

中國通信服務 (552 HK, HK\$5.16, 目標價 HK\$5.95, 買入) -12 財年業績穩健, 13 財年勢頭更強

- ❖ **12 財年業績增長穩定。**中通服發佈 12 財年業績，營收同比上升 14.4% 至人民幣 615.2 億元。國內運營商，尤其是中國移動(941 HK)和中國聯通(762 HK)為主要的增長動力。來自國內運營商的收入增長了 16.2% 至人民幣 397.5 億元，佔 12 財年總收入的 64.6%。毛利率比去年微降 0.1 個百分點至 15.9%。淨利潤達人民幣 24.1 億元，同比增長 13.0%。2012 年 2 月的供股令總股本擴大，12 財年的每股盈利因而下降 1.4% 至人民幣 0.353 元。每股全年股息達人民幣 0.139 元，派息率達 40%。
- ❖ **受益於 4G 發展加速。**12 財年的主要增長動力來自業務流程外包(BPO)部門的強勁增長。BPO 部門受運營商的運營開支增長帶動，去年營收增長達 17.8%。電信網絡基建的維護需求加上智能手機的分銷服務需求為 BPO 部門增長的原動力。我們認為在未來幾年，這兩個增長點動力依舊。另一方面，電信基建服務(TIS)部門主要受運營商資本開支帶動。去年運營商的資本開支偏向審慎，導致此部門在 12 財年只增長了 12.0%。然而，我們相信中國移動的 4G-LTE 部署在今年轉為積極，13 年 4G 資本開支規劃高達人民幣 417 億元，將為 TIS 部門重新注入動力。如果中國電信(728 HK)能早於市場預期獲得 4G 牌照，TIS 部門的需求可望進一步提高。
- ❖ **海外業務波動，惟 12 財年或是谷底。**中通服的海外業務主要集中於總包項目，12 財年上半年受到項目延遲的不利影響，海外業務營收下跌 7.0%。此批遭延遲的項目(包括價值兩億美元的剛果第二期光纖骨幹網項目)已在 12 財年下半年開始動工，因此我們預計 13 財年海外業務將出現反彈。管理層指出公司目前在手的海外項目總值達人民幣 30 億元。至於中國國家主席習近平最近訪問非洲並和非洲國家建立更緊密的關係。我們預計來年將會有更多的非洲電信基建項目得到中國的援助建設，中通服也將受益。另外，中通服對海外併購保持審慎態度，目前還沒有收購目標。
- ❖ **我們認為 BPO 部門的增長可持續，並預計 TIS 部門和海外業務將在 13 財年出現反彈。**我們分別上調了 13 財年的營收和盈利預測達 1.2% 和 6.8% 至人民幣 720.4 億及 30.0 億元。我們將目標價由港幣 5.03 調高至港幣 5.95，為 13 財年每股盈利的 11 倍，有 15.3% 的上升潛力。我們維持買入評級。

中國通信服務 (552 HK)

評級	買入
收市價	5.16 港元
目標價	5.95 港元
市值 (港幣百萬)	35,738
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	27.4
52 周高/低 (港幣)	5.2/3.54
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	2.6%	4.2%
3 月	15.4%	16.2%
6 月	15.7%	5.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	53,780	61,517	72,042	83,587	95,329
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,129	2,407	2,996	3,554	4,027
每股收益 (人民幣)	0.358	0.353	0.433	0.513	0.581
每股收益變動 (%)	14.5	-1.4	22.6	18.6	13.3
市盈率(x)	12.2	11.7	9.5	8.0	7.1
市帳率(x)	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	3.3	3.4	4.2	5.0	5.6
權益收益率 (%)	13.2	11.5	13.0	13.9	14.2
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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	53,780	61,517	72,042	83,587	95,329
电信基建服务	25,378	28,413	33,329	38,861	44,185
业务流程外判服务	22,325	26,304	31,091	36,284	42,017
应用、内容及其他服务	6,077	6,800	7,621	8,442	9,127
销售成本	(45,199)	(51,732)	(60,551)	(70,125)	(79,986)
毛利	8,581	9,785	11,490	13,462	15,343
销售、一般及管理费用	(6,465)	(7,515)	(8,573)	(9,947)	(11,344)
其他营运收入	599	747	874	1,014	1,157
其他营运费用	(64)	(69)	(81)	(94)	(107)
息税前收益	2,652	2,948	3,711	4,435	5,048
息税及折旧摊销前收益	3,223	3,580	4,437	5,266	5,995
利息收入	86	105	89	85	86
融资成本	(65)	(26)	(27)	(46)	(64)
其他非营运收入/费用	(3)	5	6	7	8
税前利润	2,670	3,031	3,778	4,481	5,078
所得税	(539)	(586)	(737)	(874)	(990)
非控制股东权益	(2)	(39)	(46)	(53)	(61)
净利润	2,129	2,407	2,996	3,554	4,027

