

中國通信服務 (552 HK, HK\$5.48, 目標價 HK\$6.32, 買入) - 4G LTE 建設引領 13 年下半年成長

- ❖ **13 年上半年盈利增長緩慢。**中通服發佈 13 年上半年業績，營收同比上升 9.6% 至人民幣 323.6 億元。國內運營商業務收入錄得溫和增長，同比增長 7.1% 至人民幣 204.2 億元。主要增長動力為國內非運營商業務和海外業務，分別同比增長 11.8% 和 30.0%。行業競爭加劇，尤其是業務流程外包(BPO)部門，令毛利率比去年同期微降 0.1 個百分點至 15.4%。由於銷售及管理費用比率上升，淨利率僅得 3.8%，同比收窄 0.3 個百分點。淨利潤達人民幣 12.4 億元，同比僅增長 1.7%。
- ❖ **預計 TIS 部門 13 年下半年重拾升軌。**雖然 13 年上半年國內運營商的總資本支出下降 12.7%，公司的電信基建服務(TIS)部門仍能錄得溫和的同比營收增長達 9.7%。TIS 部門的成長快過國內運營商資本開支的增長，主因為：1) 海外 TIS 需求強勁；及 2) 中通服佔據了更多的市場份額。我們相信，TIS 部門將在 13 年下半年加快增長勢頭，因：1) 大型 4G LTE 建設開始；2) 公司的新簽約項目總額增加了 13%；及 3) 開展大型海外總包工程。
- ❖ **預計利潤率壓力仍在。**運營商降低設施維修業務的准入門檻，導致公司的 BPO 部門面臨更多競爭和利潤率壓力。為維持毛利率，中通服退出一些低效率的 BPO 業務，並專注於更高利潤率的應用、內容及其他服務(ACO)部門業務，尤其是智能城市項目。因 1) 4G LTE 和智能城市項目研發成本；2) 海外營銷成本；及 3) 股票期權激勵費用皆上升，13 年上半年銷售及管理費用比率升高。除卻股票期權激勵為一次性影響外，我們認為市場營銷和研發成本將維持在較高水平，因 LTE、智能城市及海外市場皆為公司的主要增長動力。我們預計利潤率壓力將在 13 年下半年持續。
- ❖ **現金流壓力。**13 年上半年中通服錄得負自由現金流達人民幣 20.1 億元，12 年上半年的負自由現金流為人民幣 11.9 億元。來自國內運營商的應收賬天數增加，導致中通服現金流支出擴大。我們相信 LTE 項目將需要額外的營運資本，可能會造成 13 年下半年更大的現金流壓力。中通服保持 40% 的派息率多年。我們擔心 13 財年可能需要削減派息比率以緩解現金流壓力。
- ❖ **我們預計 4G LTE 建設將成為短期成長動能，我們對中通服海外業務和非運營商業務的前景持樂觀態度。**然而，我們也意識到現金流風險可能影響派息率。我們分別下調了 13 和 14 財年的盈利預測達 15.3% 和 20.0% 至人民幣 25.4 億及 28.4 億元。我們將目標價由港幣 5.95 調高至港幣 6.32，為 14 財年每股盈利的 12 倍，有 15.3% 的上升潛力。我們維持 買入 評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	53,780	61,517	68,298	76,353	84,714
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,129	2,407	2,536	2,844	3,268
每股收益 (人民幣)	0.358	0.353	0.366	0.411	0.472
每股收益變動 (%)	14.5	-1.4	3.8	12.1	14.9
市盈率(x)	12.9	12.4	11.7	10.4	9.1
市帳率(x)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	3.1	3.2	1.7	3.8	4.4
權益收益率 (%)	13.2	11.5	11.2	11.4	12.0
淨財務杠杆率 (%)	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

中國通信服務 (552 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	5.48
目標價(港幣)	6.32
市值 (港幣百萬)	37,955
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	47.24
52 周高/低 (港幣)	5.82/4.04
發行股數 (百萬股)	6,926
主要股東	中國電信 (53%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	9.6%	11.3%
3 月	6.0%	10.7%
6 月	13.2%	18.8%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	53,780	61,517	68,298	76,353	84,714
电信基建服务	25,378	28,413	32,007	36,647	41,558
业务流程外判服务	22,325	26,304	28,550	30,919	33,362
应用、内容及其他服务	6,077	6,800	7,741	8,787	9,793
销售成本	(45,199)	(51,732)	(57,493)	(64,310)	(71,396)
毛利	8,581	9,785	10,805	12,043	13,317
销售、一般及管理费用	(6,465)	(7,515)	(8,469)	(9,391)	(10,335)
其他营运收入	599	747	829	916	1,101
其他营运费用	(64)	(69)	(77)	(86)	(95)
息税前收益	2,652	2,948	3,088	3,482	3,988
息税及折旧摊销前收益	3,223	3,580	3,800	4,265	4,853
利息收入	86	105	94	82	101
融资成本	(65)	(26)	(14)	(16)	(20)
其他非营运收入/费用	(3)	5	5	6	7
税前利润	2,670	3,031	3,173	3,553	4,076
所得税	(539)	(586)	(593)	(661)	(754)
非控股股东权益	(2)	(39)	(43)	(48)	(54)
净利润	2,129	2,407	2,536	2,844	3,268

