

## 中國通信服務 (552 HK, HK\$3.63, 目標價 HK\$4.72, 買入) - 近期電信行業改革的影響

- ❖ **FDD-LTE 牌照的發放將是增長觸發點。**13 財年源自中國電信(728 HK)的收入占中通服國內運營商收入的 67.5%，或占總收入的 42.7%。我們認為，中通服的增長速度仍然取決於中國電信的資本開支規模。雖然中國電信的 14 年資本開支指引維持在人民幣 800 億元不變，惟 FDD-LTE 牌照的發放將可令該數字提升至人民幣 1,000 億元。我們認為，發行 FDD-LTE 牌照將是中通服的電信基建服務(TIS)業務的增長催化劑。我們預計 TIS 業務收入將在 14 財年同比增長 16.5%。
- ❖ **營改增改革無直接影響。**從 6 月 1 日起，中國政府將在電信行業推行營改增改革，以增值稅取代營業稅。雖然三間電信運營商都承認營改增將對他們的盈利能力產生不利影響，我們認為營改增將不會直接影響中通服。但是，電信運營商未來的折舊/攤銷將無法扣免增值稅，長期來說這可能會降低運營商增加資本支出的誘因。
- ❖ **鐵塔基建共享對中通服的影響複雜。**三大電信運營商醞釀合組一個鐵塔公司，以達到資源共享。該公司將共同籌建和共同管理基站基礎設施，包括鐵塔及其他設施。因運營商的頻段各不相同，所以天線等基站設備將不會共享。合組鐵塔公司尚在初步階段，並無確切的時間表，惟目的是減少重複建設以提高行業的經營效率。我們認為，鐵塔基建共享對中通服的影響複雜。正面影響包括：1) 鐵塔和其他基礎設施共用下，運營商可以更快的建造新的基站；2) 中通服是電信基礎設施供應商的龍頭，未來可占更多的市場份額。而負面影響則包括：1) 共建共享後，基礎設施建設和維護的需求將減少，行業總資本支出和運營支出可能會下降；2) 客戶將由三間各自獨立的電信運營商變成一間大型鐵塔公司，中通服的議價能力可能會降低。
- ❖ **派息率可能有超過一年的時間維持在 30%。**正如我們在去年 12 月 17 日名為“短期陣痛換長期增長”的報告中預期，因現金流壓力巨大，中通服無法維持 40% 的派息比率。管理層將 14 財年派息比率下調至 30%。我們預計 15 財年派息比率仍將維持在 30% 以騰出更多的資金以應付 LTE 項目的營運資金及資本開支需求，之後才能恢復到以前 40% 的水平。
- ❖ **我們下調了 14 及 15 財年的每股盈利預測達 16.3% 及 20.6% 至人民幣 0.34 元及人民幣 0.38 元。**我們將目標價從港幣 6.32 元下調至港幣 4.72 元，為 14 財年每股盈利的 11 倍，有 30.1% 的上升潛力。我們維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	61,517	68,459	77,038	85,733	95,890
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,407	2,238	2,380	2,635	2,951
每股收益 (人民幣)	0.35	0.32	0.34	0.38	0.43
每股收益變動 (%)	-1.4	-8.4	6.3	10.7	12.0
市盈率(x)	8.2	9.0	8.5	7.6	6.8
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
股息率 (%)	4.9	4.5	3.5	3.9	5.9
權益收益率 (%)	11.5	10.0	10.0	10.2	11.0
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)	3.63
目標價(港幣)	4.72
市值(港幣百萬)	25,141
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	44.27
52 周高/低(港幣)	5.69/3.28
發行股數(百萬股)	6,926
主要股東	中國電信 (51%)

來源：彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.2%	0.7%
3 月	-12.7%	-13.0%
6 月	-22.6%	-20.7%

來源：彭博

### 過去一年股價



來源：彭博

**利潤表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>61,517</b>	<b>68,459</b>	<b>77,038</b>	<b>85,733</b>	<b>95,890</b>
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
<b>销售成本</b>	<b>(51,732)</b>	<b>(58,081)</b>	<b>(65,441)</b>	<b>(72,896)</b>	<b>(81,406)</b>
<b>毛利</b>	<b>9,785</b>	<b>10,378</b>	<b>11,598</b>	<b>12,837</b>	<b>14,484</b>
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)
<b>息税前收益</b>	<b>2,948</b>	<b>2,685</b>	<b>2,915</b>	<b>3,261</b>	<b>3,677</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>3,580</b>	<b>3,358</b>	<b>3,634</b>	<b>4,036</b>	<b>4,524</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>3,031</b>	<b>2,779</b>	<b>2,997</b>	<b>3,327</b>	<b>3,731</b>
所得税	(586)	(493)	(560)	(629)	(709)
非控制股东权益	(39)	(47)	(57)	(63)	(71)
<b>净利润</b>	<b>2,407</b>	<b>2,238</b>	<b>2,380</b>	<b>2,635</b>	<b>2,951</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>7,824</b>	<b>8,095</b>	<b>8,677</b>	<b>9,505</b>	<b>10,474</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>37,137</b>	<b>40,156</b>	<b>44,902</b>	<b>49,280</b>	<b>54,175</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>23,714</b>	<b>25,740</b>	<b>29,518</b>	<b>32,726</b>	<b>36,350</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>245</b>	<b>223</b>	<b>224</b>	<b>236</b>	<b>240</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>20,503</b>	<b>21,773</b>	<b>23,257</b>	<b>25,178</b>	<b>27,339</b>
<b>股东权益</b>	<b>20,503</b>	<b>21,773</b>	<b>23,257</b>	<b>25,178</b>	<b>27,339</b>

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
<b>营业利润</b>	<b>2,948</b>	<b>2,685</b>	<b>2,915</b>	<b>3,261</b>	<b>3,677</b>
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)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>952</b>	<b>321</b>	<b>1,219</b>	<b>1,568</b>	<b>2,074</b>
资本支出	(973)	(809)	(873)	(1,171)	(1,310)
其他	(74)	(200)	(371)	(376)	(439)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,046)</b>	<b>(1,009)</b>	<b>(1,244)</b>	<b>(1,547)</b>	<b>(1,750)</b>
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
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,601</b>	<b>(1,398)</b>	<b>(531)</b>	<b>(248)</b>	<b>(514)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,507</b>	<b>(2,086)</b>	<b>(555)</b>	<b>(227)</b>	<b>(190)</b>
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
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>8,879</b>	<b>6,760</b>	<b>6,205</b>	<b>5,977</b>	<b>5,788</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
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
<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	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，本公司及其僱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。