

中興通訊 (763 HK, HK\$15.60, 目標價 HK\$25.4, 買入) - 安全性的擔憂可能推遲在公司美國市場上取得進展

❖ **手機安全問題將推升對中國廠商安全性的關注。**中興通訊確認一款在美國市場銷售的 Score 型手機有安全後門問題，他人可通過此後門，借由硬體密碼控制手機設備。中興證實了問題並正在嘗試解決，公司否認其他型號手機有同樣的問題。多年來，中興及華為皆被西方政客指責為與中國軍方有聯繫，產品從而不能完全被西方市場（包括西方政府和消費者）信任。中興在 2010 年曾失去了美國 Sprint 公司的 4G 網絡合同，華為則由於同樣的原因於 11 年失去了澳洲的寬帶的合同。我們相信手機安全後門問題將重燃西方國家政府對中國電信供應商的疑慮。中興正在尋求在美國網絡設備和手機市場上的突破。手機安全問題將可能會傷害中興中短期在美國市場贏取合同的機會。

❖ **1Q12 營收增長強勁，綜合毛利率受壓。**中興 1Q12 營收達人民幣 186 億，同比增長 24.3%。終端部門和運營商軟件系統部門收入同比分別上升 22.2% 和 97.7%。綜合毛利率同比下降 5.4 個百分點至 28.3%，主要是受運營商網絡業務的毛利率同比下跌了 6.0 個百分點的影響。中國運營商的訂單將於今年第二、三季大量出臺，我們相信運營商網絡業務的毛利率屆時將顯著回升。另一方面，智慧手機生產線的產能利用率提高引至終端業務的毛利率從 4Q11 的 11.5% 上升至 1Q12 的 18.0%。中興新智能手機型號將在 2012 年年中公佈，我們預計產能利用率將得以維持，終端業務的毛利率將保持穩定。

❖ **在全球手機市場的份額上升。**Gartner 數據顯示中興在全球手機市場的份額由 3Q11 的 3.2% 和 4Q11 的 4.0% 上升至 1Q12 的 4.2%。中興 1Q12 手機銷量達到 1,740 萬台，同比增長 61.7%。千元人民幣智慧手機的崛起令中興在全球智慧手機市場的份額從 1Q11 的 0.9% 擴大至 1Q12 的 3.1%。1Q12 中興智能手機銷售量同比激增 4 倍以上至 450 萬台。Gartner 數據顯示中興 1Q12 的手機和智慧手機銷量分別排全球第三和第十位。

❖ **因 1Q12 運營商網絡部門毛利率低於預期，我們降低了 2012 財年的預測淨利潤達 7.0% 至人民幣 34.9 億。**雖然手機安全問題可能會拖慢中興進入美國市場的時間表，但中興于中國智能手機市場已上軌道。我們降低中興目標價由 27.3 港元至 25.4 港元，相當於 2012 財年盈利的 20 倍，代表著 62.8% 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\$15.60
目標價	HK\$25.40
市值 (港幣百萬)	64,003
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	160
52 周高/低 (港幣)	29.6/15.18
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	-20.1%	-11.8%
3 月	-34.0%	-25.3%
6 月	-33.9%	-36.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
營業額 (人民幣百萬元)	60,273	69,907	86,255	104,341	126,559
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,458	3,250	2,060	3,489	4,549
每股收益 (人民幣)	0.78	0.98	0.61	1.03	1.34
每股收益變動 (%)	47.0	25.5	-37.9	69.3	30.4
市盈率 (x)	17.6	13.9	21.4	12.3	9.2
市帳率 (x)	2.4	1.8	1.7	1.4	1.3
股息率 (%)	1.3	1.9	1.6	2.4	3.3
權益收益率 (%)	13.7	13.0	7.8	11.8	13.6
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	4.7	12.6	8.6

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
收入	60,273	69,907	86,255	104,341	126,559
运营网络	39,982	41,976	46,522	51,174	55,268
手机终端	13,072	17,646	26,934	37,168	51,292
软件系统、服务及其他	7,219	10,284	12,799	15,999	19,998

销售成本	41,668	48,242	62,086	75,202	91,402
毛利	18,605	21,665	24,168	29,139	35,157

研发费用	(5,782)	(7,092)	(8,493)	(10,121)	(12,276)
销售推广及行政费用	(7,158)	(8,890)	(11,112)	(13,564)	(16,326)
管理费用	(2,735)	(2,524)	(2,606)	(2,817)	(3,291)
其他营运收入	1,613	2,539	3,426	3,965	4,809
其他营运费用	(603)	(754)	(1,684)	(1,043)	(1,266)
息税前收益	3,940	4,944	3,699	5,558	6,808

