

中国通信服务 (552 HK, HK\$3.63, 目标价HK\$4.72, 买入) - 近期电信行业改革的影响

- ❖ **FDD-LTE 牌照的发放将是增长触发点。**13 财年源自中国电信(728 HK)的收入占中通服国内运营商收入的 67.5%，或占总收入的 42.7%。我们认为，中通服的增长速度仍然取决于中国电信的资本开支规模。虽然中国电信的 14 年资本开支指引维持在人民币 800 亿元不变，惟 FDD-LTE 牌照的发放将可令该数字提升至人民币 1,000 亿元。我们认为，发行 FDD-LTE 牌照将是中通服的电信基建服务(TIS)业务的增长催化剂。我们预计 TIS 业务收入将在 14 财年同比增长 16.5%。
- ❖ **营改增改革无直接影响。**从 6 月 1 日起，中国政府将在电信行业推行营改增改革，以增值税取代营业税。虽然三间电信运营商都承认营改增将对他们的盈利能力产生不利影响，我们认为营改增将不会直接影响中通服。但是，电信运营商未来的折旧/摊销将无法扣免增值税，长期来说这可能会降低运营商增加资本支出的诱因。
- ❖ **铁塔基建共享对中通服的影响复杂。**三大电信运营商酝酿合组一个铁塔公司，以达到资源共享。该公司将共同筹建和共同管理基站基础设施，包括铁塔及其他设施。因运营商的频段各不相同，所以天线等基站设备将不会共享。合组铁塔公司尚在初步阶段，并无确切的时间表，惟目的是减少重复建设以提高行业的经营效率。我们认为，铁塔基建共享对中通服的影响复杂。正面影响包括：1) 铁塔和其他基础设施共用下，运营商可以更快的建造新的基站；2) 中通服是电信基础设施供应商的龙头，未来可占更多的市场份额。而负面影响则包括：1) 共建共享后，基础设施建设和维护的需求将减少，行业总资本支出和运营支出可能会下降；2) 客户将由三间各自独立的电信运营商变成一间大型铁塔公司，中通服的议价能力可能会降低。
- ❖ **派息率可能有超过一年的时间维持在 30%。**正如我们在去年 12 月 17 日名为“短期阵痛换长期增长”的报告中预期，因现金流压力巨大，中通服无法维持 40% 的派息比率。管理层将 14 财年派息比率下调至 30%。我们预计 15 财年派息比率仍将维持在 30% 以腾出更多的资金以应付 LTE 项目的营运资金及资本开支需求，之后才能恢复到以前 40% 的水平。
- ❖ **我们下调了 14 及 15 财年的每股盈利预测达 16.3% 及 20.6% 至人民币 0.34 元及人民币 0.38 元。**我们将目标价从港币 6.32 元下调至港币 4.72 元，为 14 财年每股盈利的 11 倍，有 30.1% 的上升潜力。我们维持 买入 评级。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY12A | FY13A | FY14E | FY15E | FY16E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(人民币百万元) | 61,517 | 68,459 | 77,038 | 85,733 | 95,890 |
| 净利润(人民币百万元) | 2,407 | 2,238 | 2,380 | 2,635 | 2,951 |
| 每股收益(人民币) | 0.35 | 0.32 | 0.34 | 0.38 | 0.43 |
| 每股收益变动(%) | -1.4 | -8.4 | 6.3 | 10.7 | 12.0 |
| 市盈率(x) | 8.2 | 9.0 | 8.5 | 7.6 | 6.8 |
| 市帐率(x) | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 股息率(%) | 4.9 | 4.5 | 3.5 | 3.9 | 5.9 |
| 权益收益率(%) | 11.5 | 10.0 | 10.0 | 10.2 | 11.0 |
| 净财务杠杆率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

来源: 公司及招銀国际研究部

中国通信服务 (552 HK)

| | |
|------------------|------------|
| 评级 | 买入 |
| 收市价(港币) | 3.63 |
| 目标价(港币) | 4.72 |
| 市值(港币百万) | 25,141 |
| 过去 3 月平均交易(港币百万) | 44.27 |
| 52 周高/低(港币) | 5.69/3.28 |
| 发行股数(百万股) | 6,926 |
| 主要股东 | 中国电信 (51%) |

