

中国通信服务 (552 HK, HK\$3.95, 目标价 HK\$5.36, 买入) - 受惠中国资本支出成长, 前景稳健

- ❖ **与国内三大运营商关系密切。**三大运营商为中通服的主要股东以及主要客户。由于与三大运营商, 尤其中国电信集团有控股及多年合作的牢固长期关系, 中通服从国内运营商手上拿到电信服务业务的显要份额。在国内运营商网络建设市场的主要竞争对手多为地方级的承包商。在网络设计和维护市场, 竞争主要来自中国联通和中国移动的研究院。中通服在服务业务的专业地位及其股东结构皆令公司在国内电信服务业务享有独特的竞争优势。
- ❖ **2012 年国内电信运营商的资本支出维持稳健增长。**尽管和 2G 相关的资本支出增长于 2012 年将会放缓, 惟 3G 网络优化和宽带传输网络建设的需求增长仍然强劲, 中国运营商的资本支出展望将维持稳健成长。国内运营商于 11 财年业绩发布后皆给予超出市场预期的 2012 年资本支出指引, 预期运营商资本支出总额将达人民币 3,280 亿, 比 2011 年增长 10.5%。运营商的资本支出水平的高低将直接影响中通服的电信基建服务分部收入。与运营商的资本支出相比, 电信基建服务分部收入增长更快, 波动性更小。
- ❖ **非运营商及海外市场。**中通服逐步打入国内非运营商服务市场, 包括基础设施、交通、能源和金融行业。相较于运营商服务市场, 非运营商服务市场更大, 更为分散。中通服于非运营商市场扩张快速, 将有利于其业务流程外判服务和应用、内容服务部门的成长。海外业务方面, 中通服涉足超过 50 个国家和地区。公司专注于新兴市场, 如非洲、中东、南美及东南亚地区。受比较基数较高和欧洲经济危机影响, 我们预期中通服的海外业务增长将于 2012 年大幅减速。
- ❖ **我们预测 2012-14 财年每股收益分别为人民币 0.36 元、0.41 元和 0.47 元。目前价格分别达 8.8 倍和 7.8 倍 12 及 13 财年预测市盈率。我们的目标价为 5.36 港元, 相当于 2012 财年 12 倍市盈率, 代表着 35.7% 的上升潜力。首次评级买入。**

中国通信服务 (552 HK)

评级	买入
收市价	3.95 港元
目标价	5.36 港元
市值 (港币百万)	24,372
过去 3 月平均交易 (港币百万)	17.0
52 周高/低 (港币)	4.754/2.935
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	5.6%	2.5%
3 月	10.0%	17.9%
6 月	18.7%	12.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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	62,027	70,814	80,823
净利润 (人民币百万元)	1,804	2,115	2,515	2,841	3,269
每股收益 (人民币)	0.313	0.366	0.363	0.410	0.472
每股收益变动 (%)	12.8	17.2	-0.9	13.0	15.1
市盈率(x)	11.1	9.1	8.8	7.8	6.7
市帐率(x)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	3.6	4.4	4.5	5.2	6.0
权益收益率 (%)	12.2	13.1	12.1	12.6	13.2
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

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	45,417	53,507	62,027	70,814	80,823
电信基建服务	21,637	25,115	29,385	33,058	37,454
业务流程外判服务	18,508	22,315	25,663	29,743	34,145
应用、内容及其他服务	5,272	6,077	6,980	8,013	9,223
销售成本	(38,024)	(44,998)	(52,085)	(59,542)	(67,985)
毛利	7,393	8,509	9,942	11,272	12,837
销售、一般及管理费用	(5,637)	(6,401)	(7,420)	(8,401)	(9,507)
其他营运收入	552	573	665	759	866
其他营运费用	(71)	(63)	(73)	(83)	(95)
息税前收益	2,237	2,619	3,113	3,547	4,101
息税及折旧摊销前收益	2,772	3,190	3,808	4,440	5,184
利息收入	78	84	99	93	95
融资成本	(58)	(60)	(59)	(78)	(98)
其他非营运收入/费用	3	(3)	(3)	(3)	(4)
税前利润	2,260	2,640	3,150	3,558	4,095
所得税	(458)	(534)	(646)	(729)	(839)
非控制股东权益	1	9	10	12	14
净利润	1,804	2,115	2,515	2,841	3,269

来源：公司资料，招銀国际预测

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	47.4	46.7	46.3
业务流程外判服务	40.8	41.7	41.4	42.0	42.2
应用、内容及其他服务	11.6	11.4	11.3	11.3	11.4
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.3	15.9	16.0	15.9	15.9
息税及折旧摊销前收益率	6.1	6.0	6.1	6.3	6.4
营业利润率	4.9	4.9	5.0	5.0	5.1
净利润率	4.0	4.0	4.1	4.0	4.0
有效税率	20.3	20.2	20.5	20.5	20.5

增长 (%)

收入增长	15.0	17.8	15.9	14.2	14.1
毛利增长	16.0	15.1	16.8	13.4	13.9
息税前收益增长	9.0	17.0	18.9	13.9	15.6
净利润增长	12.8	17.2	18.9	13.0	15.1

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
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	105	103	103
存货周转天数	18	14	14	13	13
应付账款周转天数	94	103	95	93	92
现金周期	27	28	24	23	24
净负债 / 权益比率 (%)	(45)	(39)	(45)	(40)	(35)

回报率 (%)

资本回报率	12.2	13.1	12.1	12.6	13.2
资产回报率	5.3	5.5	5.4	5.5	5.6

每股数据 (人民币)

每股利润	0.31	0.37	0.36	0.41	0.47
每股账面值	2.56	2.79	2.99	3.26	3.57
每股股息	0.13	0.15	0.15	0.16	0.19

来源：公司资料，招銀国际预测

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	9,471	11,436	13,495
物业、厂房及设备	3,885	3,929	5,889	7,346	8,827
其他	2,972	3,090	3,582	4,090	4,668
流动资产	27,428	31,177	36,767	40,116	44,428
现金及现金等价物	8,470	7,298	11,212	11,489	11,755
存货	1,833	1,693	1,998	2,121	2,421
应收贸易款项	12,888	17,258	17,843	19,983	22,807
其他	4,237	4,929	5,713	6,523	7,444
流动负债	19,482	21,988	25,442	28,900	33,116
应付贸易账款	9,769	12,729	13,556	15,171	17,136
其他	7,933	8,261	9,987	11,281	12,982
借债	1,781	998	1,898	2,448	2,998
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	160	183
净资产总值	14,617	16,004	20,572	22,407	24,540
股东权益	14,617	16,004	20,572	22,407	24,540

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	1,804	2,115	2,515	2,841	3,269
折旧和摊销	534	571	695	893	1,083
营运资金变动	(978)	(1,552)	878	(163)	(381)
其他	166	90	(492)	(507)	(578)
经营活动所得现金净额	1,526	1,224	3,596	3,063	3,393
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)	900	550	550
其他	(1,229)	(767)	(827)	(986)	(1,114)
融资活动所得现金净额	(861)	(1,522)	2,973	(436)	(564)
现金增加净额	(390)	(1,159)	3,914	277	265
年初现金及现金等价物	8,870	8,470	7,298	11,212	11,489
外汇差额	(10)	(13)	0	0	0
年末现金及现金等价物	8,470	7,298	11,212	11,489	11,755

来源：公司资料，招银国际预测

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，请与我们联络。

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。