

中兴通讯 (000063) /25.94 元 (A 股) /22.1 港币 (H 股)

秦蓁

86-755-82960347

qinzhen@ccs.com.cn

业绩符合市场预期

投资品

电信设备制造

谨慎推荐(维持)

中兴通讯中期每股收益为 0.72 (A 股) 及 0.69 元 (H 股)，符合市场预期。预计全年收益为 1.48 及 1.44 元，按 DCF 计算合理定价为 28.34 元。

投资要点

- 2005 年上半年中兴通讯合同额为 140 亿，与去年基本持平，但海外订单所占比例由 34% 上升到 40%。按香港会计准则，实现主营业务收入 103.3 亿，主营业务利润 37.81 亿，净利润 6.6 亿。
- 从收入构成来看，上半年移动通信产品占收入的比重仍然最高，达 45.6%，同比增长 4.5%。增幅较大的是智慧网、彩信、彩铃产品，同比增长达 89.5%。电信行业重组的不确定性而引起的资本支出的下滑及市场竞争的日趋激烈导致交换及接入产品收入下降幅度达 44.8%。移动终端产品出货数量与去年基本持平，但收入下降 15%。
- 从盈利水平来看，上半年主营业务利润率为 36.7%，与去年同期持平。SG&A 占收入的比例由去年同期的 18.78% 略升到 19.19%，研发费用占比也有所提高，从 10.24% 上升到 11.11%。
- 预计中兴通讯全年合同额为 390 亿，同比增长约 15%。海外订单预计将达 25 亿美元，增长超过 50%。主营业务收入将达 248 亿，按两地会计准则计算的净利润将分别为 14.22 及 13.82 亿。
- 通过自由现金流折现的方法，中兴通讯的合理定价为 28.34 元。基本假设：无风险收益率 3.6%，风险溢价 8%， β 为 1.3。债务成本 5.58%，负债比为 20%，税率为 8.8%。WACC 为 11.77%，长期增长率为 3%。

风险因素

- 电信行业的重组进程和方式充满变量，而海外业务面临较多的不确定性。

投资建议

- 维持“谨慎推荐”评级。

上证指数: 1167.14

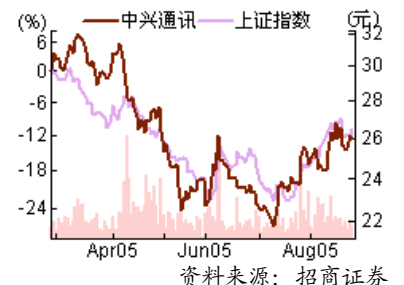
股本资料

总股本(万)	95952.2
流通 A 股(万)	30205.44
流通 H 股(万)	16015.1

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	8.71	0.03
6 个月(%)	-13.44	-2.54
1 年(%)	35.15	48.35
52 周波动(元)	21.46 - 32.84	

市场走势



相关研究

中兴通讯——机遇与挑战并存
 05 年 04 月 12 日
 “3G 在中国”投资机会分析之 TD-SCDMA
 05 年 06 月 28 日
 电信行业二季度投资策略报告 - 重组将是近期主题
 05 年 03 月 28 日

会计年度	2004A	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	22698.1	24825.5	29762.7	33197.9
同比增长率	41.54%	9.37%	19.89%	11.54%
EBITDA	1760.6	2148.8	2618.8	3113.7
EBIT	1430.0	1700.9	2093.1	2502.0
净利润(万元)	1008.9	1421.7	1786.9	2148.9
同比增长率	34.07%	40.91%	25.69%	20.26%

会计年度	2004A	2005E	2006E	2007E
主营业务利润率	36.38%	36.35%	37.53%	38.04%
净利率	4.44%	5.73%	6.00%	6.47%
EPS	1.05	1.48	1.86	2.24
P/E	24.68	17.51	13.93	11.59
P/B	2.71	2.44	2.16	1.90
主营业务利润率	36.38%	36.35%	37.53%	38.04%