来源: 彭博

股价表现

| | 绝对 | 相对 |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -2.2% | 0.7% |
| 3 月 | -12.7% | -13.0% |
| 6 月 | -22.6% | -20.7% |

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

| 12月31日 (百万人民币) | FY12A | FY13A | FY14E | FY15E | FY16E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 收入 | 61,517 | 68,459 | 77,038 | 85,733 | 95,890 |
| 电信基建服务 | 28,413 | 32,036 | 37,322 | 42,286 | 47,952 |
| 业务流程外判服务 | 26,304 | 29,012 | 31,333 | 33,808 | 36,512 |
| 应用、内容及其他服务 | 6,800 | 7,411 | 8,384 | 9,639 | 11,426 |
| 销售成本 | (51,732) | (58,081) | (65,441) | (72,896) | (81,406) |
| 毛利 | 9,785 | 10,378 | 11,598 | 12,837 | 14,484 |
| 销售、一般及管理费用 | (7,515) | (8,288) | (9,322) | (10,374) | (11,603) |
| 其他营运收入 | 747 | 712 | 770 | 943 | 959 |
| 其他营运费用 | (69) | (117) | (131) | (146) | (163) |
| 息税前收益 | 2,948 | 2,685 | 2,915 | 3,261 | 3,677 |
| 息税及折旧摊销前收益 | 3,580 | 3,358 | 3,634 | 4,036 | 4,524 |
| 利息收入 | 105 | 90 | 75 | 70 | 68 |
| 融资成本 | (26) | (11) | (9) | (22) | (34) |
| 其他非营运收入/费用 | 5 | 14 | 16 | 18 | 20 |
| 税前利润 | 3,031 | 2,779 | 2,997 | 3,327 | 3,731 |
| 所得税 | (586) | (493) | (560) | (629) | (709) |
| 非控制股东权益 | (39) | (47) | (57) | (63) | (71) |
| 净利润 | 2,407 | 2,238 | 2,380 | 2,635 | 2,951 |

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) | FY12A | FY13A | FY14E | FY15E | FY16E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 7,824 | 8,095 | 8,677 | 9,505 | 10,474 |
| 物业、厂房及设备 | 4,518 | 4,687 | 4,841 | 5,237 | 5,700 |
| 递延税款资产 | 205 | 292 | 328 | 365 | 409 |
| 其他 | 3,101 | 3,116 | 3,507 | 3,903 | 4,365 |
| 流动资产 | 37,137 | 40,156 | 44,902 | 49,280 | 54,175 |
| 现金及现金等价物 | 8,879 | 6,760 | 6,205 | 5,977 | 5,788 |
| 存货 | 1,895 | 2,228 | 2,689 | 2,996 | 3,569 |
| 应收贸易款项 | 21,322 | 25,428 | 29,549 | 33,119 | 36,780 |
| 其他 | 5,040 | 5,740 | 6,459 | 7,188 | 8,040 |
| 流动负债 | 23,714 | 25,740 | 29,518 | 32,726 | 36,350 |
| 应付贸易账款 | 14,844 | 17,081 | 19,363 | 20,970 | 22,972 |
| 其他 | 8,460 | 8,606 | 9,780 | 10,972 | 12,372 |
| 借债 | 410 | 54 | 374 | 784 | 1,005 |
| 非流动负债 | 245 | 223 | 224 | 236 | 240 |
| 借债 | 90 | 52 | 32 | 22 | 0 |
| 递延税款负债 | 21 | 17 | 19 | 21 | 24 |
| 其他 | 134 | 154 | 174 | 193 | 216 |
| 少数股东权益 | 499 | 515 | 580 | 645 | 722 |
| 净资产总值 | 20,503 | 21,773 | 23,257 | 25,178 | 27,339 |
| 股东权益 | 20,503 | 21,773 | 23,257 | 25,178 | 27,339 |

