

睿智投資



中國無線 (2369 HK, HK\$2.23, 未評級) - 銷售增長動力仍強，惟毛利率下降壓力巨大

- ❖ **公司拜訪要點。**我們拜訪了國內手機製造商 - 中國無線，其酷派手機為國內入門級智能手機市場的領導品牌之一。公司拜訪的要點包括：1) 管理層預期2012年總出貨量將達1,800至2,000萬台；2) 智能手機產品平均售價不斷下降，毛利率壓力仍在；3) 公司未來將重點放在銷售量增長上，以提升規模效應及4)針對海外市場，冀望海外市場的佔收入比可從11財年的10%在3-5年內升至20%。
- ❖ **平均售價下降趨勢依舊，毛利率下降壓力巨大。**我們認為國內中低端智能手機市場的競爭是純價格的競爭。主要廠商包括中國無線、TCL通訊(2618 HK, 持有)、中興(763 HK, 持有)、華爲(未上市)和聯想(992 HK)皆無法在手機功能、硬件規格和品牌知名度方面脫穎而出。我們預期智能手機售價的下降趨勢將在12年下半年和13年繼續。我們預測中國無線的手機平均售價將分別在12年下半年和13財年同比下降7.0%及10.0%至653港元和623港元。中國無線的毛利率從11年上半年的16.8%下降至12年上半年的12.0%。管理層預期今年下半年毛利率將進一步下降。我們認為毛利率壓力將持續到2013年，並預測12年下半年和13年毛利率分別為10.3%和10.1%。。
- ❖ **銷售增長動力仍強。**中國無線的主要銷售渠道是通過三大運營商而非公開銷售。中國移動(941 HK)和中國電信(728 HK)皆透過大量的智能手機補貼去推動3G用戶成長。酷派智能手機的銷情也因而受惠，中國無線12年上半年手機出貨量同比增長了83.2%至840萬台。入門級智能手機的價格已降至非常大眾化的水平，我們預計酷派智能手機的銷售增長動力仍強。我們預期12年下半年公司出貨量將同比增長74.1%，推動12年總出貨量至1,910萬台。公司將專注於產能擴張以提升手機銷量，並提高規模效應和降低單位成本。
- ❖ **產品組合較全面。**與國內其他主要智能手機廠商相比，中國無線的產品組合更全面，包攬低到中端甚至高端智能手機機款。公司的手機出廠價達300元至6000元人民幣不等。然而中國無線的銷售重點仍然是主流的中低端智能手機市場。12年上半年，公司87%的手機銷售價低於1,000元人民幣，而只有分別10%和3%的手機售價為1,000-2,000元人民幣及2,000元以上。
- ❖ **公司13財年的市盈率達12.0倍，高於全球同行平均13財年10.1倍的市盈率。**國內智能手機市場的價格競爭非常激烈，尚未有贏家跑出。智能手機售價及其毛利率趨跌仍是主要風險。我們認為中國無線目前的估值偏高。

財務資料

(截至12月31日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額(港幣百萬元)	4,593	7,340	13,231	16,742	18,865
淨利潤(港幣百萬元)	480	271	367	393	499
每股收益(港幣)	0.23	0.12	0.17	0.19	0.24
每股收益變動(%)	95.7	-46.2	39.8	7.1	26.9
市盈率(x)	9.7	18.0	12.9	12.0	9.5
市帳率(x)	3.3	2.2	2.0	1.8	1.5
股息率(%)	2.9	1.3	1.7	1.7	2.1
權益收益率(%)	33.8	12.4	15.4	14.6	16.0
淨財務槓杆率(%)	6.8	9.1	淨現金	淨現金	淨現金

來源:公司及招銀國際研究部

中國無線(2369 HK)

評級	未評級
收市價	2.23 港元
目標價	N.A.
市值(港幣百萬)	4,688
過去3月平均交易(港幣百萬)	30.2
52週高/低(港幣)	2.52/1.00
發行股數(百萬股)	2,147
主要股東	郭德英(40.3%)

