

增持 维持

中兴通讯 (000063)

2011 年 4 月 20 日

一季度平稳增长 坚定看好全年业绩增长

2011 年 4 月 19 日收盘价: 28.39 元

6 个月目标价: 36.30 元

计算机与通信行业首席分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672
chenmf@htsec.com

021-23219409

联系人: 袁兵兵

ybb6053@htsec.com

021-23219770

事件:

公司发布 2011 年一季报, 收入增长 13.8%, 归属上市公司股东净利润增长 15.86%。

点评:

1. 在公司分类产品中, 运营商网络收入增长 1.57%、终端产品收入增长 51.04%、电信软件/服务及其他类产品略微下降 0.26%。由于业务开展和收入确认的集中度不同, 我们认为对公司不同业务结构应当采用区别分析的方法: 即运营商网络产品应当关注运营商将要开展项目、已开展项目但收入未确认的情况、收入跨期确认的情况等, 而终端产品基本能够反映当期业务拓展情况。
2. 我们推测, 一季度运营商网络产品中, 主要是无线网络设备和有线接入类设备保持了稳定增长, 光通信设备呈现了一定下滑。
 - 我们推测无线网络产品增长达到了 5%左右的个位数增长, 并且主要增长产品系列为 GSM、TD、以及 WCDMA 设备。根据运营商招标进展和收入确认规律, 我们推测主要是国内方面 2010 年 GSM 招标 (约为 120 万载频) 中公司份额进一步提升、TD 四期招标在 2011 Q1 年得到确认。而凭借国外市场开拓, 使得公司国际区域的 WCDMA 设备呈现了爆发性增长; 在全球移动设备格局向 GSM—>WCDMA—>HSPA—>LTE 的演进路线靠拢的大背景下, CDMA 设备呈现阶段性下降。
 - 我们推测光通信设备呈现了一定下滑。我们推测主要是国内的 PTN 招标在 2011 年还没有开始, 但是 2009 年底中国移动的 PTN 首期招标使得 2010 年 Q1 确认部分收入; 而亚太地区 2010 年初兴起了光通信较大规模建设而导致的基数效应。
 - 我们推测公司有线产品线保持了两位数较快增长, 主要受益于国内持续性的 FTTx 设备部署和公司在路由交换设备的快速增长。
3. 公司终端设备保持较快增长。我们推测公司终端产品主要在于欧美市场继续快速突破实现快速增长。由于公司的手机业务目前仍以针对用户需求定制的多款式定制为主 (与苹果的明星款手机模式截然不同!), 因此爱立信对公司 5 款手机发起的诉讼不会对公司终端业务造成实质性影响。相反, 我们认为终端业务除了在欧美市场能够起到为系统设备开拓客户之外, 终端业务收入确认和回款快的特点极大的帮助提升经营现金流。
4. 公司的毛利率保持稳中有升, 我们推测主要是无线系统毛利率较大上升所致。由于 GSM 设备的元器件/芯片产业相对非常成熟, 中国移动 GSM 设备采购能够有效保障公司产品的毛利率。

5. 总体上,由于一季度收入规模相对较小,规模效应尚未显现;但从全年看,我们坚定看好公司在 2011 年的全年增长,主要基于以下逻辑:

(1) 国内资本支出保持同比稳定甚至正增长已成定局,公司将是核心受益者。

- 在移动网络总体投资持平、但中兴通讯在稳步提升 GSM 份额、保持 3G 网络优势份额的基础上,国内无线设备业务将保持稳定甚至较快增长。
- 有线接入类业务将在 PON 设备继续大幅投资(在中国电信和联通的部署下,我们预测全年投资金额增长 40%)、公司在交换机乃至路由器市场快速突破的背景下,保持快速增长。
- 光通信业务随着 3G 移动网络流量迅猛增长,运营商将加强用于移动回传的光通信承载网部署。我们预测中国移动将进一步推广 PTN 部署;而中国联通在部署 56 个城市 HSPA+ 的背景下,已经将 7 个城市 PTN 的试商用部署由中兴通讯承担。从全年看,光通信也将保持稳定增长。

(2) 海外市场,公司将在新兴市场保持传统优势以外,我们再次强调以 LTE 为代表的 4G 技术在欧美开始启动给中兴带来了拓展封闭市场的宝贵机遇。

- 大背景:运营商需要 LTE 拓展数据业务,也需要保留已有的高渗透率 GSM 和 WCDMA 用户。在此背景下,部署能够兼容多种模式的 SDR 基站成为运营商保护投资、吸引用户的高效手段。
- 截至 2010 年底,中兴通讯应用于 GSM/WCDMA/HSPA/LTE/CDMA/WiMAX 的 SDR 基站累计出货量已经达到 70 万台,为 2009 年底的三倍。
- 在 2011 年一季度,公司的 WCDMA 产品凭借 SDR 基站技术在国外获得了爆发性增长。再次印证了我们之前的判断,LTE 的部署在短期内虽然绝对增量不大,但无疑是公司撬开封闭市场的引子,从而带来 GSM 和 WCDMA 设备的增长机遇。

(3) 公司终端业务将在欧美市场高速拓展,我们预测出货量将达到 1.2 亿部、出货量增长 36%。

(4) 在公司存货稳定增长、公司客户拓展和运营商网络建设计划极为确定的背景下,我们预测公司全年合同订单高增长较为确定。

6. 维持盈利预测与评级。预测 2011-2012 年 EPS 为 1.45、1.85 元,维持增持评级,目标价 36.3 元。公司目前 2011 年 PE 为 20 倍,我们预测随着公司二季度开始运营商的重要招标和收入确认开始落实,公司已经存在较好投资机会。

风险提示:爱立信通过专利诉讼使得法院判决禁止中兴通讯的相关产品在欧洲销售。

表 1 公司收入预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E
运营商网络收入	28963.8	39982.3	41990.2	50403.5	59224.1
增长率	28.34%	38.04%	5.02%	20.04%	17.50%
营业成本	18315.3	26036.5	25852.9	32006.2	37548.1
毛利率	36.76%	34.88%	38.43%	36.50%	36.60%
手机	9692.6	13071.5	17927.4	24022.7	31469.8
增长率	26.78%	34.86%	37.15%	34.00%	31.00%
手机营业成本	7393.0	9654.6	14295.4	17824.9	23319.1
毛利率	23.73%	26.14%	20.26%	25.80%	25.90%
服务类收入	5637.0	7218.8	10346.3	13450.2	17485.2
增长率	23.49%	28.06%	43.32%	30.00%	30.00%
服务类营业成本	3784.2	4933.3	7186.7	9280.6	12064.8
毛利率	32.87%	31.66%	30.54%	31.00%	31.00%
合计收入	44293.4	60272.6	70263.9	87876.4	108179.1
合计收入增长率	27.36%	36.08%	16.58%	25.07%	23.10%
合计成本	29492.5	40624.4	47335.0	59111.7	72932.0
合计毛利率	33.42%	32.60%	32.63%	32.73%	32.58%

资料来源：公司数据，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。