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) | FY12A | FY13A | FY14E | FY15E | FY16E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业利润 | 2,948 | 2,685 | 2,915 | 3,261 | 3,677 |
| 折旧和摊销 | 632 | 673 | 718 | 775 | 847 |
| 营运资金变动 | (2,110) | (2,702) | (1,844) | (1,806) | (1,684) |
| 利息支出 | (27) | (12) | (9) | (22) | (34) |
| 利息收入 | 97 | 92 | 75 | 70 | 68 |
| 税款支出 | (597) | (582) | (595) | (664) | (750) |
| 其他 | 9 | 167 | (41) | (45) | (51) |
| 经营活动所得现金净额 | 952 | 321 | 1,219 | 1,568 | 2,074 |
| 资本支出 | (973) | (809) | (873) | (1,171) | (1,310) |
| 其他 | (74) | (200) | (371) | (376) | (439) |
| 投资活动所得现金净额 | (1,046) | (1,009) | (1,244) | (1,547) | (1,750) |
| 股本的变化 | 2,964 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款变动 | (656) | (391) | 300 | 400 | 200 |
| 股息 | (878) | (1,007) | (896) | (714) | (790) |
| 其他 | 172 | 0 | 65 | 65 | 76 |
| 融资活动所得现金净额 | 1,601 | (1,398) | (531) | (248) | (514) |
| 现金增加净额 | 1,507 | (2,086) | (555) | (227) | (190) |
| 年初现金及现金等价物 | 7,380 | 8,879 | 6,760 | 6,205 | 5,977 |
| 外汇差额 | (8) | (33) | 0 | 0 | 0 |
| 年末现金及现金等价物 | 8,879 | 6,760 | 6,205 | 5,977 | 5,788 |

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

| 12月31日 | FY12A | FY13A | FY14E | FY15E | FY16E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 电信基建服务 | 46.2 | 46.8 | 48.4 | 49.3 | 50.0 |
| 业务流程外判服务 | 42.8 | 42.4 | 40.7 | 39.4 | 38.1 |
| 应用、内容及其他服务 | 11.1 | 10.8 | 10.9 | 11.2 | 11.9 |
| 总和 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

盈利能力比率 (%)

| | | | | | |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 毛利率 | 15.9 | 15.2 | 15.1 | 15.0 | 15.1 |
| 息税及折旧摊销前收益率 | 5.8 | 4.9 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 营业利润率 | 4.8 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 净利润率 | 3.9 | 3.3 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| 有效税率 | 19.3 | 17.7 | 18.7 | 18.9 | 19.0 |

增长 (%)

| | | | | | |
|---------|------|-------|------|------|------|
| 收入增长 | 14.4 | 11.3 | 12.5 | 11.3 | 11.8 |
| 毛利增长 | 14.0 | 6.1 | 11.8 | 10.7 | 12.8 |
| 息税前收益增长 | 11.2 | (8.9) | 8.6 | 11.8 | 12.8 |
| 净利润增长 | 13.0 | (7.0) | 6.3 | 10.7 | 12.0 |

资产负债比率

| | | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|
| 流动比率 (x) | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 速动比率 (x) | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 应收账款周转天数 | 127 | 136 | 140 | 141 | 140 |
| 存货周转天数 | 13 | 14 | 15 | 15 | 16 |
| 应付帐款周转天数 | 105 | 107 | 108 | 105 | 103 |
| 现金周期 | 35 | 42 | 47 | 51 | 53 |
| 净负债 / 权益比率 (%) | (40) | (30) | (24) | (20) | (17) |

回报率 (%)

| | | | | | |
|-------|------|------|------|------|------|
| 资本回报率 | 11.5 | 10.0 | 10.0 | 10.2 | 11.0 |
| 资产回报率 | 5.4 | 4.6 | 4.4 | 4.5 | 4.8 |

每股数据 (人民币)

| | | | | | |
|-------|------|------|------|------|------|
| 每股利润 | 0.35 | 0.32 | 0.34 | 0.38 | 0.43 |
| 每股账面值 | 3.08 | 3.22 | 3.44 | 3.73 | 4.05 |
| 每股股息 | 0.14 | 0.13 | 0.10 | 0.11 | 0.17 |

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关于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 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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。