

行业杀手的投资逻辑



投资要点

- **行业布局完成，净利率提升阶段，是“行业杀手”投资的最佳时机。**中兴通讯在全球的设备商市场上，以低廉的报价，成为通信设备商行业的“行业杀手”。随着中兴“市场导向”的布局告一段落，公司战略目标转向“利润导向”，公司净利率有望回升。市场布局达成，伴随净利率回升的市值提升，预期是行业杀手投资的最佳时机。从沃尔玛这一世界零售巨头的成长路径来看，随着公司依靠低价优势进行全球化布局的完成，公司净利率迅速提升（1996年的2.9%到1999年的3.2%），同时市值快速成长（1996年底的500亿美元到1999年底的3000亿美元）。
- **政企网预期将成为下一个增长点，低成本的研发优势是公司长期增长的保障。**政企网业务作为中兴的储备业务，测算2011年的收入已经达到几十亿的量级，预计今年依然高速增长，成为中兴下一个增长点。更长远来看，低成本的研发优势是中兴通讯的核心竞争能力，这使得公司在云计算、存储、系统服务等领域有充分的技术和项目储备，在ICT大融合的背景下，中兴通讯具有长期的增长潜力。
- **2012年预期是中兴的利润拐点年。**系统设备方面，中兴在2011年已经完成市场份额的布局，2012年将有望迎来市场份额与利润的双重提升（国内TD和W投资加大，份额和利润率上均有利于中兴，我们此前报告中已反复提示）。终端业务方面，由于全产业链的布局，中兴智能终端业务的利润率水平有望提升。加上汇兑损失和利息费用等非经营性费用的降低，我们看好中兴在2012年的利润拐点。

财务与估值

根据公司最新的年报和季报数据，我们预计公司2012-2014年的EPS分别为0.98元、1.28元和1.66元。根据公司的历史估值和可比公司估值水平，给予公司12年28倍PE的估值，结合绝对估值结果，给予目标价27.44元，维持公司买入评级。

风险提示

毛利率回升低于预期、运营商资本开支低于预期、事件性风险。

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	70,264	86,254	113,982	142,095	182,417
同比增长	16.6%	22.8%	32.1%	24.7%	28.4%
营业利润 (百万元)	2,590	430	1,506	2,190	3,689
同比增长	25.5%	-83.4%	250.7%	45.3%	68.5%
归属母公司净利润 (百万元)	3,250	2,060	3,359	4,404	5,718
同比增长	32.2%	-36.6%	63.0%	31.1%	29.8%
每股收益 (元)	0.94	0.60	0.98	1.28	1.66
毛利率	32.6%	30.3%	30.6%	29.8%	29.7%
净利率	4.6%	2.4%	2.9%	3.1%	3.1%
净资产收益率	16.3%	8.7%	12.8%	14.6%	16.5%
市盈率 (倍)	18.5	29.2	17.9	13.7	10.5
市净率 (倍)	2.6	2.5	2.1	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012年05月09日)	17.00元
目标价格	27.44元
52周最高价/最低价	28.66/14.76元
总股本/A股 (万股)	344007/279303
A股市值 (百万元)	58481
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2012年05月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	0.4	4.6	10.4	-37.3
相对表现 (%)	-2.4	10.3	0.0	-14.1
沪深300 (%)	2.9	-5.6	10.4	-23.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 周军
021-63325888*6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120007

联系人 张杰伟
021-63325888*6118
zhangjiawei@orientsec.com.cn
钱美舒
021-63325888*3205
qianmeishu@orientsec.com.cn

相关报告

手机毛利率回升 看好全年利润率反转：	2012-04-26
业绩低于预期，业务结构好于预期：	2012-04-05
中兴通讯动态跟踪 —— 雨后看见彩虹：	2012-03-02

目 录

1. 行业杀手的投资逻辑	4
1.1 行业杀手：中兴成长的不二选择	4
1.2 行业杀手也能创造投资价值	6
1.3 从“价值破坏极大化”到“价值创造极大化”	7
2. 长期来看：未来还有增长点，利润波动大是常态	8
2.1 政企网业务将成为下一个增长点	8
2.2 低成本的研发优势是公司长期增长的保障	9
2.3 设备商行业特点：净利润波动大，增速高	10
3. 2012 年是利润的拐点年	12
3.1 设备：份额与利润齐升	12
3.2 终端：经营风险低，利润率有保证	14
3.3 非经常性损益难以再现	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19
5.1 终端业务毛利率回升低于预期	19
5.2 运营商资本开支低于预期	19
5.3 事件风险	19

图表目录

图 1：爱立信和阿朗近年的服务业务收入增速均高于设备业务（以美元计价）	5
图 2：沃尔玛市值和净利率对比	7
图 3：中兴历史股价走势图	8
图 5：手机业务收入占比由 2006 年的 14% 增长至 2011 年的 31%	9
图 4：人才优势是中兴低成本研发优势的基本保障	10
图 6：华为收入增速和净利润增速对比	11
图 7：爱立信收入增速和净利润增速对比	11
图 8：阿朗收入增速和净利润增速对比	11
图 9：中移动 TDSCDMA 各设备商市场份额（一期及二期）	12
图 10：中移动 TD 五期设备商报价	13
图 11：中兴通讯毛利率走势图	13
图 12：TDD 专利申请公司分布	14
图 13：CDMA 专利申请公司分布	14
图 14：中兴通讯 PE Band	18
表 1：全球主要设备商运营服务合同	5
表 2：华为、爱立信、阿朗收入增速均值、复合值、标准差的对比	11
表 3：TOP3 公司 TDD 专利按类别分	14
表 4：中兴与原材料供应商的框架性协议	15
表 5：2011 年与 2012 年千元智能手机成本预测表（单位：美元）	15
表 6：2011 年 EPS 与终端毛利率敏感性分析	16
表 7：可比公司估值水平	17
表 8：DCF 估值假设	18
表 9：DCF 估值敏感性分析	18

想在善和恶中作造物主的人，必须首先是个破坏者，并砸烂一切价值。也就是说，最大的恶属于最高的善。不过，后者是创造性的善。——尼采

1. 行业杀手的投资逻辑

中兴通讯在全球的设备商市场上，一直以“搅局者”的面貌示人——以低廉的报价成为运营商拉低资本开支的工具，中兴和华为的报价有时甚至低于成本，成为通信设备商行业的“行业杀手”。我们认为，在随着中兴“市场导向”的布局告一段落，公司战略目标转向“利润导向”，公司净利率有望回升。市场布局达成后，伴随净利率回升的市值提升，是行业杀手投资的最佳时机。从沃尔玛这一世界零售巨头的成长路径来看，随着公司依靠低价优势进行全球化布局的完成，公司净利率迅速提升（1996年的2.9%到1999年的3.2%），同时市值快速成长（1996年底的500亿美元到1999年底的3000亿美元）。

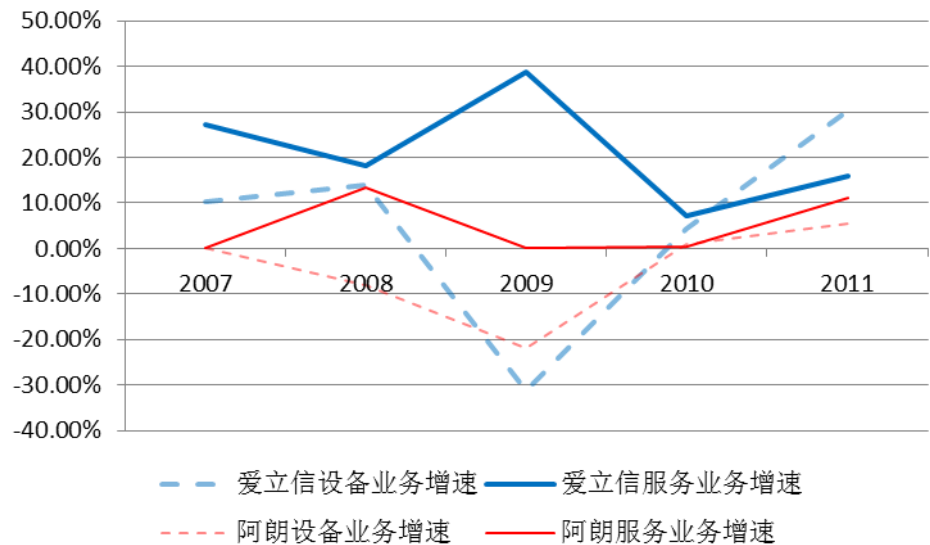
1.1 行业杀手：中兴成长的不二选择

中兴成为“行业杀手”是其理性的战略选择。差异化战略和专一化战略在设备商行业都很难成功，充当“行业杀手”，实施成本领先战略是中兴别无选择的选择。

- **差异化战略为什么行不通？** 与其他面向公众的消费品行业不同，设备商的下游主要是运营商。运营商铺设网络更多的考虑的是网络质量和建网成本，仅仅依靠外观和功能上的差异化并不能满足运营商运营网络的需求。而且，通信设备的标准化程度非常高，设备间的互联互通要求协议标准的统一，也造成了各种设备产品之间必须具备相当的同质性。或者换句话说，在设备商行业中，通过成本领先带来的低廉报价几乎可以说是最大的“差异化”。从现有的五大设备商来看，其产品之间的差异性并不明显。
- **专一化战略为什么行不通？** 设备商的研发有相当大的规模效应，单单依靠特定细分领域的产品很难做大做强，成为主流的设备商。可以作为反证的是，主流的几家设备商（如阿、诺、爱、中、华五家）都在无线设备、有线设备、终端、服务等各种领域都有布局，在所有的技术体系上都有储备，这样才能为运营商提供完整的解决方案，在技术发展的融合趋势下长时间保持竞争地位。

在运营商行业的竞争环境和产品属性决定了中兴作为一个后进入者，只有实施“成本领先”的竞争战略，多元化尝试，低成本超越，成为“行业杀手”，才有可能后来者居上，在众强林立的设备商行业中脱颖而出。

我们认为，中兴作为行业杀手，对行业的影响主要体现在两个方面：其一，**通过成本领先的战略，打破了设备商行业的格局**，原先的十几家设备商整合为了爱立信、华为、诺西、阿朗和中兴等最主要的五家；其二，降低设备的利润水平，迫使海外设备商的盈利模式发生了变化，**原先仅从卖设备获利的设备商开始与运营商进行深度合作，从运营商后期的维护服务收入中长期受益**。由于中兴和华为的竞争，爱立信被迫向软件和服务方面转型，2011年软件和服务营收已经超过了60%。

