

睿智投資

中興通訊 (763 HK, HK\$15.00, 目標價HK\$17.96, 買入) - 受益於 TD-LTE 建設在13年下半年開始發力

- ❖ **13年上半年業績好壞參半。**中興公佈13年上半年業績，營收下跌11.6%至人民幣376億。因2G GSM產品漸被市場淘汰，運營商網絡和手機終端分部的營收分別下降10.5%和12.5%。由於重回毛利率較高的國內光學及無線系統市場，整體毛利率提高了1.1個百分點至25.7%。而出售深圳中興力維的股權則令其他收入項同比增長56.7%至人民幣27億。資產銷售幫助中興錄得盈利增長，公司13年上半年淨利潤達人民幣3.1億，同比增長26.6%。中興也預測13年一至三季的淨利潤可達人民幣5.0至7.5億，意味著第三季淨利潤將介於人民幣1.9至4.4億之間。
- ❖ **受惠於13年下半年大型TD-LTE建設開始啓動。**13年上半年中國移動(941 HK)僅僅用了全年資本支出預算的30%(人民幣570億)。然而，中國移動重申今年的資本支出計劃將投入人民幣420億於建設20.7萬個4G基站，惟上半年用於TD-LTE網絡建設的開支僅有人民幣25億。我們認為在八月TD-LTE設備招標結束後，中國移動將開始積極部署TD-LTE建設。在剛剛完成的中國移動TD-LTE設備招標中，華為和中興分別獲得25%的份額，與去年相同。此外，中國電信(728 HK)計劃今年將新增50億元資本支出於建設LTE試驗網。我們相信運營商的資本支出將大幅集中於今年下半年，對中興下半年的運營商網絡部門營收是利好。中興退出一些海外市場以重新聚焦國內運營商市場來提高毛利率。13年上半年運營商網絡部門錄得毛利率同比增長3.0個百分點達32.4%。我們預計中興的運營商網絡部門毛利率在13和14財年將分別達33.1%及32.6%。
- ❖ **手機終端部門仍然低迷。**13年上半年手機終端產品銷售達人民幣125億，同比下降12.5%。手機終端的毛利率也下降了1.3個百分點至15.3%。佔了中興終端收入大部分的CDMA功能手機的售價大跌是導致終端部門表現低迷的主因。公司將推出新款智能手機，我們預計這將稍微緩解終端部門13年下半年的營收和毛利壓力。
- ❖ **中興通訊重新聚焦國內市場的優質項目，導致13年上半年毛利率改善。**在TD-LTE建設於13年下半年開始發力的大環境下，我們相信增長勢頭將會持續。我們提升13及14財年的淨利潤預測達3.8%及19.7%至人民幣26.5億及32.4億。我們用15倍14財年預測市盈率為中興估值。我們上調目標價由14.00港元至17.96港元，代表著19.7%的上升潛力。我們將評級從持有上調至買入。

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	85,208	93,175	104,318
淨利潤(人民幣百萬元)	2,060	-2,841	2,649	3,241	3,846
每股收益(人民幣)	0.61	-0.83	0.77	0.94	1.12
每股收益變動(%)	-37.9	不適用	不適用	22.3	18.7
市盈率(x)	20.6	不適用	15.3	12.5	13.4
市帳率(x)	1.6	1.8	1.6	1.5	1.3
股息率(%)	1.6	0.0	2.0	2.4	2.2
權益收益率(%)	7.8	不適用	10.5	11.6	12.5
淨財務杠桿率(%)	4.7	6.2	1.5	0.3	4.0

來源:公司及招銀國際研究部

中興通訊(763 HK)

評級	買入
收市價	HK\$15.00
目標價	HK\$17.96
市值(港幣百萬)	70,080
過去3月平均交易(港幣百萬)	78.99
52周高/低(港幣)	15.60/9.23
發行股數(百萬股)	3,440
主要股東	中興新(32.5%)

