

营收和毛利率环比改善略超预期， 财务费用拖累三季度利润

投资要点：

1. 事件

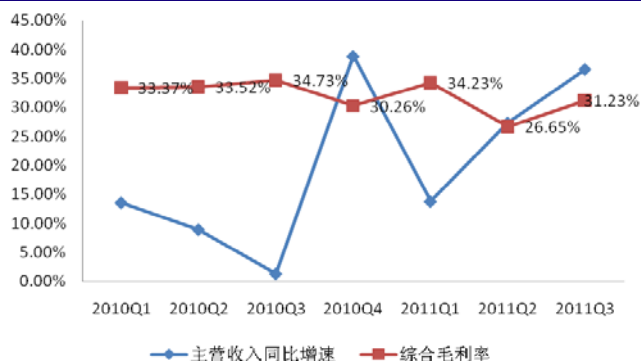
中兴通讯公布公司 2011 年三季报，前三季度实现营业收入 582.85 亿元（yoy+26.53%），其中三季度单季营业收入同比增长 36.59%，而综合毛利率单季度也回升到 31.23%，环比提升 4.58 个百分点，略好于此前预期；而归属上市公司股东净利润 10.69 亿元（yoy-21.51%），基本符合此前市场预期。

2. 我们的分析与判断

收入增速继续加快，综合毛利率环比改善

公司主营业务收入 2011 年前三季度，无论同比、环比均有较大提升，说明公司在经历公司高管层 2010 年短暂的人事更替影响后，市场上升势头得以恢复和稳固，同时公司积极的大 T 突破市场策略也从市场占有率和收入上取得较为良好成效。考虑 2010 年四季度国内运营商追加电信投资等因素带来的同比高基数问题，2011 年四季度单季收入增速可能适度放缓，但公司收入整体较快速增长的趋势有望继续得以维持。

图 1：中兴主营业务收入同比增速及毛利率（2010Q1~2011Q3）



资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

公司三季度单季毛利率的环比提升，带动公司前三季度综合毛利率恢复到 30.26% 的水平，较 2010 年同期 33.88% 低 3.62 个百分点。公司三季度毛利率的回升主要由于国内业务收入增速较海外市场加快，尤其是国内运营商网络系统项目收入增长较多，其毛利率一般要较国外同类项目高出 10 个百分点左右。

中兴通讯 (000063.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

王家伟

☎：(8610) 6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2011.10.27

A 股收盘价 (元)	17.45
A 股一年内最高价 (元) *	34.16
A 股一年内最低价 (元) *	15.46
上证指数	2435.61
市净率	2.1
总股本 (百万股)	3440.08
实际流通 A 股 (百万股)	2790.52
限售的流通 A 股 (百万股)	19.96
流通 A 股市值 (亿元)	600.29

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《中兴通讯 (000063) 专利诉讼点评：专利诉讼无碍对欧销售，期待对欧通信设备市场的大突破》 11.04.05
- 2、《中兴通讯 (000063) 一季报点评：季节性因素影响一季度业绩表现，后续将受益运营商资本开支落实》 11.04.19
- 3、《中兴通讯 (000063) 董事会公告点评：国民技术股份有望兑现投资收益，调节 2011 年业绩的预期趋于明朗》 11.05.17
- 4、《半年度业绩快报点评——中兴通讯 (000063)：收入增速同比加快，毛利率超预期下滑成业绩的主要忧虑》 11.08.11

我们认为，海外经济形势的不明朗和国内电信投资近年来实际支出上半年缓、下半年急的特点，四季度国内业务增速仍可能好于海外，使得四季度毛利率不至于再次恶化，但短期恢复到去年同期水平也较困难。而 2012 年随着公司大 T 的市场突破进展到一定阶段和国内中移动 GSM 市场份额和高端数通市场份额得到稳固，海外和国内扩容项目占比预计将提升，我们预计公司毛利率水平在 2012 年将可能会得到明显改善。

增值税退税解决，财务费用拖累三季度业绩

三季度单季净利润下滑-38.16%，主要由于汇率波动带来的汇兑损失等原因使得财务费用单季度大幅增加 11.25 亿元；而营业外收入前三季度为 15.44 亿元，同比增长 27.22%，三季度单季增加 9.15 亿元，公司增值税退税延迟问题已基本得到解决。

