



2009年2月6日

推荐

通讯设备及服务

中金公司研究部

分析员: 李源 lilisa@cicc.com.cn

赵苏 zhaosu@cicc.com.cn

联系人: 邱爽 qius@cicc.com.cn

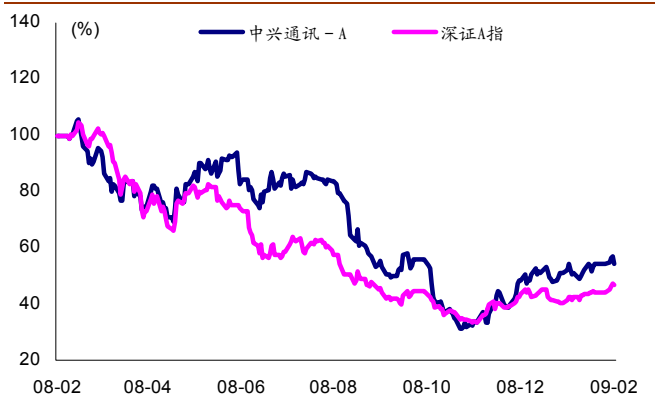
中兴通讯(000063/28.95 元)

08年业绩预览, 下调预测

主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	23,214.6	34,777.2	45,540.2	56,701.5	67,354.7
(+/-%)	7.6%	49.8%	30.9%	24.5%	18.8%
主营业务利润	7,830.1	11,492.4	14,859.8	17,879.2	20,883.6
(+/-%)	4.0%	46.8%	29.3%	20.3%	16.8%
营业利润	398.1	1,000.8	1,306.5	1,868.7	2,228.1
(+/-%)	-63.6%	151.4%	30.6%	43.0%	19.2%
净利润	767.0	1,252.2	1,656.5	2,243.5	2,690.5
(+/-%)	-35.8%	63.3%	32.3%	35.4%	19.9%
每股收益(元)	0.57	0.93	1.23	1.67	2.00
(+/-%)	-35.8%	63.3%	32.3%	35.4%	19.9%
市盈率(倍)	50.7	31.1	23.5	17.3	14.5
每股收益(不含激励成本,元)	0.57	1.16	1.46	1.82	2.15
市盈率(不含激励成本,倍)	50.7	25.0	19.9	15.9	13.5
市净率(倍)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2
净资产收益率(%)	7.1%	10.3%	12.3%	14.7%	15.4%
投入资本回报率(%)	9.1%	11.5%	16.1%	18.6%	19.3%
股息收益率(%)	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%
H股					
股票代码	763.HK			000063.CH	
当前股价	港币23.85			人民币28.95	
日成交量(百万股)	4.69			17.6	
52周最高价/最低价	港币41.80/10.00			人民币57.00/15.50	
总市值(百万人民币/港币)	港币42,097			人民币37,113	
发行股数(百万股)	224			1343	
其中:流通股(百万股)	224			1342	
主要股东(持股比例)					
深圳市中兴新通讯设备有限公司(35.25%)					

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

预计 08 年每股收益 1.23 元, 同比增长 32.3%, 较原预期下调 6.5%。预计收入 455.4 亿元, 同比增长 30.9%; 毛利率基本与 07 年保持平稳达到 33.4%; 调高资产减值的预期至 7 亿元。但预计 08 年公司现金流情况将有较大的改观。

小幅下调 08 年销售收入至 455.4 亿元。国内业务由于重组及 3G 发牌进度的因素, 三张移动网络的集采正式签单均有所推迟, 部分项目不能在当年完全确认销售收入。如: 中国联通的 WCDMA 项目并未在 08 年启动; 中国电信的 CDMA 项目也不一定能在 08 年全额计入收入。

后续竞争稍缓, 毛利率略超预期。我们原预计由于网络招标竞争激烈, 公司毛利率将有所下降; 但实际由于海外厂商面临的经营压力较大, 北电及摩托罗拉均出现较大问题, 竞争对手的减少使行业竞争压力有所缓解, 特别是在市场份额已基本划分完毕的光通讯及固网产品上, 毛利率同比有一定回升。另外, 部分海外项目如埃塞俄比亚项目利润率较高, 也对公司稳定毛利率带来一定支撑。因此我们预计公司 08 年毛利率将可能基本与 07 年保持平稳。