图 1：爱立信和阿朗近年的服务业务收入增速均高于设备业务（以美元计价）


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

表 1：全球主要设备商运营服务合同

设备商	时间	运营商	合作事项
诺西	2012	VimpelCom（俄罗斯第三大电信运营商）	VimpelCom 将固网、移动和光纤网络的维护及支持外包给诺西管理，合同为期 5 年
诺西	2012	Aircel（印度第五大 GSM 运营商）	Aircel 与诺基亚西门子(以下简称“诺西”)续签一份价值 1 亿美元的外包合同。该运营商目前有近 6000 万用户，诺西将为其管理 7 个区域的移动网络。
爱立信	2012	Idea（印度）	爱立信与 Idea 续签并扩展电信管理服务协议，为期三年，涉及 2G 和 3G 网络管理及现场运营，协议涉及范围从一个地区（即电信服务区域）扩展到五个地区
中兴、华为和爱立信	2011	Reliance Communications（印度第二大移动运营商）	Reliance 和中兴、华为和爱立信签署了一份近 15 亿美元，多方投资管理的外包合同。这是该公司第一次将全国范围的 CDMA 和 GSM 网络的运营，策划，维护和管理转交给外国厂商进行管理。
诺西	2011	Vodacom 坦桑尼亚	诺西与 Vodacom 坦桑尼亚签外包合同，诺基亚西门子负责 Vodacom 坦桑尼亚网络的优化、管理以及现代化服务，合同为期五年。
诺西	2010	MTS（俄罗斯最大的移	MTS 将俄罗斯中部的移动网络管理交给诺西负责，

	动运营商)	合同为期 5 年
--	-------	----------

资料来源：公开资料，东方证券研究所

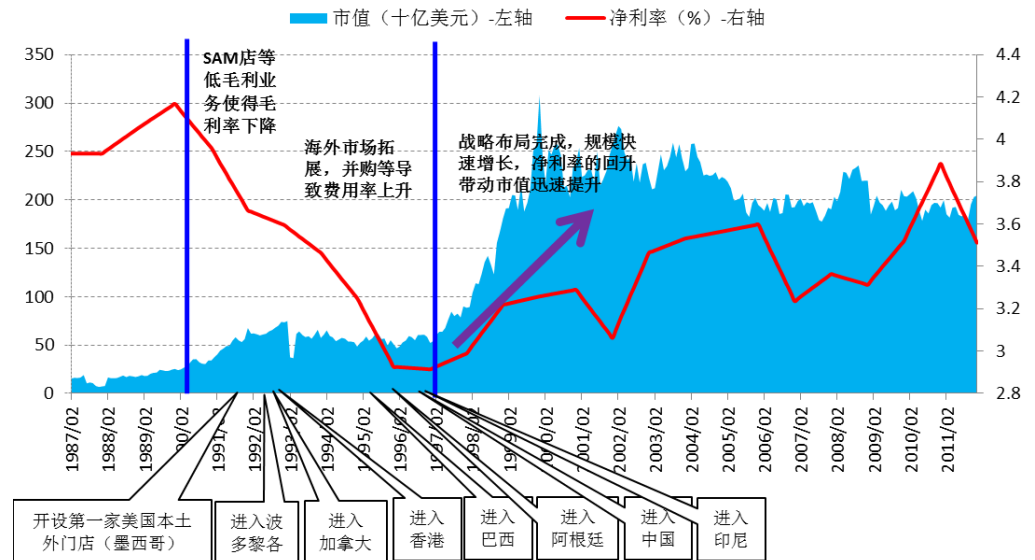
需要指出的是，如果设备商为运营商提供管理服务是一种趋势的话，中兴在这一趋势下也不处于弱势。中兴通讯的管理服务四年复合增长率达到 81%，增长速度远高于业界平均增长速度，处于行业第一。凭借对客户需求的深入解读和优质的交付，中兴通讯正在为 Telenor、Teliasonera、Telefonica、Orange、H3G、MTN、KPN、STC、ZAIN 等多家知名运营商管理网络。迄今为止累计获得超过 100 份管理服务合同，业务范围涵盖无线、固网、承载网等全业务网络，覆盖欧洲、北美，中东、非洲、亚太等地区，为全球超过 1 亿用户提供优质的通信保障服务。2011 年 11 月，中兴通讯管理的奥地利 H3G 网络，被欧洲知名通信行业期刊“Connect”评为德语区综合排名第一。

1.2 行业杀手也能创造投资价值

也许有投资者会怀疑，行业杀手是不是在破坏行业的价值？如何看待行业杀手的投资逻辑？我们认为，**行业杀手，要能打破行业既有的游戏规则，通过降低成本、改变业务模式等方法攫取行业份额，迫使竞争对手 follow or lose。**

低价战略虽有“价格屠夫”之喻，但他们并非总是摧毁价值。沃尔玛的案例证明，成本领先的行业杀手，通过改变行业的整体盈利格局，使得下游的总拥有成本降低，反而有利于进一步提振需求，增加供给，提升社会总福利（包括生产者剩余和消费者剩余），同时，也为自己获得了丰厚的收益。以沃尔玛为例，由于市场拓展和竞争加剧，沃尔玛的净利率水平在 1990 年到 1997 年左右有较大幅度的波动。1990-1993 年间，由于 SAM 会员店等低毛利业务，拉低了公司的净利率水平；1993 年-1997 年，由于公司进行的并购业务，导致公司的期间费用高企，拉低了公司的净利率水平。但可以看到的是，1997 年后，随着公司业务整合的完成，公司的净利率水平稳步回升，回到 3% 以上的平台。这阶段，是公司市值的高速成长期，公司盈利能力的提升，为投资者带来丰厚的投资回报。

图 2：沃尔玛市值和净利率对比



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

1.3 从“价值破坏极大化”到“价值创造极大化”

作为“行业杀手”，中兴激进的市场导向策略达成，中兴已经跻身前五大通信设备商，由行业的“下位者”转向“在位者”。中兴也站在了中兴正处于“价值破坏极大化”到“价值创造极大化”的拐点上。中兴的竞争战略也发生了重大的改变——**中兴的战略从行业的份额提升阶段进入利润和现金流提升阶段。**

