

2011年08月22日

TMT--通信设备

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 17.67

目标价(元): 27.60

中兴通讯(000063)

智能手机为先锋，终端业务促成长

投资评级: A--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

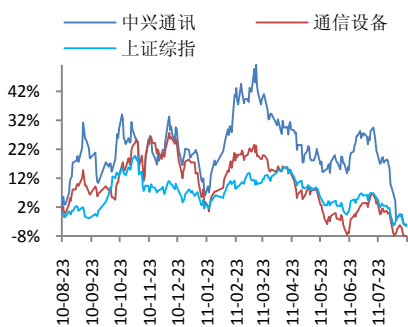
联系人: 程成

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(%)	72.10
每股净资产(元)	8.10
市净率(倍)	2.18
净资产收益率(加权)	0.55
12个月内最高/最低价	34.16/17.29

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处:

◆终端成为主设备商成长的关键，也是未来网络的先机。以 iPhone 为代表的智能终端的广泛应用对通讯行业形成了革命性的推进，移动互联网时代对数据的渴求将促进网络升级和网络加速。而在 LTE 大规模建设之前，终端将是通讯主设备商成长的重心，也是在未来网络业务中的先机。

◆智能终端(手机)是中兴通讯再次腾飞的推手。中兴通讯上半年终端的业务占比超过 30%，上升近 5 个点，同比增长高达 43%，已经成为其增长的主动力。而基于 Android 平台的智能手机发展速度更是惊人，今年增速有望超过 5 倍。因此以智能手机为先锋的终端业务的高速增长将成为引擎，带动其他业务增长，有望成就其在移动互联网时代的再次腾飞。

◎投资要点:

◆移动互联网特别是 Android 系统的普及，利好公司终端业务。基于 SoLoMo 的需求旺盛，手机网民数迅速增长。随着 Google 的支持，特别是众多厂商的拥趸和推广，Android 已经成为手机第一大操作系统，中兴智能终端 90%以上是基于 Android 系统，能够乘此东风，迅速挤占 Nokia 后的市场。

◆公司终端出货量全球前三指日可待，智能终端发展速度惊人。公司目前已经进入全球前 5 大手机供货商，智能手机去年 200 万部，今年将超过 1000 万部，公司有多款明星智能手机，业务上与各大运营商均有良好的合作关系，终端业务占公司总营收比例逐步上升，终端的发展不仅促进了公司的品牌建设，也给其他业务的顺利发展带来了良好契机。

◆我们预测未来三年公司将有 20%的复合增长。预计 2011-13 年公司的 EPS 分别为 1.12 元、1.38 元和 1.70 元，对应 PE 为 15.78 倍、12.80 倍和 10.39 倍，首次给予“买入”评级，目标价 27.60 元，对应 2012 年 20 倍 PE。

◎关键假设: 未来三年中兴终端产品将以 40%的复合增速增长，其中智能手机业务发展速度不低于 200%，其他业务将稳中有增；经营绩效稳定。

◎风险提示: 终端毛利压低；Android 专利纠纷；政府及运营商政策变动。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	60272.56	70263.87	15084.77	87780.66	107970.21	130643.95
同比增速(%)	36.08	16.58	-37.67	24.93	23.00	21.00
净利润(百万)	2458.12	3250.25	127.29	3850.75	4757.43	5861.68
同比增速(%)	48.06	32.22	-93.26	18.48	23.55	23.21
毛利率(%)	32.60	32.63	34.23	31.17	31.56	32.02
每股盈利(元)	1.34	1.13	0.04	1.12	1.38	1.70
ROE(%)	15.02	13.93	0.51	14.75	15.78	16.81
PE(倍)	0.00	0.00		15.78	12.80	10.39

正文目录

1. 移动互联网的大发展利好终端.....	4
1.1. 移动互联网的趋势--SoLoMo.....	5
1.2. 终端业务将伴随移动互联网高速增长.....	6
1.3. LTE 启动之前，终端业务是通讯主设备商重要增长点.....	8
2. 借助 Android 东风，智能手机迅速成长.....	9
2.1. Android 系统份额一年增近 3 倍，显著强于其他系统.....	9
2.2. Android 智能手机增速明显加快.....	11
3. 中兴终端业务充分受益移动互联时代.....	12
3.1. 终端出货量增长给力，市场份额目标全球 TOP3.....	12
3.2. 中外齐发展，两手都抓，两手都硬.....	13
4. 与运营商良好合作 Android 智能终端发展亮眼.....	15
4.1. 明星产品推进品牌建设，与运营商合作良好.....	15
4.2. 基于 Android 智能终端大幅增长.....	18
5. 盈利预测.....	19
6. 风险分析.....	20

图表目录

图 1 技术发展周期显示进入移动终端（手机）大爆发.....	4
图 2 移动互联网的趋势.....	5
图 3 2011 第二季度移动互联网用户日搜索量分布.....	5
图 4 社会化媒体应用代表.....	6
图 5 中国手机网民数近期仍高速增长.....	7
图 6 中国手机 PC 用户数对比.....	7
图 7 全球移动终端数与预测.....	8
图 8 全球五大设备商 2011 上半年收入增幅.....	8
图 9 2011 年上半年华为中兴终端业务对比.....	9
图 10 Android 新应用和游戏月下载数统计.....	10
图 11 智能手机操作系统市场份额 2010Q1.....	10
图 12 智能手机操作系统市场份额 2011Q1.....	10
图 13 2007-2014 年全球手机出货量及趋势.....	11
图 14 全球智能手机出货量对比.....	11
图 15 中兴终端（含数据卡）出货量（万支）及预测.....	12
图 16 中兴通讯手机市场份额 2010Q2.....	12
图 17 中兴通讯手机市场份额 2011Q2.....	12
图 18 中兴通讯手机 2010 年在欧洲主要国家市场份额.....	13
图 19 中兴通讯终端合作的美国四大运营商.....	13
图 20 中兴通讯 2010 年手机分产品销量（万部）.....	14
图 21 中兴中标三款手机.....	14
图 22 中兴通讯在中国移动 TD 手机招标中份额第一.....	15
图 23 中兴手机国内外市场份额对比.....	15
图 24 中兴明星产品 Blade V880 参数.....	16

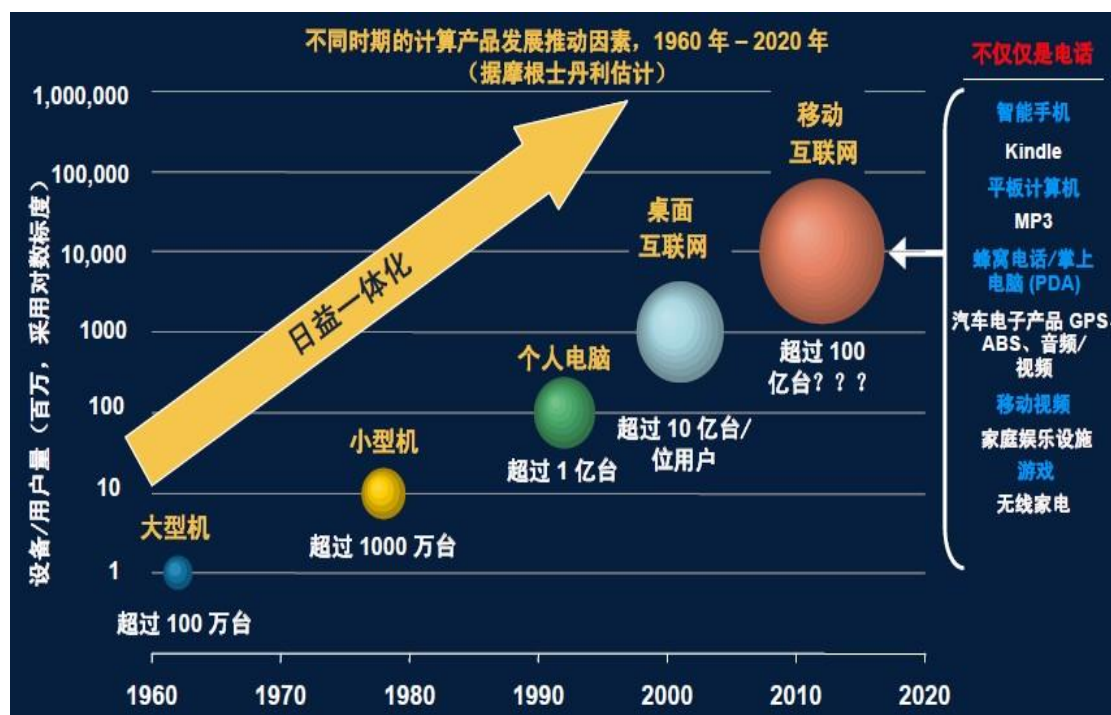
图 25 中兴 TD 手机在淘宝商城的销售量	17
图 26 中移动手机 Ophone 市场生态链.....	17
图 27 中兴智能手机操作系统份额对比.....	18
图 28 中兴智能终端增长率	18
图 29 终端产品分类均价测算.....	19
图 30 终端产品分类测算.....	19
图 31 中兴终端占总营收比例.....	20

