

中兴通讯(000063)

中电信 CDMA 招标前景判断

——股价异动点评

陈亮

021-38676207

chenliang@gtjas.com

本报告导读:

➤ 本文分析了CDMA招标情况,我们认为尽管竞争激烈,但中兴的显著优势将使其既有份额难以撼动。

投资要点:

- 今日中兴 A 股、H 股价格均跌幅较大,我们了解到如下信息:
- **中期财报符合预期:**我们预计即将于8月21日公布的中报EPS大约为0.43元,净利润同比增长25%,符合我们此前预期。
- **招标总进程:**CDMA 招标正在进行中,预计一周内结果揭晓。TD-SCDMA 招标还未正式开展,大约在8月底进行。WCDMA 也将于年底前展开招标。
- **中国电信 CDMA 招标情况:**CDMA 在三大移动网络投资中率先招标,今日是设备商发出商务标书的时间,传闻称华为将大举赠送设备,我们认为:

(1) 华为在全国范围内大幅赠送设备的信息属实。但需要解释的是,华为在联通 CDMA 市场仅2%份额,2007年国内 CDMA 市场份额是中兴(32%)、摩托罗拉(23%)、阿朗(22%)、北电(17%),2007年全球 CDMA 市场份额是中兴(50%)、阿朗(26%)、北电(12%)、华为(12%)。中兴在 CDMA 国际及国内市场优势非常显著,而华为在国内 CDMA 市场接近零份额,因此进行大举赠送的行为是可以预期的,但需强调的是,赠送设备未必都能获得市场份额(如中兴与华为均在中移动 GSM 网络赠送设备但并未获得相应市场)。

(2) 中兴报价未采取类似激进的行为,并对其在 CDMA 招标的份额表示乐观(目标份额是超过目前的32%有所增长),主要由于其在 CDMA 市场的显著优势。我们了解到中兴也调低了报价但是理性价,而且其 CDMA 设备的成本降幅也很快,因此我们认为毛利率会有所下降但仍会维持可观水平。我们在盈利预测中,考虑到竞争加剧,已将 TD-SCDMA、CDMA 的毛利率由目前的50-55%调低至40-45%区间,并假设中兴 CDMA 份额在32-35%区间。

(3) 我们预测华为的激进行为将有可能使摩托罗拉及北电(近40%)的部分市场替换出局,但难以撼动中兴在国内既有32%的市场份额。从中国电信的角度,与 WCDMA 相比,CDMA 产业链由于缺乏设备商的支持而甚为脆弱,中兴在 CDMA 设备及终端的份额分别为32%、20%,华为的重心和优势集中在 WCDMA,因此我们认为中电信将会审慎考虑 CDMA 产业链长期演进的趋势,不会仅依据赠送设备而选择供应商,中兴仍将可能是 CDMA 的第一份额者。

- **维持“增持”评级。**股价波动提供介入时机。

财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	23,215	34,777	47,685	75,605	89,562
(+/-)%	8%	50%	37%	59%	18%
经营利润(EBIT)	398	1,001	1,252	1,995	2,513
(+/-)%	3%	134%	22%	59%	27%
净利润	767	1,252	1,740	2,833	3,510
(+/-)%	-36%	63%	39%	63%	24%
每股净收益(元)	0.57	0.67	1.30	2.11	2.61
每股股利(元)	0.15	0.25	0.35	0.57	0.70

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率(%)	5.4%	6.9%	6.3%	6.4%	6.8%
净资产收益率(%)	6.8%	10.3%	12.3%	17.5%	18.7%
投入资本回报率(%)	9.3%	10.7%	11.3%	14.7%	14.1%
EV/EBITDA	25.1	16.1	13.1	8.4	6.7
市盈率	47.5	40.8	29.3	18.0	14.5

请务必阅读正文之后的免责条款部分

电子及通信设备制造业/电子及通信业

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	¥64.00
上次预测:	¥64.00
当前价格:	¥38.00
	2008.08.14

交易数据

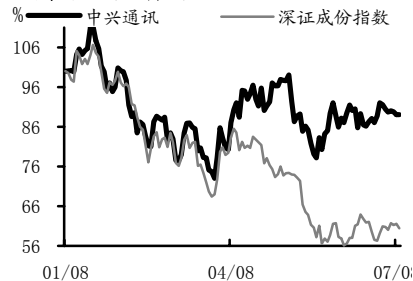
52周内股价区间(元)	42.77 ~ 79.80
总市值(百万元)	60,450
总股本/流通A股(百万股)	1,343/974
流通B股/H股	0/224
流通股比例	0.72
日均成交量(百万股)	5.5
日均成交值(百万元)	323.3

资产负债表摘要(12/07)

股东权益(百万元)	12137
每股净资产	9.04
市净率	4.98
净负债率	25.2%

EPS(元)	2007A	2008E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.32	0.37
Q3	0.11	0.22
Q4	0.48	0.65
全年	0.93	1.30

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-0.8	4.2	14.2
相对指数	-2.5	33.5	55.2

相关报告

盛宴开启, 受益几何?