一、上半年业绩分析

2005 年上半年中兴通讯的合同额为 140 亿。

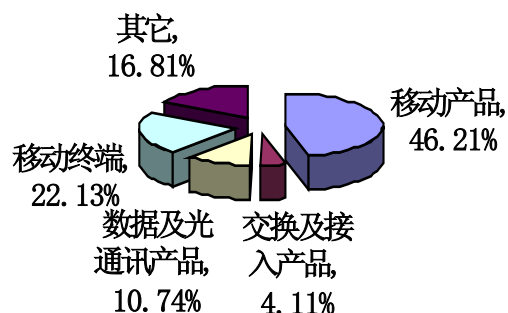
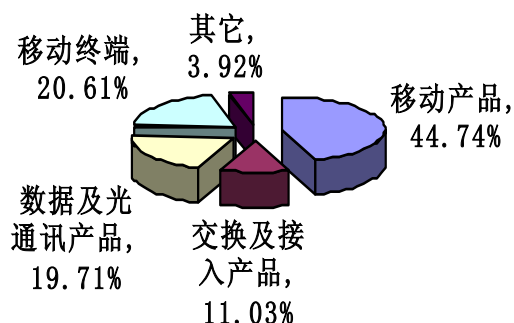
实现主营业务收入 103.3 亿，主营业务利润 37.81 亿，净利润 6.6 亿。

2005 年上半年中兴通讯的合同额为 140 亿，与去年基本持平，但国际订单所占比例由 34 % 上升到 40 %。其中一季度合同额为 43 亿，较去年同期下降近 25 %，但二季度完成签单近 100 亿，高于去年同期的 85 亿。按香港会计准则，2005 年上半年中兴通讯实现主营业务收入 103.3 亿，主营业务利润 37.81 亿，净利润 6.6 亿。而按国内会计准则计算，净利润为 6.88 亿，主要差异在政府资助、退休福利拨备、递延开发成本及摊销商誉科目上。为了海外上市，去年中期报告对公司采用的一系列会计政策进行了变更和调整，所以将今年中期数据与去年按国内会计准则进行比较意义不大。以下不作说明将全部按香港会计准则计算。

从收入构成来看，上半年移动通信产品所占比重达 45.6 %，同比增长 4.5 %。增幅较大的是电信软件（智能网、BOSS）、服务及其它产品（视讯会议、监控及电源、彩信、彩铃等），同比增长达 89.5 %，收入占比也达 11.4 %。电信行业重组的不确定性而引起的资本支出的下滑及市场竞争的日趋激烈导致交换及接入产品收入下降幅度达 44.8 %。而出口及国内市场份额的增加使公司数据及光通信产品收入同比增长也达 29.6 %。移动终端产品收入下降幅度为 15 %，而出货数量为 400 万，与去年基本持平。

图 1：中兴通讯 2005 年第一季度收入构成

图 2：中兴通讯 2005 年第二季度收入构成



上半年主营业务利润率为 36.7 %，与去年同期持平。

从盈利水平来看，上半年主营业务利润率为 36.7 %，与去年同期持平，但要高于去年下半年的 33.25 %。其中移动产品毛利率达 46.41 %，远高于去年同期的 39.04 %，其它产品的毛利率水平都有不同程度的下降，下降幅度较大的是终端及电信软件、服务及其它产品，分别从 21.77 % 及 59.47 % 下降到 15.43 % 及 44.05 %。由于海外业务发展的需要，SG&A

SG&A 占收入的比例由去年的 18.78% 略升到 19.19%。

占收入的比例由去年同期的 18.78% 略升到 19.19%，但远高于去年下半年的 16.93%。我们注意到中兴通讯占 93% 股权的巴基斯坦公司上半年亏损达 1.8 亿。研发费用占比也所有提高，从 10.24% 上升到 11.11%。但财务费用略有下降，从 0.43% 下降到 0.39%。

表 1：中兴通讯主要产品毛利率（单位：百万）

	2004 年上半年			2005 年一季度			2005 年二季度		
	主营业务 收入	主营业务 成本	毛利率	主营业务 收入	主营业务 成本	毛利率	主营业务 收入	主营业务 成本	毛利率
移动产品	4497.5	2741.5	39.04%	1919.5	903.4	52.94%	2778.5	1614.3	41.90%
交换及接入产品	1305.5	580.2	55.56%	473.2	244.3	48.37%	247.4	120.7	51.21%
数据及光通讯产品	1150.5	832.9	27.61%	845.6	564	33.30%	645.7	542.5	15.98%
移动终端	2603.7	2037	21.77%	884.3	776.5	12.19%	1330.3	1096.3	17.59%
电信软件及其它	621.8	252	59.47%	168.1	77.5	53.90%	1010.4	581.9	42.41%

