

### 中兴通讯 (763 HK, HK\$13.40, 目标价 HK\$14.0, 持有) -13 财年将做战略性转变, 从重量变重质

- ❖ **12 财年营收下降, 毛利率大减, 净亏损严重。**中兴通讯簿得令人失望的 12 财年业绩, 营收同比下降 2.4% 至人民币 842 亿, 因运营商网络及手机终端部门销售分别下降 10.6% 和 4.1%。毛利率缩减 5.8 个百分点至 22.2%, 主因是海外合约毛利率大降令运营商网络分部毛利率下降 9.4 百分点。公司 12 财年净亏损达人民币 28.4 亿, 接近公司较早时给的亏损指引人民币 25 至 29 亿范围的低端。
- ❖ **运营商网络部门复苏取决于中国的 4G 资本开支。**12 财年运营商网络部门销售额和毛利皆急剧下降, 主因是中兴拓展海外市场过于积极进取。2012 年是全球电信资本开支不振的一年, CDMA、光通信网络和有线接入网络皆录得产品售价急剧下跌。展望 2013 年, 我们相信中国移动 (941 HK) 将积极开展 4G-LTE 部署, 计划为 20 万个 4G 基站投入人民币 420 亿资本开支。这将为中兴的运营商网络部门起提振作用。中兴未来在竞标海外合同时不若过往积极, 以保持毛利率为先。我们相信, 运营商网络部门的复苏将取决于中国的 4G 资本开支。然而, 中国的运营商亦因 ARPU 值趋跌而面临利润压力。因此, 我们不会期望运营商网络部门的毛利率可以回到 11 财年以前的 35% 水平。我们预计运营商网络部门 13 和 14 财年的毛利率将分别达 28.7% 和 28.5%。
- ❖ **从重量变重质。**12 财年中兴首次录得手机终端部门营收下降。惟手机终端部门的毛利率从 11 财年的 15.0%, 恢复到 12 财年的 16.6%。因中兴改变了市场策略, 把销售重点放在入门级智能手机而放弃部分低毛利的功能手机市场。12 财年, 智能手机出货量占总出货量的 25% 至 30%, 但贡献了 60% 手机终端部门的营收。中兴将继续专注于中端智能手机市场, 我们预期智能手机出货比重将继续增加。我们预计产品组合的改善将提升 13 财年手机终端部门毛利率至 16.9%。
- ❖ **我们看到公司 13 财年在做战略性的转变, 从重视市场份额(重量)变为保持毛利率为优先(重质)。**公司正在大幅削减成本和售卖资产, 我们相信这将提高短期收益, 但可能会损害公司长期盈利能力。我们相信中兴正在复苏和并预期 13 财年第一季度将因资产销售收入而录得盈利。我们提升 13 财年的净利润预测至人民币 25.5 亿。我们用 15 倍 13 财年预测市盈率为中兴估值。我们上调目标价由 9.0 港元至 14.0 港元, 代表着 4.1% 的上升潜力。13 财年业绩将受资产销售收入提振, 但是目前我们还没有看到运营面有显著改善。我们维持持有评级。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (人民币百万元)	86,255	84,219	96,108	108,748	121,097
净利润 (人民币百万元)	2,060	-2,841	2,553	2,708	3,618
每股收益 (人民币)	0.61	-0.83	0.74	0.79	1.05
每股收益变动 (%)	-37.9	-236.3	-189.9	6.1	33.6
市盈率 (x)	18.4	-12.9	14.4	13.6	12.7
市帐率 (x)	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	1.8	0.0	2.1	2.2	2.4
权益收益率 (%)	7.8	-12.5	10.1	9.9	11.9
净财务杠杆率 (%)	4.7	6.2	8.9	12.6	16.4

来源: 公司及招銀国际研究部

#### 中兴通讯 (763 HK)

评级	持有
收市价	HK\$13.40
目标价	HK\$14.00
市值 (港币百万)	48,329
过去 3 月平均交易 (港币百万)	146.5
52 周高/低 (港币)	21.50/9.23
发行股数 (百万股)	3,440
主要股东	中兴新 (32.5%)

来源: 彭博

#### 股价表现

	绝对	相对
1 月	5.0%	7.7%
3 月	2.6%	4.2%
6 月	7.7%	0.7%

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>86,255</b>	<b>84,219</b>	<b>96,108</b>	<b>108,748</b>	<b>121,097</b>
运营网络	46,522	41,603	46,595	50,323	52,839
手机终端	26,934	25,839	29,715	35,658	42,076
软件系统、服务及其他	12,799	16,778	19,798	22,768	26,183
<b>销售成本</b>	<b>62,086</b>	<b>65,545</b>	<b>73,120</b>	<b>82,424</b>	<b>92,131</b>
<b>毛利</b>	<b>24,168</b>	<b>18,674</b>	<b>22,988</b>	<b>26,323</b>	<b>28,967</b>
研发费用	(8,493)	(8,829)	(9,130)	(9,461)	(10,172)
销售推广及行政费用	(11,112)	(11,341)	(11,821)	(12,288)	(13,321)
管理费用	(2,606)	(2,449)	(2,307)	(2,501)	(2,906)
其他营运收入	3,381	4,359	6,247	4,132	4,844
其他营运费用	(1,684)	(706)	(961)	(979)	(1,090)
<b>息税前收益</b>	<b>3,654</b>	<b>(292)</b>	<b>5,016</b>	<b>5,226</b>	<b>6,321</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>4,681</b>	<b>751</b>	<b>6,335</b>	<b>6,860</b>	<b>8,308</b>
利息收入	284	149	218	274	321
融资成本	(1,374)	(1,888)	(1,966)	(2,015)	(2,053)
其他非营运收入/费用	71	48	53	60	67
<b>税前利润</b>	<b>2,635</b>	<b>(1,983)</b>	<b>3,321</b>	<b>3,545</b>	<b>4,656</b>
所得税	(392)	(621)	(498)	(532)	(698)
非控制股东权益	(183)	(236)	(270)	(305)	(340)
<b>净利润</b>	<b>2,060</b>	<b>(2,841)</b>	<b>2,553</b>	<b>2,708</b>	<b>3,618</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**资产负债表**

