

寻求更高质量的收入增长

移动 TD 四期招标中兴策略分析

报告关键点:

- 虽然中兴的市场份额会下降,但因为售价高,所以收入的下降并不大;
- 同样由于售价高,毛利率和利润率的大幅提升,反而会带来净利润的大幅上升;
- 中兴竞争力的提升和价格策略的改变,将使得利润的增长远超过收入的增长。

报告摘要:

- 中兴高价竞标:** 近期移动将会公布第四期TD网络招标的最终结果。华为报价8800元/载频,大唐移动报价10900元/载频,而中兴通讯报出最高价12600元/载频。据悉,移动的定价很可能是取一个均值10700元/载频,高于这个价格的厂商按照10700元/载频的价格执行,而低于这个价格的按照报价执行。
- 市场份额下降但收入下降不多:** 由于中兴此次竞标报出最高价,市场普遍认为中兴的市场份额会下降。中兴在TD前三期招标中位居榜首,市场份额约为35%。让我们来看一个非常糟糕的情景假设:假如中兴的市场份额下降到25%(市场普遍预期为30%),那么争取到的载频数会下降约30%;但由于执行价格高(10700元 vs 8800元),所以收入的下降远没有那么厉害,只有约13%。
- 毛利率和利润率会大幅上升:** 让我们来做一个粗略的估算:假定09年TD设备的毛利率等同于中兴网络产品的毛利率35%;由于中兴在TD三期的报价为12300元/载频,则TD设备09年的成本约为8000元/载频。由于中兴无线产品的成本每年都能下降20%以上,则今年TD产品的成本约为6400元/载频。如果这次中兴的报价跟华为一样低,那么中兴的毛利率将为28%;而按10700元/载频算,中兴的毛利率会上升到约40%。假定其它条件不变,这会导致中兴在TD网络上的净利润率由0.5%上升到9.6%(而中兴09年的净利润率只有4.1%)。退一步说,就算低报价也能维持4.1%的净利润率,那么利润率的上升也约为130%;很显然,利润率上升带来的正面影响(130%)远远超出收入下降带来的负面影响(-13%)。
- 对未来扩容订单的影响不大:** 市场也许会担心虽然短期利润上升,但市场份额下降会否导致中兴在TD未来的扩容中拿单量下降。我们认为影响不大。(1)此次TD四期将采购约10.2万个基站,约81万载频,接近前三期建网基站数的总和。业界认为本轮招标极可能是移动TD网络最后一次大规模招标,明年扩容的蛋糕不大。(2)未来移动的扩容通常会按原有的市场份额在厂商间进行分配。就算中兴这期只占到25%,但由于前三期占比高,平均下来仍有30%的市场份额。
- 更高质量的收入增长会带来中兴价值的重估:** 我们在上周的报告“换个视角看中兴”中深入分析了中兴毛利率一直偏低的原因,并指出随着中兴竞争力的提升和价格策略的改变,中兴的毛利率未来将上升,而且对净利润影响的弹性很大,从而会带来中兴价值的重估。中兴这次高价竞标,虽然会带来市场份额的下降,但与市场普遍的观点不同,我们认为这不是一个利空,而是一个利好。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,293	60,273	76,004	91,305	105,791
Growth(%)	27.4%	36.1%	26.1%	20.1%	15.9%
净利润	1,660.2	2,458.1	3,290.3	4,721.6	6,222.2
Growth(%)	32.6%	48.1%	33.9%	43.5%	31.8%
毛利率(%)	33.4%	32.6%	33.0%	34.0%	35.0%
净利润率(%)	3.7%	4.1%	4.3%	5.2%	5.9%
每股收益(元)	0.58	0.86	1.15	1.65	2.17
每股净资产(元)	5.30	6.26	7.72	9.37	11.54
市盈率	34.5	23.3	17.4	12.1	9.2
市净率	3.8	3.2	2.6	2.1	1.7
净资产收益率(%)	12.6%	15.0%	17.1%	20.2%	21.6%
ROIC(%)	35.9%	27.8%	38.1%	32.9%	43.2%
EV/EBITDA	3.5	3.4	11.2	7.1	4.6
股息收益率	0.4%	1.0%	0.9%	1.2%	1.6%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

