

## 中国通信服务 (552 HK, HK\$5.48, 目标价 HK\$6.32, 买入) - 4G LTE 建设引领 13 年下半年成长

- ❖ **13 年上半年盈利增长缓慢。**中通服发布 13 年上半年业绩, 营收同比上升 9.6% 至人民币 323.6 亿元。国内运营业务收入录得温和增长, 同比增长 7.1% 至人民币 204.2 亿元。主要增长动力为国内非运营业务和海外业务, 分别同比增长 11.8% 和 30.0%。行业竞争加剧, 尤其是业务流程外包(BPO)部门, 令毛利率比去年同期微降 0.1 个百分点至 15.4%。由于销售及管理费用比率上升, 净利率仅得 3.8%, 同比收窄 0.3 个百分点。净利润达人民币 12.4 亿元, 同比仅增长 1.7%。
- ❖ **预计 TIS 部门 13 年下半年重拾升轨。**虽然 13 年上半年国内运营商的总资本支出下降 12.7%, 公司的电信基建服务(TIS)部门仍能录得温和的同比营收增长达 9.7%。TIS 部门的成长快过国内运营商资本开支的增长, 主因为: 1) 海外 TIS 需求强劲; 及 2) 中通服占据了更多的市场份额。我们相信, TIS 部门将在 13 年下半年加快增长势头, 因: 1) 大型 4G LTE 建设开始; 2) 公司的新签约项目总额增加了 13%; 及 3) 开展大型海外总包工程。
- ❖ **预计利润率压力仍在。**运营商降低设施维修业务的准入门槛, 导致公司的 BPO 部门面临更多竞争和利润率压力。为维持毛利率, 中通服退出一些低效率的 BPO 业务, 并专注于更高利润率的应用、内容及其他服务(ACO)部门业务, 尤其是智能城市项目。因 1) 4G LTE 和智能城市项目研发成本; 2) 海外营销成本; 及 3) 股票期权激励费用皆上升, 13 年上半年销售及管理费用比率升高。除却股票期权激励为一次性影响外, 我们认为市场营销和研发成本将维持在较高水平, 因 LTE、智能城市及海外市场皆为公司的主要增长动力。我们预计利润率压力将在 13 年下半年持续。
- ❖ **现金流压力。**13 年上半年中通服录得负自由现金流达人民币 20.1 亿元, 12 年上半年的负自由现金流为人民币 11.9 亿元。来自国内运营商的应收账款天数增加, 导致中通服现金流支出扩大。我们相信 LTE 项目将需要额外的营运资本, 可能会造成 13 年下半年更大的现金流压力。中通服保持 40% 的派息率多年。我们担心 13 财年可能需要削减派息比率以缓解现金流压力。
- ❖ **我们预计 4G LTE 建设将成为短期成长动能, 我们对中通服海外业务和非运营业务的前景持乐观态度。然而, 我们也意识到现金流风险可能影响派息率。我们分别下调了 13 和 14 财年的盈利预测达 15.3% 和 20.0% 至人民币 25.4 亿及 28.4 亿元。我们将目标价由港币 5.95 调高至港币 6.32, 为 14 财年每股盈利的 12 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(港币)          | 5.48       |
| 目标价(港币)          | 6.32       |
| 市值(港币百万)         | 37,955     |
| 过去 3 月平均交易(港币百万) | 47.24      |
| 52 周高/低(港币)      | 5.82/4.04  |
| 发行股数(百万股)        | 6,926      |
| 主要股东             | 中国电信 (53%) |

来源: 彭博

### 股价表现

|     | 绝对    | 相对    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 9.6%  | 11.3% |
| 3 月 | 6.0%  | 10.7% |
| 6 月 | 13.2% | 18.8% |

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 | 68,298 | 76,353 | 84,714 |
| 净利润(人民币百万元)    | 2,129  | 2,407  | 2,536  | 2,844  | 3,268  |
| 每股收益(人民币)      | 0.358  | 0.353  | 0.366  | 0.411  | 0.472  |
| 每股收益变动(%)      | 14.5   | -1.4   | 3.8    | 12.1   | 14.9   |
| 市盈率(x)         | 12.9   | 12.4   | 11.7   | 10.4   | 9.1    |
| 市帐率(x)         | 1.7    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| 股息率(%)         | 3.1    | 3.2    | 1.7    | 3.8    | 4.4    |
| 权益收益率(%)       | 13.2   | 11.5   | 11.2   | 11.4   | 12.0   |
| 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