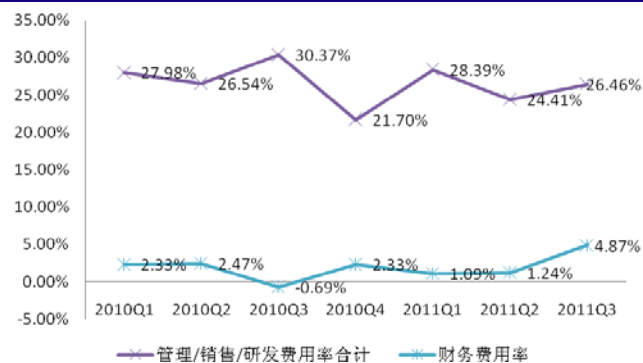
公司管理、销售、研发费用率同比来看，管控日益严格，三季度单季合计从 30.37% 下降到 26.46%，下降了近 4 个百分点，尤其管理费用率下降最为显著，经营效率改善明显；但未来也需注意费用率的反弹可能。

表 1: 2010Q1~2011Q3 各项费用率情况

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
管理费用率	4.96%	2.82%	5.06%	2.00%	3.12%	2.99%	2.99%
销售费用率	14.08%	12.21%	15.68%	9.71%	13.63%	12.84%	14.11%
研发费用率	8.94%	11.51%	9.63%	10.00%	11.65%	8.57%	9.35%
管理/销售/研发费用率合计	27.98%	26.54%	30.37%	21.70%	28.39%	24.41%	26.46%
财务费用率	2.33%	2.47%	-0.69%	2.33%	1.09%	1.24%	4.87%

资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

图 2: 管理/销售/研发费用率同比控制良好，财务费用一次性突增



资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

3. 投资建议

预计公司 2011~2013 年的收入分别为 849.07 亿(yoy+20.84%)、1064.90 亿(yoy+25.42%)、1292.26 亿(yoy+21.35%)，净利润分别为 38.53 亿(yoy+10.84%)、48.17 亿(yoy+25.02%)、60.68 亿(yoy+25.97%)，每股 EPS 分别为 1.03 元、1.29 元、1.62 元，当前股价对应的 2011~2013 年动态 PE 分别为 17、14、11 倍，维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险

- 1) 国内通信行业 2012 年整体资本开支水平增速下滑的风险；
- 2) 汇兑损益波动、投资收益波动等一次性突发损益对业绩波动的影响。

附表 1: 中兴通讯 (000063.SZ) 财务预测

资产负债表 (百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	14,496.8	15,383.2	21,492.4	24,812.4	33,441.9	营业收入	60,272.6	70,263.9	84,906.9	106,490.2	129,225.8
交易性金融资产	0.0	123.4	862.4	862.4	862.4	营业成本	40,614.5	47,327.0	58,592.0	73,732.8	89,391.1
应收票据	779.1	1,289.9	2,431.4	2,544.0	2,707.6	营业税金及附加	692.9	1,149.1	1,154.9	1,727.3	2,093.0
应收账款	15,319.2	17,563.9	21,224.2	26,619.5	32,302.7	销售费用	7,044.4	8,755.0	10,268.8	12,361.7	15,249.9
应收账款保理	2,870.2	3,016.6	3,717.5	4,740.6	5,652.9	管理费用	2,567.9	2,410.3	2,677.8	3,128.3	3,603.2
其他应收款	1,059.8	1,389.8	1,541.7	1,970.8	2,431.4	研发费用	5,781.6	7,092.0	8,383.3	10,279.8	12,482.3
预付款项	355.4	449.7	578.4	680.2	844.6	财务费用	784.7	1,198.5	1,554.1	1,606.9	1,680.5
存货	9,324.8	12,103.7	14,635.8	18,808.8	21,851.5	资产减值损失	737.9	315.3	228.8	276.6	355.5
应收工程合约款	11,388.5	14,208.0	17,339.0	20,595.0	25,482.4	公允价值变动收益	12.6	83.6	-383.5	-60.0	-95.1
可供出售金融资产	253.8	342.7	212.4	212.4	212.4	投资收益	11.9	497.2	1,165.3	172.8	201.1
长期应收款	383.7	567.4	1,021.5	1,021.5	1,021.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应收款保理	2,968.6	4,972.7	4,827.1	5,161.8	7,280.2	营业利润	2,064.2	2,589.6	2,814.0	3,476.7	4,460.7
长期股权投资	440.3	918.0	446.1	446.1	446.1	营业外收支净额	1,260.6	1,770.6	2,018.6	2,565.3	3,150.4
固定资产	4,714.5	6,523.5	9,725.7	14,686.8	20,140.9	税前利润	3,324.7	4,360.2	4,832.7	6,042.0	7,611.2
在建工程	1,332.7	1,146.7	1,856.4	1,959.4	2,621.5	减: 所得税	629.1	883.7	979.5	1,224.6	1,542.6
无形资产	613.8	891.3	1,053.2	1,226.9	1,360.3	净利润	2,695.7	3,476.5	3,853.2	4,817.4	6,068.5
开发支出	778.4	1,466.5	2,208.3	3,171.6	4,428.4	归属母公司净利润	2,458.1	3,250.2	3,544.2	4,431.1	5,581.8
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	237.5	226.2	309.0	386.4	486.7
递延所得税资产	643.9	655.2	665.6	665.6	665.6	基本每股收益	1.34	1.13	1.03	1.29	1.62
长期递延资产	10.3	50.0	38.5	32.9	40.5	稀释每股收益	1.34	1.13	1.03	1.29	1.62
资产总计	68,342.3	84,152.4	108,278.9	109,913.9	126,546.0	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
短期借款	4,906.5	6,578.4	15,768.0	12,805.1	14,214.8	成长性					
应收款保理拨款	2,870.2	3,016.6	3,717.5	4,740.6	5,652.9	营收增长率	36.08%	16.58%	20.84%	25.42%	21.35%
交易性金融负债	0.0	40.1	10.9	10.9	10.9	EBIT 增长率	22.10%	1.87%	12.86%	35.45%	22.33%
应付票据	8,484.9	10,056.5	12,125.7	15,189.8	18,469.1	净利润增长率	40.99%	28.97%	10.84%	25.02%	25.97%
应付账款	13,046.8	15,441.2	18,494.5	23,282.3	28,279.0	盈利性					
应付工程合约款	2,519.7	2,772.7	3,451.5	4,277.8	5,221.0	销售毛利率	33.02%	32.52%	31.23%	30.79%	30.90%
预收款项	2,337.6	2,744.7	3,230.1	3,922.5	4,934.0	销售净利率	4.47%	4.95%	4.54%	4.52%	4.70%
应付职工薪酬	2,398.7	3,097.9	3,213.8	4,090.3	5,004.0	ROE	16.27%	16.20%	14.47%	15.88%	17.38%
应交税费	77.7	-321.3	-772.7	-481.7	190.1	ROIC	13.78%	10.33%	8.05%	9.03%	10.16%
其他应付款	2,213.5	2,976.3	3,243.9	4,175.2	5,161.6	估值倍数					
一年内非流动负债	1,940.0	1,322.8	886.1	1,382.9	1,197.3	PE	13.0	15.4	16.9	13.5	10.8
应付股利	17.0	136.3	123.7	123.7	123.7	P/S	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
递延收益流动负债	92.8	91.3	88.8	88.8	88.8	P/B	1.8	2.0	2.1	1.9	1.6
预计负债	189.7	260.7	133.9	133.9	133.9	股息收益率	1.7%	1.7%	1.4%	1.8%	2.3%
长期借款	2,396.4	1,719.3	7,725.2	3,947.0	3,947.0	EV/EBITDA	11.2	11.0	9.8	7.2	5.9
长期借款保理拨款	2,968.6	4,972.7	4,278.2	4,073.2	4,441.4	现金流量表 (百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应付债券	3,632.7	3,755.8	3,803.8	3,803.8	3,803.8	净利润	2,695.7	3,476.5	3,853.2	4,817.4	6,068.5
递延所得税负债	3.9	89.2	66.0	66.0	66.0	折旧与摊销	947.0	1,071.0	1,054.6	1,387.8	1,710.9

其他非流动负债	296.8	439.2	388.6	388.6	388.6	经营活动现金流	3,729.3	941.9	828.1	6,573.9	8,000.2
负债合计	50,393.5	59,190.4	79,977.6	77,545.9	89,069.8	投资活动现金流	-2,301.1	-3,112.6	-1,574.0	-3,751.6	-3,862.0
股东权益合计	17,948.9	24,962.0	28,301.3	32,368.0	37,476.2	融资活动现金流	1,287.2	3,037.7	6,855.2	-2,917.3	4,491.4

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，TMT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中创信测（600485.SH）、海能达（002583.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、烽火通信（600498.SH）、光讯科技（002281.SZ）、中天科技（600522.SH）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、世纪鼎利（300050.SZ）、三维通信（002115.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn