

通信行业小组
联系人: 曾斌
0755-82940762
zengb@cmschina.com.cn

2009年11月5日

中兴通讯(000063.SZ)/39.1元

出口复苏及行权预期是近期主要关注点

通信·通信设备

目标估值: 42.3元

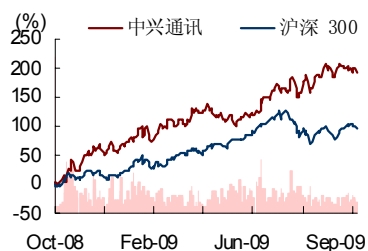
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	183134
已上市流通股(万股)	146731
总市值(亿元)	716
流通市值(亿元)	574
每股净资产(MRQ)	8.4
ROE(TTM)	13.3
资产负债率	72.6%
主要股东	香港中央结算(代理人)
主要股东持股比例	15.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	34	192
相对表现	-13	7	80



相关报告

1、《规模效应和汇兑收益将助推下半年业绩增长》

2009/8/20

2、《TD建设影响移动2G业务,利好中兴》

2009/7/9

3、《出口回暖及权证行权双预期,催生下半年进攻性品种》

2009/7/2

4、《通信行业2009年中期投资策略-大盘通信股将成为进攻性品种》

2009/06/15

5、《现金流等财务指标向好,估值受海外市场风险压制》

2009/3/20

本文详细分析了中兴三季报,认为前三季度经营形势喜人,规模效应和汇兑收益助推业绩增长;出口复苏及行权预期是近期主要关注点,维持“强烈推荐”,目标估值42.3元。

- **前三季度收入利润同步高增长,毛利率、净利率稳定。**前三季公司营业收入428亿元,同比增长41.3%;净利润11.9亿,同比增46.1%;EPS为0.68元。毛利率32.9%,相比08年34.1%有所下降,但环比09年上半年的32.1%上升;净利率2.8%,相比09年的2.7%微增,与08年上半年的2.8%持平;
- **三季度费用率略有波动,下半年费用率环比有望继续下降。**三季度销售费用率13.7%,管理费用率5%,同比下降,环比上升。由于公司收入季节性明显,下半年收入多于上半年,如果下半年收入继续保持高速增长,我们预期销售费用率和管理费用率下半年将环比下降。历史数据也可以验证这一点,过去4年全年销售费用率和管理费用率相比中期基本上都是下降的;
- **财务费用下半年有望同比大幅减少,主因是汇兑损失变为汇兑收益。**前三季度财务费用5.3亿,同比下降36%,主因是是汇率波动产生的汇兑收益抵减了部分利息支出。去年下半年汇兑损失4.9亿,今年下半年如果汇率市场保持稳定,即便当期没有汇兑收益,财务费用仍然有望同比大幅下降。我们预计09年的财务费用同比有望下降近50%;
- **由于国内运营商建网仍在紧张进行,收入确认可能推迟,我们维持09年盈利预测,调高10年盈利预测至1.83元。**国内运营商的精力更多放在建网上,收入确认可能推迟,出于谨慎考虑,我们暂不上调09年EPS,调高10年EPS预测至1.83元。但如果四季度出口复苏超预期,09年盈利仍有可能上调;
- **维持“强烈推荐”投资评级:**我们在7月初的报道中,根据海外市场回暖和10年初公司行权的两个乐观预期(行权价42.4元),上调EPS至1.41元,上调估值至09年25-30倍,目标估值35.25-42.3元;此次维持09年盈利1.41元,维持“强烈推荐”投资评级和42.3元的目标价。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	34777	44293	55275	66079	76754
同比增长	50%	27%	25%	20%	16%
营业利润(百万元)	1001	1245	2519	3384	3890
同比增长	151%	24%	102%	34%	15%
净利润(百万元)	1252	1660	2466	3184	3569
同比增长	63%	33%	49%	29%	12%
每股收益(元)	1.31	1.24	1.41	1.83	2.05
PE	16.9	17.9	15.6	12.1	10.8
PB	1.7	2.1	2.4	2.1	1.9

资料来源: 招商证券

一、09 前三季收入与利润同步增长，经营形势向好

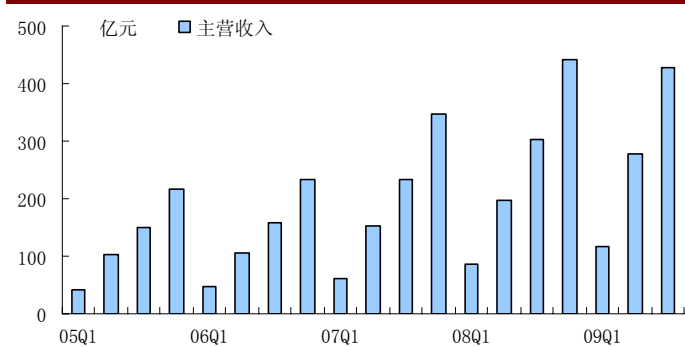
1、09 前三季收入、净利润分别增 41%、46%，毛利率环比反弹

(1) 09 年前三季收入利润同步增长

前三季公司营业收入 428 亿元，同比增长 41.3%；净利润 11.9 亿，同比增 46.1%；EPS 为 0.68 元。毛利率 32.9%，相比 08 年 34.1%有所下降，但环比 09 年上半年的 32.1%上升；净利率 2.8%，相比 09 年的 2.7%微增，与 08 年上半年的 2.8%持平。