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>非流动资产</b>	<b>20,872</b>	<b>24,808</b>	<b>28,139</b>	<b>31,735</b>	<b>35,403</b>
物业、厂房及设备	8,646	8,011	8,972	10,049	11,255
递延税项资产	1,129	1,219	1,390	1,571	1,749
其他	11,097	15,578	17,777	20,115	22,399
<b>流动资产</b>	<b>86,912</b>	<b>85,104</b>	<b>92,032</b>	<b>99,762</b>	<b>107,965</b>
现金及现金等价物	21,472	24,126	24,078	23,364	22,328
存货	14,988	11,442	12,020	14,001	16,154
应收贸易款项	30,720	30,516	34,230	37,838	42,135
其他	19,732	19,019	21,704	24,558	27,347
<b>流动负债</b>	<b>65,891</b>	<b>75,424</b>	<b>83,207</b>	<b>92,190</b>	<b>101,377</b>
应付贸易账款	32,692	29,594	32,453	37,035	41,396
其他	21,322	27,400	31,268	35,380	39,398
借债	11,876	18,430	19,486	19,775	20,583
<b>非流动负债</b>	<b>15,605</b>	<b>11,849</b>	<b>11,611</b>	<b>11,842</b>	<b>11,554</b>
借债	10,825	7,098	6,842	7,053	6,745
递延税款负债	0	140	159	179	198
其他	4,780	4,611	4,611	4,611	4,611
少数股东权益	2,057	1,136	1,297	1,467	1,634
<b>净资产总值</b>	<b>24,232</b>	<b>21,502</b>	<b>24,056</b>	<b>25,998</b>	<b>28,804</b>
<b>股东权益</b>	<b>24,232</b>	<b>21,502</b>	<b>24,056</b>	<b>25,998</b>	<b>28,804</b>

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>营业利润</b>	<b>3,654</b>	<b>(292)</b>	<b>5,016</b>	<b>5,226</b>	<b>6,321</b>
折旧和摊销	1,026	1,043	1,320	1,634	1,987
营运资金变动	(1,594)	7,443	(249)	250	(860)
利息支出	(1,374)	(1,888)	(1,966)	(2,015)	(2,053)
利息收入	284	149	218	274	321
税款支出	(392)	(621)	(650)	(694)	(857)
其他	(5,214)	(3,960)	(217)	(245)	(273)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(3,610)</b>	<b>1,873</b>	<b>3,471</b>	<b>4,430</b>	<b>4,586</b>
购置固定资产	(2,549)	(1,258)	(2,281)	(2,711)	(3,193)
其他	(1,061)	(3,110)	(2,199)	(2,338)	(2,284)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,610)</b>	<b>(4,368)</b>	<b>(4,480)</b>	<b>(5,049)</b>	<b>(5,477)</b>
股本的变化	(81)	798	0	0	0
银行贷款变动	9,325	2,827	800	500	500
其他	4,459	1,525	160	(595)	(646)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>13,703</b>	<b>5,149</b>	<b>960</b>	<b>(95)</b>	<b>(146)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>6,483</b>	<b>2,654</b>	<b>(48)</b>	<b>(714)</b>	<b>(1,037)</b>
年初现金及现金等价物	14,989	21,472	24,126	24,078	23,364
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>21,472</b>	<b>24,126</b>	<b>24,078</b>	<b>23,364</b>	<b>22,328</b>

来源：公司资料，招銀国际预测

#### 主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>销售组合 (%)</b>					
运营网络	53.9	49.4	48.5	46.3	43.6
手机终端	31.2	30.7	30.9	32.8	34.7
软件系统、服务及其他	14.8	19.9	20.6	20.9	21.6
<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	28.0	22.2	23.9	24.2	23.9
税前利润率	5.4	0.9	6.6	6.3	6.9
净利润率	4.2	(0.3)	5.2	4.8	5.2
核心净利润率	2.4	(3.4)	2.7	2.5	3.0
有效税率	14.9	(31.3)	15.0	15.0	15.0

#### 增长 (%)

收入增长	23.4	(2.4)	14.1	13.2	11.4
毛利增长	11.6	(22.7)	23.1	14.5	10.0
息税前收益增长	(26.1)	N.A.	N.A.	4.2	21.0
净利润增长	(36.6)	N.A.	N.A.	6.1	33.6

#### 资产负债比率

流动比率 (x)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率 (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
平均应收账款周转天数	130.0	132.3	130.0	127.0	127.0
平均存货周转天数	88.1	63.7	60.0	62.0	64.0
平均应付账款周转天数	192.2	164.8	162.0	164.0	164.0
现金周期	25.9	31.2	28.0	25.0	27.0
总负债/权益比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/权益比率 (%)	4.7	6.2	8.9	12.6	16.4

#### 回报率 (%)

资本回报率	7.8	(12.5)	10.1	9.9	11.9
资产回报率	1.9	(2.6)	2.1	2.1	2.5

#### 每股数据 (人民币)

每股利润	0.61	(0.83)	0.74	0.79	1.05
每股账面值	7.75	6.60	7.39	8.01	8.87
每股股息	0.20	0.00	0.22	0.24	0.32

来源：公司资料，招銀国际预测

## 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的分析员，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

本报告期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上责任。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，请与我们联系。

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 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。