**利润表**

| 12月31日 (百万人民币)    | FY11A           | FY12A           | FY13E           | FY14E           | FY15E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>收入</b>         | <b>53,780</b>   | <b>61,517</b>   | <b>68,298</b>   | <b>76,353</b>   | <b>84,714</b>   |
| 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           |
| <b>销售成本</b>       | <b>(45,199)</b> | <b>(51,732)</b> | <b>(57,493)</b> | <b>(64,310)</b> | <b>(71,396)</b> |
| <b>毛利</b>         | <b>8,581</b>    | <b>9,785</b>    | <b>10,805</b>   | <b>12,043</b>   | <b>13,317</b>   |
| <b>销售、一般及管理费用</b> | <b>(6,465)</b>  | <b>(7,515)</b>  | <b>(8,469)</b>  | <b>(9,391)</b>  | <b>(10,335)</b> |
| 其他营运收入            | 599             | 747             | 829             | 916             | 1,101           |
| 其他营运费用            | (64)            | (69)            | (77)            | (86)            | (95)            |
| <b>息税前收益</b>      | <b>2,652</b>    | <b>2,948</b>    | <b>3,088</b>    | <b>3,482</b>    | <b>3,988</b>    |
| <b>息税及折旧摊销前收益</b> | <b>3,223</b>    | <b>3,580</b>    | <b>3,800</b>    | <b>4,265</b>    | <b>4,853</b>    |
| <b>利息收入</b>       | <b>86</b>       | <b>105</b>      | <b>94</b>       | <b>82</b>       | <b>101</b>      |
| <b>融资成本</b>       | <b>(65)</b>     | <b>(26)</b>     | <b>(14)</b>     | <b>(16)</b>     | <b>(20)</b>     |
| 其他非营运收入/费用        | (3)             | 5               | 5               | 6               | 7               |
| <b>税前利润</b>       | <b>2,670</b>    | <b>3,031</b>    | <b>3,173</b>    | <b>3,553</b>    | <b>4,076</b>    |
| <b>所得税</b>        | <b>(539)</b>    | <b>(586)</b>    | <b>(593)</b>    | <b>(661)</b>    | <b>(754)</b>    |
| 非控制股东权益           | (2)             | (39)            | (43)            | (48)            | (54)            |
| <b>净利润</b>        | <b>2,129</b>    | <b>2,407</b>    | <b>2,536</b>    | <b>2,844</b>    | <b>3,268</b>    |

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         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>   | <b>7,019</b>  | <b>7,824</b>  | <b>8,494</b>  | <b>9,175</b>  | <b>10,103</b> |
| 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         |
| <b>流动资产</b>    | <b>31,177</b> | <b>37,137</b> | <b>40,336</b> | <b>44,800</b> | <b>49,284</b> |
| 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         |
| <b>流动负债</b>    | <b>21,988</b> | <b>23,714</b> | <b>25,928</b> | <b>28,650</b> | <b>31,841</b> |
| 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           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>84</b>     | <b>245</b>    | <b>272</b>    | <b>292</b>    | <b>313</b>    |
| 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           |
| <b>少数股东权益</b>  | <b>121</b>    | <b>499</b>    | <b>554</b>    | <b>620</b>    | <b>688</b>    |
| <b>净资产总值</b>   | <b>16,004</b> | <b>20,503</b> | <b>22,077</b> | <b>24,413</b> | <b>26,544</b> |
| <b>股东权益</b>    | <b>16,004</b> | <b>20,503</b> | <b>22,077</b> | <b>24,413</b> | <b>26,544</b> |

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          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业利润</b>       | <b>2,652</b>   | <b>2,948</b>   | <b>3,088</b>   | <b>3,482</b>   | <b>3,988</b>   |
| 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)           |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>1,224</b>   | <b>1,002</b>   | <b>(1,165)</b> | <b>3,167</b>   | <b>4,116</b>   |
| 资本支出              | (916)          | (1,221)        | (1,019)        | (1,031)        | (1,343)        |
| 其他                | 55             | (133)          | (327)          | (389)          | (403)          |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(861)</b>   | <b>(1,354)</b> | <b>(1,346)</b> | <b>(1,419)</b> | <b>(1,746)</b> |
| 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             |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>(1,522)</b> | <b>1,933</b>   | <b>(808)</b>   | <b>(342)</b>   | <b>(870)</b>   |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>(1,159)</b> | <b>1,581</b>   | <b>(3,319)</b> | <b>1,406</b>   | <b>1,500</b>   |
| 年初现金及现金等价物        | <b>8,470</b>   | <b>7,298</b>   | <b>8,879</b>   | <b>5,561</b>   | <b>6,967</b>   |
| 外汇差额              | <b>(13)</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>7,298</b>   | <b>8,879</b>   | <b>5,561</b>   | <b>6,967</b>   | <b>8,467</b>   |

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      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>销售组合 (%)</b> |            |            |            |            |            |
| 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       |
| <b>总和</b>       | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |

#### 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-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风险。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。