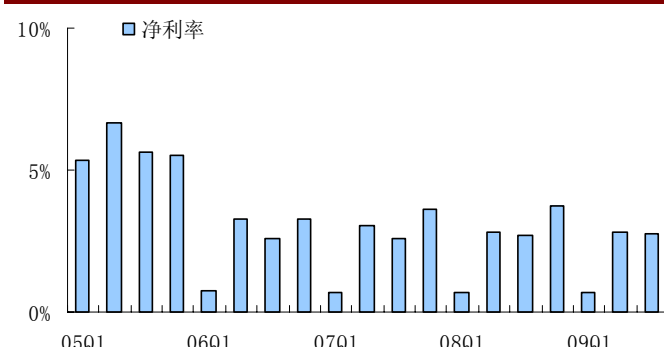
我们维持公司全年毛利率保持稳定略降、净利率保持稳定的看法，理由仍是 09 年是国内运营商投资高峰期，公司收入将有确定性增长；国内市场价格战不会比 08 年更激烈。

图1：02 - 09年公司季度收入



资料来源：招商证券

图2：05 - 09年公司季度净利率



资料来源：招商证券

(2) 收入国内增速略降但保持高速增长，海外恢复增长

前三季度，国内收入增速为约 100%(上半年为 112%)，增速略降但仍保持高速增长；海外收入增速为约 8%(上半年为 0.6%)。上半年收入增长几乎全部由国内贡献(同比增 112%，总收入中占比升至 54%)。我们维持半年报中的看法：全年来看，国内收入增速会下降，海外收入增速应上升。上半年国内合同额同比增约 90%，海外增速较低。我们认为今年的国内合同高增长，足以支撑 09 年收入高增长，甚至可能平滑部分合同的确认时间至明年，使得明年仍有较高速度的收入和利润增长。

表 1：09 年上半年国内与海外收入同比增长情况

	国内	海外	合计	国内占比	海外占比
09H1	150	128	277	54%	46%
08H1	71	127	197	36%	64%
YoY	112%	1%	40%		

资料来源：招商证券，单位：亿元

(3) 费用率同比下降，环比上升，规模效应略变弱，预计四季度将恢复，

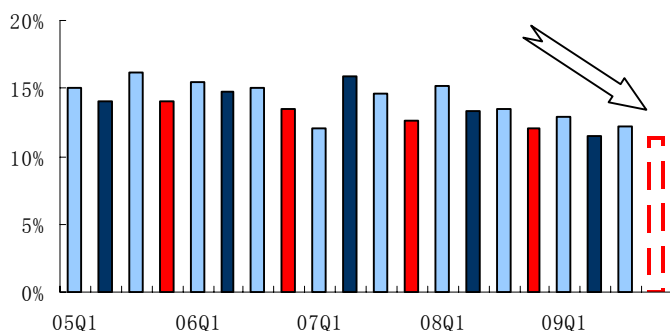
前三季度营业收入同比增 41.3%，毛利增 36.4%，销售管理费用同比分别增 28.8%和 27.8%，总的来看规模效应仍然存在；但销售及及管理费用的增速都是同比下降，环比上升，规模效应较上半年略有变弱。四季度是营业收入确认高峰，预计规模效应将恢复。

(4) 下半年销售费用率和管理费用率有望继续下降，研发费用仍将高企

三季度销售费用率 13.7%，管理费用率 5%，同比下降，环比上升。由于公司收入季节性明显，下半年收入多于上半年，如果下半年收入继续保持高速增长，我们预期销售费用率和管理费用率下半年将环比下降。历史数据也可以验证这一点，过去 4 年全年销售费用率和管理费用率相比中期基本上都是下降的。

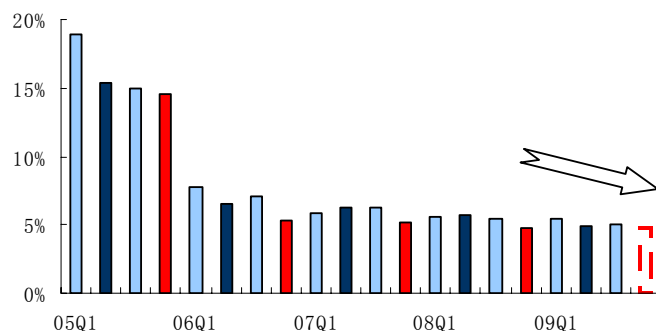
至于研发支出，公司需要在 WCDMA 等领域继续大力投入，短期内占收入比不会下降。

