

## 中興通訊 (763 HK, HK\$10.56, 目標價 HK\$9.00, 持有) - 第三季表現令人失望

- ❖ **第三季淨虧損可高達人民幣 20 億。** 中興於 10 月 14 日公佈了令人失望的第三季初步業績，總收入同比下降約 13%，整體毛利率同比下降了約 13 個百分點。對比去年第三季的人民幣 3 億淨利潤，公司預計第三季淨虧損達人民幣 19-20 億。第三季業績的大幅惡化是由以下幾點造成的：1) 全球經濟放緩，2) 一些海外項目被延遲；3) 確認了許多低毛利項目的營收和 4) 國內運營商採用了和以往不同的採購合同確認辦法。
- ❖ **公司將 12 財年的營收預期降低到人民幣 900-930 億，以全年不虧損為目標。** 雖然中興在美國的業務主要為手機業務而網絡設備業務極少，美國政府對中興的調查仍對公司前景帶來不利影響，因為：1) 中興必須停止所有和伊朗相關的業務以及 2) 美國的調查已削弱其他海外運營商與中興合作的信心（加拿大和英國的訂單已受影響）。加上一些非洲項目的延遲，中興將第四季海外業務的重心轉移至美國和歐洲的手機業務。然而，公司在智慧手機市場也面臨著激烈的競爭。管理層降低了 2012 年智慧手機出貨量的預測由 2,600 萬 -2,800 萬支調低至 2,500 萬支，管理也下調了 12 財年的營收預期從人民幣 1,000 億降低到人民幣 900-930 億。此外，面對今年頭九個月約人民幣 16.5-17.5 億的淨虧損，管理層以全年不虧損為目標。
- ❖ **預計毛利率在第四季見底。** 我們在 8 月 24 日名為“毛利率復蘇仍遠”的報告中指出，受大量低毛利海外項目營收確認期將至的影響，第三季毛利率壓力仍大。一般來說，設備供應商的營收將在合同簽署後 12-18 個月內確認。由於大多數現有的低毛利海外合同於 2011 年上半年簽訂，我們預計中興通訊的毛利率將在第四季見底。然而我們不認為毛利率將在 13 財年初出現顯著恢復，因為 1) 高毛利海外項目接洽需時；2) 終端部門的快速增長將拖低整體毛利率。
- ❖ **受非洲項目延遲和美國政府調查的影響，我們預計中興第四季的海外市場動能將進一步減弱。** 第四季度業績反彈的希望很大程度落在國內運營商的 TD-LTE 和 TD-SCDMA 第五、六期項目上。由於 TD-LTE 的開展時間表仍有不確定性，我們認為公司預測 12 財年人民幣 900-930 億的營收數字仍有下調風險。我們下調了 2012 和 2013 財年的淨利潤預測分別達 92.6% 及 16.6% 至人民幣 1.0 億及 20.2 億。我們的目標價為 2013 財年市盈率的 12 倍。我們將目標價從 10.8 港元降至 9.0 港元，隱含 14.7% 的下降空間。維持「持有」評級。

### 中興通訊 (763 HK)

評級	持有
收市價	10.56 港元
目標價	9.00 港元
市值 (港幣百萬)	39,479
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	114.48
52 周高/低 (港幣)	25.00/9.23
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	-7.0%	-9.3%
3 月	2.5%	-5.7%
6 月	-45.5%	-46.9%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	69,907	86,255	89,302	107,761	125,369
淨利潤 (人民幣百萬元)	3,250	2,060	104	2,019	2,477
每股收益 (人民幣)	0.98	0.61	0.03	0.60	0.73
每股收益變動 (%)	25.5	-37.9	-95.0	1842.3	22.7
市盈率 (x)	9.4	14.5	280.1	14.1	11.4
市帳率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.8	2.3	0.0	2.1	2.6
權益收益率 (%)	13.0	7.8	0.4	7.1	8.1
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	4.7	7.3	17.7	28.5

