

中兴通讯的 2012：份额和毛利率双升

研究结论：

- 预计通信行业明年资本开支发生结构性变化，TD 和 W 网增长，C 网持平、移动 G 网下降。我们估计明年通信行业资本开支温和增长，分结构来看，预计明年中移动的资本开支将更多向 TD 倾斜，预计 G 网资本开支下滑 20%，相应资本开支投向 TD 网络，使得 TD 资本开支同比增长 30%。中电信 C 网的资本开支基本持平。联通在 W 网的资本开支将有较大的增长。
- 资本开支的结构性变化，有望给中兴带来市场份额和毛利率的双升。从市场份额来看，中兴在移动 G 网的份额相对较低（10%不到），在移动 TD 网、电信和联通的份额相对较高（分不同制式，在 15%—30%左右），资本开支的结构性变化有望使得中兴攫取更大的市场份额。从毛利率角度说，根据我们测算，中兴 TD 业务的毛利率较高，在 40%以上，高于 37—38%左右的国内系统设备平均毛利率。资本开支的结构性变化，有望给中兴带来市场份额和毛利率的双升。
- 从 2G 到 3G 到 4G，随着运营商网路演进的进程，中兴将获取更大的市场份额。中移动 G 网向 TD 网投资的转移，中兴获得了更大的市场份额，说明运营商网络向 3G 演进对中兴的战略性机遇。进一步说，随着运营商网络向 4G 的演进，中兴将面临更大的市场机遇，中兴在 LTE 上的技术积累深厚，占 TD-LTE 基本专利的 7%，LTE 商用网及实验网的市场份额 21%，有望充分享受到 4G 投资带来的新一轮行业景气周期，LTE 建设是中兴面临的长期发展机遇。
- 对明年业绩更有信心，公司股价安全边际充分。考虑到中兴明年国内系统设备的份额和毛利率双双提升，以及国际市场开始逐步进入收获期，我们对公司明年的业绩更有信心！即使在悲观的情景假设下（表 2），中兴明年的业绩也有 1.13 元，对应目前 PE 仅为 15 倍左右。考虑到四季度国内业务收入的确认，以及 LTE 建设的长期机遇，我们认为中兴目前股价是非常好的买点。公司股价催化剂包括：全球 4G 订单的突破、十二五通信产业规划的出台等等。
- 调升公司明年 TD 设备的增速至 20%，调升公司 W 网设备的收入增速至 30%，从而调升 2012 年的 EPS 至 1.30 元（原预测为 1.26 元），相应调升 2013 年 EPS 至 1.57 元（原预测为 1.56），维持 2011 年 1.00 元的盈利预测。综上，预测公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.30 元和 1.57 元。考虑到公司成长性和历史估值水平，给予公司 11 年 30 倍 PE 的估值水平，对应目标价 30 元，维持公司买入评级。
- 风险因素：大盘系统性风险，运营商资本开支低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为做出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888-6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

021-63325888-6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 11 月 30 日）	17.37 元
目标价格	30.00 元
总股本（亿股）	34.4
国家/地区	中国
行业	通信设备
报告发布日期	2011 年 12 月 1 日

股价表现



财务预测（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	70,264	90,303	111,214	132,239
利润总额	4,360	4,593	5,984	7,251
净利润	3,476	3,662	4,771	5,782
EBITDA	4,564	4,276	5,676	6,958
EPS（元）	0.94	1.00	1.30	1.57
每股经营现金	0.27	1.33	1.41	1.87
每股净资产	6.71	7.38	8.25	9.30
净资产收益率	14.07%	13.49%	15.72%	16.89%
P/E（倍）	20	19	14	12
P/B（倍）	2.30	2.09	2.24	1.99

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

高管增持彰显对公司发展信心十足	2011.06.28
TD-LTE 加速推进，将强烈冲击产业格局	2011.08.01
行业景气在下半年，长期看好 LTE 建设	2011.08.11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

