



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年9月15日

技术硬件与设备

研究部

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030015
chenhf@cicc.com.cn

上调至推荐

中兴通讯 (000063.SZ)

经营战略调整后利润率有望企稳提升, 股票进入配置区间

主要财务信息

(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	44,293	60,273	70,264	85,661	101,415
(+/-%)	27.4%	36.1%	16.6%	21.9%	18.4%
主营利润	14,385	18,956	21,780	23,172	28,734
(+/-%)	25.2%	31.8%	14.9%	6.4%	24.0%
净利润	1,660	2,458	3,250	3,509	4,577
(+/-%)	32.6%	48.1%	32.2%	7.9%	30.4%
每股收益-可持续 (元, 按现股本)	0.53	0.78	0.93	1.11	1.45
(+/-%)	32.6%	48.1%	19.5%	19.4%	30.4%
每股净资产 (元, 按现股本)	5.15	6.08	8.34	9.28	10.98
每股股利 (元, 按现股本)	0.15	0.20	0.30	0.33	0.43
市盈率 (倍)	34.0	23.0	19.2	16.1	12.3
市净率 (倍)	3.48	2.94	2.15	1.93	1.63
股息收益率 (%)	0.8%	1.1%	1.7%	1.8%	2.4%
权益收益率	12.6%	15.8%	16.3%	14.4%	17.8%
资产收益率	3.7%	4.1%	4.3%	4.1%	5.3%

股票信息

股票代码	000063.CH	763.HK
目标价	22	港币 25
当前股价	17.89	港币 19.34
52周最高价/最低价	34.16/17.29	港币 37.3/17.12
总市值 (百万人民币/港币)	60,260	港币 73,517
发行股数 (百万股)	2,810	630
主要股东 (持股比例)	深圳市中兴新通讯设备有限公司 (30.76%)	

最近估值走势

	一周	一个月	三个月	年初至今
中兴通讯	-6.08%	-2.64%	-34.03%	-35.49%
深证综指	-4.59%	-8.07%	-8.69%	-14.01%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司动态:

我们认为公司在市场份额突破后将在中长期重点考虑利润率的提升。从而修复投资者的信心, 并对 2012 年的业绩形成支撑。短期上, 即便 3 季度仍没有退税, 市场反而会对 4 季度形成预期, 股价下跌空间十分有限。我们上调评级至推荐, 目标价 22 元。

评论:

我们判断公司在经历前期代价较大的市场突破后, 战略上将对激进的市场策略进行调整。在“保利润”和“争市场”间谋取平衡。

短期, 通过毛利率的维护和费用率的控制保证利润率增长不仅可以使投资者和股东满意, 同时也避免了因过度采用激进策略而导致的竞争对手强力反击。

中长期, 在行业平淡期“存粮过冬”的稳健策略不仅仅是“蛰伏”, 也提供了“等待对手犯错”的机会。

手机业务毛利有望率先企稳。 上半年因日本地震的影响导致部分关键原材料供应偏紧, 采购成本偏高, 但下半年随着更多智能终端的推出和规模效应的体现(联通又给 V880 下了 200 万的订单), 手机业务的毛利有望率先企稳。全年智能手机销量有望超过 1 千万部。

费用控制是下半年和明年的重点。 上半年营业费用率较去年同期提高 0.2 个百分点。管理及研发费用率降低。公司将继续对管理费用和营业费用进行严格控制, 并加速应收帐款的回款, 提高净利润率。(明年净利润率水平应回到 4.5% 以上)

估值与建议:

上半年业绩低于预期, 我们下调了公司 2011 年/2012 年业绩预测为 1.1/1.45 元。但我们认为公司采取稳健的市场拓展策略后将对净利润率形成明显支撑, 在形成上升趋势后, 更可在资本市场借力。上调公司评级至“推荐”, 目标价 22 元, 对应 2011 (E)/2012 (E) 市盈率 x20、x15。

风险:

大盘系统性风险。

图表 1: 历史与预测财务指标

利润表 (A股) 人民币 百万	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	44,293.4	60,272.6	70,263.9	85,660.9	101,414.7
同比 %	27%	36%	16.6%	22%	18%
运营商网络	28,963.8	39,982.3	41,990.1	46,510.1	53,774.9
移动产品	17,938.8	27,984.3	25,259.8	24,963.9	28,688.8
交换及接入产品	2,824.2	3,471.0	5,841.2	7,357.1	8,301.8
数据及光通信产品	8,200.8	8,527.1	10,889.1	14,189.0	16,784.3
手机	9,692.6	13,071.5	17,927.4	25,650.0	30,900.0
电信软件系统、服务及其他产品	5,637.0	7,016.3	9,934.7	13,500.8	16,739.8
主营业务成本	(29,492.5)	(40,623.3)	(47,335.0)	(61,088.4)	(71,022.6)
运营商网络	(18,315.3)	(26,035.4)	(25,852.9)	(31,235.3)	(35,036.7)
移动产品	(11,480.8)	(17,909.9)	(15,661.1)	(16,725.8)	(18,647.7)
交换及接入产品	(1,694.5)	(2,117.3)	(3,504.7)	(5,002.9)	(5,479.2)
数据及光通信产品	(5,140.0)	(6,008.2)	(6,687.0)	(9,506.6)	(10,909.8)
手机	(7,393.0)	(9,654.7)	(14,295.5)	(20,443.1)	(24,318.3)
电信软件系统、服务及其他产品	(3,784.2)	(4,881.9)	(6,923.2)	(9,410.1)	(11,667.6)
营业税金及附加	(415.9)	(692.9)	(1,149.1)	(1,400.9)	(1,658.5)
主营业务利润	14,385.0	18,956.3	21,779.8	23,171.6	28,733.5
毛利	14,800.9	19,498.1	22,780.8	24,572.5	30,392.0
---利润率	33.4%	32.3%	32.4%	28.7%	30.0%
费用	(13,134.0)	(16,916.6)	(19,771.0)	(22,393.2)	(25,934.8)
营业费用	(5,312.5)	(7,044.4)	(8,755.0)	(10,450.6)	(11,966.9)
管理费用	(2,099.7)	(2,567.9)	(2,410.3)	(2,569.8)	(3,042.4)
研发费用	(3,994.1)	(5,781.6)	(7,092.0)	(7,880.8)	(9,228.7)
财务费用	(1,308.3)	(784.7)	(1,198.5)	(1,113.6)	(1,318.4)
资产减值损失	(419.4)	(737.9)	(315.3)	(378.3)	(378.3)
公允价值变动损益	(128.3)	12.6	83.6	(100.0)	(100.0)
投资收益	122.7	11.9	497.2	1,638.0	180.0
营业利润	1,245.4	2,064.2	2,589.6	2,316.4	2,878.7
同比 %	24.4%	65.7%	25.5%	-10.5%	24.3%
投资收益					
补贴收入	1,080.1	1,280.8	1,341.6	1,686.4	2,119.8
营业外收入	18.2	110.6	660.5	990.8	1,486.2
营业外支出	(81.1)	(130.8)	(231.5)	(277.8)	(333.4)
税前利润	2,262.5	3,324.7	4,360.2	4,715.8	6,151.3
同比 %	31.0%	46.9%	31.1%	8.2%	30.4%
所得税	(350.6)	(629.1)	(883.7)	(943.2)	(1,230.3)
少数股东损益	(251.7)	(237.5)	(226.2)	(264.1)	(344.5)
净利润	1,660.2	2,458.1	3,250.2	3,508.5	4,576.6
同比 %	32.6%	48.1%	32.2%	7.9%	30.4%
净利润率 %	3.7%	4.1%	4.6%	4.1%	4.5%
净利润--剔除国民技术的投资收益	1,660.2	2,458.1	2,937.4	3,508.5	4,576.6
同比 %	32.6%	48.1%	19.5%	19.4%	30.4%
净利润率 %	3.7%	4.1%	4.2%	4.1%	4.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 可比公司经营表现对比

收入	2009	2010	2011H
爱立信	27,061	28,243	16,182
华为	21,824	27,352	n.a.
诺基亚西门子	9,034	9,558	5,047
阿尔卡特朗讯	10,898	12,077	5,661
中兴通讯	8,795	10,318	5,744
净利润	2009	2010	2011H
爱立信	541	1,560	1,096
华为	2,676	3,509	n.a.
诺基亚西门子	n.a.	n.a.	n.a.
阿尔卡特朗讯	-362	-220	39
中兴通讯	360	480	118
净利润率	2009	2010	2011H
爱立信	2.0%	5.5%	6.8%
华为	12.3%	12.8%	n.a.
诺基亚西门子	n.a.	n.a.	n.a.
阿尔卡特朗讯	-3.3%	-1.8%	0.7%
中兴通讯	0.6%	4.7%	2.1%

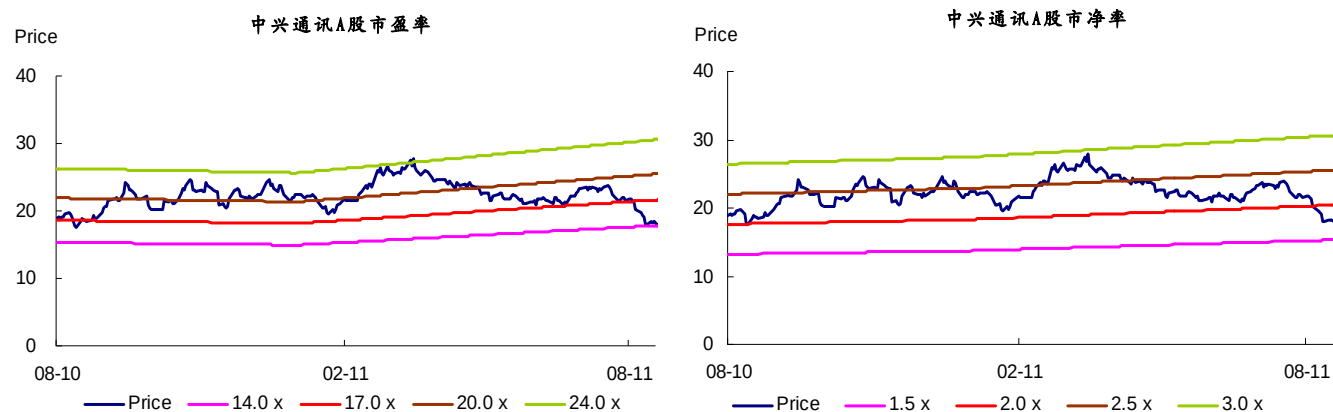
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

公司名称	货币	股价 (当地货币)	总市值 (百万人民币)	市盈率			市净率			股利收益率		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
综合设备制造商												
中兴通讯-A	CNY	17.89	59,470	18.3	15.5	12.2	2.7	2.3	2.0	1.4%	1.6%	2.0%
大唐电信	CNY	10.93	4,798	72.6	31.2	19.5	9.0	n.a.	n.a.	0.0%	n.a.	n.a.
南京熊猫	CNY	6.23	2,900	346.8	n.a.	n.a.	3.7	n.a.	n.a.	1.4%	1.5%	1.6%
烽火通信	CNY	26.24	11,607	30.9	24.9	19.4	3.3	2.9	2.6	0.8%	1.0%	1.4%
平均				117.2	23.9	17.0	4.7	2.6	2.3	0.9%	1.4%	1.6%
通信光缆厂商												
亨通光电	CNY	23.59	4,885	24.1	18.1	14.9	2.8	2.6	2.3	n.a.	1.6%	1.9%
中天科技	CNY	19.53	7,644	14.3	13.8	11.3	3.2	2.5	2.0	0.5%	2.1%	2.6%
平均				19.2	16.0	13.1	3.0	2.5	2.2	0.5%	1.8%	2.2%
系统集成及服务提供商												
亿阳信通	CNY	6.96	4,020	46.8	24.4	20.8	2.6	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.
华胜天成	CNY	12.46	6,775	30.4	24.0	18.7	3.8	3.4	2.9	0.0	n.a.	n.a.
平均				38.6	24.2	19.7	3.2	3.4	2.9	0.8%	n.a.	n.a.
专业设备提供商												
武汉凡谷	CNY	9.65	5,364	25.4	23.9	20.5	2.6	2.5	2.2	2.6%	1.5%	1.8%
中创信测	CNY	14.60	2,023	51.4	30.8	22.8	4.4	3.9	3.3	0.0%	1.0%	1.4%
动力源	CNY	7.58	1,985	37.4	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.	0.5%	n.a.	n.a.
平均				37.1	29.4	22.4	4.1	3.7	3.1	0.9%	1.1%	1.4%
国际可比公司												
中兴通讯-H	HKD	19.34	59,470	16.7	15.9	13.1	2.4	2.1	1.8	1.5%	1.6%	2.0%
中通服	HKD	3.89	18,397	10.4	9.1	8.0	1.3	1.2	1.1	3.8%	4.3%	4.9%
爱立信	SEK	67.30	209,320	19.3	11.2	9.9	1.5	1.4	1.3	3.3%	3.7%	4.0%
诺基亚	EUR	4.26	139,093	8.5	29.2	19.7	1.1	1.3	1.3	9.4%	4.2%	5.0%
阿尔卡特/朗讯	EUR	2.21	44,846	n.a.	n.a.	7.2	1.4	1.3	1.2	0.0%	0.0%	0.0%
思科	USD	16.35	575,072	12.0	10.2	9.6	2.1	1.9	1.7	0.0%	0.6%	1.3%
高通	USD	52.32	562,000	26.4	16.4	15.2	4.0	3.1	2.7	1.4%	1.5%	1.6%
平均				27.5	15.3	11.8	1.8	1.8	1.6	2.4%	2.3%	2.7%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED