

海外营收占比超 50%，订单增长良好

中兴通讯 (000063)
评级：买入（维持）
通信设备
股价：28.13 元
跟踪报告

2010 年 10 月 27 日 星期三

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

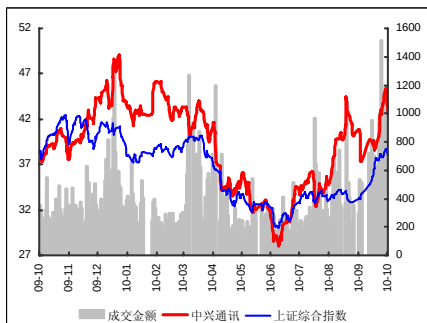
重要数据

总股本(亿股)	28.67
流通股本(亿股)	22.73
总市值(亿元)	806.41
流通市值(亿元)	639.27

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	5.99	-9.66
3 个月	22.89	9.09
6 个月	5.17	0.69

个股相对上证综指走势图


相关报告：

- 《印度安全门、欧元贬值雪上加霜，趋势渐好持续买入》 10.08.20
- 《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
- 《海外市场出现复苏迹象》 09.10.28

投资要点

- **业绩符合预期。**2010 年前三季度公司实现营业收入 460.6 亿元，同比增长 7.5%；营业利润 9.3 亿元，同比减少 5.6%；净利润 13.6 亿元，同比增长 14.2%；摊薄每股收益 0.47 元，基本符合我们 0.478 元的预期。第三季度公司实现营业收入 153.4 亿元，同比增长 1.3%；净利润 4.8 亿元，同比增长 18.4%；摊薄每股收益 0.17 元。
- **第三季度海外业务重回正轨。**①第三季度公司海外收入比重自 09 年下半年后再次超过 50%。由于受印度安全门事件的影响，公司来自印度的收入不到 20 亿元，同比减少 50%，但来自非洲、欧美收入都保持着 50%的增速。第三季度公司海外订单增长见好，全球电信投资逐渐复苏，同时印度事件得到缓解，9 月中旬已拿到订单，对四季度业绩有贡献。②国内收入略有下滑，主要是由于 CDMA、GSM、WCDMA 投资的下降，3 季度确认了 TD-SCDMA 四期招标的部分收入，预计 4 季度仍将贡献部分收入。国内有线产品，特别接入产品增长喜人，增速接近 90%，另外光网络传输设备也有 20%的增长。
- **分产品，终端、软件及服务为驱动。**报告期内公司运营商网络收入同比下降 2.6%，主要由于无线产品收入的下滑。终端收入同比增长 30.5%，3G 终端是驱动力。软件及服务收入同比增长 23.9%，主要是由于视频会议、IPTV 以及服务业务的增长所致。
- **毛利率提升，期间费用率上升。**综合毛利率 33.9%，同比提升 0.9 个百分点，其中运营商网络毛利率提高约 3 个百分点，软件及服务提高 2 个百分点，终端下降约 3 个百分点。期间费用率 29.6%，同比上升 1.8 个百分点，其中销售费用率上升 1.6 个百分点，主要是由于公司开拓海外市场，同时将部分管理人员推向销售，管理费转入销售费所致；财务费用率 1.4%，同比上升 0.1 个百分点，这其中第三季度由于非美元币种对美元的升值给公司带来 1.1 亿元的汇兑收益。
- **关注焦点。**①报告期末公司存货 136.6 亿元，较 09 年底增长 46.5%，系在安装的发出商品以及原材料增加所致，显示出公司订单增长良好。②TD-LTE 处于试验阶段，产业

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	44,293	60,273	68,662	84,598	104,381
营业收入增长率(%)	27.4%	36.1%	13.9%	23.2%	23.4%
营业利润(百万元)	1,245	2,064	2,605	3,396	4,880
营业利润增长率(%)	24.4%	65.7%	26.2%	30.4%	43.7%
净利润(百万元)	1,660	2,458	3,050	3,745	4,997
净利润增长率(%)	32.6%	48.1%	24.1%	22.8%	33.4%
营业利润率(%)	2.8%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%
每股收益(元)	0.579	0.857	1.064	1.306	1.743
每股净资产(元)	4.97	5.87	6.93	8.24	9.98
PE(X)	48.6	32.8	26.4	21.5	16.1
PB(X)	5.7	4.8	4.1	3.4	2.8
ROE(%)	12.6%	15.8%	16.6%	17.2%	19.1%

