

## 中兴通讯 (763 HK, HK\$24.70, 目标价 HK\$28.18, 买入) - 2015 年强势开局

- ❖ **1Q15 业绩增长强劲, 毛利率扩大。**中兴通讯公布了强劲的 1Q15 业绩增长。三个业务部门皆录得销售增长, 营收提高 10.2% 至人民币 210 亿。因高毛利的运营商网络以及软件系统部门的销售占比上升, 1Q15 毛利率达 35.3%, 同比扩大 1.8 个百分点。因要开发智慧城市和云服务等新项目, 1Q15 研发费用占营收比达 12.2%, 对比 1Q14 的 10.4% 比率有所上升。公司 1Q15 净利润达人民币 8.8 亿, 同比增长 41.9%
- ❖ **1Q15 尚未完全体现建设 FDD-LTE 带来的强劲动能。**1Q15 运营商网络收入同比上升 8.9%。运营商网络业务的增长主要得益于三大运营商的 TD-LTE 和 FDD-LTE 网络扩建需求。鉴于中国电信 (728 HK) 和中国联通 (762 HK) 在今年 2 月才获得 FDD-LTE 牌照, 我们认为在 1Q15 尚未完全体现建设 FDD-LTE 带来的强劲动能。我们预计运营商网络业务将受惠于中国电信和中国联通铺设 4G 网络, 并在 2Q15 加速成长。
- ❖ **海外需求强劲, 推动软件系统业务发展蓬勃。**终端部门和软件系统部门分别录得 7.0% 及 23.4% 的同比收入增长。终端收入增长是由 4G 智能手机出货量增加带动。软件系统部门则是 1Q15 的亮点, 得益于海外市场对系统和服务需求的强劲复苏。中兴通讯为中国信息基础设施建设领域的主要供货商之一, 我们相信中国推动“一带一路”政策将进一步推升海外需求。
- ❖ **1Q15 中兴通讯录得强劲的收入增长和毛利率扩张。**我们认为中兴通讯正处在国内 4G 发展以及中国推出“一带一路”政策的风口上, 成为主要受益者。我们调升了 15 财年及 16 财年每股盈利预测分别达 6.0% 及 12.2% 至人民币 1.13 元及人民币 1.31 元。因市场气氛改善, 我们以 20 倍 15 财年预测市盈率为公司估值 (之前为 16 倍), 并将目标价由 21.27 港元上调至 28.18 港元, 代表着 14.1% 的上升潜力。我们维持 买入 评级。

### 中兴通讯 (763 HK)

评级	买入
收市价	HK\$24.70
目标价	HK\$28.18
市值 (港币百万)	116,574
过去 3 月平均交易 (港币百万)	119.83
52 周高/低 (港币)	25.05/13.8
发行股数 (百万股)	3,438
主要股东	中兴新 (32.5%)

来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	35.9%	19.1%
3 月	33.9%	19.5%
6 月	35.1%	13.3%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	84,119	75,234	81,471	93,118	102,401
净利润 (人民币百万元)	-2,841	1,358	2,634	3,874	4,512
每股收益 (人民币)	-0.83	0.39	0.77	1.13	1.31
每股收益变动 (%)	-236.3	-147.7	94.0	47.1	16.5
市盈率(x)	-23.9	50.0	25.8	17.5	15.1
市帐率(x)	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0
股息率 (%)	0.0	0.2	1.0	1.7	2.0
权益收益率 (%)	-12.5	5.7	10.0	13.1	13.6
净财务杠杆率 (%)	6.2	25.2	11.3	11.6	7.7