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	7,019	7,824	8,992	10,309	11,648
物业、厂房及设备	3,929	4,518	5,120	5,817	6,525
递延税款资产	196	205	240	278	317
其他	2,894	3,101	3,632	4,214	4,806
流动资产	31,177	37,137	43,258	49,292	55,621
现金及现金等价物	7,298	8,879	8,158	8,114	8,397
存货	1,693	1,895	2,157	2,498	2,849
应收贸易款项	17,258	21,322	27,040	31,832	36,564
其他	4,929	5,040	5,903	6,849	7,811
流动负债	21,988	23,714	28,858	33,731	38,668
应付贸易账款	12,729	14,844	17,253	19,597	22,352
其他	8,261	8,460	10,645	12,624	14,307
借债	998	410	960	1,510	2,010
非流动负债	84	245	272	301	330
借债	0	90	90	90	90
递延税款负债	23	21	25	28	32
其他	60	134	157	182	208
少数股东权益	121	499	585	679	774
净资产总值	16,004	20,503	22,536	24,891	27,497
股东权益	16,004	20,503	22,536	24,891	27,497

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	2,652	2,948	3,711	4,435	5,048
折旧和摊销	571	632	726	831	946
营运资金变动	(1,552)	(2,064)	(2,248)	(1,756)	(1,608)
利息支出	(59)	(26)	(27)	(46)	(64)
利息收入	89	105	89	85	86
税款支出	(559)	(586)	(768)	(908)	(1,025)
其他	82	(7)	(40)	(47)	(53)
经营活动所得现金净额	1,224	1,002	1,443	2,594	3,330

资本支出	(916)	(1,221)	(1,329)	(1,527)	(1,655)
其他	55	(133)	(508)	(557)	(566)
投资活动所得现金净额	(861)	(1,354)	(1,836)	(2,084)	(2,221)

股本的变化	0	2,900	0	0	0
银行贷款变动	(754)	(499)	550	550	500
股息	(787)	(846)	(963)	(1,198)	(1,422)
其他	20	378	85	94	95
融资活动所得现金净额	(1,522)	1,933	(327)	(555)	(826)

现金增加净额	(1,159)	1,581	(721)	(44)	283
年初现金及现金等价物	8,470	7,298	8,879	8,158	8,114
外汇差额	(13)	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,298	8,879	8,158	8,114	8,397

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
电信基建服务	47.2	46.2	46.3	46.5	46.4
业务流程外判服务	41.5	42.8	43.2	43.4	44.1
应用、内容及其他服务	11.3	11.1	10.6	10.1	9.6
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.0	15.9	15.9	16.1	16.1
息税及折旧摊销前收益率	6.0	5.8	6.2	6.3	6.3
营业利润率	4.9	4.8	5.2	5.3	5.3
净利润率	4.0	3.9	4.2	4.3	4.2
有效税率	20.2	19.3	19.5	19.5	19.5

增长 (%)

收入增长	18.4	14.4	17.1	16.0	14.0
毛利增长	16.1	14.0	17.4	17.2	14.0
息税前收益增长	18.5	11.2	25.9	19.5	13.8
净利润增长	18.0	13.0	24.5	18.6	13.3

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4
速动比率 (x)	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
应收账款周转天数	117	127	137	139	140
存货周转天数	14	13	13	13	13
应付帐款周转天数	103	105	104	102	102
现金周期	28	35	46	50	51
净负债 / 权益比率 (%)	(39)	(40)	(31)	(25)	(22)

回报率 (%)

资本回报率	13.2	11.5	13.0	13.9	14.2
资产回报率	5.6	5.4	5.7	6.0	6.0

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.35	0.43	0.51	0.58
每股账面值	2.71	3.08	3.34	3.69	4.08
每股股息	0.14	0.14	0.17	0.21	0.23

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: 香港中環夏愨道 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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。