由于会计制度的调整，使得去年上半年按国内会计准则计算的管理费用率明显偏高，可比性不强。但今年上半年管理费用较低的一个原因是 1.18 亿的存货跌价准备的回拨，主要是 PHS 手机。

表 2：中兴通讯主营业务利润率及三项费用率（按国内会计准则计算）

	1H2005	2H2004	1H2004	2Q2005	1Q2005	4Q2004	3Q2004	2Q2004	1Q2004
主营利润率	37.30%	36.21%	36.55%	35.44%	39.91%	32.69%	41.11%	35.10%	39.60%
营业费用率	14.05%	14.79%	11.16%	13.37%	14.99%	14.08%	15.77%	9.72%	14.18%
管理费用率	15.42%	13.94%	20.18%	12.88%	18.98%	10.14%	19.25%	20.11%	20.32%
财务费用率	0.96%	1.66%	0.88%	1.07%	0.81%	1.37%	2.07%	0.80%	1.05%
三项费用率	30.42%	30.39%	32.22%	27.32%	34.78%	25.59%	37.09%	30.63%	35.55%
营业利润率	6.90%	5.86%	4.64%	8.16%	5.15%	7.19%	4.01%	4.66%	4.61%

主要控股子公司中兴软件今年起按 7.5% 计征所得税，上半年公司的税率为 9.11%，较去年的同期的 7.63% 为高。中兴软件去年净利润达 11.7 亿，今年上半年净利润仅 2.04 亿。公司的解释是为了使收益与成本更配比，将母公司先期代垫的研发及营销费用确认为中兴软件的经营费用。

从资产负债表来看，变化较大的科目是应收客户合约工程款从 27.5 亿上升到 43.9 亿而应付客户合约工程款从 23.2 亿下降到 11.1 亿，影响现金流 28.5 亿。今年上半年的营运现金流为 -25.7 亿，可作比较的去年上半年为 -913 万，全年为 12.4 亿。公司将加大回款力度，但对今年的现金流的影响不可避免。

从收入的地区构成来看，中兴通讯上半年海外业务收入达 31.5 亿，同比增长 130.8%。占收入的比例也从去年的 13.4% 上升到 30.6%，与去年下半年基本持平。由于没有按香港

会计准则公布的海外业务成本，按照收益与费用的配比原则，可以参考按国内会计准则给出的数据，海外业务的毛利率比国内高 11.33%。其中非洲毛利率高达 54.8%，亚洲为 40.2%。但海外业务的营销费用率也较高，同时还存在较大的坏帐风险，营业利润与国内基本持平。

表 3：中兴通讯业务收入按地区分布（按国内会计准则计算，单位：百万）

	1H2004		2H2004		1H2005	
	国际	国内	国际	国内	国际	国内
主营收入	2069.8	9704.5	2824.8	8099.1	3147.2	7155.8
主营成本	1040	6398.9	1533.3	5467.9	1725.463	4734.47
毛利率	49.75%	34.06%	45.72%	32.49%	45.17%	33.84%

二、中兴通讯竞争力分析

由于电信行业重组及 3G 牌照发放因素的潜在影响，今年上半年电信投资速度明显放缓。今年上半年电信固定资产投资完成 778.1 亿元，同比下降 12.2%。尤其是 4 月和 5 月，同比下降更达 26.2% 及 24%。中兴通讯今年的合同目标为 450 亿，国内外合同各占一半。考虑到电信运营商的产业结构调整对中兴通讯影响较大，我们保守估计中兴通讯今年合同额为 390 亿，同比增长约 15%。海外订单预计将达 25 亿美元，增长超过 50%，但国内合同额将比去年略有下降，从合同的产品构成来看，今年与去年也将有较大差别。主要增长是 GSM、数据及宽带产品，CDMA、传输略有增长，而交换及接入略有下降，PHS 将有较大幅度下降。