调高对资产减值的预期, 但预计现金流在 08 年将转正。出于保守的原则, 公司将可能继续加大坏账的拨备, 因此我们相应调高资产减值的预期至 7 亿元。但由于公司加快项目收款, 同时预期也相应增加了部分保理业务, 因此 08 年经营性现金流将转正并有大幅改善。

相应下调 2009 及 2010 年的盈利预测。根据对公司经营情况的分析, 我们分别下调公司 2009 年~2010 年的盈利预测 10.1%和 7.4%至人民币 1.67 元和 2.00 元, 剔除激励成本为人民币 1.82 元和 2.15 元, 其中主要①分别下调收入 4.4%和 5.4%, 主要是考虑到全球宏观经济情况调低海外签单增速; ②而毛利率分别上调 0.2 个百分点; ③考虑到公司海外业务占比加大, 公司出于保守原则将可能加大坏账的拨备, 我们相应调高资产减值准备。

维持“推荐”投资评级。调整后中兴通讯 A 股 08 年~2010 年市盈率为 23.5 倍、17.3 倍和 14.5 倍; H 股市盈率分别为 16.6 倍、12.6 倍和 10.8 倍。

我们认为中兴通讯 A 股在 09 年第 1 季度仍会有较好的表现, 但从估值角度 H 股吸引力相应更大。从未来影响股价表现的消息面因素看主要有以下几点值得投资者关注:

- ① 09 年第 1 季度业绩同比增长可能较高，主要原因是：首先，由于中国电信的 CDMA 项目将有可能跨年度确认收入；其次，新联通的 W 网 1 季度将有可能确认部分收入；另外，去年的业绩基数较低。
- ② 国际通讯展会等：2 月中旬世界通讯展将在巴塞罗纳举办，对本次展会公司非常重视，不排除在此期间有订单公布的可能。另外，每年 3-4 月之间公司将举办全球分析师大会。

- ③ 中移动 GSM、TD 网络及中电信 CDMA 网络招标活动将逐步启动。就这三大项目来看，我们认为中兴通讯在中移动 G 网招标中至少能维持原有市场份额；在 TD 网招标中将可能继续保持单独竞标第一位（但如按各个体系，如大唐系等看，中兴将可能居第二位）；但在中电信 CDMA 网络招标中能否保持市场第一位会有不确定性（主要由于 08 年华为以超低价占据了较大部分的沿海地区）。

表 1：中兴通讯盈利预测调整表（A 股）

(百万人民币)	2008E			2009E			2010E		
	原预测	现预测	变动率%	原预测	现预测	变动率%	原预测	现预测	变动率%
主营业务收入	46,306.1	45,540.2	-1.7%	59,293.0	56,701.5	-4.4%	71,166.5	67,354.7	-5.4%
增长率	33.2%	30.9%	-2.2%	28.0%	24.5%	-3.5%	20.0%	18.8%	-1.2%
无线通信产品	20,476	18,575	-9.3%	29,151	24,218	-16.9%	34,891	28,954	-17.0%
交换及接入产品	3,382	3,870	14.4%	1,668	2,796	67.7%	1,465	2,742	87.1%
数据及光通信产品	7,236	7,745	7.0%	8,318	7,964	-4.3%	9,865	9,788	-0.8%
移动终端	9,891	9,891	0.0%	12,741	13,433	5.4%	16,879	17,727	5.0%
通信软件及其他	5,320	5,459	2.6%	7,415	8,290	11.8%	8,067	8,143	1.0%
主营业务成本	(31,123.4)	(30,316.1)	-2.6%	(40,223.6)	(38,368.7)	-4.6%	(48,646.2)	(45,932.3)	-5.6%
主营业务税金及附加	(370.4)	(364.3)	-1.7%	(474.3)	(453.6)	-4.4%	(569.3)	(538.8)	-5.4%
占主营业务收入%	0.8%	0.8%	0.0%	0.8%	0.8%	0.0%	0.8%	0.8%	0.0%
主营业务利润	14,812.3	14,859.8	0.3%	18,595.1	17,879.2	-3.8%	21,951.0	20,883.6	-4.9%
毛利率%	32.8%	33.4%	0.6%	32.2%	32.3%	0.2%	31.6%	31.8%	0.2%
费用	(13,329.3)	(13,523.2)	1.5%	(16,396.9)	(15,980.5)	-2.5%	(19,461.2)	(18,625.5)	-4.3%
费用率	28.8%	29.7%	0.9%	27.7%	28.2%	0.5%	27.3%	27.7%	0.3%
增长率	25.0%	26.8%	1.8%	23.0%	18.2%	-4.8%	18.7%	16.6%	-2.1%
营业费用	(5,385.2)	(5,385.2)	0.0%	(6,698.7)	(6,215.5)	-7.2%	(7,961.1)	(7,307.1)	-8.2%
营业费用率	11.6%	11.8%	0.2%	11.3%	11.0%	-0.3%	11.2%	10.8%	-0.3%
管理费用	(2,092.2)	(2,086.2)	-0.3%	(2,497.2)	(2,363.9)	-5.3%	(2,880.7)	(2,690.4)	-6.6%
管理费用率	4.5%	4.6%	0.1%	4.2%	4.2%	0.0%	4.0%	4.0%	-0.1%
研发费用	(4,316.6)	(4,316.6)	0.0%	(5,577.4)	(5,577.4)	0.0%	(6,855.4)	(6,764.0)	-1.3%
研发费用率	9.3%	9.5%	0.2%	9.4%	9.8%	0.4%	9.6%	10.0%	0.4%
财务费用	(1,035.2)	(1,035.2)	0.0%	(1,123.7)	(1,123.7)	0.0%	(1,164.0)	(1,164.0)	0.0%
财务费用率	2.2%	2.3%	0.0%	1.9%	2.0%	0.1%	1.6%	1.7%	0.1%
资产减值损失	(500.0)	(700.0)	40.0%	(500.0)	(700.0)	40.0%	(600.0)	(700.0)	16.7%
公允价值变动收益	(150.0)	(150.0)	0.0%	(150.0)	(150.0)	0.0%	(150.0)	(150.0)	0.0%
投资收益	120.0	120.0	0.0%	120.0	120.0	0.0%	120.0	120.0	0.0%
营业利润	1,453.0	1,306.5	-10.1%	2,168.2	1,868.7	-13.8%	2,459.8	2,228.1	-9.4%
营业利润率	3.1%	2.9%	-0.3%	3.7%	3.3%	-0.4%	3.5%	3.3%	-0.1%
营业外收入	1,140	1,122	-1.6%	1,454	1,392	-4.3%	1,741	1,666	-4.3%
营业外支出	(80.0)	(80.0)	0.0%	(80.0)	(80.0)	0.0%	(80.0)	(80.0)	0.0%
营业外收支净额	1,060.3	1,041.8	-1.7%	1,374.5	1,311.8	-4.6%	1,661.4	1,586.1	-4.5%
税前利润	2,513.3	2,348.3	-6.6%	3,542.6	3,180.5	-10.2%	4,121.2	3,814.3	-7.4%
占主营业务收入%	5.4%	5.2%	-0.3%	6.0%	5.6%	-0.4%	5.8%	5.7%	-0.1%
所得税	(440.1)	(410.9)	-6.6%	(623.5)	(556.6)	-10.7%	(724.7)	(667.5)	-7.9%
有效税率	17.5%	17.5%	0.0%	17.6%	17.5%	-0.1%	17.6%	17.5%	-0.1%
少数股东损益	(300.6)	(280.9)	-6.5%	(423.3)	(380.5)	-10.1%	(492.5)	(456.3)	-7.4%
净利润	1,772.6	1,656.5	-6.5%	2,495.9	2,243.5	-10.1%	2,904.0	2,690.5	-7.4%
净利率	3.8%	3.6%	-0.2%	4.2%	4.0%	-0.3%	4.1%	4.0%	-0.1%
每股收益	1.32	1.23	-6.5%	1.86	1.67	-10.1%	2.16	2.00	-7.4%
经营性净利润（剔除激励成本）	2,075.1	1,957.5	-5.7%	2,713.7	2,444.1	-9.9%	3,121.8	2,891.2	-7.4%
经营性净利率	4.5%	4.3%	-0.2%	4.6%	4.3%	-0.3%	4.4%	4.3%	-0.1%
除激励成本收益（人民币元）	1.54	1.46	-5.7%	2.02	1.82	-9.9%	2.32	2.15	-7.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 2：中兴通讯盈利预测调整表（H 股）

(百万人民币)	2008E			2009E			2010E		
	原预测	现预测	变动率%	原预测	现预测	变动率%	原预测	现预测	变动率%
主营业务收入	46,306.1	45,539.4	-1.7%	59,293.0	56,701.5	-4.4%	71,166.5	67,354.7	-5.4%
无线通信产品	20,475.8	18,575.3	-9.3%	29,151.2	24,218.0	-16.9%	34,890.6	28,953.8	-17.0%
交换及接入产品	3,382.5	3,870.4	14.4%	1,667.8	2,796.5	67.7%	1,465.5	2,741.9	87.1%
数据及光通信产品	7,236.0	7,743.8	7.0%	8,318.1	7,964.1	-4.3%	9,864.9	9,788.4	-0.8%
移动终端	9,891.4	9,891.4	0.0%	12,740.9	13,432.8	5.4%	16,878.8	17,727.3	5.0%
通信软件及其他	5,320.4	5,458.6	2.6%	7,414.9	8,290.2	11.8%	8,066.8	8,143.4	1.0%
主营业务成本	(31,303.0)	(30,491.0)	-2.6%	(40,466.9)	(38,602.2)	-4.6%	(48,934.1)	(46,216.0)	-5.6%
毛利	15,003.1	15,048.4	0.3%	18,826.1	18,099.3	-3.9%	22,232.3	21,138.7	-4.9%
毛利率	32.4%	33.0%	0.6%	31.8%	31.9%	0.2%	31.2%	31.4%	0.1%
其他业务收入	159.8	-52.6	-132.9%	370.1	128.2	-65.4%	462.0	317.3	-31.3%
费用	(7,297.8)	(7,296.0)	0.0%	(8,952.5)	(8,345.9)	-6.8%	(10,553.8)	(9,713.8)	-8.0%
营业费用率	15.8%	16.0%	0.3%	15.1%	14.7%	-0.4%	14.8%	14.4%	-0.4%
营业费用	(5,385.2)	(5,385.2)	0.0%	(6,698.7)	(6,215.5)	-7.2%	(7,961.1)	(7,307.1)	-8.2%
营业费用率	11.6%	11.8%	0.2%	11.3%	11.0%	-0.3%	11.2%	10.8%	-0.3%
管理费	(1,912.6)	(1,910.8)	-0.1%	(2,253.9)	(2,130.4)	-5.5%	(2,592.8)	(2,406.7)	-7.2%
管理费用率	4.1%	4.2%	0.1%	3.8%	3.8%	0.0%	3.6%	3.6%	-0.1%
研发费	(4,316.6)	(4,316.6)	0.0%	(5,577.4)	(5,577.4)	0.0%	(6,855.4)	(6,764.0)	-1.3%
研发费用率	9.3%	9.5%	0.2%	9.4%	9.8%	0.4%	9.6%	10.0%	0.4%
经营利润	3,548.5	3,383.2	-4.7%	4,666.3	4,304.2	-7.8%	5,285.2	4,978.3	-5.8%
经营利润率	7.7%	7.4%	-0.2%	7.9%	7.6%	-0.3%	7.4%	7.4%	0.0%
所得税	(439.8)	(410.9)	-6.6%	(620.0)	(556.6)	-10.2%	(721.2)	(667.5)	-7.4%
净利润	1,772.9	1,656.2	-6.6%	2,499.4	2,243.5	-10.2%	2,907.5	2,690.5	-7.5%
净利率	3.8%	3.6%	-0.2%	4.2%	4.0%	-0.3%	4.1%	4.0%	-0.1%
每股收益（人民币）	1.32	1.23	-6.6%	1.86	1.67	-10.2%	2.16	2.00	-7.5%
每股收益（港币）	1.53	1.43	-6.6%	2.11	1.90	-10.2%	2.38	2.20	-7.5%
除激励成本每股收益（人民币）	1.54	1.46	-5.7%	2.02	1.82	-10.0%	2.33	2.15	-7.5%
除激励成本每股收益（港币）	1.80	1.69	-5.7%	2.30	2.07	-9.9%	2.55	2.37	-7.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 3：中兴通讯盈利预测（A 股）

（百万人民币）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	23,214.6	34,777.2	45,540.2	56,701.5	67,354.7	49.8%	30.9%	24.5%	18.8%
增长率	7.6%	49.8%	30.9%	24.5%	18.8%	42.2%	-18.9%	-6.4%	-5.7%
无线通信产品	9,186.9	14,851.5	18,575.3	24,218.0	28,953.8	61.7%	25.1%	30.4%	19.6%
交换及接入产品	2,279.4	1,350.1	3,870.4	2,796.5	2,741.9	-40.8%	186.7%	-27.7%	-2.0%
数据及光通信产品	3,874.6	6,365.9	7,744.6	7,964.1	9,788.4	64.3%	21.7%	2.8%	22.9%
移动终端	4,519.5	7,645.1	9,891.4	13,432.8	17,727.3	69.2%	29.4%	35.8%	32.0%
通信软件及其他	3,354.1	4,564.6	5,458.6	8,290.2	8,143.4	36.1%	19.6%	51.9%	-1.8%
主营业务成本	(15,273.1)	(23,004.5)	(30,316.1)	(38,368.7)	(45,932.3)	50.6%	31.8%	26.6%	19.7%
主营业务税金及附加	(111.4)	(280.3)	(364.3)	(453.6)	(538.8)	151.7%	30.0%	24.5%	18.8%
占主营业务收入 %	0.48%	0.81%	0.80%	0.80%	0.80%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	7,830.1	11,492.4	14,859.8	17,879.2	20,883.6	46.8%	29.3%	20.3%	16.8%
毛利率 %	34.2%	33.9%	33.4%	32.3%	31.8%	-0.4%	-0.4%	-1.1%	-0.5%
费用	(7,480.4)	(10,666.6)	(13,523.2)	(15,980.5)	(18,625.5)	42.6%	26.8%	18.2%	16.6%
费用率	32.2%	30.7%	29.7%	28.2%	27.7%	-1.6%	-1.0%	-1.5%	-0.5%
增长率	285.8%	44.3%	26.8%	18.2%	16.6%	-241.4%	-17.6%	-8.6%	-1.6%
营业费用	(3,140.1)	(4,395.1)	(5,385.2)	(6,215.5)	(7,307.1)	40.0%	22.5%	15.4%	17.6%
营业费用率	13.5%	12.6%	11.8%	11.0%	10.8%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-0.1%
管理费用	1,588.0	(1,777.6)	(2,086.2)	(2,363.9)	(2,690.4)	-211.9%	17.4%	13.3%	13.8%
管理费用率	-6.8%	5.1%	4.6%	4.2%	4.0%	12.0%	-0.5%	-0.4%	-0.2%
研发费用	(2,832.7)	(3,210.4)	(4,316.6)	(5,577.4)	(6,764.0)	13.3%	34.5%	29.2%	21.3%
研发费用率	12.2%	9.2%	9.5%	9.8%	10.0%	-3.0%	0.2%	0.4%	0.2%
财务费用	(239.6)	(494.4)	(1,035.2)	(1,123.7)	(1,164.0)	106.3%	109.4%	8.5%	3.6%
财务费用率	1.0%	1.4%	2.3%	2.0%	1.7%	0.4%	0.9%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	(23.3)	(789.1)	(700.0)	(700.0)	(700.0)	n.a.	-11.3%	0.0%	0.0%
公允价值变动收益	16.6	115.6	(150.0)	(150.0)	(150.0)	n.a.	-229.8%	0.0%	0.0%
投资收益	31.8	59.4	120.0	120.0	120.0	86.6%	101.9%	0.0%	0.0%
营业利润	398.1	1,000.8	1,306.5	1,868.7	2,228.1	151.4%	30.6%	43.0%	19.2%
营业利润率	1.7%	2.9%	2.9%	3.3%	3.3%	1.2%	0.0%	0.4%	0.0%
营业外收入	658.7	906.1	1,121.8	1,391.8	1,666.1	37.6%	23.8%	24.1%	19.7%
营业外支出	(26.2)	(179.2)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	585.0%	-55.3%	0.0%	0.0%
营业外收支净额	632.6	727.0	1,041.8	1,311.8	1,586.1	14.9%	43.3%	25.9%	20.9%
税前利润	1,030.7	1,727.7	2,348.3	3,180.5	3,814.3	67.6%	35.9%	35.4%	19.9%
占主营业务收入 %	4.4%	5.0%	5.2%	5.6%	5.7%	0.5%	0.2%	0.5%	0.1%
所得税	(127.1)	(276.3)	(410.9)	(556.6)	(667.5)	117.4%	48.7%	35.5%	19.9%
有效税率	12.3%	16.0%	17.5%	17.5%	17.5%	3.7%	1.5%	0.0%	0.0%
少数股东损益	(136.6)	(199.3)	(280.9)	(380.5)	(456.3)	45.9%	41.0%	35.4%	19.9%
净利润	767.0	1,252.2	1,656.5	2,243.5	2,690.5	63.3%	32.3%	35.4%	19.9%
净利率	3.3%	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.0%
每股收益	0.57	0.93	1.23	1.67	2.00	63.3%	32.3%	35.4%	19.9%
经营性净利润（剔除激励成本）	767.0	1,553.2	1,957.5	2,444.1	2,891.2	102.5%	26.0%	24.9%	18.3%
经营性净利率	3.3%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	1.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
除激励成本收益（人民币元）	0.57	1.16	1.46	1.82	2.15	102.5%	26.0%	24.9%	18.3%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

表 4：中兴通讯盈利预测（H 股）

（百万人民币）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	23,214.6	34,777.2	45,539.4	56,701.5	67,354.7	49.8%	30.9%	24.5%	18.8%
无线通信产品	9,186.9	14,851.5	18,575.3	24,218.0	28,953.8	61.7%	25.1%	30.4%	19.6%
交换及接入产品	2,279.4	1,350.1	3,870.4	2,796.5	2,741.9	-40.8%	186.7%	-27.7%	-2.0%
数据及光通信产品	3,874.7	6,365.9	7,743.8	7,964.1	9,788.4	64.3%	21.6%	2.8%	22.9%
移动终端	4,519.5	7,645.1	9,891.4	13,432.8	17,727.3	69.2%	29.4%	35.8%	32.0%
通信软件及其他	3,171.2	4,564.6	5,458.6	8,290.2	8,143.4	43.9%	19.6%	51.9%	-1.8%
主营业务成本	(15,365.9)	(23,415.0)	(30,491.0)	(38,602.2)	(46,216.0)	52.4%	30.2%	26.6%	19.7%
毛利	7,848.7	11,362.1	15,048.4	18,099.3	21,138.7	44.8%	32.4%	20.3%	16.8%
毛利率	33.8%	32.7%	33.0%	31.9%	31.4%	-1.1%	0.4%	-1.1%	-0.5%
其他业务收入	533.2	129.8	-52.6	128.2	317.3	-75.7%	-140.5%	-343.9%	147.6%
费用	(4,372.3)	(6,249.8)	(7,296.0)	(8,345.9)	(9,713.8)	42.9%	16.7%	14.4%	16.4%
营业费用率	18.8%	18.0%	16.0%	14.7%	14.4%	-0.9%	-1.9%	-1.3%	-0.3%
营业费用	(3,274.7)	(4,531.5)	(5,385.2)	(6,215.5)	(7,307.1)	38.4%	18.8%	15.4%	17.6%
营业费用率	14.1%	13.0%	11.8%	11.0%	10.8%	-1.1%	-1.2%	-0.9%	-0.1%
管理费	(1,097.6)	(1,718.2)	(1,910.8)	(2,130.4)	(2,406.7)	56.5%	11.2%	11.5%	13.0%
管理费用率	4.7%	4.9%	4.2%	3.8%	3.6%	0.2%	-0.7%	-0.4%	-0.2%
研发费	(2,832.7)	(3,210.4)	(4,316.6)	(5,577.4)	(6,764.0)	13.3%	34.5%	29.2%	21.3%
研发费用率	12.2%	9.2%	9.5%	9.8%	10.0%	-3.0%	0.2%	0.4%	0.2%
经营利润	1,176.9	2,031.8	3,383.2	4,304.2	4,978.3	72.6%	66.5%	27.2%	15.7%
经营利润率	5.1%	5.8%	7.4%	7.6%	7.4%	0.8%	1.6%	0.2%	-0.2%
所得税	(127.1)	(276.3)	(410.9)	(556.6)	(667.5)	117.4%	48.7%	35.5%	19.9%
净利润	767.0	1,252.2	1,656.2	2,243.5	2,690.5	63.3%	32.3%	35.5%	19.9%
净利率	3.3%	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.0%
每股收益（人民币）	0.57	0.93	1.23	1.67	2.00	63.3%	32.3%	35.5%	19.9%
每股收益（港币）	0.57	0.99	1.43	1.90	2.20	73.7%	44.6%	32.4%	16.0%
除激励成本每股收益（人民币）	0.57	1.16	1.46	1.82	2.15	102.5%	26.0%	24.9%	18.3%
除激励成本每股收益（港币）	0.57	1.23	1.69	2.07	2.37	115.4%	37.7%	22.0%	14.4%

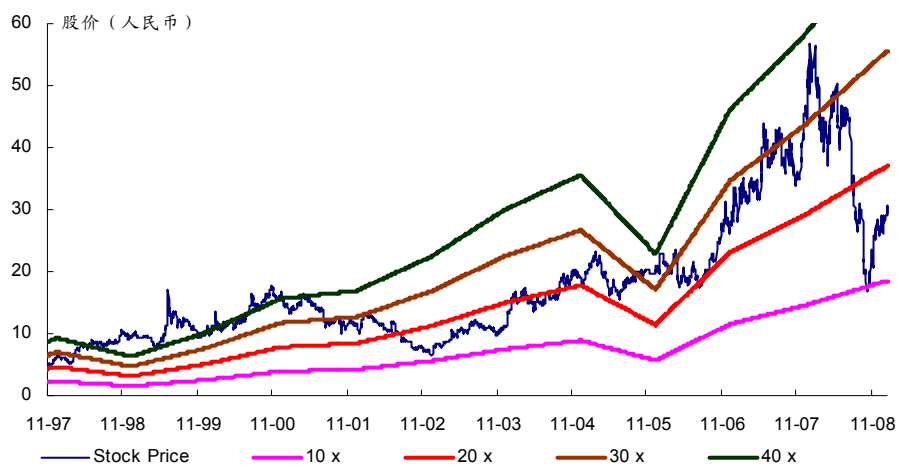
资料来源：公司年报，中金公司研究部

表 5：可比公司估值对比

	股价	总市值 (百万美元)	销售规模 (百万美元)	市盈率			利润增长率			PEG
	09-2-5	09-2-5	2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY08/FY10	2010E
综合设备制造商										
国内可比公司										
中兴通讯-A	CNY 28.95	5,429	3,396	50.7x	31.1x	23.5x	17.3x	14.5x	27.4%	0.6x
中兴通讯-A (除激励成本)	CNY 28.95	5,429	3,396	50.7x	25.0x	19.9x	15.9x	13.5x	21.5%	0.7x
大唐电信	CNY 7.54	484	315	-	104.8x	87.3x	64.2x	46.5x	37.1%	1.7x
南京熊猫	CNY 4.94	331	129	37.4x	36.3x	52.8x	39.3x	34.6x	23.6%	1.7x
烽火通信	CNY 12.24	734	279	96.8x	47.5x	30.5x	27.6x	22.8x	15.7%	1.8x
平均值				61.6x	53.4x	47.6x	36.7x	29.3x	24.5%	1.5x
通信光缆厂商										
亨通光电	CNY 11.19	272	159	31.0x	23.3x	21.0x	17.5x	13.9x	22.8%	0.8x
中天科技	CNY 10.66	422	170	73.1x	34.2x	21.3x	16.0x	13.3x	26.7%	0.6x
平均值				52.0x	28.8x	21.1x	16.7x	13.6x	24.8%	0.7x
系统集成及服务提供商										
亿阳信通	CNY 9.62	495	128	39.7x	27.1x	20.7x	15.3x	13.3x	24.9%	0.6x
华胜天成	CNY 10.92	670	250	30.6x	25.7x	23.6x	18.1x	14.5x	27.6%	0.7x
平均值				35.1x	26.4x	22.1x	16.7x	13.9x	26.3%	0.6x
专业设备提供商										
武汉凡谷	CNY 18.19	1,138	118	49.5x	34.0x	28.3x	21.5x	15.6x	34.7%	0.6x
中创信测	CNY 14.02	280	27	127.4x	71.1x	45.5x	26.4x	17.6x	60.7%	0.4x
动力源	CNY 5.06	154	54	139.9x	300.7x	1,600.3x	90.0x	42.5x	513.9%	0.2x
平均值				105.6x	135.3x	558.0x	46.0x	25.2x	203.1%	0.4x
国际可比公司										
中兴通讯-H	HKD 23.85	5,429	2,994	41.8x	24.1x	16.6x	12.6x	10.8x	23.9%	0.5x
中兴通讯-H (除激励成本)	HKD 23.85	5,429	2,994	41.8x	19.4x	14.1x	11.5x	10.1x	18.2%	0.6x
南京熊猫-H	HKD 1.05	331	114	7.4x	5.8x	9.7x	7.3x	6.7x	20.2%	0.4x
中通服	HKD 4.66	3,469	2,491	32.9x	21.7x	16.8x	13.7x	11.9x	19.0%	0.7x
摩托罗拉	USD 3.75	8,499	42,847	2.0x	2.5x	16.6x	288.5x	-	-	-
爱立信	SEK 68.50	26,783	21,425	9.0x	8.3x	9.8x	15.1x	14.8x	-18.6%	-0.8
诺基亚	EUR 9.80	47,758	52,722	11.8x	9.2x	6.5x	7.5x	12.0x	-26.3%	-0.3
阿尔卡特/朗讯	EUR 1.46	4,336	15,747	2.1x	-	182.4x	-	-	-	-
北电	CAD 0.11	44	9,244	-	1.8x	0.3x	-	-	-	-
思科	USD 15.84	92,745	28,484	18.0x	17.4x	11.9x	10.3x	12.0x	-0.3%	-34.1
高通	USD 33.83	55,801	7,526	25.8x	22.7x	17.0x	15.6x	21.0x	-10.2%	-1.5
平均值				18.6x	12.1x	11.4x	46.2x	12.6x	0.3%	-5.0

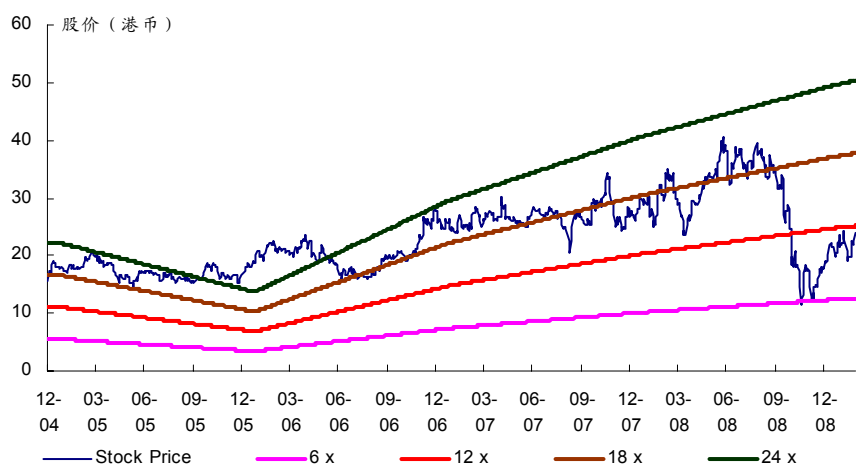
资料来源：彭博资讯，Wind，中金公司研究部

图 1: 中兴通讯 (A 股) 历史价格市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 2: 中兴通讯 (H 股) 历史价格市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。