

中國通信服務 (552 HK, HK\$4.68, 目標價 HK\$6.32, 買入) - 短期陣痛換長期增長

- ❖ **4G 啓動是 14 年的主要驅動力。**工信部於 12 月 4 日宣佈 TD-LTE 牌照已正式發放於國內三家運營商。我們預計運營商將加快對 4G 基礎設施投資的步伐。中通服與中國電信(728 HK)有長期的合作關係，占中國移動(941 HK)合同的份額亦不斷增加。公司管理層指出 10 月及 11 月來自中國電信的訂單有明顯增長。我們認為，中通服的電信基建服務(TIS)部門將成爲 LTE 投資上升週期的主要受惠者。此外，公司手頭有大量的海外總包工程，海外 TIS 需求也有回升。總體而言，我們預測 TIS 部門的收入將在 14 財年增長 17.8%。
- ❖ **短期陣痛。**運營商爲建設 4G 網絡而增加資本支出，這將對他們的現金流構成一些壓力。因此，中通服亦需面對來自下游的運營商的價格壓力。我們相信價格壓力將會影響 13 年下半年的毛利率，並預測 13 年下半年毛利率將從去年同期的 16.3% 下降到 15.8%。進入 4G 時代，公司爲了保持技術領先以搶奪更多的市場份額，預計研發及銷售成本在 13 年下半年也將上升。我們相信中通服必須經過短期痛苦才能迎接更好的 4G LTE 時代。
- ❖ **現金流壓力仍在。**13 年上半年中通服錄得負自由現金流達人民幣 20.1 億元。而年底一般是應收款資金回籠的高峰期，預計 13 年下半年自由現金流出將減少。然而，我們認為 13 年下半年和 14 年公司仍將面對現金流壓力。因爲 1) 來自國內運營商的應收賬期越來越長；2) 運營商的項目預付款項越來越少；以及 3) 即將到來的 LTE 項目需要更多的營運資金。爲了應對現金流壓力，我們預計公司在 13 年未必能將派息比率維持在 40%。因此，我們下調 13 財年派息率預測至 20%。
- ❖ **我們認爲 TD-LTE 牌照正式發放將爲運營商鋪設更多 4G LTE 基礎設施開綠燈。**即將到來的 LTE 投資上升週期將成爲中通服業績的長期推動力。然而，爲準備即將到來的 4G LTE 需求上漲，公司亦須承擔成本增加帶來的短期陣痛。我們也意識到現金流風險可能影響派息率。因成本增加，我們下調了 13 財年的每股盈利預測達 3.8% 至人民幣 0.35 元。我們維持人民幣 0.41 元的 14 年每股盈利預測。我們也維持目標價在港幣 6.32 元，爲 14 財年每股盈利的 12 倍，有 35.0% 的上升潛力。我們維持買入評級。

中國通信服務 (552 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	4.68
目標價(港幣)	6.32
市值(港幣百萬)	32,414
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	57.5
52 周高/低(港幣)	5.82/4.26
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	-0.2%	-0.6%
3 月	-4.7%	-4.4%
6 月	-2.9%	-10.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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	67,455	76,337	84,707
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,129	2,407	2,439	2,844	3,317
每股收益 (人民幣)	0.36	0.35	0.35	0.41	0.48
每股收益變動 (%)	14.5	-1.4	-0.2	16.6	16.6
市盈率(x)	11.0	10.6	10.4	8.9	7.6
市帳率(x)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	3.6	3.7	1.9	4.5	5.2
權益收益率 (%)	13.2	11.5	10.8	11.4	12.2
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