中国移动在 2004 年提出了“目标网”计划，希望通过该计划在 3G 到来之前将 2G 网络将来的功能特征固化下来，在 3G 到来后集中精力发展新网络。中国移动去年在 GSM/GPRS 网络上的投资达 44.46 亿美元，占全部投资的 57%。考虑到 3G 的建设将首先集中到热点地区，其余地区利用 2G 的漫游解决，今年移动对 GSM 的投资将维持去年水平。中国联通目前 GSM 网络容量已经饱和，通话质量较差。为了维护与争取客户，今年计划投资 75.9 亿，比去年增加 18.6%。虽然在联通及移动 GSM 市场份额最大的分别是 Siemens 及 Ericsson，但中兴上半年在中国移动边缘网招标中取得规模性突破。在联通的份额也得到较大提升，海外 GSM 业务进展顺利，尤其在非洲的尼日利亚及阿尔及利亚。

固网运营商的投资重点逐步转入 NGN，在传统交换设备和窄带接入的投资将会有所下降。由于 3G 和 NGN 的影响，中国电信和中国网通将会增加传输及数据设备的投入。当前光通信网络的演进方向正从追逐带宽全面转向能完美承载业务，根据不同的业务类别来确定网络资源提供的级别。光传输网正从通常意义上的支撑网演变成利润丰厚的业

务网。预计今年中国电信传输设备的投资将从去年的 13.7 亿上升到 15.7 亿，而网通的
投资重点将是城域网，投资从去年的 15.9 亿上升到 17.5 亿。由于 IP 业务(尤其是企业
应用)的快速发展，CN2 项目建设，ChinaNet 扩容，IPV6 等因素的推动，中国电信对 IP
网络设备投资将增长 18%，达到 26 亿元。网通将对现有 IP 网络的扩容与整合，投资略
有下降。虽然宽带业务在网通去年 649 亿元的营业收入中仅占 8.2%，但宽带用户增长
145.3%，在新增收入中占到的比例达到 28%。今年的宽带仍是网通发展的重点，预计
投资将不会低于 20 亿。而中国电信的业务重点会放在 IPTV(网络电视)方面，将会继续
把“互联星空”的模式扩大，提升各地电信宽带接入和应用业务的价值。从中兴通讯近期
的公告来看，公司在该类产品市场份额有一定比例上升。6 月 3 日中兴通讯与中国电
信签订 NGN 商用试验网项目合作协议，此商用试验网络将于年内在多个省会级城
市（包括北京、上海及广州等）进行商用试验，并建设软交换迭加网络。虽然是试验网，
短期内不能给公司带来很大收益，但对公司具有重大战略意义。而海外市场，中兴通讯
成为法国电信的战略合作伙伴，在全球 DSLAM 的市场份额也进入三甲。

考虑到 3G 牌照的发放，固网运营商将大幅降低 PHS 的投资。重点放在现有网络的
优化上，新增网络容量预计将从去年的 2900 万下降到 1500 万。并通过发展增值业务来
吸引用户，提高现有网络的实装率。如果固网运营商收购或租赁联通的 GSM 网，将会
加速收缩小灵通业务的投资。但电信业的重组最快也在年底，对今年基本不会有影响。
同时注意到近期 PHS 用户的高速增长，而 3G 牌照的发放迟迟没有定论，固网运营商在
PHS 上的投资可能将会超过我们原来的预期 40 亿达到 57 亿。但比去年的 110 亿，下
降幅度仍然较大。中兴通讯在 PHS 市场份额为 40%，仅次于 UTstarcom。

联通 CDMA 网络经过三期建设，总投资额 940 亿，网络容量已经达到 7000 万，但
目前实际用户仅 3100 万。今年联通对 C 网的投资主要将围绕网络调整、优化资源展开。
在不考虑联通分拆的前提下，CDMA 网络设备今年的总体投资将大幅下降。即使今年底
3G 牌照发放，大部分 1X 网络也不会马上升级到 EV DO，即使升级，投资也不会很大。
虽然联通集团今年 CDMA 投资计划为 200 亿，但绝大部分是去年在建工程（3.2 期）的
结算，新增合同不多。但我们认为海外将足以弥补国内的下降，CDMA 总合同额有望超
过去年。据了解目前中兴海外订单中近 60% 是 CDMA 及相关产品，而且商务条款较好。

