

通信传输设备

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王大鹏 CFA Charter pending

执业证书编号: S0960111040010

0755-82026819

wangdapeng@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.00 元

当前股价: 17.83 元

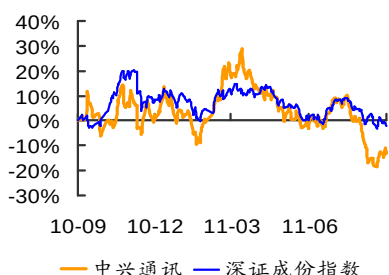
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10624.12
总股本(百万)	3440
流通股本(百万)	3420
流通市值(亿)	640
EPS (TTM)	0.86
每股净资产(元)	7.26
资产负债率	70.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中兴通讯	0.00	-12.73	-17.70
深证成份指数	0.00	-10.89	-14.48



相关报告

《中兴通讯-份额扩张是长期战略考虑, 毛利率回升需要时间》2011-8-15

《中兴通讯-海外增长强劲, 国内无需担忧》2011-3-18

《中兴通讯-中移动 G 网扩容规模史无前例, 中兴通讯突破在即》2011-3-10

中兴通讯

000063

强烈推荐

毛利率有所回升, 重要客户突破是关键

事件: 公司 1-3 季度收入增长 26.5%, 其中系统设备增长 15%, 终端 53%, 软件系统 28%。三季度单季收入增长 36.6%, 毛利率 31.2%, 比中报 29.7% 回升 1.5%。

点评:

n 毛利率有所回升: 公司三季度确认了大量国内系统设备收入, 该部分业务毛利率在 40% 左右; 终端毛利率没有提升, 仍处于 20% 以下, 这符合我们在中报点评中做出的判断——终端主动让利于运营商, 毛利率回升较难。预计公司 2011 年全年收入增长 26.5%, 毛利率 30.8%。

n 汇兑损失造成财务费用大增: 前三季度财务费用 14.6 亿, 三季度单季达 10.2 亿超出市场预期, 主要由于三季度产生了大量汇兑损失, 我们测算约为 5.6 亿, 其中 2.6 亿是由于欧元下跌, 造成应收账款的汇兑损失, 另外美元指数在 9 月暴涨造成子公司持有的现金资产产生汇兑损失约 3 亿元。我们测算随着美元指数回落, 公司 10 月份汇兑损失减少了约 2 亿元。

n 重要客户的突破之年: 我们了解到公司前三季度海外收入的 45% 来自于大 T 运营商, 即 Vodafone、德电、法电等一线高端优质客户, 而去年同期这一比例仅为 13%; 结合公司在 2010 年中移动 PTN 中份额第一, 以及今年在中移动 GSM 大规模扩容中份额获得历史性突破, 说明中兴通讯综合竞争力已经达到新的高度。一线运营商在订单规模以及回款速度方面, 是普通运营商无法相比的, 这将为公司带来更好的现金流, 我们坚信在 LTE 时代中兴将获得 15% 左右份额。

n 明年终端业务将面临挑战: 公司前三季度终端收入增长 53%, 增速超出预期, 但我们认为公司终端业务线在今年形势大好之下, 品牌树立相对缓慢, 预计明年仍然不会参与高端市场竞争; 而在中低端智能机市场, 联想、TCL 都将发力, 伴随联发科的 3G Turnkey 解决方案成熟, 在这一细分市场竞争将比今年激烈。

n 估值和投资建议: 由于汇兑损失超出预期, 我们下调 2011-13 年 EPS 预测为 0.91、1.17、1.41 元, CAGR24%, 未来 6 个月目标价 24 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、欧元及美元指数波动对公司业绩造成不利影响; 2、公司低价扩张引发更多贸易摩擦及专利诉讼

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	70264	88881	110987	139497
同比(%)	17%	26%	25%	26%
归属母公司净利润(百万元)	3250	3134	4011	4842
同比(%)	32%	-4%	28%	21%
毛利率(%)	32.6%	30.8%	31.0%	30.5%
ROE(%)	14.1%	12.5%	13.8%	14.3%
每股收益(元)	0.94	0.91	1.17	1.41
P/E	18.47	19.15	14.97	12.40
P/B	2.60	2.39	2.06	1.77
EV/EBITDA	12	11	11	9

资料来源: 中投证券研究所

关于汇兑损失的分析

1、财务费用的构成情况:

- (1) 利息支出
- (2) 汇兑损失
- (3) 银行手续费及贴息

1-6 月财务费用:

利息净支出 4.6 亿 + 银行手续费及贴息 2.6 亿 - 汇兑收益 2.8 亿 = 4.4 亿

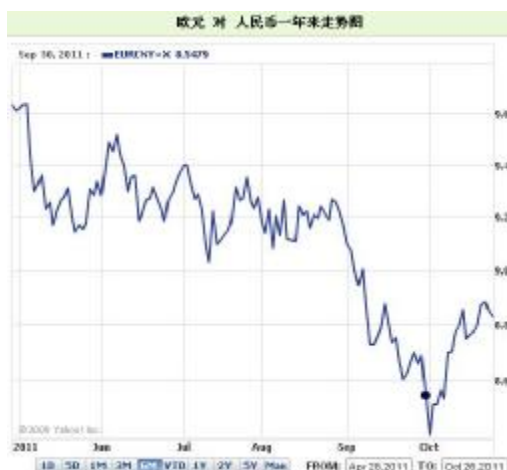
1-9 月财务费用:

