睿智投资

中兴通讯（763 HK, HK$20.70,未评级）-毛利率疲软引人担忧

- **营收增长平稳，毛利率转弱。**由移动终端部门快速增长带动，中兴通讯上半年营收增长 21.5%至人民币 373.4 亿。受海外市场进取的订价策略影响，毛利率大降 5.0 百分点至 27.1%。受弱毛利和递延退税减少影响，净利润达人民币 7.69 亿，同比下降 12.3%。

- **移动终端部门和海外业务为公司增长双引擎。**智慧手机的日益普及令上半年终端产品销售额同比增长 44%，达人民币 112.2 亿。我们预期强劲增长势头持续到下半年，因为运营商正在推广千元以下入门级智慧手机，以提高他们的 3G 用户上台数（在短短三个月内中国联通已售出 35 万台中兴 V880 手机）。海外市场为另一增长引擎，上半年收入增长 36.4%至人民币 208.1 亿，其中欧洲和美洲地区尤为强劲，同比收入增长达 62.3%。

- **运营商网络部门下半年恢复动力。**由于运营商资本支出不振，运营商网络部门上半年营收仅增长 8%至人民币 205.2 亿。对比去年上半年的 47%完成率，今年上半年三大运营商仅完成全年资本支出计划的 42%。但运营商都坚持其今年的资本支出计划将不会改变，以提高无线和宽带网的覆盖率。我们预计运营商资本开支下半年将恢复增长，并预测运营商网络部门在 2011 财年营收增长 10.5%。

- **毛利率转弱仍然是主要关注点。**为夺取海外市场份额，中兴通讯积极降价，以致运营商网络部门毛利率同比下滑 6.2 百分点到 30.1%。低毛利率（约 20%）移动终端部门的成长超过了其他部门也拖累整体毛利率下降。我们不认为毛利率下降趋势将在不久的将来出现改善，因为中兴通讯在海外市场仍然缺乏定价权，以及终端部门增长过快。我们预测 2011 财年毛利率同比下降 2.2%至 28.6%。

- ***我们认为中兴通讯正牺牲短期利润以换取长期增长，而 2011 财年盈利增长将受影响。目前价格为 15.9 倍 FY11 预期市盈率，为电信设备板块中最高。***

中兴通讯 (763 HK)

评级	未评级
收市价	HK$20.70
目标价	N.A.
市值 (港币百万)	73,016
过去 3 月平均交易 (港币百万)	187.5
52 周高/低 (港币)	31.08/17.12
发行股数 (百万股)	3,440
主要股东	Zhongxingxin (32.5%)

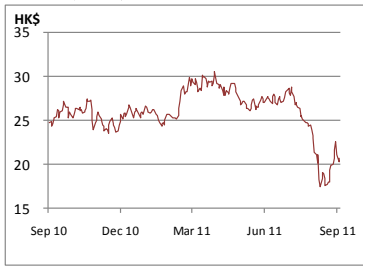
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.3%	2.8%
3 月	-25.0%	-13.8%
6 月	-30.2%	-16.1%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (人民币百万元)	60,273	70,264	86,134	105,016	127,560
净利润 (人民币百万元)	2,458	3,250	3,723	4,490	5,137
每股收益 (人民币)	0.78	0.98	1.08	1.31	1.49
每股收益变动 (%)	47.4	25.5	10.6	20.6	14.4
市盈率(x)	23.4	18.4	15.9	12.8	11.0
市帐率 (x)	3.2	2.4	2.2	1.9	1.7
股息率 (%)	1.0	1.4	1.6	1.9	2.2
权益收益率 (%)	15.3	15.5	13.9	14.9	15.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

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之分析员，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关于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责任。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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。