

中国通信服务 (552 HK, HK\$3.77, 目标价HK\$4.80, 买入) - 4G 资本开支集中下半年, 将提升下半年成长率

- ❖ **国内运营商业务增长迟缓, 拖累上半年业绩。**中通服发布 14 年上半年业绩, 营收同比上升 4.3% 至人民币 337.4 亿元。国内运营商业务的营收同比温和上升 0.6% 至人民币 205.4 亿元。主要的增长动力为国内非运营商业务, 录得 11.6% 年增长率。海外业务按年增长 3.9% 至人民币 17.4 亿元。因竞争加剧、分包成本增长快速, 毛利率同比下降 1.1 个百分点至 14.3%。上半年净利润同比收窄 0.2 个百分点至 3.7%, 因成功压缩营业开支以缓解毛利率下降。净利润达人民币 12.4 亿元, 同比下降 0.4%。
- ❖ **中国电信的 4G 资本开支集中于下半年。**上半年来自中国电信 (728 HK) 的收入按年下降 5% 至人民币 126.4 亿元, 因中国电信暂缓 4G 的投资, 直至获得 FDD 牌照。上半年中国电信仅完成了人民币 803 亿元的全年资本开支预算的 28.7%。此外, 中国电信管理指出 15 财年的资本支出将进一步增加 12% 至人民币 900 亿元, 大部分开支将流向 4G 相关的领域, 如基站扩建和室内覆盖, 实现深度 4G 覆盖。8 月 28 日, 中国电信宣布其 TD 和 FDD 混合组网试点将从 16 个城市扩展到 40 个城市。14 财年上半年, 来自于中国电信的收入占总收入的 37.4%, 仍为公司的主要收入来源。我们认为, 中通服的增长仍然取决于中国电信的资本支出规模。我们预计电信基建服务 (TIS) 部门是中国电信 4G 投资的主要受益者, 并预测 TIS 部门下半年将录得同比 16.5% 的收入增长。
- ❖ **非运营商业务是另一个增长引擎。**因政府和工业客户对系统集成业务的需求强大, 上半年来自国内非运营商市场的营收同比增长 11.6% 至人民币 114.6 亿元。中通服为政府提供智慧城市解决方案和信息安全系统, 以及为工业和中小企客户提供数据中心解决方案和云产品。因城市化和信息化的需求殷切, 我们预计非运营商业务将成为另一增长引擎。非运营商业务的快速增长也将提升业务多元化, 防止过度依赖和运营商资本支出周期高度相关 TIS 业务。
- ❖ **我们分别下调了 14 和 15 财年的每股盈利预测达 1.4% 和 1.6% 至人民币 0.34 元及 0.37 元。**我们将目标价由港币 4.72 调高至港币 4.80, 为 15 财年每股盈利的 10 倍, 有 27.3% 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	75,645	85,631	95,109
净利润 (人民币百万元)	2,407	2,238	2,346	2,593	2,870
每股收益 (人民币)	0.35	0.32	0.34	0.37	0.41
每股收益变动 (%)	-1.4	-8.4	4.8	10.5	10.7
市盈率 (x)	8.5	9.3	8.7	7.9	7.1
市帐率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
股息率 (%)	4.7	4.3	3.5	3.8	5.6
权益收益率 (%)	11.5	10.0	9.9	10.1	10.7
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

中国通信服务 (552 HK)

评级	买入
收市价(港币)	3.77
目标价(港币)	4.80
市值(港币百万)	26,111
过去 3 月平均交易 (港币百万)	39.34
52 周高/低(港币)	5.49/3.28
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	3.2%	1.1%
3 月	4.8%	-3.2%
6 月	1.0%	-9.0%