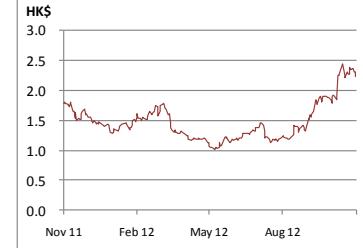
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	25.1%	21.5%
3月	82.1%	70.1%
6月	111.3%	98.2%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	4,593	7,340	13,231	16,742	18,865
3G 酷派智能手机	4,037	7,259	13,166	16,671	18,788
2G 酷派智能手机	522	55	0	0	0
其他收入	34	27	65	71	77
 销售成本	(3,475)	(6,259)	(11,760)	(15,037)	(16,869)
毛利	1,117	1,081	1,471	1,705	1,996
 研发费用	0	0	0	0	0
销售费用	(323)	(466)	(535)	(660)	(725)
管理费用	(443)	(559)	(778)	(952)	(1,053)
其他营运收入/费用	206	289	283	368	377
息税前收益	558	345	441	462	595
息税及折旧摊销前收益	582	385	494	532	683
 利息收入	11	31	40	39	42
融资成本	(9)	(46)	(42)	(31)	(41)
其他非营运收入/费用	(14)	(6)	(2)	(2)	(3)
税前利润	545	324	437	468	594
 所得税	(65)	(53)	(70)	(75)	(95)
非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	480	271	367	393	499

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	952	1,152	1,388	1,772	2,075
物业、厂房及设备	417	527	700	903	1,096
其他	534	625	687	869	980
 流动资产	3,301	6,380	7,150	8,474	9,793
现金及现金等价物	642	1,059	1,120	1,011	1,297
存货	835	1,669	2,739	3,378	3,790
应收贸易款项	919	2,257	2,175	2,936	3,411
其他	905	1,395	1,116	1,150	1,295
 流动负债	2,652	5,198	5,998	7,386	8,582
应付贸易账款	1,256	2,993	4,189	5,273	5,870
其他	790	1,015	1,332	1,427	1,811
借债	607	1,190	478	686	901
 非流动负债	180	143	155	162	167
借债	133	68	80	87	92
其他	48	75	75	75	75
 少数股东权益	4	5	8	10	12
净资产总值	1,417	2,185	2,375	2,688	3,108
 股东权益	1,417	2,185	2,375	2,688	3,108

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日(百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	480	271	367	393	499
折旧和摊销	24	40	53	70	88
营运资金变动	(493)	(699)	803	(254)	(53)
其他	639	417	(62)	(182)	(110)
经营活动所得现金净额	651	29	1,160	27	424
购置固定资产	(65)	(78)	(226)	(272)	(281)
其他	(548)	(374)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(613)	(452)	(226)	(272)	(281)
股本的变化	0	479	(112)	0	0
银行贷款变动	443	491	(700)	215	220
其他	(86)	(166)	(61)	(79)	(77)
融资活动所得现金净额	357	805	(873)	136	143
现金增加净额	396	382	61	(109)	286
年初现金及现金等价物	251	642	1,059	1,120	1,011
年末现金及现金等价物	642	1,059	1,120	1,011	1,297

来源：公司资料，招銀国际则预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
3G 酷派智能手机	87.9	98.9	99.5	99.6	99.6
2G 酷派智能手机	11.4	0.8	0.0	0.0	0.0
其他收入	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.3	14.7	11.1	10.2	10.6
息税及折旧摊销前收益率	12.7	5.2	3.7	3.2	3.6
营业利润率	12.1	4.7	3.3	2.8	3.2
净利润率	10.5	3.7	2.8	2.3	2.6
有效税率	11.9	16.4	16.0	16.0	16.0
增长 (%)					
收入增长	76	60	80	27	13
毛利增长	56	(3)	36	16	17
息税前收益增长	100	(38)	28	5	29
净利润增长	100	(44)	35	7	27
资产负债比率					
流动比率(x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率(x)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	73	112	60	64	66
平均应付账款周转天数	88	97	85	82	82
平均存货周转天数	132	175	130	128	127
现金周期	29	35	15	18	21
净负债/权益比率(%)	7	9	(24)	(9)	(10)
回报率 (%)					
资本回报率	33.8	12.4	15.4	14.6	16.0
资产回报率	11.3	3.6	4.3	3.8	4.2
每股数据(港币)					
每股利润	0.23	0.12	0.17	0.19	0.24
每股账面值	0.68	1.00	1.12	1.27	1.47
每股股息	0.06	0.03	0.04	0.04	0.05

来源：公司资料，招銀国际则预测

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 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。