

中興通訊 (763 HK, HK\$15.68, 目標價HK\$19.16, 買入) - TD-LTE 牌照發放刺激 4G 需求

- ❖ **TD-LTE 牌照已發放。**12月4日工信部發放了TD-LTE牌照予三大運營商，標誌著運營商將加快4G基礎設施的建設。中移動(941 HK)在九月完成了20.7萬個基站的設備招標，我們預計14年中移動將再建設20萬個基站以提高4G LTE覆蓋。中電信(728 HK)則在十月啟動LTE設備招標，我們預計中電信將在13-14年鋪設總共20萬個4G基站。此外，預計聯通(762 HK)也將在不久的將來進行4G設備招標，預期規模將超過5萬個基站。
- ❖ **占運營商4G採購的最大份額。**4G設備採購的市場由國內設備製造商主導，海外設備製造商則逐漸淡出。中興在中移動和中電信的4G採購市場份額中皆取得領先地位。在中移動的TD-LTE設備招標中，中興、華為各贏得26%的份額，並列第一。此外，中興在中電信的LTE試驗網設備招標中也取得32%的份額，佔比第一。因海外設備製造商中標減少，我們預計14年設備商整體競爭格局將不如以往激烈，這將有利於中興改善其運營商網絡業務的毛利率。
- ❖ **TD-LTE 牌照的發放將導致運營商增加4G終端採購。**據Gartner資料，中興在13年第三季全球智慧手機出貨量方面排名全球第七，佔3.7%市場份額。得益於強勁的功能手機升級至智慧手機的需求，13年第三季中興智能手機總出貨量同比增長19.4%至910萬支。我們認為4G牌照的發放將令運營商有增加4G用戶的壓力，從而會鼓勵他們採購更多的4G終端。目前，中興在全球銷售超過20款LTE智慧機型。旗艦機型努比亞Z5S和Z5S MINI則瞄準國內市場，目前已獲得250萬支的訂購。公司的目標是打入中移動和中電信LTE智能手機供應商的前兩名，並讓LTE智能機在14年占其智能手機總出貨量的40%-50%。
- ❖ **我們認為中興是4G建設啟動的主要受惠者之一。**公司在TD-LTE和FDD-LTE標準皆有技術優勢，這將加強其競投中電信和聯通4G項目時的競爭力。此外，中興也將受益於運營商增加LTE終端採購。我們將目標價由17.96港元上調至19.16港元，等於16倍14財年預測市盈率，代表著22.2%的上升潛力。我們維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(人民幣百萬元)	86,255	84,219	85,208	93,175	104,318
淨利潤(人民幣百萬元)	2,060	-2,841	2,649	3,241	3,846
每股收益(人民幣)	0.61	-0.83	0.77	0.94	1.12
每股收益變動(%)	-37.9	不適用	不適用	22.3	18.7
市盈率(x)	21.5	不適用	16.0	13.1	14.0
市帳率(x)	1.7	1.9	1.7	1.5	1.4
股息率(%)	1.5	0.0	1.9	2.3	2.1
權益收益率(%)	7.8	不適用	10.5	11.6	12.5
淨財務杠杆率(%)	4.7	6.2	1.5	0.3	4.0

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\$15.68
目標價	HK\$19.16
市值(港幣百萬)	61,790
過去3月平均交易(港幣百萬)	154.85
52周高/低(港幣)	18.34/10.84
發行股數(百萬股)	3,440
主要股東	中興新(32.5%)

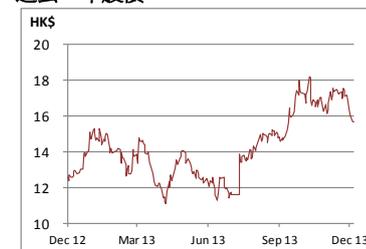
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-6.1%	-6.3%
3月	5.9%	6.2%
6月	24.6%	14.7%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	86,255	84,219	85,208	93,175	104,318
运营商网络	46,522	41,603	46,595	51,255	55,355
手机终端	26,934	25,839	23,513	25,159	29,688
软件系统、服务及其他	12,799	16,778	15,100	16,761	19,275
销售成本	62,086	65,545	62,316	68,301	76,969
毛利	24,168	18,674	22,893	24,874	27,349
研发费用	(8,493)	(8,829)	(8,606)	(8,945)	(9,806)
销售推广及行政费用	(11,112)	(11,341)	(11,077)	(11,554)	(12,622)
管理费用	(2,606)	(2,449)	(2,386)	(2,423)	(2,712)
其他营运收入	3,381	4,359	5,113	4,659	5,216
其他营运费用	(1,684)	(706)	(852)	(839)	(939)
息税前收益	3,654	(292)	5,084	5,773	6,486
息税及折旧摊销前收益	4,681	751	6,387	7,350	8,365
利息收入	284	149	227	305	371
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	58	65
税前利润	2,635	(1,983)	3,398	4,121	4,869
所得税	(392)	(621)	(510)	(618)	(730)
非控制股东权益	(183)	(236)	(239)	(261)	(293)
净利润	2,060	(2,841)	2,649	3,241	3,846