[\(本报告共有图 31 张\)](#)

1.移动互联网的大发展利好终端

每个时代都有其独特的时代特征，处在今天这样一个信息大爆炸的环境中，每个人都渴望获得信息上的比较优势，移动互联网在本世纪初开始的新技术周期中应运而生。移动互联网技术的发展大大的降低了信息获取的成本，轻松便捷的方式满足了大多数人的需求，因此也使得移动互联网自身有了超越以往任何产业的发展速度和发展潜力，也导致相关的设备需求量呈几何级数的增长。

图 1 技术发展周期显示进入移动终端（手机）大爆发



资料来源：摩根士丹利互联网报告，华宝证券研究所

1.1. 移动互联网的趋势--SoLoMo

针对移动互联的新特点，著名风投公司KPCB合伙人John Doerr提出了SoLoMo概念，即Social（社交的）、Local（本地的）、Mobile（移动的）三概念的融合，也称为社交本地移动，它是随着社交网络和移动互联网的火爆而提出的，也代表着未来互联网发展的趋势。

图 2 移动互联网的趋势

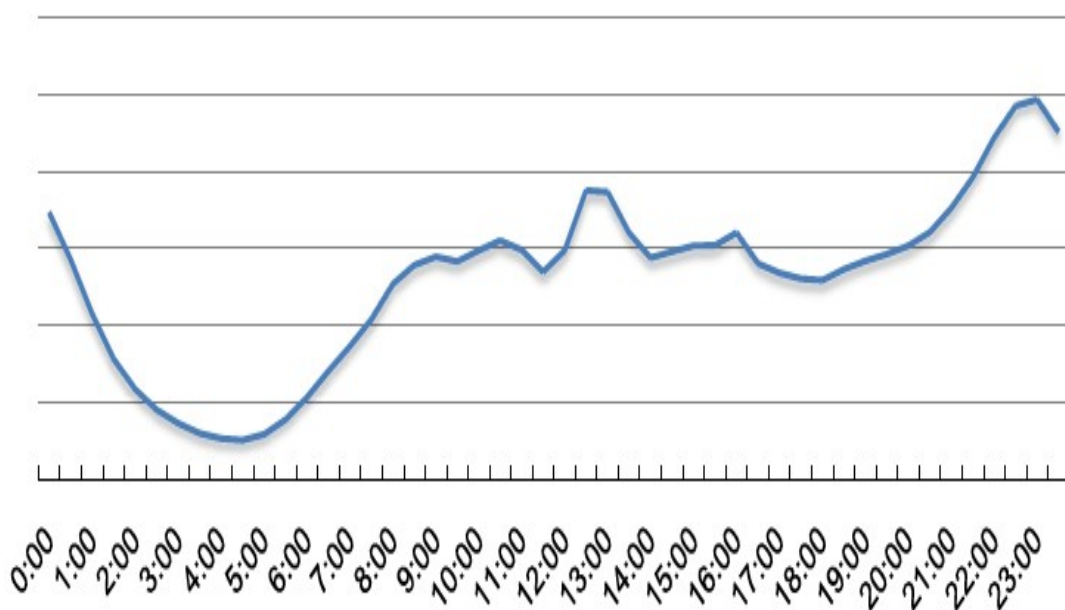


资料来源：华宝证券研究所整理

而根据百度移动互联网事业部和易观国际对移动互联网用户的行为分析，用户在休闲时段的数据使用量比在平常学习和工作时段高出了一倍，早八点上班到晚23点休息时间段内，用户数据量基本稳定，中午12点至下午1点休息时段和晚23点睡觉前时段，用户数据搜索量呈现峰值，反映了用户休闲时段碎片化时间的充分利用，也反映了用户在闲暇时对休闲娱乐数据业务的高度渴望。无时无刻无处不在的移动互联网接入满足了用户对时间的碎片化管理，这也是它为什么能够获得如此迅速的成长的原因。

图 3 2011 第二季度移动互联网用户日搜索量分布

2011第2季度移动互联网用户日搜索量分布



资料来源：Baidu 移动互联网事业部，华宝证券研究所

新一代互联网技术与上一代互联网极大的不同在于它既是个体的又是社会化的，既满足了个体的自我获取和表达的需求，也满足了社会公众化的需求，可以说基于此而衍生的产品与服务，是一种“革命性的变革”。WEB2.0时代的诸多新应用如微博(twitter)，人人(facebook)和即时通讯等的迅速发展使得以网络数据流量为主体的移动互联网数据流量呈爆发式增长，绝大多数地区的数据流量同比翻番，少数地区同比增长甚至超过500%。

图 4 社会化媒体应用代表

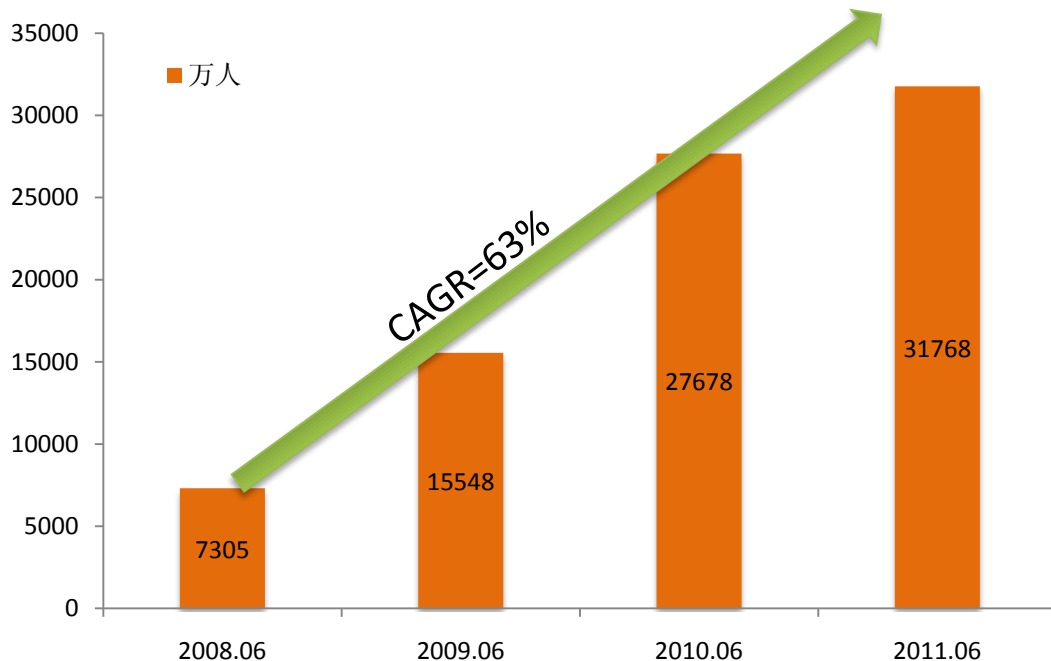


资料来源：华宝证券研究所整理

1.2.终端业务将伴随移动互联网高速增长

在新兴市场如中国、印度和非洲大部分地区，当地的移动电话用户保有量早就超过了固定电话保有量，且随着2G、3G技术的发展，手机网民数也逐年高速增长，仅以中国市场为例，据CNNIC统计过去三年，中国的手机网民数以63%的复合增长率高速增长。

