

中信证券研究部



顾海波
 首席通信分析师
 S1010517100003

核心观点

公司 2019 年实现营业收入/净利润/经营性现金流分别为 1174.13/30.49/42.43 亿元，同比增长 10.6%/5.1%/17.4%，业绩总体符合预期。电信市场保持稳健，行业市场增长迅速，成本费用控制有效，盈利能力逐渐企稳。考虑到疫情影响下公司业务拓展承压和成本相对刚性，下调短期公司业绩预测；长期看好公司 5G 周期驱动下电信市场的新一轮增长和新基建语境下行业市场的发展机遇，维持“买入”评级。

- 电信市场：保持稳健，5G 驱动新一轮成长。**2019 年，运营商行业陷入收入低谷，全年 CAPEX/OPEX 并未明显提升；公司坚持“CAPEX+OPEX”双轮驱动战略，运营商收入同比增长 3.9%保持稳健；其中运营商数字化/智慧化成为新增长动能，ACO 业务贡献收入增量 69.9%，2015~2019 年 CAGR 14%；中国电信以外运营商份额有所提升，对应收入同比增长 11.8%。2020 年，5G 将正式启动大规模建设，运营商规划全年 CAPEX 3348 亿元，同比增长 11%大幅提速；其中 5G 投资达到 1803 亿，占比提升至 54%。虽然 2020Q1 公司受疫情导致的招标延迟/开工延后/刚性成本影响较为明显，但 2020Q2 之后随着运营商密集投入如预期逐步回归正轨，未来三年公司有望充分受益 5G 拉动的新一轮增长周期。
- 行业市场：增长迅速，新基建带来发展机遇。**2019 年，公司非运营商收入同比增长 25.2%，剔除商品分后的核心收入同比增长 29.8%，保持 20%以上高增速；占收比提升 4.1PCTs 至 35.5%，成为增长主要驱动；毛利同比增长 25.5%高于收入增速和 2018 年毛利增速，毛利率显著提高；新签合同金额同比增长超 26%，智慧城市/数据中心/云计算/公共安全等新签项目超过 800 个，后续发展动力充足。展望未来，公司持续加大研发投入；2019 年研发投入占收比提升 0.2 PCT 至 2.8%；加快通服云/开放物联网/大数据等基础平台建设力度，截至 2019 年底物联网基础支撑平台连接数达 3300 万；围绕政府/社会/行业智能化需求，聚焦电力/交通/机场/赛事等重点行业，在新基建的语境下，有望持续快速增长。
- 成本费用：控制有效，盈利能力逐渐企稳。**2019 年，受益于行业市场的持续快速增长和盈利能力回升，公司整体毛利率同比下降 0.4 PCT 至 11.7%，降幅相比 2018 年的 0.8PCT 明显减缓；得益于公司利用信息化手段提升运营管理效率，SG&A 费用率同比下降 0.2 PCT 至 9.8%，持续压降；净利率同比下降 0.1 PCT 至 2.6%，逐渐企稳。展望未来，2020H1 受疫情影响，公司人工/防疫等成本相对刚性，短期内利润和现金流将受一定冲击，长期来看随着公司持续推动价值转型，提升一体化服务能力和总包大项目占比，不断提升员工劳动生产率和运营管理效率，行业市场和 ACO 业务有望两翼驱动公司盈利能力企稳。
- 风险因素：**运营商 CAPEX 及 OPEX 支出低于预期；公司行业市场拓展进度不达预期；市场竞争加剧；疫情对公司影响程度超预期。
- 投资建议：**考虑到 2020H1 疫情影响下公司业务拓展承压和成本相对刚性，下调 2020/2021 年 EPS 预测为 0.45/0.54 元（原值为 0.51/0.58 元），新增 2022 年 EPS 预测为 0.60 元，长期看好公司 5G 驱动下电信市场的新一轮增长和新基建语境下行业市场的发展机遇，维持“买入”评级。

中国通信服务	00552.HK
评级	买入（维持）
当前价	6.04 港元
总股本	6,926 百万股
港股流通股本	2,391 百万股
52 周最高/最低价	7.08/4.34 港元
近 1 月绝对涨幅	-3.97%
近 6 月绝对涨幅	34.82%
近 12 月绝对涨幅	-4.56%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	106,176.64	117,413.09	129,347.84	149,072.68	169,659.80
营业收入增长率	12.27%	10.58%	10.16%	15.25%	13.81%
净利润(百万元)	2,901.32	3,049.23	3,150.45	3,712.63	4,142.52
净利润增长率	6.89%	5.10%	3.32%	17.84%	11.58%
EPS(基本)(元)	0.42	0.44	0.45	0.54	0.60
毛利率%	12.14%	11.66%	11.38%	11.19%	11.05%
净资产收益率 ROE%	8.97%	8.82%	8.35%	9.21%	9.58%
每股净资产	5	5	5	6	6
PE	12.00	11.99	11.61	9.85	8.83
PB	1	1	1	1	1
EPS(基本)(港元)	0.50	0.50	0.52	0.61	0.68
每股净资产(港元)	5.61	5.71	6.23	6.66	7.14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测。