公司二级市场的表现，与公司竞争战略积极相关。2011 年之前，中兴的竞争战略主要是市场份额提升带来企业的增长，市场份额能否提升，也就决定了股价的走势。

- 中兴上市之后到 2008 年上涨 10 倍，主要由于其逐渐拓展海外市场，并在 CDMA 等领域的份额逐步提升；
- 2008 年单边下跌，除了系统性风险之外，也与国内 3G 招标份额预期不佳有关
- 2009 年开始继续上涨，主要由于国内 3G 招标份额超市场预期
- 2010 年大幅上涨，中兴在 LTE 市场的份额预期会好于 3G 时代，也符合我们“全球 LTE 建设，中兴有望受益”的逻辑

图 3：中兴历史股价走势图


资料来源：Wind，东方证券研究所

我们认为，在公司竞争战略由“份额导向”转向“利润导向”之后，中兴的增长将更多的依靠公司将依靠利润率的提升带来增长，公司未来的股价走势，将主要由利润和现金流决定。公司 2012 年的利润率情况将大幅改善，详见报告第三部分。

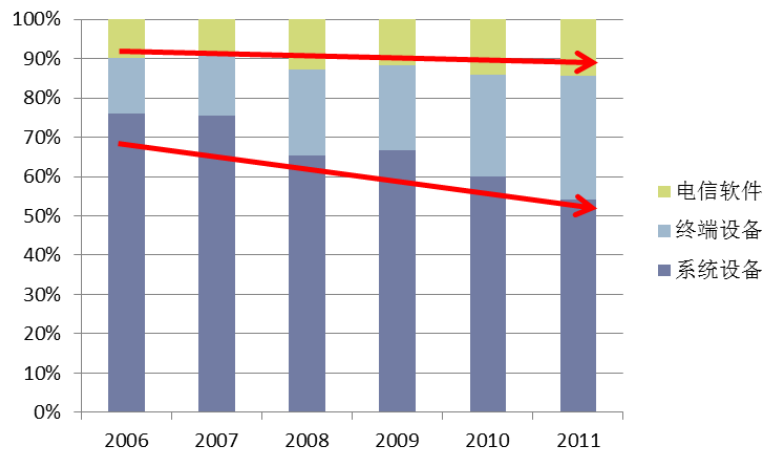
2. 长期来看：未来还有增长点，利润波动大是常态

作为零售品牌的巨头，沃尔玛的增长依靠的是全球市场的横向扩张，随着市场份额的到位，其市值的增长会有天花板。与沃尔玛不同的是，中兴依靠其人力资源优势，除了在通信设备行业之外，随着公司储备项目的逐步释放，有望迎来持续的增长。从目前来看，企业网市场是公司未来最大的增长点。政企网业务作为中兴的储备业务，测算 2011 年的收入已经达到几十亿的量级，预计今年依然高速增长，成为中兴下一个增长点。更长远来看，低成本的研发优势是中兴通讯的核心竞争能力，这使得公司在云计算、存储、系统服务等领域有充分的技术和项目储备，在 ICT 大融合的背景下，中兴通讯具有长期的增长潜力。

2.1 政企网业务将成为下一个增长点

政企网业务作为中兴的储备业务，预计 2011 年的收入已经达到几十亿的量级，预计政企网业务将复制手机业务的增长，成为中兴未来新的增长点。

中兴的手机业务是其储备项目中小长大的例证之一，其收入占比由 2006 年的 14% 增长至 2011 年的 31%，按中兴计划，到 2015 年，其手机业务收入将超过 1000 亿元人民币，占整个集团的收入比例超过 50%。虽然去年手机业务毛利率下滑成为拖累 2011 年业绩的因素之一，但从公司已经发布的 2012 年一季报来看，终端业务的毛利率超预期地达到 18.2%，相对于去年下半年 12% 环比回升非常显著，接近我们预测的全年 19% 的水平。

图 4：手机业务收入占比由 2006 年的 14% 增长至 2011 年的 31%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2011 年中兴通讯政企网国内增长率高达 90%，是中兴通讯发展最快的业务之一。公司成立专门针对政企网市场的解决方案团队，可以对其所有技术和产品进行整合与再研发，产品涵盖无线、有线、业务、安全、存储、终端等几乎所有领域，行业覆盖能源、铁路、军队、政府、金融、公共事业、大企业及 SMB 等绝大部分市场。

除了能源、铁路等行业连续保持稳定增长外，在政府、教育、医疗、公共事业等领域增速明显。中兴通讯在解决方案方面的优势在 2011 年的政企网市场已经突显出来。北京基于中兴通讯 TD-LTE 网络的政务物联专网成为全球首个应用的 4G 无线专网；去年 4 月，中兴通讯成为业内第一个发布整套“智慧矿山”解决方案的通信厂商，在煤炭行业得到非常好的反响；中标连接西北与西南的大动脉兰渝铁路的通信项目，也夯实了中兴通讯在铁路市场的领先地位。

2.2 低成本的研发优势是公司长期增长的保障

对新的技术，中兴一向是保持密切的跟踪，但不大规模投入，等到市场机遇成熟时，再调动力量全线进入，中兴在 TD 制式、W 制式、小灵通等技术上无一不是如此，这就是低成本研发优势的体现。市场是决定电信新技术商业化进程的主要力量，通过低成本的研发优势，中兴储备了大量的后备项目，基本避免了错失可能的机会。