图3：05 - 09年公司每季度末销售费用率



资料来源：招商证券

图4：05 - 09年公司每季度末管理费用率



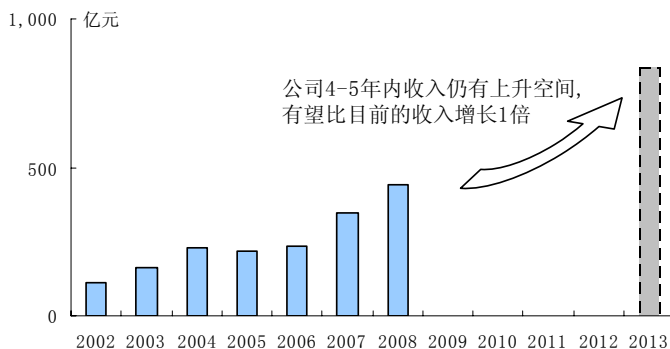
资料来源：招商证券

(5) 未来公司增长情况的预测：收入 4-5 年内增长 1 倍，净利率维持 3.6-5%

我们维持对公司增长情况的预测： 4-5 年内收入有望增长 1 倍，基于这样的预测： 4-5 年内全球电信设备商只剩 5 家，公司成为第 5 或第 4 名。公司目前设备和手机在整个行业中的占比都较小(3%和 1%)；如果未来 3 年内北电和摩托彻底退出市场，公司在系统设备市场占有率将达 6%-10%(视乎能否进入高端市场)，定制手机业务也有望随之增长。

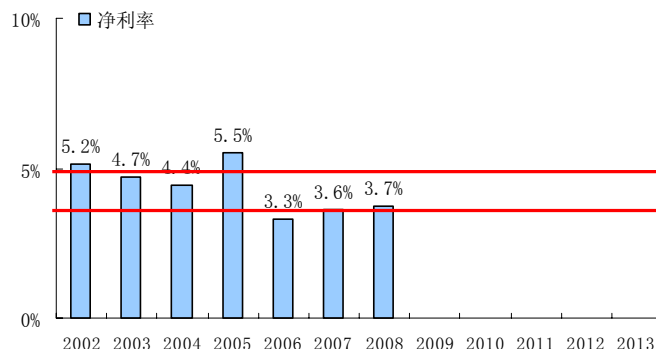
这个过程中公司需要在主流 3G 及后续技术上加大研发支出，需要为进入海外市场主流运营商增加营销费用及管理费用，因此净利率仍将维持在 3.6%-5%之间的低位。

图5：公司未来收入仍有约1倍的上升空间



资料来源：招商证券

图6：4 - 5年内公司将保持较低的净利率



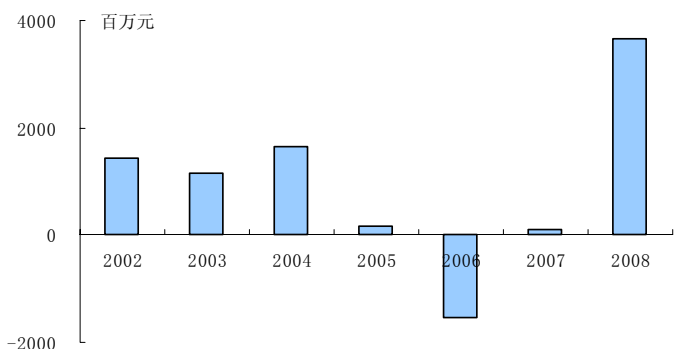
资料来源：招商证券

2、三季度报亮点是财务指标基本上都向好，仅应收项目总额偏高

(1) 09 前三季经营现金流-35.4 亿，同比改善，环比下降，年底有望大幅转正

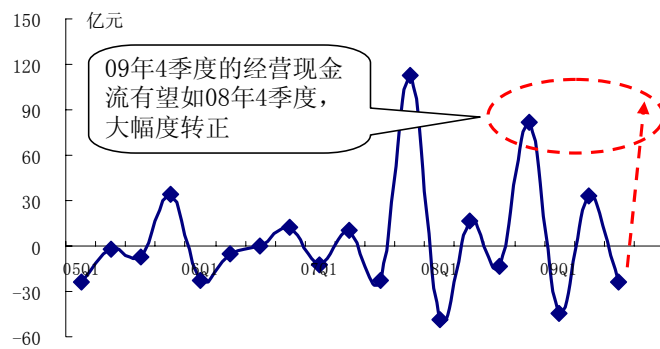
相比 08 年前三季的-45.1 亿有改善，环比 09 年上半年的-11.8 亿下降；考察单季度经营现金流，09 年 3 季度-23.6 亿，相比 08 年 3 季度-13.6 亿、09 年 2 季度 33.1 亿下降。

