

## 中興通訊 (763 HK, HK\$24.70, 目標價HK\$28.18, 買入) - 2015年強勢開局

- ❖ **1Q15 業績增長強勁，毛利率擴大。**中興通訊公佈了強勁的1Q15業績增長。三個業務部門皆錄得銷售增長，營收提高10.2%至人民幣210億。因高毛利的運營商網絡以及軟件系統部門的銷售占比上升，1Q15毛利率達35.3%，同比擴大1.8個百分點。因要開發智慧城市和雲服務等的新專案，1Q15研發費用佔營收比達12.2%，對比1Q14的10.4%比率有所上升。公司1Q15淨利潤達人民幣8.8億，同比增長41.9%
- ❖ **1Q15 尚未完全體現建設FDD-LTE帶來的強勁動能。**1Q15運營商網絡收入同比上升8.9%。運營商網絡業務的增長主要得益於三大運營商的TD-LTE和FDD-LTE網絡擴建需求。鑑於中國電信(728 HK)和中國聯通(762 HK)在今年2月才獲得FDD-LTE牌照，我們認為在1Q15尚未完全體現建設FDD-LTE帶來的強勁動能。我們預計運營商網絡業務將受惠於中國電信和中國聯通鋪設4G網絡，並在2Q15加速成長。
- ❖ **海外需求強勁，推動軟件系統業務發展蓬勃。**終端部門和軟件系統部門分別錄得7.0%及23.4%的同比收入增長。終端收入增長是由4G智慧手機出貨量增加帶動。軟件系統部門則是1Q15的亮點，得益於海外市場對系統和服務需求的強勁復甦。中興通訊為中國信息基礎建設領域的主要供應商之一，我們相信中國推動“一帶一路”政策將進一步推升海外需求。
- ❖ **1Q15 中興通訊錄得強勁的收入增長和毛利率擴張。**我們認為中興通訊正處在國內4G發展以及中國推出“一帶一路”政策的風口上，成為主要受益者。我們調升了15財年及16財年每股盈利預測分別達6.0%及12.2%至人民幣1.13元及人民幣1.31元。因市場氣氛改善，我們以20倍15財年預測市盈率為公司估值（之前為16倍），並將目標價由21.27港元上調至28.18港元，代表著14.1%的上升潛力。我們維持買入評級。

### 中興通訊 (763 HK)

評級	買入
收市價	HK\$24.70
目標價	HK\$28.18
市值 (港幣百萬)	116,574
過去3月平均交易 (港幣百萬)	119.83
52周高/低 (港幣)	25.05/13.8
發行股數 (百萬股)	3,438
主要股東	中興新 (32.5%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1月	35.9%	19.1%
3月	33.9%	19.5%
6月	35.1%	13.3%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	84,119	75,234	81,471	93,118	102,401
淨利潤 (人民幣百萬元)	-2,841	1,358	2,634	3,874	4,512
每股收益 (人民幣)	-0.83	0.39	0.77	1.13	1.31
每股收益變動 (%)	-236.3	-147.7	94.0	47.1	16.5
市盈率(x)	-23.9	50.0	25.8	17.5	15.1
市帳率(x)	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0
股息率 (%)	0.0	0.2	1.0	1.7	2.0
權益收益率 (%)	-12.5	5.7	10.0	13.1	13.6
淨財務杠杆率 (%)	6.2	25.2	11.3	11.6	7.7

