

中兴通讯 (000063.SZ) 通信系统设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

投资首选中兴：业绩超预期+成长性确定

事件

中兴通讯于 2011 年 1 月 27 日发布业绩快报：2010 年度公司实现营业收入 703 亿元，较上年增长 16.69%；利润总额为 43.85 亿元，较上年增长 31.89%，归属于上市公司股东的净利润 32.54 亿元，较上年增长 32.39%。

评论

业绩超预期：1、2010 年公司实际收入略超我们之前 680 亿元预期，归属上市股东利润 32.54 亿元，折合 EPS1.13 元，超出我们之前 EPS1.05 元的预期；收入超我们预期的主要原因来自于 2010 年公司超额完成年度销售目标，预计合同订单超过 1000 亿元（2009 年公司合同订单 798 亿元），另外净利润超预期的主要原因来自于参股国民技术的投资收益的确认，扣除国民技术投资收益预计实际利润增长 25%左右。

成长性确定性高：三年业绩复合增速预计 34%：1、2010 年，公司面对国内资本开支下滑近 20%、印度市场出口受阻、欧洲数据卡反倾销、以及美国引进中国设备障碍重重的市场环境，新任管理班子超额完成了合同订单 30% 增长目标实属不易，侧面反映了公司良好的执行效率；2、未来几年，国内资本开支预计稳定增长、全球智能终端消费快速增长、新兴市场后续 3G 投资、以及发达市场陆续 4G 投资等带来持续的增量市场，为公司持续增长提供的市场保障，另外，公司拟在 2011 年实施激励计划确保公司战略计划的实施效果；3、广阔的全球市场前景和持续改善的公司经营效率使得我们对公司未来三年业绩增长充满信心，我们预计 2011-2013 年公司实现收入分别为 890 亿元（增速 26.7%）、1077 亿元（21%）、1335 亿元（24%），实现净利润分别为 43.6 亿元（增速 33.7%）、58.2 亿元（33.8%）、78.5 亿元（34.9%）。

公司估值安全：当前公司估值处于底部，2011 年动态 PE16.7 倍，是通信设备板块估值最低的品种，参考历史估值区间 PE 在 25-30 倍之间，公司合理价格在 37.9-45.4 元之间，截止 1 月 27 日收盘价 25.25 元，具有较高的安全边际。

投资建议

维持“买入”评级，2011 年内目标价位 45 元：综合竞争力强、业绩成长性确定高、估值处于低谷区间是我们重点推荐中兴通讯的核心逻辑，建议超配。2011-2013 年中兴 EPS 预计分别为 1.516 元（增速 33.73%）、2.029 元（33.81%）、2.737 元（34.93%）。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	34,777	44,293	60,273	70,332	89,114	107,747
增长率		27.4%	36.1%	16.7%	26.7%	20.9%
主营业务成本	-23,005	-29,493	-40,623	-48,206	-60,810	-73,752
% 销售收入	66.1%	66.6%	67.4%	68.5%	68.2%	68.4%
毛利	11,773	14,801	19,649	22,126	28,304	33,995
% 销售收入	33.9%	33.4%	32.6%	31.5%	31.8%	31.6%
营业税金及附加	-280	-416	-693	-809	-1,025	-1,239
% 销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-4,395	-5,313	-7,044	-8,033	-9,622	-10,972
% 销售收入	12.6%	12.0%	11.7%	11.4%	9.0%	8.9%
管理费用	-4,988	-6,094	-8,350	-9,128	-11,034	-12,386
% 销售收入	14.3%	13.8%	13.9%	13.0%	12.4%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	2,109	2,979	3,562	4,156	6,623	9,398
% 销售收入	6.1%	6.7%	5.9%	5.9%	7.4%	8.7%
财务费用	-494	-1,308	-785	-1,177	-1,648	-2,142
% 销售收入	1.4%	3.0%	1.3%	1.7%	1.8%	2.0%
资产减值损失	-789	-419	-738	-517	-775	-1,162
公允价值变动收益	116	-128	13	68	0	0
投资收益	59	123	12	400	65	78
% 税前利润	3.4%	5.4%	0.4%	9.1%	1.1%	1.0%
营业利润	1,001	1,245	2,064	2,930	4,266	6,171
营业利润率	2.9%	2.8%	3.4%	4.2%	4.8%	5.7%
营业外收支	727	1,017	1,261	1,461	1,608	1,688
税前利润	1,728	2,263	3,325	4,392	5,873	7,859
利润率	5.0%	5.1%	5.5%	6.2%	6.6%	7.3%
所得税	-276	-351	-629	-791	-1,057	-1,415
所得税率	16.0%	15.5%	18.9%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	1,451	1,912	2,696	3,601	4,816	6,444
少数股东损益	199	252	238	351	470	629
归属于母公司的净利润	1,252	1,660	2,458	3,250	4,346	5,816
净利率	3.6%	3.7%	4.1%	4.6%	4.9%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,451	1,912	2,696	3,601	4,816	6,444
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,399	1,134	1,685	1,347	1,759	2,310
非经营收益	147	892	304	-44	-398	-363
营运资金变动	-3,209	-575	-360	-378	179	298
经营活动现金净流	-212	3,363	4,324	4,526	6,356	8,689
资本开支	-1,759	-1,859	-2,053	-1,224	-405	-408
投资	-33	-218	-253	0	0	0
其他	34	90	5	400	65	78
投资活动现金净流	-1,758	-1,988	-2,301	-824	-340	-330
股权募资	503	43	46	0	0	0
债权募资	3,864	4,430	2,286	677	-5,386	21
其他	-335	-760	-494	-1,311	-2,440	-2,763
筹资活动现金净流	4,031	3,714	1,839	-634	-7,826	-2,742
现金净流量	2,062	5,088	3,861	3,068	-1,810	5,616

