

通信传输设备

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王大鹏

CFA Charter pending

0755-82026819

wangdapeng@cjis.cn

6-12个月目标价: 42.00元

当前股价: 31.79元

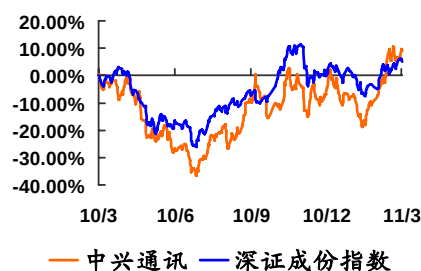
评级调整: 首次覆盖

基本资料

深证成份指数	13158.22
总股本(百万)	2867
流通股本(百万)	2800
流通市值(亿)	890
EPS (TTM)	1.34
每股净资产(元)	6.26
资产负债率	73.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中兴通讯	15.6	13.98	21.01
深证成份指数	6.85	4.36	12.78



相关报告

《中兴通讯-一季报业绩符合预期, 海外业务的增长在进一步加强中》2010-4-28
《中兴通讯-年报业绩符合预期, 2010年看点是海外市场 and 利润水平的回升》2010-4-9
《中兴通讯-2010年快速增长可期, 当前股价具有上行空间》2010-2-8

中兴通讯

000063

强烈推荐

中移动 G 网扩容规模史无前例, 中兴通讯突破在即

投资要点:

- **中移动正在进行 2011 年 GSM 网络扩容招标, 预计规模接近史无前例的 200 万载频, 我们判断中兴很可能实现历史性突破。**

回顾 2010 年中移动 G 网扩容情况: 总量 100 万载频, 单价 10000 元每载频, 中兴获得份额 6%, 硬件收入约为 6 亿, 同时对未来五年电信服务收入总计增厚约 1.8 亿元。在更早以前中移动历次 G 网扩容中, 中兴份额始终未曾超过 5%。但本次我们综合多项因素, 坚定认为 **2011 年中兴将获得历史性突破, 有望拿下移动 G 网扩容接近 20% 份额**。招标结果将于 4 月初公布, 有望对股价形成重大利好刺激。

- **预计 2011、12 年中兴通讯终端收入将保持 38% 复合增速。**中兴 2010 年智能终端发货量约 200 万部, 智能终端均价 1000 元左右; 2011 年公司计划智能终端出货 1000 万部, 均价 800 元左右, 预计终端收入将大幅提升。同时国内 3G 用户发展迅猛, 运营商将进行大规模终端集采, 中兴将充分受益。4 月初中移动将公布 1200 万部 TD 中高端手机集采结果, 预计中兴将有 3 款终端中标, 将对股价形成利好刺激。

- **LTE 加速进入成熟期, 运营商建设规模将超出市场预期, 中兴作为技术领先者有望崛起于 LTE 时代。**我们认为 LTE 作为 4G 主流技术的趋势已经完全明确, 面对用户移动数据需求的爆发性增长, 运营商大规模建设将广泛展开, 中兴技术领先、专利储备充分, 市场份额将大大高于 2G、3G 时代。

- **价值低估, 放眼长远。**我们预测 2010-12 年 EPS 分别为 1.14、1.45、2.01 元, 结合电信行业复苏大势及公司未来增长前景, 11 年 30 倍 P/E 的估值是合理的, **未来 6 个月目标价 42 元**, 对应 11、12 年 P/E 分别为 29、20.9 倍, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

全球电信业投资增速低于预期; 贸易保护主义及政治因素对公司造成不利影响; 国内 3G 用户发展放缓。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	60273	70332	88200	110800
同比(%)	36%	17%	25%	26%
归属母公司净利润(百万元)	2458	3261	4166	5753
同比(%)	48%	33%	28%	38%
毛利率(%)	32.6%	33.0%	33.6%	34.0%
ROE(%)	14.6%	14.0%	15.8%	18.2%
每股收益(元)	0.86	1.14	1.45	2.01
P/E	36.32	27.38	21.43	15.52
P/B	5.31	3.84	3.39	2.83
EV/EBITDA	23	18	13	9