图7：02 - 08年公司年度经营现金流



资料来源：招商证券

图8：05 - 09年公司季度经营现金流



资料来源：招商证券

将净利润调节为经营活动现金流，可以看出：经营性应付项目、经营性应收项目及财务费用的变动，对经营性现金流的影响最大，其中应收项目增加和财务费用减少是现金流增加的最重要因素。

- 增加因素一：推迟付款，经营性应付项目同比增加 12.2 亿；
- 减少因素一：放缓收款，上半年应收项目增长 88 亿，而去年同期为 78 亿；
- 减少因素二：财务费用减少，上半年财务费用为 5 亿，而去年同期为 8 亿；

表 2：将净利润调节为经营活动的现金流量

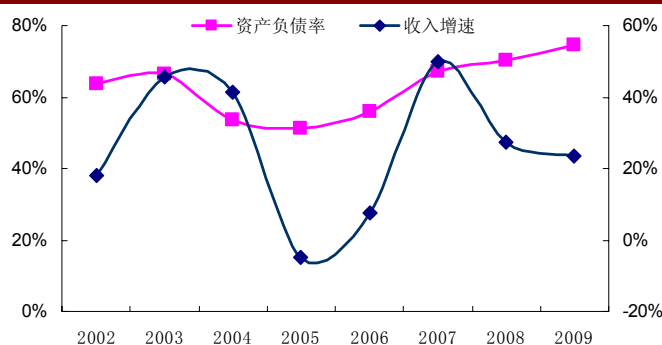
单位：亿元	变动值	09Q3	08Q3
净利润	3.5	13.2	9.7
存货的增加	-0.3	-19.2	-18.9
经营性应收项目的增加	-10	-88.4	-78.4
经营性应付项目的增加	12.2	41.1	28.9
财务费用	-3	5.4	8.4
其他科目略去			
经营活动产生的现金流量净额	9.7	-35.4	-45.1

资料来源：招商证券

(2) 资产负债率环比略降至 72.6%，仍在警戒线之上

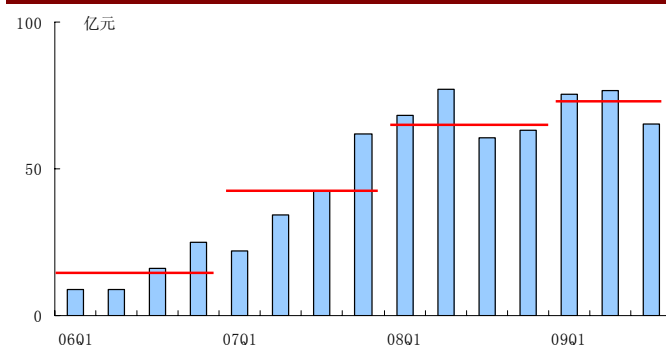
三季度资产负债率下降至 72.6%，符合下半年有望降低的预期；但同时我们也维持此前的看法，认为如果在下半年能够降回到 70%以下，风险才能得到释放。

图9: 02 - 09年公司资产负债率与收入增速



资料来源: 招商证券

图10: 05 - 09年公司有息负债相关项目

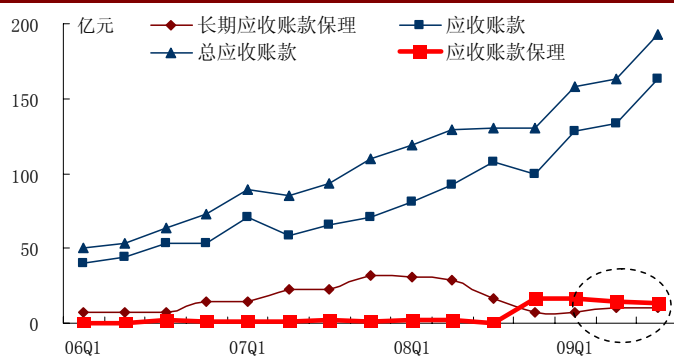


资料来源: 招商证券

(3) 应收项目总额占总资产比重指标进入警戒区

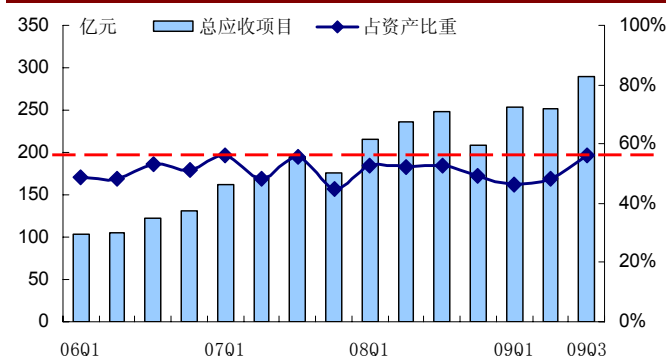
我们跟踪的应收项目总额占总资产比重指标已经进入警戒区。三季报未公布发出商品金额，除此之外的所有应收项目占总资产的比重为48%，如果以半年报时的发出商品金额46亿估算三季报时的金额，那么该比重就会上升至56%，已经达到06年来高点。06年以来该指标在四季度比三季度都是要下降的，因此如果年报时降回安全区域，仍是接受的。此外考虑到应收账款三季报比半年报时增长30个亿，也可能是发出商品转化成了应收账款，采用半年报时的46亿估算可能偏高。

