

中兴通讯 (763 HK, HK\$11.80, 目标价 HK\$10.80, 持有) - 毛利率复苏仍远

- ❖ 2012 年上半年营收增长强劲, 毛利率仍是主要的问题。2012 上半年中兴通讯的营收按年上升 15.2% 至人民币 426 亿, 因智能手机销量强劲增长及服务和其他产品分部 (包括 IPTV, WLAN 产品) 的销售激增。但是 2012 年上半年的毛利率则下滑 2.7 个百分点至 24.5%, 所有三个分部的毛利率皆录得收缩。2012 上半年公司的成本控制更严格, 营业费用仅占营收的 25.8%, 同比下降 2.5 个百分点。受运营商的项目招标延迟和毛利率下降的影响, 净利润仅达人民币 2.4 亿, 比去年同期下降了 68.2%。
- ❖ 手机终端分部毛利率压力仍在。2012 上半年手机终端分部的收入激增 27.1% 至人民币 142 亿, 毛利率从 2011 上半年的 19.8% 下降至 2012 上半年的 16.6%。上半年智能手机总出货量达 1,300 万台。中国移动 (941 HK) 宣布将增加 2012 年手机补贴人民币 60 亿至人民币 260 亿。我们相信这将对中兴的智能手机销售有所帮助。我们上调中兴 2012 年智能手机销量预测从 2,600 万台至 2,800 万台。尽管智能手机销售比例上升应对终端分部的毛利率有积极影响, 我们更担心智能手机市场的竞争加剧将对智能终端价格和利润率造成压力, 并抵消上述积极因素。我们下调 2012 年手机终端分部毛利率预测从 17.5% 至 17.0%。
- ❖ 预计下半年运营商网络分部营收将收复失地。2012 上半年运营商网络分部营收增长缓慢, 按年成长 3.9% 至人民币 213 亿。毛利率下降 0.7 个百分点至 29.4%。营收增长令人失望和毛利率收缩是由于上半年中国 PON 固网接入项目招标显著推迟 (PON 的相关营收在今年上半年同比下降了 60%)。管理层认为运营商上半年只完成了全年 PON 资本支出的 20%。TD-SCDMA 五期项目的延迟入账亦影响了上半年的营收增长, 惟 TD 五期的营收入账连同 TD 六期的开展将是下半年营收成长的催化剂。我们预计下半年运营商网络分部营收将恢复快速成长。然而, GSM 网络设备的减值亏损仍会对下半年运营商网络分部的毛利率产生不利影响。
- ❖ 中兴通讯的三个经营分部的毛利率皆有压力, 我们维持毛利率压力将持续到至少第三季的预判。我们维持营收预测, 但下调了 2012 和 2013 财年的净利润预测分别达 35.9% 及 27.4% 至人民币 14.1 亿及 24.2 亿, 因预期毛利率降低。我们的目标价为 2013 财年市盈率的 12 倍。我们将目标价从 11.20 港元略降至 10.80 港元, 隐含 8.5% 的下降风险。我们维持 持有 评级。

中兴通讯 (763 HK)

评级	持有
收市价	11.80 港元
目标价	10.80 港元
市值 (港币百万)	45,920
过去 3 月平均交易 (港币百万)	98.1
52 周高/低 (港币)	25.00/9.95
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	15.5%	8.4%
3 月	-21.0%	-26.6%
6 月	-49.8%	-46.7%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	69,907	86,255	99,735	119,922	139,162
净利润 (人民币百万元)	3,250	2,060	1,412	2,421	2,831
每股收益 (人民币)	0.98	0.61	0.42	0.71	0.84
每股收益变动 (%)	25.5	-37.9	-31.5	71.4	17.0
市盈率 (x)	10.5	16.2	22.9	13.1	11.1
市帐率 (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.5	2.1	1.3	2.3	2.7
权益收益率 (%)	13.0	7.8	5.2	8.1	8.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	4.7	14.4	24.0	33.7

来源: 公司及招銀国际研究部

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	74,765	89,807	104,685
毛利	21,665	24,168	24,969	30,115	34,477
研发费用	(7,092)	(8,493)	(9,375)	(11,033)	(12,803)
销售推广及行政费用	(8,890)	(11,112)	(12,267)	(14,151)	(16,004)
管理费用	(2,524)	(2,606)	(2,693)	(3,118)	(3,479)
其他营运收入	2,539	3,426	2,992	3,358	3,618
其他营运费用	(754)	(1,684)	(898)	(1,199)	(1,252)
息税前收益	4,944	3,699	2,729	3,972	4,557
利息收入	101	239	268	243	206
融资成本	(729)	(1,374)	(1,165)	(1,154)	(1,185)
其他非营运收入/费用	44	71	78	86	100
税前利润	4,360	2,635	1,910	3,147	3,678
所得税	(884)	(392)	(287)	(472)	(552)
非控制股东权益	(226)	(183)	(211)	(254)	(295)
净利润	3,250	2,060	1,412	2,421	2,831
核心净利润	3,250	2,060	1,412	2,421	2,831

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)	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	94,002	105,240	115,777
现金及现金等价物	15,383	21,472	19,962	17,550	14,284
存货	12,104	14,988	18,435	22,144	25,813
应收贸易款项	21,870	30,720	32,789	38,112	43,845
其他	16,171	19,732	22,816	27,434	31,835
流动负债	48,214	65,891	73,407	86,530	98,154
应付贸易账款	25,498	32,692	37,280	44,288	51,052
其他	14,815	21,322	24,654	29,645	34,401
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	24,958	26,955	29,059
股东权益	23,094	24,232	24,958	26,955	29,059

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	3,250	2,060	1,412	2,421	2,831
折旧和摊销	915	1,097	1,298	1,521	1,781
营运资金变动	(2,983)	(1,594)	(680)	(1,651)	(2,284)
其他	(240)	(1,731)	(1,911)	(2,861)	(2,727)
经营活动所得现金净额	942	(167)	120	(571)	(399)

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)	58	(267)
融资活动所得现金净额	3,038	8,673	835	858	233

现金增加净额	867	6,483	(1,510)	(2,412)	(3,266)
年初现金及现金等价物	14,038	14,989	21,472	19,962	17,550
外汇差额	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	14,905	21,472	19,962	17,550	14,284

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
运营网络	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	25.0	25.1	24.8
税前利润率	7.1	4.3	2.7	3.3	3.3
净利润率	4.6	2.4	1.4	2.0	2.0
核心净利润率	4.6	2.4	1.4	2.0	2.0
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	3.3	20.6	14.5
息税前收益增长	25.5	(25.2)	(26.2)	45.6	14.7
净利润增长	32.2	(36.6)	(31.5)	71.4	17.0

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	116.0	115.0
平均应付账款周转天数	91.6	88.1	90.0	90.0	90.0
平均存货周转天数	192.9	192.2	182.0	180.0	178.0
现金周期	12.9	25.9	28.0	26.0	27.0
总负债/权益比率 (%)	53.6	86.4	87.4	82.8	77.8
净负债/权益比率 (%)	(8.0)	4.7	14.4	24.0	33.7

回报率 (%)

资本回报率	13.0	7.8	5.2	8.1	8.7
资产回报率	3.9	1.9	1.2	1.8	1.9

每股数据 (人民币)

每股利润	0.98	0.61	0.42	0.71	0.84
每股账面值	7.51	7.75	8.06	8.79	9.55
每股股息	0.25	0.20	0.12	0.21	0.25

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-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法律责任。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 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商投资者

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。