

传统淡季缺乏亮点，估值低位持续关注

业绩平稳增长。2011年1季度公司实现营业收入150.8亿元，同比增长13.8%；营业利润6,678万元，同比增长50.9%；净利润1.27亿元，同比增长15.9%；摊薄每股收益0.04元。

终端带动收入增长，运营商网络、服务及其他收入平缓。1季度公司运营商网络收入仅同比增长1.6%，无线系统、光通信产品收入出现不同程度下降，有线接入产品收入保持了一定幅度增长。服务及其他收入同比略降0.26%。终端是最大的亮点，收入同比增长51%，国内、北美、欧洲以及南美的手机收入均实现快速增长。

毛利率略升，费用率略降。综合毛利率略升0.9个百分点至34.2%，主要是由于无线系统设备毛利率提升近4个百分点，其他产品毛利率保持相对稳定。期间费用率略降0.8个百分点至29.5%，其中研发费用率上升2.7个百分点，主要是由于奖金发放所致。

公允价值变动+投资收益变动的影响抵消，所得税率将回到常值。公允价值净收益为-5,999万元，投资收益为9,066万元（衍生品到期交割收益），二者合计影响营业利润3,066万元，略低于同期的3,945万元。1季度所得税率达到了42%，高于同期的23%，主要是由于部分子公司所得税优惠到期以及海外子公司的税收弥补，预计全年将回到常值。

关注焦点。①2011年国内运营商GSM、WCDMA无线系统开支增长将带动整体无线投入好于2010年。②海关1、2月份移动基站出口额分别同比增长13%、38%，基站出口复苏态势良好。③宽带投入保持强劲增长，有望弥补传输投入的下滑。④终端将保持强势，11年收入增长30%的概率正在加强。⑤爱立信诉讼对公司短期无影响。

盈利预测及投资建议。预计公司2011-2012年每股收益分别为1.46/2.04元，对应动态市盈率分别为20x/14x，估值水平位于板块低位。1季度是设备商传统淡季，公司业绩平常，随着运营商招标的相应启动，收入增速有望恢复，因此维持对公司的“买入”评级，建议投资者持续关注。

主要财务指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	44,293	60,273	70,264	87,884	114,140
增长率（%）	27.4%	36.1%	16.6%	25.1%	29.9%
净利润（百万元）	1,660	2,458	3,250	4,184	5,839
增长率（%）	32.6%	48.1%	32.2%	28.7%	39.5%
每股收益（元）	0.579	0.857	1.134	1.460	2.037
每股净资产（元）	4.97	5.87	8.06	9.52	11.55
PE (X)	49.0	33.1	25.0	19.5	13.9
PB (X)	5.7	4.8	3.5	3.0	2.5
ROE (%)	12.6%	15.8%	16.3%	16.6%	19.3%

中兴通讯 000063

维持

买入

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

E-Mail：

kzy@longone.com.cn

日期

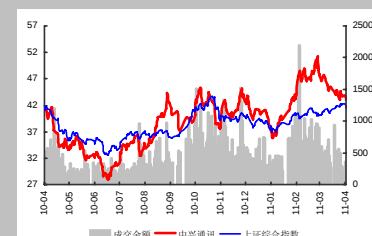
分析：2011年04月19日

价格

当前市价：28.39元

半年目标：43.80元

股价表现



相关研究报告

110317	走出阴霾， 面临业绩、 估值的双重 提升	维持买入
101027	海外营收占 比超50%，订 单增长良好	维持买入
100820	印度安全 门、欧元贬 值雪上加 霜，趋势渐 好持续买入	维持买入