来源：公司资料，招银国际则预测

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	8,494	9,175	10,103
物业、厂房及设备	3,929	4,518	4,824	5,072	5,550
递延税款资产	196	205	227	254	282
其他	2,894	3,101	3,443	3,849	4,271
流动资产	31,177	37,137	40,336	44,800	49,284
现金及现金等价物	7,298	8,879	5,561	6,967	8,467
存货	1,693	1,895	2,048	2,290	2,543
应收贸易款项	17,258	21,322	27,132	29,286	31,332
其他	4,929	5,040	5,596	6,256	6,941
流动负债	21,988	23,714	25,928	28,650	31,841
应付贸易账款	12,729	14,844	16,854	18,500	20,147
其他	8,261	8,460	8,574	9,550	10,894
借债	998	410	500	600	800
非流动负债	84	245	272	292	313
借债	0	90	100	100	100
递延税款负债	23	21	23	26	29
其他	60	134	149	166	185
少数股东权益	121	499	554	620	688
净资产总值	16,004	20,503	22,077	24,413	26,544
股东权益	16,004	20,503	22,077	24,413	26,544

来源：公司资料，招银国际则预测

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	3,088	3,482	3,988
折旧和摊销	571	632	713	783	865
营运资金变动	(1,552)	(2,064)	(4,394)	(435)	8
利息支出	(59)	(26)	(14)	(16)	(20)
利息收入	89	105	94	82	101
税款支出	(559)	(586)	(614)	(685)	(779)
其他	82	(7)	(38)	(42)	(47)
经营活动所得现金净额	1,224	1,002	(1,165)	3,167	4,116
资本支出	(916)	(1,221)	(1,019)	(1,031)	(1,343)
其他	55	(133)	(327)	(389)	(403)
投资活动所得现金净额	(861)	(1,354)	(1,346)	(1,419)	(1,746)
股本的变化	0	2,900	0	0	0
银行贷款变动	(754)	(499)	100	100	200
股息	(787)	(846)	(963)	(507)	(1,138)
其他	20	378	55	65	68
融资活动所得现金净额	(1,522)	1,933	(808)	(342)	(870)
现金增加净额	(1,159)	1,581	(3,319)	1,406	1,500
年初现金及现金等价物	8,470	7,298	8,879	5,561	6,967
外汇差额	(13)	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,298	8,879	5,561	6,967	8,467

来源：公司资料，招银国际则预测

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	46.9	48.0	49.1
业务流程外判服务	41.5	42.8	41.8	40.5	39.4
应用、内容及其他服务	11.3	11.1	11.3	11.5	11.6
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.0	15.9	15.8	15.8	15.7
息税及折旧摊销前收益率	6.0	5.8	5.6	5.6	5.7
营业利润率	4.9	4.8	4.5	4.6	4.7
净利润率	4.0	3.9	3.7	3.7	3.9
有效税率	20.2	19.3	18.7	18.6	18.5

增长 (%)

收入增长	18.4	14.4	11.0	11.8	10.9
毛利增长	16.1	14.0	10.4	11.5	10.6
息税前收益增长	18.5	11.2	4.7	12.8	14.5
净利润增长	18.0	13.0	5.4	12.1	14.9

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5
速动比率 (x)	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转天数	117	127	145	140	135
存货周转天数	14	13	13	13	13
应付帐款周转天数	103	105	107	105	103
现金周期	28	35	51	48	45
净负债 / 权益比率 (%)	(39)	(40)	(22)	(25)	(28)

回报率 (%)

资本回报率	13.2	11.5	11.2	11.4	12.0
资产回报率	5.6	5.4	5.2	5.3	5.5

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.35	0.37	0.41	0.47
每股账面值	2.71	3.08	3.27	3.61	3.93
每股股息	0.14	0.14	0.07	0.16	0.19

来源：公司资料，招银国际则预测

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) 他們的薪酬在過往、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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。接收本報告之行為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。