34.50 元

期限:

6 个月 上次预测: 34.50 元

现价: 20.00 元

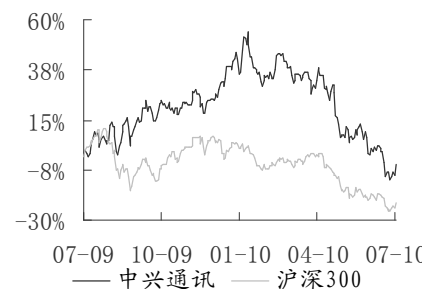
报告日期:

2010-07-10

市场数据

总市值(百万元)	57,334.63
流通市值(百万元)	45,451.66
总股本(百万股)	2,866.73
流通股本(百万股)	2,272.58
12 个月最高/最低	18.30/49.15 元
十大流通股(%)	40.73%
股东户数	44,718

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.92)	(6.75)	17.19
绝对收益	(5.66)	(28.41)	(4.92)

研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

证书编号

S1450210030004

前期研究成果

中兴通讯: 换个视角看中兴

2010-07-06

中兴通讯: 压力与希望共存

2010-04-09

中兴通讯: 增长来自海外市场

2009-12-16

中兴通讯: 两条线索看中兴

2009-08-20

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-10

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,293	60,273	76,004	91,305	105,791	成长性					
减: 营业成本	29,492.5	40,623.3	50,922.7	60,261.5	68,764.4	营业收入增长率	27.4%	36.1%	26.1%	20.1%	15.9%
营业税费	415.9	692.9	836.0	913.1	1,057.9	营业利润增长率	24.4%	65.7%	49.4%	60.0%	39.6%
销售费用	5,312.5	7,044.4	8,892.5	10,500.1	12,166.0	净利润增长率	32.6%	48.1%	33.9%	43.5%	31.8%
管理费用	2,099.7	2,567.9	10,640.6	12,782.7	14,810.8	EBITDA 增长率	36.8%	31.7%	-46.8%	47.2%	34.5%
财务费用	1,308.3	784.7	972.1	1,122.9	1,308.3	EBIT 增长率	39.2%	31.8%	-53.0%	49.3%	35.4%
资产减值损失	419.4	737.9	669.7	806.1	810.5	NOPLAT 增长率	65.5%	8.1%	32.4%	38.5%	29.5%
加: 公允价值变动收益	-128.3	12.6	-	-	-	投资资本增长率	39.8%	-3.5%	60.4%	-1.4%	-4.3%
投资和汇兑收益	122.7	11.9	13.4	14.8	15.9	净资产增长率	17.8%	18.2%	23.3%	21.3%	23.2%
营业利润	1,245.4	2,064.2	3,083.9	4,933.6	6,889.4	利润率					
加: 营业外净收支	1,017.2	1,260.6	1,365.6	1,451.2	1,524.7	毛利率	33.4%	32.6%	33.0%	34.0%	35.0%
利润总额	2,262.5	3,324.7	4,449.4	6,384.9	8,414.1	营业利润率	2.8%	3.4%	4.1%	5.4%	6.5%
减: 所得税	350.6	629.1	667.4	957.7	1,262.1	净利率	3.7%	4.1%	4.3%	5.2%	5.9%
净利润	1,660.2	2,458.1	3,290.3	4,721.6	6,222.2	EBITDA/营业收入	16.1%	15.6%	6.6%	8.1%	9.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.8%	14.3%	5.3%	6.6%	7.7%
货币资金	11,480.4	14,496.8	14,282.1	20,648.7	28,930.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	26	27	29	31
应收帐款	10,730.3	16,379.0	16,117.0	19,361.7	22,433.6	流动营业资本周转天数	58	41	46	45	31
应收票据	1,578.5	779.1	2,498.8	3,001.8	3,478.1	流动资产周转天数	297	293	274	262	271
预付帐款	355.9	355.4	406.3	466.6	535.4	应收帐款周转天数	69	81	80	72	74
存货	8,978.0	9,324.8	12,695.8	14,859.0	16,767.2	存货周转天数	62	58	57	60	60
其他流动资产	9,553.0	14,258.7	14,258.7	14,258.7	14,258.7	总资产周转天数	366	356	338	321	328
可供出售金融资产	251.1	253.8	-	-	-	投资资本周转天数	87	74	75	76	64
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	168.4	440.3	497.7	547.8	591.3	ROE	12.6%	15.0%	17.1%	20.2%	21.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	3.9%	5.1%	6.1%	6.9%
固定资产	4,103.1	4,714.5	6,504.9	8,243.6	9,892.3	ROIC	35.9%	27.8%	38.1%	32.9%	43.2%
在建工程	817.1	1,332.7	800.2	480.7	289.0	费用率					
无形资产	589.1	613.8	511.6	452.0	399.3	销售费用率	12.0%	11.7%	11.7%	11.5%	11.5%
其他非流动资产	1,785.0	4,615.0	4,788.6	4,952.5	5,107.4	管理费用率	4.7%	4.3%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	50,866	68,342	74,343	88,452	104,049	财务费用率	3.0%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
短期债务	3,882.5	4,906.5	4,860.2	4,784.8	4,669.2	三费/营业收入	19.7%	17.3%	27.0%	26.7%	26.7%
应付帐款	11,049.0	15,260.3	18,136.9	21,463.0	24,491.4	偿债能力					
应付票据	6,318.1	8,484.9	9,766.0	11,557.0	13,187.7	资产负债率	70.1%	73.7%	70.2%	69.6%	68.2%
其他流动负债	2,083.4	4,814.1	7,137.5	10,880.1	15,137.0	负债权益比	235.0%	280.8%	235.9%	229.4%	214.6%
长期借款	1,292.5	2,396.4	2,396.4	2,396.4	2,396.4	流动比率	1.42	1.35	1.29	1.30	1.32
其他非流动负债	4,393.0	6,902.0	3,265.4	3,265.4	3,265.4	速动比率	1.11	1.11	0.99	1.00	1.03
负债总额	35,682.4	50,393.5	52,209.6	61,599.7	70,977.7	利息保障倍数	5.00	11.00	4.17	5.39	6.27
少数股东权益	934.0	1,123.6	1,615.3	2,320.8	3,250.5	分红指标					
股本	1,343.3	1,831.3	2,866.7	2,866.7	2,866.7	DPS(元)	0.08	0.19	0.17	0.25	0.33
留存收益	12,751.4	15,108.8	17,651.8	21,665.2	26,954.1	分红比率	14.4%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	15,183.5	17,948.9	22,133.8	26,852.7	33,071.3	股息收益率	0.4%	1.0%	0.9%	1.2%	1.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,911.9	2,695.7	3,290.3	4,721.6	6,222.2	EPS(元)	0.58	0.86	1.15	1.65	2.17
加: 折旧和摊销	700.1	762.8	945.3	1,303.9	1,699.6	BVPS(元)	5.30	6.26	7.72	9.37	11.54
资产减值准备	419.4	737.9	669.7	806.1	810.5	PE(X)	34.5	23.3	17.4	12.1	9.2
公允价值变动损失	128.3	-12.6	-	-	-	PB(X)	3.8	3.2	2.6	2.1	1.7
财务费用	382.7	897.0	545.0	972.1	1,122.9	P/FCF	27.6	10.8	-7.7	11.1	8.0
投资收益	-122.7	-11.9	-13.4	-14.8	-15.9	P/S	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5
少数股东损益	251.7	237.5	491.7	705.5	929.8	EV/EBITDA	3.5	3.4	11.2	7.1	4.6
营运资金的变动	1,379.7	-4,697.7	1,554.5	2,627.1	3,096.4	CAGR(%)	41.6%	38.4%	28.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	3,647.9	3,729.3	7,910.1	11,272.4	14,050.7	PEG	0.8	0.6	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,987.7	-2,301.1	-2,072.5	-2,776.6	-3,203.4	ROIC/WACC	3.3	2.5	3.5	3.0	3.9
融资活动产生现金流量	3,642.7	1,287.2	-4,109.9	-1,685.8	-2,165.7	REP	0.6	1.0	0.8	0.9	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034