链成熟度低，短期内还不能无法推广，我们预计最早在 2012 年实施推进。③十二五规划关于新一代信息技术战略部署，无论在有线无线，基于中兴通讯齐全的产品线，必将大有受益。④终端发货量有望超年初 8,000 万部的目标。⑤印度事件平息，4 季度逐步确认收入。⑥欧美贸易保护虽阻碍公司短期发展，但伴随中兴通讯服务能力的提升，借全球宽带化及升级改造之机，产品进入成熟市场也是趋势。

□ **盈利预测及投资建议。**预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.06/1.31/1.74 元，对应动态 PE 分别为 26x/21x/16x，估值水平具有一定优势，维持公司“买入”评级。

表 1. 中兴通讯三季度业绩对比

百万元	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	YoY	QoQ	1-3Q2009	1-3Q2010	YoY	点评
营业收入	15,135.83	17,429.09	13,255.78	17,469.64	15,336.86	1.3%	-12.2%	42,843.48	46,062.28	7.5%	运营商网络收入同比下降 2.6%，终端收入同比增长 30.5%，软件及服务收入同比增长 23.9%
增长率	42.8%	24.8%	13.6%	8.9%	1.3%	-41.5%	-7.6%	41.3%	7.5%	-33.8%	
毛利率	34.5%	31.8%	33.4%	33.5%	34.7%	0.2%	1.2%	32.9%	33.9%	0.9%	运营商网络毛利率提高约 3 个百分点，软件及服务提高 0.1 个百分点，终端下降约 3 个百分点
营业成本	9,907.58	11,891.41	8,832.48	11,614.43	10,010.71	1.0%	-13.8%	28,731.93	30,457.63	6.0%	
营业税金及附加	233.13	159.76	163.36	304.16	305.82	31.2%	0.5%	533.18	773.33	45.0%	
期间费用率	29.2%	24.3%	30.3%	29.0%	29.7%	0.5%	0.7%	27.9%	29.6%	1.8%	
销售费用	2,073.52	1,793.73	1,867.02	2,133.04	2,404.53	16.0%	12.7%	5,250.66	6,404.58	22.0%	
销售费用率	13.7%	10.3%	14.1%	12.2%	15.7%	2.0%	3.5%	12.3%	13.9%	1.6%	公司开拓海外市场，同时得部分管理人员转向销售，管理费用计入销售费用所致
管理费用	763.85	436.35	657.56	493.40	776.30	1.6%	57.3%	2,131.58	1,927.26	-9.6%	
管理费用率	5.0%	2.5%	5.0%	2.8%	5.1%	0.0%	2.2%	5.0%	4.2%	-0.8%	
研发费用	1,409.16	1,765.97	1,184.62	2,010.66	1,477.65	4.9%	-26.5%	4,015.61	4,672.92	16.4%	
研发费用率	9.3%	10.1%	8.9%	11.5%	9.6%	0.3%	-1.9%	9.4%	10.1%	0.8%	
财务费用	170.76	246.61	308.67	431.96	(105.33)	-161.7%	-124.4%	538.11	635.31	18.1%	
财务费用率	1.1%	1.4%	2.3%	2.5%	-0.7%	-1.8%	-3.2%	1.3%	1.4%	0.1%	第三季度由于非美元币种对美元的升值给公司带来 1.1 亿元的汇兑收益
资产减值损失	226.33	65.69	237.26	(85.17)	200.61	-11.4%	-335.5%	672.25	352.70	-47.5%	因应收账款坏账准备金减少及部分存货跌价损失转回所致
公允价值变动净收益	0.00	(0.09)	39.45	38.48	(21.13)	NA	-154.9%	12.65	56.80	349.1%	
投资净收益	0.00	9.52	0.00	23.98	11.12	NA	-53.6%	2.35	35.10	1393.4%	
营业利润	351.50	1,079.01	44.26	629.62	256.56	-27.0%	-59.3%	985.16	930.45	-5.6%	
增长率	964.5%	44.0%	-44.1%	13.6%	-27.0%	-991.5%	-40.6%	98.6%	-5.6%	-104.2%	
营业利润率	2.3%	6.2%	0.3%	3.6%	1.7%	-0.6%	-1.9%	2.3%	2.0%	-0.3%	
加：营业外收入	262.81	508.46	225.15	518.66	470.22	78.9%	-9.3%	882.96	1,214.03	37.5%	
减：营业外支出	11.35	76.88	17.46	7.38	44.51	292.1%	503.3%	53.96	69.34	28.5%	
利润总额	602.96	1,510.59	251.95	1,140.91	682.27	13.2%	-40.2%	1,814.15	2,075.13	14.4%	
减：所得税	151.97	134.66	57.70	341.87	183.85	21.0%	-46.2%	494.42	583.42	18.0%	
实际所得税率	25.2%	8.9%	22.9%	30.0%	26.9%	1.7%	-3.0%	27.3%	28.1%	0.9%	
净利润	450.99	1,375.93	194.25	799.04	498.42	10.5%	-37.6%	1,319.73	1,491.71	13.0%	
减：少数股东损益	42.34	109.83	84.39	31.41	14.49	-65.8%	-53.9%	127.72	130.29	2.0%	
归属于母公司所有者的净利润	408.65	1,266.11	109.86	767.63	483.94	18.4%	-37.0%	1,192.02	1,361.43	14.2%	
增长率	58.2%	49.9%	39.7%	8.9%	18.4%	-39.8%	9.5%	46.1%	14.2%	-31.9%	
净利润率	2.7%	7.3%	0.8%	4.4%	3.2%	0.5%	-1.2%	2.8%	3.0%	0.2%	
每股收益（元）	0.14	0.44	0.04	0.27	0.17	18.4%	-37.0%	0.42	0.47	14.2%	

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	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	23,214.6	34,777.2	44,293.4	60,272.6	68,661.9	84,598.0	104,380.5	27.4%	36.1%	13.9%	23.2%	23.4%
增长率	7.6%	49.8%	27.4%	36.1%	13.9%	23.2%	23.4%	-22.4%	8.7%	-22.2%	9.3%	0.2%
运营商网络	15,341.0	22,567.5	28,963.8	39,982.3	43,050.9	54,881.3	68,781.6	28.3%	38.0%	7.7%	27.5%	25.3%
手机	4,519.5	7,645.1	9,692.6	13,071.5	17,245.4	19,760.0	23,575.0	26.8%	34.9%	31.9%	14.6%	19.3%
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	12,023.9	23.5%	24.5%	19.2%	19.0%	20.8%
综合毛利率	34.2%	33.9%	33.4%	32.6%	33.0%	31.7%	31.3%	-0.4%	-0.8%	0.4%	-1.3%	-0.4%
营业成本	15,273.1	23,004.5	29,492.5	40,623.3	45,988.7	57,801.5	71,749.0	28.2%	37.7%	13.2%	25.7%	24.1%
营业税金及附加	111.4	280.3	415.9	692.9	1,029.9	1,269.0	1,565.7	48.4%	66.6%	48.6%	23.2%	23.4%
期间费用率	32.1%	28.4%	28.7%	26.8%	27.2%	25.4%	24.3%	0.3%	-1.9%	0.4%	-1.8%	-1.1%
销售费用	3,140.1	4,395.1	5,312.5	7,044.4	8,788.7	9,728.8	11,168.7	20.9%	32.6%	24.8%	10.7%	14.8%
销售费用率	13.5%	12.6%	12.0%	11.7%	12.8%	11.5%	10.7%	-0.6%	-0.3%	1.1%	-1.3%	-0.8%
管理费用	1,244.7	1,777.6	2,099.7	2,567.9	2,471.8	2,537.9	2,609.5	18.1%	22.3%	-3.7%	2.7%	2.8%
管理费用率	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	3.6%	3.0%	2.5%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
研发费用	2,832.7	3,210.4	3,994.1	5,781.6	6,728.9	8,290.6	10,333.7	24.4%	44.8%	16.4%	23.2%	24.6%
研发费用率	12.2%	9.2%	9.0%	9.6%	9.8%	9.8%	9.9%	-0.2%	0.6%	0.2%	0.0%	0.1%
财务费用	239.6	494.4	1,308.3	784.7	686.6	930.6	1,252.6	164.6%	-40.0%	-12.5%	35.5%	34.6%
财务费用率	1.0%	1.4%	3.0%	1.3%	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%	-1.7%	-0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	23.3	789.1	419.4	737.9	480.6	761.4	939.4	-46.9%	76.0%	-34.9%	58.4%	23.4%
公允价值变动净收益	16.6	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	31.8	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	398.1	1,000.8	1,245.4	2,064.2	2,604.6	3,396.2	4,879.9	24.4%	65.7%	26.2%	30.4%	43.7%
增长率	-61.5%	151.4%	24.4%	65.7%	26.2%	30.4%	43.7%	-126.9%	41.3%	-39.6%	4.2%	13.3%
营业利润率	1.7%	2.9%	2.8%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	-0.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.7%
加: 营业外收入	658.7	906.1	1,098.3	1,391.4	1,651.5	1,800.8	2,014.3	21.2%	26.7%	18.7%	9.0%	11.9%
减: 营业外支出	26.2	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	1,030.7	1,727.7	2,262.5	3,324.7	4,133.1	5,074.0	6,771.2	31.0%	46.9%	24.3%	22.8%	33.4%
减: 所得税	127.1	276.3	350.6	629.1	781.2	959.0	1,279.8	26.9%	79.4%	24.2%	22.8%	33.4%
实际所得税率	12.3%	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	903.6	1,451.5	1,911.9	2,695.7	3,351.9	4,115.0	5,491.4	31.7%	41.0%	24.3%	22.8%	33.4%
减: 少数股东损益	136.6	199.3	251.7	237.5	301.7	370.4	494.2	26.3%	-5.6%	27.0%	22.8%	33.4%
归属于母公司所有者的净利润	767.0	1,252.2	1,660.2	2,458.1	3,050.3	3,744.7	4,997.2	32.6%	48.1%	24.1%	22.8%	33.4%
增长率	-35.8%	63.3%	32.6%	48.1%	24.1%	22.8%	33.4%	-30.7%	15.5%	-24.0%	-1.3%	10.7%
净利润率	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.4%	4.4%	4.8%	0.1%	0.3%	0.4%	0.0%	0.4%
每股收益(元)	0.27	0.44	0.58	0.86	1.06	1.31	1.74	32.6%	48.1%	24.1%	22.8%	33.4%

