

睿智投資



中興通訊 (763 HK, HK\$13.40, 目標價HK\$14.0,持有) -13 財年將做戰略性轉變，從重量變重質

- ❖ **12 財年營收下降，毛利率大減，淨虧損嚴重。**中興通訊錄得令人失望的 12 財年業績，營收同比下降 2.4% 至人民幣 842 億，因運營商網絡及手機終端部門銷售分別下降 10.6% 和 4.1%。毛利率縮減 5.8 百分點至 22.2%，主因是海外合約毛利率大降令運營商網絡分部毛利率下降 9.4 百分點。公司 12 財年淨虧損達人民幣 28.4 億，接近公司較早時給的虧損指引人民幣 25 至 29 億範圍的低端。
- ❖ **運營商網絡部門復蘇取決於中國的 4G 資本開支。**12 財年運營商網絡部門銷售額和毛利皆急劇下降，主因是中興拓展海外市場過於積極進取。2012 年是全球電信資本開支不振的一年，CDMA、光通信網絡和有線接入網絡皆錄得產品售價急劇下跌。展望 2013 年，我們相信中國移動 (941 HK) 將積極開展 4G-LTE 部署，計劃為 20 萬個 4G 基站投入人民幣 420 億資本開支。這將為中興的運營商網絡部門起提振作用。中興未來在競標海外合同時將不若過往積極，以保持毛利率為先。我們相信，運營商網絡部門的復蘇將取決於中國的 4G 資本開支。然而，中國的運營商亦因 ARPU 值趨跌而面臨利潤壓力。因此，我們不會期望運營商網絡部門的毛利率可以回到 11 財年以前的 35% 水平。我們預計運營商網絡部門 13 和 14 財年的毛利率將分別達 28.7% 和 28.5%。
- ❖ **從重量變重質。**12 財年中興首次錄得手機終端部門營收下降。惟手機終端部門的毛利率從 11 財年的 15.0%，恢復到 12 財年的 16.6%。因中興改變了市場策略，把銷售重點放在入門級智能手機而放棄部分低毛利的功能手機市場。12 財年，智能手機出貨量佔總出貨量的 25% 至 30%，但貢獻了 60% 手機終端部門的營收。中興將繼續專注於中端智能手機市場，我們預期智能手機出貨比重將繼續增加。我們預計產品組合的改善將提升 13 財年手機終端部門毛利率至 16.9%。
- ❖ **我們看到公司 13 財年在做戰略性的轉變，從重視市場份額(重量)變為保持毛利率為優先(重質)。**公司正在大幅削減成本和售賣資產，我們相信這將提高短期收益，但可能會損害公司長期盈利能力。我們相信中興正在復蘇和並預期 13 財年第一季將因資產銷售收入而錄得盈利。我們提升 13 財年的淨利潤預測至人民幣 25.5 億。我們用 15 倍 13 財年預測市盈率為中興估值。我們上調目標價由 9.0 港元至 14.0 港元，代表著 4.1% 的上升潛力。13 財年業績將受資產銷售收入提振，但是目前我們還沒有看到運營面有顯著改善。我們維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	86,255	84,219	96,108	108,748	121,097
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,060	-2,841	2,553	2,708	3,618
每股收益 (人民幣)	0.61	-0.83	0.74	0.79	1.05
每股收益變動 (%)	-37.9	-236.3	-189.9	6.1	33.6
市盈率(x)	18.4	-12.9	14.4	13.6	12.7
市帳率(x)	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	1.8	0.0	2.1	2.2	2.4
權益收益率 (%)	7.8	-12.5	10.1	9.9	11.9
淨財務槓杆率 (%)	4.7	6.2	8.9	12.6	16.4

來源: 公司及招銀國際研究部

中興通訊 (763 HK)

評級	持有
收市價	HK\$13.40
目標價	HK\$14.00
市值(港幣百萬)	48,329
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	146.5
52 周高/低(港幣)	21.50/9.23
發行股數(百萬股)	3,440
主要股東	中興新 (32.5%)

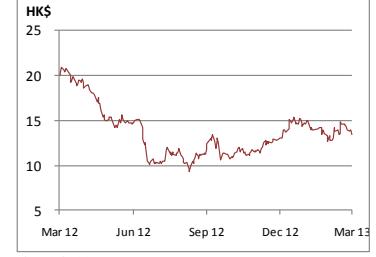
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.0%	7.7%
3 月	2.6%	4.2%
6 月	7.7%	0.7%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	86,255	84,219	96,108	108,748	121,097
运营商网络	46,522	41,603	46,595	50,323	52,839
手机终端	26,934	25,839	29,715	35,658	42,076
软件系统、服务及其他	12,799	16,778	19,798	22,768	26,183
 销售成本	 62,086	 65,545	 73,120	 82,424	 92,131
毛利	24,168	18,674	22,988	26,323	28,967
 研发费用	 (8,493)	 (8,829)	 (9,130)	 (9,461)	 (10,172)
销售推广及行政费用	(11,112)	(11,341)	(11,821)	(12,288)	(13,321)
管理费用	(2,606)	(2,449)	(2,307)	(2,501)	(2,906)
其他营运收入	3,381	4,359	6,247	4,132	4,844
其他营运费用	(1,684)	(706)	(961)	(979)	(1,090)
息稅前收益	3,654	(292)	5,016	5,226	6,321
息税及折旧摊销前收益	4,681	751	6,335	6,860	8,308
 利息收入	 284	 149	 218	 274	 321
融资成本	(1,374)	(1,888)	(1,966)	(2,015)	(2,053)
其他非营运收入/费用	71	48	53	60	67
税前利润	2,635	(1,983)	3,321	3,545	4,656
 所得税	 (392)	 (621)	 (498)	 (532)	 (698)
非控制股东权益	(183)	(236)	(270)	(305)	(340)
净利润	2,060	(2,841)	2,553	2,708	3,618