注：股价为 2020 年 4 月 6 日收盘价。

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	106,177	117,413	129,348	149,073	169,660
营业成本	(93,292)	(103,726)	(114,627)	(132,393)	(150,906)
毛利率	12.14%	11.66%	11.38%	11.19%	11.05%
SG&A 费用	(10,611)	(11,494)	(12,262)	(13,700)	(15,280)
SG&A 费用率	9.99%	9.79%	9.48%	9.19%	9.01%
财务费用	(25)	(69)	(6)	2	8
财务费用率	0.02%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	105	148	106	135	130
营业利润	2,354	2,272	2,559	3,116	3,611
营业利润率	2.22%	1.94%	1.98%	2.09%	2.13%
营业外收入	1,245	1,555	1,271	1,357	1,394
营业外支出	(174)	(333)	(211)	(199)	(248)
利润总额	3,425	3,494	3,619	4,275	4,758
所得税	(497)	(464)	(489)	(586)	(642)
所得税率	-14.52%	-13.28%	-13.50%	-13.70%	-13.49%
少数股东损益	27	(19)	(20)	(24)	(26)
归属于母公司股东的净利润	2,901	3,049	3,150	3,713	4,143
净利率	2.73%	2.60%	2.44%	2.49%	2.44%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,425	3,494	3,619	4,275	4,758
所得税支出	-497	-464	-489	-586	-642
折旧和摊销	838	724	326	352	379
营运资金的变化	1,966	-512	-2,394	1,693	412
其他经营现金流	1,333	1,782	-100	-136	-138
经营现金流合计	4,261	4,812	962	5,598	4,770
资本支出	-987	-950	-900	-900	-900
投资收益	105	148	106	135	130
其他投资现金流	-656	-460	57	105	74
投资现金流合计	-551	-311	-264	-188	-223
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	133	588	557	-720	701
股息支出	-1,040	-1,044	-1,137	-1,134	-1,337
其他融资现金流	22	-22	-6	2	8
融资现金流合计	-886	-478	558	-1,829	-530
现金及现金等价物净增加额	2,824	3,115	1,256	3,582	4,016

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	18,235	21,692	22,948	26,530	30,546
存货	2,253	1,974	2,706	2,947	3,265
应收账款	42,979	45,018	53,217	59,611	67,565
其他流动资产	5,047	4,568	4,568	4,568	4,568
流动资产	68,514	73,252	83,438	93,656	105,944
固定资产	4,385	4,369	4,470	4,545	4,594
长期股权投资	318	418	418	418	418
无形资产	458	608	608	608	608
其他长期资产	7,251	8,893	8,835	8,731	8,657
非流动资产	12,412	14,289	14,333	14,303	14,277
资产总计	80,926	87,541	97,771	107,959	120,221
短期借款	462	511	1,068	348	1,049
应付账款	45,945	49,492	56,032	64,363	73,044
其他流动负债	324	681	677	675	677
流动负债	46,731	50,684	57,777	65,385	74,771
长期借款	9	0	0	0	0
其他长期负债	1,358	1,819	1,819	1,819	1,819
非流动性负债	1,367	1,819	1,819	1,819	1,819
负债合计	48,097	52,503	59,596	67,205	76,590
股本及储备	32,331	34,564	37,721	40,324	43,227
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	32,331	34,564	37,721	40,324	43,227
少数股东权益	498	474	454	430	404
股东权益合计	32,829	35,038	38,175	40,754	43,631
负债股东权益总计	80,926	87,541	97,771	107,959	120,221

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	12.27%	10.58%	10.16%	15.25%	13.81%
营业利润增长率	0.45%	-3.48%	12.61%	21.80%	15.89%
净利润增长率	6.89%	5.10%	3.32%	17.84%	11.58%
毛利率	12.14%	11.66%	11.38%	11.19%	11.05%
EBITDA Margin	2.24%	2.14%	2.31%	2.34%	2.29%
净利率	2.73%	2.60%	2.44%	2.49%	2.44%
净资产收益率	8.97%	8.82%	8.35%	9.21%	9.58%
总资产收益率	3.59%	3.48%	3.22%	3.44%	3.45%
资产负债率	0.59	0.60	0.61	0.62	0.64
所得税率	14.52%	13.28%	13.50%	13.70%	13.49%
股利支付率	0.00%	0.00%	36.00%	36.00%	36.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。