

睿智投資

中興通訊 (763 HK, HK\$10.46, 目標價HK\$11.2, 持有) -公司公佈1H12盈警，加深對毛利率惡化的憂慮

- ❖ **1H12盈警，淨利潤將下跌60-80%。** 7月13日，中興通訊公佈盈警，預計淨利潤將在12年上半年同比下跌60-80%。該公司預計淨利潤將由11年上半年的人民幣7.69億下降至12年上半年的人民幣1.54-3.08億。盈利能力大幅下降是由於1)出售國民技術股份的人民幣9億投資收益在11年上半年入帳，而管理層預期12年上半年的投資收益將少於人民幣1億；2)因歐元和其他新興市場貨幣的貶值，12年上半年的外匯損失預計達人民幣1.8億，而11年同期則錄得外匯收益人民幣2.8億；3)運營商的工程招投標時間大幅延遲，毛利率也錄得下降。
- ❖ **預計2H12營收將收復失地，但毛利率的壓力仍然存在。** 11年上半年盈利受出售國民技術的一次性投資收益影響而大增。中興通訊在11年下半年錄得超過人民幣10億的外匯損失。我們相信12年下半年投資收益的下降和外匯損失將不會對中興業績產生顯著負面影響。工程招標的延期，特別是TD-SCDMA5期的招標延期則顯著影響12年上半年的營收。運營商已給出2012資本支出預期達人民幣3,280億，同比增長10.5%。我們認為下半年將補回上半年的資本支出缺口，並預計中興通訊的運營商網絡分部營收將在下半年復甦，但是，我們主要的擔憂依然維持在利潤率的壓力上。中興通訊於2011年熱衷於擴大市場份額，以致影響其盈利能力。在12年上半年，中興入帳的訂單為去年簽訂的低利潤或零利潤合同。我們相信，這批低利潤訂單的不利影響將延續到第三季並將持續對中興的毛利率產生壓力。
- ❖ **智能手機市場競爭加劇。** 受惠于智能手機的強勁需求，中興通訊的手機終端分部保持出貨增長。我們估計公司2012年的智慧手機出貨量將達2,600萬隻。然而，中國的入門級智慧手機市場競爭加劇。我們擔心功能手機市場的價格下調壓力會蔓延到入門級智能手機市場，從而影響利潤率。我們降低了手機終端部門的毛利率預估從18.5%到17.5%。
- ❖ **雖然我們相信營收將在下半年復甦，惟毛利率壓力則將持續到至少第三季。** 我們降低了2012和2013財年的淨利潤預測分別達36.9%及26.7%至人民幣22.0億及33.4億。預期12財年的盈利增長只有6.9%。因增長性下降，我們將目標價從20倍12財年市盈率調整為14倍。我們削減我們的目標價從25.4港元至11.2港元，隱含7.1%的升值潛力。我們的評級從買入下調至持有。

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	99,735	119,922	139,162
淨利潤(人民幣百萬元)	3,250	2,060	2,202	3,334	3,715
每股收益(人民幣)	0.98	0.61	0.65	0.98	1.10
每股收益變動(%)	25.5	-37.9	6.9	51.4	11.4
市盈率(x)	9.3	14.3	13.0	8.4	7.5
市帳率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.8	2.3	2.3	3.6	4.0
權益收益率(%)	13.0	7.8	7.8	10.7	10.8
淨財務槓杆率(%)	淨現金	4.7	12.8	淨現金	4.9

來源:公司及招銀國際研究部

中興通訊 (763 HK)

評級	持有
收市價	10.46 港元
目標價	11.2 港元
市值(港幣百萬)	46,639
過去3月平均交易(港幣百萬)	103
52週高/低(港幣)	26.95/10.32
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	-30.5%	-30.0%
3月	-45.2%	-41.1%
6月	-56.9%	-57.1%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	69,907	86,255	99,735	119,922	139,162
运营商网络	41,976	46,522	50,709	55,273	59,695
手机终端	17,646	26,934	33,667	45,450	56,813
软件系统、服务及其他	10,284	12,799	15,359	19,198	22,654
销售成本	48,242	62,086	72,962	87,619	102,446
毛利	21,665	24,168	26,773	32,302	36,715
研发费用	(7,092)	(8,493)	(9,674)	(11,632)	(13,360)
销售推广及行政费用	(8,890)	(11,112)	(12,866)	(15,350)	(17,674)
管理费用	(2,524)	(2,606)	(2,693)	(3,118)	(3,479)
其他营运收入	2,539	3,426	3,491	4,317	5,010
其他营运费用	(754)	(1,684)	(997)	(1,199)	(1,392)
息税前收益	4,944	3,699	4,033	5,320	5,821
利息收入	101	239	270	302	322
融资成本	(729)	(1,374)	(1,542)	(1,487)	(1,527)
其他非营运收入/费用	44	71	78	86	100
税前利润	4,360	2,635	2,840	4,221	4,717
所得税	(884)	(392)	(426)	(633)	(708)
非控制股东权益	(226)	(183)	(211)	(254)	(295)
净利润	3,250	2,060	2,202	3,334	3,715
核心净利润	3,250	2,060	2,202	3,334	3,715

