

**中興通訊 (763 HK, HK\$20.70, 未評級) - 毛利率疲軟引人擔憂**

- ❖ **營收增長平穩，毛利率轉弱。**由移動終端部門快速增長帶動，中興通訊上半年營收增長 21.5% 至人民幣 373.4 億。受海外市場進取的訂價策略影響，毛利率大降 5.0 百分點至 27.1%。受弱毛利和遞延退稅減少影響，淨利潤達人民幣 7.69 億，同比下降 12.3%。
- ❖ **移動終端部門和海外業務為公司增長雙引擎。**智慧手機的日益普及令上半年終端產品銷售額同比增長 44%，達人民幣 112.2 億。我們預期強勁增長勢頭持續到下半年，因為運營商正在推廣千元以下入門級智慧手機，以提高他們的 3G 用戶上臺數（在短短三個月內中國聯通已售出 35 萬台中興 V880 手機）。海外市場為另一增長引擎，上半年收入增長 36.4% 至人民幣 208.1 億，其中歐洲和美洲地區尤為強勁，同比收入增長達 62.3%。
- ❖ **運營商網絡部門下半年恢復動力。**由於運營商資本支出不振，運營商網絡部門上半年營收僅增長 8% 至人民幣 205.2 億。對比去年上半年的 47% 完成率，今年上半年三大運營商僅完成全年資本支出計劃的 42%。但運營商都堅持其今年的資本支出計劃將不會改變，以提高無線和寬帶網的覆蓋率。我們預計運營商資本開支下半年將恢復增長，並預測運營商網絡部門在 2011 財年營收增長 10.5%。
- ❖ **毛利率轉弱仍然是主要關注點。**為奪取海外市場份額，中興通訊積極降價，以致運營商網絡部門毛利率同比下滑 6.2 百分點到 30.1%。低毛利率（約 20%）移動終端部門的成長超過了其他部門也拖累整體毛利率下降。我們不認為毛利率下降趨勢將在不久的將來出現改善，因為中興通訊在海外市場仍然缺乏定價權，以及終端部門增長過快。我們預測 2011 財年毛利率同比下降 2.2% 至 28.6%。
- ❖ **我們認為中興通訊正犧牲短期利潤以換取長期增長，而 2011 財年盈利增長將受影響。**目前價格為 15.9 倍 FY11 預期市盈率，為電信設備板塊中最高。

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (人民幣百萬元)	60,273	70,264	86,134	105,016	127,560
淨利潤 (人民幣百萬元)	2,458	3,250	3,723	4,490	5,137
每股收益 (人民幣)	0.78	0.98	1.08	1.31	1.49
每股收益變動 (%)	47.4	25.5	10.6	20.6	14.4
市盈率(x)	23.4	18.4	15.9	12.8	11.0
市帳率(x)	3.2	2.4	2.2	1.9	1.7
股息率 (%)	1.0	1.4	1.6	1.9	2.2
權益收益率 (%)	15.3	15.5	13.9	14.9	15.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

**中興通訊 (763 HK)**

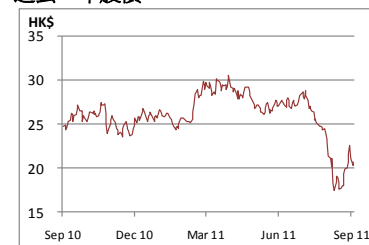
評級	未評級
收市價	HK\$20.70
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	73,016
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	187.5
52 週高/低 (港幣)	31.08/17.12
發行股數 (百萬股)	3,440
主要股東	Zhongxingxin (32.5%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	-3.3%	2.8%
3 月	-25.0%	-13.8%
6 月	-30.2%	-16.1%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

## 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-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。接收本報告之行爲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。