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	1,123.4	1,123.4	5.30	0.15	0.10	0.13	35.8x	53.0x	41.6x	-7.2%	NA	1.6x
平均值									35.8x	53.0x	41.6x	-7.2%		1.6x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	806.4	639.3	28.13	0.86	1.06	1.31	32.8x	26.4x	21.5x	23.4%	1.1x	4.0x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	90.6	23.0	16.30	0.61	0.70	0.87	26.6x	23.3x	18.8x	18.8%	1.2x	4.5x
平均值									29.7x	24.9x	20.2x	21.1%	1.2x	4.2x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	155.0	81.3	35.08	0.59	0.79	1.17	59.1x	44.3x	30.1x	40.2%	1.1x	4.8x
光迅科技	002281.SZ	增持	56.8	29.1	35.53	0.65	0.84	1.15	54.6x	42.5x	30.9x	32.9%	1.3x	5.9x
亨通光电	600487.SH	中性	54.3	54.3	32.71	1.11	0.97	1.18	29.6x	33.9x	27.7x	3.3%	10.1x	4.1x
中天科技	600522.SH	中性	85.5	85.5	26.64	1.04	1.26	1.55	25.5x	21.1x	17.2x	21.9%	1.0x	4.9x
平均值									42.2x	35.5x	26.5x	24.6%	3.4x	4.9x
配线、机柜														
新海宜	002089.SZ	-	49.1	30.8	20.88	0.35	0.54	0.75	59.8x	38.8x	27.9x	46.5%	0.8x	8.8x
日海通讯	002313.SZ	-	43.6	10.9	43.60	0.73	1.09	1.52	60.1x	40.1x	28.7x	44.7%	0.9x	5.2x
平均值									60.0x	39.5x	28.3x	45.6%	0.9x	7.0x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	35.4	26.4	16.48	0.36	0.50	0.61	45.7x	32.8x	27.2x	29.7%	1.1x	5.2x
奥维通信	002231.SZ	-	24.7	6.2	15.37	0.15	0.16	0.22	103.4x	98.0x	70.5x	21.1%	4.6x	6.3x
三元达	002417.SZ	-	25.4	6.4	21.18	0.41	0.56	0.68	51.3x	37.6x	31.2x	28.3%	1.3x	10.9x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	68.7	17.8	63.63	1.03	1.53	2.05	61.7x	41.5x	31.1x	41.0%	1.0x	4.8x
华星创业	300025.SZ	增持	19.8	4.9	24.71	0.33	0.52	0.74	75.0x	47.2x	33.6x	49.4%	1.0x	7.4x
中创信测	600485.SH	增持	21.8	21.8	15.71	0.19	0.40	0.57	82.7x	38.8x	27.4x	73.7%	0.5x	5.4x
国脉科技	002093.SZ	中性	56.8	47.5	14.19	0.23	0.29	0.36	61.0x	48.7x	39.1x	24.9%	2.0x	10.7x
平均值									68.7x	49.3x	37.1x	38.3%	1.1x	7.3x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	37.5	37.1	18.87	0.16	0.28	0.41	119.4x	66.4x	45.8x	61.4%	1.1x	5.3x
恒宝股份	002104.SZ	增持	73.1	45.8	16.60	0.21	0.26	0.39	78.0x	64.9x	42.7x	35.1%	1.8x	13.0x
大唐电信	600198.SH	增持	88.3	87.9	20.11	0.13	0.17	0.27	153.6x	120.8x	75.2x	42.9%	2.8x	17.9x
平均值									117.0x	84.0x	54.6x	46.5%	1.9x	12.1x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	28.0	19.5	37.00	0.47	0.29	0.42	78.8x	126.5x	87.9x	-5.3%	NA	7.0x
拓维信息	002261.SZ	买入	49.7	25.5	34.21	0.60	0.76	1.08	57.0x	45.1x	31.7x	34.1%	1.3x	7.9x
平均值									67.9x	85.8x	59.8x	14.4%	NA	7.4x
卫星导航														
北斗星通	002151.SZ	-	47.3	19.1	47.29	0.51	0.59	0.77	92.8x	80.5x	61.0x	23.3%	3.5x	15.2x
合众思壮	002383.SZ	-	65.6	16.4	54.65	0.70	0.88	1.14	78.1x	61.9x	48.1x	27.4%	2.3x	4.6x
平均值									85.4x	71.2x	54.6x	25.4%	2.9x	9.9x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	71.7	71.7	12.74	0.15	0.21	0.29	87.1x	60.4x	43.4x	41.7%	1.4x	5.0x
动力源	600405.SH	-	27.7	26.4	12.67	0.18	0.26	0.54	69.5x	48.5x	23.4x	72.2%	0.7x	6.9x
键桥通讯	002316.SZ	-	31.8	8.0	20.39	0.27	0.41	0.59	74.9x	49.7x	34.4x	47.6%	1.0x	4.1x
高新兴	300098.SZ	-	23.7	5.9	34.65	0.86	1.09	1.43	40.3x	31.8x	24.2x	29.0%	1.1x	12.0x
海格通信	002465.SZ	-	135.8	27.8	40.85	0.64	0.73	0.91	64.1x	55.6x	44.8x	19.6%	2.8x	14.0x
平均值									67.2x	49.2x	34.0x	42.0%	1.4x	8.4x
板块均值									66.4x	52.9x	38.1x	32.9%	0.6x	7.4x

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

附注:**研究员简介及跟踪范围:**

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