来源：公司资料，招銀國際則預測

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	20,872	24,808	28,139	31,735	35,403
物业、厂房及设备	8,646	8,011	8,972	10,049	11,255
递延税项资产	1,129	1,219	1,390	1,571	1,749
其他	11,097	15,578	17,777	20,115	22,399
 流动资产	 86,912	 85,104	 92,032	 99,762	 107,965
现金及现金等价物	21,472	24,126	24,078	23,364	22,328
存货	14,988	11,442	12,020	14,001	16,154
应收贸易款项	30,720	30,516	34,230	37,838	42,135
其他	19,732	19,019	21,704	24,558	27,347
 流动负债	 65,891	 75,424	 83,207	 92,190	 101,377
应付贸易账款	32,692	29,594	32,453	37,035	41,396
其他	21,322	27,400	31,268	35,380	39,398
借债	11,876	18,430	19,486	19,775	20,583
 非流动负债	 15,605	 11,849	 11,611	 11,842	 11,554
借债	10,825	7,098	6,842	7,053	6,745
递延税款负债	0	140	159	179	198
其他	4,780	4,611	4,611	4,611	4,611
 少数股东权益	 2,057	 1,136	 1,297	 1,467	 1,634
净资产总值	24,232	21,502	24,056	25,998	28,804
 股东权益	 24,232	 21,502	 24,056	 25,998	 28,804

来源：公司资料，招銀國際則預測

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	3,654	(292)	5,016	5,226	6,321
折旧和摊销	1,026	1,043	1,320	1,634	1,987
营运资金变动	(1,594)	7,443	(249)	250	(860)
利息支出	(1,374)	(1,888)	(1,966)	(2,015)	(2,053)
利息收入	284	149	218	274	321
税款支出	(392)	(621)	(650)	(694)	(857)
其他	(5,214)	(3,960)	(217)	(245)	(273)
经营活动所得现金净额	(3,610)	1,873	3,471	4,430	4,586
购置固定资产	(2,549)	(1,258)	(2,281)	(2,711)	(3,193)
其他	(1,061)	(3,110)	(2,199)	(2,338)	(2,284)
投资活动所得现金净额	(3,610)	(4,368)	(4,480)	(5,049)	(5,477)
股本的變化	(81)	798	0	0	0
银行贷款变动	9,325	2,827	800	500	500
其他	4,459	1,525	160	(595)	(646)
融资活动所得现金净额	13,703	5,149	960	(95)	(146)
现金增加净额	6,483	2,654	(48)	(714)	(1,037)
年初现金及现金等价物	14,989	21,472	24,126	24,078	23,364
年末现金及现金等价物	21,472	24,126	24,078	23,364	22,328

来源：公司资料，招銀國際則預測

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
运营商网络	53.9	49.4	48.5	46.3	43.6
手机终端	31.2	30.7	30.9	32.8	34.7
软件系统、服务及其他	14.8	19.9	20.6	20.9	21.6
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.0	22.2	23.9	24.2	23.9
税前利润率	5.4	0.9	6.6	6.3	6.9
净利润率	4.2	(0.3)	5.2	4.8	5.2
核心净利润率	2.4	(3.4)	2.7	2.5	3.0
有效税率	14.9	(31.3)	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	23.4	(2.4)	14.1	13.2	11.4
毛利增长	11.6	(22.7)	23.1	14.5	10.0
息税前收益增长	(26.1)	N.A.	N.A.	4.2	21.0
净利润增长	(36.6)	N.A.	N.A.	6.1	33.6
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率(x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
平均应收账款周转天数	130.0	132.3	130.0	127.0	127.0
平均存货周转天数	88.1	63.7	60.0	62.0	64.0
平均应付账款周转天数	192.2	164.8	162.0	164.0	164.0
现金周期	25.9	31.2	28.0	25.0	27.0
总负债/权益比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/权益比率 (%)	4.7	6.2	8.9	12.6	16.4
回报率 (%)					
资本回报率	7.8	(12.5)	10.1	9.9	11.9
资产回报率	1.9	(2.6)	2.1	2.1	2.5
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.61	(0.83)	0.74	0.79	1.05
每股账面值	7.75	6.60	7.39	8.01	8.87
每股股息	0.20	0.00	0.22	0.24	0.32

来源：公司资料，招銀國際則預測

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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。而過去的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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。