

[2008.10.15]

中兴通讯调研纪要

陈亮

21-62580818-207

chenliang@gtjas.com

本报告导读:

- 中兴海外业务目前无论从增速还是应收账款都维持健康状态，全球金融危机如持续蔓延将有难以避免的影响但公司仍有希望艰难中前行。

投资要点:

- 我们于10月14日赴公司与管理层重点就海外及国内业务进行了沟通。
- 全球经济危机的蔓延导致投资者对其海外业务的担忧目前看虽有合理之处但仍未体现到公司的实际运营中。

(1) 海外业务目前依旧快速增长，2007年、2008H1公司海外收入增速分别为95%、59%，2008Q1-Q3海外收入增速预计将依旧维持约50%。

(2) 全球经济如持续疲弱对中兴必将也有不可避免的影响，但我们认为其海外收入也有可能在经济疲弱中艰难前行，原因如下：其一，中兴目前占全球设备市场份额仅为2.5%，经济疲弱对市场集中在发达国家的国际设备商的影响更为显著，将促使其更快的让出市场份额（国际设备商目前盈利多已处于持续下降状态、见表1）。其二，中兴海外业务主要集中在亚太（占海外收入比重为45%）、非洲（占30%）、欧洲及北美（占25%）（见表2），而亚太及非洲等部分国家的渗透率仍较低或移动用户增长快速，这决定了电信基建在这些国家类似刚性需求。如印度市场每月用户增长约800万，中兴在印度市场07年签单为7亿美元，08年预计达12亿美元，而且这还是在控制毛利率过低的产品后的市场规模，中兴08年在印度市场的主要收入已来源于跨国运营商，如近期公布的与马来西亚运营商Maxis在印度的控股子公司Aircel签订的4亿美元GSM签单，毛利率就高于原印度市场签单。此外，渗透率看，如埃塞俄比亚移话渗透率仅为1.45%、快速发展的印度07年移动渗透率也仅达20%。从移动用户增长速度看，中兴的部分重点国家都处于快速增长阶段，2002-2007年移动用户CAGR多在50-100%，而同期全球及中国分别为22%、23%（见表3）。

(3) 海外应收账款回收风险尚未体现。公司近期审核了业务量比较大的前10个国家的业务状况，认为目前仅有巴基斯坦一个国家具有较大业务风险，但对中兴的影响很小，原因在于中兴在巴基斯坦的应收账款余额90%来自于中移动巴基斯坦公司CMPark，其余为对巴基斯坦本地运营商PTCL的1.2亿人民币应收余额，但这家公司自1998年与中兴建立业务关系以来从未发生违约事件、历史回款良好。从总体上看，目前应收账款风险并不大，原因在于：其一，中兴客户结构近年来逐步改善，目前中兴客户有超过1/3属于跨国运营商（在全球的分公司），其他也分别是该地区的主流运营商；

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业投资评级

电信运营	中性
通讯设备	增持

重点公司投资评级

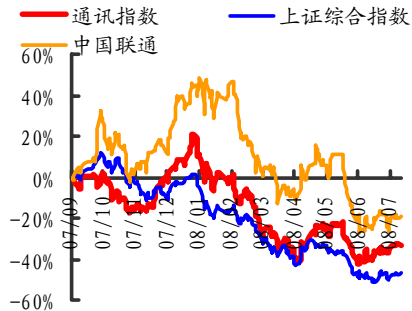
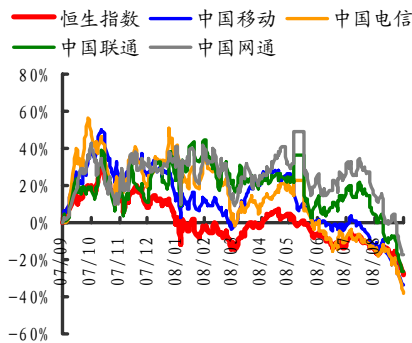
电信运营商

中国移动	0941. HK	谨慎增持
中国电信	0728. HK	谨慎增持
中国网通	0906. HK	中性
中国联通	0762. HK	中性
中国联通	600050. SH	中性

通信设备商

中兴通讯	0763. HK	增持
中兴通讯	000063. SZ	增持
中通服	0552. HK	增持
国脉科技	002093. SZ	增持
武汉凡谷	002194. SZ	增持
中天科技	600522. SH	增持
京信通信	2342. HK	增持
亨通光电	600487. SH	谨慎增持
烽火通信	600498. SH	谨慎增持
三维通信	002115. SZ	谨慎增持

行业指数走势



资料来源：国泰君安证券研究所

其二，中兴自 2006 年后签订大项目必须先解决融资及商务条件，大多数是通过国家进出口银行或国家开发银行出具的信用证方式（买方信贷），部分或存风险的海外项目也已购买出口授险（保险费已计入项目成本），按照比例计算，这种项目承担的极限风险最多是 10% 比例，而不会发生大量坏帐。2007 年报计提的尼泊尔和海地的专项减值项目是中兴在 2005 年海外业务尚未规范时发生的签单，属于在扩容后期尚未解决融资条件的合同，公司自 2006 年后对大项目均要求解决融资条件后再确定为签单及安排发货，这最大幅度的避免了风险；其三，中兴的应收账款拨备率一直甚为谨慎，国际设备商一般在 5%，中兴历史上多在 9-10% 区间，2008H1 为 11.7%，但实际发生的坏帐率仅为 2-3%。

● **国内业务清晰明朗，增长可见。**由于华为竞争过激导致投资者一度对于中兴国内业务有较大疑虑，而我们保持乐观，其国内业务在激烈竞争中仍将在 2008Q4、2009 年呈现饱满增长。

(1) 中国电信 CDMA 合同尚未揭标，但我们最近从运营商了解到数据看，中国电信此次招标价格平均是 3 万/载频，华为价格为 1.8 万/载频，中兴则为 4.2 万/载频，从该价格判断中兴能维持 35% 以上的无线系统设备毛利率的平均水平。此外，我们了解到其后的 220 个城市将与 81 个城市一起建设，在设备商的签单供货上将多数采取原有存量市场划分、参考 81 个城市新份额的依据，在原存量市场中，中兴占据 32% 的份额，因此我们认为中兴在后续 220 个城市获取的份额将较前 81 个城市提高。

(2) 中移动已于 10 月开始进行第二期的 TD 招标，此次招标涉及 28 个城市、2.3 万无线基站、约 16 万无线载扇，规模大概是一期建网的 1.53 倍，投资总规模约为 250-300 亿元。值得关注的是，在招标前夕的 9 月 11 日，TD 产业联盟理事会通过了《反恶性竞争相关文件》，反对以不正当竞争手段破坏 TD 产业链的发展，我们认为工信部对 TD 产业链的扶持特别是对大唐系利益的保障，将使 TD 的竞争不会如 CDMA。从份额看，我们已经在预测中对中兴在 TD-SCDMA 份额较一期的 47% 降低至 35%-32%，将 TD-SCDMA 的毛利率自一期的 50% 下降至 35-36%，我们认为从 TD 招标结果预测看，低于预期的概率甚小。中兴在目前 TD 的技术标排名第一，而且从份额看，2007 年中兴与爱立信联合中标 52%（其中爱立信为 5%、中兴为 47%），此次二期 TD 招标爱立信单独投标，中兴预计其仍将获取到 40% 以上份额。

(3) 中国联通 9 月 26 日也已启动 WCDMA 招标，由于中兴在 WCDMA 的优势并不显著而且又是国际设备商云集的领域，因此我们认为 WCDMA 竞争将最为激烈，我们对中兴 WCDMA 预测甚为保守，预计份额仅为 10%、毛利率约为 25%，因此我们认为低于预期概率亦不大。

(4) 电信基建共享：我们再次陈述对中兴几无影响。工信部《通知》强调共享的是以站址为核心的铁塔、杆路、天面、机房、室内分布系统、传输线路、电源等配套设施，而非主系统设备。未来可能实施共享的基站主要分为两类，一是必须共享的，即重大基础设施如奥运场馆、地铁等将因为空间有限而可能是政府强制共享，另外则是建议共享的，即在农村旷野地区的部分基站、铁塔相隔距离甚近而成为不必要的浪费。除此之外，我们认为共享基站的实施范围微小。

● **2008Q3 及 2008 全年业绩可达预期，2009 年-2010 年海外收入虽存在减速担忧但仍需要观察。**中兴一季度及三季度都属于非确认高峰，因此历来一、三季度较为平淡，但 2008Q3 预计也将达到约 30% 的净利润增速，一方面海外业务推动经营利润增长约 20%，另一方面 2007 年税收检查后调增的 3030 万元净利润也应于 2008Q3 计入。就全年业绩而言，从目前跟踪的签单执行情况看，我们认为实现收入 460-470 亿元、EPS 为 1.3 元、净利润同比增长 39% 的把握性甚高。而对于 2009-2010 年的海外业务，虽然存在因经济下降带来的减速风险，但另一方面需要观察金融危机持续时间、在全球危机中国际设备商可能会加速让出市场份额、中兴海外业务重点的发展国家的经济运行状况等综合因素，出于谨慎性原则，我们对中兴海外业务 2009-2010 年收入增速自原先预测的 40%、30% 分别调降至 30%、20%，对 2009-2010 年 EPS 分别调低至 1.75 元、2.15 元，调降幅度为 7%、5%。但正如我们在前文所描述，中兴亦有可能在此次危机中艰难前行，获取国际设备商加快退出的市场份额，我们认为 30%-20% 的增速是对公司海外业务收入预测的下限。

