

曾斌
021-68407809
zengb@cmschina.com.cn

2010年2月22日

中兴通讯(000063.SZ)/42.50元

套利者抛售将带来短期下跌风险，也带来买入良机

通信·通信设备

目标估值: 42.3元

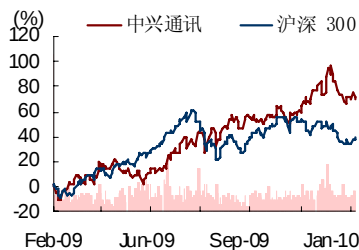
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3018
总股本(万股)	188963
已上市流通股(万股)	146731
总市值(亿元)	803
流通市值(亿元)	624
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	13.3
资产负债率	72.6%
主要股东	深圳市中兴新通讯
主要股东持股比例	32.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	32	73
相对表现	-3	30	30



相关报告

1、《权证到期时,不同目标投资者的投资策略》

2010/1/26

2、《出口复苏及行权预期是近期主要关注点》

2009/11/5

3、《规模效应和汇兑收益将助推下半年业绩增长》

2009/8/20

4、《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

5、《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

最新公布数据,中兴权证共行权 0.23 亿份,约占权证总数 36%,合 0.21 亿正股。我们维持之前观点,无论是否大比例行权,行权后短期内正股都将下跌,建议长期投资者(特别是买入量大的),在套利者抛售时买入。我们看好中兴的发展前景,认为融资成功对公司的经营是利好,将在行权结果正式公布后调整盈利预测。

□ **权证行权后股本增加 2148 万股,融资约 9.9 亿:**当前总股本如果按 17.6 亿进行计算(不考虑尚未解锁的限制性股票 0.7 亿股),则总股本增厚比例为 1.2%,对业绩影响较小;此前 H 股增发致股本增加 0.58 亿股,总股本增厚比例 0.33%;计入此次权证行权、H 股增发、尚未解锁的限制性股票后,公司总股本将升至 19.1 亿股,目前的盈利预测尚未体现该变化;

□ **此次行权比例 36%,低于我们的预期:**我们之前认为中兴行权期前的一段时期内,正股价格略高于行权价格,因此有望大比例行权,甚至有望超过青岛啤酒权证的行权比例(80%)。行权结果(36%)低于我们和市场上的乐观预期;

□ **无论是否大比例行权,行权后短期内正股很可能都将下跌:**我们维持上一篇报告中的观点,如果大比例行权,套利者将会抛售;如果不能大比例行权,短期内市场对公司前景可能会有担忧,前期因为预测公司将成功行权而进入的短期资金可能抛售;此次权证行权合 2148 万正股,中兴通讯过去 30 个交易日日均交易量为 1114 万股,日均金额为 5 亿元,市场至少需要几个交易日来承受上面两类原因的抛售,因此我们认为短期内正股很可能将下跌;

□ **投资策略:**(1) 如果买入量大(百万股以上),我们建议从现在起在下跌中开始逐步买入,因为未来不容易出现短期内买够量的机会;(2) 如果买入量小、目前已有配置中兴通讯,或关注绝对收益,在抛售高峰(约 2-3 个交易日)后买入;

□ **维持“强烈推荐”投资评级,暂维持 42.3 元的目标价:**我们在 09 年 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,上调目标最高估值至 42.3 元,为 09 年 30 倍 PE。由于权证行权最终结果尚未公布,此次暂不调整盈利预测和目标价,维持“强烈推荐”投资评级;

□ **风险因素:**套利者抛售引发恐慌;市场担忧行权低于预期后业绩释放低于预期;

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	32.6	34.4	30.1	23.3	20.8
PB	3.4	4.0	4.6	4.0	3.6

资料来源:招商证券

表 1: 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	1	0	1	1	1	(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	0.68	0.05	0.37	0.19	0.63	0.05	0.40	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	23%	6%	30%	17%	30%	21%	8%	12%	36%	27%	25%
净利率	1%	5%	2%	6%	1%	4%	2%	6%	1%	4%	3%
YoY											
收入	31%	54%	53%	56%	44%	20%	29%	23%	35%	45%	43%
归属母公司净利润	31%	54%	116%	83%	43%	19%	81%	30%	29%	42%	58%

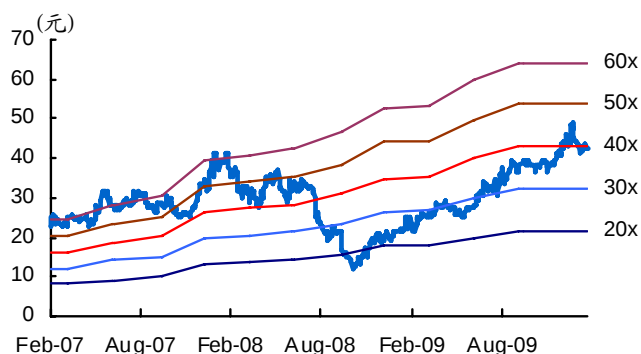
资料来源: 招商证券

表 2: 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	34	30	23	5.2	1.3	13	803	42.5
中兴 H 股	0763	1.24	1.41	1.83	33	48	14	33	29	22	5.0	1.2	12	805	46.1
武汉凡谷	002194	0.77	0.69	0.86	44	17	25	26	29	23	6.0	6.4	21	112	20.2
烽火通信	600498	0.43	0.65	0.91	66	52	41	67	44	31	3.4	2.6	8	126	28.5
中天科技	600522	0.54	1.01	1.20	73	121	19	45	24	20	5.1	2.1	19	79	24.5
大唐电信	600198	0.10	0.14	0.27	44	39	159	170	126	67	16.6	2.2	12	78	17.9
亿阳信通	600289	0.21	0.53	0.73	(41)	152	38	75	30	21	4.0	5.1	6	55	15.7
国脉科技	002093	0.29	0.40	0.56	36	36	42	68	50	35	10.7	7.9	18	53	19.7
亨通光电	600487	0.64	1.06	1.30	34	61	25	52	32	26	4.5	2.7	13	56	33.6
恒宝股份	002104	0.28	0.33	0.44	32	21	31	68	57	43	10.9	12.1	18	56	18.9
新海宜	002089	0.20	0.38	0.57	20	145	25	81	44	29	7.1	7.1	16	36	16.6
中创信测	600485	0.42	0.46	0.65	111	11	40	42	38	27	6.1	6.9	14	24	17.4
三维通信	002115	0.47	0.83	1.09	35	40	39	57	33	25	6.0	4.7	11	36	27.1
长江通信	600345	0.10	0.21	0.20	(43)	0	0	147	71	75	3.0	5.3	3	30	15.0
东信和平	002017	0.27	0.23	0.31	3	10	33	66	78	59	7.2	4.1	7	36	18.1
动力源	600405	0.02	0.20	0.30	45	0	0	403	49	33	5.4	2.9	13	21	9.8
奥维通信	002231	0.19	0.24	0.29	(43)	30	17	91	70	60	4.8	9.9	7	18	17.1
拓维信息	002261	0.98	0.81	1.03	24	16	27	43	52	41	8.0	15.2	14	47	42.2
北纬通信	002148	0.46	0.47	0.54	8	18	46	73	71	62	6.5	15.2	9	25	33.5
平均					24	49	35	101	54	40	7	6	12		

资料来源: Wind, 招商证券

注: 股价为 10 年 2 月 12 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 1: 中兴通讯历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2: 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、《权证到期时,不同目标投资者的投资策略》2010/1/26

详细分析了中兴权证到期时的各种情景,认为从1月底至行权结束后的2月底,不同目标投资者在正股和权证上均有买入机会;无论能否大比例行权,我们建议最迟在行权结束(2月12日)之后开始买入正股。

2、《出口复苏及行权预期是近期主要关注点》2009/11/5

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。

3、《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。

4、《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。

5、《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;

6、《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	32.6	34.4	30.1	23.3	20.8
PB	3.4	4.0	4.6	4.0	3.6
EV/EBITDA	19.6	12.5	10.1	8.3	7.4

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。