图11: 06 - 09年公司应收账款及保理



资料来源: 招商证券

图12: 06 - 09年公司应收项目总额及占资产比重



资料来源: 招商证券

表 3: 08 - 09 季度应收项目对比

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
流动资产							
应收账款	81	93	108	100	128	133	163
应收账款保理	2	2	0	17	17	14	14
非流动资产							
长期应收账款	6	6	5	6	6	6	6
长期应收账款保理	30	29	17	8	8	10	10
总应收账款	119	129	130	130	158	164	192
应收工程合约款	97	108	119	79	95	89	97
总应收项目	216	237	249	209	253	252	289
总应收项目同比					17%	6%	16%
总应收项目环比					21%	0%	15%

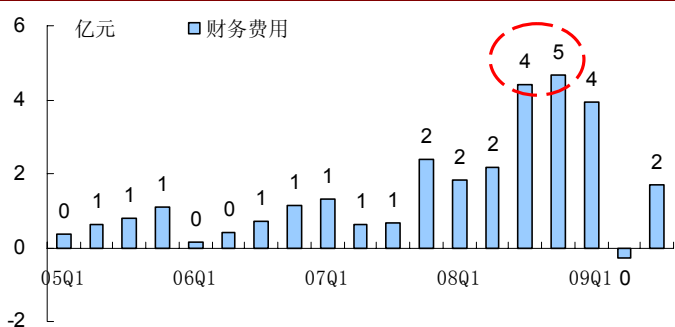
资料来源: 招商证券

(4) 财务费用下半年有望同比大幅减少，主因是汇兑损失变为汇兑收益

前三季度财务费用 5.3 亿，同比下降 36%，主因是是汇率波动产生的汇兑收益抵减了部分利息支出。我们在中报时的分析和预测是：上半年大量汇兑收益是因为一些国家的币值回升，公司持有这些货币而受益。下半年如果汇率市场继续保持稳定，即便当期没有汇兑收益，财务费用仍然有望同比大幅下降(08 年财务费用 13 亿，汇兑损失 4.9 亿，其中 4.1 亿是在下半年)。

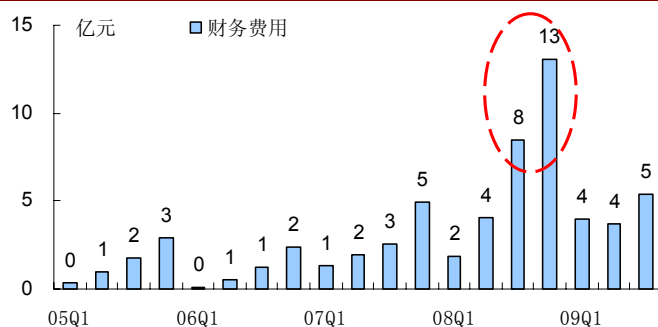
考虑到 08 年下半年的高额财务费用，我们预计 09 年的财务费用同比有望下降近 50%。

图 13: 05 - 09 年公司单季度财务费用



资料来源：招商证券

图 14: 05 - 09 年公司年初至今财务费用

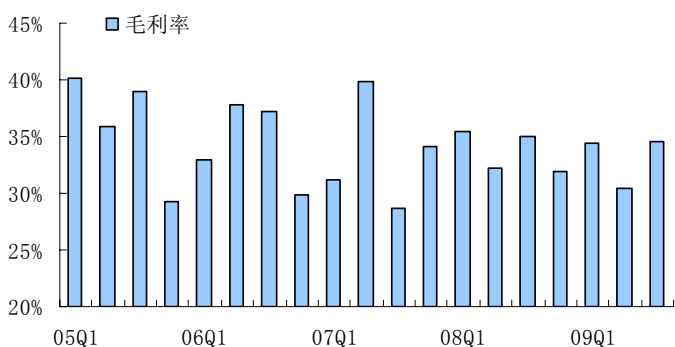


资料来源：招商证券

(5) 三季度毛利率环比增长，同比下降，四季度毛利率有望同比增长

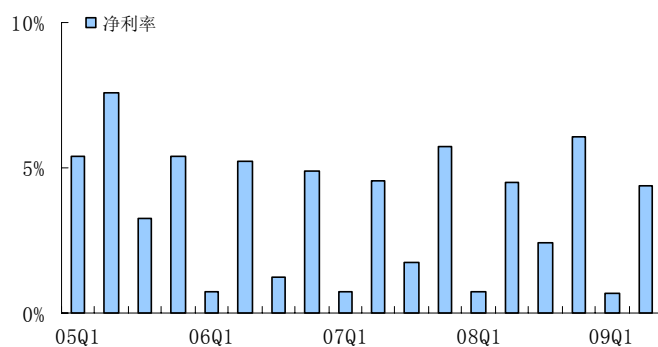
三季度单季度毛利率 34.5%，比第二季度的 30.4% 增长，比 08 年第三季度的 35.1% 略有下降。08 年四季度单季度的毛利率为 31.9%，考虑到当时有国内价格战的影响，我们预计 09 年四季度单季的毛利率有望同比增长。至于全年的毛利率情况，我们维持中报时的预测：全年毛利率保持稳定略降。