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	75,645	85,631	95,109
电信基建服务	28,413	32,036	34,906	39,548	43,108
业务流程外判服务	26,304	29,012	32,328	36,724	41,499
应用、内容及其他服务	6,800	7,411	8,411	9,358	10,502
销售成本	(51,732)	(58,081)	(64,788)	(72,876)	(80,928)
毛利	9,785	10,378	10,857	12,755	14,181
销售、一般及管理费用	(7,515)	(8,288)	(8,800)	(10,276)	(11,413)
其他营运收入	747	712	828	856	951
其他营运费用	(69)	(117)	(76)	(171)	(190)
息税前收益	2,948	2,685	2,809	3,165	3,529
息税及折旧摊销前收益	3,580	3,358	3,523	3,931	4,368
利息收入	105	90	95	92	90
融资成本	(26)	(11)	(8)	(18)	(33)
其他非营运收入/费用	5	14	16	18	20
税前利润	3,031	2,779	2,912	3,256	3,605
所得税	(586)	(493)	(524)	(615)	(681)
非控制股东权益	(39)	(47)	(42)	(48)	(53)
净利润	2,407	2,238	2,346	2,593	2,870

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	8,511	9,413	10,347
物业、厂房及设备	4,518	4,687	4,745	5,150	5,612
递延税款资产	205	292	322	365	405
其他	3,101	3,116	3,444	3,898	4,330
流动资产	37,137	40,156	43,953	48,828	53,305
现金及现金等价物	8,879	6,760	5,934	5,575	5,304
存货	1,895	2,228	2,663	2,995	3,548
应收贸易款项	21,322	25,428	29,015	33,079	36,480
其他	5,040	5,740	6,342	7,179	7,974
流动负债	23,714	25,740	28,433	32,230	35,493
应付贸易账款	14,844	17,081	19,170	20,964	22,837
其他	8,460	8,606	9,148	10,740	11,891
借债	410	54	115	525	765
非流动负债	245	223	239	254	238
借债	90	52	50	40	0
递延税款负债	21	17	19	21	23
其他	134	154	171	193	214
少数股东权益	499	515	569	645	716
净资产总值	20,503	21,773	23,223	25,112	27,205
股东权益	20,503	21,773	23,223	25,112	27,205

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	2,809	3,165	3,529
折旧和摊销	632	673	714	767	839
营运资金变动	(2,110)	(2,702)	(1,992)	(1,848)	(1,725)
利息支出	(27)	(12)	(8)	(18)	(33)
利息收入	97	92	95	92	90
税款支出	(597)	(582)	(553)	(656)	(719)
其他	9	167	(27)	(30)	(33)
经营活动所得现金净额	952	321	1,039	1,472	1,947
资本支出	(973)	(809)	(773)	(1,171)	(1,301)
其他	(74)	(200)	(311)	(432)	(410)
投资活动所得现金净额	(1,046)	(1,009)	(1,083)	(1,603)	(1,711)
股本的变化	2,964	0	0	0	0
银行贷款变动	(656)	(391)	60	400	200
股息	(878)	(1,007)	(896)	(704)	(778)
其他	172	0	54	75	71
融资活动所得现金净额	1,601	(1,398)	(781)	(229)	(507)
现金增加净额	1,507	(2,086)	(826)	(359)	(271)
年初现金及现金等价物	7,380	8,879	6,760	5,934	5,575
外汇差额	(8)	(33)	0	0	0
年末现金及现金等价物	8,879	6,760	5,934	5,575	5,304

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	46.1	46.2	45.3
业务流程外判服务	42.8	42.4	42.7	42.9	43.6
应用、内容及其他服务	11.1	10.8	11.1	10.9	11.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	15.9	15.2	14.4	14.9	14.9
息税及折旧摊销前收益率	5.8	4.9	4.7	4.6	4.6
营业利润率	4.8	3.9	3.7	3.7	3.7
净利润率	3.9	3.3	3.1	3.0	3.0
有效税率	19.3	17.7	18.0	18.9	18.9

增长 (%)

收入增长	14.4	11.3	10.5	13.2	11.1
毛利增长	14.0	6.1	4.6	17.5	11.2
息税前收益增长	11.2	(8.9)	4.6	12.7	11.5
净利润增长	13.0	(7.0)	4.8	10.5	10.7

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	1.5	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)	(19)	(16)

回报率 (%)

资本回报率	11.5	10.0	9.9	10.1	10.7
资产回报率	5.4	4.6	4.5	4.5	4.7

每股数据 (人民币)

每股利润	0.35	0.32	0.34	0.37	0.41
每股账面值	3.08	3.22	3.44	3.72	4.03
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。