

中兴通讯 (763 HK, HK\$15.00, 目标价 HK\$17.96, 买入) - 受益于 TD-LTE 建设在 13 年下半年开始发力

❖ **13 年上半年业绩好坏参半。**中兴公布 13 年上半年业绩，营收下跌 11.6% 至人民币 376 亿。因 2G GSM 产品渐被市场淘汰，运营商网络和手机终端分部的营收分别下降 10.5% 和 12.5%。由于重回毛利率较高的国内光学及无线系统市场，整体毛利率提高了 1.1 个百分点至 25.7%。而出售深圳中兴力维的股权则令其他收入项同比增长 56.7% 至人民币 27 亿。资产销售帮助中兴录得盈利增长，公司 13 年上半年净利润达人民币 3.1 亿，同比增长 26.6%。中兴也预测 13 年一至三季的净利润可达人民币 5.0 至 7.5 亿，意味着第三季净利润将介于人民币 1.9 至 4.4 亿之间。

❖ **受惠于 13 年下半年大型 TD-LTE 建设开始启动。**13 年上半年中国移动(941 HK)仅仅用了全年资本支出预算的 30% (人民币 570 亿)。然而，中国移动重申今年的资本支出计划将投入人民币 420 亿于建设 20.7 万个 4G 基站，惟上半年用于 TD-LTE 网络建设的开支仅有人民币 25 亿。我们认为在八月 TD-LTE 设备招标结束后，中国移动将开始积极部署 TD-LTE 建设。在刚刚完成的中国移动 TD-LTE 设备招标中，华为和中兴分别获得 25% 的份额，与去年相同。此外，中国电信(728 HK)计划今年将新增 50 亿元资本支出于建设 LTE 试验网。我们相信运营商的资本支出将大幅集中于今年下半年，对中兴下半年的运营商网络部门营收是利好。中兴退出一些海外市场以重新聚焦国内运营商市场来提高毛利率。13 年上半年运营商网络部门录得毛利率同比增长 3.0 个百分点达 32.4%。我们预计中兴的运营商网络部门毛利率在 13 和 14 财年将分别达 33.1% 及 32.6%。

❖ **手机终端部门仍然低迷。**13 年上半年手机终端产品销售达人民币 125 亿，同比下降 12.5%。手机终端的毛利率也下降了 1.3 个百分点至 15.3%。占了中兴终端收入大部分的 CDMA 功能手机的售价大跌是导致终端部门表现低迷的主因。公司将推出新款智能手机，我们预计这将稍微缓解终端部门 13 年下半年的营收和毛利压力。

❖ **中兴通讯重新聚焦国内市场的优质项目，导致 13 年上半年毛利率改善。**在 TD-LTE 建设于 13 年下半年开始发力的大环境下，我们相信增长势头将会持续。我们提升 13 及 14 财年的净利润预测达 3.8% 及 19.7% 至人民币 26.5 亿及 32.4 亿。我们用 15 倍 14 财年预测市盈率为中兴估值。我们上调目标价由 14.00 港元至 17.96 港元，代表着 19.7% 的上升潜力。我们将评级从持有上调至买入。

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	85,208	93,175	104,318
净利润 (人民币百万元)	2,060	-2,841	2,649	3,241	3,846
每股收益 (人民币)	0.61	-0.83	0.77	0.94	1.12
每股收益变动 (%)	-37.9	不适用	不适用	22.3	18.7
市盈率 (x)	20.6	不适用	15.3	12.5	13.4
市帐率 (x)	1.6	1.8	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	1.6	0.0	2.0	2.4	2.2
权益收益率 (%)	7.8	不适用	10.5	11.6	12.5
净财务杠杆率 (%)	4.7	6.2	1.5	0.3	4.0

来源: 公司及招銀国际研究部

中兴通讯 (763 HK)

评级	买入
收市价	HK\$15.00
目标价	HK\$17.96
市值 (港币百万)	70,080
过去 3 月平均交易 (港币百万)	78.99
52 周高/低 (港币)	15.60/9.23
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	8.4%	8.5%
3 月	16.3%	20.1%
6 月	9.5%	14.5%

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
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，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
运营商网络	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	130.0	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	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-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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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責任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。