

增持 维持

中兴通讯 (000063)

2011 年 7 月 27 日

4G 时代带来全面赶超的宝贵机遇

2011 年 7 月 26 日收盘价: 21.63 元

6 个月目标价: 30.2 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

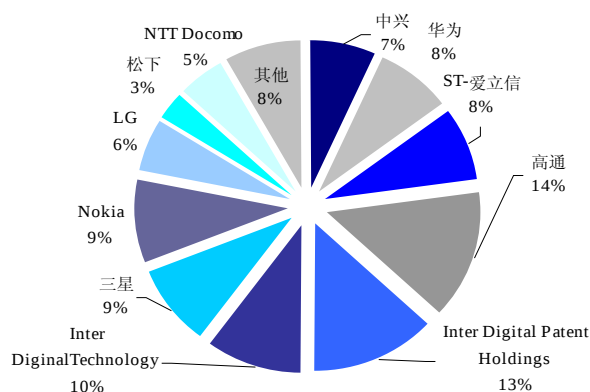
021-23219770

1. 从系统设备至芯片领域, LTE 行业生态链正迎来全面加速发展。

1) **终端: 移动互联时代下加快发展。**根据行业协会统计, 全球 LTE 终端总数截至 2011 年 6 月已经达到 137 款 (其中平板电脑 8 款、USB 模块 39 款、智能手机 9 款), 在 3 个月内增长了 40%。更为重要的是, **LTE 终端产业链将迎来移动互联网行业巨头的全面介入:**

- 苹果、爱立信、EMC、微软、RIM 及索尼等 6 家科技公司组成的财团在 2011 年 6 月底以 45 亿美元拍卖获得北电持有的 6000 项专利 (无线、4G、数据网络、光通信、视频、互联网、半导体及其他领域)。
- 根据 c114 等行业新闻报道, 苹果谷歌等智能手机行业引导者正在考虑以 50 亿美元收购移动通信专利公司 InterDigital。InterDigital 在 4G 领域 (在 TD-LTE 领域是重要专利参与方) 的重要专利地位, **将使得智能终端产业链在 LTE 终端产业爆发之际加快 LTE 专利布局。**
- ✓ InterDigital 为移动通信领域专利发明公司, 主要通过向移动终端厂商收取专利授权费用实现收入。2010 年收入为 3.94 亿美元、其中 93.8% 为专利授权费用。其中, 来自三星和 LG 的收入各占 26%、15%。
- ✓ 根据 ETSI 2010 年底专利库数据, InterDigital 持有的 LTE 专利份额达到了 23% 的第一份额。并且, 我们认为 InterDigital 在 TD-LTE 的帧结构专利中占据重要份额。

图 1 2010 年底 ETSI 专利库的 LTE 专利份额分布



资料来源: ETSI, 海通证券研究所

- 2) **芯片：LTE 多模芯片正在加快推进，TD-LTE 发展有望超出市场预期。**截至 2011 年 6 月，已经有 27 款芯片 LTE 芯片模块组。尤其是高通在 2011 年初于 Verizon LTE 网络中推出的数据卡终端中使用的芯片已经兼容了 CDMA\EVDO\WCDMA\TD-LTE\FDD-LTE 的多模制式。
- **移动通信产业发展的历史已经多次证明，终端芯片的参与成熟度将是产业发展的关键。**在 CDMA 技术的 3G 演进中，EV-DO(Data Only)在高通芯片的支撑下得到了全面推广；而竞争技术 EV-DV(Data and Voice)虽然得到了诺基亚终端厂商的支撑，但是在没有成熟芯片推出的背景下，已经基本被 CDMA 产业淘汰。
- 3) **系统设备：成熟度较好、TD-LTE 得到了全面系统设备厂商的全面支持。**FDD-LTE 系统设备已经开始在全球大规模部署；而在 TD-LTE 能够应对 WiMAX 阵营侵入、具备与 FDD-LTE 具有 70%的共通性从而保证规模效应的背景下，爱立信和诺西等全球设备商都在大力研发推广 TD-LTE 系统设备。
- 4) **运营商：全球部署 TD-LTE 的趋势已经极为显著。**由于 LTE 技术需要高达 20MHz 带宽(远高于 WCDMA 5MHz)，TD-LTE 频谱不对称性、利用率不高带来的频谱经济效应极为重要，从而使得全球运营商采纳 TD-LTE 技术。根据 Infonetics 统计，全球约有 33%运营商考虑部署 TD-LTE；截至 2011 年 6 月，共有 12 家运营商加入到 TD-LTE 阵营。而在日本软银、印度高通、俄罗斯 Yota、和记黄埔欧洲、甚至全球最大的美国 WiMAX 运营商 Clearwire，都已经开始部署或准备考虑部署 TD-LTE。

