

2011-05-15

通信行业

中兴通讯 000063-SZ

维持

买入

当前价格	26.4 元
目标价格	42 元
目标期限	6 个月

分析师:

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

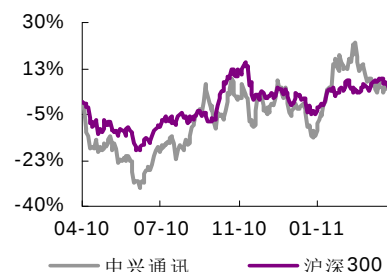
021-22169975

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,867
总市值(百万元)	75,682
流通比例(%)	79.36%
12 个月最高/最低 (元)	36.80/18.30
近 3 月日均成交量(百万股)	20.02
主要股东	深圳市中兴 新通讯设备 有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.24	-5.44	4.21
绝对收益	-8.96	-8.27	13.28

相关报告:

首季业绩平稳增长, 维持“买入”评级
..... 2011-04-19

盈利势必持续提升, 维持“买入”评级
..... 2011-03-28

业绩远超市场预期, 重申“买入”评级
..... 2011-01-27

理性看待通信巨头间的专利纠纷

◇ 事件: 公司公告专利诉讼进展

◆来自德国和法国的诉讼未对公司业绩构成重大影响

5月12日晚, 公司公告了与华为专利纠纷的最新进展。德国方面, 中兴收到针对“带标识数据卡”的临时禁止令, 而2009年7月14日, 中兴通讯已经停止在数据卡产品使用上述临时禁止令中所述的 RoHS 标识, 固对现有业务不会产生影响。法国方面, 公司收到华为起诉本公司及中兴法国数据卡产品侵犯其专利权, 要求本公司及中兴法国停止侵权并赔偿损失 50 万欧元。考虑到公司在法国数据卡收入占比很低, 以上诉讼对公司当期盈利能力不构成重大影响。

◆专利诉讼已成通信设备巨头竞争的常见手段

对于通信设备企业而言, 其专利数量是其技术水平和行业积累的体现, 各企业在其擅长的领域内会拥有较多专利。而为了推动产品全球化销售, 企业间会形成专利池, 构建专利许可的交易平台, 允许专利的交叉使用。简言之, 在通常情况下, 巨头间的专利使用达到动态平衡, 彼此相安无事, 而当某方有利益诉求时, 专利诉讼往往成为常见手段。据统计, 行业内 2010 年的专利诉讼就达到数百起, 其中苹果公司 46 起, 摩托罗拉 44 起, 三星 32 起, 诺基亚 27 起。

◆在扰动中成长, 企业实力方是核心竞争力

我们认为, 知识产权纠纷是技术型企业成长过程中不可避免的, 是全球化进程中的“必修课”, 在扰动中成长将在未来几年中伴随着中兴的发展, 但也从另一侧面印证了公司核心竞争力的提升。

自 2003 年 1 月思科发起对华为的诉讼, 至 2004 年 8 月历时一年半左右, 最终双方也是和解收场。而我们之后看到的结果是, 华为经过此后 7 年的不断进步成了一家名副其实的知名跨国公司。

中兴此前获得马来西亚 5000 个 HSPA 站点, 总值 4 亿美金的大合同, 引起业界广泛关注。上周 Infonetics 的统计报告显示, 中兴 CPE (用户终端设备) 季度增长率业界第一, 全球 TOP20 运营商进入过半; 而 E.J.L 的“2010 年第四季度全球无线产品合同分析报告”显示, 全球无线产品当期合同签订数量为 122 个, 与 2009 年同期相比下降 9.6%, 而中兴通讯逆市出现大幅增长, 合同签订数量以 48% 的占比在业内排名第一。

◆专利纠纷难阻长期成长, 维持“买入”评级

我们认为, 专利纠纷是行业竞争、商业摩擦的外在体现, 企业的成长最终依赖于综合实力的增强。我们看好公司未来几年的业绩表现, 维持维持“买入”评级, 6 个月目标价 42 元, 建议投资者积极参与。

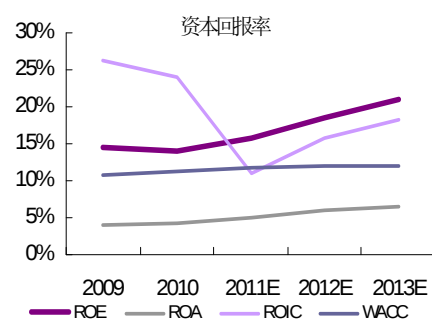
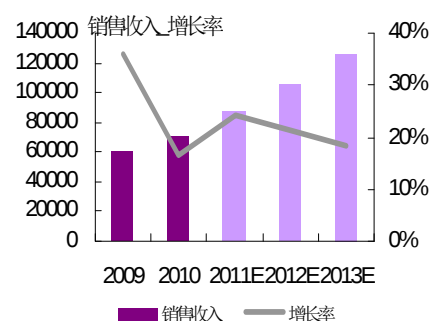
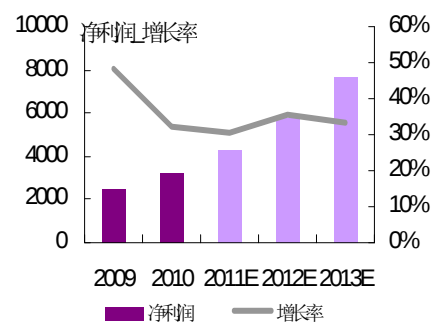
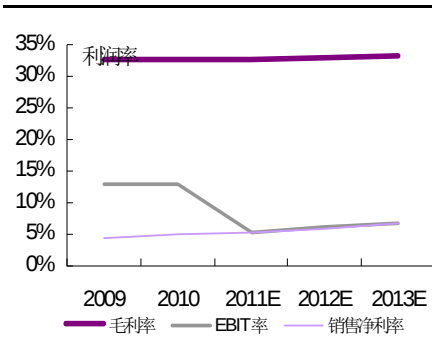
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	60,273	70,264	87,269	105,889	125,356
营业收入增长率	36.08%	16.58%	24.20%	21.34%	18.38%
净利润(百万元)	2,458	3,250	4,245	5,763	7,677
净利润增长率	48.06%	32.22%	30.60%	35.77%	33.21%
EPS (元)	0.86	1.13	1.48	2.01	2.68
P/E	31	23	18	13	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60,273	70,264	87,269	105,889	125,356
营业成本	40,623	47,335	58,831	71,139	83,787
折旧和摊销	763	860	116	255	395
营业税费	693	1,149	1,309	1,588	1,880
销售费用	7,044	8,755	10,036	11,648	13,789
管理费用	2,568	2,410	11,912	14,454	16,860
财务费用	785	1,198	793	1,417	1,409
公允价值变动损益	13	84	0	0	0
投资收益	12	497	0	300	500
营业利润	2,064	2,590	3,898	5,533	7,730
利润总额	3,325	4,360	5,818	7,873	10,488
少数股东损益	238	226	410	535	713
归属母公司净利润	2,458.12	3,250.25	4,244.68	5,763.07	7,677.23

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	68,342	84,152	92,498	105,865	129,237
流动资产	55,594	65,528	71,963	83,365	104,882
货币资金	14,497	15,383	15,708	20,819	26,790
交易型金融资产	0	123	0	0	0
应收账款	15,319	17,564	22,254	23,296	25,071
应收票据	779	1,290	960	1,059	1,128
其他应收款	1,060	1,390	1,134	1,271	1,379
存货	9,325	12,104	11,366	13,428	23,936
可供出售投资	254	343	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	440	918	918	948	998
固定资产	4,715	6,524	8,254	9,936	11,498
无形资产	614	891	1,042	1,185	1,320
总负债	50,393	59,190	63,455	72,013	89,010
无息负债	37,518	45,814	57,261	69,493	86,091
有息负债	12,876	13,376	6,194	2,519	2,919
股东权益	17,949	24,962	29,043	33,852	40,227
股本	1,831	2,867	2,867	2,867	2,867
公积金	8,255	10,608	11,074	11,704	12,543
未分配利润	6,854	9,222	12,428	16,072	20,895
少数股东权益	1,124	1,868	2,278	2,813	3,526

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3,729	942	9,522	11,387	8,409
净利润	2,458	3,250	4,245	5,763	7,677
折旧摊销	763	860	116	255	395
净营运资金增加	2,849	4,699	-242	-355	4,789
其他	-2,341	-7,867	5,403	5,724	-4,452
投资活动产生现金流	-2,301	-3,113	-2,688	-1,930	-1,750
净资本支出	2,053	3,038	733	2,200	2,200
长期投资变化	440	918	0	-30	-50
其他资产变化	-4,794	-7,068	-3,422	-4,100	-3,900
融资活动现金流	1,287	3,038	-6,508	-4,347	-688
股本变化	488	1,035	0	0	0
债务净变化	2,404	501	-7,182	-3,675	400
无息负债变化	12,307	8,296	11,447	12,233	16,597
净现金流	2,732	829	325	5,111	5,971

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.08%	16.58%	24.20%	21.34%	18.38%
净利润增长率	48.06%	32.22%	30.60%	35.77%	33.21%
EBITDA 增长率	44.39%	16.03%	-56.92%	43.66%	30.83%
EBIT 增长率	49.11%	16.36%	-54.45%	41.75%	29.91%
估值指标					
PE	31	23	18	13	10
PB	5	4	3	3	3
EV/EBITDA	7	9	21	14	11
EV/EBIT	8	10	22	15	11
EV/NOPLAT	10	13	27	18	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	32.60%	32.63%	32.59%	32.82%	33.16%
EBITDA 率	14.24%	14.18%	5.51%	6.52%	7.21%
EBIT 率	12.98%	12.95%	5.38%	6.28%	6.89%
税前净利润率	5.52%	6.21%	6.67%	7.44%	8.37%
税后净利润率 (归属母公司)	4.08%	4.63%	4.86%	5.44%	6.12%
ROA	3.94%	4.13%	5.03%	5.95%	6.49%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.61%	14.07%	15.86%	18.57%	20.92%
经营性 ROIC	26.35%	23.97%	10.94%	15.80%	18.22%
偿债能力					
流动比率	1.35	1.36	1.34	1.39	1.42
速动比率	112.59%	110.81%	112.46%	116.94%	109.29%
归属母公司权益/有息债务	1.31	1.73	4.32	12.32	12.57
有形资产/有息债务	5.15	6.07	14.77	41.55	43.82
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.86	1.13	1.48	2.01	2.68
每股红利	0.30	0.20	0.52	0.70	0.94
每股经营现金流	1.30	0.33	3.32	3.97	2.93
每股自由现金流(FCFF)	1.25	0.58	1.35	1.44	0.25
每股净资产	5.87	8.06	9.34	10.83	12.80
每股销售收入	21.02	24.51	30.44	36.94	43.73

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。