- 小灵通：小灵通业务 1998 年在中国起步，1999 年得到迅猛发展。当时有观点认为，无线市话技术落后，无线市话业务在国内的出现只是电信重组后固定电信部门急于切入移动通信市场的一种短期行为。但是，中兴在小灵通上依然维持相当的技术储备，而当时电信和网通等固网运营商的大规模建设，又使得其迎来很大的市场机遇，2002 年小灵通销售收入 30 亿，占总收入的三分之一，2003 年销售额更是达到 70 亿。
- WCDMA：2003 年底时，外界都一直认为 WCDMA 上面落后于主要竞争对手。后来证明这是中兴有意为之，当中兴在 2004 年决定加大投入时，可以从更先进的技术入手，从而减少

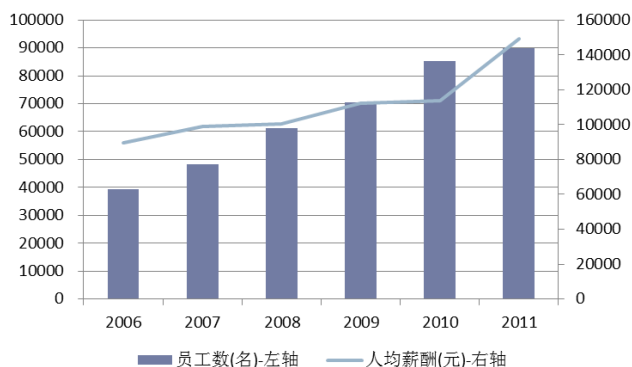
了前期的浪费。从 2005 年全球 WCDMA 进入大规模商用的时点来看，中兴对节奏的把握相当准确。

- TD-SCDMA：在竞争对手没有在早期直接进行 TD 无线系统研发的背景下，中兴及时跟进 TD 技术，成功切入中移动 TD SCDMA 业务的合作，在 2007 年中移动 TD 接入网的招标中独夺 53% 的份额。
- 手机：中兴的执行副总裁何士友表示，公司在手机上的策略是“第一步要跟上，不能被甩很远，同时局部实现超越”。

人力资源优势，是中兴低成本研发优势的基本保障。对此，央视新闻联播也进行过深入的报道：中兴通讯每年将收入的 10% 投入研发，建立全球研发体系，在重要的岗位引进全球最顶级人才，通过创新研发机制，成为全球通讯制造业增长速度最快的企业。

(http://www.zte.com.cn/cnvideo/press_center/video/201204/t20120406_299906.html)

图 5：人才优势是中兴低成本研发优势的基本保障



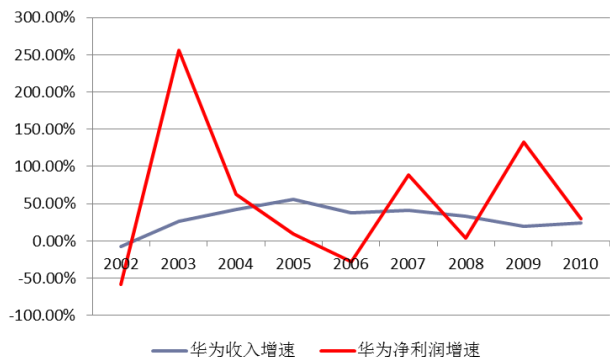
资料来源：公司公告，东方证券研究所

低成本的研发优势，使得公司在云计算、存储、系统服务等领域有充分的技术和项目储备，在 ICT 大融合的背景下，中兴通讯具有长期的增长潜力。

2.3 设备商行业特点：净利润波动大，增速高

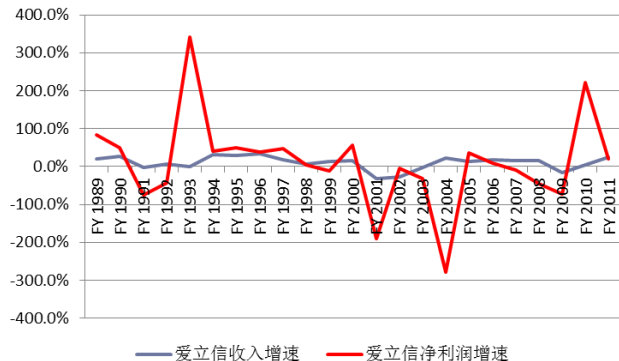
设备商行业除了折旧外，研发费用等也存在一定的刚性，使得运营商的经营性杠杆普遍较高，从同行比较来看，爱立信、阿朗、华为等企业净利润增速的波动也普遍比收入增速要大，但长期来看，净利润的增长要比收入增长快，表明设备商行业的整体特点就是净利润波动大，但增速也快。从这个角度说，我们把中兴 2011 年的业绩下滑更多的理解为行业内生的波动性，长期来看，净利润的增速将比收入增速更快。

图 6：华为收入增速和净利润增速对比



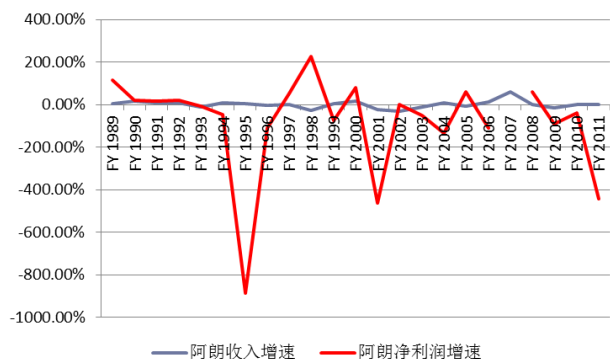
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：爱立信收入增速和净利润增速对比



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：阿朗收入增速和净利润增速对比



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

表 2：华为、爱立信、阿朗收入增速均值、复合值、标准差的对比

	华为(2002-2010)		爱立信(1998-2011)		阿朗(1998-2011)	
	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
增速均值	30.4%	55.2%	10.2%	10.4%	1.4%	74.5%
增速标准差	16.0%	85.1%	16.9%	116.9%	17.5%	769.2%
复合增速	34.3%	50.8%	8.7%	9.9%	0.0%	6.4%

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

3. 2012 年是利润的拐点年

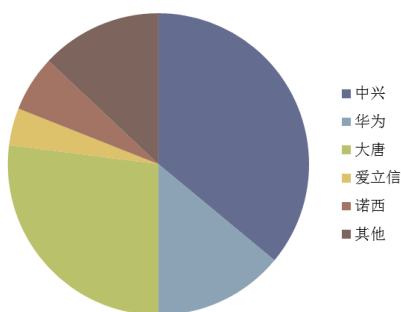
系统设备方面，中兴在 2011 年已经完成市场份额的布局，2012 年将迎来份额与利润的双重提升。终端方面，中兴的经营风险较小，能保持利润率水平。从设备商的行业特点来说，设备商由于经营杠杆高，净利润波动率大，但整体上净利润的增速会高于收入增速。

3.1 设备：份额与利润齐升

在我们 2012 年的策略报告《无线看用户，宽带看政策》中，我们已经明确提出“**今年国内资本开支总体温和增长，结构上向 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。

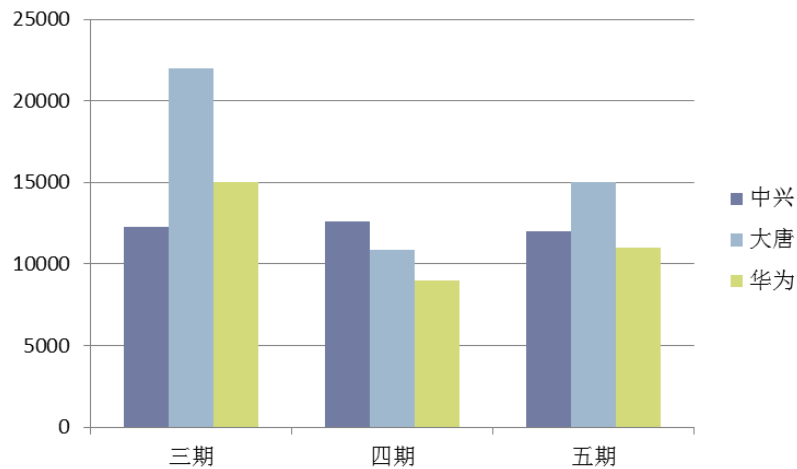
资本开支的结构变化，有望给中兴带来市场份额和毛利率的双升。从市场份额来看，中兴在移动 G 网的份额相对较低（10%不到），在移动 TD 网、电信和联通的份额相对较高（分不同制式，在 15%–30%左右），资本开支的结构变化有望使得中兴攫取更大的市场份额。从毛利率角度说，根据我们测算，中兴 TD 业务的毛利率较高，在 40%以上，高于 37–38%左右的国内系统设备平均毛利率。资本开支的结构变化，有望给中兴带来市场份额和毛利率的双升。

图 9：中移动 TDSCDMA 各设备商市场份额（一期及二期）



资料来源：Ovum，东方证券研究所

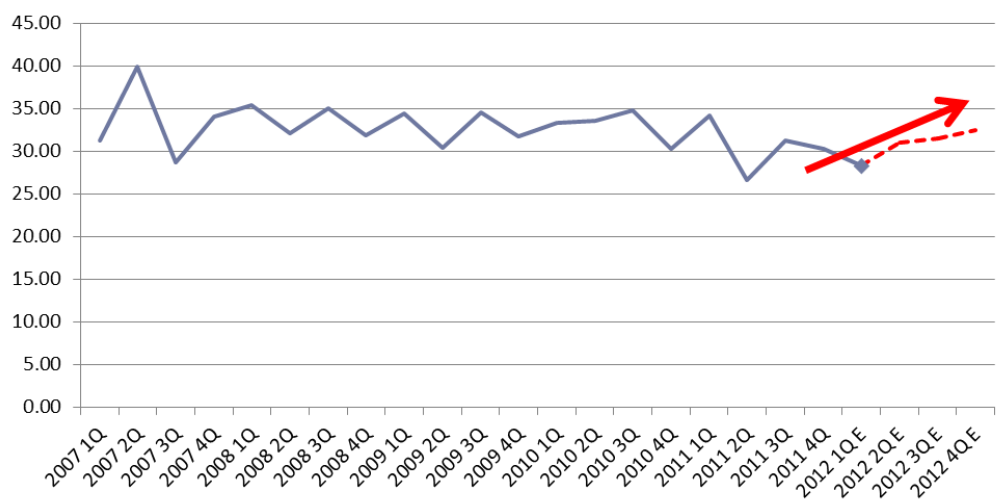
对于中移动的 TD 建设，中兴的利润率水平有望保持，从 TD 五期的报价来看，几大设备商的报价均高于四期，尤其是高于四期的执行价，表明大幅进行价格战的可能性已经不大。中兴的报价有望使其在 TD 五期的建设中保持相当的利润率水平。

图 10：中移动 TD 五期设备商报价


<http://www.gjyw.com/news/13727904.html>

资料来源：公开资料，东方证券研究所

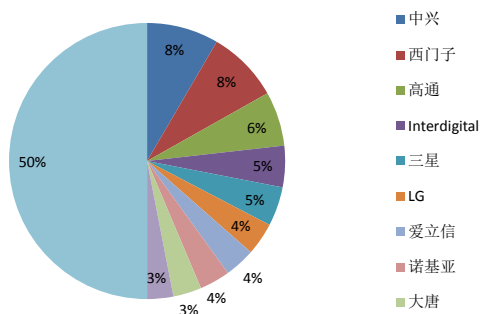
从主营来看，中兴的毛利率已经逐渐回升，表明公司的主营业务已经处于好转的轨道中，公司前期“市场导向”的竞争策略取得了成功。

图 11：中兴通讯毛利率走势图


资料来源：公司公告，东方证券研究所

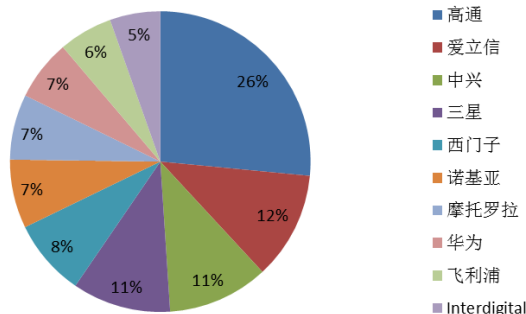
中兴在 LTE 上的研发投入已经走在世界前列。从申请公司的角度，中兴通讯在 TDD 领域的专利申请数量上占据了总数的一半，相比 CDMA 时代高通的份额，在数量上优势更加明显。而高通在 TDD 领域的专利数量仅占总数的 6%。

图 12: TDD 专利申请公司分布



资料来源: WIPO, 东方证券研究所

图 13: CDMA 专利申请公司分布



资料来源: WIPO, 东方证券研究所

从 TDD 专利类别来看, 中兴的数量优势是在无线通信网络和数字信息传输上, 这跟它是系统设备商有很大的关系。而高端在传输和多路复用通信方面的专利明显高于中兴。

表 3: TOP3 公司 TDD 专利按类别分

ZTE	H04B	传输	15
	H04W	无线通信网络	13
	H04L	数字信息传输	5
	H01Q	天线	1
	H01B	电缆、导体、绝缘体、导电、绝缘或介电材料的选材	1
西门子	H04B	传输	27
	H04W	无线通信网络	9
	H04J	多路复用通信	4
高通	H04B	传输	27
	H04W	无线通信网络	9
	H04J	多路复用通信	4

资料来源: WIPO, 东方证券研究所

3.2 终端: 经营风险低, 利润率有保障

从去年数据来看, 中兴在智能终端市场份额持续提升, 而中兴终端业务的高增长(2012 年相对于 2011 年的 1500 万支翻番), 也已经体现在市场的预期之中。与市场观点不同的是, 我们认为, **中兴终端业务的经营风险较低, 利润率有保障。**

从中兴智能手机的产、销模式上来说, 中兴的风险较低。

- 生产上：与上游零配件供应商如宇顺电子等签订框架协议，既锁定了产能，又不用增加资本开支，体现出中兴作为行业龙头的强势。
- 销售上：中兴利用国际化的优势，与海外的运营商在发达市场合作推出智能手机，然后引进国内，利用海外运营商的成熟经验降低产品的销售风险。而且中兴与高通和博通签订的 50 亿美元的意向单也有利于公司进一步深耕美国市场。

表 4：中兴与原材料供应商的框架性协议

	合同额度	合同详情
高通	40 亿美元	公司在 2012 年至 2015 年期间拟向美国高通公司的采购价值总计不少于 40 亿美元。
博通	10 亿美元	公司在 2012 年至 2014 年期间拟向美国博通公司的采购价值总计不少于 10 亿美元。
宇顺电子	23 亿人民币	中标中兴康讯 2012 年电容式触摸屏项目及液晶显示屏项目。 中标总量 32,496,000 套，其中液晶显示模组 19,056,000 套、电容式触摸屏 3,640,000 套、贴合产品（液晶显示模组+电容式触摸屏）9,800,000 套。 中标产品总价值为人民币 2,305,104,312 元，其中：液晶显示模组 642,247,000 元；电容式触摸屏 231,237,312 元；贴合产品（液晶显示模组+电容式触摸屏）1,431,620,000 元。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

市场也有人怀疑中兴生产低端智能机的盈利能力，我们认为，从低端智能机的成本拆分来看，低端智能机能保持一定的利润率水平。预计 2012 年主流千元智能手机零售价将从 157 美元大幅下降到 115 美元，目前智能手机的渗透率还较低，主要原因在于智能手机的售价大大高于功能手机，今年热卖的几款机型都是价格相对较低、在 1000 元左右，我们预测这些明星智能手机的成本拆分如下表所示，今年低价智能手机的制造成本在 100 美元左右，随着技术的进步、芯片成本的降低和供应链的整合力度加大，预期明年一台智能手机的制造成本将大幅下降到 80 美元左右。

表 5：2011 年与 2012 年千元智能手机成本预测表（单位：美元）

组件名称	2011 年	2012 年	变动%	相关领域上市公司
基带+AP+RF	15.0	11.0	-27%	展讯通信,北京君正
功率放大器	1.6	1.5	-6%	国民技术,锐迪科
无线功能(包括 WiFi,蓝牙, GPS, FM)	8.0	5.0	-38%	联发科
内存	9.0	7.0	-22%	三星,东芝,尔必达
被动元器件/PCB	5.0	4.0	-20%	顺络电子/超声电子,中京电子

