

中兴通讯 (763 HK, HK\$10.56, 目标价 HK\$9.00, 持有) - 第三季表现令人失望

- ❖ **第三季净亏损可高达人民币 20 亿。** 中兴于 10 月 14 日公布了令人失望的第三季初步业绩，总收入同比下降约 13%，整体毛利率同比下降了约 13 个百分点。对比去年第三季的人民币 3 亿净利润，公司预计第三季净亏损达人民币 19-20 亿。第三季业绩的大幅恶化是由以下几点造成的：1) 全球经济放缓，2) 一些海外项目被延迟；3) 确认了许多低毛利项目的营收和 4) 国内运营商采用了和以往不同的采购合同确认办法。
- ❖ **公司将 12 财年的营收预期降低到人民币 900-930 亿，以全年不亏损为目标。** 虽然中兴在美国的业务主要为手机业务而网络设备业务极少，美国政府对中兴的调查仍对公司前景带来不利影响，因为：1) 中兴必须停止所有和伊朗相关的业务以及 2) 美国的调查已削弱其他海外运营商与中兴合作的信心（加拿大和英国的订单已受影响）。加上一些非洲项目的延迟，中兴将第四季海外业务的重心转移至美国和欧洲的手机业务。然而，公司在智能手机市场也面临着激烈的竞争。管理层降低了 2012 年智能手机出货量的预测由 2,600 万-2,800 万支调低至 2,500 万支，管理也下调了 12 财年的营收预期从人民币 1,000 亿降低到人民币 900-930 亿。此外，面对今年头九个月约人民币 16.5-17.5 亿的净亏损，管理层以全年不亏损为目标。
- ❖ **预计毛利率在第四季见底。** 我们在 8 月 24 日名为“毛利率复苏仍远”的报告中指出，受大量低毛利海外项目营收确认期将至的影响，第三季毛利率压力仍大。一般来说，设备供货商的营收将在合同签署后 12-18 个月内确认。由于大多数现有的低毛利海外合同于 2011 年上半年签订，我们预计中兴通讯的毛利率将在第四季见底。然而我们不认为毛利率将在 13 财年初出现显著恢复，因为 1) 高毛利海外项目接洽需时；2) 终端部门的快速增长将拖低整体毛利率。
- ❖ **受非洲项目延迟和美国政府调查的影响，我们预计中兴第四季的海外市场动能将进一步减弱。** 第四季度业绩反弹的希望很大程度落在国内运营商的 TD-LTE 和 TD-SCDMA 第五、六期项目上。由于 TD-LTE 的开展时间表仍有不确定性，我们认为公司预测 12 财年人民币 900-930 亿的营收数字仍有下调风险。我们下调了 2012 和 2013 财年的净利润预测分别达 92.6% 及 16.6% 至人民币 1.0 亿及 20.2 亿。我们的目标价为 2013 财年市盈率的 12 倍。我们将目标价从 10.8 港元降至 9.0 港元，隐含 14.7% 的下降空间。维持「持有」评级。

中兴通讯 (763 HK)

评级	持有
收市价	10.56 港元
目标价	9.00 港元
市值 (港币百万)	39,479
过去 3 月平均交易 (港币百万)	114.48
52 周高/低 (港币)	25.00/9.23
发行股数 (百万股)	3,440
主要股东	中兴新 (32.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-7.0%	-9.3%
3 月	2.5%	-5.7%
6 月	-45.5%	-46.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	69,907	86,255	89,302	107,761	125,369
净利润 (人民币百万元)	3,250	2,060	104	2,019	2,477
每股收益 (人民币)	0.98	0.61	0.03	0.60	0.73
每股收益变动 (%)	25.5	-37.9	-95.0	1842.3	22.7
市盈率(x)	9.4	14.5	280.1	14.1	11.4
市帐率(x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.8	2.3	0.0	2.1	2.6
权益收益率 (%)	13.0	7.8	0.4	7.1	8.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	4.7	7.3	17.7	28.5

