

睿智投資

中興通訊 (763 HK, HK\$11.80, 目標價HK\$10.80, 持有) - 毛利率復蘇仍遠

- ❖ **2012年上半年營收增長強勁，毛利率仍是主要的問題。**2012上半年中興通訊的營收按年上升 15.2%至人民幣 426 億，因智能手機銷量強勁增長及服務和其他產品分部（包括 IPTV，WLAN 產品）的銷售激增。但是 2012年上半年的毛利率則下滑 2.7 個百分點至 24.5%，所有三個分部的毛利率皆錄得收縮。2012 上半年公司的成本控制更嚴格，營業費用僅佔營收的 25.8%，同比下降 2.5 個百分點。受運營商的項目招標延遲和毛利率下降的影響，淨利潤僅達人民幣 2.4 億，比去年同期下降了 68.2%。
- ❖ **手機終端分部毛利率壓力仍在。**2012 上半年手機終端分部的收入激增 27.1% 至人民幣 142 億，毛利率從 2011 上半年的 19.8% 下降至 2012 上半年的 16.6%。上半年智能手機總出貨量達 1,300 萬台。中國移動(941 HK)宣佈將增加 2012 年手機補貼人民幣 60 億至人民幣 260 億。我們相信這將對中興的智能手機銷售有所幫助。我們上調中興 2012 年智能手機銷量預測從 2,600 萬台至 2,800 萬台。儘管智能手機銷售比例上升應對終端分部的毛利率有積極影響，我們更擔心智能手機市場的競爭加劇將對智能終端價格和利潤率造成壓力，並抵銷上述積極因素。我們下調 2012 年手機終端分部毛利率預測從 17.5% 至 17.0%。
- ❖ **預計下半年運營商網絡分部營收將收復失地。**2012 上半年運營商網絡分部營收增長緩慢，按年成長 3.9% 至人民幣 213 億。毛利率下降 0.7 個百分點至 29.4%。營收增長令人失望和毛利率收縮是由於上半年中國 PON 固網接入項目招標顯著推遲 (PON 的相關營收在今年上半年同比下降了 60%)。管理層認為運營商上半年只完成了全年 PON 資本支出的 20%。TD-SCDMA 五期項目的延遲入帳亦影響了上半年的營收增長，惟 TD 五期的營收入帳連同 TD 六期的開展將是下半年營收成長的催化劑。我們預計下半年運營商網絡分部營收將恢復快速成長。然而，GSM 網絡設備的減值虧損仍會對下半年運營商網絡分部的毛利率產生不利影響。
- ❖ **中興通訊的三個經營分部的毛利率皆有壓力，我們維持毛利率壓力將持續到至少第三季的預判。**我們維持營收預測，但下調了 2012 和 2013 財年的淨利潤預測分別達 35.9% 及 27.4% 至人民幣 14.1 億及 24.2 億，因預期毛利率降低。我們的目標價為 2013 財年市盈率的 12 倍。我們將目標價從 11.20 港元略降至 10.80 港元，隱含 8.5% 的下降風險。我們維持持有評級。

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	1,412	2,421	2,831
每股收益 (人民幣)	0.98	0.61	0.42	0.71	0.84
每股收益變動 (%)	25.5	-37.9	-31.5	71.4	17.0
市盈率(x)	10.5	16.2	22.9	13.1	11.1
市帳率(x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.5	2.1	1.3	2.3	2.7
權益收益率 (%)	13.0	7.8	5.2	8.1	8.7
淨財務杠桿率 (%)	淨現金	4.7	14.4	24.0	33.7

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	11.80 港元
目標價	10.80 港元
市值(港幣百萬)	45,920
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	98.1
52 周高/低(港幣)	25.00/9.95
發行股數(百萬股)	3,440
主要股東	中興新 (32.5%)

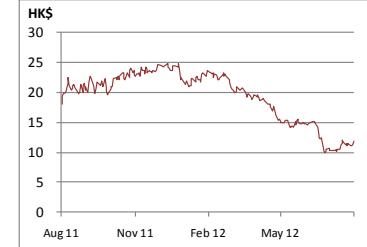
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	15.5%	8.4%
3 月	-21.0%	-26.6%
6 月	-49.8%	-46.7%

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	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，招銀國際財測預測

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	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，招銀國際財測預測

現金流量表

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，招银国际则预测

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	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，招银国际则预测

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-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。