来源：公司资料，招银国际证券预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	20,872	24,808	25,965	28,630	32,057
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	1,232	1,346	1,506
其他	11,097	15,578	15,761	17,234	19,296
流动资产	86,912	85,104	85,795	91,819	99,454
现金及现金等价物	21,472	24,126	25,961	26,756	26,103
存货	14,988	11,442	10,244	11,602	13,496
应收贸易款项	30,720	30,516	30,348	32,420	36,297
其他	19,732	19,019	19,243	21,042	23,558
流动负债	65,891	75,424	74,866	80,777	89,105
应付贸易账款	32,692	29,594	27,658	30,688	34,583
其他	21,322	27,400	27,722	30,314	33,939
借债	11,876	18,430	19,486	19,775	20,583
非流动负债	15,605	11,849	11,593	11,816	11,526
借债	10,825	7,098	6,842	7,053	6,745
递延税款负债	0	140	141	153	170
其他	4,780	4,611	4,611	4,611	4,611
少数股东权益	2,057	1,136	1,150	1,257	1,407
净资产总值	24,232	21,502	24,152	26,598	29,472
股东权益	24,232	21,502	24,152	26,598	29,472

来源：公司资料，招银国际证券预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	3,654	(292)	5,084	5,773	6,486
折旧和摊销	1,026	1,043	1,303	1,577	1,880
营运资金变动	(1,594)	7,443	(471)	394	(768)
利息支出	(1,374)	(1,888)	(1,966)	(2,015)	(2,053)
利息收入	284	149	227	305	371
税款支出	(392)	(621)	(522)	(720)	(873)
其他	(5,214)	(3,960)	(186)	(204)	(228)
经营活动所得现金净额	(3,610)	1,873	3,468	5,110	4,815
购置固定资产	(2,549)	(1,258)	(2,264)	(2,653)	(3,086)
其他	(1,061)	(3,110)	(183)	(1,474)	(2,061)
投资活动所得现金净额	(3,610)	(4,368)	(2,447)	(4,127)	(5,147)
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	13	(687)	(822)
融资活动所得现金净额	13,703	5,149	813	(187)	(322)
现金增加净额	6,483	2,654	1,835	795	(654)
年初现金及现金等价物	14,989	21,472	24,126	25,961	26,756
年末现金及现金等价物	21,472	24,126	25,961	26,756	26,103

来源：公司资料，招银国际证券预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
运营网络	53.9	49.4	54.7	55.0	53.1
手机终端	31.2	30.7	27.6	27.0	28.5
软件系统、服务及其他	14.8	19.9	17.7	18.0	18.5
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	28.0	22.2	26.9	26.7	26.2
税前利润率	5.4	0.9	7.5	7.9	8.0
净利润率	4.2	(0.3)	6.0	6.2	6.2
核心净利润率	2.4	(3.4)	3.1	3.5	3.7
有效税率	14.9	(31.3)	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	23.4	(2.4)	1.2	9.3	12.0
毛利增长	11.6	(22.7)	22.6	8.7	9.9
息税前收益增长	(26.1)	N.A.	N.A.	13.6	12.3
净利润增长	(36.6)	N.A.	N.A.	22.3	18.7

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	1.0	1.0
平均应收账款周转天数	130	132	130	127	127
平均存货周转天数	88	64	60	62	64
平均应付账款周转天数	192	165	162	164	164
现金周期	26	31	28	25	27
净负债/权益比率 (%)	4.7	6.2	1.5	0.3	4.0

回报率 (%)

资本回报率	7.8	(12.5)	10.5	11.6	12.5
资产回报率	1.9	(2.6)	2.4	2.7	2.9

每股数据 (人民币)

每股利润	0.61	(0.83)	0.77	0.94	1.12
每股账面值	7.75	6.60	7.36	8.10	8.98
每股股息	0.20	0.00	0.23	0.28	0.34

来源：公司资料，招银国际证券预测

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: 香港中環夏愨道 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(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。