公司三季度短期债务无变化, 长期债务新增 66 亿, 测算出 1-9 月利息支出约 8 亿, 1-9 月银行手续费及贴息约 3.8 亿, 算得三季度单季产生汇兑损失约 5.6 亿。

2、欧元部分汇兑损失

欧元 6 月 30 日至 9 月 30 日下跌 8.8%(图 1), 公司欧元风险敞口约 30 亿 RMB(见中报 152 页, 主要是应收帐款), 算得损失约 2.6 亿

图 1 欧元对人民币半年来走势图



资料来源: Yahoo

3、美元部分汇兑损失

美元指数 6 月 30 日至 9 月 30 日上涨 7.6%(图 2), 公司美元风险敞口约 40 亿 RMB(应收帐款、各海外子公司非美货币资产), 损失 3 亿。

图 2 美元指数 9 月飙升



资料来源: Sina

4、 我们的观点

(1) 公司可以对合同款进行外汇衍生品对冲,但在财务上不允许对全球子公司(如巴西、印度)的非美货币流动资产进行对冲,导致三季度汇兑浮动损失偏大;

(2) 我们认为随着近期美元指数回落(图 3)以及随着欧债危机得到解决欧元反弹,4 季度公司汇兑损失将缩减 3-4 亿元。

图 3 美元指数 10 月起回落



资料来源: Sina

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	65528	77343	93701	113121
现金	15383	20715	26824	32489
应收账款	17564	21844	26781	33660
其它应收款	1390	2133	2664	3348
预付账款	450	615	766	969
存货	12104	15717	19575	24775
其他	18638	16320	17091	17880
非流动资产	18624	17200	17204	17835
长期投资	918	446	0	0
固定资产	6524	6743	6632	6277
无形资产	891	673	425	157
其他	10291	9338	10146	11402
资产总计	84152	94543	110904	130956
流动负债	48214	58618	69888	84380
短期借款	6578	8551	10261	12313
应付账款	15441	20051	24973	31607
其他	26195	30016	34654	40460
非流动负债	10976	8765	9459	9709
长期借款	1719	1719	1719	1719
其他	9257	7045	7739	7989
负债合计	59190	67382	79347	94089
少数股东权益	1868	2083	2469	2936
股本	2867	3440	3440	3440
资本公积	9071	8498	8498	8498
留存收益	10760	13599	17610	22452
归属母公司股东权益	23094	25078	29089	33931
负债和股东权益	84152	94543	110904	130956

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	942	7530	4981	6619
净利润	3476	3349	4397	5310
折旧摊销	1071	1332	1555	1752
财务费用	1198	1494	743	837
投资损失	-497	-1165	0	0
营运资金变动	-3966	2618	-2505	-2434
其它	-341	-97	791	1153
投资活动现金流	-3113	-1318	162	-2169
资本支出	3067	1050	1050	1050
长期投资	-92	-170	-1091	0
其他	-137	-438	121	-1119
筹资活动现金流	3038	-880	967	1215
短期借款	1672	1973	1710	2052
长期借款	-677	0	0	0
普通股增加	1035	573	0	0
资本公积增加	2321	-573	0	0
其他	-1314	-2853	-743	-837
现金净增加额	829	5332	6109	5664

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	70264	88881	110987	139497
营业成本	47335	61465	76553	96891
营业税金及附加	1149	1458	1820	2288
营业费用	8755	11110	13873	17158
管理费用	2410	2755	3441	4324
财务费用	1198	1494	743	837
资产减值损失	315	402	469	481
公允价值变动收益	84	-290	0	0
投资净收益	497	1165	0	0
营业利润	2590	2185	2989	3567
营业外收入	2002	2340	2759	3343
营业外支出	232	232	232	232
利润总额	4360	4293	5517	6679
所得税	884	945	1120	1369
净利润	3476	3349	4397	5310
少数股东损益	226	215	386	468
归属母公司净利润	3250	3134	4011	4842
EBITDA	4859	5011	5287	6157
EPS (元)	1.13	0.91	1.17	1.41

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	16.6%	26.5%	24.9%	25.7%
营业利润	25.5%	-15.6%	36.8%	19.4%
归属于母公司净利润	32.2%	-3.6%	28.0%	20.7%
获利能力				
毛利率	32.6%	30.8%	31.0%	30.5%
净利率	4.6%	3.5%	3.6%	3.5%
ROE	14.1%	12.5%	13.8%	14.3%
ROIC	14.8%	16.3%	15.2%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	70.3%	71.3%	71.5%	71.8%
净负债比率	16.25	16.73%	16.36	15.98%
流动比率	1.36	1.32	1.34	1.34
速动比率	1.09	1.04	1.04	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.99	1.08	1.15
应收账款周转率	3.83	4.03	4.08	4.13
应付账款周转率	3.32	3.46	3.40	3.42
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.91	1.17	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	2.19	1.45	1.92
每股净资产(最新摊薄)	6.71	7.29	8.46	9.86
估值比率				
P/E	18.47	19.15	14.97	12.40
P/B	2.60	2.39	2.06	1.77
EV/EBITDA	12	11	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管

王大鹏, CFA Charter pending, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年移动运营商工作经验

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434