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	6,483	11,480	14,497	17,565	15,755	21,371
应收款项	9,599	13,968	20,028	21,444	25,863	30,086
存货	13,970	16,872	20,713	23,277	25,441	27,378
其他流动资产	435	356	355	482	608	738
流动资产	30,487	42,676	55,594	62,768	67,667	79,573
% 总资产	77.8%	83.9%	81.8%	82.4%	82.4%	83.7%
长期投资	3,904	1,789	4,046	4,343	4,409	4,475
固定资产	3,969	4,920	6,047	6,678	7,750	8,735
% 总资产	10.1%	9.7%	8.9%	8.8%	9.4%	9.2%
无形资产	517	1,084	1,402	2,351	2,307	2,270
非流动资产	8,686	8,193	12,388	13,372	14,466	15,480
% 总资产	22.2%	16.1%	18.2%	17.6%	17.6%	16.3%
资产总计	39,173	50,869	67,982	76,140	82,132	95,054
短期借款	4,403	5,664	6,846	7,443	2,057	2,078
应付款项	14,608	18,760	26,083	30,013	37,216	44,318
其他流动负债	1,700	5,550	8,166	8,879	9,558	10,582
流动负债	20,711	29,974	41,095	46,336	48,831	56,978
长期贷款	2,085	1,293	2,396	2,396	2,396	2,396
其他长期负债	3,261	4,396	6,647	6,978	7,043	7,110
负债	26,057	35,663	50,139	55,710	58,271	66,485
普通股股东权益	12,365	14,272	16,720	18,955	21,916	25,995
少数股东权益	751	934	1,124	1,475	1,945	2,574
负债股东权益合计	39,173	50,869	67,982	76,140	82,132	95,054

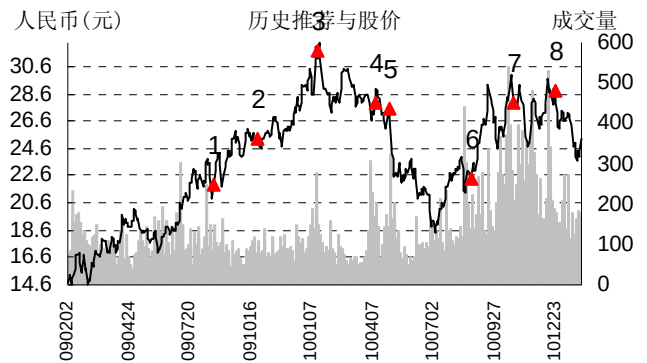
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.305	1.236	1.342	1.134	1.516	2.029
每股净资产	12.887	10.625	9.130	6.612	7.645	9.068
每股经营现金净流	-0.221	2.503	2.361	1.579	2.217	3.031
每股股利	0.250	0.300	0.300	0.408	0.476	0.604
回报率						
净资产收益率	10.13%	11.63%	14.70%	17.15%	19.83%	22.37%
总资产收益率	3.20%	3.26%	3.62%	4.27%	5.29%	6.12%
投入资本收益率	9.04%	9.80%	9.40%	10.05%	17.00%	21.01%
增长率						
主营业务收入增长率	51.00%	27.36%	36.08%	16.69%	26.70%	20.91%
EBIT增长率	216.06%	41.22%	19.60%	16.66%	59.38%	41.89%
净利润增长率	55.09%	32.59%	48.06%	32.21%	33.73%	33.81%
总资产增长率	51.15%	29.86%	33.64%	12.00%	7.87%	15.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.2	70.3	76.6	70.0	68.6	67.2
存货周转天数	64.5	88.7	82.2	71.8	65.1	65.6
应付账款周转天数	100.0	107.4	101.3	104.1	97.1	96.8
固定资产周转天数	31.9			26.2	23.8	22.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.90%	-6.63%	-9.09%	-20.03%	-32.14%	-46.43%
EBIT利息保障倍数	4.3	2.3	4.5	3.5	4.0	4.4
资产负债率	66.52%	70.11%	73.75%	73.17%	70.95%	69.94%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-20	买入	21.99	41.70
2	2009-10-27	买入	25.31	46.00
3	2010-01-14	买入	31.80	56.55
4	2010-04-09	买入	27.89	53.46 ~ 63.73
5	2010-04-28	买入	27.47	53.87 ~ 62.35
6	2010-08-20	买入	22.35	25.88 ~ 31.05
7	2010-10-28	买入	27.95	N/A
8	2010-12-22	买入	28.80	45.06 ~ 45.06

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；
 持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；
 卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室