来源：公司资料，招銀國際則預測

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	18,624	20,872	23,950	27,989	32,035
物业、厂房及设备	7,720	8,646	9,813	10,991	12,310
其他	10,904	12,226	14,137	16,998	19,725
流动资产	65,528	86,912	93,893	113,350	124,999
现金及现金等价物	15,383	21,472	20,297	26,289	23,496
存货	12,104	14,988	17,991	21,845	25,822
应收贸易款项	21,870	30,720	32,789	37,783	43,845
其他	16,171	19,732	22,816	27,434	31,835
流动负债	48,214	65,891	72,508	93,175	105,300
应付贸易账款	25,498	32,692	36,381	43,930	51,644
其他	14,815	21,322	24,654	36,648	40,954
借债	7,901	11,876	11,473	12,598	12,701
非流动负债	10,976	15,605	17,208	16,883	17,280
借债	5,475	10,825	12,429	12,104	12,500
其他	5,501	4,780	4,780	4,780	4,780
少数股东权益	1,868	2,057	2,379	2,860	3,319
净资产总值	23,094	24,232	25,748	28,421	31,135
股东权益	23,094	24,232	25,748	28,421	31,135

来源：公司资料，招銀國際則預測

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	3,250	2,060	2,202	3,334	3,715
折旧和摊销	915	1,097	1,298	1,521	1,781
营运资金变动	(2,983)	(1,594)	(1,134)	6,076	(2,419)
其他	(240)	(1,731)	(1,911)	(2,861)	(2,727)
经营活动所得现金净额	942	(167)	455	8,069	349
购置固定资产	(3,067)	(2,023)	(2,465)	(2,699)	(3,100)
其他	(45)	0	0	0	0
投资活动所得现金净额	(3,113)	(2,023)	(2,465)	(2,699)	(3,100)
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)	(365)	(179)	(541)
融资活动所得现金净额	3,038	8,673	835	621	(41)
现金增加净额	867	6,483	(1,175)	5,991	(2,792)
年初现金及现金等价物	14,038	14,989	21,472	20,297	26,289
外汇差额	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	14,905	21,472	20,297	26,289	23,496

来源：公司资料，招銀國際則預測

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
运营商网络	60.0	53.9	50.8	46.1	42.9
手机终端	25.2	31.2	33.8	37.9	40.8
软件系统、服务及其他	14.7	14.8	15.4	16.0	16.3
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.0	28.0	26.8	26.9	26.4
税前利润率	7.1	4.3	4.0	4.4	4.2
净利润率	4.6	2.4	2.2	2.8	2.7
核心净利润率	4.6	2.4	2.2	2.8	2.7
有效税率	20.3	14.9	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	16.0	23.4	15.6	20.2	16.0
毛利增长	16.4	11.6	10.8	20.7	13.7
息税前收益增长	25.5	(25.2)	9.0	31.9	9.4
净利润增长	32.2	(36.6)	6.9	51.4	11.4
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	115.0	115.0
平均应付账款周转天数	91.6	88.1	90.0	91.0	92.0
平均存货周转天数	192.9	192.2	182.0	183.0	184.0
现金周期	12.9	25.9	28.0	23.0	23.0
总负债/权益比率 (%)	53.6	86.4	85.0	79.0	73.1
净负债/权益比率 (%)	(8.0)	4.7	12.8	(5.1)	4.9
回报率 (%)					
资本回报率	13.0	7.8	7.8	10.7	10.8
资产回报率	3.9	1.9	1.9	2.4	2.4
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.98	0.61	0.65	0.98	1.10
每股账面值	7.51	7.75	8.30	9.23	10.16
每股股息	0.25	0.20	0.19	0.29	0.33

来源：公司资料，招銀國際則預測

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-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。