

中國通信服務 (552 HK, HK\$3.95, 目標價 HK\$5.36, 買入) - 受惠中國資本支出成長，前景穩健

- ❖ **與國內三大運營商關係密切。**三大運營商為中通服的主要股東以及主要客戶。由於與三大運營商，尤其中國電信集團有控股及多年合作的牢固長期關係，中通服從國內運營商手上拿到電信服務業務的顯要份額。在國內運營商網絡建設市場的主要競爭對手多為地方級的承包商。在網絡設計和維護市場，競爭主要來自中國聯通和中國移動的研究院。中通服在服務業務的專業地位及其股東結構皆令公司在國內電信服務業務享有獨特的競爭優勢。
- ❖ **2012 年國內電信運營商的資本支出維持穩健增長。**儘管和 2G 相關的資本支出增長於 2012 年將會放緩，惟 3G 網絡優化和寬帶傳輸網絡建設的需求增長仍然強勁，中國運營商的資本支出展望將維持穩健成長。國內運營商於 11 財年業績發佈後皆給予超出市場預期的 2012 年資本支出指引，預期運營商資本支出總額將達人民幣 3,280 億，比 2011 年增長 10.5%。運營商的資本支出水準的高低將直接影響中通服的電信基建服務分部收入。與運營商的資本支出相比，電信基建服務分部收入增長更快，波動性更小。
- ❖ **非運營商及海外市場。**中通服逐步打入國內非運營商服務市場，包括基礎設施、交通、能源和金融行業。相較于運營商服務市場，非運營商服務市場更大，更為分散。中通服於非運營商市場擴張快速，將有利於其業務流程外判服務和應用、內容服務部門的成長。海外業務方面，中通服涉足超過 50 個國家和地區。公司專注於新興市場，如非洲、中東、南美及東南亞地區。受比較基數較高和歐洲經濟危機影響，我們預期中通服的海外業務增長將於 2012 年大幅減速。
- ❖ **我們預測 2012-14 財年每股收益分別為人民幣 0.36 元、0.41 元和 0.47 元。目前價格分別達 8.8 倍和 7.8 倍 12 及 13 財年預測市盈率。我們的目標價為 5.36 港元，相當於 2012 財年 12 倍市盈率，代表著 35.7% 的上升潛力。首次評級買入。**

中國通信服務 (552 HK)

評級	買入
收市價	3.95 港元
目標價	5.36 港元
市值 (港幣百萬)	24,372
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	17.0
52 週高/低 (港幣)	4.754/2.935
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	5.6%	2.5%
3 月	10.0%	17.9%
6 月	18.7%	12.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	45,417	53,507	62,027	70,814	80,823
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,804	2,115	2,515	2,841	3,269
每股收益 (人民幣)	0.313	0.366	0.363	0.410	0.472
每股收益變動 (%)	12.8	17.2	-0.9	13.0	15.1
市盈率(x)	11.1	9.1	8.8	7.8	6.7
市帳率(x)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	3.6	4.4	4.5	5.2	6.0
權益收益率 (%)	12.2	13.1	12.1	12.6	13.2
淨財務槓杆率 (%)	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)	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，招銀國際预测

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，招銀國際预测

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 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。