

### 中兴通讯 (763 HK, HK\$17.96, 目标价 HK\$21.00, 买入) - 4G 需求继续推动增长

- ❖ **14 财年上半年盈利增长强劲。**中兴公布 14 财年上半年业绩。收入仅微升 0.5%，至人民币 376 亿。运营商网络收入增长被终端和软件分部的收入下降所抵消。因高毛利的运营商网络收入比例增加，以及市场竞争态势趋缓，整体毛利率提高了 4.0ppt 个百分点至 29.5%。公司 14 年上半年净利润达人民币 11.3 亿，同比增长 263.9%。中兴也预测 14 年一至三季的净利润可达人民币 17.0 至 19.0 亿，意味着第三季净利润将介于人民币 5.7 至 7.7 亿之间。
- ❖ **国内运营商的 4G 网络建设驱动增长。**因中移动 (941 HK) 对 TD-LTE 设备的需求甚殷，14 财年上半年运营商网络收入同比增长 14.6% 至人民币 218 亿。中移动在上半年只花了全年资本开支预算的 37%。我们预计中移动的 4G 网络扩建势头将可延续至下半年。此外，考虑到 FDD 试用牌照已经发出，我们预计中电信 (728 HK) 及联通 (762 HK) 将开始铺设 FDD 网络。因此，我们相信下半年国内的 4G 网络加快扩建将持续成为中兴的主要增长动力。
- ❖ **毛利率显著提升。**运营商网络业务的毛利率同比扩大 2.9 个百分点至 35.3%，由于 1) 高毛利的 4G 产品占比上升和 2) 市场竞争态势趋缓，运营商青睐国内设备厂商，舍弃外资。此外，软件和服务业务的毛利率同比扩大 7.6 个百分点至 32.7%，主要由于海外市场的毛利改善。
- ❖ **手机终端仍然疲弱。**14 财年上半年手机终端产品销售达到人民币 104 亿，同比下降 16.5%。惟终端业务的毛利率同比上升 0.3 个百分点至 15.6%。终端业务表现低迷是由于公司的 3G 智能手机在国内的市场份额下滑。下半年 4G 网络的铺设将产生对 4G 手机的新需求，随着公司不断推出入门级的 4G 智能手机，我们预计终端业务的下滑趋势将得到缓解。
- ❖ **我们认为中兴将继续从国内运营商的 4G 建设中获益。**公司在 TD-LTE 和 FDD-LTE 两种制式都有技术优势，当 FDD 基站建设在下半年开始上马时，这将有助中兴获取中电信和联通的 FDD 订单。我们将目标价由 19.16 港元上调至 21.00 港元，等于 16 倍 15 财年预测市盈率，代表着 16.9% 的上升潜力。我们维持买入评级。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	84,119	75,234	79,430	86,094	94,920
净利润 (人民币百万元)	-2,841	1,358	2,633	3,519	3,912
每股收益 (人民币)	-0.83	0.39	0.77	1.02	1.14
每股收益变动 (%)	不适用	不适用	94.0	33.6	11.2
市盈率(x)	不适用	35.5	18.3	13.7	12.3
市帐率(x)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
股息率 (%)	0.0	0.2	1.6	2.2	2.4
权益收益率 (%)	不适用	5.7	10.0	12.1	12.2
净财务杠杆率 (%)	6.2	25.2	19.6	17.0	14.9

来源: 公司资料, 招銀国际证券预测

#### 中兴通讯 (763 HK)

评级	买入
收市价	HK\$17.96
目标价	HK\$21.00
市值 (港币百万)	61,086
过去 3 月平均交易 (港币百万)	66.88
52 周高/低 (港币)	18.34/13.8
发行股数 (百万股)	3,438
主要股东	中兴新 (32.5%)
来源: 彭博	

