

中兴通讯(000063)

业务稳定增长，现金流状况好转

——中兴通讯年报点评

姓名 张晓亮
 86-10-58362156
 zhangxiaoliang@bhq.com

公司经营现金流明显好转

本报告导读：

投资要点：

- 2008 年，公司营业收入 442.9 亿元人民币，同比增长 27.36%，净利润 16.6 亿元人民币，同比增长 32.58%，每股收益为 1.24 元。
- 公司业绩增长基本符合我们的预期，经营现金流状况明显改善，优于我们的预期。公司前三季度经营现金流为负的 45 亿，全年的经营现金流为正的 36 亿。四季度公司加大回款力度，降低了经营风险。2008 年公司计提了 4.8 亿元坏账准备，低于 2007 年的计提额（7 亿），说明目前，金融危机并未使公司产生巨额的坏账。
- 公司 2008 年国内业务占 39.4%，同比增长 18.9%；国际业务收入占 60.6%，同比增长 33.5%。非洲业务收入增长 70%，成为业务增长最快的地区。其他地区（主要是欧美、俄罗斯等）业务收入增长 43%。总体上，金融危机下，公司海外业务仍在发展。预计 2009-2010 年，公司国内业务将保持 30%以上的增长，国际业务也有望稳定增长。
- 分产品来看，公司 GSM 和 WCDMA 全球出货量保持快速增长。同期，公司光传输产品在东南亚、亚太、南非等地继续保持高速发展。FTTX 产品也在国内继续维持较大的市场份额。海外市场的手机销售仍旧保持高速增长。
- 公司毛利率保持稳定，受招标竞价影响，运营商网络业务毛利率小幅下降，而软件系统与服务的毛利率大幅提高。
- 公司作为国内主流的通信设备集成商，将继续受益于电信重组与 3G 网络建设带来的机会。同时，公司加强回款力度，现金流状况好转，降低了国际业务的经营风险。
- 预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 1.65、2.05、2.32。继续维持“买入”评级。目标价提高至 41 元。

1、报告首页业绩预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	34777.18	44293.43	53449.51	62652.17	69290.13
EBITDA(百万元)	5936.54	7557.50	9191.64	10814.99	11919.41
净利润(百万元)	1252.16	1660.20	2219.20	2756.41	3120.77
摊薄 EPS(元)	1.30	1.24	1.65	2.05	2.32
PE(X)	27.17	28.68	21.46	17.28	15.26
EV/EBITDA(X)	5.84	6.29	5.11	4.29	3.80
PB(X)	2.80	3.34	3.04	2.72	2.44
ROIC	23.06%	22.96%	24.67%	25.76%	26.08%
总资产周转率	1.07	0.98	1.11	1.28	1.26

