

中興通訊 (763 HK, HK\$17.96, 目標價HK\$21.00, 買入) - 4G 需求繼續推動增長

- ❖ **14 財年上半年盈利增長強勁。**中興公佈 14 財年上半年業績。收入僅微升 0.5%，至人民幣 376 億。運營商網絡收入增長被終端和軟件分部的收入下降所抵消。因高毛利的運營商網絡收入比例增加，以及市場競爭態勢趨緩，整體毛利率提高了 4.0ppt 個百分點至 29.5%。公司 14 年上半年淨利潤達人民幣 11.3 億，同比增長 263.9%。中興也預測 14 年一至三季的淨利潤可達人民幣 17.0 至 19.0 億，意味著第三季淨利潤將介於人民幣 5.7 至 7.7 億之間。
- ❖ **國內運營商的 4G 網絡建設驅動增長。**因中移動 (941 HK) 對 TD-LTE 設備的需求甚殷，14 財年上半年運營商網絡收入同比增長 14.6% 至人民幣 218 億。中移動在上半年只花了全年資本開支預算的 37%。我們預計中移動的 4G 網絡擴建勢頭將可延續至下半年。此外，考慮到 FDD 試用牌照已經發出，我們預計中電信 (728 HK) 及聯通 (762 HK) 將開始鋪設 FDD 網絡。因此，我們相信下半年國內的 4G 網絡加快擴建將持續成爲中興的主要增長動力。
- ❖ **毛利率顯著提升。**運營商網絡業務的毛利率同比擴大 2.9 個百分點至 35.3%，由於 1) 高毛利的 4G 產品占比上升和 2) 市場競爭態勢趨緩，運營商青睞國內設備廠商，捨棄外資。此外，軟件和服務業務的毛利率同比擴大 7.6 個百分點至 32.7%，主要由於海外市場的毛利改善。
- ❖ **手機終端仍然疲弱。**14 財年上半年手機終端產品銷售達到人民幣 104 億，同比下降 16.5%。惟終端業務的毛利率同比上升 0.3 個百分點至 15.6%。終端業務表現低迷是由於公司的 3G 智能手機在國內的市場份額下滑。下半年 4G 網絡的鋪設將產生對 4G 手機的新需求，隨著公司不斷推出入門級的 4G 智能手機，我們預計終端業務的下滑趨勢將得到緩解。
- ❖ **我們認爲中興將繼續從國內運營商的 4G 建設中獲益。**公司在 TD-LTE 和 FDD-LTE 兩種制式都有技術優勢，當 FDD 機站建設在下半年開始上馬時，這將有助中興獲取中電信和聯通的 FDD 訂單。我們將目標價由 19.16 港元上調至 21.00 港元，等於 16 倍 15 財年預測市盈率，代表著 16.9% 的上升潛力。我們維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (人民幣百萬元)	84,119	75,234	79,430	86,094	94,920
淨利潤 (人民幣百萬元)	-2,841	1,358	2,633	3,519	3,912
每股收益 (人民幣)	-0.83	0.39	0.77	1.02	1.14
每股收益變動 (%)	不適用	不適用	94.0	33.6	11.2
市盈率(x)	不適用	35.5	18.3	13.7	12.3
市帳率(x)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
股息率 (%)	0.0	0.2	1.6	2.2	2.4
權益收益率 (%)	不適用	5.7	10.0	12.1	12.2
淨財務杠杆率 (%)	6.2	25.2	19.6	17.0	14.9

來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

中興通訊 (763 HK)

評級	買入
收市價	HK\$17.96
目標價	HK\$21.00
市值 (港幣百萬)	61,086
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	66.88
52 周高/低 (港幣)	18.34/13.8
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	9.8%	5.9%
3 月	23.8%	13.2%
6 月	8.5%	-2.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	84,119	75,234	79,430	86,094	94,920
运营商网络	41,603	40,696	47,810	54,982	62,129
手机终端	28,819	21,702	19,185	18,802	19,742
软件系统、服务及其他	13,698	12,836	12,435	12,310	13,049
销售成本	65,545	54,775	55,295	59,520	65,622
毛利	18,573	20,459	24,135	26,573	29,298
研发费用	(8,829)	(7,384)	(8,592)	(8,782)	(9,682)
销售推广及行政费用	(11,341)	(10,159)	(10,774)	(11,623)	(12,814)
管理费用	(2,449)	(2,259)	(2,395)	(2,583)	(2,848)
其他营运收入	4,359	4,549	4,152	4,132	4,461
其他营运费用	(706)	(2,119)	(1,886)	(1,980)	(2,183)
息税前收益	(393)	3,088	4,640	5,739	6,232
息税及折旧摊销前收益	650	3,715	5,373	6,569	7,156
利息收入	250	356	477	456	448
融资成本	(1,888)	(1,650)	(1,629)	(1,550)	(1,519)
其他非营运收入/费用	48	34	36	39	43
税前利润	(1,983)	1,828	3,524	4,683	5,205
所得税	(621)	(394)	(811)	(1,077)	(1,197)
非控制股东权益	(236)	(76)	(80)	(87)	(96)
净利润	(2,841)	1,358	2,633	3,519	3,912

