

中國通信服務 (552 HK, HK\$3.34, 目標價HK\$4.29, 買入) - 運營商的高資本支出推動15財年前景向好

- ❖ 成本增加拖累下半年業績。中通服發佈14年下半年業績，營收同比上升9.2%至人民幣394.3億元。國內運營商業務的營收同比大升16.0%至人民幣265.8億元，得益於運營商對4G網絡建設的強勁需求。14年下半年國內非運營商業務及海外業務營收按年分別下滑2.2%和4.1%。因分包成本上升，毛利率同比微降0.1個百分點至14.9%。下半年淨利潤達人民幣9.13億元，同比下降8.4%。因運營費用增長，淨利潤率同比收窄0.4個百分點至2.3%。每股全年股息達人民幣0.093元。派息比率從13財年的40%下降至14財年的30%。
- ❖ 國內的運營商業務將推動15財年增長。中國電信於14年下半年推出FDD試驗網，拉動中通服14年下半年來自中國電信(728 HK)的收入按年增長21.3%至人民幣193億元。隨著中國電信和中國聯通(762 HK)在15年2月皆獲得FDD入網牌照，我們預計兩家公司都將加快4G建設。中國電信和中國聯通分別上調了15年的預測資本支出至人民幣1,080億元和1,000億元，分別同比增長40%和18%。增量資本支出主要流向4G相關領域，如基站擴建和室內覆蓋，以實現深度4G覆蓋。14財年下半年，來自於中國電信的收入占總收入的49.0%，仍為公司的主要收入來源。我們相信，國內的運營商業務，尤其是來自中國電信的收入將成為15財年的主要增長動力。我們預測中通服的國內運營商業務15財年將錄得同比16.5%的收入增長，達人民幣549億元。
- ❖ 努力加強成本控制和應收帳管理。工資上漲導致分包成本上升，14下半年的業績於是受到拖累。我們預計中通服會進一步將低端的工序外包以控制成本並減低直接人工成本。通過加強應收賬款的回收，中通服成功地將自由現金流從13財年的淨流出人民幣3.24億元扭轉至14財年的淨流入人民幣8.33億元。
- ❖ 重申買入評級。運營商積極地推高資本支出，我們認為中通服15財年前景向好。不過，公司仍需要努力削減成本來維持利潤率。因利潤率壓力強於預期，我們分別下調了15和16財年的每股盈利預測達8.4%和9.8%至人民幣0.34元及0.37元。我們將目標價由港幣4.80元調低至港幣4.29元，為15財年每股盈利的10倍，有28.3%的上升潛力。我們認為目前公司估值便宜並維持買入評級。

中國通信服務 (552 HK)

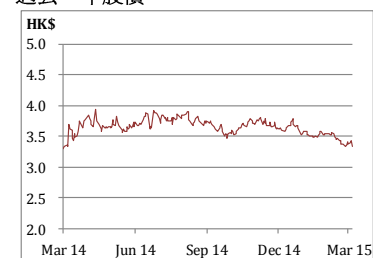
評級	買入
收市價(港幣)	3.34
目標價(港幣)	4.29
市值(港幣百萬)	23,133
過去3月平均交易(港幣百萬)	24.43
52周高/低(港幣)	3.99/3.3
發行股數(百萬股)	6,926
主要股東	中國電信(51%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-3.1%	-1.4%
3月	-4.5%	-8.6%
6月	-7.5%	-9.7%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
營業額(人民幣百萬元)	61,517	68,459	73,176	83,065	91,891
淨利潤(人民幣百萬元)	2,407	2,238	2,150	2,375	2,591
每股收益(人民幣)	0.35	0.32	0.31	0.34	0.37
每股收益變動(%)	-1.4	-8.4	-3.9	10.4	9.1
市盈率(x)	7.6	8.3	8.6	7.8	7.1
市帳率(x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8
股息率(%)	5.3	4.8	3.5	3.8	5.6
權益收益率(%)	11.5	10.0	9.1	9.4	9.8
淨財務杠杆率(%)	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

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
收入	61,517	68,459	73,176	83,065	91,891
电信基建服务	28,413	32,036	34,008	39,959	44,635
业务流程外判服务	26,304	29,012	31,215	34,399	37,771
应用、内容及其他服务	6,800	7,411	7,953	8,706	9,485
销售成本	(51,732)	(58,081)	(62,495)	(70,994)	(78,554)
毛利	9,785	10,378	10,682	12,071	13,337
销售、一般及管理费用	(7,515)	(8,288)	(8,777)	(9,885)	(10,935)
其他营运收入	747	712	711	831	919
其他营运费用	(69)	(117)	(85)	(166)	(184)
息税前收益	2,948	2,685	2,531	2,851	3,137
息税及折旧摊销前收益	3,580	3,358	3,236	3,585	3,910
利息收入	105	90	95	97	92
融资成本	(26)	(11)	(20)	(24)	(39)
其他非营运收入/费用	5	14	26	29	32
税前利润	3,031	2,779	2,631	2,953	3,221
所得税	(586)	(493)	(463)	(558)	(609)
非控制股东权益	(39)	(47)	(18)	(20)	(22)
净利润	2,407	2,238	2,150	2,375	2,591