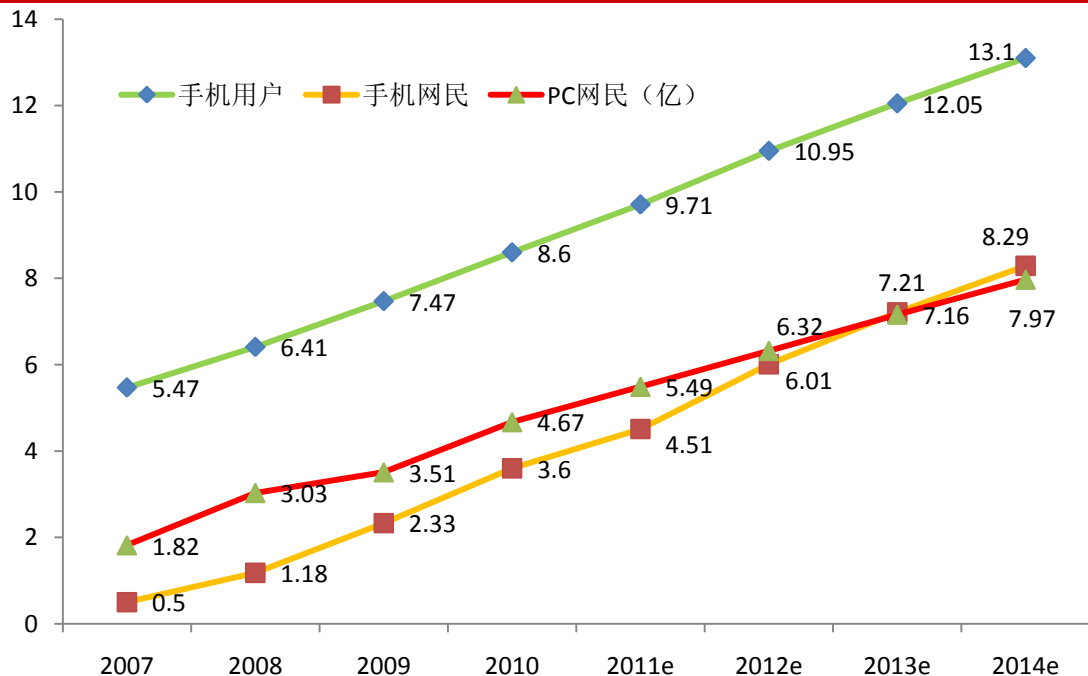
图 5 中国手机网民数近期仍高速增长



资料来源：DCCI，华宝证券研究所

根据DCCI预测，到2013年前后中国手机用户将达到12亿，手机网民数达到7.2亿，手机网民普及率达到60%，届时手机用户数将有望超过PC网民数，中国将真正进入移动互联网时代。

图 6 中国手机 PC 用户数对比

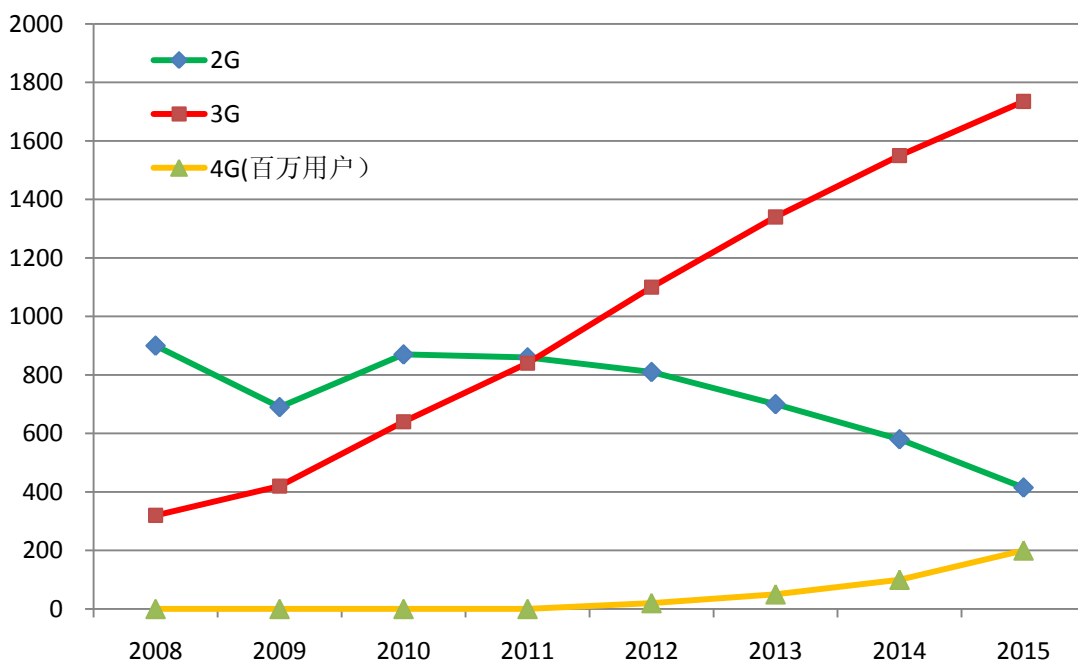


资料来源：DCCI，华宝证券研究所

福布斯统计显示：Twitter上的消息有40%是从手机终端上发送的，Facebook的7亿多用户花在手机上的时间是PC上的两倍。终端产品是移动互联网的必需手段，没有大量的优质的终端产品，谈移动互联网的发展只能是纸上谈兵。

随着无线网络基础的普及和终端价格的下降，未来用户使用手机等终端接入网络的时间和次数将越来越多。据 Gartner 统计全球 3G 用户有望在 2011 年下半年度超越 2G 用户，达到 9 亿用户，且 4G 用户数也增速明显，有望在 2015 年达到 2 亿用户。

图 7 全球移动终端数与预测



资料来源: Gartner, 华宝证券研究所

1.3.LTE 启动之前，终端业务是通讯主设备商重要增长点

从五大设备商2011年上半年的收入增幅可以看到，各大设备商的收入增幅较3G网络建设初的30%以上的成长有明显下滑。对于通信主设备商来说，未来在4G（LTE）大规模建设启动之前，唯有另辟发展蹊径才能获得良好成长，我们认为大力发展终端业务和光通信是设备商能保持增长的重要手段。

图 8 全球五大设备商 2011 上半年收入增幅

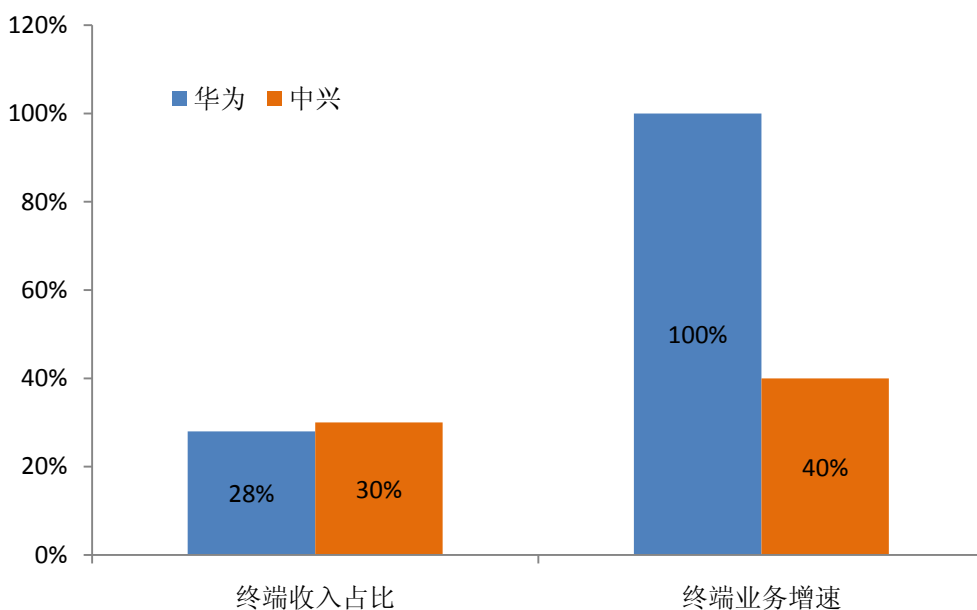


资料来源: 华宝证券研究所整理

比较全球前五大通信设备商2011年上半年的收入增幅，可以发现阿朗、诺西、爱立信由于都没有终端业务而增速乏力，华为因为大部分业务要到下半年才能确认收入以及其他业务的滞涨，导致增幅较低，而中兴正因为终端业务发力明显，所以整体增速超过20%，若扣除终端的涨幅，中兴整体增速也就在10%左右。

从华为和中兴的终端业务比较来看，华为和中兴都非常重视终端业务的发展，“中华”两家设备商都已意识到终端业务的重要性，有意通过发力终端业务来弥补其他业务滞涨的趋势。中兴因为有先发优势（已经是全球前五大手机提供商）所以增速放缓为40%，华为穷追猛赶，2011年上半年全体增速达到100%（应注意整体涨幅才11%），我们认为未来两家都有希望通过发力终端业务而从整体上超越其他设备商竞争对手。

图 92011 年上半年华为中兴终端业务对比



资料来源：Gartner，华宝证券研究所

2. 借助 Android 东风，智能手机迅速成长

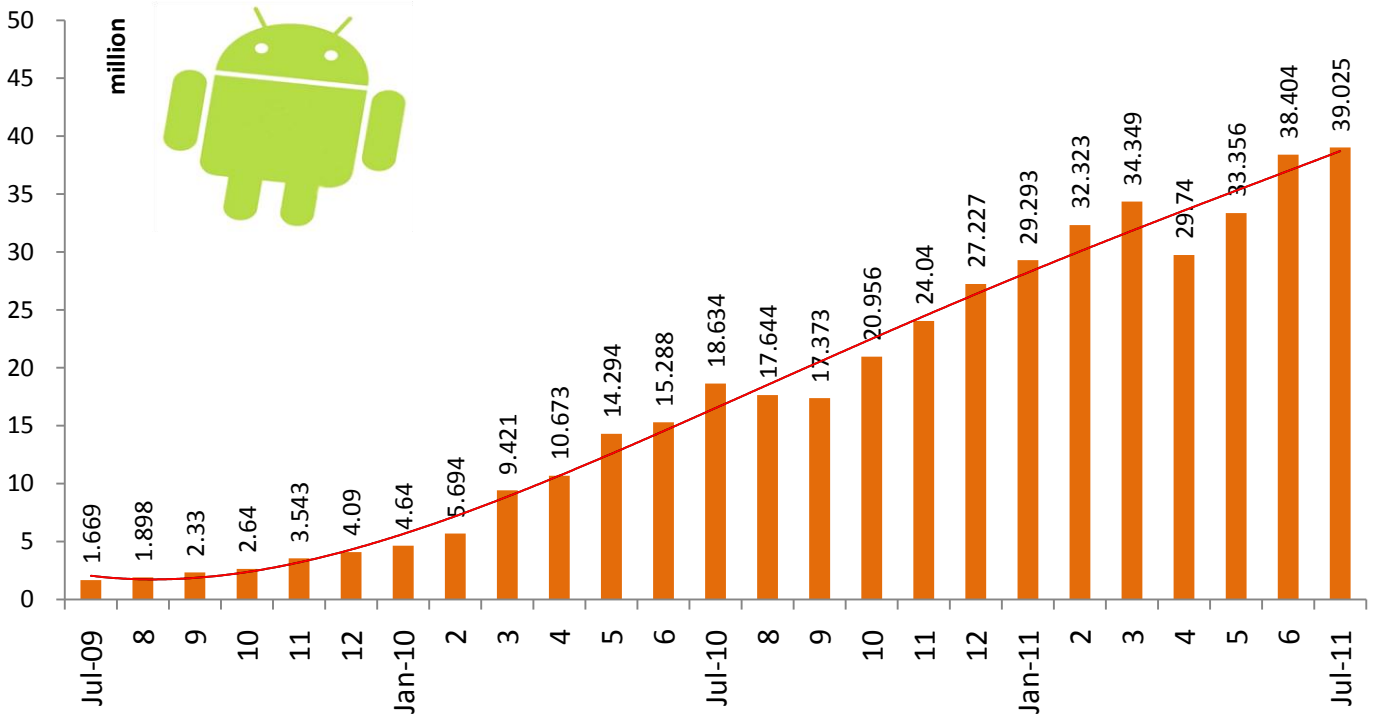
2.1.Android 系统份额一年增近 3 倍，显著强于其他系统

Android一词的本意指“机器人”，它是Google公司在2007年11月5日公布基于Linux平台的开源手机操作系统的名称，该平台由操作系统、中间件、用户界面和应用软件组成，是首个为移动终端打造的真正开放和完整的移动软件。

由于具有系统开源这一重要特点，厂商只要保持Linux内核不变，可以按照自需要对系统作任何更改，与Windows Mobile、Symbian等操作系统相比，可节省近三成成本。因此众多移动终端厂商加入到了Android联盟中，目前已经吸引了HTC、摩托罗拉、中兴、华为、三星、LG等众多手机制造商加入。从Android联盟的软件下载数量来看，基于Android的软件下载次数每天以百万量计。

除了Android自身优势以外，Android背靠Google参天大树荫护，Android后台有大量Google资源可以利用，目前已经集成了很多的Google移动互联网应用，如邮件、网络聊天、地图导航服务、搜索等热门应用，鉴于Google作为全球互联网的领导型企业，Google强大的资源必将刺激Android大力发展。

图 10 Android 新应用和游戏月下载数统计

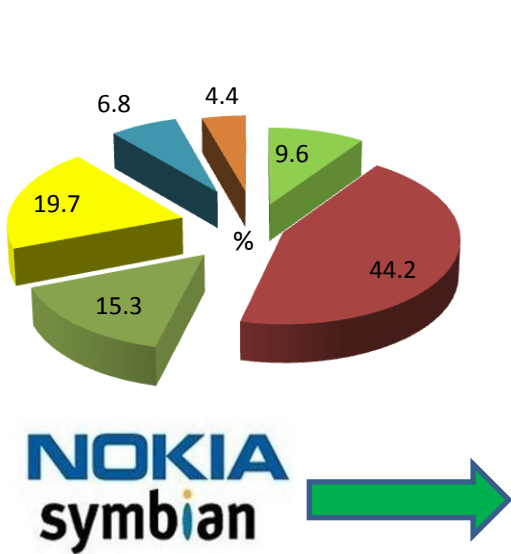


资料来源：Androlib，华宝证券研究所

从安卓电子市场下载的统计信息来看，以可供下载的应用程序数量为标准，谷歌 Android Market 应用程序商店市场规模有望于今年超过苹果的 App Store 成为全球第一大程序市场。

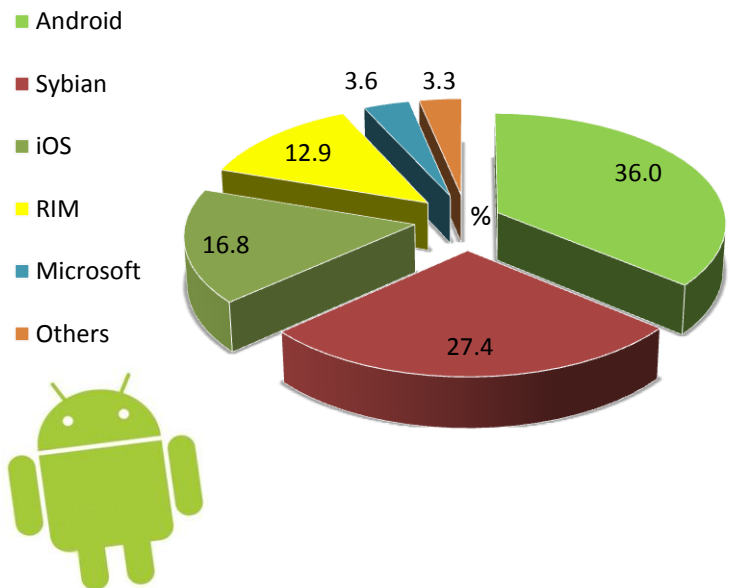
Android 在手机操作系统上的发展也非常迅猛，据 Gartner 统计，Android 智能手机的市场份额从排名第四的 9.6% 在上升到排名第一的 36%，上涨幅度约有 275%，只花了一年时间，而同期苹果的 iOS 系统，市场份额只是略有提升。

图 11 智能手机操作系统市场份额 2010Q1



资料来源：Gartner，华宝证券研究所

图 12 智能手机操作系统市场份额 2011Q1

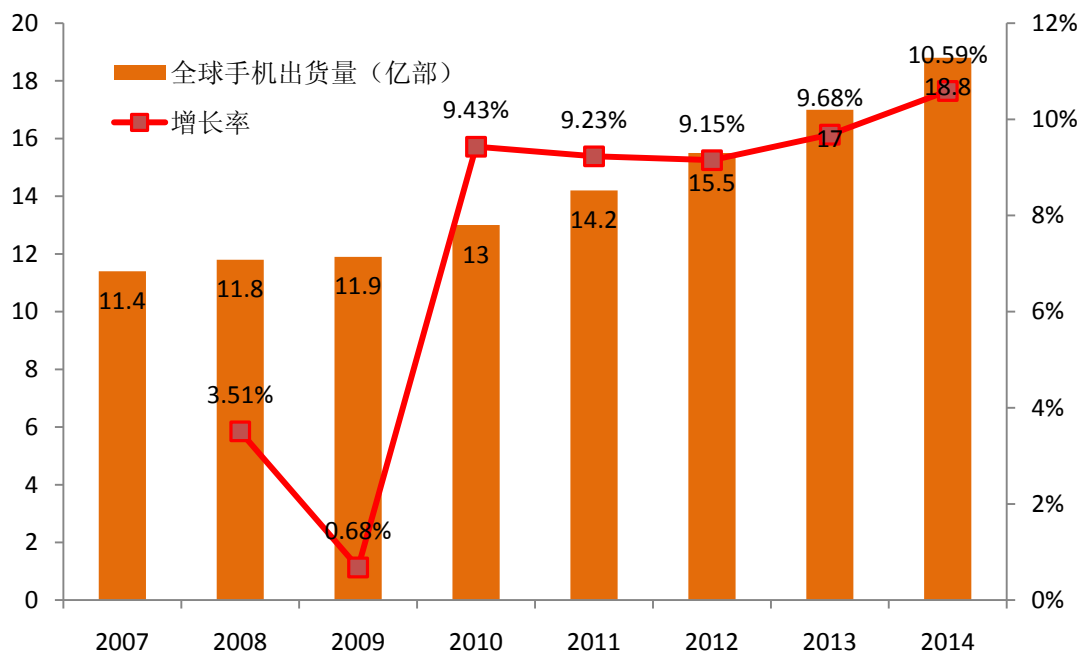


资料来源：Gartner，华宝证券研究所

2.2.Android 智能手机增速明显加快

2010年全球手机出货量保持稳定增长，达到了13亿部，据iSuppli的估计，未来几年全球手机出货量将保持9%~10%的增长率。而在智能和触摸屏大潮流趋势的推动下，智能手机将持续高速增长，增幅可达市场整体增速的6-8倍。