表 1 中兴通讯一季度业绩对比

百万元	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	YoY	QoQ	点评
营业收入	13,255.78	17,469.64	15,336.86	24,201.60	15,084.77	13.8%	-37.7%	运营商网络收入仅同比增长1.6%，服务及其他收入同比略降0.26%，终端收入同比增长51%
增长率	13.6%	8.9%	1.3%	38.9%	13.8%	0.2%	-25.1%	
毛利率	33.4%	33.5%	34.7%	30.3%	34.2%	0.9%	4.0%	无线系统设备毛利率提升近4个百分点，其他产品毛利率保持相对稳定
营业成本	8,832.48	11,614.43	10,010.71	16,877.40	9,921.99	12.3%	-41.2%	
营业税金及附加	163.36	304.16	305.82	375.74	347.64	112.8%	-7.5%	海外子公司收入增长快，且无税收优惠。
期间费用率	30.3%	29.0%	29.7%	24.0%	29.5%	-0.8%	5.5%	
销售费用	1,867.02	2,133.04	2,404.53	2,350.39	2,055.52	10.1%	-12.5%	
销售费用率	14.1%	12.2%	15.7%	9.7%	13.6%	-0.5%	3.9%	
管理费用	657.56	493.40	776.30	483.04	470.06	-28.5%	-2.7%	
管理费用率	5.0%	2.8%	5.1%	2.0%	3.1%	-1.8%	1.1%	
研发费用	1,184.62	2,010.66	1,477.65	2,419.05	1,757.73	48.4%	-27.3%	奖金发放。
研发费用率	8.9%	11.5%	9.6%	10.0%	11.7%	2.7%	1.7%	
财务费用	308.67	431.96	(105.33)	563.17	164.59	-46.7%	-70.8%	
财务费用率	2.3%	2.5%	-0.7%	2.3%	1.1%	-1.2%	-1.2%	因本期汇率波动产生汇兑收益而上年同期汇率波动产生汇兑损失所致
资产减值损失	237.26	(85.17)	200.61	(37.44)	331.14	39.6%	-984.4%	应收账款坏账准备金增加。
公允价值变动净收益	39.45	38.48	(21.13)	26.80	(59.99)	-252%	-323.9%	部分衍生金融投资到期交割其公允价值变动收益转入投资收益所致
投资净收益	0.00	23.98	11.12	462.07	90.66	NA	-80.4%	部分衍生金融投资到期交割其公允价值变动收益转入投资收益所致
营业利润	44.26	629.62	256.56	1,659.11	66.78	50.9%	-96.0%	
增长率	-44.1%	13.6%	-27.0%	53.8%	50.9%	95.0%	-2.9%	
营业利润率	0.3%	3.6%	1.7%	6.9%	0.4%	0.1%	-6.4%	
加：营业外收入	225.15	518.66	470.22	788.12	221.59	-1.6%	-71.9%	
减：营业外支出	17.46	7.38	44.51	162.16	6.43	-63.2%	-96.0%	
利润总额	251.95	1,140.91	682.27	2,285.07	281.93	11.9%	-87.7%	
减：所得税	57.70	341.87	183.85	300.30	118.92	106.1%	-60.4%	
实际所得税率	22.9%	30.0%	26.9%	13.1%	42.2%	19.3%	29.0%	部分子公司所得税优惠到期以及海外子公司的税收弥补
净利润	194.25	799.04	498.42	1,984.77	163.01	-16.1%	-91.8%	
减：少数股东损益	84.39	31.41	14.49	95.95	35.72	-57.7%	-62.8%	
归属于母公司所有者的净利润	109.86	767.63	483.94	1,888.82	127.29	15.9%	-93.3%	
增长率	39.7%	8.9%	18.4%	49.2%	15.9%	-23.8%	-33.3%	
净利润率	0.8%	4.4%	3.2%	7.8%	0.8%	0.0%	-7.0%	
每股收益（元）	0.04	0.27	0.17	0.66	0.04	15.9%	-93.3%	