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
非流动资产	7,824	8,095	8,553	9,133	9,699
物业、厂房及设备	4,518	4,687	4,539	4,576	4,659
递延税款资产	205	292	332	377	417
其他	3,101	3,116	3,682	4,180	4,624
流动资产	37,137	40,156	44,208	49,843	54,320
现金及现金等价物	8,879	6,760	7,314	7,082	6,548
存货	1,895	2,228	2,421	2,918	3,443
应收贸易款项	21,322	25,428	27,441	31,861	35,497
其他	5,040	5,740	7,033	7,983	8,831
流动负债	23,714	25,740	28,378	32,695	35,731
应付贸易账款	14,844	17,081	18,816	20,812	22,598
其他	8,460	8,606	9,316	11,227	12,248
借债	410	54	247	657	886
非流动负债	245	223	840	938	1,006
借债	90	52	39	29	0
递延税款负债	21	17	13	15	17
其他	134	154	788	894	989
少数股东权益	499	515	513	583	645
净资产总值	20,503	21,773	23,030	24,760	26,638
股东权益	20,503	21,773	23,030	24,760	26,638

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)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
营业利润	2,948	2,685	2,531	2,851	3,137
折旧和摊销	632	673	705	734	773
营运资金变动	(2,110)	(2,702)	(1,054)	(1,959)	(2,204)
利息支出	(27)	(12)	(20)	(24)	(39)
利息收入	97	92	95	97	92
税款支出	(597)	(582)	(507)	(601)	(647)
其他	9	167	(141)	9	10
经营活动所得现金净额	952	321	1,609	1,106	1,121
资本支出	(973)	(809)	(557)	(771)	(855)
其他	(74)	(200)	(319)	(391)	(349)
投资活动所得现金净额	(1,046)	(1,009)	(877)	(1,162)	(1,204)
股本的变化	2,964	0	0	0	0
银行贷款变动	(656)	(391)	180	400	200
股息	(878)	(1,007)	(896)	(645)	(712)
其他	172	0	559	69	62
融资活动所得现金净额	1,601	(1,398)	(156)	(175)	(451)
现金增加净额	1,507	(2,086)	576	(231)	(534)
年初现金及现金等价物	7,380	8,879	6,760	7,314	7,082
外汇差额	(8)	(33)	(23)	0	0
年末现金及现金等价物	8,879	6,760	7,314	7,082	6,548

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
电信基建服务	46.2	46.8	46.5	48.1	48.6
业务流程外判服务	42.8	42.4	42.7	41.4	41.1
应用、内容及其他服务	11.1	10.8	10.9	10.5	10.3
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	15.9	15.2	14.6	14.5	14.5
息税及折旧摊销前收益率	5.8	4.9	4.4	4.3	4.3
营业利润率	4.8	3.9	3.5	3.4	3.4
净利润率	3.9	3.3	2.9	2.9	2.8
有效税率	19.3	17.7	17.6	18.9	18.9

增长 (%)

收入增长	14.4	11.3	6.9	13.5	10.6
毛利增长	14.0	6.1	2.9	13.0	10.5
息税前收益增长	11.2	(8.9)	(5.7)	12.6	10.0
净利润增长	13.0	(7.0)	(3.9)	10.4	9.1

资产负债比率

流动比率 (x)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
速动比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
应收账款周转天数	127	136	137	140	141
存货周转天数	13	14	14	15	16
应付帐款周转天数	105	107	110	107	105
现金周期	35	42	41	48	52
净负债 / 权益比率 (%)	(40)	(30)	(30)	(25)	(21)

回报率 (%)

资本回报率	11.5	10.0	9.1	9.4	9.8
资产回报率	5.4	4.6	4.1	4.0	4.2

每股数据 (人民币)

每股利润	0.35	0.32	0.31	0.34	0.37
每股账面值	3.08	3.22	3.40	3.66	3.94
每股股息	0.14	0.13	0.09	0.10	0.15

来源：公司资料，招银国际预测

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) 他們的薪酬在過往、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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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，並可能會受目標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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。接收本報告之行為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。