表 1 TD-LTE 全球频谱划分

Operation Band	Frequency	Spectrum	Region
33	1900-1920MHz	20MHz	Europe
34	2010—2025MHz	15MHz	China, Europe
35	1850-1910MHz	60MHz	TDD bands in the
36	1930-1990MHz	60MHz	US and CA, currently
37	1910-1930MHz	20MHz	occupied by FDD
38	2570-2620MHz	50MHz	technologies
39	1880-1920MHz	40MHz	Europe, MEA, China
40	2300-2400MHz	100MHz	China
			China, India

资料来源：Ericsson，海通证券研究所

2. 中兴通讯：在 LTE 产业链全面布局，将充分受益 LTE 全球加快部署

1) 系统设备：公司充分受益 LTE 带来的增量投资和市场变革机会。

- **增量投资：**我们认为公司在 LTE 市场启动的关键窗口期已经占据了一流设备商的优势位置，并且在日本软银（TDD-LTE）、KDDI（WiMAX 设备）、和记黄埔（TDD/FDD-LTE 双模）和 CSL 等全球主流运营商的 4G 网络部署的设备供应商。尤其在 TD-LTE 领域中，我们认为公司将保持在 TD-SCDMA 领域以来取得的相对传统优势。
- **市场变革机会：**在 LTE 全球加快部署的背景下，网络部署形态呈现出运营商搬迁老旧 GSM/WCDMA 设备、部署兼容 GSM/CDMA/WCDMA/LTE 的多模网络设备的大趋势，使得传统封闭市场得以打开。我们重申一贯观点，在此 LTE 设备启动的关键窗口期中，公司迎来了进入传统封闭市场的历史性机遇（2010 年底公司的 SDR 多模基站出货量达到了 70 万台）。

2) 终端设备：智能终端发力、4G 终端加快上市。公司智能手机已经在全球运营商得到大规模推广，V880 等明星终端已经开始确立公司的品牌地位；而 4G 领域，公司也已经在和记黄埔的 FDD/TDD-LTE 多模网络中实现多

模数据卡的供货（我们判断采用了高通 MDM9600 多模芯片），并将准备开始 LTE 智能手机 V5L（兼容 HSPA 功能）的上市。

3. 4G 使得中兴通讯正在不断突破欧洲等运营商的封闭份额，而企业网和终端业务分别在“云计算”和智能终端带动下迎来广阔的发展空间。在 LTE、云计算和智能手机等带来的行业变革关键窗口期中，公司近期将主要通过战略性投入来提升份额及规模效应。从长期看，我们看好公司在运营商网络带动下的收入增长、云计算及智能手机业务带动的市场规模成长和估值提升的空间；从近期看，随着下半年公司招标份额落实、收入开始确认，有望在下半年开始加快业绩增长。维持盈利预测与评级：根据最新股本，预测 2011-2012 年 EPS 为 1.21、1.52 元，维持增持评级，目标价 30.2 元。公司目前 2011 年 PE 仅为 17.9 倍，在收入保持较快增长的基础上，LTE 部署、云计算和智能手机将使得公司具有较大估值提升空间。

风险提示：运营商投资放缓的不确定因素；公司在新业务拓展不畅的不确定因素。

表 2 中兴通讯利润表预测（百万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60272.56	70263.87	87876.43	108179.15	129814.98
增长率	36.08%	58.63%	25.07%	23.10%	20.00%
减：业务成本	40623.34	47335.03	59111.72	72932.02	87105.85
毛利率	32.60%	32.63%	32.73%	32.58%	32.90%
营业税金及附加	692.33	1149.08	1054.52	1298.15	1427.96
营业费用	7044.38	8754.97	11248.18	13414.21	16097.06
营业费用率	11.69%	12.46%	12.80%	12.40%	12.40%
管理费用	8349.51	9502.27	11775.44	14279.65	17135.58
管理费用率	13.85%	13.52%	13.40%	13.20%	13.20%
财务费用	784.73	1198.48	1014.57	1088.91	1179.01
费用率	26.84%	27.69%	27.35%	26.61%	26.51%
资产减值损失	737.94	315.26	300.00	300.00	350.00
加：公允价值变动收益	12.56	83.60	15.00	15.00	15.00
投资收益	11.97	497.16	260.00	80.00	100.00
营业利润	2064.16	2589.56	3646.99	4961.21	6634.52
加：营业外收入	1391.42	2002.15	1960.00	2000.00	2500.00
减：营业外支出	130.84	231.51	180.00	200.00	290.00
利润总额	3324.74	4360.20	5426.99	6761.21	8844.52
减：所得税	629.08	883.72	1009.42	1257.59	1645.08
实际税率	18.92%	20.27%	18.60%	18.60%	18.60%
净利润	2695.66	3476.48	4417.57	5503.63	7199.44
归属于母公司所有者的净利润	2458.12	3250.25	4157.57	5233.63	6335.51
少数股东损益	237.54	226.24	260.00	270.00	863.93
摊薄 EPS（元）	0.72	0.95	1.21	1.52	1.84

资料来源：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 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;	类别	评级	说明	
		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; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
		中性		
		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。