

去年基数高致增速放缓，海外市场主题延续

中兴通讯 (000063)

评级: 买入 (维持)

通信设备

股价: 41.55 元

跟踪报告

2010 年 04 月 27 日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

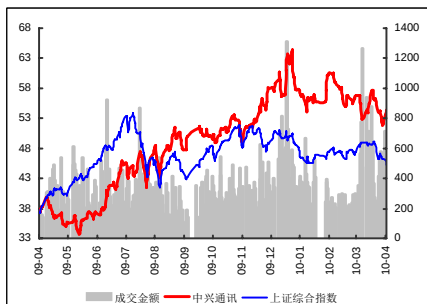
重要数据

总股本(亿股)	19.11
流通股本(亿股)	14.90
总市值(亿元)	794.08
流通市值(亿元)	619.08

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-5.77	-2.83
3 个月	-7.34	-3.30
6 个月	6.36	8.08

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《海外市场复苏与突破贯穿主线，介入时点悄然临近》 10.04.09

《09 年净利润预增 43%-56%》 10.02.01

《斩获南非大单，超预期有望》 10.01.27

《海外市场出现复苏迹象》 09.10.28

投资要点

- **1 季度业绩平淡。**2010 年 1 季度公司实现营业收入 132.56 亿元，同比增长 13.6%；营业利润 4,426 万元，同比减少 44.1%；归属母公司所有者的净利润 1.10 亿元，同比增长 39.7%；摊薄每股收益 0.06 元。
- **基数高致营收增速放缓。**10 年 1 季度营收增速放缓，收入增长来自终端、电信软件服务其他收入分别同比增长 41.8%、40.8%，但由于 09 年国内 TD-SCDMA 和 GSM 系统收入基数较高，致使 10 年运营商网络收入仅同比增长 0.9%。另外运营商网络收入中，有线接入、光通信产品由于国内外业务的拓展实现了快速增长，相应产品 PON、Wimax 以及 PTN 的收入大幅增长。
- **综合毛利率降幅合理，费用压缩有效。**毛利率 33.4%，同比下滑 1 个百分点，高毛利率的运营商网络收入占比下降为主要原因，同时高速增长终端产品毛利率也下滑 1-2 个百分点。期间费用率 30.3%，同比下降 1.1 个百分点，管理费用率、研发费用率、财务费用率分别下降 0.4、0.7、1.0 个百分点，销售费用率上升 1.1 个百分点，我们认为系统收入减少导致费用率下降幅度合理。
- **资产减值损失增加，软件增值税退税增加、实际所得税率下降促使利润增长。**由于收入规模扩大，公司坏账准备金增加，致使资产减值损失同比扩大 43.6%。软件增值税退税增加促使营业外收入同比增长 91.8%，另外由于季度的税率波动，1Q10 实际所得税率下降 12.9 个百分点至 22.9%，以上两点促使净利润的快速增长。
- **关注焦点。**海外：1Q 公司海外收入同比增长约 30%，亚洲、非洲及其他地区均有开拓，复苏趋势持续；印度 3G 建设预计在 4 季度启动，公司年内有望确认部分 Wimax 收入。国内：TD 系统设备 4 期招标进行中，关注公司市场份额的变化；手机补贴增加、3G 资费降低有望刺激 3G 用户增长提速，存在 3G 网络扩容预期。
- **投资建议。**维持公司 2010-2011 年每股收益分别为 1.65 元、1.97 元的盈利预测，估值水平低，同时基于公司的稳健成长趋势，维持“买入”评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	34,777	44,293	60,273	74,544	88,904
营业收入增长率(%)	49.8%	27.4%	36.1%	23.7%	19.3%
营业利润(百万元)	1,001	1,245	2,064	3,100	3,694
营业利润增长率(%)	151.4%	24.4%	65.7%	50.2%	19.1%
净利润(百万元)	1,252	1,660	2,458	3,155	3,758
净利润增长率(%)	63.3%	32.6%	48.1%	28.3%	19.1%
营业利润率(%)	2.9%	2.8%	3.4%	4.2%	4.2%
每股收益(元)	0.655	0.869	1.286	1.651	1.966
每股净资产(元)	6.35	7.46	8.80	10.45	12.42
PE(X)	63.4	47.8	32.3	25.2	21.1
PB(X)	6.5	5.6	4.7	4.0	3.3
ROE(%)	10.9%	12.6%	15.8%	17.1%	17.2%

