

增 持 维持

中兴通讯 (000063)

2011 年 8 月 11 日

战略投入保障长远增长空间

2011 年 8 月 10 日收盘价: 19.21 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

事件:

公司发布半年报业绩快报: 2011 上半年收入增长 21.55%, 归属母公司净利润下降 12.42%。

点评:

1. 公司上半年收入增长超出预期, 毛利率下降对公司上半年净利润造成影响。整体上, 中兴通讯上半年收入 373.45 亿、增长 21.55%, 整体毛利率下降 3.69%。

1) 按地区分类, 国外业务增速远大于国内业务增速

- 国内收入 165.35 亿元, 占公司营业收入 44.3%, 同比增长 6.9%
- 国际业务收入达到 208.10 亿元, 占公司营业收入 55.7%, 同比增长 36.4%。

2) 分产品进行统计 (根据公司披露信息进行推算所得)

- 系统业务 (包括运营商网络和电信服务软件) 的收入增长约为 13.9%, 占比由去年 74.07% 下降到 69.97%, 其中运营商网络产品毛利率由去年同期的 38.04% 下降为 34.51%。
- 终端业务收入增长约为 44.0%, 收入占比由去年同期 25.35% 提升至 30.03%, 毛利率由去年同期 22.71% 下降为 19.63%。

2. 投资收益有效弥补毛利下降, 但软件增值税退税收入未能及时确认, 导致归属母公司净利润下降 12.42%。

- 1) 国民技术股权带来的投资收益及公允价值变动一共带来投资收益 9.05 亿元;
- 2) 软件增值税退税收入上半年实现 3.63 亿元 (为 2010 年所属、在 2011 年上半年确认), 由于新 18 号文的财税政策尚未出台导致该部分退税收入同比减少 1.9 亿元。

3. 理性看待公司毛利率下降——战略性、主动性的投入保障将来的利润来源

- 1) 主动性因素: 在产业由 3G 向 4G 演进的关键时期, 公司系统设备业务迎来了历史性的战略拓展机遇。

- 通信设备行业的增长逻辑为：对竞争对手的现网设备进行搬迁等规模投入（初期）——《订单高增长、份额提升——》在现网中通过扩容或升级的方式实现高毛利率下的收入高增长（后期）。当前产业处于 3G 向 4G 加快演进部署的关键窗口期，因此当前进行战略性投入、拓展市场份额将有助于保障公司长远利润来源。
- 公司系统设备的规模突破效应已经超出市场预期：海外收入同比增长 36.4%（我们预计海外订单、尤其是海外无线设备订单增速更高）。证明公司成功抓住了在 4G 加快部署时期，运营商加快 2G/3G 网络设备改造带来的封闭市场规模突破机遇。
 - ✓ 中兴在欧洲等封闭市场的份额突破的方式需要通过搬迁等方式进行，会在短期内影响毛利率。
 - ✓ 在市场格局稳定以后，中兴的毛利率将会大幅提升（在已有份额的市场采取网络软件包升级、扩容的方式获取高毛利率收入）。
- 竞争对手的历程或者现有策略证明中兴现有战略的正确性：
 - ✓ 爱立信——行业龙头、高端市场保障高毛利率。爱立信在 GSM、WCDMA、LTE 时代在市场份额方面一直保持行业龙头（尤其在欧美发达市场占有第一市场份额）；因此爱立信的毛利率一直保持非常稳定。
 - ✓ 华为——前期投入已成正果。在 2003 年左右全球市场由 GSM 向 WCDMA 演进的窗口期中，华为在此期间的高投入迎来了 2005 年以后华为在欧洲等发达市场的无线设备收入高增长。
 - ✓ 阿朗——固守高毛利率的北美江山。阿朗的无线设备业务主要集中在高毛利率的北美地区，尤其在 2011 年上半年毛利率较好提升（中兴与华为还没有进入 AT&T 和 Verizon 的采购）。
 - ✓ 诺西——要份额不要毛利率。诺西在 2010 年开始一直实行“要份额不要毛利”的战略，2011 年上半年毛利率下降 4.3%、而收入增长（扣除 Motorola 合并影响）。

2) 结构性因素：上半年低毛利地区收入增长、高毛利地区收入下降。

- 印度：低毛利、收入增长。公司 2010 年上半年印度地区系统设备收入较低（比 2009 年下降了 20 多亿元）、印度地区系统设备毛利率一般只有 30%；公司 2011 年上半年印度地区系统设备收入将能够较好恢复，但对整体毛利率会有一定影响；
- 中国地区：高毛利、收入下降。我们认为，2011 年上半年国内移动运营商由于投资进程原因，无线设备的投资额呈现 30%-50% 下降；但全年看，我们认为国内无线设备投资将基本持平；下半年高毛利率的光通信设备将进一步加快部署（PON 设备全年招标 6600 万线/下半年有望落实 4700 万线，小幅超出市场预期。）
- 终端设备：上半年数据卡占比偏高，全年将较好修正。根据公司新闻报道，2011 年上半年终端出货量整体增长 50%（与收入增长 44% 基本匹配）、其中手机出货量增长 25%、数据卡出货量增长 108%，数据卡占比偏高导致毛利率下降（我们判断数据卡毛利率比手机偏低 5% 左右）；从全年看，我们认为手机出货增长加快将有助于提升终端设备毛利率。

4. 展望全年——收入高增长已成定局，毛利率回升、营业外收入确认将助力全年业绩较快增长

- 1) 国内运营商投资/招标、份额、收入确认将加快公司毛利率提升；
- 2) 随着前期网络搬迁工作进行较快，我们判断海外地区将开始执行毛利率较为正常的收入确认工程。

3) 终端业务的手机收入占比提升助力毛利率提升。

4) 软件增值退税得到落实确认(按照上半年收入增长情况,假设 2011 年上半年多确认 3 个亿,则净利润增长 21.8%;多确认 4 个亿,则净利润增长 33%左右)。

5. **维持盈利预测。**从长期看,我们看好公司在运营商网络(LTE 驱动)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。根据最新股本,维持 2011-2012 年 EPS 为 1.21、1.52 元的盈利预测,维持增持评级,目标价 30.2 元(对应 2011 年 PE 25 倍)。公司目前 2011 年 PE 仅为 15.8 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;国家政策落实进度导致软件增值税退税确认延迟的风险。

相关报告:

中兴通讯跟踪报告: 4G 时代带来全面赶超的宝贵机遇,增持

中兴通讯点评报告: 高管增持彰显出继往开来的强劲发展势头,增持

中兴通讯点评报告: 新加坡电信展的合同突破具有重大意义,增持

中兴通讯点评报告: 撇开纷扰,唯以业绩鉴价值,增持

表 1 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	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
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	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。