图 15: 06 - 09 年公司单季度毛利率

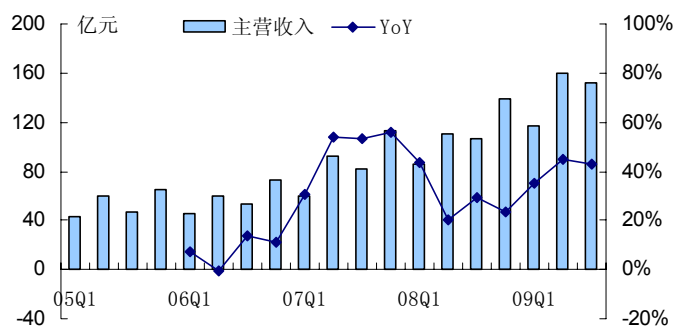


资料来源：招商证券

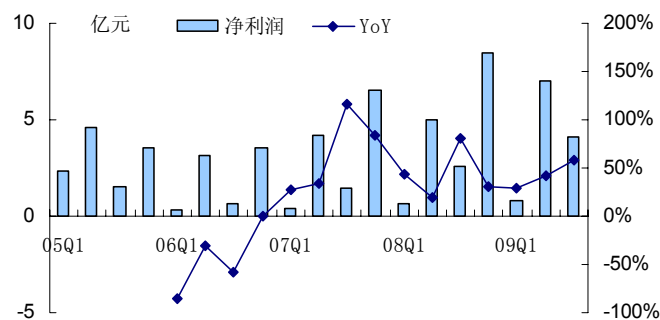
图 16: 06 - 09 年公司单季度净利率



资料来源：招商证券

图17: 06 - 09年公司单季度主营收入


资料来源: 招商证券

图18: 06 - 09年公司单季度净利润


资料来源: 招商证券

(6) 未来销售收入结构预测

表 4、销售收入结构预测

单位: 百万元	07H1	2007	08H1	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	152	348	197	443	553	661	768
运营商网络	99	226	129	290	371	436	490
手机	36	76	43	97	110	133	161
软件及其它	17	46	26	56	72	92	117
收入增长率	44%	50%	30%	27%	25%	20%	16%
运营商网络	50%	47%	29%	28%	28%	18%	12%
手机	68%	69%	20%	27%	13%	21%	21%
软件及其它	-1%	44%	52%	23%	29%	27%	27%
毛利率	36%	34%	0%	33%	33%	33%	33%
运营商网络	43%	41%	37%	37%	36%	36%	36%
手机	24%	22%	26%	24%	24%	24%	24%
软件及其它	23%	20%	31%	33%	33%	33%	33%

资料来源: 招商证券

(7) 半年度业绩回顾

表 5: 09 年上半年度业绩回顾

(亿元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	同比	环比
营业收入	152	195	197	246	277	40%	13%
营业毛利	56	62	66	377	89	34%	9%
营业费用	24	20	26	27	32	21%	18%
管理费用	10	8	11	10	14	21%	41%
财务费用	2	3	4	9	4	-9%	-59%
投资收益	0	1	1	1	0	-95%	-97%
营业利润	3	7	5	8	6	37%	-19%
所得税	1	2	2	2	3	72%	126%
归属母公司净利润	5	8	6	11	8	41%	-29%
EPS (元)	0.26	0.45	0.32	0.63	0.45		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

注: 各期 EPS 均按股本 17.46 亿股计算

(8) 季度业绩回顾

表 6: 07 - 09 各季度业绩回顾

(亿元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入	60	92	82	113	86	111	106	140	117	160	151
营业毛利	19	37	24	39	31	36	37	45	40	49	52
营业费用	7	17	10	10	13	13	15	12	15	17	21
管理费用	4	6	5	3	5	6	5	4	6	7	8
财务费用	1	1	1	2	2	2	4	5	4	(0)	2
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	(0)	0	0
营业利润	0	3	1	6	1	4	0	7	1	6	4
归属母公司净利润	0	4	1	6	1	5	3	8	1	7	4
EPS (元)	0.04	0.44	0.15	0.66	0.06	0.35	0.19	0.60	0.06	0.38	0.23
主要比率											
毛利率	31%	40%	29%	34%	35%	32%	35%	32%	34%	30%	35%
营业费用率	12%	18%	12%	9%	15%	12%	14%	9%	13%	10%	14%
管理费用率	6%	7%	6%	3%	6%	6%	5%	3%	5%	5%	5%
营业利润率	0%	3%	1%	6%	1%	4%	0%	5%	1%	3%	2%
有效税率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净利率	0.7%	4.5%	1.7%	5.7%	0.7%	4.5%	2.4%	6.0%	0.7%	4.4%	2.7%
YoY											
收入	31%	54%	53%	56%	44%	20%	29%	23%	25%	45%	43%
归属母公司净利润	27%	33%	116%	84%	43%	19%	81%	30%	33%	42%	58%

资料来源: 招商证券

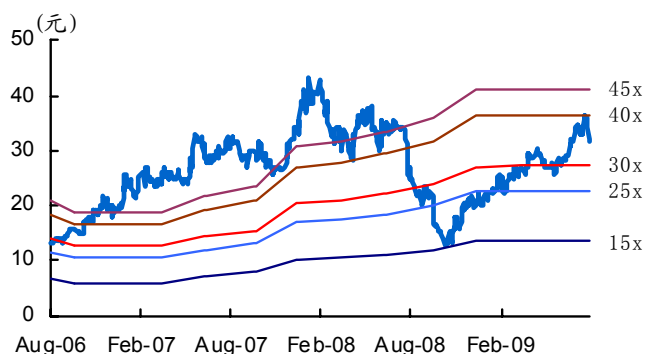
表 7: 通信设备商估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	MRQ	09E	TTM	亿元	(元)
中兴 A 股	000063	1.24	1.41	1.83	33	48	14	32	28	21	4.7	1.2	13	716	39.1
中兴 H 股	0763	1.24	1.41	1.83	33	48	14	29	25	20	5.4	1.2	12	793	45.4
武汉凡谷	002194	0.77	0.69	0.86	44	17	24	25	27	22	5.7	6.0	21	105	19.0
烽火通信	600498	0.43	0.65	0.91	66	52	41	52	34	24	2.7	2.0	8	98	22.2
中天科技	600522	0.54	0.95	1.13	73	109	19	45	25	21	5.0	2.0	19	77	24.0
亿阳信通	600289	0.21	0.77	0.92	(41)	146	20	65	18	15	3.4	4.4	6	48	13.6
国脉科技	002093	0.29	0.40	0.55	36	38	39	54	39	28	8.4	6.3	18	42	15.6
亨通光电	600487	0.64	1.01	1.26	34	58	24	43	27	22	3.7	2.3	13	45	27.3
恒宝股份	002104	0.28	0.34	0.43	32	23	27	48	39	31	7.6	8.4	18	39	13.2
新海宜	002089	0.20	0.35	0.44	20	138	26	65	38	31	7.1	5.7	16	29	13.4
中创信测	600485	0.42	0.56	0.73	111	34	31	39	29	22	5.8	5.9	14	22	16.4
三维通信	002115	0.47	0.59	0.80	35	40	35	44	35	26	4.6	3.6	11	28	20.7
长江通信	600345	0.10	0.21	0.20	(43)	0	0	104	51	53	2.1	3.7	3	21	10.6
东信和平	002017	0.27	0.32	0.42	3	16	33	56	48	36	4.7	2.6	7	23	15.3
动力源	600405	0.02	0.20	0.30	45	0	0	336	41	27	4.5	2.4	13	17	8.2
奥维通信	002231	0.19	0.24	0.29	(43)	30	17	90	69	59	4.8	9.7	7	18	16.8
拓维信息	002261	0.98	0.81	1.02	24	15	26	36	44	35	6.7	12.7	14	40	35.5
北纬通信	002148	0.46	0.54	0.72	8	18	34	73	62	46	6.5	14.7	10	25	33.1
平均					22	50	23	79	39	31	5	5	12		

资料来源: Wind, 招商证券

注: 按市值由大到小排序; 股价为 09 年 11 月 5 日收盘价; 中兴 H 股股价和市值单位为港币, 其余均为人民币;

图19: 中兴通讯历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图20: 中兴通讯历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《规模效应和汇兑收益将助推下半年业绩增长》2009/8/20

详细分析了中兴中报的各方面数据,认为上半年经营形势喜人,从上半年合同数和财务数据来看,规模效应和汇兑收益将成为下半年业绩增长的基础。

2、《TD 建设影响移动 2G 业务,利好中兴》2009/7/9

我们在本篇报告中提出“TD 不成熟影响移动现金流业务-2G 业务,将使得移动加速 TD 建设,并提高实力厂商的份额,中兴受益最大”。

3、《出口回暖及权证行权双预期,催生下半年进攻性品种》2009/7/2

基于海外市场的回暖预期,我们同时上调了业绩预测和 PE 估值区间,上调 09 年 EPS 至 1.41 元,估值由年报时的 09 年 20 倍提升至 09 年 25-30 倍,目标估值 35.25 - 42.3 元。