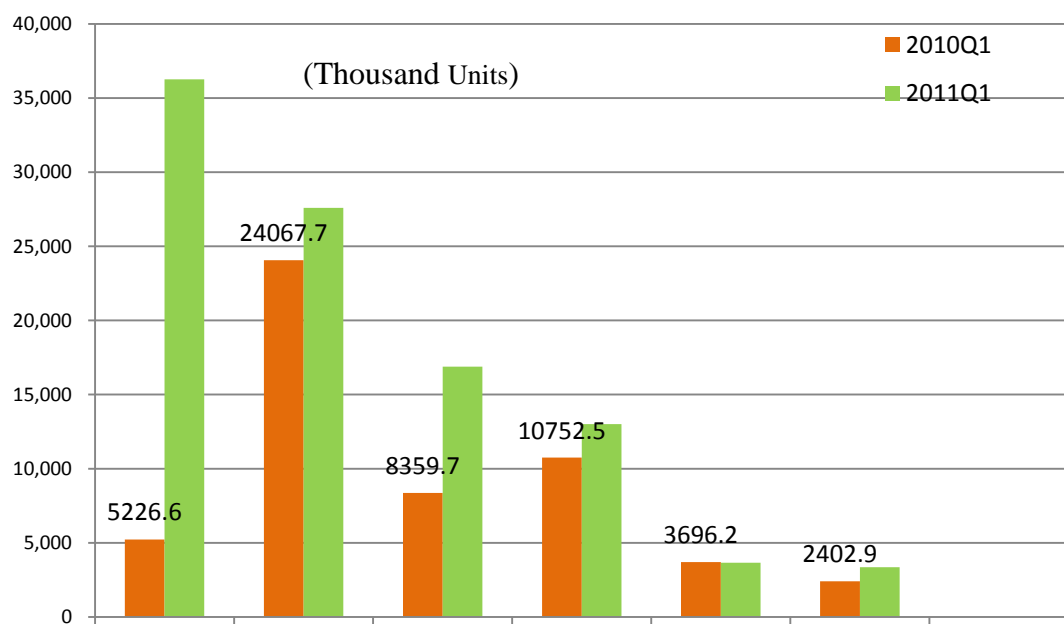
图 13 2007-2014 年全球手机出货量及趋势



资料来源：Gartner，华宝证券研究所

Android的普及，使智能手机的价格一降再降，逐渐从以前的高端消费进入到中端消费。据Gartner统计，单2011年一季度基于Android平台的智能手机出货量就超过了3000万，首次超过了Symbian，同期Symbian平台智能手机出货量为2760万台。2011年一季度全球智能手机出货量为1亿台，与2010年一季度相比同比增长85%。

图 14 全球智能手机出货量对比



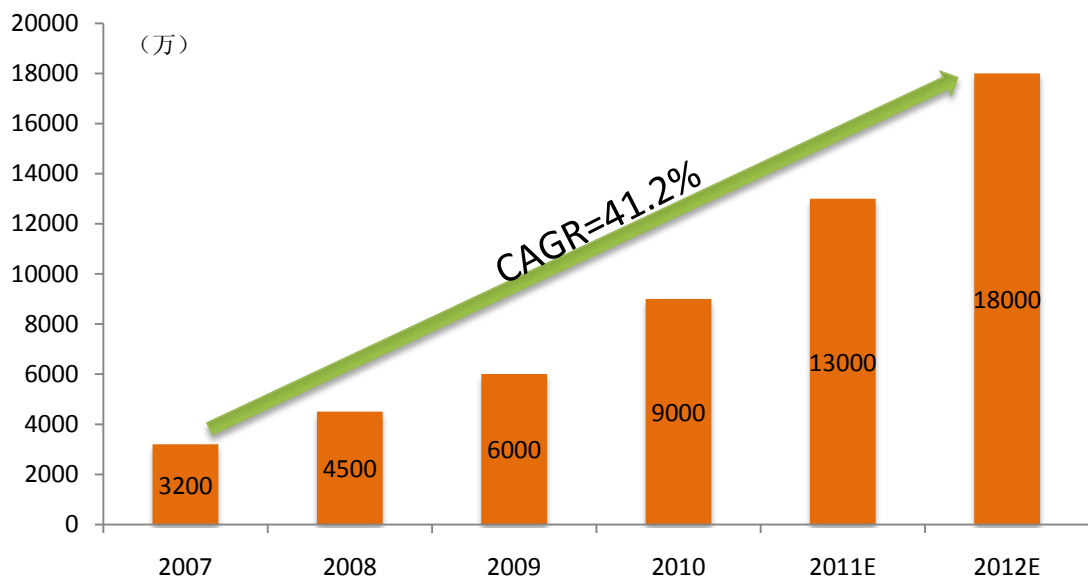
资料来源：Gartner，华宝证券研究所

3.中兴终端业务充分受益移动互联时代

3.1.终端出货量增长给力，市场份额目标全球 TOP3

中兴通讯2010年全球终端出货量达9000万支，其中手机6000万部，终端出货量年增长率达到41.2%。预计中兴通讯今年手机出货量将达到8400万部，未来3-5年内终端业务将继续保持约40%的增长率。

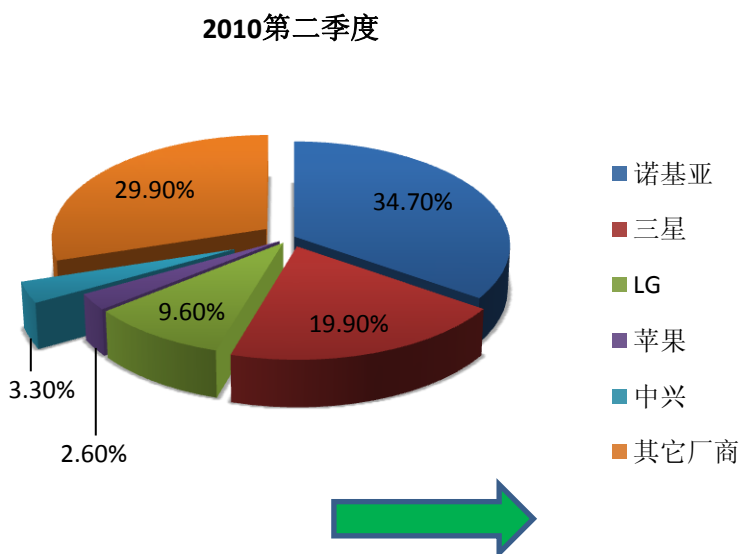
图 15 中兴终端（含数据卡）出货量（万支）及预测



资料来源：公司资料，华宝证券研究所整理

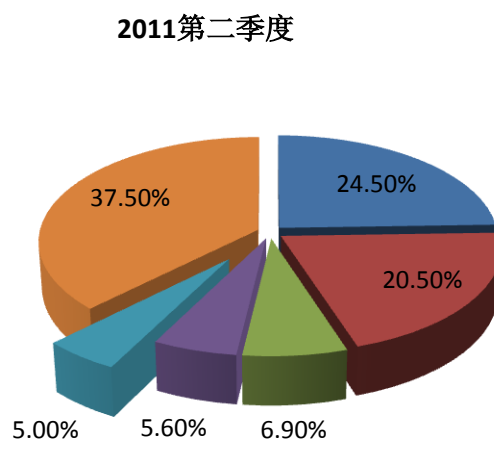
中兴通讯手机的全球发货量在2010年就已经进入全球TOP5，随着诺基亚市场份额的压缩，未来手机市场，特别是智能手机的将主要是iOS和Android的天下，我们预计在不久的将来诺基亚的市场份额将会由苹果和中兴等厂商替代，考虑到中兴产品的性价比，未来中兴的市场份额有望继续提升，有望进入TOP3行列。

图 16 中兴通讯手机市场份额 2010Q2



资料来源：Gartner，华宝证券研究所

图 17 中兴通讯手机市场份额 2011Q2



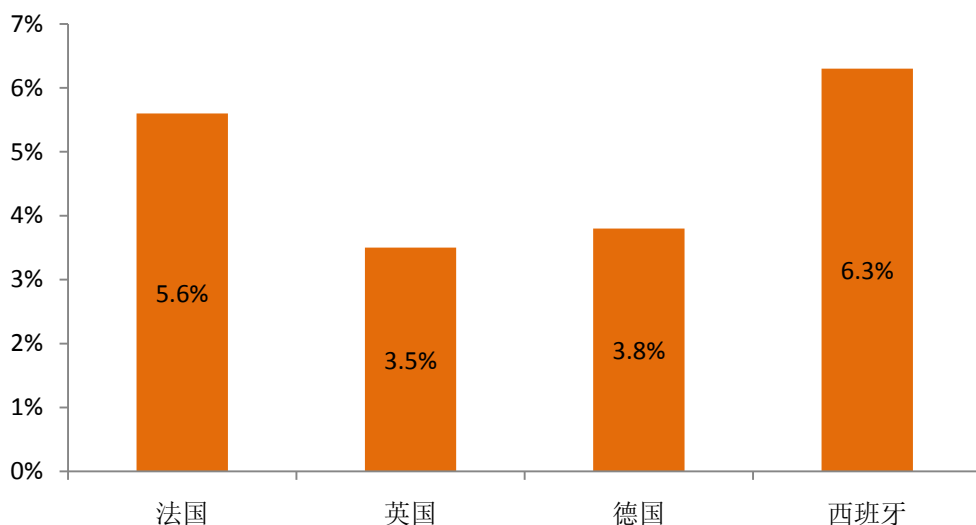
资料来源：Gartner，华宝证券研究所

3.2. 中外齐发展，两手都抓，两手都硬

几款优秀的智能终端并不能促使中兴手机跻身全球销量前五，与运营商的充分合作才是中兴终端成功的关键。中兴通讯手机业务是以与国外运营商合作的模式发展起来的，目前中兴通讯在全球有13个区域平台，与全球140多个国家和地区的500多家运营商建立了业务关系，其中全球最顶级的TOP40大运营商中的36家运营商合作，包括美国AT&T等四大运营商及欧洲主流运营商。

中兴终端产品2010年在欧洲实现超过100%的增长。在欧洲主要国家，中兴手机市场份额均有比较显著的提升，接近甚至超过中兴手机整体在全球市场的份额：如法国为5.6%，英国为3.5%，德国为3.8%，西班牙为6.3%。

图 18 中兴通讯手机 2010 年在欧洲主要国家市场份额



资料来源：公司新闻，华宝证券研究所整理

目前中兴通讯终端产品全面突破美国四大运营商，2010年发货额增长100%，2011年有望增长300%；且美国市场是全球最大市场，Android系统增长趋势非常强劲，契合中兴终端市场，获得主流运营商的认可，这也成为中兴通讯向智能终端战略转型的基础。

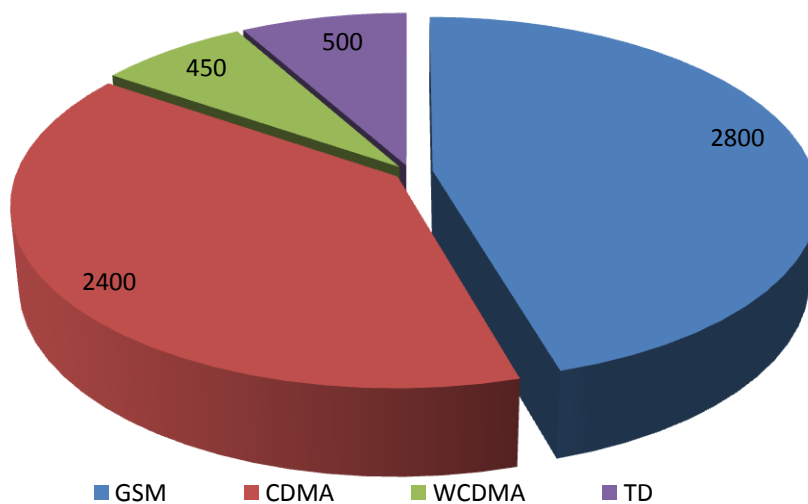
图 19 中兴通讯终端合作的美国四大运营商



资料来源：华宝证券研究所整理

中兴终端在海外市场获得了极大的成功，产品也因品质优良性价比高进而出口转内销，在中国市场也与中国移动、中国电信、中国联通三大运营商全面合作，在国内市场也属前列位置。公司GSM、CDMA、WCDMA、TD制式手机出货量都较大，产品线齐全。

图 20 中兴通讯 2010 年手机分产品销量 (万部)



资料来源：华宝证券研究所整理

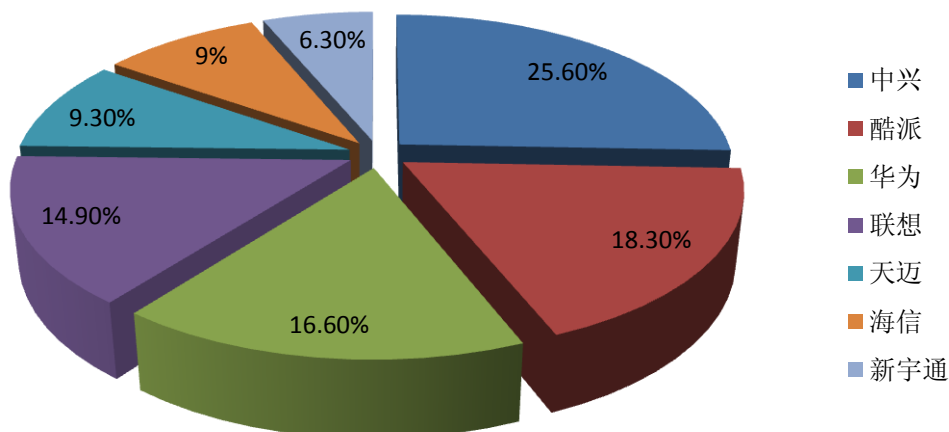
中兴通讯在去年的中国移动TD手机招标中获得总份额的25%，是唯一一家有3款手机同时中标的公司，位居国内手机供应商之首。此前中兴在中国电信的30万部智能手机采购中也获得了80%的份额。

图 21 中兴中标三款手机



资料来源：中兴公告，华宝证券研究所

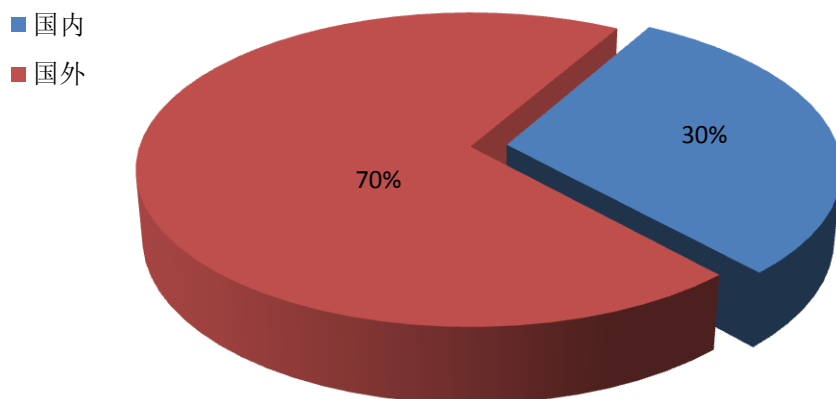
图 22 中兴通讯在中国移动 TD 手机招标中份额第一



资料来源：华宝证券研究所整理

目前国内市场份额占中兴手机终端总体市场的30%左右，未来中国市场、欧洲市场和美国市场将成为中兴手机增长的重点。我们看好终端整体增幅，预计未来几年内，美国市场是中兴手机最高端智能手机也是最赚钱的业务，营收贡献有望占全球第一。据中兴终端部门预测，未来美国市场的复合增长率有望达到60-70%；而欧洲市场中兴手机的品牌优势也将凸显，预计中兴终端整体未来3-5年内有望有40%左右的增长速度。这样，中兴有望实现在2015年进军全球手机厂商前三的目标。

图 23 中兴手机国内外市场份额对比



资料来源：华宝证券研究所整理

4.与运营商良好合作 Android 智能终端发展亮眼

4.1.明星产品推进品牌建设，与运营商合作良好

中兴通讯目前有多款明星产品，如Blade、Light Tab和Skate，Blade V880在海外市场已经获得了巨大的成功。其中包括法国、日本、希腊、德国、匈牙利等等，就连NOKIA

的大本营芬兰，Blade V880的销量业绩也持续排名第一，多款明星手机的推出是产品口碑的一个良好保证，因此中兴有望在市场品牌的推进中发展。

值得一提的是今年6月中国联通将“互联网手机”全新定义为3.5英寸以上屏幕，CPU处理能力在600MHz以上、价格在千元以下的智能手机，并推出了以中兴Blade V880为蓝本的“千元智能手机新标准”，宣布包销一百万台Blade V880。据中国联通透露：V880创造了“第一次单款智能手机订单超过100万”等一系列记录，目前保持在8000以上的日均销量；这个销量在中国联通WCDMA手机中仅次于iPhone4，成为日销量第二大3G手机。

图 24 中兴明星产品 Blade V880 参数



卖点：超大分辨率电容触摸屏幕，高清视频，3D 硬件加速，最新智能系统，高速 WiFi 热点

外观：直板

颜色：灰色

尺寸/体积：114*56*11.9mm

重量：110g

屏幕参数：3.5” WVGA TFT

电容式触摸：480*800

网络频率：GSM 900/1800/1900M；UMTS 850/2100M

上行峰值：384kbps

下行峰值：HSDPA 7.2M

芯片型号及速率：高通 7227-1

操作系统：Android 2.2

摄像头：3.2M AF

副摄像头：无

重力感应：有

WIFI/WIFI：有

电池容量：1250mA

扩展存储卡：32G

特色功能：WIFI 热点、T 卡安装程序、通话录音、3D 硬件加速、GPS 导航、加速度传感器，渐近传感器，光传感器，WIFI\WAPI，指南针

联通业务：乐媒、手机上网、手机音乐、手机电视、116114、手机报、手机邮箱、USIM 卡应用

第三方业务：同花顺，MSN，QQ，开心网，人人网，熊猫看书，安卓市场，office 文档阅读等

目标用户群：职场白领、时尚达人

配合运营商快速发展 3G 高端用户，发展 3G 业务，提高数据流量收入。

资料来源：中兴公告，华宝证券研究所

而在TD市场，Blade U880上市仅仅一个月，发货量便超过20万台，日均销量超过6000

台，在淘宝商城中卖的最火的四款TD手机中，有三款是中兴的。据统计，目前在国内市场，中兴Blade的整体销量平均约1.6万台/天，这也创造了中国市场Android智能手机的单日销量记录。

图 25 中兴 TD 手机在淘宝商城的销售量



资料来源：淘宝商城，华宝证券研究所

全球明星机型Blade至今累计销量近250万台，销往全球近50个国家的80家运营商，预计今年销量将突破500万。中兴手机销量增速如此之快，Blade、Light、N700等几大明星机型成为创造这一增速的主力，2011下半年备受瞩目的中高端智能手机SKATE、WP7手机、TD-LTE双模双待智能手机将陆续推出，中兴通讯明星机型也将越来越多。中兴手机的策略也是随着品牌和知名度的增加，在加大和运营商及上游厂商的合作的基础上，继而推出有市场影响力和竞争力的产品，并采取先国外畅销后国内重点推广模式。

图 26 中移动手机 Ophone 市场生态链

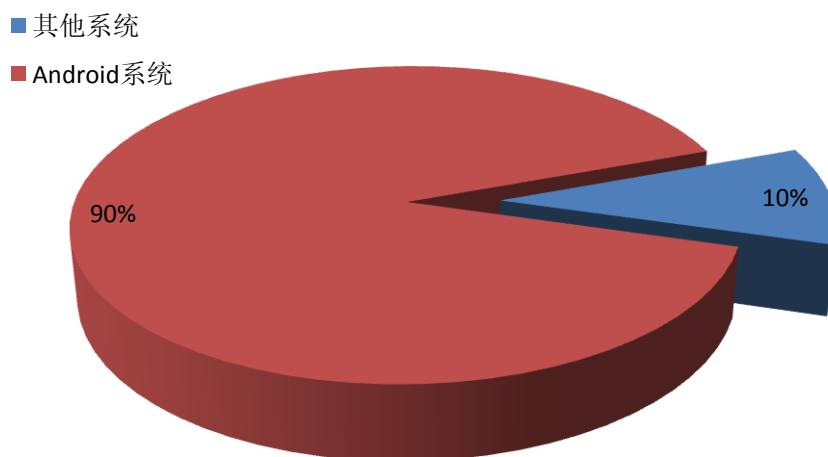


资料来源：中国移动官方，华宝证券研究所

4.2. 基于 Android 智能终端大幅增长

据中兴通讯终端管理层称，目前中兴手机部门已将超过60%的研发资源投入到智能手机上，计划2011年下半年发布逾30款智能终端。Android系统占整个智能机操作系统的90%，同时中兴也会兼顾运营商要求，适当推出搭载其他操作系统的智能手机，例如将于明年初推出的搭载微软Mango操作系统的Windows Phone 7手机，不过整个智能终端发展基本还是以Android为主。

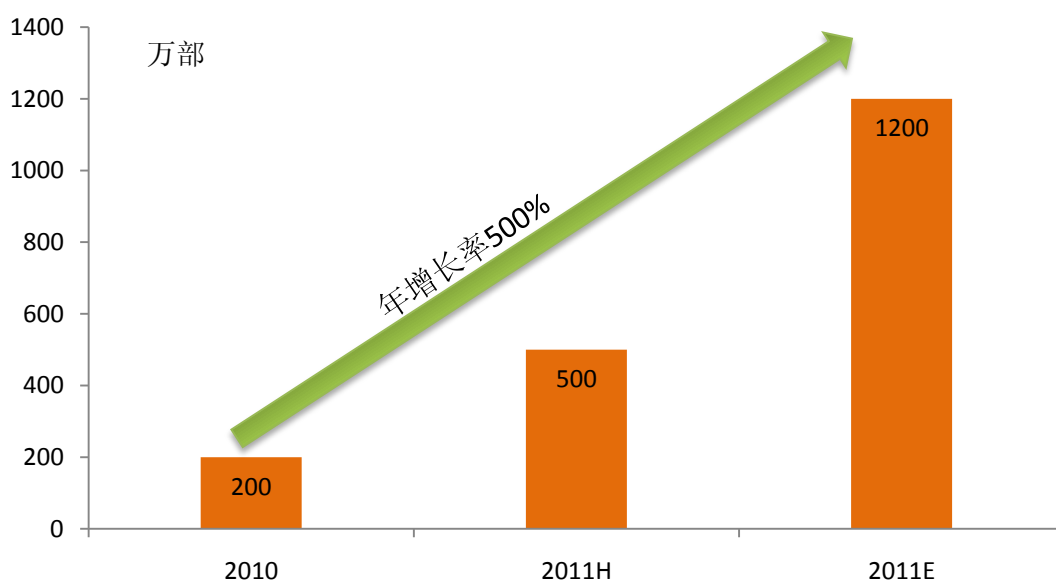
图 27 中兴智能手机操作系统份额对比



资料来源：华宝证券研究所整理

中兴通讯智能终端去年出货量为200万部，2011年上半年出货量已经达到500万部，预计全年智能终端的出货量在1200万部，年增长率达到500%，其中200万平板电脑，1000万智能手机。

图 28 中兴智能终端增长率



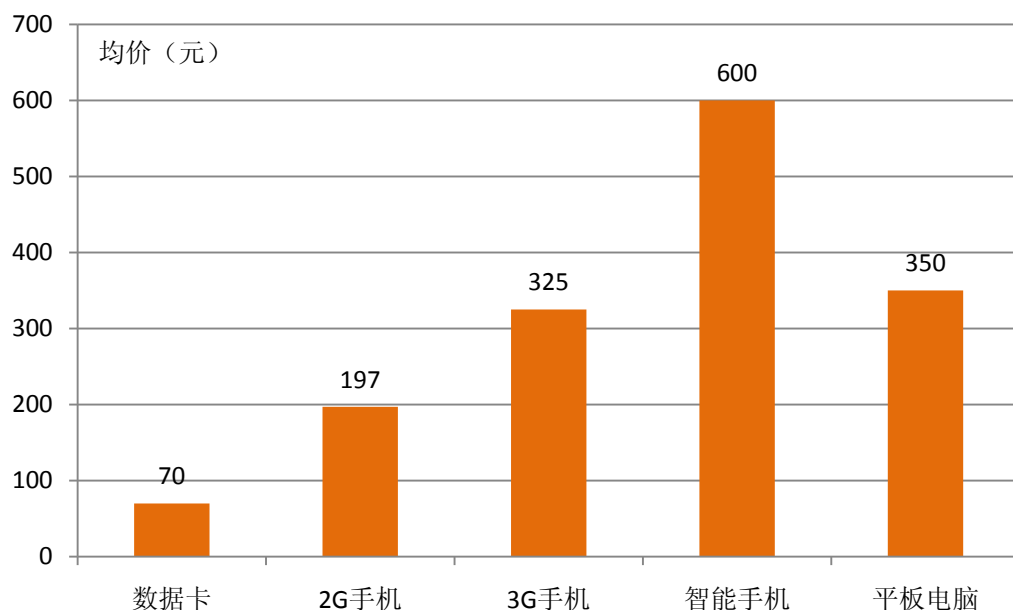
资料来源：华宝证券研究所整理

在北美市场，随着与四大运营商合作的进一步加强，上半年实现了高达300%的增速。而随着Android市场份额的继续扩大，中兴智能终端的发展前景非常之好，也必将成为中兴增长最快的业务，我们预计未来三年，智能终端业务至少有200%的增长速度。

5.盈利预测

从中兴终端业务占总营收的比例来看，近年来终端业务占总营收的比例呈逐年上升趋势，我们预测中兴终端业务未来三年将以40%的复合增长速率增长，其中2011年的增速较为明显，全年终端出货量有望达到13000万部，其中手机出货量预计为8400万部，智能手机全年增速在400%以上，达到1000万部。根据对中兴以往产品的测算及今年价格的估计，对各产品的均价测算如下：

图 29 终端产品分类均价测算



资料来源：华宝证券研究所整理

按照中兴过去终端产品线的出货量及今年的增速预测，可以估算中兴终端产品线今年的收入有望在289.68亿元。

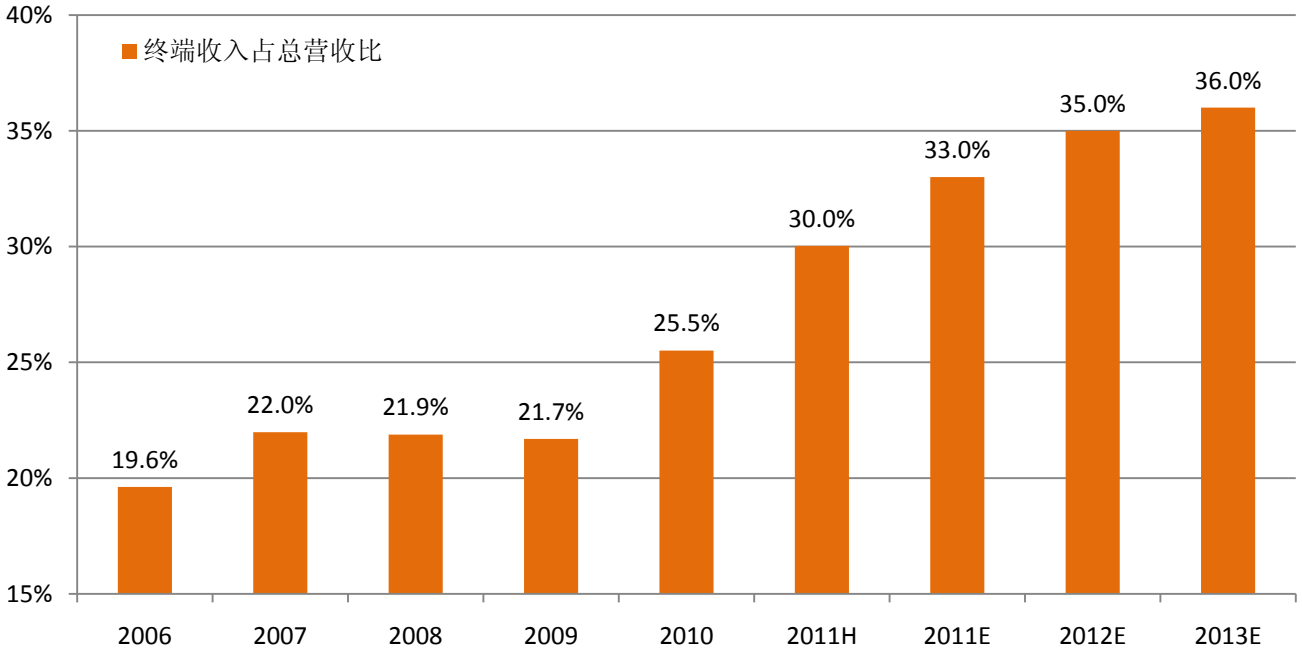
图 30 终端产品分类测算

产品	数量 (万部/台)	均价 (元)	(万元)
数据卡	4600	70	322000
2G 手机	3400	197	669800
3G 手机	3800	325	1235000
智能手机	1000	600	600000
平板电脑	200	350	70000
合计	13000		2896800

资料来源：华宝证券研究所整理

从公司上半年业绩快报来看公司实现营业总收入373.45亿元，较去年同期增长21.55%；值得关注的是公司终端产品出货量和销售额都大幅增加，终端总收入由占去年同期的25.35%上升到30.03%，智能终端的增长速度远高于普通终端，综合历年的公司终端收入占公司总收入的比重和公司终端产品发展战略和发展速度来看，我们预计终端业务收入2011年占整个公司收入的比例将分别达到33%左右，并预计明后两年的比重还将有所加大，分别达到35%和36%。

图 31 中兴终端占总营收比例



资料来源：华宝证券研究所

我们预计行业景气在2011年下半年左右，届时国内运营商将加大资本开支，中兴通讯中标的项目将会陆续确认收入，因此国内收入将高于上半年的6.9%的增速；国际方面随着发达国家LTE的建设和之前3G网络建设的不断深入，特别是智能终端出货量的大幅增加，未来国际业务将继续高速增长。公司上半年的净利润只有7.68亿元，较去年同期下降了12.42%。公司上半年净利同比下降主要原因是由于公司市场扩张太快，在运营商处打价格战策略导致整体毛利率从38.04%下降到34.51%，同时由于软件行业18号文已于去年年底到期，延续政策尚未出台，因此退税延后也影响了公司净利润的增长（预计有3亿）。同时公司还将拥有的国民技术长期投资股权转化为可交易性金融资产，未来也可为公司贡献不少净利。

从赢利角度来看，未来智能手机占终端总体比例有望进一步加大，但由于数据卡和2G手机的毛利会进一步压缩，会导致终端整体的毛利率不会有多少的提升空间。

我们认为终端业务的扩展，虽然利润有限（运营商将这块业务采购价压的很低），但非常有利于公司其他业务的拓展，特别是运营网络、有线和无线网络设备的招投标带来非常有利的影响。

我们预计2011年去年公司有望有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。对应2011年到2013年的净利润分别为38.51亿元、47.57亿元和58.62亿元。摊薄后2011-13年的EPS分别为1.12元、1.38元和1.70元，对应的PE分别为15.78倍、12.80倍和10.39倍，我们首次给予公司“买入”评级，目标价27.6元，对应2012年20倍PE。

6.风险分析

综合分析公司的业务我们认为公司的主要风险来源于以下几个方面：

- 公司终端竞争压力大，毛利有进一步压低风险。由于公司有一半以上业务是在海外发展的，海外运营商定制策略可能使得运营商在招投标过程中过分压低采购价

格，导致业务毛利下滑。

- 潜在的Android操作系统专利授权费用风险。目前智能手机的操作系统因苹果和三星之间的专利纠纷不断，公司智能终端90%以上是基于Android系统的，未来Android系统专利权面临一些不确定性。
- 运营商下半年资本开支项的减少风险。未来运营商在后3G网络或是LTE网络建设中资本投入低于预期，会对公司的主营业务收入增幅有较大影响。
- 海外市场如印度、美国等地区政府出于国家安全考虑进行的监管与安全检查也会对公司带来不确定性。
- 另外公司的资产负债比率高达70%，而目前货币政策偏紧的趋势不变可能导致公司的财务费用偏高，同时未来利率提高将增加公司的财务费用，因此公司资产负债比率过高可能对公司的盈利造成不利影响。

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	14786.59	18137.41	21405.37
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	18939.80	23976.00	27069.62
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	59541.62	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%	31.17%	31.56%	32.02%
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%	224.88%	230.58%	205.99%
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
应收帐款周转率	4.27	4.52	4.40	4.46
应付帐款周转率	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	0.00	16.78	12.80	10.39
P/B	0.00	2.42	2.11	1.83
EV/EBITDA	0.00	12.74	10.89	8.44

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	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	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。