(08.08.14)

海外业务高速增长 静候电信重组后投资启动

(08.05.28)

收入保持强劲增长 盈利质量仍属稳健

(08.04.25)

模型更新时间: 2008.08.14

股票研究

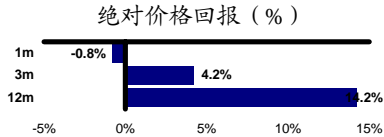
电子及通信业
电子及通信设备制造业

中兴通讯(000063)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **¥64.00**
上次预测: ¥64.00
当前价格: **¥38.00**

公司网址:
www.zte.com

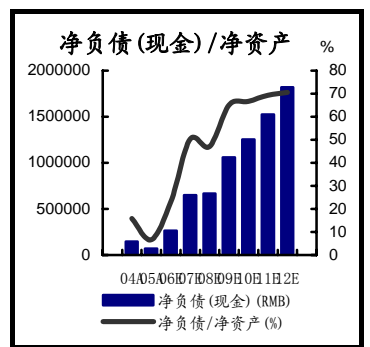
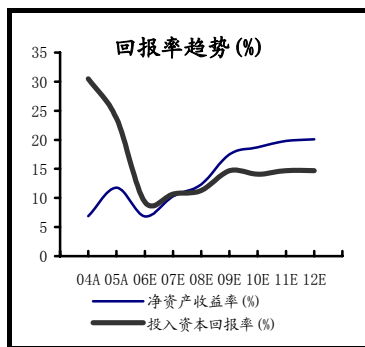
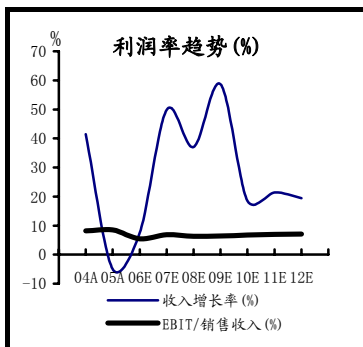
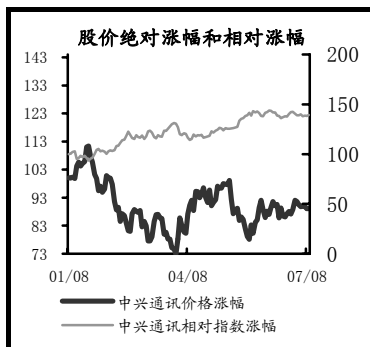
公司简介
中兴通讯是国内市场份额第二的国内通讯设备制造商。



52周价格范围 42.77~79.80
市值(百万) 60,450

财务预测(单位: 百万元)

