

中国通信服务 (552 HK, HK\$3.97, 未评级) - 下半年展望强劲, 资本支出上升的受益者

- ❖ 上半年增长稳定。中国通信服务（中通服）2011年上半年营收增长稳定，达人民币251.9亿，同比增长16.0%，归因于移动网络和光纤宽带升级需求上升。因高毛利的电信基础设施服务（TIS）部门贡献较高收入，毛利率同比微升0.2个百分点至15.7%。净利润达10.53亿人民币，同比增长16.3%。
- ❖ 运营商资本支出增加刺激成长。中通服是中国运营商资本支出成长的标的。公司从国内电讯运营商产生的营收同比增长19.1%至人民币159.3亿。在国内三大运营商中，中国移动（941 HK）是中通服增长最快的客户，因中通服成功增加其在中国移动GSM优化和TD-LTE项目中的市场份额。由于运营商的资本支出将集中于今年年底，我们预计中通服的运营商部门将受惠，尤其受惠自中国电信（728 HK）的“宽带中国，光网城市”项目和中国移动的TD-LTE网络建造。
- ❖ 改善收入结构，毛利率转佳。海外市场的增幅从2010年的同比增长73.0%放缓至11年上半年的17.5%，因中通服自中东和北非等政治动荡地区退出。非运营商市场的增长亦于上半年下降至同比9.9%，因中通服有意识地放慢低毛利的分销外包（BPO）业务。上半年BPO的营收占比同比下降了1.0个百分点至41.6%。管理层坚持将公司从劳动密集型的分销商转变成科技密集型的创新制造商。不像其他的电信设备同行毛利受压，中通服的毛利率因收入组合改善而有所上升。我们预计下半年毛利率为17.0%，同比小幅提高0.1%。
- ❖ 由于运营商下半年资本支出展望转强，我们认为中通服的业务可见度较高和增长前景亦较稳定。过去2个月股价下跌了约20%，而最近运营商在中期财报中确认无线和宽带资本支出增长无虞。目前价格为9.1倍FY11市场预期市盈率，中通服过去两年交易在8.5-15.5倍市盈率。我们认为目前估值并不高。

财务资料

(截至12月31日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万元)	39,499	45,417	52,465	60,124	67,817
净利润(人民币百万元)	1,599	1,818	2,108	2,437	2,693
每股收益(人民币)	0.280	0.320	0.362	0.407	0.451
每股收益变动(%)	16.7	14.3	13.1	12.4	10.8
市盈率(x)	11.8	10.3	9.1	8.1	7.3
市帐率(x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	3.3	3.9	4.2	5.0	5.5
权益收益率(%)	12.7	13.3	13.8	14.6	15.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及彭博

中国通信服务 (552 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.97
目标价	N.A.
市值(港币百万)	22,914
过去3个月平均交易(港币百万)	19.20
52周高/低(港币)	5.76/3.38
发行股数(百万股)	5,772
主要股东	中国电信 (53%)

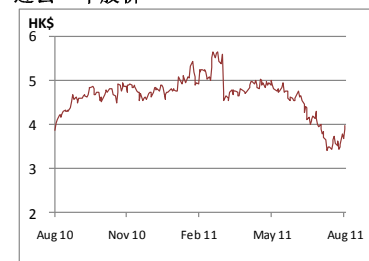
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	1.8%	10.9%
3月	-17.5%	-8.0%
6月	-24.2%	-14.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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关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責任。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。