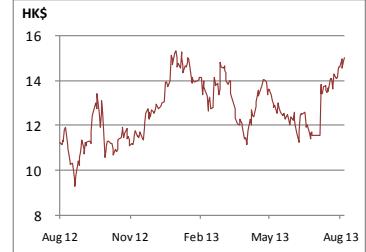
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	8.4%	8.5%
3月	16.3%	20.1%
6月	9.5%	14.5%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	86,255	84,219	85,208	93,175	104,318
运营商网络	46,522	41,603	46,595	51,255	55,355
手机终端	26,934	25,839	23,513	25,159	29,688
软件系统、服务及其他	12,799	16,778	15,100	16,761	19,275
销售成本	62,086	65,545	62,316	68,301	76,969
毛利	24,168	18,674	22,893	24,874	27,349
研发费用	(8,493)	(8,829)	(8,606)	(8,945)	(9,806)
销售推广及行政费用	(11,112)	(11,341)	(11,077)	(11,554)	(12,622)
管理费用	(2,606)	(2,449)	(2,386)	(2,423)	(2,712)
其他营运收入	3,381	4,359	5,113	4,659	5,216
其他营运费用	(1,684)	(706)	(852)	(839)	(939)
息税前收益	3,654	(292)	5,084	5,773	6,486
息税及折旧摊销前收益	4,681	751	6,387	7,350	8,365
利息收入	284	149	227	305	371
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	58	65
税前利润	2,635	(1,983)	3,398	4,121	4,869
所得税	(392)	(621)	(510)	(618)	(730)
非控制股东权益	(183)	(236)	(239)	(261)	(293)
净利润	2,060	(2,841)	2,649	3,241	3,846

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	25,965	28,630	32,057
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	1,232	1,346	1,506
其他	11,097	15,578	15,761	17,234	19,296
流动资产	86,912	85,104	85,795	91,819	99,454
现金及现金等价物	21,472	24,126	25,961	26,756	26,103
存货	14,988	11,442	10,244	11,602	13,496
应收贸易款项	30,720	30,516	30,348	32,420	36,297
其他	19,732	19,019	19,243	21,042	23,558
流动负债	65,891	75,424	74,866	80,777	89,105
应付贸易账款	32,692	29,594	27,658	30,688	34,583
其他	21,322	27,400	27,722	30,314	33,939
借债	11,876	18,430	19,486	19,775	20,583
非流动负债	15,605	11,849	11,593	11,816	11,526
借债	10,825	7,098	6,842	7,053	6,745
递延税款负债	0	140	141	153	170
其他	4,780	4,611	4,611	4,611	4,611
少数股东权益	2,057	1,136	1,150	1,257	1,407
净资产总值	24,232	21,502	24,152	26,598	29,472
股东权益	24,232	21,502	24,152	26,598	29,472

来源：公司资料，招銀國際則預測

現金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	3,654	(292)	5,084	5,773	6,486
折旧和摊销	1,026	1,043	1,303	1,577	1,880
营运资金变动	(1,594)	7,443	(471)	394	(768)
利息支出	(1,374)	(1,888)	(1,966)	(2,015)	(2,053)
利息收入	284	149	227	305	371
税款支出	(392)	(621)	(522)	(720)	(873)
其他	(5,214)	(3,960)	(186)	(204)	(228)
经营活动所得现金净额	(3,610)	1,873	3,468	5,110	4,815
购置固定资产	(2,549)	(1,258)	(2,264)	(2,653)	(3,086)
其他	(1,061)	(3,110)	(183)	(1,474)	(2,061)
投资活动所得现金净额	(3,610)	(4,368)	(2,447)	(4,127)	(5,147)
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	13	(687)	(822)
融资活动所得现金净额	13,703	5,149	813	(187)	(322)
现金增加净额	6,483	2,654	1,835	795	(654)
年初现金及现金等价物	14,989	21,472	24,126	25,961	26,756
年末现金及现金等价物	21,472	24,126	25,961	26,756	26,103

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 (%)					
运营商网络	53.9	49.4	54.7	55.0	53.1
手机终端	31.2	30.7	27.6	27.0	28.5
软件系统、服务及其他	14.8	19.9	17.7	18.0	18.5
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.0	22.2	26.9	26.7	26.2
税前利润率	5.4	0.9	7.5	7.9	8.0
净利润率	4.2	(0.3)	6.0	6.2	6.2
核心净利润率	2.4	(3.4)	3.1	3.5	3.7
有效税率	14.9	(31.3)	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	23.4	(2.4)	1.2	9.3	12.0
毛利增长	11.6	(22.7)	22.6	8.7	9.9
息税前收益增长	(26.1)	N.A.	N.A.	13.6	12.3
净利润增长	(36.6)	N.A.	N.A.	22.3	18.7
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	1.0	1.0
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	1.5	0.3	4.0
回报率 (%)					
资本回报率	7.8	(12.5)	10.5	11.6	12.5
资产回报率	1.9	(2.6)	2.4	2.7	2.9
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.61	(0.83)	0.77	0.94	1.12
每股账面值	7.75	6.60	7.36	8.10	8.98
每股股息	0.20	0.00	0.23	0.28	0.34

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(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。