1. 资本开支结构变化，中兴有望迎来市场份额和毛利率的双升

我们估计明年通信行业资本开支温和增长，分结构来看，预计明年中移动的资本开支将更多向 TD 倾斜，G 网投资有所下降，预计 G 网资本开支下滑 20%，相应资本开支投向 TD 网络，使得 TD 资本开支同比增长 30%。中电信 C 网的资本开支基本持平。联通在 W 网的资本开支将有较大的增长。

资本开支的结构性变化，有望给中兴带来市场份额和毛利率的双升。从市场份额来看，中兴在移动 G 网的份额相对较低（10%不到），在移动 TD 网、电信和联通的份额相对较高（分不同制式，在 15%—30%左右），资本开支的结构性变化有望使得中兴攫取更大的市场份额。从毛利率角度说，根据我们测算，中兴 TD 业务的毛利率较高，在 40%以上，高于 37—38%左右的国内系统设备平均毛利率。资本开支的结构性变化，有望给中兴带来市场份额和毛利率的双升。

表 1：资本开支结构变化，中兴有望迎来市场份额和毛利率的双升

单位：百万元			2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
国内市场							
运营商网络	国内无线设备	GSM					
		一移动	32,110	9,266	22,156	17,725	14,180
		YoY		-40%	15%	-20%	-20%
		中兴份额	6.20%	7.00%	9.50%	10.00%	10.00%
		中兴收入	1,991	1,349	2,105	1,772	1,418
		一联通	10,427	7,299	6,569	7,226	7,587
		YoY		-30%	-10%	10%	5%
		中兴份额	13.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
		中兴收入	1,408	1,058	953	1,048	1,100
		CDMA	9,000	7,000	6,000	6,000	6,000
		中兴份额	28.00%	30.00%	28.00%	28.00%	28.00%
		中兴收入	2,520	2,100	1,680	1,680	1,680
		CDMA2000	5,800	4,000	3,000	3,000	3,000
		中兴份额	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
		中兴收入	1,624	1,120	840	840	840
		TD	27,500	23,000	25,000	30,000	30,000
		中兴份额	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
		中兴收入	7,700	6,440	7,000	8,400	8,400
		WCDMA	14,000	10,000	13,000	16,900	18,590
		中兴份额	20.00%	20.00%	20.00%	22.00%	22.00%

	中兴收入	2,800	2,000	2,600	3,718	4,090
	无线设备合					
	计	18,043	14,067	15,177	17,458	17,528
	YoY		-22%	8%	15%	0%
	光通讯及数据					
	通讯	6,815	9,200	12,144	13,358	15,362
	YoY		35%	32%	10%	15%
	有线交换及接					
	入	223	134	93	93	93
	YoY	-40%	-40%	-30%	0%	0%
	运营商网络部					
	分合计	25,080	23,401	27,415	30,910	32,984
	YoY		-7%	17%	13%	7%
	毛利率	34.88%	35.50%	38.00%	38.50%	38.50%
	营业成本	16,332	15,093	16,997	19,010	20,285
	毛利润	8,748	8,307	10,418	11,900	12,699
终端	中兴通讯销量					
	合计（百万部）	13.00	19.50	27.30	35.49	44.36
	YoY		50%	40%	30%	25%
	手机单价（元）	255	250	260	270	270
	手机部分收入	3,315	4,875	7,098	9,582	11,978
	YoY		47%	46%	35%	25%
	毛利率	26.14%	20.26%	21.00%	21.00%	21.00%
	营业成本	2,448	3,887	5,607	7,570	9,463
	毛利润	867	988	1,491	2,012	2,515
电信软件系统	收入	2,219	2,774	3,744	4,868	6,328
	YoY	-	25%	35%	30%	30%
	毛利率	30.42%	30.31%	32.00%	32.00%	32.00%
	营业成本	1,544	1,933	2,546	3,310	4,303
	毛利润	675	841	1,198	1,558	2,025
国内市场总和		30,614	31,049	38,257	45,360	51,289
	实际数	30,304	31,851			
	YoY		5%	20%	19%	13%