资料来源：东海证券研究所

表 2 中兴通讯盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	23,214.6	34,777.2	44,293.4	60,272.6	70,263.9	87,884.1	114,139.9	27.4%	36.1%	16.6%	25.1%	29.9%
增长率	7.6%	49.8%	27.4%	36.1%	16.6%	25.1%	29.9%	-22.4%	8.7%	-19.5%	8.5%	4.8%
运营商网络	15,341.0	22,567.5	28,963.8	39,982.3	41,990.1	50,381.3	66,516.0	28.3%	38.0%	5.0%	20.0%	32.0%
手机	4,519.5	7,645.1	9,692.6	13,071.5	17,927.4	23,115.0	28,600.0	26.8%	34.9%	37.1%	28.9%	23.7%
电信服务以及其他	3,171.2	4,564.6	5,637.0	7,016.3	9,934.7	14,387.8	19,023.9	23.5%	24.5%	41.6%	44.8%	32.2%
综合毛利率	34.2%	33.9%	33.4%	32.6%	32.6%	32.5%	31.5%	-0.4%	-0.8%	0.0%	-0.1%	-1.0%
营业成本	15,273.1	23,004.5	29,492.5	40,623.3	47,335.0	59,333.0	78,234.4	28.2%	37.7%	16.5%	25.3%	31.9%
营业税金及附加	111.4	280.3	415.9	692.9	1,149.1	1,318.3	1,712.1	48.4%	66.6%	65.8%	14.7%	29.9%
期间费用率	32.1%	28.4%	28.7%	26.8%	27.7%	26.1%	24.3%	0.3%	-1.9%	0.8%	-1.6%	-1.8%
销售费用	3,140.1	4,395.1	5,312.5	7,044.4	8,755.0	10,506.1	12,213.0	20.9%	32.6%	24.3%	20.0%	16.2%
销售费用率	13.5%	12.6%	12.0%	11.7%	12.5%	12.0%	10.7%	-0.6%	-0.3%	0.8%	-0.5%	-1.3%
管理费用	1,244.7	1,777.6	2,099.7	2,567.9	2,410.3	2,548.6	2,853.5	18.1%	22.3%	-6.1%	5.7%	12.0%
管理费用率	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	3.4%	2.9%	2.5%	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.4%
研发费用	2,832.7	3,210.4	3,994.1	5,781.6	7,092.0	8,612.6	11,299.9	24.4%	44.8%	22.7%	21.4%	31.2%
研发费用率	12.2%	9.2%	9.0%	9.6%	10.1%	9.8%	9.9%	-0.2%	0.6%	0.5%	-0.3%	0.1%
财务费用	239.6	494.4	1,308.3	784.7	1,198.5	1,230.4	1,369.7	164.6%	-40.0%	52.7%	2.7%	11.3%
财务费用率	1.0%	1.4%	3.0%	1.3%	1.7%	1.4%	1.2%	1.5%	-1.7%	0.4%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	23.3	789.1	419.4	737.9	315.3	791.0	1,027.3	-46.9%	76.0%	-57.3%	150.9%	29.9%
公允价值变动净收益	16.6	115.6	(128.3)	12.6	83.6	(60.0)	60.0	-211.0%	-109.8%	565.6%	-171.8%	-200.0%
投资净收益	31.8	59.4	122.7	11.9	497.2	110.0	30.0	106.4%	-90.3%	4088.0%	-77.9%	-72.7%
营业利润	398.1	1,000.8	1,245.4	2,064.2	2,589.6	3,594.1	5,520.2	24.4%	65.7%	25.5%	38.8%	53.6%
增长率	-61.5%	151.4%	24.4%	65.7%	25.5%	38.8%	53.6%	-126.9%	41.3%	-40.3%	13.3%	14.8%
营业利润率	1.7%	2.9%	2.8%	3.4%	3.7%	4.1%	4.8%	-0.1%	0.6%	0.3%	0.4%	0.7%
加: 营业外收入	658.7	906.1	1,098.3	1,391.4	2,002.1	2,303.7	2,650.5	21.2%	26.7%	43.9%	15.1%	15.1%
减: 营业外支出	26.2	179.2	81.1	130.8	231.5	150.0	150.0	-54.7%	61.2%	76.9%	-35.2%	0.0%
利润总额	1,030.7	1,727.7	2,262.5	3,324.7	4,360.2	5,747.8	8,020.7	31.0%	46.9%	31.1%	31.8%	39.5%
减: 所得税	127.1	276.3	350.6	629.1	883.7	1,149.6	1,604.1	26.9%	79.4%	40.5%	30.1%	39.5%
实际所得税率	12.3%	16.0%	15.5%	18.9%	20.3%	20.0%	20.0%	-0.5%	3.4%	1.3%	-0.3%	0.0%
净利润	903.6	1,451.5	1,911.9	2,695.7	3,476.5	4,598.2	6,416.6	31.7%	41.0%	29.0%	32.3%	39.5%
减: 少数股东损益	136.6	199.3	251.7	237.5	226.2	413.8	577.5	26.3%	-5.6%	-4.8%	82.9%	39.5%
归属于母公司所有者的净利润	767.0	1,252.2	1,660.2	2,458.1	3,250.2	4,184.4	5,839.1	32.6%	48.1%	32.2%	28.7%	39.5%
增长率	-35.8%	63.3%	32.6%	48.1%	32.2%	28.7%	39.5%	-30.7%	15.5%	-15.8%	-3.5%	10.8%
净利润率	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.6%	4.8%	5.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.1%	0.4%
每股收益(元)	0.27	0.44	0.58	0.86	1.13	1.46	2.04	32.6%	48.1%	32.2%	28.7%	39.5%