來源: 公司及招銀國際研究部

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>69,907</b>	<b>86,255</b>	<b>89,302</b>	<b>107,761</b>	<b>125,369</b>
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
<b>销售成本</b>	<b>48,242</b>	<b>62,086</b>	<b>70,360</b>	<b>83,227</b>	<b>96,444</b>
<b>毛利</b>	<b>21,665</b>	<b>24,168</b>	<b>18,942</b>	<b>24,534</b>	<b>28,925</b>
<b>研发费用</b>	<b>(7,092)</b>	<b>(8,493)</b>	<b>(7,769)</b>	<b>(9,214)</b>	<b>(10,907)</b>
<b>销售推广及行政费用</b>	<b>(8,890)</b>	<b>(11,112)</b>	<b>(10,359)</b>	<b>(12,069)</b>	<b>(14,167)</b>
<b>管理费用</b>	<b>(2,524)</b>	<b>(2,606)</b>	<b>(2,322)</b>	<b>(2,586)</b>	<b>(3,009)</b>
<b>其他营运收入</b>	<b>2,539</b>	<b>3,426</b>	<b>3,126</b>	<b>3,556</b>	<b>4,137</b>
<b>其他营运费用</b>	<b>(754)</b>	<b>(1,684)</b>	<b>(625)</b>	<b>(970)</b>	<b>(1,128)</b>
<b>息税前收益</b>	<b>4,944</b>	<b>3,699</b>	<b>992</b>	<b>3,251</b>	<b>3,851</b>
<b>利息收入</b>	<b>101</b>	<b>239</b>	<b>282</b>	<b>270</b>	<b>238</b>
<b>融资成本</b>	<b>(729)</b>	<b>(1,374)</b>	<b>(1,165)</b>	<b>(1,154)</b>	<b>(1,185)</b>
<b>其他非营运收入/费用</b>	<b>44</b>	<b>71</b>	<b>78</b>	<b>86</b>	<b>100</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,360</b>	<b>2,635</b>	<b>187</b>	<b>2,453</b>	<b>3,005</b>
<b>所得税</b>	<b>(884)</b>	<b>(392)</b>	<b>(28)</b>	<b>(368)</b>	<b>(451)</b>
<b>非控制股东权益</b>	<b>(226)</b>	<b>(183)</b>	<b>(55)</b>	<b>(66)</b>	<b>(77)</b>
<b>净利润</b>	<b>3,250</b>	<b>2,060</b>	<b>104</b>	<b>2,019</b>	<b>2,477</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,250</b>	<b>2,060</b>	<b>104</b>	<b>2,019</b>	<b>2,477</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>18,624</b>	<b>20,872</b>	<b>22,471</b>	<b>26,265</b>	<b>30,080</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>65,528</b>	<b>86,912</b>	<b>89,148</b>	<b>99,136</b>	<b>108,455</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>48,214</b>	<b>65,891</b>	<b>68,632</b>	<b>80,280</b>	<b>90,726</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>10,976</b>	<b>15,605</b>	<b>17,208</b>	<b>16,883</b>	<b>17,280</b>
借债	5,475	10,825	12,429	12,104	12,500
其他	5,501	4,780	4,780	4,780	4,780
<b>少数股东权益</b>	<b>1,868</b>	<b>2,057</b>	<b>2,130</b>	<b>2,570</b>	<b>2,990</b>
<b>净资产总值</b>	<b>23,094</b>	<b>24,232</b>	<b>23,649</b>	<b>25,668</b>	<b>27,539</b>
<b>股东权益</b>	<b>23,094</b>	<b>24,232</b>	<b>23,649</b>	<b>25,668</b>	<b>27,539</b>

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
<b>净利润</b>	<b>3,250</b>	<b>2,060</b>	<b>104</b>	<b>2,019</b>	<b>2,477</b>
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)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>942</b>	<b>(167)</b>	<b>2,418</b>	<b>(837)</b>	<b>(435)</b>
购置固定资产	(3,067)	(2,023)	(2,465)	(2,699)	(3,100)
其他	(45)	0	0	0	0
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,113)</b>	<b>(2,023)</b>	<b>(2,465)</b>	<b>(2,699)</b>	<b>(3,100)</b>
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)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>3,038</b>	<b>8,673</b>	<b>586</b>	<b>1,240</b>	<b>314</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>867</b>	<b>6,483</b>	<b>539</b>	<b>(2,295)</b>	<b>(3,221)</b>
年初现金及现金等价物	14,038	14,989	21,472	22,011	19,715
外汇差额	-	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>14,905</b>	<b>21,472</b>	<b>22,011</b>	<b>19,715</b>	<b>16,494</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**主要比率**

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>销售组合 (%)</b>					
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
<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	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士。