预计今年中兴通讯主营业务
收入将达 248 亿

预计今年中兴通讯主营业务收入将达 248 亿，按香港会计准则，增长约 17%。从收入
的产品构成来看，增长比例最高的是 GSM，这部分基数较小。而 CDMA 增长的绝对额最
高，主要是海外订单的实现及联通 CDMA 借债结算给公司带来的收入。从收入的地区构成
来看，由于海外业务的执行周期较长，一般当年完成不超过 15%，而明年可以确认也仅占
30-40%，部分大额合同执行期甚至超过三年（当然还有小部分无效合同）。中兴通讯前年
海外合同 50 亿，去年 136 亿，今年预计将超过 200 亿。去年中兴通讯的国际销售额超过
45 亿元，占主营业务收入的 21.6%。今年海外业务占主营业务收入的比例有望达到 32%，
包括 2003 年合同执行所实现的收入 10 亿，去年的 40 亿及今年的 30 亿。但海外业务也存
在较大风险，这里引用一下上海贝尔阿尔卡特 CEO 狄加对华为海外市场的评价：“一方面，

我也知道他们经常公布一些大的项目，但是真正能实现的可能是很少的一部分。另外，他们自称不是低价竞争策略，但是实际上并不是这样，他们进入很多市场都是采取免费赠送和非常低价的方式，对于这一点，ASB 拥有的成本优势使我们可以采取同样的策略。据我所知，他们目前在发展中国家的合作伙伴都是那些新的和小的运营商。这些运营商自身的经营状况并不好，这点对于华为来说有很大的风险。这种单子，要我做，我肯定不会做，因为我即使做了，将来肯定一分钱也拿不到。要进入发达国家是华为等目前重要的目标，他们要做到这一点，投入会十分巨大。这样，他们的成本优势就会丢失。这样，华为全球架构和阿尔卡特将差不多一样。华为之前的成功在于产品价格低，集权式管理，而在华为进入国际市场后，市场分散，就自然面临一个及时决策的问题，这对华为将是一个严峻考验。集权则决策不够灵活，信息反映慢，分权则容易失控。”可能对中兴有也借鉴意义。

表4：中兴通讯收入预测并与华为的比较（单位：百万美元）

		华为 2004	中兴 2004	中兴 2005E	增长
无线产品	GSM	745	124	380	206.45%
	CDMA	335	265	540	103.77%
	PAS		679	370	-45.51%
	TOTAL	1080	1068	1290	20.79%
固网产品		1011	314	280	-10.83%
软件及解决方案		478	179	330	84.36%
光通信产品		660	140	220	57.14%
数通产品		439	142	260	83.10%
终端产品	GSM		189	230	21.69%
	CDMA	54	116	110	-5.17%
	PAS		312	230	-26.28%
	FWT	178	110	110	0.00%
	TOTAL	232	727	680	-6.46%

由于海外业务拓展需要及人员的大幅增加，SG&A费用将有较大幅度提高，中兴已经注意到费用的上升，并采取了相应措施进行调节，公司管理层希望费用增速低于收入的增速，即费用率有所下降。我们认为营业费用增长较为刚性，但管理费用有一定可调性，应收帐款的回收及减值准备的回拨还将冲减部分管理费用。海外业务较高毛利率可以部分抵销营业费用的上升，营业利润率压力不是很大。

按香港会计原则计划今年上半年所得税率为9.11%，高于去年全年的7.23%，预计全年税率在9%左右。税率提升的原因主要是控股子公司中兴软件的“两免”税收优惠期结束，从今年开始征收7.5%的所得税。由于两地会计政策的不同，今年中期净利润分别为6.88及6.6亿，差别已经不大。从全年来看，公司本着谨慎的原则，将逐步减少研发成本的资本化，净利润差异将保持在5%以内。我们预测按两地会计准则计算的净利润将分别为14.22及13.82亿，每股收益为1.48及1.44元，国内要略高于香港。

预计全年净利润 14.22 亿，
每股收益为 1.48 元

表5：与国际主要电信设备制造商比较

单位：百万	NOKIA (欧元)		ERICSSON (瑞士克朗)		MOTOROLA (美元)		中兴通讯 (人民币)	
	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003
销售收入	29,267	29,455	131,972	117,738	31,323	23,155	21,220	17,036
销售成本	-18,133	-17,237	-70,864	-78,901	-20,826	-15,588	-13,814	-11,226
研发费用	-3,733	-3,760	-20,861	-27,136	-3,060	-2,799	-2,265	-2,265
营销及管理费用	-3,123	-3,363	-16,244	-23,877	-4,209	-3,529	-3,786	-2,851
净利润	3,207	3,592	19,024	-10,844	1,532	893	1,272	1,028
股东权益	14,238	15,148	77,299	60,481	13,331	12,689	9,217	4,600
流动资产	19,508	20,083	136,886	129,755	21,082	17,856	18,639	14,307
存货	1,305	1,169	14,003	10,965	2,546	2,099	1,725	1,323
流动负债	7,969	8,280	45,705	53,752	10,573	9,381	10,121	10,773
股东权益及负债	22,669	23,920	183,040	182,372	30,889	32,046	20,364	15,630
毛利率	38.04%	41.48%	46.30%	32.99%	33.51%	32.68%	36.38%	36.74%
研发费用占收入比例	12.75%	12.77%	15.81%	23.05%	9.77%	12.09%	10.67%	13.30%
营销及管理费用占收入比例	10.67%	11.42%	12.31%	20.28%	13.44%	15.24%	17.84%	16.74%
净利率	10.96%	12.19%	14.42%	-9.21%	4.89%	3.86%	4.44%	4.69%
净资产收益率	22.52%	23.71%	24.61%	-17.93%	11.49%	7.04%	11.00%	15.82%
流动比率	244.80%	242.55%	299.50%	241.40%	199.39%	190.34%	186.00%	138.00%
速动比率	228.42%	228.43%	268.86%	221.00%	175.31%	167.97%	140.00%	91.00%
资产负债比率	37.19%	36.67%	57.77%	66.84%	56.84%	60.40%	53.77%	68.53%

目前中兴通讯收入及利润绝对额与国际主要电信设备制造商差距仍然较大，但毛利率基本一致。从费用占收入的比例来，爱立信研发费用率最高，而中兴通讯营销及管理费用率处于较高水平。这是处于快速上升期的企业必然出现的，但也预示存在一定的改进空间。中兴通讯的流动性比标相对较低，但仍处于合理范围。

三、估值及推荐

按 DCF 方法估值，中兴通讯为 28.34 元，其中 WACC 取 11.77%，长期增长率 3%

通过自由现金流折现的方法，中兴通讯的合理定价为 28.34 元。基本假设：无风险收益率 3.6%，风险溢价 8%， β 为 1.3。债务成本 5.58%，负债比为 20%，税率为 8.8%。WACC 为 11.77%，长期增长率为 3%。

表 6：中兴通讯现金流量模型（按国内会计原则）

单位：百万

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
EBIT	1430.00	1566.75	1896.29	2060.30	2251.47	2379.27
EBIAT	1220.46	1551.22	1908.95	2281.79	2561.75	2866.64
+ 折旧摊销	375.85	447.86	525.69	611.73	703.98	802.23
+ (Inc)/Dec OWC	(1277.40)	(3185.24)	(1560.41)	(262.03)	(663.84)	(780.02)
- 资本支出	567.40	558.38	632.44	683.97	727.48	775.75
+ 坏帐准备增加	1038.70	224.45	246.44	170.27	146.19	162.08
自由现金流	790.21	(1520.09)	488.23	2117.79	2020.60	2275.18
自由现金流现值	790.2	-1360.0	390.8	1516.6	1294.6	1304.2

现金流总现值	终值贴现	企业价值	净现金	少数股东权益	股权价值	估值
5315.7	16193.6	21509.2	6150.3	464.7	27194.8	28.34

考虑到折现率和长期增长率对估值的影响比较大，我们进行了敏感性分析。

表 7：中兴通讯估值敏感性分析

	长期增长率					
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	
WACC	28.34	24.15	24.85	25.61	26.46	27.40
	12.77%	25.25	26.03	26.90	27.87	28.95
	11.77%	26.47	27.36	28.34	29.45	30.70
	11.27%	27.82	28.83	29.97	31.24	32.70
	10.77%	29.34	30.49	31.80	33.29	34.99