利息收入	111	101	239	271	260
融资成本	(752)	(729)	(1,374)	(1,542)	(1,487)
其他非营运收入/费用	26	44	71	78	86
税前利润	3,325	4,360	2,635	4,365	5,667

所得税	(629)	(884)	(392)	(655)	(850)
非控制股东权益	(238)	(226)	(183)	(221)	(268)
净利润	2,458	3,250	2,060	3,489	4,549

核心净利润	2,458	3,250	2,060	3,489	4,549
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
--------	-------	-------	-------	-------	-------

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.9	31.0	28.0	27.9	27.8
税前利润率	6.5	7.1	4.3	5.3	5.4
净利润率	4.1	4.6	2.4	3.3	3.6
核心净利润率	4.1	4.6	2.4	3.3	3.6
有效税率	18.9	20.3	14.9	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	36.1	16.0	23.4	21.0	21.3
毛利增长	29.4	16.4	11.6	20.6	20.7
息税前收益增长	39.7	25.5	(25.2)	50.2	22.5
净利润增长	48.1	32.2	(36.6)	69.3	30.4

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
速动比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
平均应收账款周转天数	114.9	114.2	130.0	120.0	115.0
平均应付账款周转天数	81.7	91.6	88.1	90.0	91.0
平均存货周转天数	188.6	192.9	192.2	182.0	183.0
现金周期	7.9	12.9	25.9	28.0	23.0
总负债/权益比率 (%)	71.7	53.6	86.4	81.0	73.6
净负债/权益比率 (%)	(9.0)	(8.0)	4.7	12.6	8.6

回报率 (%)

资本回报率	13.7	13.0	7.8	11.8	13.6
资产回报率	3.6	3.9	1.9	2.9	3.2

每股数据 (人民币)

每股利润	0.78	0.98	0.61	1.03	1.34
每股账面值	5.69	7.51	7.75	8.71	9.90
每股股息	0.18	0.25	0.20	0.31	0.40

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)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
非流动资产	12,748	18,624	20,872	24,603	28,929
物业、厂房及设备	4,715	7,720	8,646	9,813	10,991
其他	8,034	10,904	12,226	14,789	17,939
流动资产	55,594	65,528	86,912	96,892	113,423
现金及现金等价物	14,497	15,383	21,472	20,176	21,809
存货	9,325	12,104	14,988	18,543	22,788
应收贸易款项	18,969	21,870	30,720	34,304	39,875
其他	12,804	16,171	19,732	23,869	28,952
流动负债	41,095	48,214	65,891	74,764	91,914
应付贸易账款	21,532	25,498	32,692	37,498	45,826
其他	12,717	14,815	21,322	25,793	33,490
借债	6,846	7,901	11,876	11,473	12,598
非流动负债	9,298	10,976	15,605	17,208	16,883
借债	6,029	5,475	10,825	12,429	12,104
其他	3,269	5,501	4,780	4,780	4,780
少数股东权益	1,124	1,868	2,057	2,488	3,018
净资产总值	16,825	23,094	24,232	27,034	30,537
股东权益	16,825	23,094	24,232	27,034	30,537

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
净利润	2,458	3,250	2,060	3,489	4,549
折旧和摊销	703	915	1,097	1,298	1,521
营运资金变动	(6,849)	(2,983)	(1,594)	(1,999)	1,127
其他	7,417	(240)	(1,731)	(2,564)	(3,149)
经营活动所得现金净额	3,729	942	(167)	224	4,048
购置固定资产	(2,054)	(3,067)	(2,023)	(2,465)	(2,699)
其他	(247)	(45)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(2,301)	(3,113)	(2,023)	(2,465)	(2,699)
股本的变化	46	3,913	0	0	0
银行贷款变动	2,286	378	9,325	1,200	800
其他	(1,045)	(1,253)	(652)	(255)	(517)
融资活动所得现金净额	1,287	3,038	8,673	945	283
现金增加净额	2,715	867	6,483	(1,296)	1,633
年初现金及现金等价物	11,360	14,038	14,989	21,472	20,176
外汇差额	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	14,076	14,905	21,472	20,176	21,809

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）他們的新酬在過往、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士。