

中兴通讯 (000063): 海外增长略有放缓 成长趋势不改 买入 (维持)

通信

当前股价: 35.45 元

报告日期: 2009 年 03 月 20 日

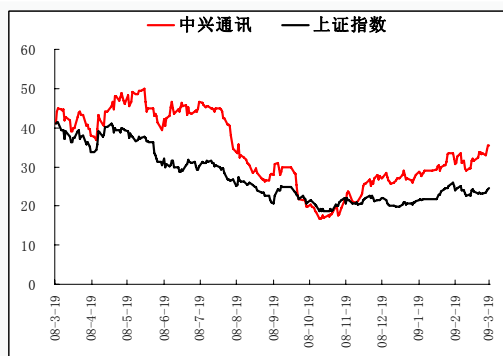
主要财务指标 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	34,777	44,293	57,044	67,356
(+/-)	49.81%	27.36%	28.79%	18.08%
营业利润	1,001	1,245	1,770	2,441
(+/-)	151.37%	24.45%	42.13%	37.93%
归属于母公司 的净利润	1,252	1,660	2,206	2,760
(+/-)	63.26%	32.59%	32.87%	25.12%
每股收益 (元)	1.30	1.24	1.64	2.05
市盈率 (倍)	27.3	28.7	21.6	17.3

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	134,333/111,742
非限售流通股市值 (亿元)	396.13
每股净资产 (元)	10.61
资产负债率 (%)	70.15

股价表现 (最近一年)



天相资讯科技组

分析师—康志毅、邹高

010-66045565 kangzy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 442.93 亿元, 同比增长 27.36%; 营业利润 12.45 亿元, 同比增长 24.4%; 归属母公司所有者的净利润 16.6 亿元, 同比增长 32.58%; 基本每股收益 1.24 元, 略低于我们 1.29 元的预期。08 年 4 季度公司实现营业收入 139.66 亿元, 同比增长 23.3%, 归属母公司所有者的净利润 9.39 亿元, 同比增长 31.2%。08 年度分配预案每 10 股转增 3 股派 3 元 (含税)。
- 海外收入增长势头有所放缓, 国内收入增长提速。海外收入 268 亿元, 同比增长 34%, 收入占比提高 2.8 个百分点至 60.6%; 亚洲 (除中国) 地区收入为 104 亿元, 仅同比增加 7.8%, 增速下滑 60 个百分点, 主要为印度、东南亚市场增长放缓; 非洲及其他地区收入分别同比增长 70%、44%, 保持了增长势头, 主要原因为竞争对手在经济危机中实力受损, 公司在南美、欧洲市场有所突破, 市场份额提高。国内收入 175 亿元, 同比增长 19%, 增速提高 4.2 个百分点, 中国电信 CDMA 系统设备的收入确认成为重要支撑。
- 三项分产品收入增速平稳。(1) 运营商网络设备收入 289 亿元, 同比增长 28%, 主要为海外 GSM 系统、国内 CDMA 系统、海外有线交换设备增长所致。(2) 手机收入 97 亿元, 逆势同比增长 27%, GSM、WCDMA 手机成增长亮点, 低端策略效果显现。(3) 电信软件及其他产品收入 56 亿元, 同比增长 23%。
- 毛利率同比微降 0.43 个百分点至 33.4%。(1) 运营商网络设备毛利率 36.7%, 同比下降 3.87 个百分点, 主要是由于 08 年国内 CDMA、海外 WCDMA 系统设备毛利率下滑所致。(2) 手机毛利率 23.7%, 同比提升 1.42 个百分点, 主要原因为高端 WCDMA 手机销售比例上升以及 2G 手机生产的规模效应。(3) 电信软件及其他产品毛利率 32.8%, 同比大幅提高 13.22 个百分点, 主要是由于电信服务收入占比的提升。
- 期间费用率维持在同期水平。期间费用率 28.7%, 同比略上升 0.3 个百分点, 其中股权激励成本 2.99 亿元, 与去年同期持平。销售费用率 12%, 同比微降 0.6 个百分点; 管理费用率 4.7%, 同比微降 0.4 个百分点; 研发费用率 9%, 同比微降 0.2 个百分点; 财务费用率 3%, 同比上升 1.5 个百分点, 主要原因为银行贷款、保理业务利息支出及汇兑损失的增加。

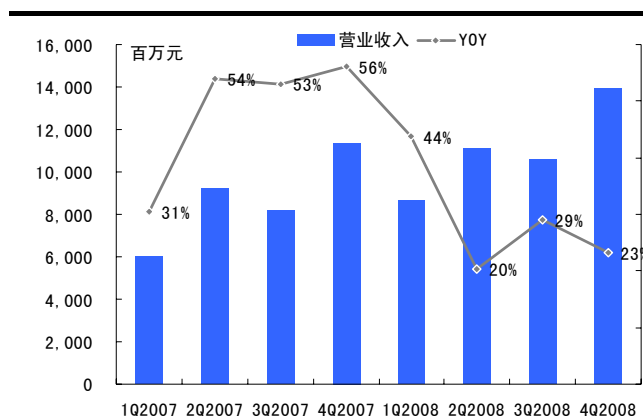
- 营业外收入10.98亿元，同比增长21.2%；软件增值税退税8.41亿元，同比增长17.7%；政府及财政补贴2.38亿元，同比增长88.4%。
- 每股经营性现金流净额2.72元，去年同期为0.07元，同时较08年3季度末的-3.36元有大幅好转。
- 09年国内3G投入力度进一步加大，公司在国内TD-SCDMA、CDMA2000、WCDMA设备市场的份额将得到稳固，行业竞争压力减弱，系统设备利润率水平的保持将成为业绩保障要素。国内3G将陆续放号，手机终端需求加大，公司TD-SCDMA、CDMA2000终端销量有望在下半年快速增长。海外新兴市场需求不改，运营商投入规模保持，随着竞争对手实力削弱，公司市场份额有望继续扩大，海外收入增速有望维持在25%左右。
- 调整公司盈利预测，不考虑股权激励的摊薄因素，预计公司2009-2010年每股收益分别为1.64元、2.05元，较前期预测分别下调0.11元、0.18元，按照昨日收盘价35.45元计算，对应动态市盈率分别为22倍、17倍，低于通信板块29倍、24倍的平均水平，估值优势显著，维持“买入”评级。

图表 1：中兴通讯 2008 年及 4Q2008 业绩对比

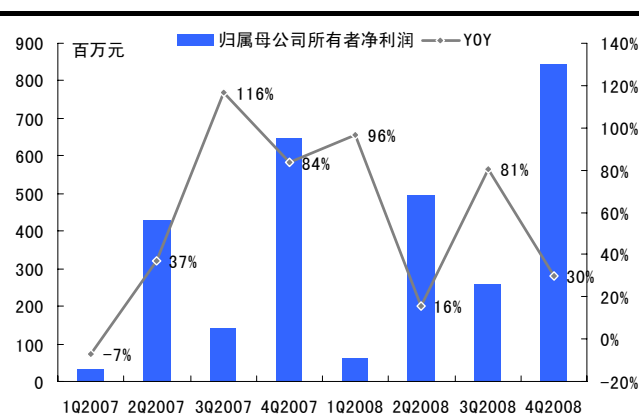
百万元	2008	2007	同比变化	4Q2008	4Q2007	同比变化	3Q2008	环比变化
一、营业收入	44,293	34,777	27.4%	13,966	11,329	23.3%	10,598	31.8%
毛利率	33.4%	33.9%	-0.4%	31.9%	34.1%	-2.2%	35.1%	-3.2%
减：营业成本	29,493	23,005	28.2%	9,509	7,465	27.4%	6,881	38.2%
营业税金及附加	416	280	48.4%	165	127	29.3%	102	61.1%
期间费用率	28.7%	28.4%	0.3%	44.7%	23.1%	21.6%	32.5%	12.2%
销售费用	5,313	4,395	20.9%	1,236	966	27.9%	1,459	-15.3%
销售费用率	12.0%	12.6%	-0.6%	8.9%	8.5%	0.3%	13.8%	-4.9%
管理费用	2,100	1,778	18.1%	1,562	317	393.0%	537	190.8%
管理费用率	4.7%	5.1%	-0.4%	11.2%	2.8%	8.4%	5.1%	6.1%
研发费用	3,994	3,210	24.4%	2,982	1,099	171.4%	1,012	194.8%
研发费用率	9.0%	9.2%	-0.2%	21.4%	9.7%	11.7%	9.5%	11.8%
财务费用	1,308	494	164.6%	465	238	95.1%	441	5.4%
财务费用率	3.0%	1.4%	1.5%	3.3%	2.1%	1.2%	4.2%	-0.8%
资产减值损失	419	789	-46.9%	97	629	-84.6%	123	-21.1%
加：公允价值变动损益	-128	116	-	-3	98	-	-56	-
投资收益	123	59	106.4%	24	46	-47.1%	47	-48.4%
二、营业利润	1,245	1,001	24.4%	749	631	18.8%	33	2169.6%
营业利润率	2.8%	2.9%	-0.1%	5.4%	5.6%	-0.2%	0.3%	5.1%
加：营业外收入	1,098	906	21.2%	353	343	2.9%	310	13.7%
减：营业外支出	81	179	-54.7%	38	116	-66.7%	13	200.0%
三、利润总额	2,263	1,728	31.0%	1,064	858	24.0%	330	222.0%
减：所得税费用	351	276	26.9%	125	142	-12.3%	27	369.9%
实际所得税率	15.5%	16.0%	-0.5%	11.7%	16.6%	-4.9%	8.0%	3.7%
四、净利润	1,912	1,451	31.7%	939	715	31.2%	304	209.1%
归属于母公司股东的净利润	1,660	1,252	32.6%	844	649	30.1%	258	226.9%
净利润率	3.7%	3.6%	0.1%	6.0%	5.7%	0.3%	2.4%	3.6%
少数股东损益	252	199	26.3%	94	66	43.0%	45	107.7%

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 2：中兴通讯分季度营业收入情况



图表 3：中兴通讯分季度净利润情况



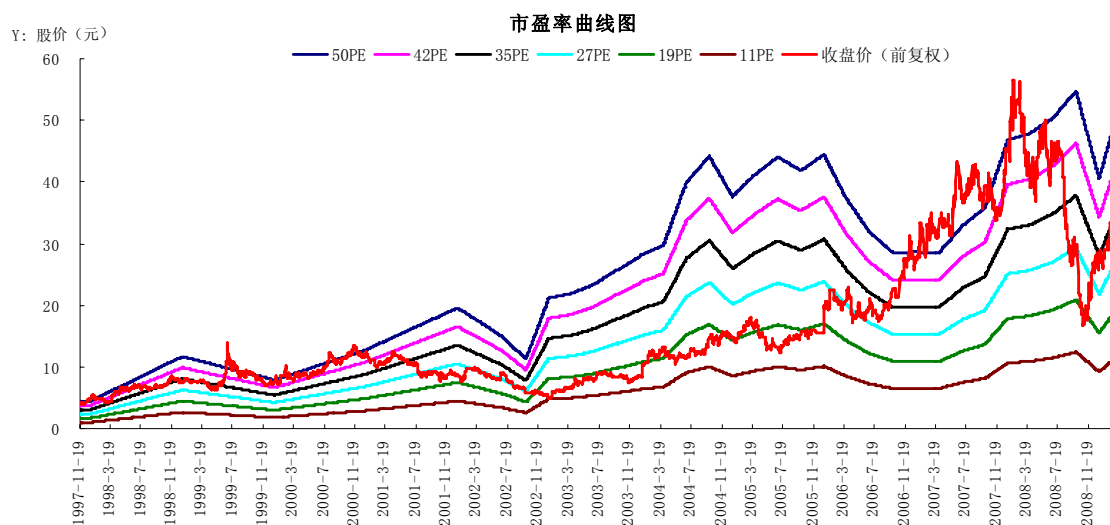
资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 4：中兴通讯盈利预测

单位：万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	08VS07	09VS08	10VS09
一、营业收入	2,321,458	3,477,718	4,429,343	5,704,366	6,735,567	27.4%	28.8%	18.1%
营业收入增长率 (%)	7.6%	49.8%	27.4%	28.8%	18.1%	-22.4%	1.4%	-10.7%
综合毛利率 (%)	34.2%	33.9%	33.4%	32.3%	31.9%	-0.4%	-1.1%	-0.4%
二、营业总成本	2,286,490	3,395,143	4,304,237	5,525,163	6,489,234	26.8%	28.4%	17.4%
营业成本	1,527,313	2,300,454	2,949,253	3,863,712	4,588,410	28.2%	31.0%	18.8%
营业税金及附加	11,136	28,027	41,585	42,783	50,517	48.4%	2.9%	18.1%
资产减值损失	2,332	78,914	41,936	80,200	80,200	-46.9%	91.2%	0.0%
期间费用	745,709	987,748	1,271,463	1,538,468	1,770,107	28.7%	21.0%	15.1%
期间费用率 (%)	32.1%	28.4%	28.7%	27.0%	26.3%	0.3%	-1.7%	-0.7%
销售费用	314,011	439,513	531,252	661,707	747,648	20.9%	24.6%	13.0%
销售费用率 (%)	13.5%	12.6%	12.0%	11.6%	11.1%	-0.6%	-0.4%	-0.5%
管理费用	124,468	177,755	209,972	245,858	282,894	18.1%	17.1%	15.1%
管理费用率 (%)	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	4.2%	-0.4%	-0.4%	-0.1%
研发费用	283,269	321,043	399,415	519,097	626,408	24.4%	30.0%	20.7%
研发费用率 (%)	12.2%	9.2%	9.0%	9.1%	9.3%	-0.2%	0.1%	0.2%
财务费用	23,962	49,437	130,825	111,806	113,158	164.6%	-14.5%	1.2%
财务费用率 (%)	1.0%	1.4%	3.0%	2.0%	1.7%	1.5%	-1.0%	-0.3%
加：公允价值变动净收益	1,660	11,557	-12,833	-14,800	-14,800	-211.0%	15.3%	0.0%
投资净收益	3,185	5,944	12,267	12,600	12,600	106.4%	2.7%	0.0%
三、营业利润	39,813	100,075	124,539	177,004	244,133	24.4%	42.1%	37.9%
营业利润增长 (%)	-61.5%	151.4%	24.4%	42.1%	37.9%	-126.9%	17.7%	-4.2%
营业利润率 (%)	1.7%	2.9%	2.8%	3.1%	3.6%	-0.1%	0.3%	0.5%
加：营业外收入	65,872	90,613	109,830	135,693	145,031	21.2%	23.5%	6.9%
减：营业外支出	2,615	17,915	8,115	8,300	8,300	-54.7%	2.3%	0.0%
四、利润总额	103,069	172,773	226,254	304,397	380,864	31.0%	34.5%	25.1%
利润总额增长 (%)	-31.4%	67.6%	31.0%	34.5%	25.1%	-36.7%	3.6%	-9.4%
减：所得税	12,708	27,628	35,061	48,703	60,938	26.9%	38.9%	25.1%
实际所得税率 (%)	12.33%	15.99%	15.50%	16.00%	16.00%	-0.5%	0.5%	0.0%
五、净利润	90,361	145,145	191,194	255,693	319,926	31.7%	33.7%	25.1%
归属母公司所有者净利润	76,697	125,216	166,020	220,587	276,000	32.6%	32.9%	25.1%
母公司净利润增长 (%)	-35.8%	63.3%	32.6%	32.9%	25.1%	-30.7%	0.3%	-7.7%
净利润率 (%)	3.3%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%	0.1%	0.1%	0.2%
少数股东损益	13,664	19,929	25,174	35,107	43,926	26.3%	39.5%	25.1%
基本每股收益 (元/股)	0.84	1.30	1.24	1.64	2.05	-4.9%	32.9%	25.1%
考虑激励每股收益 (元/股)	0.56	0.91	1.20	1.60	2.00	32.6%	32.9%	25.1%
每股净资产 (元/股)	11.22	12.65	10.61	12.95	15.00	-16.1%	22.0%	15.9%
净资产收益率 (%)	7.13	10.32	11.65	12.69	13.70	1.33	1.04	1.01

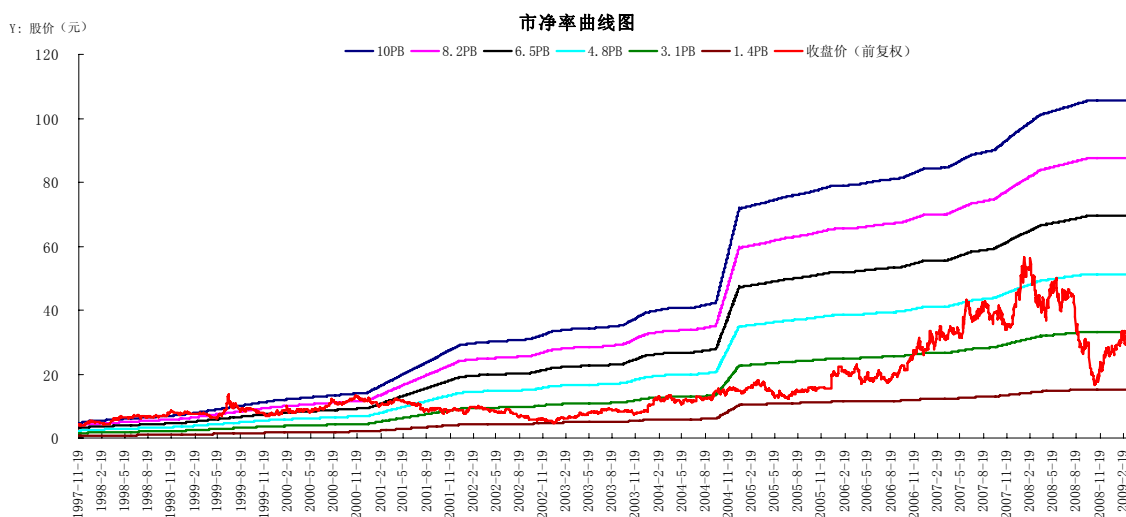
资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 5：中兴通讯市盈率曲线



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 6：中兴通讯市净率曲线



资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002