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	69,907	86,255	89,302	107,761	125,369
运营商网络	41,976	46,522	44,196	48,174	52,028
手机终端	17,646	26,934	32,051	43,269	54,086
软件系统、服务及其他	10,284	12,799	13,055	16,319	19,256
销售成本	48,242	62,086	70,360	83,227	96,444
毛利	21,665	24,168	18,942	24,534	28,925
研发费用	(7,092)	(8,493)	(7,769)	(9,214)	(10,907)
销售推广及行政费用	(8,890)	(11,112)	(10,359)	(12,069)	(14,167)
管理费用	(2,524)	(2,606)	(2,322)	(2,586)	(3,009)
其他营运收入	2,539	3,426	3,126	3,556	4,137
其他营运费用	(754)	(1,684)	(625)	(970)	(1,128)
息税前收益	4,944	3,699	992	3,251	3,851
利息收入	101	239	282	270	238
融资成本	(729)	(1,374)	(1,165)	(1,154)	(1,185)
其他非营运收入/费用	44	71	78	86	100
税前利润	4,360	2,635	187	2,453	3,005
所得税	(884)	(392)	(28)	(368)	(451)
非控制股东权益	(226)	(183)	(55)	(66)	(77)
净利润	3,250	2,060	104	2,019	2,477
核心净利润	3,250	2,060	104	2,019	2,477

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	18,624	20,872	22,471	26,265	30,080
物业、厂房及设备	7,720	8,646	9,813	10,991	12,310
其他	10,904	12,226	12,658	15,274	17,770
流动资产	65,528	86,912	89,148	99,136	108,455
现金及现金等价物	15,383	21,472	22,011	19,715	16,494
存货	12,104	14,988	17,349	20,522	23,781
应收贸易款项	21,870	30,720	29,359	34,247	39,500
其他	16,171	19,732	20,429	24,652	28,680
流动负债	48,214	65,891	68,632	80,280	90,726
应付贸易账款	25,498	32,692	35,084	41,044	47,033
其他	14,815	21,322	22,075	26,638	30,991
借债	7,901	11,876	11,473	12,598	12,701
非流动负债	10,976	15,605	17,208	16,883	17,280
借债	5,475	10,825	12,429	12,104	12,500
其他	5,501	4,780	4,780	4,780	4,780
少数股东权益	1,868	2,057	2,130	2,570	2,990
净资产总值	23,094	24,232	23,649	25,668	27,539
股东权益	23,094	24,232	23,649	25,668	27,539

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	3,250	2,060	104	2,019	2,477
折旧和摊销	915	1,097	1,298	1,521	1,781
营运资金变动	(2,983)	(1,594)	1,447	(1,760)	(2,197)
其他	(240)	(1,731)	(432)	(2,616)	(2,496)
经营活动所得现金净额	942	(167)	2,418	(837)	(435)
购置固定资产	(3,067)	(2,023)	(2,465)	(2,699)	(3,100)
其他	(45)	0	0	0	0
投资活动所得现金净额	(3,113)	(2,023)	(2,465)	(2,699)	(3,100)
股本的变化	3,913	0	0	0	0
银行贷款变动	378	9,325	1,200	800	500
其他	(1,253)	(652)	(614)	440	(186)
融资活动所得现金净额	3,038	8,673	586	1,240	314
现金增加净额	867	6,483	539	(2,295)	(3,221)
年初现金及现金等价物	14,038	14,989	21,472	22,011	19,715
外汇差额	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	14,905	21,472	22,011	19,715	16,494

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
运营商网络	60.0	53.9	49.5	44.7	41.5
手机终端	25.2	31.2	35.9	40.2	43.1
软件系统、服务及其他	14.7	14.8	14.6	15.1	15.4
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	31.0	28.0	21.2	22.8	23.1
税前利润率	7.1	4.3	1.1	3.0	3.1
净利润率	4.6	2.4	0.1	1.9	2.0
核心净利润率	4.6	2.4	0.1	1.9	2.0
有效税率	20.3	14.9	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	16.0	23.4	3.5	20.7	16.3
毛利增长	16.4	11.6	(21.6)	29.5	17.9
息税前收益增长	25.5	(25.2)	(73.2)	227.7	18.5
净利润增长	32.2	(36.6)	(95.0)	1,842.3	22.7

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率 (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
平均应收账款周转天数	114.2	130.0	120.0	116.0	115.0
平均应付账款周转天数	91.6	88.1	90.0	90.0	90.0
平均存货周转天数	192.9	192.2	182.0	180.0	178.0
现金周期	12.9	25.9	28.0	26.0	27.0
总负债/权益比率 (%)	53.6	86.4	92.7	87.5	82.5
净负债/权益比率 (%)	(8.0)	4.7	7.3	17.7	28.5

回报率 (%)

资本回报率	13.0	7.8	0.4	7.1	8.1
资产回报率	3.9	1.9	0.1	1.6	1.8

每股数据 (人民币)

每股利润	0.98	0.61	0.03	0.60	0.73
每股账面值	7.51	7.75	7.60	8.33	9.00
每股股息	0.25	0.20	0.00	0.18	0.22

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 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。