毛利率			32.81%	33.76%	34.26%	34.11%	33.61%
营业成本			20,324	20,913	25,151	29,890	34,050
实际数			20,362	21,099			
毛利润			9,942	10,751	13,106	15,470	17,239
海外市场							
亚洲(不包括中国)	收入		13,147	12,638	18,958	24,645	29,574
	YoY			-4%	50%	30%	20%
	毛利率		22.30%	29.78%	26.00%	26.00%	26.00%
	营业成本		10,216	8,875	14,029	18,237	21,885
	毛利润		2,931	3,764	4,929	6,408	7,689
欧美及大洋洲	收入		9,777	14,746	17,695	21,234	25,481
	YoY			51%	20%	20%	20%
	毛利率		30.27%	23.74%	22.00%	23.00%	24.00%
	营业成本		6,817	11,245	13,802	16,350	19,366
	毛利润		2,960	3,501	3,893	4,884	6,115
非洲	收入		6,841	10,617	14,864	19,323	25,120
	YoY			55%	40%	30%	30%
	毛利率		53.57%	44.88%	41.50%	41.50%	41.50%
	营业成本		3,176	5,852	8,695	11,304	14,695
	毛利润		3,665	4,765	6,169	8,019	10,425
海外市场总和			29,766	38,002	51,517	65,202	80,175
YoY			-	28%	36%	27%	23%
毛利率			32.10%	31.65%	29.10%	29.62%	30.22%
营业成本			20,210	25,972	36,526	45,892	55,946
毛利润			9,556	12,029	14,990	19,311	24,229
合计							
			60,070	69,852	89,774	110,562	131,464
YoY				16%	29%	23%	19%
毛利率			32.46%	32.61%	31.30%	31.46%	31.54%
营业成本			40,572	47,072	61,677	75,781	89,996
毛利润			19,498	22,781	28,097	34,781	41,468

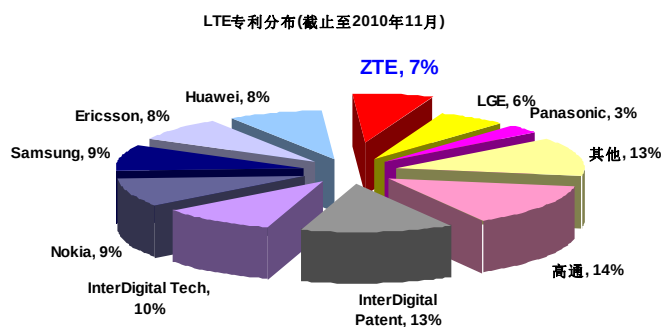
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 全球 LTE 建设是中兴面临的长期机遇

中兴通讯在 TD-LTE 上的技术积累深厚，截止 2011 年 6 月，中兴通讯已经全球 15 个国家 25 个全球领先运营商建设 TD-LTE 实验局和商用网络，遍布欧洲、印度、独联体、亚太、东南亚、美洲等区域。中兴通讯不仅与其他厂商的终端进行 IOT 测试，同时也是 LTE 多模终端领先提供商，满足不同制式网络运营商的需求，作为全球 LTE 产业商用化进程的积极推进者，中兴通讯目前已形成包括数据卡、uFi、模块、平板电脑、智能手机等完整的 LTE 终端产品队列。