	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
损益表									
主营业务收入	22,698	21,576	23,215	34,777	47,685	75,605	89,562	108,769	129,898
主营业务成本	14,369	13,945	15,273	23,005	32,113	52,242	62,519	76,381	91,600
税金及附加	71	106	111	280	238	378	448	544	649
主营业务利润	48	7,525	0	0	15,334	22,986	26,596	31,844	37,648
其他业务利润	41	16	0	0	60	60	60	60	60
营业费用	2,929	3,023	3,140	4,395	5,865	8,619	9,852	11,965	13,899
管理费用	3,899	3,137	1,245	1,778	2,480	3,780	4,030	4,460	5,326
EBIT	-6,739	1,381	-4,385	-6,173	7,050	10,647	12,773	15,480	18,483
财务费用	285	289	240	494	572	907	1,164	1,523	1,948
营业利润	1,186	1,092	398	1,001	1,252	1,995	2,513	3,028	3,588
所得税	208	159	127	276	361	588	787	975	1,159
少数股东损益	202	149	137	199	307	500	619	768	913
净利润	634	1,194	767	1,252	1,740	2,833	3,510	4,351	5,174
资产负债表	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	7,598	5,573	4,311	6,483	7,506	4,984	5,264	5,239	5,438
其他流动资产	10,938	12,363	15,982	24,003	31,472	49,900	59,111	71,787	85,732
长期投资	67	85	0	0	135	153	166	186	214
固定资产合计	1,975	2,507	3,061	3,969	4,462	5,441	6,601	8,010	9,678
无形及其他资产	148	1,170	5,468	8,686	5,756	7,493	9,032	10,962	13,204
资产合计	20,830	21,779	25,761	39,173	44,734	62,377	73,407	87,988	104,374
流动负债	9,938	10,010	11,241	20,939	26,444	41,927	49,667	60,318	72,035
长期负债	1,253	1,173	3,194	5,346	6,794	10,703	12,657	15,346	18,304
股东权益	9,174	10,125	11,326	12,888	14,162	16,235	18,804	21,988	25,774
投入资本(IC)	5,255	8,627	16,717	23,821	24,480	35,545	42,419	51,502	61,731
现金流量表	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	1,556	1,645	1,175	2,172	2,724	4,408	5,508	6,904	8,324
折旧与摊销	368	448	553	417	463	552	653	794	963
流动资金增量	-118	-1,817	-3,237	-2,977	-3,097	-8,350	-4,174	-5,744	-6,319
资本支出	-560	-993	-1,100	-1,396	-1,028	-1,704	-1,901	-2,322	-2,763
自由现金流	1,247	(717)	(2,609)	(1,785)	(937)	(5,094)	86	(368)	205
经营现金流	1,645	177	(1,548)	88	429	(3,052)	2,331	2,307	3,357
投资现金流	-566	-984	-1,164	-1,758	-1,155	-1,711	-1,900	-2,331	-2,780
融资现金流	2,732	-1,195	1,466	3,828	1,748	2,242	-152	-1	-378
现金流净增加额	3,811	(2,002)	(1,246)	2,159	1,023	(2,521)	279	(25)	199
财务指标	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
成长性									
收入增长率	41.5%	-4.9%	7.6%	49.8%	37.1%	58.6%	18.5%	21.4%	19.4%
EBIT增长率	24.3%	-6.1%	2.9%	134.4%	22.0%	59.1%	26.7%	23.7%	21.7%
净利润增长率	0.5%	88.4%	-35.8%	63.3%	38.9%	62.8%	23.9%	24.0%	18.9%
利润率									
毛利率	36.7%	35.4%	34.2%	33.9%	32.7%	30.9%	30.2%	29.8%	29.5%
EBIT率	8.2%	8.5%	5.4%	6.9%	6.3%	6.4%	6.8%	7.0%	7.1%
净利润率	2.8%	5.5%	3.3%	3.6%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%
收益率									
净资产收益率(ROE)	6.9%	11.8%	6.8%	10.3%	12.3%	17.5%	18.7%	19.8%	20.1%
总资产收益率(ROA)	3.0%	5.5%	3.0%	3.2%	3.6%	4.1%	4.3%	4.4%	4.4%
投入资本回报率	30.5%	23.7%	9.3%	10.7%	11.3%	14.7%	14.1%	14.7%	14.7%
运营能力									
存货周转天数	82	57	59	61	70	64	71	70	70
应收账款周转天数	116.8	155.3	179.2	163.7	136.1	90.8	84.8	76.9	73.2
总资产周转天数	290.2	355.5	368.6	336.1	316.7	255.0	272.9	267.1	266.6
净利润现金含量	2.59	0.15	(2.02)	0.07	0.25	(1.08)	0.66	0.53	0.65
资本支出/收入	2%	5%	5%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
偿债能力									
资产负债率	53.7%	51.3%	56.0%	67.1%	69.0%	75.6%	76.1%	76.9%	77.3%
净负债率	15.8%	6.7%	23.2%	50.3%	47.1%	65.2%	66.7%	69.3%	70.6%
估值比率									
PE	57.5	30.5	47.5	40.8	29.3	18.0	14.5	11.7	9.9
PB	4.0	3.6	3.2	3.0	3.6	3.1	2.7	2.3	2.0
P/S	1.61	1.69	1.57	1.05	1.07	0.68	0.57	0.47	0.39
EV/EBITDA	20.4	19.8	25.1	16.1	13.1	8.4	6.7	5.4	4.5
股息率	0.6%	0.7%	0.4%	0.7%	0.9%	1.5%	1.8%	2.3%	2.7%



作者简介:

陈亮:经济学硕士。电信运营及通信设备行业研究员，并曾从事过建筑行业研究。2006年、2007年获《新财富》通信行业最佳分析师第1名；2005年获《新财富》通信行业最佳分析师第2名；2003年、2004年获《新财富》建筑行业最佳分析师第1名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com