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

**利潤表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>84,119</b>	<b>75,234</b>	<b>81,471</b>	<b>93,118</b>	<b>102,401</b>
运营商网络	41,603	40,696	46,768	54,017	59,419
手机终端	28,819	21,702	23,117	25,429	27,260
软件系统、服务及其他	13,698	12,836	11,586	13,671	15,722
<b>销售成本</b>	<b>65,545</b>	<b>54,775</b>	<b>57,759</b>	<b>64,948</b>	<b>71,423</b>
<b>毛利</b>	<b>18,573</b>	<b>20,459</b>	<b>23,712</b>	<b>28,170</b>	<b>30,978</b>
研发费用	(8,829)	(7,384)	(9,009)	(11,267)	(12,083)
销售推广及行政费用	(11,341)	(10,159)	(10,392)	(11,267)	(12,288)
管理费用	(2,449)	(2,259)	(2,138)	(2,328)	(2,560)
其他营运收入	4,359	4,549	4,128	4,563	4,915
其他营运费用	(706)	(2,119)	(1,582)	(1,676)	(1,946)
<b>息税前收益</b>	<b>(393)</b>	<b>3,088</b>	<b>4,719</b>	<b>6,194</b>	<b>7,017</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>650</b>	<b>4,833</b>	<b>6,545</b>	<b>8,231</b>	<b>9,324</b>
利息收入	250	356	434	411	404
融资成本	(1,888)	(1,650)	(1,562)	(1,373)	(1,340)
其他非营运收入/费用	48	34	(53)	(61)	(67)
<b>税前利润</b>	<b>(1,983)</b>	<b>1,828</b>	<b>3,538</b>	<b>5,171</b>	<b>6,014</b>
所得税	(621)	(394)	(810)	(1,189)	(1,383)
非控制股东权益	(236)	(76)	(94)	(108)	(118)
<b>净利润</b>	<b>(2,841)</b>	<b>1,358</b>	<b>2,634</b>	<b>3,874</b>	<b>4,512</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>24,808</b>	<b>23,651</b>	<b>23,964</b>	<b>26,063</b>	<b>27,696</b>
物业、厂房及设备	8,011	7,698	7,664	7,435	7,211
递延税项资产	1,219	1,353	1,284	1,467	1,612
其他	15,578	14,600	15,015	17,162	18,873
<b>流动资产</b>	<b>85,104</b>	<b>78,822</b>	<b>86,290</b>	<b>91,161</b>	<b>99,340</b>
现金及现金等价物	24,126	20,903	18,116	17,131	17,513
存货	11,442	12,434	19,592	19,573	22,503
应收贸易款项	30,516	28,233	30,400	33,675	36,472
其他	19,019	17,252	18,182	20,781	22,853
<b>流动负债</b>	<b>75,424</b>	<b>63,364</b>	<b>69,965</b>	<b>74,213</b>	<b>81,060</b>
应付贸易账款	29,594	24,991	29,626	29,182	32,287
其他	27,400	23,031	29,298	33,486	36,824
借债	18,430	15,343	11,041	11,545	11,949
<b>非流动负债</b>	<b>11,849</b>	<b>15,483</b>	<b>13,997</b>	<b>13,330</b>	<b>12,784</b>
借债	7,098	11,505	10,040	9,036	8,132
递延税款负债	140	140	159	181	198
其他	4,611	3,838	3,798	4,113	4,454
少数股东权益	1,136	1,093	1,414	1,616	1,777
<b>净资产总值</b>	<b>21,502</b>	<b>22,533</b>	<b>24,879</b>	<b>28,065</b>	<b>31,415</b>
<b>股东权益</b>	<b>21,502</b>	<b>22,533</b>	<b>24,879</b>	<b>28,065</b>	<b>31,415</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>(393)</b>	<b>3,088</b>	<b>4,719</b>	<b>6,194</b>	<b>7,017</b>
折旧和摊销	1,043	1,745	1,826	2,036	2,307
营运资金变动	7,443	(5,915)	648	(2,111)	(1,354)
利息支出	(1,888)	(1,650)	(1,562)	(1,373)	(1,340)
利息收入	250	356	434	411	404
税款支出	(571)	(529)	(723)	(1,350)	(1,511)
其他	(4,010)	3,352	(4,240)	349	317
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,873</b>	<b>447</b>	<b>1,102</b>	<b>4,156</b>	<b>5,839</b>
购置固定资产	(1,258)	(904)	(1,007)	(1,806)	(2,084)
其他	(3,119)	(267)	(1,015)	(2,146)	(1,711)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(4,377)</b>	<b>(1,171)</b>	<b>(2,022)</b>	<b>(3,953)</b>	<b>(3,795)</b>
股本的变化	8	19	(185)	0	0
银行贷款变动	4,306	(1,082)	(5,767)	(500)	(500)
其他	844	(1,437)	4,085	(688)	(1,162)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>5,158</b>	<b>(2,499)</b>	<b>(1,867)</b>	<b>(1,188)</b>	<b>(1,662)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>2,654</b>	<b>(3,223)</b>	<b>(2,787)</b>	<b>(984)</b>	<b>382</b>
年初现金及现金等价物	21,472	24,126	20,903	18,116	17,131
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>24,126</b>	<b>20,903</b>	<b>18,116</b>	<b>17,131</b>	<b>17,513</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**主要比率**

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
运营商网络	49.5	54.1	57.4	58.0	58.0
手机终端	34.3	28.8	28.4	27.3	26.6
软件系统、服务及其他	16.3	17.1	14.2	14.7	15.4
<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	29.1	30.3	30.3
税前利润率	0.8	6.4	8.0	8.8	9.1
净利润率	(0.5)	4.1	5.8	6.7	6.9
核心净利润率	(3.4)	1.8	3.2	4.2	4.4
有效税率	(31.3)	21.6	22.9	23.0	23.0

**增长 (%)**

收入增长	(2.5)	(10.6)	8.3	14.3	10.0
毛利增长	(23.1)	10.2	15.9	18.8	10.0
息税前收益增长	N.A.	N.A.	52.8	31.3	13.3
净利润增长	N.A.	N.A.	94.0	47.1	16.5

**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	0.9
平均应收账款周转天数	132.4	137.0	136.2	132.0	130.0
平均存货周转天数	63.7	82.9	123.8	110.0	115.0
平均应付账款周转天数	164.8	166.5	187.2	164.0	165.0
现金周期	31.3	53.3	72.8	78.0	80.0
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	11.3	11.6	7.7

**回报率 (%)**

资本回报率	(12.5)	5.7	10.0	13.1	13.6
资产回报率	(2.6)	1.3	2.4	3.3	3.6

**每股数据 (人民币)**

每股利润	(0.83)	0.39	0.77	1.13	1.31
每股账面值	6.60	6.87	7.65	8.63	9.66
每股股息	0.00	0.03	0.20	0.34	0.39

来源：公司资料，招银国际预测

## 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。