#### 股价表现

	绝对	相对
1 月	9.8%	5.9%
3 月	23.8%	13.2%
6 月	8.5%	-2.5%

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>84,119</b>	<b>75,234</b>	<b>79,430</b>	<b>86,094</b>	<b>94,920</b>
运营商网络	41,603	40,696	47,810	54,982	62,129
手机终端	28,819	21,702	19,185	18,802	19,742
软件系统、服务及其他	13,698	12,836	12,435	12,310	13,049
<b>销售成本</b>	<b>65,545</b>	<b>54,775</b>	<b>55,295</b>	<b>59,520</b>	<b>65,622</b>
<b>毛利</b>	<b>18,573</b>	<b>20,459</b>	<b>24,135</b>	<b>26,573</b>	<b>29,298</b>
研发费用	(8,829)	(7,384)	(8,592)	(8,782)	(9,682)
销售推广及行政费用	(11,341)	(10,159)	(10,774)	(11,623)	(12,814)
管理费用	(2,449)	(2,259)	(2,395)	(2,583)	(2,848)
其他营运收入	4,359	4,549	4,152	4,132	4,461
其他营运费用	(706)	(2,119)	(1,886)	(1,980)	(2,183)
<b>息税前收益</b>	<b>(393)</b>	<b>3,088</b>	<b>4,640</b>	<b>5,739</b>	<b>6,232</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>650</b>	<b>3,715</b>	<b>5,373</b>	<b>6,569</b>	<b>7,156</b>
利息收入	250	356	477	456	448
融资成本	(1,888)	(1,650)	(1,629)	(1,550)	(1,519)
其他非营运收入/费用	48	34	36	39	43
<b>税前利润</b>	<b>(1,983)</b>	<b>1,828</b>	<b>3,524</b>	<b>4,683</b>	<b>5,205</b>
所得税	(621)	(394)	(811)	(1,077)	(1,197)
非控制股东权益	(236)	(76)	(80)	(87)	(96)
<b>净利润</b>	<b>(2,841)</b>	<b>1,358</b>	<b>2,633</b>	<b>3,519</b>	<b>3,912</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>24,808</b>	<b>23,651</b>	<b>24,308</b>	<b>25,496</b>	<b>27,149</b>
物业、厂房及设备	8,011	7,698	7,467	7,243	7,026
递延税项资产	1,219	1,353	1,428	1,546	1,704
其他	15,578	14,600	15,414	16,707	18,420
<b>流动资产</b>	<b>85,104</b>	<b>78,822</b>	<b>80,369</b>	<b>85,540</b>	<b>91,900</b>
现金及现金等价物	24,126	20,903	19,701	19,404	19,064
存货	11,442	12,434	12,423	13,372	14,922
应收贸易款项	30,516	28,233	30,031	33,022	36,148
其他	19,019	17,252	18,214	19,742	21,766
<b>流动负债</b>	<b>75,424</b>	<b>63,364</b>	<b>69,595</b>	<b>73,357</b>	<b>78,552</b>
应付贸易账款	29,594	24,894	24,997	26,743	29,305
其他	27,400	23,127	24,417	26,466	29,179
借债	18,430	15,343	20,181	20,148	20,068
<b>非流动负债</b>	<b>11,849</b>	<b>15,483</b>	<b>8,866</b>	<b>8,637</b>	<b>8,470</b>
借债	7,098	11,505	4,667	4,201	3,781
递延税款负债	140	140	147	158	173
其他	4,611	3,838	4,052	4,278	4,517
少数股东权益	1,136	1,093	1,154	1,251	1,379
<b>净资产总值</b>	<b>21,502</b>	<b>22,533</b>	<b>25,063</b>	<b>27,792</b>	<b>30,648</b>
<b>股东权益</b>	<b>21,502</b>	<b>22,533</b>	<b>25,063</b>	<b>27,792</b>	<b>30,648</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>(393)</b>	<b>3,088</b>	<b>4,640</b>	<b>5,739</b>	<b>6,232</b>
折旧和摊销	1,043	627	733	831	924
营运资金变动	7,443	(5,915)	(1,356)	(1,673)	(1,425)
利息支出	(1,888)	(1,650)	(1,629)	(1,550)	(1,519)
利息收入	250	356	477	456	448
税款支出	(571)	(529)	(878)	(1,185)	(1,339)
其他	(4,010)	4,470	(44)	(48)	(52)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,873</b>	<b>447</b>	<b>1,943</b>	<b>2,569</b>	<b>3,269</b>
购置固定资产	(1,258)	(904)	(502)	(607)	(707)
其他	(3,119)	(267)	(814)	(1,293)	(1,713)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(4,377)</b>	<b>(1,171)</b>	<b>(1,317)</b>	<b>(1,900)</b>	<b>(2,420)</b>
股本的变化	8	19	0	0	0
银行贷款变动	4,306	(1,082)	(2,000)	(500)	(500)
其他	844	(1,437)	172	(467)	(689)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>5,158</b>	<b>(2,499)</b>	<b>(1,828)</b>	<b>(967)</b>	<b>(1,189)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>2,654</b>	<b>(3,223)</b>	<b>(1,202)</b>	<b>(298)</b>	<b>(340)</b>
年初现金及现金等价物	21,472	24,126	20,903	19,701	19,404
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>24,126</b>	<b>20,903</b>	<b>19,701</b>	<b>19,404</b>	<b>19,064</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>					
运营商网络	49.5	54.1	60.2	63.9	65.5
手机终端	34.3	28.8	24.2	21.8	20.8
软件系统、服务及其他	16.3	17.1	15.7	14.3	13.7
<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	22.1	27.2	30.4	30.9	30.9
税前利润率	0.8	4.9	6.8	7.6	7.5
净利润率	(0.5)	4.1	5.8	6.7	6.6
核心净利润率	(3.4)	1.8	3.3	4.1	4.1
有效税率	(31.3)	21.6	23.0	23.0	23.0

**增长 (%)**

收入增长	(2.5)	(10.6)	5.6	8.4	10.3
毛利增长	(23.1)	10.2	18.0	10.1	10.3
息税前收益增长	N.A.	N.A.	50.3	23.7	8.6
净利润增长	N.A.	N.A.	94.0	33.6	11.2

**资产负债比率**

流动比率 (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
平均应收账款周转天数	132.4	137.0	138.0	140.0	139.0
平均存货周转天数	63.7	82.9	82.0	82.0	83.0
平均应付账款周转天数	164.8	165.9	165.0	164.0	163.0
现金周期	31.3	53.9	55.0	58.0	59.0
总负债/权益比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/权益比率 (%)	6.2	25.2	19.6	17.0	14.9

**回报率 (%)**

资本回报率	(12.5)	5.7	10.0	12.1	12.2
资产回报率	(2.6)	1.3	2.5	3.2	3.3

**每股数据 (人民币)**

每股利润	(0.83)	0.39	0.77	1.02	1.14
每股账面值	6.60	6.87	7.63	8.45	9.32
每股股息	0.00	0.03	0.23	0.31	0.34

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 个月的潜在涨幅在-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法律责任。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。