资料来源: 中投证券研究所

2011 年中兴将获得历史性突破，有望拿下移动 G

网扩容接近 20%份额

中移动 G 网扩容将大大缓解 2011 年中兴国内无线收入压力

市场之前普遍认为 2011 年国内 3G 建设规模将有较大缩减，中兴国内无线收入形势严峻，但中移动 G 网巨量扩容将抵消这一不利影响。另外国内 3G 用户数增速明显提高，联通电信即使缩减 3G 开支，预计缩减幅度也仅为 10% 左右。我们坚定认为，**2011 年中兴将获得历史性突破，有望拿下移动 G 网扩容接近 20% 份额**。综合以下几点理由：

1、从目前中移动 GSM 载频存量情况看，中兴份额完全不能体现其技术实力，目前存量份额仅为 20 万载频占移动份额 3% 左右。出于对新兴市场的看重，中兴在 GSM 领域一直坚持投入，技术实力业内领先。09 年全球 GSM 增量市场份额，中兴占到 20%，与国内反差巨大。

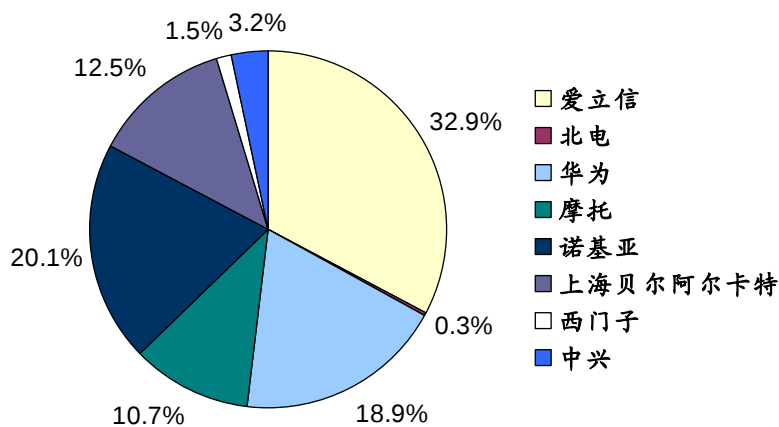
2、我们了解到，本次 G 网扩容技术评标中，中兴、华为遥遥领先海外厂商，阿朗诺西处于第二阵营，而爱立信表现不佳，与 Moto 排在最后。预计往年新增份额都在 30% 以上的爱立信这次份额将有所下降，中兴获得突破机会。

3、我们推算目前中移动 G 网存量份额中，Moto 及北电共计约 70 万载频，这两家设备将被大规模搬迁已成共识，中兴有足够份额提升空间。

4、09 年中兴拿下联通首轮 WCDMA 建设份额的 21.5%，大幅超出市场预期，一方面是对其技术实力的认可，另一方面是国家意志的体现：未来运营商大规模网络建设，出于国家安全的战略考虑以及对国内设备商的扶持，中兴、华为双子要获得 50% 以上份额。

5、中移动内部 2010 年经历了大规模领导层变动，廉政整风意图坚决，中兴有望渗透进入一些之前长期无法突破的省份。

图 1 中移动 GSM 载频存量份额情况



资料来源：中投证券研究所

由于 GSM 是非常成熟的技术,我们预计 2011 年 GSM 集采价格降幅不大,将从 2010 年的 10000 元/载频下降到 9000 元左右,而中兴为了搬迁 Moto 份额将赠送一部分设备。我们预计带来硬件收入约为 30 亿元,比 10 年增加 24 亿,未来五年电信服务收入总计增加约 8 亿元。

2011 年 TD 建设情况预测

我们预计,2011 年中移动 TD 五期建设规模约为 4.5 万基站,38 万载频,对比 2010 年 TD 四期 10.2 万基站,85 万载频规模虽然大副缩减,但考虑到去年 TD 四期约 1/3 未完成,结转至 2011 年实施的实际情况,我们测算今年中兴 TD 收入不会低于 2010 年,约为 40 亿。

中兴 2010-12 年收入构成及预测

中兴在 11-12 年将继续采取扩张战略,收入保持高速增长,销售费用及研发费用占比不会降低,管理费及财务费将有所下降,综合看毛利率有望小幅提升。

表 1 中兴收入结构及增速预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	703	882	1108
无线设备	国内 116 海外 125	国内 127 海外 154	国内 142 海外 189
有线设备	国内 117 海外 64	国内 138 海外 82	国内 159 海外 104
终端产品	176	247	341
软件及服务	105	134	173
收入增速	16.7%	25.5%	25.6%
无线设备	0.8%	16.6%	17.8%
有线设备	3.6%	21.5%	19.5%
终端产品	45.1%	40.3%	38%
电信业务服务	43.8%	27.6%	29.1%
关键财务指标			
毛利率	33%	33.4%	34%
期间费用率	27.8%	27.5%	27.3%
每股净利润(元)	1.14	1.45	2.01
净利润增速	33%	28%	38%