- **维持“增持”评级。**我们对于中兴调整后的2008年-2010年EPS预测分别为1.30元、1.75元、2.15元，净利润CAGR为32%。市场估值基准下调，但我们认为中兴的估值仍不宜低于1倍PEG，对应目标价为39元，该价格分别对应2008-2010年PE分别为30倍、22倍、18倍。我们认为目前股价过多反映对风险的悲观及厌恶因素，但2008Q4是公司签单公布、盈利集中确认时期（2008Q4将完成全年盈利的56%），2008Q4-2009H1是国内业务增长最快速阶段（三大运营商目前部署的投资均要求在2009H1完成），对海外业务虽有担忧之处但目前看无论是业务增速及应收账款均未体现风险，我们认为未来6个月中兴股价有望超越整体市场，“增持”评级。

表1: 国际设备商利润下降、盈利率急剧滑落——残酷竞争将致使国际设备商加快退出市场

货币（百万当地货币）	2004	2005	2006	2007	2007H1	2008H1	同比增长
收入							
爱立信	131,972	151,821	177,783	187,780	89,775	92,707	3.27%
摩托罗拉	31,323	36,843	42,879	36,622	18,165	15,530	-14.51%
诺基亚	29,371	34,191	41,121	51,058	22,443	25,811	15.01%
思科	22,045	24,801	31,929	37,684	18,299	31,929	74.48%
阿尔卡特朗讯		18,574	18,254	17,792	8,148	7,965	-2.25%
净利润							
爱立信	17,836	24,460	26,436	22,135	12,358	4,665	-62.25%
摩托罗拉	1,532	4,578	2,661	-49	-209	-190	/
诺基亚	3,192	3,616	4,306	7,205	3,807	2,325	-38.93%
思科	4,401	5,741	6,473	8,069	3,804	3,787	-0.45%
阿尔卡特朗讯		1,674	522	-443	-137	-317	/
净利率							
爱立信	13.51%	16.11%	14.87%	11.79%	13.77%	5.03%	
摩托罗拉	4.89%	12.43%	6.21%	-0.13%	-1.15%	-1.22%	
诺基亚	10.87%	10.58%	10.47%	14.11%	16.96%	9.01%	
思科	19.96%	23.15%	20.27%	21.41%	20.79%	11.86%	
阿尔卡特朗讯		9.01%	2.86%	-2.49%	-1.68%	-3.98%	

数据来源：国泰君安证券研究所

表2: 2005年-2008H1海外及国内业务收入增速及占比

	2005A	2006A	2007A	2008H1
收入增速				
中国	-22.07%	-7.73%	14.72%	-2.75%
海外	57.35%	32.83%	94.83%	58.93%
亚洲（不包括中国）	73.64%	25.94%	68.23%	41.97%
非洲	75.19%	-9.60%	113.98%	107.24%
其它	-53.87%	543.03%	157.52%	48.69%
合计	-4.94%	6.75%	51.00%	29.52%
收入占比				
中国	64.30%	55.58%	42.23%	35.79%

海外	35.70%	44.07%	57.77%	64.21%
亚洲（不包括中国）	21.18%	24.98%	27.83%	28.64%
非洲	13.14%	11.13%	15.77%	19.44%
其它	1.38%	8.31%	14.17%	16.13%

数据来源：ZTE，国泰君安证券研究所

表 3：中兴海外业务分布部分重点国家及全球各洲——移动用户增长及渗透率

	移动用户（千户）		CAGR（%）		渗透率（%）
	2002A	2007A	2002A-2007A		2007A
印度	13'000.0	233'620.0	78.2		19.98
印尼	11'700.0	81'834.6	47.6		35.33
巴基斯坦	1'698.5	78'852.9	115.5		48.11
埃塞俄比亚	50.4	1'208.5	88.8		1.45
尼日利亚	1'569.0	40'395.6	91.5		27.28
埃及	4'494.7	30'065.2	46.2		39.82
巴西	34'881.0	120'980.1	28.2		63.08
中国	206'005.0	547'286.0	21.6		41.19
非洲	37'036.5	270'585.7	48.8		28.11
美洲	255'451.3	654'653.9	20.7		71.94
亚洲	443'937.2	1'475'121.5	27.1		37.09
欧洲	405'447.7	882'648.1	16.8		109.52
大洋洲	15'458.9	26'912.2	11.7		78.9
全球平均	1'157'331.6	3'309'921.4	23.4		49.48

数据来源：ITU，国泰君安证券研究所

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: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com