

中国通信服务 (552 HK, HK\$5.16, 目标价 HK\$5.95, 买入) -12 财年业绩稳健, 13 财年势头更强

- ❖ **12 财年业绩增长稳定。**中通服发布 12 财年业绩, 营收同比上升 14.4% 至人民币 615.2 亿元。国内运营商, 尤其是中国移动(941 HK)和中国联通(762 HK)为主要的增长动力。来自国内运营商的收入增长了 16.2% 至人民币 397.5 亿元, 占 12 财年总收入的 64.6%。毛利率比去年微降 0.1 个百分点至 15.9%。净利润达人民币 24.1 亿元, 同比增长 13.0%。2012 年 2 月的供股令总股本扩大, 12 财年的每股盈利因而下降 1.4% 至人民币 0.353 元。每股全年股息达人民币 0.139 元, 派息率达 40%。
- ❖ **受益于 4G 发展加速。**12 财年的主要增长动力来自业务流程外包(BPO)部门的强劲增长。BPO 部门受运营商的运营开支增长带动, 去年营收增长达 17.8%。电信网络基建的维护需求加上智能手机的分销服务需求为 BPO 部门增长的原动力。我们认为在未来几年, 这两个增长点动力依旧。另一方面, 电信基建服务(TIS)部门主要受运营商资本开支带动。去年运营商的资本开支偏向审慎, 导致此部门在 12 财年只增长了 12.0%。然而, 我们相信中国移动的 4G-LTE 部署在今年转为积极, 13 年 4G 资本开支规划高达人民币 417 亿元, 将为 TIS 部门重新注入动力。如果中国电信(728 HK)能早于市场预期获得 4G 牌照, TIS 部门的需求可望进一步提高。
- ❖ **海外业务波动, 惟 12 财年或是谷底。**中通服的海外业务主要集中于总包项目, 12 财年上半年受到项目延迟的不利影响, 海外业务营收下跌 7.0%。此批遭延迟的项目(包括价值两亿美元的刚果第二期光纤骨干网项目)已在 12 财年下半年开始动工, 因此我们预计 13 财年海外业务将出现反弹。管理层指出公司目前在手的海外项目总值达人民币 30 亿元。至于中国国家主席习近平最近访问非洲并和非洲国家建立更紧密的关系。我们预计来年将会有更多的非洲电信基建项目得到中国的援助建设, 中通服也将受益。另外, 中通服对海外并购保持审慎态度, 目前还没有收购目标。
- ❖ **我们认为 BPO 部门的增长可持续, 并预计 TIS 部门和海外业务将在 13 财年出现反弹。**我们分别上调了 13 财年的营收和盈利预测达 1.2% 和 6.8% 至人民币 720.4 亿及 30.0 亿元。我们将目标价由港币 5.03 调高至港币 5.95, 为 13 财年每股盈利的 11 倍, 有 15.3% 的上升潜力。我们维持买入评级。

中国通信服务 (552 HK)

评级	买入
收市价	5.16 港元
目标价	5.95 港元
市值 (港币百万)	35,738
过去 3 月平均交易 (港币百万)	27.4
52 周高/低 (港币)	5.2/3.54
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	2.6%	4.2%
3 月	15.4%	16.2%
6 月	15.7%	5.7%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (人民币百万元)	53,780	61,517	72,042	83,587	95,329
净利润 (人民币百万元)	2,129	2,407	2,996	3,554	4,027
每股收益 (人民币)	0.358	0.353	0.433	0.513	0.581
每股收益变动 (%)	14.5	-1.4	22.6	18.6	13.3
市盈率 (x)	12.2	11.7	9.5	8.0	7.1
市帐率 (x)	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	3.3	3.4	4.2	5.0	5.6
权益收益率 (%)	13.2	11.5	13.0	13.9	14.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

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士。