请务必阅读正文之后的免责条款部分

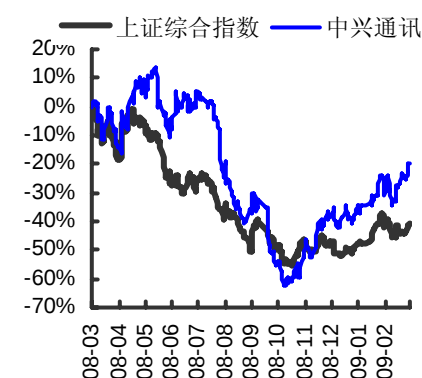
评级：买入

目标价格：41

当前价格：¥35.5

2009.03.20

最近 52 周走势图



相关报告

《业务增长有保障，经营风险有控制》
 ——2008.10.28

《中兴通讯近期事件点评》
 ——2008.10.14

2、三大表

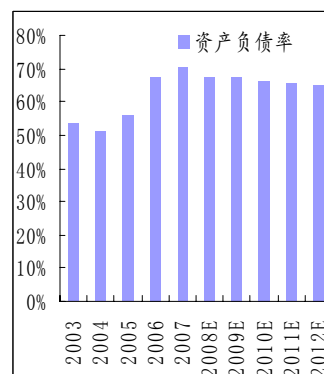
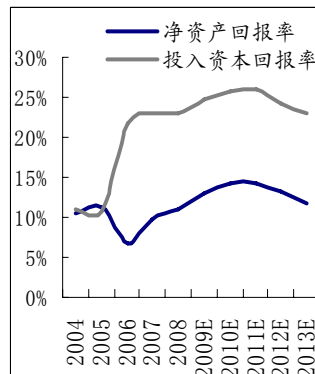
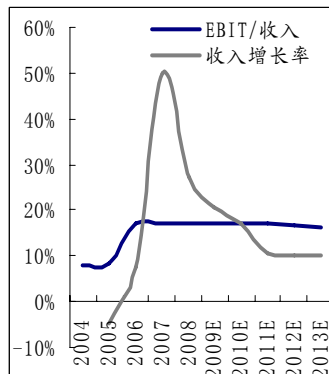
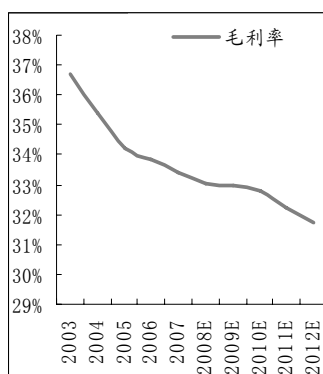
资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	6483.2	11480.4	13853.6	16238.8	17959.3	营业收入	34777.2	44293.4	53449.5	62652.2	69290.1
应收票据	1656.3	1578.5	1904.8	2232.7	2469.3	营业成本	23004.5	29492.5	35797.1	41981.2	46593.1
应收账款	7098.9	9972.5	12034.0	14105.9	15600.4		280.3	415.9	501.8	588.2	650.5
预付款项	311.4	355.9	432.0	506.6	562.2	销售费用	4395.1	5312.5	6357.2	7389.1	8102.7
其他应收款	689.9	757.8	914.5	1072.0	1185.5	管理费用	1777.6	2099.7	2373.4	2782.0	3076.8
存货	5363.4	8978.0	10897.3	12779.8	14183.8	财务费用	494.4	1308.3	1218.3	1263.1	1078.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	789.1	419.4	506.0	474.5	524.8
长期股权投资	137.0	168.4	168.4	168.4	168.4	公允价值变动收益	115.6	-128.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	3038.1	4103.1	3268.3	3521.8	3770.2	投资收益	59.4	122.7	0.0	0.0	0.0
在建工程	931.1	817.1	943.0	1098.0	1241.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1000.8	1245.4	1875.8	2524.3	3015.9
无形资产	224.8	589.1	530.2	471.3	412.4	营业外收支净额	727.0	1017.2	1165.5	1253.2	1261.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	1727.7	2262.5	3041.3	3777.5	4276.8
资产总计	39173.1	50865.9	45197.1	52446.5	57804.6	减: 所得税	276.3	350.6	471.3	585.4	662.7
短期借款	2893.9	3882.5	5311.2	6678.0	6863.2	净利润	1451.5	1911.9	2570.0	3192.1	3614.1
应付票据	3946.4	6318.1	7668.7	8993.5	9981.4	归属于母公司的净利润	1252.2	1660.2	2219.2	2756.4	3120.8
应付账款	7856.2	9495.9	11368.0	13331.9	14796.5	少数股东损益	199.3	251.7	350.8	435.7	493.3
预收款项	1491.2	1392.9	1680.8	1970.2	2178.9	基本每股收益	1.30	1.24	1.65	2.05	2.32
应付职工薪酬	1241.8	1443.0	1443.0	1443.0	1443.0	稀释每股收益	1.30	1.24	1.65	2.05	2.32
应交税费	-1342.3	-765.0	-765.0	-765.0	-765.0	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	1314.1	1553.0	1553.0	1553.0	1553.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	49.8%	27.4%	20.7%	17.2%	10.6%
长期借款	2085.2	1292.5	1292.5	1292.5	1292.5	EBIT 增长率	54.4%	31.1%	20.8%	17.7%	9.6%
预计负债	126.0	170.4	170.4	170.4	170.4	净利润增长率	63.3%	32.6%	33.7%	24.2%	13.2%
负债合计	26284.7	35682.4	35144.0	40088.9	42935.4	盈利性					
股东权益合计	12888.4	15183.5	16934.6	19239.1	21750.6	销售毛利率	33.9%	33.4%	33.0%	33.0%	32.8%
现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	3.6%	3.7%	4.2%	4.4%	4.5%
净利润	1451	1912	2570	3192	3614	ROE	9.7%	10.9%	13.1%	14.3%	14.3%
折旧与摊销	617	585	772	903	1052	ROIC	23.06%	22.96%	24.67%	25.76%	26.08%
经营活动现金流	88	3648	3908	4422	5102	估值倍数					
投资活动现金流	-1758	-1988	-1069	-1253	-1386	PE	27.2	28.7	21.5	17.3	15.3
融资活动现金流	3828	3643	-466	-784	-1995	P/S	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
现金净变动	2159	5303	2373	2385	1720	P/B	2.8	3.3	3.0	2.7	2.4
期初现金余额	4311	6483	11480	13854	16239	股息收益率	0.1%	0.1%	1.4%	1.9%	2.3%
期末现金余额	6470	11786	13854	16239	17959	EV/EBITDA	5.8	6.3	5.1	4.3	3.8

3、DCF—WACC 输出

万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	297867	360017	426191	461873	469951	475025	522528	574781	632259	695485	765033
所得税	46158	55789	66043	71573	96322	114006	125407	137947	151742	166916	183608
NOPLAT	177197	251709	304228	360148	390300	373629	361019	397121	436833	480517	528568
营运资金净变动	60303	-161088	-105189	-93647	-64292	-62239	-67642	-83432	-91775	-100953	-111048
资本支出	-90766	-106899	-125304	-138580	-152438	-134146	-147560	-162316	-178548	-196403	-196403
自由现金流	58324	169308	231541	292676	280797	297425	274092	296254	334368	368629	420461

WACC	6.96%	Ke	11.02%
永续增长率	1.00%	Kd	5.00%
终值	217616.47	t	15.00%
企业价值	6885154.16	Rf	3.60%
非核心资产价值	1402200.16	E(Rm)	10.00%
债务价值	1194015.67	Rm - Rf	6.40%
股权价值	5691138.49	D/A	20.05%
股本	134333.00	E/A	79.95%
每股价值 (元)	42.37	Beta	1.16

估值		g				
WACC		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	6.54%	41.18	43.31	45.83	48.84	52.52
	6.59%	40.84	42.93	45.39	48.33	51.92
	6.64%	40.50	42.55	44.95	47.83	51.33
	6.69%	40.17	42.17	44.53	47.34	50.75
	6.74%	39.84	41.81	44.11	46.86	50.19
	6.79%	39.52	41.44	43.70	46.39	49.64
	6.84%	39.20	41.09	43.30	45.93	49.09



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn