

中报点评

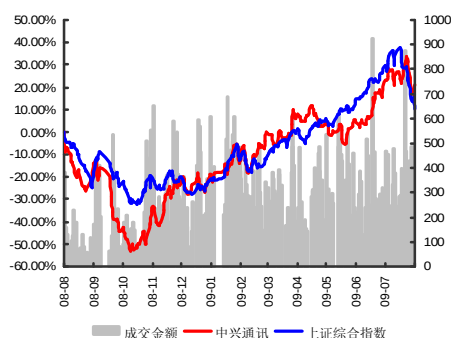
电信行业

单翅飞翔后期待双轮驱动

2009 年 8 月 20 日

推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《TD 价格挺合理，海外订单能执行》

09/07/16

《海外最新订单述评》 09/07/08

《可行、必须行、能行、正在行——关于中兴通讯海外业务的若干问题探讨》

09/07/06

《淡化主题 回归基本面——通信行业 2009 年下半年投资策略》 09/06/12

报告作者：

吴汇川 熊云彩

电话： 0510-82833337

021-58766036-203

Email:

wuhc@glsc.com.cn

xiongye@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——中兴通讯（000063）中报点评

事件：8月20日，公司公布半年报，公司实现营业收入 277.08 亿元，营业利润 6.37 亿元，净利润 12.11 亿元，分别较去年同期增长 40.4%、36.9%、39.4%，基本每股收益 0.45 元。

点评：

上半年收入与净利润增长均超预期，主要归因于国内合同的结算。

公司上半年收入和净利润增长分别为 40.4%和 39.4%，超出我们全年收入增长 29.2%，利润增长 29.0%的预期。超预期的主要原因是国内合同的结算——较去年同期相比，增长 111.7%，占总收入的比例则从去年同期的 35.8%提升至 54.0%。

下半年期待国内、海外双轮驱动。国内市场暂告中场休息，二季度至今，运营商中只有中国移动进行了新一轮招标，而从产品分类看，公司 TD-SCDMA 系统设备收入占整个无线产品比例最小，因此，我们预计第三季度国内市场结算增速将有所下降。而中国联通和中国电信的新一轮招标可能在第三季度末至第四季度展开，相关收入结算将在第四季度至明年第一季度发生。但与此同时，我们认为，今年二季度在海外所获得的订单——如土耳其、越南、印尼等将在第三季度和第四季度结算，下半年，海外收入增速将反弹。

毛利率略有下降，预计后续将保持稳定。运营商网络毛利率为 33.9%，同比下降 2.6%，终端产品由于数据卡和 3G 手机占比加大，毛利率为 27.0%，同比上升 0.6%，软件与服务毛利率为 30.0%，同比下降 1.0%，综合毛利率为 32.1%，同比下降 1.5%。我们认为，由于工程成本不再计提、跑马圈地面临结束，价格战也将有所放缓，以及成本向上游转移等因素的考虑，今后综合毛利率将保持平稳，预计 09-11 年毛利率分别为 32.0%、32.4%和 32.2%。

09 年收入及每股收益（基本）分别上调 10.6%和 9.6%至 619.3 亿元

和 1.35 元。我们调整 09-11 年收入和盈利增长,收入增长从 29.2%、21.9% 和 22.1%上调为 **39.8%、26.2%和 24.2%**, EPS 从 1.23 元、1.55 元和 1.83 元上调为 **1.35 元、1.85 元和 2.18 元**。09 年收入增幅上调 10.6%, EPS 上调 0.12 元, 幅度 9.6%。

维持“推荐”评级, 合理价格 38-45 元。

风险提示。如果全球经济发生二次探底, 则将再次打击新兴市场经济, 从而再次削弱该地区的通信需求, 既而导致运营商投资的放缓——即便在出口信贷的支持下, 运营商也会谨慎从事, 这对公司海外扩张不利。

关键假设:
更新预测

单位: 百万元	1H2007	2007	1H2008	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	15,231.93	34,777.20	19,728.98	44,293.40	27,707.65	61,925.99	78,151.90	97,075.15
其中:运营商网络	9,938.96	22,567.50	12,853.25	28,963.80	18,796.81	41,997.51	52,496.89	64,046.20
终端	3,592.48	7,645.10	4,294.62	9,692.60	5,575.90	12,600.38	16,128.49	20,644.46
软件、服务及其他	1,700.49	4,564.60	2,581.12	5,637.00	3,334.93	7,328.10	9,526.53	12,384.49
主营业成本	9,678.38	23,004.50	13,102.21	29,492.50	18,824.35	42,109.31	52,807.27	65,782.52
其中:运营商网络	5,635.89	13,397.20	8,158.80	18,315.30	12,419.05	27,718.36	34,122.98	41,630.03
终端	2,735.35	5,939.80	3,161.69	7,393.00	4,071.62	9,261.28	12,015.72	15,483.35
软件、服务及其他	1,307.14	3,667.50	1,781.73	3,784.20	2,333.68	5,129.67	6,668.57	8,669.14
毛利率	36.5%	33.9%	33.6%	33.4%	32.1%	32.0%	32.4%	32.2%
其中:运营商网络	43.3%	40.6%	36.5%	36.8%	33.9%	34.0%	35.0%	35.0%
终端	23.9%	22.3%	26.4%	23.7%	27.0%	26.5%	25.5%	25.0%
软件、服务及其他	23.1%	19.7%	31.0%	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
收入构成								
运营商网络	65.3%	64.9%	65.1%	65.4%	67.8%	67.8%	67.2%	66.0%
终端	23.6%	22.0%	21.8%	21.9%	20.1%	20.3%	20.6%	21.3%
软件、服务及其他	11.2%	13.1%	13.1%	12.7%	12.0%	11.8%	12.2%	12.8%
收入增长率	45.2%	51.0%	29.5%	27.4%	40.4%	39.8%	26.2%	24.2%
其中:运营商网络	57.8%	47.1%	29.3%	28.3%	46.2%	45.0%	25.0%	22.0%
终端	68.3%	69.2%	19.5%	26.8%	29.8%	30.0%	28.0%	28.0%
软件、服务及其他	-17.4%	43.9%	51.8%	23.5%	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%

原预测

单位: 百万元	1H2007	2007	1H2008	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	15,231.93	34,777.20	19,728.98	44,293.40		57,217.65	69,744.19	85,154.59
其中:运营商网络	9,938.96	22,567.50	12,853.25	28,963.80		38,377.04	47,011.87	56,649.30
终端	3,592.48	7,645.10	4,294.62	9,692.60		12,358.07	14,953.26	18,392.51
软件、服务及其他	1,700.49	4,564.60	2,581.12	5,637.00		6,482.55	7,779.06	10,112.78
主营业成本	9,678.38	23,004.50	13,102.21	29,492.50		38,429.87	47,137.19	57,960.29
其中:运营商网络	5,635.89	13,397.20	8,158.80	18,315.30		24,753.19	30,557.71	37,105.29
终端	2,735.35	5,939.80	3,161.69	7,393.00		9,268.55	11,289.71	13,978.31
软件、服务及其他	1,307.14	3,667.50	1,781.73	3,784.20		4,408.13	5,289.76	6,876.69
毛利率	36.5%	33.9%	33.6%	33.4%		32.8%	32.4%	31.9%
其中:运营商网络	43.3%	40.6%	36.5%	36.8%		35.50%	35.00%	34.50%
终端	23.9%	22.3%	26.4%	23.7%		25.00%	24.50%	24.00%
软件、服务及其他	23.1%	19.7%	31.0%	32.9%		32.00%	32.00%	32.00%
收入构成								
运营商网络	65.3%	64.9%	65.1%	65.4%		0.0%	0.0%	0.0%
终端	23.6%	22.0%	21.8%	21.9%		0.0%	0.0%	0.0%
软件、服务及其他	11.2%	13.1%	13.1%	12.7%		0.0%	0.0%	0.0%
收入增长率	45.2%	51.0%	29.5%	27.4%		29.2%	21.9%	22.1%
其中:运营商网络	57.8%	47.1%	29.3%	28.3%		32.5%	22.5%	20.5%
终端	68.3%	69.2%	19.5%	26.8%		27.5%	21.0%	23.0%
软件、服务及其他	-17.4%	43.9%	51.8%	23.5%		15.0%	20.0%	30.0%

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 黄色底色为假设部分。

利润表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	34,777.18	44,293.43	61,925.99	78,151.90	97,075.15
主营利润	11,492.37	14,385.04	19,197.42	24,563.11	30,321.88
销售费用	4,395.13	5,312.52	7,307.27	9,065.62	11,163.64
管理费用	1,777.55	2,099.72	3,096.30	3,907.60	4,853.76
研发费用	3,210.43	3,994.15	5,882.97	7,424.43	9,222.14
财务费用	494.37	1,308.25	619.26	781.52	970.75
营业利润	1,000.75	1,245.39	1,933.60	3,025.92	3,753.57
营业外收支差额	726.98	1,017.15	1,017.15	1,017.15	1,017.15
利润总额	1,727.73	2,262.54	2,950.75	4,043.07	4,770.72
所得税	276.28	350.61	442.61	606.46	715.61
净利润	1,252.16	1,660.20	2,353.85	3,225.21	3,805.66
每股收益 (元)	1.30	1.24	1.35	1.85	2.18

资产负债表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	6,483.17	11,480.41	10,332.37	10,848.98	11,391.43
应收账款	7,098.95	9,972.50	13,623.72	17,193.42	21,356.53
存货	5,363.43	8,978.04	8,842.95	11,089.53	13,814.33
其他	11,541.11	12,245.16	12,857.42	14,786.03	15,525.33
流动资产合计	30,486.66	42,676.10	45,656.45	53,917.96	62,087.63
固定资产	3,038.06	4,103.08	4,718.54	5,662.24	6,511.58
其他	5,648.37	4,086.75	4,291.09	4,720.20	4,956.21
非流动资产合计	8,686.44	8,189.83	9,009.62	10,382.44	11,467.79
资产总计	39,173.10	50,865.92	54,666.08	64,300.40	73,555.41
短期借款	2,893.86	3,882.48	5,273.65	5,094.86	5,454.41
应付账款	7,856.24	9,495.95	12,385.20	15,630.38	17,473.53
其他	10,188.56	16,618.41	13,474.98	16,898.33	19,734.76
流动负债合计	20,938.65	29,996.84	31,133.83	37,623.57	42,662.70
长期借款	2,085.23	1,292.55	1,227.92	1,166.52	1,108.20
其他	3,260.81	4,392.99	4,612.64	4,382.01	4,601.11
非流动负债合计	5,346.04	5,685.54	5,840.56	5,548.53	5,709.31
负债合计	26,284.69	35,682.37	36,974.39	43,172.10	48,372.01
归属母公司权益	12,137.16	14,249.54	16,603.40	19,828.61	23,634.27
其他	751.25	934.00	1,088.29	1,299.69	1,549.14
所有者权益合计	12,888.41	15,183.55	17,691.69	21,128.30	25,183.41

估值表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	49.8%	27.4%	39.8%	26.2%	24.2%
主营利润增长率	46.8%	25.2%	33.5%	28.0%	23.4%
营业利润增长率	151.4%	24.4%	55.3%	56.5%	24.0%
净利润增长率	63.3%	32.6%	41.8%	37.0%	18.0%
主营利润率	33.0%	32.5%	31.0%	31.4%	31.2%
营业利润率	2.9%	2.8%	3.1%	3.9%	3.9%
净利润率	4.2%	4.3%	4.1%	4.4%	4.2%
净资产收益率	11.3%	12.6%	14.2%	16.3%	16.1%
总资产收益率	3.7%	3.8%	4.6%	5.3%	5.5%
市盈率 (倍)	21.6	22.7	20.8	15.2	12.9
市净率 (倍)	3.8	3.2	2.8	2.3	1.9

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。