表 1. 中兴通讯 1 季度业绩对比

百万元	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	YoY	QoQ	备注
营业收入	11,670.18	16,037.47	15,135.83	17,429.09	13,255.78	13.6%	-23.9%	09年国内TD和GSM系统收入基数高致使10年运营商网络收入仅增长0.9%；终端、电信软件服务其他收入分别同比增长41.8%、40.8%。海外收入同比增长约30%，国内收入略有减少。
增长率	35.0%	44.7%	42.8%	24.8%	13.6%	-21.4%	-11.2%	
毛利率	34.4%	30.4%	34.5%	31.8%	33.4%	-1.0%	1.6%	
营业成本	7,657.39	11,166.96	9,907.58	11,891.41	8,832.48	15.3%	-25.7%	高毛利率的运营商网络收入占比下降，高速增长终端产品毛利率也下滑1-2个百分点。
营业税金及附加	98.64	201.40	233.13	159.76	163.36	65.6%	2.3%	
期间费用率	31.4%	24.1%	29.2%	24.3%	30.3%	-1.1%	6.0%	
销售费用	1,510.10	1,667.04	2,073.52	1,793.73	1,867.02	23.6%	4.1%	
销售费用率	12.9%	10.4%	13.7%	10.3%	14.1%	1.1%	3.8%	
管理费用	627.37	740.36	763.85	436.35	657.56	4.8%	50.7%	
管理费用率	5.4%	4.6%	5.0%	2.5%	5.0%	-0.4%	2.5%	
研发费用	1,130.10	1,476.35	1,409.16	1,765.97	1,184.62	4.8%	-32.9%	
研发费用率	9.7%	9.2%	9.3%	10.1%	8.9%	-0.7%	-1.2%	系统收入减少致研发费用率下降。
财务费用	393.16	(25.81)	170.76	246.61	308.67	-21.5%	25.2%	
财务费用率	3.4%	-0.2%	1.1%	1.4%	2.3%	-1.0%	0.9%	
资产减值损失	165.17	280.76	226.33	65.69	237.26	43.6%	261.2%	
公允价值变动净收益	(1.91)	14.56	0.00	(0.09)	39.45	-2162.0%	-44926.1%	人民币跨境理财产品产生区间收益。
投资净收益	(7.13)	9.48	0.00	9.52	0.00	-100.0%	-100.0%	
营业利润	79.20	554.46	351.50	1,079.01	44.26	-44.1%	-95.9%	
增长率	8.9%	42.1%	964.5%	44.0%	-44.1%	-53.0%	-88.1%	
营业利润率	0.7%	3.5%	2.3%	6.2%	0.3%	-0.3%	-5.9%	
加：营业外收入	117.37	502.78	262.81	508.46	225.15	91.8%	-55.7%	软件产品增值税退税收入增加。
减：营业外支出	31.45	11.16	11.35	76.88	17.46	-44.5%	-77.3%	赔款支出减少。
利润总额	165.12	1,046.08	602.96	1,510.59	251.95	52.6%	-83.3%	
减：所得税	59.08	283.38	151.97	134.66	57.70	-2.3%	-57.1%	
实际所得税率	35.8%	27.1%	25.2%	8.9%	22.9%	-12.9%	14.0%	
净利润	106.04	762.70	450.99	1,375.93	194.25	83.2%	-85.9%	
减：少数股东损益	27.38	57.99	42.34	109.83	84.39	208.2%	-23.2%	
归属于母公司所有者的净利润	78.66	704.71	408.65	1,266.11	109.86	39.7%	-91.3%	
增长率	29.2%	41.9%	58.2%	49.9%	39.7%	10.5%	-10.3%	
净利润率	0.7%	4.4%	2.7%	7.3%	0.8%	0.2%	-6.4%	
每股收益（元）	0.04	0.37	0.21	0.66	0.06	39.7%	-91.3%	

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 2. 中兴通讯盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	23,214.6	34,777.2	44,293.4	60,272.6	74,544.3	88,904.2	27.4%	36.1%	23.7%	19.3%
增长率	7.6%	49.8%	27.4%	36.1%	23.7%	19.3%	-22.4%	8.7%	-12.4%	-4.4%
运营商网络	15,341.0	22,567.5	28,963.8	39,982.3	50,050.9	58,883.3	28.3%	38.0%	25.2%	17.6%
手机	4,519.5	7,645.1	9,692.6	13,071.5	16,127.8	20,064.2	26.8%	34.9%	23.4%	24.4%
电信服务以及其他	3,171.2	4,564.6	5,637.0	7,016.3	8,365.6	9,956.7	23.5%	24.5%	19.2%	19.0%
综合毛利率	34.2%	33.9%	33.4%	32.6%	32.2%	31.4%	-0.4%	-0.8%	-0.4%	-0.8%
营业成本	15,273.1	23,004.5	29,492.5	40,623.3	50,571.1	61,024.0	28.2%	37.7%	24.5%	20.7%
营业税金及附加	111.4	280.3	415.9	692.9	820.0	977.9	48.4%	66.6%	18.3%	19.3%
期间费用率	32.1%	28.4%	28.7%	26.8%	25.9%	25.2%	0.3%	-1.9%	-0.9%	-0.7%
销售费用	3,140.1	4,395.1	5,312.5	7,044.4	8,274.4	9,601.7	20.9%	32.6%	17.5%	16.0%
销售费用率	13.5%	12.6%	12.0%	11.7%	11.1%	10.8%	-0.6%	-0.3%	-0.6%	-0.3%
管理费用	1,244.7	1,777.6	2,099.7	2,567.9	3,130.9	3,645.1	18.1%	22.3%	21.9%	16.4%
管理费用率	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	4.2%	4.1%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.1%
研发费用	2,832.7	3,210.4	3,994.1	5,781.6	6,858.1	8,001.4	24.4%	44.8%	18.6%	16.7%
研发费用率	12.2%	9.2%	9.0%	9.6%	9.2%	9.0%	-0.2%	0.6%	-0.4%	-0.2%
财务费用	239.6	494.4	1,308.3	784.7	1,066.0	1,182.4	164.6%	-40.0%	35.8%	10.9%
财务费用率	1.0%	1.4%	3.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	-1.7%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	23.3	789.1	419.4	737.9	745.4	800.1	-46.9%	76.0%	1.0%	7.3%
公允价值变动净收益	16.6	115.6	(128.3)	12.6	10.0	10.0	-211.0%	-109.8%	-20.4%	0.0%
投资净收益	31.8	59.4	122.7	11.9	12.0	12.0	106.4%	-90.3%	1.1%	0.0%
营业利润	398.1	1,000.8	1,245.4	2,064.2	3,100.5	3,693.6	24.4%	65.7%	50.2%	19.1%
增长率	-61.5%	151.4%	24.4%	65.7%	50.2%	19.1%	-126.9%	41.3%	-15.5%	-31.1%
营业利润率	1.7%	2.9%	2.8%	3.4%	4.2%	4.2%	-0.1%	0.6%	0.7%	0.0%
加: 营业外收入	658.7	906.1	1,098.3	1,391.4	1,531.5	1,800.8	21.2%	26.7%	10.1%	17.6%
减: 营业外支出	26.2	179.2	81.1	130.8	123.0	123.0	-54.7%	61.2%	-6.0%	0.0%
利润总额	1,030.7	1,727.7	2,262.5	3,324.7	4,509.0	5,371.4	31.0%	46.9%	35.6%	19.1%
减: 所得税	127.1	276.3	350.6	629.1	852.2	1,015.2	26.9%	79.4%	35.5%	19.1%
实际所得税率	12.3%	16.0%	15.5%	18.9%	18.9%	18.9%	-0.5%	3.4%	0.0%	0.0%
净利润	903.6	1,451.5	1,911.9	2,695.7	3,656.8	4,356.2	31.7%	41.0%	35.7%	19.1%
减: 少数股东损益	136.6	199.3	251.7	237.5	502.1	598.1	26.3%	-5.6%	111.4%	19.1%
归属于母公司所有者的净利润	767.0	1,252.2	1,660.2	2,458.1	3,154.7	3,758.1	32.6%	48.1%	28.3%	19.1%
增长率	-35.8%	63.3%	32.6%	48.1%	28.3%	19.1%	-30.7%	15.5%	-19.7%	-9.2%
净利润率	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.2%	4.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%
每股收益(元)	0.40	0.66	0.87	1.29	1.65	1.97	32.6%	48.1%	28.3%	19.1%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						08A	09E	10E	08A	09E	10E	08/10年	09E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	中性	1,263.3	1,263.3	5.96	0.93	0.15	0.14	6.4x	40.3x	43.3x	-19.7%	NA	1.8x
平均值									6.4x	40.3x	43.3x	-19.7%		1.8x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	794.1	619.1	41.55	0.87	1.29	1.65	47.8x	32.3x	25.2x	36.1%	0.9x	5.2x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	117.3	29.7	21.10	0.59	0.61	0.70	35.6x	34.4x	30.2x	19.2%	1.8x	6.3x
平均值									41.7x	33.4x	27.7x	27.6%	1.3x	5.7x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	137.7	62.3	31.17	0.40	0.59	0.85	78.6x	52.5x	36.5x	52.9%	1.0x	4.4x
光迅科技	002281.SZ	增持	57.9	14.5	36.16	0.48	0.65	0.83	76.1x	55.5x	43.3x	25.2%	2.2x	6.2x
亨通光电	600487.SH	增持	58.6	58.6	35.25	0.64	1.11	1.21	55.0x	31.8x	29.1x	36.2%	0.9x	4.8x
中天科技	600522.SH	增持	80.6	80.6	25.14	0.46	1.04	1.21	55.2x	24.1x	20.7x	66.5%	0.4x	5.3x
平均值									66.2x	41.0x	32.4x	45.2%	1.1x	5.2x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	46.8	32.5	21.85	0.15	0.38	0.63	149.7x	56.9x	34.8x	72.9%	0.8x	11.6x
日海通讯	002313.SZ	-	41.3	10.3	41.30	0.36	0.73	1.05	116.3x	56.9x	39.5x	46.7%	1.2x	17.2x
平均值									133.0x	56.9x	37.2x	59.8%	1.0x	14.4x
网优、测试														
三维通信	002115.SZ	增持	38.6	29.5	28.80	0.42	0.62	0.80	68.3x	46.4x	35.9x	37.0%	1.3x	6.2x
奥维通信	002231.SZ	-	20.9	5.3	19.51	0.19	0.22	0.24	104.3x	89.9x	83.0x	-10.4%	NA	5.5x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	75.4	19.6	139.68	0.72	2.06	2.73	193.5x	67.7x	51.1x	77.4%	0.9x	41.0x
华星创业	300025.SZ	-	23.7	5.9	59.29	0.44	0.66	0.90	136.0x	89.9x	66.0x	37.5%	2.4x	68.4x
中创信测	600485.SH	增持	28.4	28.4	20.52	0.41	0.19	0.67	50.1x	108.0x	30.5x	51.3%	2.1x	7.3x
国脉科技	002093.SZ	增持	60.4	41.7	15.09	0.19	0.23	0.38	78.0x	64.9x	39.3x	40.5%	1.6x	11.8x
平均值									105.0x	77.8x	50.9x	38.9%	1.8x	23.4x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	38.4	38.0	19.34	0.21	0.16	0.28	91.3x	122.4x	68.1x	11.4%	10.7x	5.5x
恒宝股份	002104.SZ	增持	64.0	40.0	21.78	0.28	0.31	0.50	78.8x	69.7x	43.8x	33.6%	2.1x	12.6x
大唐电信	600198.SH	增持	87.2	86.9	19.86	0.10	0.13	0.30	191.0x	147.6x	66.7x	60.2%	2.4x	18.5x
平均值									120.4x	113.2x	59.5x	35.1%	5.1x	12.2x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	28.9	17.2	38.29	0.46	0.47	0.54	83.9x	81.5x	70.9x	8.6%	9.5x	7.4x
拓维信息	002261.SZ	买入	44.2	22.7	39.52	0.70	0.78	0.99	56.4x	50.7x	40.1x	20.3%	2.5x	9.7x
平均值									70.2x	66.1x	55.5x	14.4%	6.0x	8.5x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	62.2	62.2	11.05	0.13	0.15	0.25	84.4x	75.5x	43.7x	4.4%	17.0x	4.4x
动力源	600405.SH	-	24.2	24.2	11.62	0.02	0.00	0.12	476.4x	-	-	-	-	6.4x
键桥通讯	002316.SZ	-	35.5	8.9	29.59	0.32	0.37	0.50	93.4x	80.4x	58.9x	12.8%	6.3x	15.8x
平均值									88.9x	78.0x	51.3x	8.6%	11.6x	10.1x
板块均值									87.7x	67.2x	45.5x	32.7%	2.6x	12.6x

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅，高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒行业研究，毕业于吉林大学，经济学硕士；3年证券研究经验，曾为天相投顾通信行业分析师；2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122