4、《通信行业 2009 年中期投资策略-大盘通信股将成为进攻性品种》2009/06/15

我们从市场热点、估值比较、业绩增速三方面衡量,预测下半年通信业大盘股联通、中兴将成为进攻性品种。一直压制中兴估值的是海外市场的风险因素;海外市场如能复苏,有望消除对公司估值的压制;下半年市场对公司权证 10 年初行权的预期将会使得公司成为市场热点;

5、《现金流等财务指标向好,估值受海外市场风险压制》2009/3/20

我们认为公司估值虽然受业内竞争压力和海外市场风险压制,但整体而言,公司仍将受益于国内 3G 投资,09 年收入有确定性增长,相对其他行业仍将有相对收益,我们认为估值区间在 31.1-39.7 元,估值中枢应在 35.4 元,相当于 09 年 20 倍 PE。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	30487	42676	54406	61818	71856
现金	6483	11480	500	550	605
交易性投资	124	0	0	0	0
应收票据	1656	1578	2987	3571	4147
应收款项	7099	9972	21008	25114	29171
其它应收款	690	758	1072	1282	1489
存货	7430	8978	13980	16697	19476
其他	7005	9909	14859	14604	16967
非流动资产	8743	8190	8357	6055	6097
长期股权投资	137	168	168	168	168
固定资产	3038	4103	4057	4116	4206
无形资产	225	589	530	477	429
其他	5343	3329	3602	1293	1293
资产总计	39230	50866	62763	67873	77952
流动负债	20939	29997	44015	46718	54095
短期借款	2894	3882	6972	3130	3813
应付账款	7856	9496	15277	18246	21282
预收账款	1491	1393	2237	2672	3117
其他	8697	15226	19529	22670	25884
长期负债	5403	5686	1297	1293	1293
长期借款	2085	1293	1293	1293	1293
其他	3317	4393	4	0	0
负债合计	26341	35682	45312	48011	55388
股本	960	1343	1744	1744	1744
资本公积金	5807	6298	6298	6298	6298
留存收益	5196	6453	8056	10125	12445
少数股东权益	751	934	1198	1539	1922
母公司所有者权益	12137	14250	16253	18323	20643
负债及权益合计	39230	50866	62763	67873	77952

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	88	3648	(5901)	4095	2066
净利润		1660	2466	3184	3569
折旧摊销		0	733	692	656
财务费用		0	655	680	726
投资收益		0	(15)	18	18
营运资金变动		0	(9980)	(817)	(3288)
其它		1988	241	338	384
投资活动现金流	(1758)	(1988)	(897)	1609	(700)
资本支出		0	(700)	(700)	(700)
其他投资		(1988)	(197)	2309	0
筹资活动现金流	3828	3643	(4182)	(5654)	(1311)
借款变动		0	1307	(3842)	683
普通股增加		0	401	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(863)	(1114)	(1249)
其他		3643	(5028)	(698)	(744)
现金净增加额	2159	5303	(10980)	50	55

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	34777	44293	55275	66079	76754
营业成本	23005	29493	36865	44029	51357
营业税金及附加	280	416	522	624	725
营业费用	4395	5313	6277	7504	8716
管理费用	1778	2100	2529	2891	3358
财务费用	494	1308	655	680	726
资产减值损失	789	419	672	672	672
公允价值变动收益	116	(128)	13	(20)	(20)
投资收益	59	123	2	2	2
营业利润	1001	1245	2519	3384	3890
营业外收入	906	1098	1000	1000	1000
营业外支出	179	81	200	200	200
利润总额	1728	2263	3319	4184	4690
所得税	276	351	589	659	739
净利润	1451	1912	2730	3525	3952
少数股东损益	199	252	264	341	382
母公司所有者净利润	1252	1660	2466	3184	3569
EPS (元)	1.31	1.24	1.41	1.83	2.05

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	50%	27%	25%	20%	16%
营业利润	151%	24%	102%	34%	15%
净利润	63%	33%	49%	29%	12%
获利能力					
毛利率	33.9%	33.4%	33.3%	33.4%	33.1%
净利率	3.6%	3.7%	4.5%	4.8%	4.7%
ROE	10.3%	11.7%	15.2%	17.4%	17.3%
ROIC	6.5%	9.7%	10.2%	14.1%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	67.1%	70.1%	72.2%	70.7%	71.1%
净负债比率	16.5%	13.7%	13.2%	6.5%	6.5%
流动比率	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	4.6	3.6	3.2	2.9	2.8
应收帐款周转率	5.6	5.2	3.6	2.9	2.8
应付帐款周转率	3.6	3.4	3.0	2.6	2.6
每股资料(元)					
每股收益	1.31	1.24	1.41	1.83	2.05
每股经营现金	0.09	2.72	-3.38	2.35	1.18
每股净资产	12.65	10.61	9.32	10.50	11.83
每股股利	0.00	0.30	0.49	0.64	0.72
估值比率					
PE	16.9	17.9	15.6	12.1	10.8
PB	1.7	2.1	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	21.2	13.5	10.8	8.9	8.0

分析师简介

曾斌：6 年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。