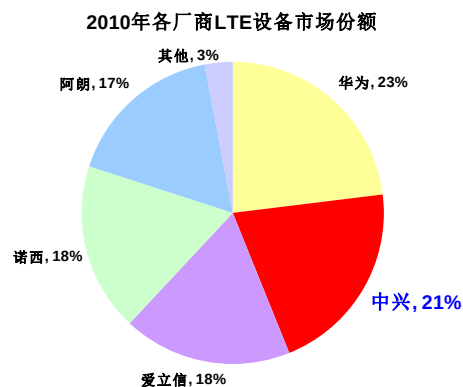
在 ETSI(欧洲电信标准研究所)公布的最新 LTE 标准专利数据库暨 ETSIIPR(知识产权)数据库中，截止 2010 年 11 月 30 日的查询结果显示，已有包括中国厂家在内的 34 家公司发布了 LTE 标准必须使用的基本专利(Essential Patent)清单。其中，高通以 498 件专利数继续领跑，而诺基亚、三星、华为、爱立信、中兴、LGE 六家设备厂商则以基本相当的专利数量位居第二阵营。

图 1：中兴占 LTE 专利的 7%



资料来源：ETSI，东方证券研究所

图 2：中兴占 LTE 设备市场重要份额

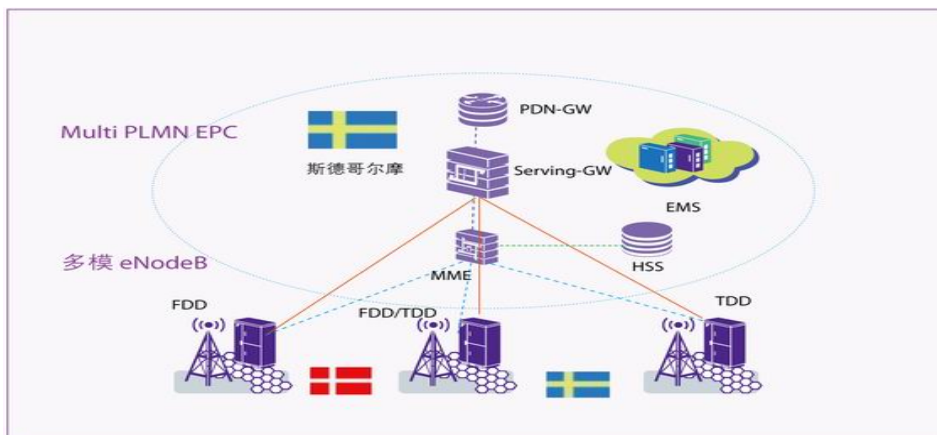


资料来源：东方证券研究所

值得注意的是，此次中兴通讯以 235 件 LTE 标准基本专利和 7% 的基本专利占比跻身前八，证明了其在 LTE 研发上的强大实力。据了解，截止到 10H1，中兴已向 3GPP 提交了 5400 多篇提案，其中 LTE/SAE 相关提案超过 3300 多篇，并已申请 LTE/SAE 相关专利 2600 多件。

另据 OpenVistaConsulting 的报告，截至 2010 年 12 月底，中国的华为和中兴分别部署了 70 个和 65 个 LTE 商用或试验网络，占据 23% 和 21% 的份额，爱立信、诺西、阿朗也分别占据 18%、18% 和 17% 的份额。中兴占据了 LTE 网络的部署中占据了重要份额。

图 3：TDDLTE/FDDLTE 双模组网拓扑图



资料来源：ZTE，东方证券研究所预测

3. 对明年业绩更有信心，公司股价安全边际充分。

对明年业绩更有信心，公司股价安全边际充分。考虑到中兴明年国内系统设备的份额和毛利率双双提升，以及国际市场开始逐步进入收获期，我们对公司明年的业绩更有信心！即使在悲观的情景假设下（），中兴明年的业绩也有 1.13 元，对应目前估值仅为 15 倍左右。考虑到四季度国内业务收入的确认，以及 LTE 建设的长期机遇，我们认为中兴目前股价是非常好的买点。公司股价催化剂包括：全球 4G 订单的突破、十二五通信产业规划的出台等等。

调升公司明年 TD 设备的增速至 20%，调升公司 W 网设备的收入增速至 30%，从而调升明年的 EPS 至 1.30 元（原先为 1.26 元，调升 3.2%），相应调升 2013 年 EPS 至 1.57 元（原先为 1.56，调升幅度为 0.6%），维持今年 1.00 元的盈利预测。