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	24,808	23,651	24,308	25,496	27,149
物业、厂房及设备	8,011	7,698	7,467	7,243	7,026
递延税项资产	1,219	1,353	1,428	1,546	1,704
其他	15,578	14,600	15,414	16,707	18,420
流动资产	85,104	78,822	80,369	85,540	91,900
现金及现金等价物	24,126	20,903	19,701	19,404	19,064
存货	11,442	12,434	12,423	13,372	14,922
应收贸易款项	30,516	28,233	30,031	33,022	36,148
其他	19,019	17,252	18,214	19,742	21,766
流动负债	75,424	63,364	69,595	73,357	78,552
应付贸易账款	29,594	24,894	24,997	26,743	29,305
其他	27,400	23,127	24,417	26,466	29,179
借债	18,430	15,343	20,181	20,148	20,068
非流动负债	11,849	15,483	8,866	8,637	8,470
借债	7,098	11,505	4,667	4,201	3,781
递延税款负债	140	140	147	158	173
其他	4,611	3,838	4,052	4,278	4,517
少数股东权益	1,136	1,093	1,154	1,251	1,379
净资产总值	21,502	22,533	25,063	27,792	30,648
股东权益	21,502	22,533	25,063	27,792	30,648

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	(393)	3,088	4,640	5,739	6,232
折旧和摊销	1,043	627	733	831	924
营运资金变动	7,443	(5,915)	(1,356)	(1,673)	(1,425)
利息支出	(1,888)	(1,650)	(1,629)	(1,550)	(1,519)
利息收入	250	356	477	456	448
税款支出	(571)	(529)	(878)	(1,185)	(1,339)
其他	(4,010)	4,470	(44)	(48)	(52)
经营活动所得现金净额	1,873	447	1,943	2,569	3,269
购置固定资产	(1,258)	(904)	(502)	(607)	(707)
其他	(3,119)	(267)	(814)	(1,293)	(1,713)
投资活动所得现金净额	(4,377)	(1,171)	(1,317)	(1,900)	(2,420)
股本的变化	8	19	0	0	0
银行贷款变动	4,306	(1,082)	(2,000)	(500)	(500)
其他	844	(1,437)	172	(467)	(689)
融资活动所得现金净额	5,158	(2,499)	(1,828)	(967)	(1,189)
现金增加净额	2,654	(3,223)	(1,202)	(298)	(340)
年初现金及现金等价物	21,472	24,126	20,903	19,701	19,404
年末现金及现金等价物	24,126	20,903	19,701	19,404	19,064

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
运营商网络	49.5	54.1	60.2	63.9	65.5
手机终端	34.3	28.8	24.2	21.8	20.8
软件系统、服务及其他	16.3	17.1	15.7	14.3	13.7
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	22.1	27.2	30.4	30.9	30.9
税前利润率	0.8	4.9	6.8	7.6	7.5
净利润率	(0.5)	4.1	5.8	6.7	6.6
核心净利润率	(3.4)	1.8	3.3	4.1	4.1
有效税率	(31.3)	21.6	23.0	23.0	23.0

增长 (%)

收入增长	(2.5)	(10.6)	5.6	8.4	10.3
毛利增长	(23.1)	10.2	18.0	10.1	10.3
息税前收益增长	N.A.	N.A.	50.3	23.7	8.6
净利润增长	N.A.	N.A.	94.0	33.6	11.2

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	1.0
平均应收账款周转天数	132.4	137.0	138.0	140.0	139.0
平均存货周转天数	63.7	82.9	82.0	82.0	83.0
平均应付账款周转天数	164.8	165.9	165.0	164.0	163.0
现金周期	31.3	53.9	55.0	58.0	59.0
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	19.6	17.0	14.9

回报率 (%)

资本回报率	(12.5)	5.7	10.0	12.1	12.2
资产回报率	(2.6)	1.3	2.5	3.2	3.3

每股数据 (人民币)

每股利润	(0.83)	0.39	0.77	1.02	1.14
每股账面值	6.60	6.87	7.63	8.45	9.32
每股股息	0.00	0.03	0.23	0.31	0.34

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士。