8 月 24 日中兴通讯收市价为 25.94 元，以去年利润计算，目前中兴通讯的 A 股市盈率为 24.7 倍，以 H 股计算 PE 为 19.5 倍。爱立信、摩托罗拉及诺基亚分别为 24、28 及 14 倍。以今年业绩预测计算，PE 为 17.5 倍，三家国际电信设备制造商分别为 16、16 及 14 倍（资料来自 YAHOO 财经）。我们认为目前中兴通讯 A 股定价偏低，主要原因可能是投资者担心中兴通讯在国内面临电信行业重组引起的资本开支推迟、在海外市场面对华为的激烈竞争，短期有一定调整压力。但我们相信不久的将来，国内 3G、NGN 投资的启动以及中兴在国际市场布局完成，公司将迎来新一轮快速增长。

维持“谨慎推荐”评级，建议投资者重点关注。

国内 3G、NGN 投资的启动以及中兴在国际市场布局完成，公司将迎来新一轮快速增长

表 8：中兴通讯主要预测（按国内会计原则 单位：百万）

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E	利润表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	7598.2	5339.3	5257.2	6748.9	主营业务收入	22698.1	24825.5	29762.7	33197.9
应收帐款净额	3652.5	3672.8	4403.2	4911.5	减：主营业务成本	14369.1	15701.8	18472.9	20437.8
其它应收款净额	257.6	183.3	183.3	182.8	主营业务利润	8258.1	9024.4	11170.8	12627.3
存货净额	4643.8	5750.5	6765.8	7474.1	营业费用	2929.1	3351.4	4018.0	4481.7
流动资产合计	18556.0	17733.6	20580.8	23264.3	管理费用	3899.0	3972.1	5059.7	5643.6
固定资产合计	1837.5	2043.1	2144.9	2212.2	财务费用	284.9	240.8	280.5	298.4
资产总计	20849.9	20226.9	23252.9	26080.2	营业利润	1186.4	1460.1	1812.6	2203.6
短期借款	405.7	248.3	297.6	332.0	营业外收入	18.0	49.7	59.5	66.4
应付帐款	2919.5	2716.5	3196.1	3530.7	减：营业外支出	160.6	111.7	133.9	149.4
预收帐款	2630.7	1489.5	1785.8	1991.9	利润总额	1418.8	1841.5	2314.7	2783.6
应付票据	1422.4	1372.9	1615.2	1784.3	减：所得税	207.9	162.1	203.7	245.0
其它应付款	698.7	7845.5	7882.0	8071.0	净利润	1008.9	1421.7	1786.9	2148.9
流动负债合计	9958.3	8309.6	9974.4	11108.8					
长期负债合计	1252.6	1232.6	1212.6	1192.6	财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
负债合计	11210.9	9542.2	11187.0	12301.4	盈利能力				
少数股东权益	464.7	472.5	546.6	686.3	销售毛利率	36.38%	36.35%	37.53%	38.04%
股本	959.5	959.5	959.5	959.5	销售净利率	4.44%	5.73%	6.00%	6.47%
资本公积金	5491.7	5491.7	5491.7	5491.7	净资产收益率	11.00%	13.92%	15.51%	16.41%
股东权益合计	9174.3	10212.2	11519.4	13092.6	负债能力				
负债股东权益合计	20849.9	20226.9	23252.9	26080.2	流动比率	1.86	2.13	2.06	2.09
					速动比率	1.40	1.44	1.39	1.42
					资产负债比率	53.77%	47.18%	48.11%	47.17%
现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E	现金流量				
经营活动现金流量净额	1622.7	-651.6	1561.3	3315.3	每股经营现金流	1.69	-0.68	1.63	3.46
投资活动现金流量净额	-604.3	-588.4	-662.4	-714.0	净利润现金含量	1.61	-0.46	0.87	1.54
筹资活动现金流量净额	2714.7	-1018.9	-980.9	-1109.7	营运能力				
现金期末余额	7518.1	5339.3	5257.2	6748.9	应收账款周转率	66	60	60	60
现金期初余额	3785.0	7598.2	5339.3	5257.2	存货周转率	141	160	160	160
现金净增加额	3733.1	-2258.9	-82.1	1491.7	发展能力				
					主营业务收入增长率	41.54%	9.37%	19.89%	11.54%
					净利润增长率	34.07%	40.91%	25.69%	20.26%
					净资产增长率	92.82%	11.31%	12.80%	13.66%
					总资产增长率	31.48%	-2.99%	14.96%	12.16%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ± 10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开数据，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。本报告版权归招商证券所有。