预计 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.00 元，1.30 元和 1.57 元。考虑到公司成长性和历史估值水平，给予公司 11 年 30 倍 PE 的估值水平，目标价 30 元。

表 2：对明年业绩更有信心，股价安全边际充分

	乐观假设	基本假设	悲观假设
TD 份额	32%	28%	23%
WCDMA 份额	25%	22%	20%
国内设备毛利率	40.0%	38.5%	37.0%
欧美市场毛利率	24%	23%	22%
EPS	1.48	1.30	1.13

资料来源：东方证券研究所

4. 风险提示

大盘系统性风险

资本开支低于预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	15383	19770	24349	28952	营业收入	70264	90303	111214	132239
交易性金融资产	123	123	123	123	营业成本	47335	62040	76228	90526
应收账款	18954	24359	30000	35672	毛利	22929	28262	34986	41713
存货	12104	15872	19500	23157	%营业收入	32.6%	31.3%	31.5%	31.5%
预付账款	450	590	724	860	营业税金及附加	1149	1477	1819	2163
其他流动资产	17225	21623	26473	31477	%营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
流动资产合计	65528	83995	103211	122669	销售费用	8755	10972	13346	15869
可供出售金融资产	343	343	343	343	%营业收入	12.5%	12.2%	12.0%	12.0%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	9502	11947	14714	17496
长期股权投资	918	932	946	959	%营业收入	13.5%	13.2%	13.2%	13.2%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1198	863	1191	1653
固定资产合计	7670	8980	10627	12590	%营业收入	1.7%	1.0%	1.1%	1.3%
无形资产	891	847	804	764	资产减值损失	315	596	622	625
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	655	121	126	127	投资收益	497	14	14	14
其他非流动资产	8147	8147	8147	8147	营业利润	2506	2421	3309	3922
资产总计	84152	103364	124203	145599	%营业收入	3.6%	2.7%	3.0%	3.0%
短期贷款	6715	10227	14874	22636	营业外收支	1771	2172	2675	3329
应付款项	25498	33435	41079	48783	利润总额	4360	4593	5984	7251
预收账款	2745	3527	4344	5166	%营业收入	6.2%	5.1%	5.4%	5.5%
应付职工薪酬	3098	4062	4991	5927	所得税费用	884	931	1213	1470
应交税费	-321	-381	-479	-574	净利润	3476	3662	4771	5782
其他流动负债	10480	13577	16665	19797	归属于母公司所有者	3250.2	3423.8	4460.7	5405.3
流动负债合计	48214	64448	81473	101733	的净利润				
长期借款	1719	2253	2769	3288	少数股东损益	226	238	310	376
应付债券	4000	4000	4000	619	EPS（元/股）	0.94	1.00	1.30	1.57
递延所得税负债	89	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	5168	5168	5168	5168		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	59190	75870	93410	110808	经营活动现金流净额	942	4591	4859	6446
归属于母公司所有者	23094	25388	28376	31998	取得投资收益收回现金	17	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	1868	2106	2417	2793	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	24962	27494	30793	34791	固定资产投资	-3038	-2258	-2780	-3306
负债及股东权益	84152	103364	124203	145599	其他	-75	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-3113	-2258	-2780	-3306
EPS	0.945	0.995	1.297	1.571	债券融资	0	0	0	-3381
BVPS	8.06	8.86	8.25	9.30	股权融资	3913	0	0	0
PE	19.58	18.59	14.27	11.77	银行贷款增加（减少）	378	4047	5162	8281
PEG	1.06	1.01	0.77	0.64	筹资成本	1253	-1993	-2663	-3437
PB	2.30	2.09	2.24	1.99	其他	-2506	0	0	0
EV/EBITDA	13.30	14.11	10.74	8.80	筹资活动现金流净额	3038	2054	2499	1463
ROE	14.1%	13.5%	15.7%	16.9%	现金净流量	867	4387	4578	4603

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn