

2011年09月29日

TMT---通信设备

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 18.95

目标价(元): 27.60

中兴通讯(000063)

终端新产品、网络新市场驱动新增长

投资评级: A--买入(重申)

TMT 组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 程成

电话: 021-50122249

公司基本数据

总股本(万股)	344007.80
流通 A 股/B 股(万股)	279072.25/0.00
资产负债率(%)	74.32
每股净资产(元)	8.04
市净率(倍)	2.36
净资产收益率(加权)	3.29
12 个月内最高/最低价	34.16/17.29

股价走势图



相关研究报告

1 《毛利率下滑将拖累全年业绩增速》,

2011.08.31

2 《智能手机为先锋, 终端业务促成长》,

2011.08.22

◎事项:

近期, 我们对公司进行了实地调研, 并与公司管理层就公司经营情况和战略规划进行了充分沟通与交流。

◎主要观点:

一、终端业务正打造自己的供应产业链, 全年毛利有支持

◆公司目前终端产品, 主要还是以 Android 系统为主, 为了加强与相关运营商合作强度及产品线广度目前也有少量产品是基于 Windows Phone 系统。

◆公司新款智能明星机 SKATE 将于近日在国内推出, 由运营商进行集中采购并包销, SKATE 主要优点是屏幕较大 (达 4.3 寸), 机身够薄, 这款新手机在国外定价为 150 英镑, 新款手机的上市将再有望创 Blade U/V 880 的销售业绩。全年 Blade 系列在全球的销量估计在 600 万部以上, 公司平板全年销量目前不足 100 万部, 主要是基于 WCDMA 制式的, 平均售价在 1900 元到 2000 元左右。

◆公司目前手机的芯片主要都是来自于高通公司, 未来会考虑 MTK 的解决方案 (从成本计), 目前联想的 A90 使用的是 MTK, 公司会视其实际效果再进行决定是否采用。目前公司手机的研发和生产都在上海, 主要采购在深圳, 全公司手机产能约 800 万部每月, 部分数据卡和 2G 手机也会考虑采用一些生产厂家进行代工, 如卓翼科技等公司。公司过去手机部分零件的供货商主要来自日本、韩国和台湾。日本地震对公司高端产品的采购有一定影响, 公司为了平衡成本计, 正打算打造基于自身公司的供应产业链, 同时也准备改变过去自身研发过于分散的不足之处, 公司对单一产品线有较高要求, 从以多型号少量模式转换到少型号多量模式, 倾心打造自己的 ZTE 品牌, 对单款机型有特定的数量要求并进行考核。

◆公司 V880 产品的毛利率今年有望为 25% 左右 (去年同期为 28%), 考虑到下半年公司终端产品规模效益的增加和相关产品的销量, 综合毛利率会有较上半年较好的改善, 全年综合毛利率高于 20% 无虞。

	2009A	2010A	2011Q2	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	60272.5	70263.8	22251.8	87780.6	107970.21	130643.9
同比增速(%)	36.08	16.58	47.51	24.93	23.00	21.00
净利润(百万)	2458.12	3250.25	641.98	3850.75	4757.43	5861.68
同比增速(%)	48.06	32.22	404.35	18.48	23.55	23.21
毛利率(%)	32.60	32.63	26.65	31.87	32.56	33.02
每股盈利(元)	1.34	1.13	0.19	1.12	1.38	1.70
ROE(%)	15.02	13.93	2.59	14.75	15.78	16.81
PE(倍)	0.00	0.00		16.92	13.74	11.15

图 1 SKTATE 手机全解

手机类型：SKATE 智能手机

外观设计：直板

主屏尺寸：4.3 英寸

触摸屏：支持 主屏材质：TFT

主屏分辨率：480×800 像素

触摸屏：电容屏，支持多点触控

支持 WCDMA/HSDPA / HSUPA

操作系统：Android OS v2.3

应用处理器：ARM11 800MHz 处理器

显示芯片：Adreno 200 GPU

机身内存：512M ROM+256M RAM

存储卡：MicroSD 卡

拓展容量：32GB

网络模式：GSM 900/1800/1900，UMTS 2100

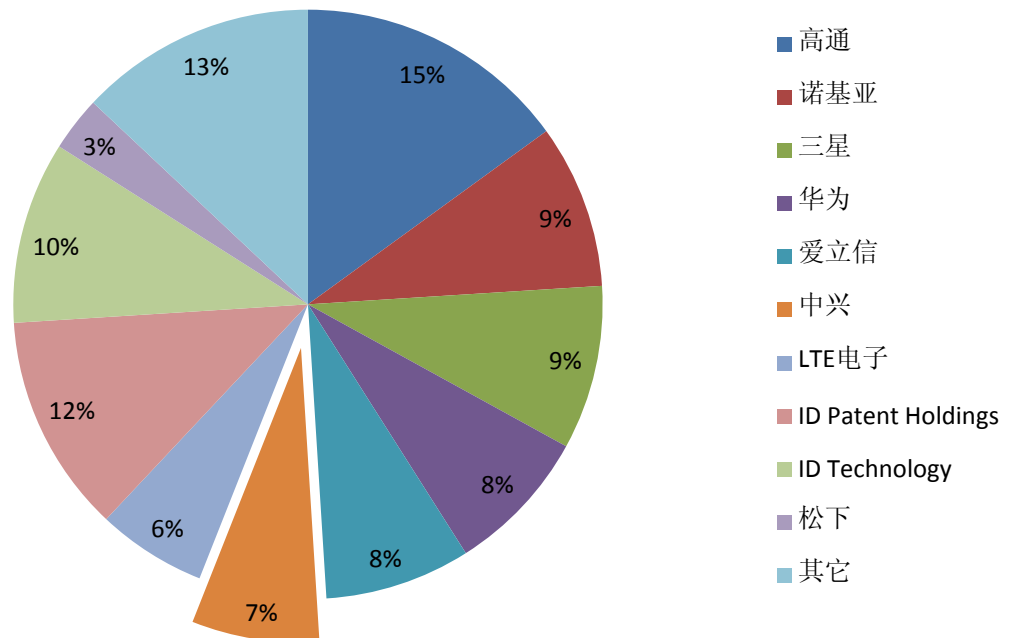


资料来源：华宝证券研究所

二、LTE 全球进展良好，瑞典和黄和日本软银项目即将商用

◆公司目前在全球的 LTE 在建试用网和商用网总数为 23 个，有和其他设备商共建网络，也有中兴公司自身独立承建的网络，公司目前在 TDD 这一块技术略强，持有的相关 LTE 专利也居几大设备商前列。

图 2 LTE 专利分布



资料来源：华宝证券研究所

◆公司正在瑞典（爱立信大本营）为和黄部署 FDD 与 TDD 相兼容的 LTE 网络，预计于今年 11 月商用。同时公司与华为公司同时中标日本第三大移动运营商软银基于 TDD 技术的 4G 网络，该网络将实现日本 90% 的人口覆盖，是目前为止全球范围内最大的 TD-LTE 建设项目，软银的 TD-LTE 项目对中兴走出海外，拿到更多其他优质运营商的订单有非常好的示范效应，因为日本运营商对于流程和质量的要求非常高。

◆目前有很多国际运营商都准备部署 TD-LTE，但就商用网络来说，还没有一个正式进入运营另外在中国市场上，中国移动历来也是力推 TD-LTE，其上海、杭州、南京、广州、深圳、厦门+北京的测试试验网也即将结束，其中中兴在广州为中移动搭建的 LTE 试验网测试已结束，预计中国移动明年能进行 LTE 的试商用，在频谱资源日益重要的今天，TD-LTE 的发展正逢其时，中兴在 TD-LTE 上的优势将有助于公司成为全球前三大网络设备提供商。

三、公司已成功打进全球各大主流运营商

◆上半年公司网络设备毛利率下降幅度较大，主要系公司在欧洲等市场有较大突破，但相应价格并没有提升，公司为欧洲主要运营商进行设备替换，相关工程人员数量有较大增长，费用支出相应提高，导致成本较高，进而拉低毛利。

◆公司上半年新突破七大运营商，实现了历史性的突破，目前只剩德国电信、沃达丰和英国电信订单业务较少。

◆运营商过去与诺西签的合约约在 2013 年到期，由于运营商对诺西未来经营状况的担心，和公司核心竞争力的提升，预计公司在未来有望进一步占有市场份额，重塑前期华为在欧洲市场的辉煌。

四、软件退税具体政策有待进一步公布，退税幅度或略低于去年

◆国务院之前的《鼓励软件企业和集成电路产业发展的若干政策》即 18 号文，已于 2010 年底到期，而新颁发的《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》即 2011 年 4 号文的配套政策还未出台，广东省和深圳市正在积极形成具体的实施草案。

◆2010 年公司上半年软件退税收入为 5.5 亿元（全年为 13 亿元），而公司上半年暂提的软件退税收入只有 3.63 亿。公司所在城市深圳由于今年举办了大学生运动会，城市整体营业税金包括城建税和教育附加费都有一定幅度提升，公司在海外新兴市场如巴西等应纳税率也都较去年同期有一定增长。

◆我们预测公司全年退税收入仍有所期待，但具体幅度尚待公布，从全年来看，至少会有 10 亿元的退税（上半年为 3.37 亿）。

五、盈利预测与评级

◆维持原有预测，重申买入评级。考虑到终端业务的成长性，国内运营商下半年资本开支的扩大和海外市场的积累，以及对出口退税和投资收益的判断。我们预计 2011 年全年公司有望有 24.93% 的增长，收入达到 877.8 亿元。2012 年和 2013 年将分别有 23% 和 21% 的增长速度，收入分别为 1079.7 亿元和 1306.4 亿元。2011 年-2013 年实现的净利润可望达 38.51 亿元、47.57 亿元和 58.62 亿元。摊薄后的 EPS 分别为 1.12 元、1.38 元和 1.70 元，对应的 PE 分别为 16.92 倍、13.74 倍和 11.15 倍，维持公司“买入”评级，目标价 27.6 元，对应 2012 年 20 倍 PE。

风险提示：

◆出口退税的不确定性，整体毛利率继续下滑和海外市场的政策不确定性。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	65528.10	61328.52	75321.55	83800.65
现金	15383.21	21522.58	24677.43	26068.85
应收账款	17563.93	21278.19	27835.90	30771.29
其它应收款	1389.78	1449.05	2173.80	2129.08
预付账款	449.66	570.98	675.21	838.23
存货	12103.67	14905.53	18018.48	21524.30
其他	18637.85	1721.13	1821.79	2587.83
非流动资产	18624.26	14205.83	15363.25	15752.52
长期投资	917.99	1002.99	1107.55	1182.23
固定资产	6523.51	7051.66	7630.22	7846.70
无形资产	2357.79	2696.51	3112.35	3374.00
其他	8824.97	3454.67	3513.13	3349.59
资产总计	84152.36	75534.35	90684.80	99553.17
流动负债	48214.14	47161.89	58814.98	63728.89
短期借款	6578.41	5742.46	6160.44	5951.45
应付账款	15441.21	19091.86	23823.94	27221.68
其他	26194.52	22479.63	28678.55	30707.83
非流动负债	10976.22	5123.06	4440.08	3290.07
长期借款	5475.10	4708.51	3968.61	2847.06
其他	5501.12	414.55	471.47	443.01
负债合计	59190.36	52284.94	63255.06	67018.96
少数股东权益	1868.13	2187.55	2550.24	3002.99
归属母公司股东权益	23093.87	26084.60	29902.24	34553.97
负债和股东权益	84152.36	80557.10	95707.55	104575.92

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2162.09	16119.23	7352.77	6283.55
净利润	3476.48	4170.18	5120.12	6314.42
折旧摊销	1062.99	1285.20	1583.46	1853.25
财务费用	1198.48	1219.36	1332.81	1249.32
投资损失	-497.16	-645.45	-921.31	-1013.28
营运资金变动	-2900.25	10226.72	308.44	-2016.41
其它	-178.45	-136.77	-70.75	-103.76
投资活动现金流	-4426.29	-1088.23	-1758.35	-1120.72
资本支出	356.83	5988.74	804.51	438.76
长期投资	-477.71	-85.00	-104.56	-74.68
其他	-4547.17	4815.50	-1058.40	-756.64
筹资活动现金流	4507.36	-8891.63	-2439.56	-3771.41
短期借款	1671.91	-835.96	417.98	-208.99
长期借款	-553.97	-766.59	-739.90	-1121.56
其他	3389.42	-7289.08	-2117.64	-2440.87
现金净增加额	2243.16	6139.37	3154.86	1391.42

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	70263.87	87780.66	107970.21	130643.95
营业成本	47335.03	59804.96	72815.11	87505.32
营业税金及附加	1149.08	1307.93	1576.37	1802.89
营业费用	8754.97	11192.03	13593.45	16735.49
管理费用	2410.29	11771.39	14629.96	17702.26
财务费用	1198.48	1219.36	1332.81	1249.32
资产减值损失	315.26	447.68	593.84	614.03
公允价值变动收益	83.60	99.81	89.23	94.52
投资净收益	497.16	645.45	921.31	1013.28
营业利润	2589.56	3045.91	4439.22	6142.45
营业外收入	2002.15	2290.00	2096.07	1843.04
营业外支出	231.51	181.17	206.34	193.76
利润总额	4360.20	5154.73	6328.95	7791.74
所得税	883.72	984.55	1208.83	1477.31
净利润	3476.48	4170.18	5120.12	6314.42
少数股东损益	226.24	319.43	362.69	452.74
归属母公司净利润	3250.25	3850.75	4757.43	5861.68
EBITDA	5509.32	6377.69	7647.25	9274.33
EPS (元)	1.13	1.12	1.38	1.70

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	16.58%	24.93%	23.00%	21.00%
营业利润	25.45%	17.62%	45.74%	38.37%
归属母公司净利润	32.22%	18.48%	23.55%	23.21%
获利能力				
毛利率	32.63%	31.87%	32.56%	33.02%
净利率	4.95%	4.75%	4.74%	4.83%
ROE	13.93%	14.75%	15.78%	16.81%
ROIC	9.59%	10.81%	11.75%	13.34%
偿债能力				
资产负债率	70.34%	69.22%	69.75%	67.32%
净负债比率	237.15%	224.89%	230.58%	206.00%
流动比率	1.36	1.30	1.28	1.31
速动比率	1.11	0.99	0.97	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.10	1.30	1.37
应收账款周转率	4.27	4.52	4.40	4.46
应付账款周转率	3.32	3.46	3.39	3.43
每股指标(元)				
每股收益	1.13	1.12	1.38	1.70
每股经营现金	0.63	4.69	2.14	1.83
每股净资产	8.71	8.22	9.43	10.92
估值比率				
P/E		16.92	13.74	11.15
P/B		2.42	2.11	1.83
EV/EBITDA		8.74	6.89	5.44

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。