的主要增長動力來自和國內運營商相關的業務，尤其是來自中國電信（728 HK）的業務。過去兩年裡，BPO 部門的銷售增長一直超越電信基建服務（TIS）部門。BPO 部門的銷售額在 2010、11 財年和 12 上半財年分別增長 16.1%、20.6% 和 22.9%，同期 TIS 業務的增長僅為 12.2%、16.1% 和 13.1%。TIS 業務的收入增長主要是由運營商資本性開支帶動。而 BPO 業務則更多受運營性開支帶動，包括：1) 電信網絡基礎設施的維護需求及 2) 智能手機熱潮帶動的手機分銷服務需求。我們相信這兩個主要的增長動力可持續性皆強，我們預測 BPO 部門的銷售成長將比其他部門為快，2012 和 13 財年銷售成長預期達 22.7% 和 18.9%。另一方面，我們預計 TIS 部門的增長將由寬帶網絡建設帶動，2012 和 13 財年銷售成長速度較慢，預期分別達 14.0% 和 12.0%。
- ❖ **毛利率可能面臨下行壓力，惟並不嚴重。**與電信設備行業的其他同業一樣，中通服上半年毛利率下降。這是由於：1) 勞動力成本上升，2) 原材料脹價，3) 較低毛利的 BPO 部門增長較快。然而我們認為中通服將有效地緩解毛利壓力，因其 1) 將低端工序外包，以節省成本；2) 專注於高毛利的總包項目；3) 凍結員工人數。我們略降 2012 和 13 財年的毛利率預測分別達 0.3 個百分點和 0.2 個百分點，至 15.7% 和 15.7%。
- ❖ **2012 年上半年海外銷售同比下降 9.8%。**中通服的海外業務主要集中於總包項目，上半年則受到項目延遲的不利影響。儘管面對短期波動，中通服將不會放鬆海外市場，並將專注於 4 個核心市場，包括剛果、坦桑尼亞、沙特阿拉伯和港澳市場。中通服將透過 1) 外資銀行的保理融資以減少應收賬風險；2) 購買出口信用保險；3) 專注於低風險的總包項目，來管理海外市場的風險。
- ❖ **因為將未來毛利率預測下降，我們分別下調了 12 和 13 財年的盈利預測 3.4% 和 1.3% 至人民幣 24.3 億及 28.1 億。**我們將目標價由港幣 5.36 調低至港幣 5.03，為 2013 財年每股盈利的 10 倍，有 21.5% 的上升潛力。我們維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	45,417	53,507	62,355	71,215	81,245
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,804	2,115	2,430	2,805	3,182
每股收益 (人民幣)	0.313	0.355	0.356	0.405	0.459
每股收益變動 (%)	12.8	13.7	0.2	13.7	13.4
市盈率 (x)	11.6	9.8	9.4	8.2	7.2
市帳率 (x)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	3.5	4.1	4.2	4.9	5.6
權益收益率 (%)	12.2	13.1	11.8	12.5	13.0
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

### 中國通信服務 (552 HK)

評級	買入
收市價	4.14 港元
目標價	5.03 港元
市值 (港幣百萬)	28,674
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	18.9
52 週高/低 (港幣)	4.35/2.935
發行股數 (百萬股)	5,900
主要股東	中國電信 (53%)

來源：彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	4.0%	4.1%
3 月	8.4%	1.6%
6 月	4.0%	12.4%

來源：彭博

### 過去一年股價



來源：彭博

#### 利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>45,417</b>	<b>53,507</b>	<b>62,355</b>	<b>71,215</b>	<b>81,245</b>
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
<b>销售成本</b>	<b>(38,024)</b>	<b>(44,998)</b>	<b>(52,562)</b>	<b>(60,047)</b>	<b>(68,587)</b>
<b>毛利</b>	<b>7,393</b>	<b>8,509</b>	<b>9,793</b>	<b>11,167</b>	<b>12,657</b>
<b>销售、一般及管理费用</b>	<b>(5,637)</b>	<b>(6,401)</b>	<b>(7,397)</b>	<b>(8,377)</b>	<b>(9,476)</b>
其他营运收入	552	573	668	763	871
其他营运费用	(71)	(63)	(73)	(84)	(95)
<b>息税前收益</b>	<b>2,237</b>	<b>2,619</b>	<b>2,991</b>	<b>3,470</b>	<b>3,957</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>2,772</b>	<b>3,190</b>	<b>3,685</b>	<b>4,363</b>	<b>5,040</b>
<b>利息收入</b>	<b>78</b>	<b>84</b>	<b>82</b>	<b>68</b>	<b>73</b>
融资成本	(58)	(60)	(27)	(21)	(40)
其他非营运收入/费用	3	(3)	(3)	(3)	(4)
<b>税前利润</b>	<b>2,260</b>	<b>2,640</b>	<b>3,043</b>	<b>3,514</b>	<b>3,985</b>
<b>所得税</b>	<b>(458)</b>	<b>(534)</b>	<b>(624)</b>	<b>(720)</b>	<b>(817)</b>
非控制股东权益	1	9	10	12	14
<b>净利润</b>	<b>1,804</b>	<b>2,115</b>	<b>2,430</b>	<b>2,805</b>	<b>3,182</b>

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
<b>销售组合(%)</b>					
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
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

#### 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
<b>流动资产</b>	<b>27,428</b>	<b>31,177</b>	<b>36,288</b>	<b>38,723</b>	<b>42,449</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>19,482</b>	<b>21,988</b>	<b>25,066</b>	<b>27,617</b>	<b>31,321</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>53</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>14,617</b>	<b>16,004</b>	<b>20,487</b>	<b>22,320</b>	<b>24,380</b>

<b>股东权益</b>	<b>14,617</b>	<b>16,004</b>	<b>20,487</b>	<b>22,320</b>	<b>24,380</b>
-------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

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)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,526</b>	<b>1,224</b>	<b>2,010</b>	<b>3,287</b>	<b>3,701</b>
资本支出	(820)	(916)	(2,654)	(2,350)	(2,564)
其他	(235)	55	0	0	0
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,055)</b>	<b>(861)</b>	<b>(2,654)</b>	<b>(2,350)</b>	<b>(2,564)</b>
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)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(861)</b>	<b>(1,522)</b>	<b>1,374</b>	<b>(402)</b>	<b>(549)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(390)</b>	<b>(1,159)</b>	<b>730</b>	<b>535</b>	<b>588</b>
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
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>8,470</b>	<b>7,298</b>	<b>8,028</b>	<b>8,563</b>	<b>9,151</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的新酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。