资料来源:中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55594	65476	79223	93894	营业收入	60273	70332	88200	110800
现金	14497	16319	19582	22917	营业成本	40623	47134	58564	73128
应收账款	15319	18621	24340	30445	营业税金及附加	693	844	1103	1385
其它应收款	1060	1522	1627	2094	营业费用	7044	8220	10308	12950
预付账款	355	518	527	658	管理费用	2568	2989	3704	4654
存货	9325	12377	16204	20301	财务费用	785	967	1298	1537
其他	15038	14319	14943	16479	资产减值损失	738	579	658	618
非流动资产	12748	17665	19331	21645	公允价值变动收益	13	85	49	67
长期投资	440	908	998	1098	投资净收益	12	50	55	55
固定资产	4715	6452	8093	9526	营业利润	2064	2624	3849	5850
无形资产	614	469	325	181	营业外收入	1391	1850	1900	2045
其他	6980	9840	9915	8840	营业外支出	131	90	140	150
资产总计	68342	83771	97854	116239	利润总额	3325	4384	5609	7745
流动负债	41095	50796	61734	73807	所得税	629	830	1061	1465
短期借款	4907	10801	14174	17388	净利润	2696	3555	4547	6280
应付账款	13047	15319	19033	23767	少数股东损益	238	294	381	527
其他	23142	24677	28527	32652	归属母公司净利润	2458	3261	4166	5753
非流动负债	9298	8305	7975	8522	EBITDA	3796	4766	6793	9562
长期借款	2396	1896	1833	2014	EPS（元）	1.34	1.14	1.45	2.01
其他	6902	6409	6142	6508	主要财务比率				
负债合计	50393	59101	69709	82328	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1124	1417	1799	2325	成长能力				
股本	1831	2867	2867	2867	营业收入	36.1%	16.7%	25.4%	25.6%
资本公积	6750	5834	5834	5834	营业利润	65.7%	27.1%	46.6%	52.0%
留存收益	8359	11176	14581	19383	归属于母公司净利润	48.1%	32.7%	27.8%	38.1%
归属母公司股东权益	16825	23253	26346	31585	获利能力				
负债和股东权益	68342	83771	97854	116239	毛利率	32.6%	33.0%	33.6%	34.0%
现金流量表					净利率	4.1%	4.6%	4.7%	5.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.6%	14.0%	15.8%	18.2%
经营活动现金流	3729	55	5129	5937	ROIC	16.1%	15.3%	17.0%	20.3%
净利润	2696	3555	4547	6280	偿债能力				
折旧摊销	947	1175	1647	2175	资产负债率	73.7%	70.6%	71.2%	70.8%
财务费用	785	967	1298	1537	净负债比率	18.34	26.61%	27.31	27.25%
投资损失	-12	-50	-55	-55	流动比率	1.35	1.23	1.25	1.26
营运资金变动	-360	-3665	-5011	-4861	速动比率	1.11	0.97	0.97	0.96
其它	-326	-1926	2703	862	营运能力				
投资活动现金流	-2301	-3387	-3119	-3509	总资产周转率	1.01	0.95	1.01	1.07
资本支出	2054	2400	2950	3360	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-253	482	90	100	应付账款周转率	3.60	3.32	3.41	3.42
其他	-501	-505	-79	-49	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1287	5154	1252	906	每股收益(最新摊薄)	0.86	1.14	1.45	2.01
短期借款	1024	5894	3373	3214	每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	0.02	1.79	2.07
长期借款	1104	-500	-63	180	每股净资产(最新摊薄)	5.87	8.11	9.19	11.02
普通股增加	488	1035	0	0	估值比率				
资本公积增加	452	-916	0	0	P/E	36.32	27.38	21.43	15.52
其他	-1780	-360	-2058	-2488	P/B	5.31	3.84	3.39	2.83
现金净增加额	2732	1822	3263	3335	EV/EBITDA	23	18	13	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434