来源: 公司资料, 招银国际证券预测

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>84,119</b>	<b>75,234</b>	<b>81,471</b>	<b>93,118</b>	<b>102,401</b>
运营商网络	41,603	40,696	46,768	54,017	59,419
手机终端	28,819	21,702	23,117	25,429	27,260
软件系统、服务及其他	13,698	12,836	11,586	13,671	15,722
<b>销售成本</b>	<b>65,545</b>	<b>54,775</b>	<b>57,759</b>	<b>64,948</b>	<b>71,423</b>
<b>毛利</b>	<b>18,573</b>	<b>20,459</b>	<b>23,712</b>	<b>28,170</b>	<b>30,978</b>
研发费用	(8,829)	(7,384)	(9,009)	(11,267)	(12,083)
销售推广及行政费用	(11,341)	(10,159)	(10,392)	(11,267)	(12,288)
管理费用	(2,449)	(2,259)	(2,138)	(2,328)	(2,560)
其他营运收入	4,359	4,549	4,128	4,563	4,915
其他营运费用	(706)	(2,119)	(1,582)	(1,676)	(1,946)
<b>息税前收益</b>	<b>(393)</b>	<b>3,088</b>	<b>4,719</b>	<b>6,194</b>	<b>7,017</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>650</b>	<b>4,833</b>	<b>6,545</b>	<b>8,231</b>	<b>9,324</b>
利息收入	250	356	434	411	404
融资成本	(1,888)	(1,650)	(1,562)	(1,373)	(1,340)
其他非营运收入/费用	48	34	(53)	(61)	(67)
<b>税前利润</b>	<b>(1,983)</b>	<b>1,828</b>	<b>3,538</b>	<b>5,171</b>	<b>6,014</b>
所得税	(621)	(394)	(810)	(1,189)	(1,383)
非控制股东权益	(236)	(76)	(94)	(108)	(118)
<b>净利润</b>	<b>(2,841)</b>	<b>1,358</b>	<b>2,634</b>	<b>3,874</b>	<b>4,512</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)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>24,808</b>	<b>23,651</b>	<b>23,964</b>	<b>26,063</b>	<b>27,696</b>
物业、厂房及设备	8,011	7,698	7,664	7,435	7,211
递延税项资产	1,219	1,353	1,284	1,467	1,612
其他	15,578	14,600	15,015	17,162	18,873
<b>流动资产</b>	<b>85,104</b>	<b>78,822</b>	<b>86,290</b>	<b>91,161</b>	<b>99,340</b>
现金及现金等价物	24,126	20,903	18,116	17,131	17,513
存货	11,442	12,434	19,592	19,573	22,503
应收贸易款项	30,516	28,233	30,400	33,675	36,472
其他	19,019	17,252	18,182	20,781	22,853
<b>流动负债</b>	<b>75,424</b>	<b>63,364</b>	<b>69,965</b>	<b>74,213</b>	<b>81,060</b>
应付贸易账款	29,594	24,991	29,626	29,182	32,287
其他	27,400	23,031	29,298	33,486	36,824
借债	18,430	15,343	11,041	11,545	11,949
<b>非流动负债</b>	<b>11,849</b>	<b>15,483</b>	<b>13,997</b>	<b>13,330</b>	<b>12,784</b>
借债	7,098	11,505	10,040	9,036	8,132
递延税款负债	140	140	159	181	198
其他	4,611	3,838	3,798	4,113	4,454
少数股东权益	1,136	1,093	1,414	1,616	1,777
<b>净资产总值</b>	<b>21,502</b>	<b>22,533</b>	<b>24,879</b>	<b>28,065</b>	<b>31,415</b>
<b>股东权益</b>	<b>21,502</b>	<b>22,533</b>	<b>24,879</b>	<b>28,065</b>	<b>31,415</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)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>(393)</b>	<b>3,088</b>	<b>4,719</b>	<b>6,194</b>	<b>7,017</b>
折旧和摊销	1,043	1,745	1,826	2,036	2,307
营运资金变动	7,443	(5,915)	648	(2,111)	(1,354)
利息支出	(1,888)	(1,650)	(1,562)	(1,373)	(1,340)
利息收入	250	356	434	411	404
税款支出	(571)	(529)	(723)	(1,350)	(1,511)
其他	(4,010)	3,352	(4,240)	349	317
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,873</b>	<b>447</b>	<b>1,102</b>	<b>4,156</b>	<b>5,839</b>
购置固定资产	(1,258)	(904)	(1,007)	(1,806)	(2,084)
其他	(3,119)	(267)	(1,015)	(2,146)	(1,711)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(4,377)</b>	<b>(1,171)</b>	<b>(2,022)</b>	<b>(3,953)</b>	<b>(3,795)</b>
股本的变化	8	19	(185)	0	0
银行贷款变动	4,306	(1,082)	(5,767)	(500)	(500)
其他	844	(1,437)	4,085	(688)	(1,162)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>5,158</b>	<b>(2,499)</b>	<b>(1,867)</b>	<b>(1,188)</b>	<b>(1,662)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>2,654</b>	<b>(3,223)</b>	<b>(2,787)</b>	<b>(984)</b>	<b>382</b>
年初现金及现金等价物	21,472	24,126	20,903	18,116	17,131
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>24,126</b>	<b>20,903</b>	<b>18,116</b>	<b>17,131</b>	<b>17,513</b>

来源：公司资料，招银国际预测

#### 主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
运营商网络	49.5	54.1	57.4	58.0	58.0
手机终端	34.3	28.8	28.4	27.3	26.6
软件系统、服务及其他	16.3	17.1	14.2	14.7	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	22.1	27.2	29.1	30.3	30.3
税前利润率	0.8	6.4	8.0	8.8	9.1
净利润率	(0.5)	4.1	5.8	6.7	6.9
核心净利润率	(3.4)	1.8	3.2	4.2	4.4
有效税率	(31.3)	21.6	22.9	23.0	23.0

#### 增长 (%)

收入增长	(2.5)	(10.6)	8.3	14.3	10.0
毛利增长	(23.1)	10.2	15.9	18.8	10.0
息税前收益增长	N.A.	N.A.	52.8	31.3	13.3
净利润增长	N.A.	N.A.	94.0	47.1	16.5

#### 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	0.9
平均应收账款周转天数	132.4	137.0	136.2	132.0	130.0
平均存货周转天数	63.7	82.9	123.8	110.0	115.0
平均应付账款周转天数	164.8	166.5	187.2	164.0	165.0
现金周期	31.3	53.3	72.8	78.0	80.0
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	11.3	11.6	7.7

#### 回报率 (%)

资本回报率	(12.5)	5.7	10.0	13.1	13.6
资产回报率	(2.6)	1.3	2.4	3.3	3.6

#### 每股数据 (人民币)

每股利润	(0.83)	0.39	0.77	1.13	1.31
每股账面值	6.60	6.87	7.65	8.63	9.66
每股股息	0.00	0.03	0.20	0.34	0.39

来源：公司资料，招银国际预测

## 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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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，并可能会受目标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，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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士。