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	53,780	61,517	67,455	76,337	84,707
电信基建服务	25,378	28,413	31,299	36,871	41,774
业务流程外判服务	22,325	26,304	28,456	30,732	33,160
应用、内容及其他服务	6,077	6,800	7,700	8,734	9,772
销售成本	(45,199)	(51,732)	(56,936)	(64,297)	(71,226)
毛利	8,581	9,785	10,519	12,041	13,481
销售、一般及管理费用	(6,465)	(7,515)	(8,364)	(9,389)	(10,334)
其他营运收入	599	747	877	916	1,016
其他营运费用	(64)	(69)	(67)	(76)	(85)
息税前收益	2,652	2,948	2,964	3,491	4,078
息税及折旧摊销前收益	3,223	3,580	3,677	4,273	4,943
利息收入	86	105	93	72	70
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	3,049	3,553	4,135
所得税	(539)	(586)	(570)	(661)	(765)
非控制股东权益	(2)	(39)	(39)	(48)	(53)
净利润	2,129	2,407	2,439	2,844	3,317

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	7,019	7,824	8,449	9,174	10,102
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	225	254	282
其他	2,894	3,101	3,401	3,848	4,270
流动资产	31,177	37,137	39,775	43,836	48,193
现金及现金等价物	7,298	8,879	5,423	3,567	4,174
存货	1,693	1,895	2,028	2,642	2,732
应收贸易款项	17,258	21,322	26,797	31,371	34,347
其他	4,929	5,040	5,527	6,255	6,940
流动负债	21,988	23,714	25,428	27,763	30,780
应付贸易账款	12,729	14,844	16,691	17,616	18,929
其他	8,261	8,460	8,237	9,547	11,052
借债	998	410	500	600	800
非流动负债	84	245	270	292	313
借债	0	90	100	100	100
递延税款负债	23	21	23	26	29
其他	60	134	147	166	185
少数股东权益	121	499	548	620	688
净资产总值	16,004	20,503	21,979	24,335	26,514
股东权益	16,004	20,503	21,979	24,335	26,514

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	2,652	2,948	2,964	3,491	4,078
折旧和摊销	571	632	713	783	865
营运资金变动	(1,552)	(2,064)	(4,471)	(3,681)	(933)
利息支出	(59)	(26)	(14)	(16)	(20)
利息收入	89	105	93	72	70
税款支出	(559)	(586)	(588)	(687)	(790)
其他	82	(7)	(34)	(42)	(46)
经营活动所得现金净额	1,224	1,002	(1,337)	(81)	3,223
资本支出	(916)	(1,221)	(1,019)	(1,031)	(1,343)
其他	55	(133)	(286)	(428)	(404)
投资活动所得现金净额	(861)	(1,354)	(1,305)	(1,459)	(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)	(488)	(1,138)
其他	20	378	48	72	68
融资活动所得现金净额	(1,522)	1,933	(815)	(316)	(870)
现金增加净额	(1,159)	1,581	(3,456)	(1,856)	607
年初现金及现金等价物	8,470	7,298	8,879	5,423	3,567
外汇差额	(13)	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,298	8,879	5,423	3,567	4,174

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	46.4	48.3	49.3
业务流程外判服务	41.5	42.8	42.2	40.3	39.1
应用、内容及其他服务	11.3	11.1	11.4	11.4	11.5
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.0	15.9	15.6	15.8	15.9
息税及折旧摊销前收益率	6.0	5.8	5.5	5.6	5.8
营业利润率	4.9	4.8	4.4	4.6	4.8
净利润率	4.0	3.9	3.6	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	9.7	13.2	11.0
毛利增长	16.1	14.0	7.5	14.5	12.0
息税前收益增长	18.5	11.2	0.6	17.8	16.8
净利润增长	18.0	13.0	1.3	16.6	16.6

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
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	150	148
存货周转天数	14	13	13	15	14
应付帐款周转天数	103	105	107	100	97
现金周期	28	35	51	65	65
净负债 / 权益比率 (%)	(39)	(40)	(21)	(11)	(12)

回报率 (%)

资本回报率	13.2	11.5	10.8	11.4	12.2
资产回报率	5.6	5.4	5.1	5.4	5.7

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.35	0.35	0.41	0.48
每股账面值	2.71	3.08	3.25	3.60	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: 香港中環夏愨道 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(D)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。