资料来源: 东海证券研究所

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	1,235.8	1,235.8	5.83	0.15	0.06	0.19	39.4x	100.7x	30.7x	13.3%	7.6x	1.7x
平均值									39.4x	100.7x	30.7x	13.3%		1.7x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	813.9	645.9	28.39	0.86	1.13	1.46	33.1x	25.0x	19.5x	30.5%	0.8x	3.8x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	74.2	33.2	13.34	0.61	0.38	0.87	21.7x	34.7x	15.4x	18.8%	1.9x	3.8x
大富科技	300134.SZ	买入	97.8	24.4	61.10	0.87	1.57	2.17	70.0x	39.0x	28.2x	57.6%	0.7x	4.0x
盛路通信	002446.SZ	增持	26.2	6.7	25.68	0.41	0.43	0.63	63.1x	59.6x	40.6x	24.6%	2.4x	4.1x
平均值									47.0x	39.6x	25.9x	32.8%	1.4x	3.9x
光通信														
烽火通信	600498.SH	买入	139.5	139.5	31.58	0.59	0.79	1.17	53.2x	39.9x	27.1x	40.2%	1.0x	4.1x
光迅科技	002281.SZ	买入	61.4	31.4	38.35	0.65	0.79	1.05	58.9x	48.4x	36.5x	27.0%	1.8x	6.1x
亨通光电	600487.SH	增持	64.1	51.4	30.93	0.89	0.79	1.24	34.8x	39.4x	25.0x	18.1%	2.2x	4.5x
中天科技	600522.SH	增持	82.3	82.3	25.64	1.04	1.36	1.55	24.6x	18.8x	16.5x	21.9%	0.9x	4.5x
通鼎光电	002491.SZ	-	47.9	12.0	17.89	0.31	0.54	0.72	56.9x	33.4x	25.0x	50.9%	0.7x	10.2x
平均值									45.7x	36.0x	26.0x	31.6%	1.3x	5.9x
配线、机柜														
日海通讯	002313.SZ	买入	45.9	11.5	45.86	0.73	1.01	1.42	63.2x	45.5x	32.3x	40.0%	1.1x	5.1x
新海宜	002089.SZ	-	50.1	31.7	21.28	0.35	0.59	0.82	60.9x	36.0x	26.1x	52.8%	0.7x	5.8x
平均值									62.1x	40.7x	29.2x	46.4%	0.9x	5.5x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	35.0	26.1	16.31	0.36	0.47	0.61	45.2x	34.8x	26.9x	29.7%	1.2x	5.0x
奥维通信	002231.SZ	-	21.9	5.5	13.62	0.15	0.18	0.22	91.6x	75.7x	62.5x	21.1%	3.6x	5.6x
三元达	002417.SZ	-	31.5	7.9	26.29	0.41	0.51	0.68	63.6x	51.1x	38.7x	28.3%	1.8x	4.0x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	72.2	26.5	66.84	1.03	1.75	2.05	64.8x	38.1x	32.6x	41.0%	0.9x	4.9x
华星创业	300025.SZ	买入	21.3	10.0	26.60	0.33	0.50	0.91	80.7x	53.6x	29.2x	66.3%	0.8x	7.7x
中创信测	600485.SH	增持	24.1	24.1	17.39	0.19	0.33	0.47	91.5x	53.2x	37.0x	57.3%	0.9x	5.3x
国脉科技	002093.SZ	中性	68.1	52.7	15.74	0.22	0.28	0.34	73.1x	55.5x	46.8x	24.9%	2.2x	14.6x
平均值									72.9x	51.7x	39.1x	38.4%	1.3x	6.7x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	42.9	42.5	21.62	0.16	0.16	0.41	136.8x	131.6x	52.5x	61.4%	2.1x	6.4x
恒宝股份	002104.SZ	买入	70.8	46.8	16.07	0.21	0.24	0.33	75.5x	68.0x	49.3x	23.7%	2.9x	12.0x
大唐电信	600198.SH	增持	68.7	68.4	15.64	0.13	0.15	0.27	119.5x	104.0x	58.5x	42.9%	2.4x	12.9x
平均值									110.6x	101.2x	53.4x	42.7%	2.5x	10.4x
增值服务														
拓维信息	002261.SZ	买入	47.2	24.2	32.50	0.60	0.78	1.08	54.2x	41.8x	30.1x	34.1%	1.2x	6.9x
北纬通信	002148.SZ	增持	26.4	18.2	34.98	0.47	0.63	0.42	74.5x	55.5x	83.1x	-5.3%	NA	6.5x
平均值									64.3x	48.7x	56.6x	-5.3%	NA	6.7x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	71.0	71.0	12.60	0.15	0.15	0.29	86.1x	84.7x	42.9x	41.7%	2.0x	4.8x
动力源	600405.SH	-	26.2	25.0	12.00	0.18	0.24	0.00	65.9x	51.0x	#DIV/0!	-100.0%	NA	5.8x
键桥通讯	002316.SZ	-	26.5	14.4	17.01	0.27	0.35	0.55	62.5x	48.2x	31.0x	41.9%	1.2x	3.4x
高新兴	300098.SZ	-	21.0	5.2	30.63	0.86	0.59	1.43	35.7x	51.8x	21.4x	29.0%	1.8x	2.7x
海格通信	002465.SZ	增持	106.8	27.3	32.11	0.64	0.72	0.95	50.4x	44.6x	33.8x	22.2%	2.0x	2.6x
平均值									60.1x	56.1x	32.3x	6.9%	1.3x	3.9x
板块均值									63.8x	53.9x	35.7x	29.5%	1.3x	5.8x

资料来源：东海证券研究所

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒业研究；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。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897