

印度安全门、欧元贬值雪上加霜，趋势渐好持续买入

中兴通讯 (000063)

评级: 买入 (维持)

通信设备

股价: 22.68 元

跟踪报告

2010 年 08 月 20 日 星期五

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

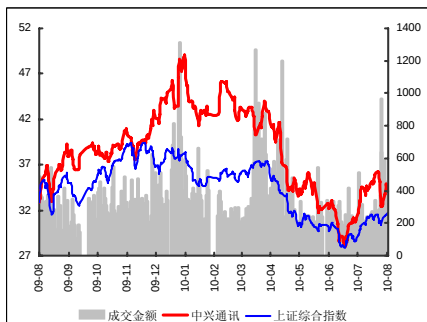
重要数据

总股本(亿股)	28.67
流通股本(亿股)	22.73
总市值(亿元)	650.17
流通市值(亿元)	515.42

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	8.31	-0.28
3 个月	1.66	-3.50
6 个月	-19.20	-8.26

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《去年基数高致增速放缓，海外市场主题延续》 10.04.27

《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

投资要点

- **上半年业绩符合预期。**2010 年上半年公司实现营业收入 307 亿元，同比增长 10.9%；营业利润 6.74 亿元，同比增长 6.3%；净利润 8.77 亿元，同比增长 12%；摊薄每股收益 0.31 元，符合市场 10-15% 的增长预期。第二季度公司实现营业收入 175 亿元，同比增长 8.9%；净利润 7.67 亿元，同比增长 8.9%；摊薄每股收益 0.27 元。
- **海外：剔除印度安全门事件，区域业务全面复苏。**在全球电信投资持续下滑的大背景，公司海外业务却得到了全面复苏，来之不易，海外收入 152 亿元，同比增长 19.6%。其中亚洲收入同比减少 18%，非洲收入同比增长 78%，其他地区收入同比增长 45%。亚洲收入下滑是受到了印度安全门事件的影响，印度收入较同期减少约 20 亿元，印度收入占比也同比下降 7 个百分点至 4%，若剔除这部分的影响，亚洲收入可同比增长约 20%，而公司总体营业收入也将同比增长 18%。
- **国内：收入微幅增长，光通信、有线、接入产品驱动。**09 年国内电信投资受到 3G 发牌的影响，出现“前高后低”走势，10 年恢复到“前低后高”的常态，因此 09 年上半年投资基数大，10 年增长大幅放缓。公司国内收入 155 亿元，仅同比增长 3.5%，其中无线系统收入同比减少 25%，是由于 3G 网络投入的下降，光通信、有线交换以及接入网产品需求依然旺盛，光通信产品收入同比增长 20%，有线产品收入同比增长 100%。
- **综合毛利率提升。**综合毛利率 33.5%，较同期提升 1.4 个百分点，主要原因：①高毛利率的非洲区域因无线系统收入增加加快，收入占比提升，毛利贡献率同比提升 7.8 个百分点至 22.5%。②国内毛利率因无线系统、光通信毛利率上升而上升，毛利率提升 1.5 个百分点至 34.9%。③低毛利率的印度收入减少。
- **费用向市场倾斜，欧元贬值影响利润。**期间费用率 29.6%，同比上升 2.4 个百分点，其中销售费用率上升 1.6 个百分点，管理费用率下降 1.2 个百分点，此长彼消的原因是公司注重了市场开拓，特别是发达国际市场，同时加强管理费用控制，部分管理人

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	374.6	425.1	510.0	914.3	1,073.9
营业收入增长率(%)	6.4%	13.5%	20.0%	79.3%	17.5%
营业利润(百万元)	77.3	89.0	110.4	177.4	208.8
营业利润增长率(%)	9.2%	15.1%	24.0%	60.8%	17.7%
净利润(百万元)	81.2	93.8	112.7	171.3	198.5
净利润增长率(%)	32.2%	15.6%	20.1%	51.9%	15.9%
营业利润率(%)	20.6%	20.9%	21.6%	19.4%	19.4%
每股收益(元)	0.184	0.213	0.256	0.389	0.450
每股净资产(元)	1.09	1.24	1.49	1.88	2.33
PE(X)	95.8	82.8	69.0	45.4	39.2
PB(X)	16.2	14.3	11.8	9.4	7.6
ROE(%)	17.7%	18.3%	18.8%	23.0%	21.4%

员由管理职能走向市场开拓。财务费用增加 3.7 亿元，费用率上升 1.1 个百分点，主要是欧元贬值，造成汇兑损失 2.7 亿元，而去年同期还是汇兑收益 1.2 亿元。

- **关注焦点。**①印度安全门事件逐渐明朗，并向积极方向发展，预计 9 月份将会有实质进展，公司印度市场有望恢复。②今年 TD-SCDMA 招标将在 3 季度完成，年内确认收入，据东海测算，TD 系统收入有望同比增长 30%，毛利率提高 15 个百分点。③下半年 WCDMA、CDMA 系统扩容，电信投资降幅将收窄。④光通信、有线交换、接入网产品受益于国内外的需求旺盛，国内三网融合、网关建设等仍有不小驱动力。⑤欧元区债务危机逐渐转好，欧元贬值得到遏制，汇兑损失有望减少。
- **盈利预测及投资建议。**2、3 季度公司业绩将是近年来的低点，4 季度恢复快速增长的概率正逐渐增加。我们继续强化中期策略对中兴通讯《阵痛过后前景可期》的观点，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.10/1.31/1.74 元，对应动态 PE 分别为 21x/17x/13x，具有显著估值优势，继续建议长期投资者逢低持续买入，维持“买入”评级。

表 1. 中兴通讯上半年度业绩对比

百万元	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	YoY	QoQ	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	备注
营业收入	16,037.47	15,135.83	17,429.09	13,255.78	17,469.64	8.9%	31.8%	27,707.65	30,725.42	10.9%	海外收入同比增长 19.6%，国内收入仅同比增长 3.5%，剔除印度安全门事件，海外区域业务全面复苏
增长率	44.7%	42.8%	24.8%	13.6%	8.9%	-35.8%	-4.7%	40.4%	10.9%	-29.5%	
毛利率	30.4%	34.5%	31.8%	33.4%	33.5%	3.1%	0.1%	32.1%	33.5%	1.4%	高毛利率的区域收入占比提升，国内无线系统、光通信毛利率上升
营业成本	11,166.96	9,907.58	11,891.41	8,832.48	11,614.43	4.0%	31.5%	18,824.35	20,446.91	8.6%	
营业税金及附加	201.40	233.13	159.76	163.36	304.16	51.0%	86.2%	300.05	467.51	55.8%	
期间费用率	24.1%	29.2%	24.3%	30.3%	29.0%	5.0%	-1.3%	27.1%	29.6%	2.4%	
销售费用	1,667.04	2,073.52	1,793.73	1,867.02	2,133.04	28.0%	14.2%	3,177.14	4,000.05	25.9%	
销售费用率	10.4%	13.7%	10.3%	14.1%	12.2%	1.8%	-1.9%	11.5%	13.0%	1.6%	公司注重了市场开拓，特别是发达国际市场。
管理费用	740.36	763.85	436.35	657.56	493.40	-33.4%	-25.0%	1,367.73	1,150.96	-15.8%	
管理费用率	4.6%	5.0%	2.5%	5.0%	2.8%	-1.8%	-2.1%	4.9%	3.7%	-1.2%	部分管理人员转入市场销售。
研发费用	1,476.35	1,409.16	1,765.97	1,184.62	2,010.66	36.2%	69.7%	2,606.45	3,195.28	22.6%	
研发费用率	9.2%	9.3%	10.1%	8.9%	11.5%	2.3%	2.6%	9.4%	10.4%	1.0%	核心网、业务网、承载网、GSM、WCDMA 移动产品的投入
财务费用	(25.81)	170.76	246.61	308.67	431.96	-1773.5%	39.9%	367.35	740.64	101.6%	
财务费用率	-0.2%	1.1%	1.4%	2.3%	2.5%	2.6%	0.1%	1.3%	2.4%	1.1%	欧元贬值，造成汇兑损失 2.7 亿元。
资产减值损失	280.76	226.33	65.69	237.26	(85.17)	-130.3%	-135.9%	445.93	152.09	-65.9%	
公允价值变动净收益	14.56	0.00	(0.09)	39.45	38.48	164.3%	-2.5%	12.65	77.93	516.1%	
投资净收益	9.48	0.00	9.52	0.00	23.98	153.0%	NA	2.35	23.98	920.3%	
营业利润	554.46	351.50	1,079.01	44.26	629.62	13.6%	1322.4%	633.66	673.89	6.3%	
增长率	42.1%	964.5%	44.0%	-44.1%	13.6%	-28.5%	57.7%	36.9%	6.3%	-30.5%	
营业利润率	3.5%	2.3%	6.2%	0.3%	3.6%	0.1%	3.3%	2.3%	2.2%	-0.1%	
加：营业外收入	502.78	262.81	508.46	225.15	518.66	3.2%	130.4%	620.15	743.81	19.9%	财政补贴以及国家科技拨款增加。
减：营业外支出	11.16	11.35	76.88	17.46	7.38	-33.9%	-57.8%	42.61	24.84	-41.7%	
利润总额	1,046.08	602.96	1,510.59	251.95	1,140.91	9.1%	352.8%	1,211.20	1,392.86	15.0%	
减：所得税	283.38	151.97	134.66	57.70	341.87	20.6%	492.5%	342.46	399.57	16.7%	
实际所得税率	27.1%	25.2%	8.9%	22.9%	30.0%	2.9%	7.1%	28.3%	28.7%	0.4%	
净利润	762.70	450.99	1,375.93	194.25	799.04	4.8%	311.3%	868.74	993.29	14.3%	
减：少数股东损益	57.99	42.34	109.83	84.39	31.41	-45.8%	-62.8%	85.37	115.80	35.6%	
归属于母公司所有者的净利润	704.71	408.65	1,266.11	109.86	767.63	8.9%	598.7%	783.37	877.49	12.0%	
增长率	41.9%	58.2%	49.9%	39.7%	8.9%	-33.0%	-30.8%	40.5%	12.0%	-28.5%	
净利润率	4.4%	2.7%	7.3%	0.8%	4.4%	0.0%	3.6%	2.8%	2.9%	0.0%	
每股收益（元）	0.25	0.14	0.44	0.04	0.27	8.9%	598.7%	0.27	0.31	12.0%	

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	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	34,777.2	44,293.4	60,272.6	74,544.3	88,904.2	109,577.5	27.4%	36.1%	23.7%	19.3%	23.3%
增长率	49.8%	27.4%	36.1%	23.7%	19.3%	23.3%	-22.4%	8.7%	-12.4%	-4.4%	4.0%
运营商网络	22,567.5	28,963.8	39,982.3	50,050.9	58,883.3	72,781.6	28.3%	38.0%	25.2%	17.6%	23.6%
手机	7,645.1	9,692.6	13,071.5	16,127.8	20,064.2	24,772.0	26.8%	34.9%	23.4%	24.4%	23.5%
电信服务以及其他	4,564.6	5,637.0	7,016.3	8,365.6	9,956.7	12,023.9	23.5%	24.5%	19.2%	19.0%	20.8%
综合毛利率	33.9%	33.4%	32.6%	32.8%	32.1%	32.0%	-0.4%	-0.8%	0.2%	-0.6%	-0.2%
营业成本	23,004.5	29,492.5	40,623.3	50,105.3	60,331.9	74,551.5	28.2%	37.7%	23.3%	20.4%	23.6%
营业税金及附加	280.3	415.9	692.9	820.0	977.9	1,205.4	48.4%	66.6%	18.3%	19.3%	23.3%
期间费用率	28.4%	28.7%	26.8%	26.7%	26.1%	25.3%	0.3%	-1.9%	-0.1%	-0.6%	-0.8%
销售费用	4,395.1	5,312.5	7,044.4	8,572.6	10,224.0	12,272.7	20.9%	32.6%	21.7%	19.3%	20.0%
销售费用率	12.6%	12.0%	11.7%	11.5%	11.5%	11.2%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	0.0%	-0.3%
管理费用	1,777.6	2,099.7	2,567.9	2,683.6	3,111.6	3,725.6	18.1%	22.3%	4.5%	16.0%	19.7%
管理费用率	5.1%	4.7%	4.3%	3.6%	3.5%	3.4%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.1%	-0.1%
研发费用	3,210.4	3,994.1	5,781.6	7,305.3	8,712.6	10,409.9	24.4%	44.8%	26.4%	19.3%	19.5%
研发费用率	9.2%	9.0%	9.6%	9.8%	9.8%	9.5%	-0.2%	0.6%	0.2%	0.0%	-0.3%
财务费用	494.4	1,308.3	784.7	1,341.8	1,182.4	1,314.9	164.6%	-40.0%	71.0%	-11.9%	11.2%
财务费用率	1.4%	3.0%	1.3%	1.8%	1.3%	1.2%	1.5%	-1.7%	0.5%	-0.5%	-0.1%
资产减值损失	789.1	419.4	737.9	745.4	800.1	986.2	-46.9%	76.0%	1.0%	7.3%	23.3%
公允价值变动净收益	115.6	(128.3)	12.6	81.0	81.0	81.0	-211.0%	-109.8%	544.9%	0.0%	0.0%
投资净收益	59.4	122.7	11.9	37.0	37.0	37.0	106.4%	-90.3%	211.7%	0.0%	0.0%
营业利润	1,000.8	1,245.4	2,064.2	3,088.2	3,681.6	5,229.4	24.4%	65.7%	49.6%	19.2%	42.0%
增长率	151.4%	24.4%	65.7%	49.6%	19.2%	42.0%	-126.9%	41.3%	-16.1%	-30.4%	22.8%
营业利润率	2.9%	2.8%	3.4%	4.1%	4.1%	4.8%	-0.1%	0.6%	0.7%	0.0%	0.6%
加: 营业外收入	906.1	1,098.3	1,391.4	1,551.5	1,800.8	2,014.3	21.2%	26.7%	11.5%	16.1%	11.9%
减: 营业外支出	179.2	81.1	130.8	123.0	123.0	123.0	-54.7%	61.2%	-6.0%	0.0%	0.0%
利润总额	1,727.7	2,262.5	3,324.7	4,516.7	5,359.4	7,120.7	31.0%	46.9%	35.9%	18.7%	32.9%
减: 所得税	276.3	350.6	629.1	853.7	1,012.9	1,345.8	26.9%	79.4%	35.7%	18.7%	32.9%
实际所得税率	16.0%	15.5%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	-0.5%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	1,451.5	1,911.9	2,695.7	3,663.1	4,346.5	5,774.8	31.7%	41.0%	35.9%	18.7%	32.9%
减: 少数股东损益	199.3	251.7	237.5	502.9	596.8	792.9	26.3%	-5.6%	111.7%	18.7%	32.9%
归属于母公司所有者的净利润	1,252.2	1,660.2	2,458.1	3,160.1	3,749.7	4,982.0	32.6%	48.1%	28.6%	18.7%	32.9%
增长率	63.3%	32.6%	48.1%	28.6%	18.7%	32.9%	-30.7%	15.5%	-19.5%	-9.9%	14.2%
净利润率	3.6%	3.7%	4.1%	4.2%	4.2%	4.5%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%
每股收益(元)	0.44	0.58	0.86	1.10	1.31	1.74	32.6%	48.1%	28.6%	18.7%	32.9%

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
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,134.0	1,134.0	5.35	0.15	0.10	0.13	36.1x	53.5x	42.0x	-7.2%	NA	1.6x
平均值									36.1x	53.5x	42.0x	-7.2%		1.6x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	650.2	515.4	22.68	0.86	1.10	1.31	26.5x	20.6x	17.3x	23.5%	0.9x	3.2x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	82.8	21.0	14.90	0.61	0.70	0.87	24.3x	21.3x	17.2x	18.8%	1.1x	4.1x
平均值									25.4x	21.0x	17.3x	21.1%	1.0x	3.7x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	125.9	57.0	28.49	0.59	0.85	1.16	48.0x	33.3x	24.7x	39.5%	0.8x	3.9x
光迅科技	002281.SZ	增持	54.1	13.5	33.80	0.65	0.76	1.03	51.9x	44.6x	32.7x	26.0%	1.7x	5.6x
亨通光电	600487.SH	中性	48.6	48.6	29.23	1.11	1.15	1.43	26.4x	25.4x	20.5x	13.5%	1.9x	3.7x
中天科技	600522.SH	中性	70.9	70.9	22.09	1.04	1.10	1.33	21.2x	20.1x	16.6x	12.7%	1.6x	4.1x
平均值									36.9x	30.9x	23.6x	22.9%	1.5x	4.3x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	45.0	28.3	19.14	0.35	0.58	0.81	54.8x	33.0x	23.7x	52.0%	0.6x	8.1x
日海通讯	002313.SZ	-	40.8	10.2	40.75	0.73	1.13	1.57	56.2x	36.1x	26.0x	47.1%	0.8x	4.8x
平均值									55.5x	34.5x	24.8x	49.5%	0.7x	6.5x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	32.9	25.2	15.33	0.36	0.50	0.61	42.5x	30.6x	25.3x	29.7%	1.0x	4.9x
奥维通信	002231.SZ	-	21.5	5.4	13.41	0.15	0.16	0.22	90.2x	85.5x	61.5x	21.1%	4.1x	5.5x
三元达	002417.SZ	-	27.5	5.5	22.90	0.41	0.56	0.68	55.4x	40.7x	33.7x	28.3%	1.4x	11.8x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	87.0	22.6	161.10	2.06	2.73	3.66	78.1x	59.0x	44.0x	33.2%	1.8x	6.1x
华星创业	300025.SZ	增持	22.5	5.6	28.10	0.33	0.53	0.73	85.2x	52.8x	38.8x	48.3%	1.1x	8.5x
中创信测	600485.SH	增持	21.2	21.2	15.30	0.19	0.43	0.59	80.5x	35.5x	25.7x	76.9%	0.5x	5.3x
国脉科技	002093.SZ	中性	57.2	47.8	14.27	0.23	0.29	0.36	61.4x	49.0x	39.3x	24.9%	2.0x	10.8x
平均值									70.5x	50.4x	38.3x	37.5%	1.1x	7.5x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	36.2	35.8	18.25	0.16	0.28	0.41	115.5x	64.3x	44.3x	61.4%	1.0x	5.1x
恒宝股份	002104.SZ	增持	78.9	49.4	17.90	0.21	0.26	0.39	84.1x	70.0x	46.1x	35.1%	2.0x	14.0x
大唐电信	600198.SH	增持	80.9	80.6	18.43	0.13	0.30	0.38	140.8x	61.9x	48.7x	70.0%	0.9x	16.4x
平均值									113.4x	65.4x	46.4x	55.5%	1.3x	11.8x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	27.0	18.8	35.75	0.47	0.29	0.42	76.1x	122.2x	85.0x	-5.3%	NA	6.7x
拓维信息	002261.SZ	买入	44.7	22.9	30.75	0.60	0.76	1.08	51.3x	40.5x	28.5x	34.1%	1.2x	7.1x
平均值									63.7x	81.4x	56.7x	14.4%	NA	6.9x
卫星导航														
北斗星通	002151.SZ	-	38.7	17.2	42.52	0.56	0.65	0.85	75.8x	65.7x	49.8x	23.3%	2.8x	12.4x
合众思壮	002383.SZ	-	64.8	16.2	54.02	0.70	0.88	1.12	77.2x	61.5x	48.3x	26.5%	2.3x	4.6x
平均值									76.5x	63.6x	49.1x	24.9%	2.6x	8.5x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	65.8	65.8	11.68	0.15	0.23	0.36	79.8x	50.8x	32.5x	56.7%	0.9x	4.6x
动力源	600405.SH	-	22.8	22.8	10.92	0.19	0.28	0.57	-	-	-	-	-	5.7x
键桥通讯	002316.SZ	-	31.0	7.7	19.85	0.27	0.39	0.50	72.9x	51.3x	39.8x	35.3%	1.5x	4.0x
平均值									76.4x	51.1x	36.2x	46.0%	1.2x	4.3x
板块均值									64.5x	49.2x	36.5x	33.0%	0.1x	6.7x

资料来源：东海证券研究所

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, 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、免责条款

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