陀螺加速仪	2.0			苏州固得
其它芯片	5.0	4.0	-20%	
PCBA cost	43.6	34.5	-21%	
LCD	18.0	14.4	-20%	长信科技,深天马
触摸屏+触控芯片	11.0	8.5	-23%	星星科技,莱宝高科,宇顺电子,超声电子,欧菲光
摄像头	5.0	4.0	-20%	水晶光电,华天科技
外壳	4.0	3.6	-10%	劲胜股份,长盈精密
包装	2.0	1.8	-10%	
附件(耳机、适配器、电池)	4.0	3.6	-10%	欣旺达,歌尔声学
其它(如连接器,屏蔽件,天线等)	6.0	5.5	-8%	长盈精密,安洁科技,信维通信
手机组件小计	93.6	75.9	-19%	
SMT/组装	5.0	4.5	-10%	长城开发,卓翼科技
手机制造成本小计	98.6	80.4	-18%	
渠道利润	50.0	30.0	-40%	
利润增值税(17%)	8.5	5.1	-40%	
零售价(美元)	157.1	115.5	-26%	
零售价(人民币)	1,002.3	736.9	-26%	

资料来源：半导体应用联盟，公开资料，东方证券研究所

侯为贵在 2012 年移动世界大会上也表示，“手机不是低利润，比做电信设备系统的利润率高”。中兴总裁史立荣表示，去年终端业务毛利率下降 4 个百分点至 15%，是由于发力智能手机，公司目前仍处于对产业链熟悉及掌握阶段。未来会做好技术研发，希望争取更好的毛利水平，未来终端业务毛利率有望回升至 19%。我们测算，即使终端毛利率还维持在 2011 年的水平，我们测算 2012 年的业绩依然有 0.70 元。

表 6：2011 年 EPS 与终端毛利率敏感性分析

终端毛利率						
16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%
0.70	0.79	0.88	0.98	1.07	1.16	1.26

资料来源：东方证券研究所

3.3 非经常性损益难以再现

2011 年，中兴的业绩比较特殊，一方面，有巨额的国民技术的投资收益，另一方面，又有汇兑和利息支出等造成的财务费用高企。

我们认为，市场没有给予国民技术的投资收益过高的溢价，说明市场是有效的。但是，汇兑损益也应当理解为非经常性的因素。随着全球宏观环境的企稳，2011年8亿之巨的汇兑损失不会重现。60亿公司债的发行，也将降低公司的利息支出。

4. 盈利预测与估值

根据公司最新的年报和季报数据，我们预计公司2012-2014年的EPS分别为0.98元、1.28元和1.66元。根据对公司的绝对估值结果，公司股权的合理内在价值为27.54元。根据公司的历史估值和可比公司估值水平，给予公司12年28倍PE的估值，给予中兴目标价27.44元，维持公司买入评级。

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
运营商网络					
销售收入(百万元)	41,990.1	46,522.1	56,843.6	62,339.4	74,429.9
增长率	5.0%	10.8%	22.2%	9.7%	19.4%
毛利率	38.4%	39.2%	39.1%	39.1%	39.3%
终端					
销售收入(百万元)	17,927.4	26,933.5	40,500.0	58,125.0	82,031.3
增长率	37.1%	50.2%	50.4%	43.5%	41.1%
毛利率	20.3%	15.2%	19.0%	20.0%	21.0%
电信软件系统、服务及其					
销售收入(百万元)	10,346.3	12,798.9	16,638.6	21,630.1	25,956.2
增长率	43.3%	23.7%	30.0%	30.0%	20.0%
毛利率	30.5%	29.6%	29.6%	29.6%	29.6%
合计	70,263.9	86,254.5	113,982.2	142,094.6	182,417.3
增长率	16.6%	22.8%	32.1%	24.7%	28.4%
综合毛利率	32.6%	30.3%	30.6%	29.8%	29.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

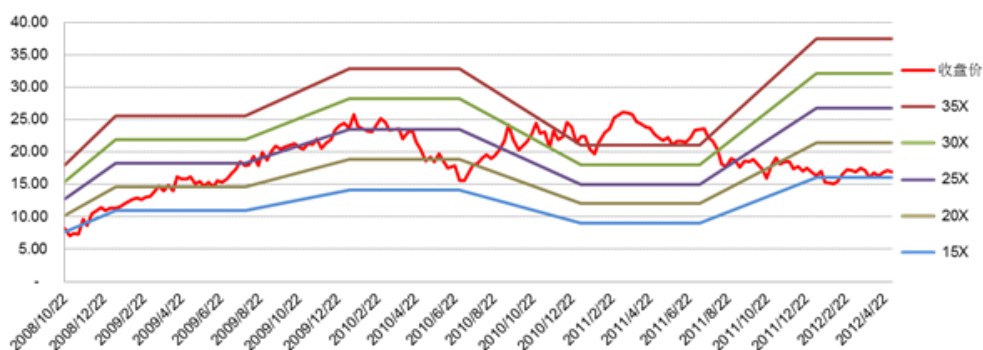
表7：可比公司估值水平

公司	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率			
		2012/5/7	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012
烽火通信	28.74	0.85	1.01	1.33	1.71	31.51	28.23	21.46	16.67
光迅科技	29.20	0.79	0.70	1.00	1.29	34.84	41.83	29.11	22.71
盛路通信	11.66	0.33	0.09	0.21	0.46	34.31	126.67	53.93	25.21
中创信测	9.70	0.28	0.16	0.34	0.52	33.40	61.81	28.43	18.42
三维通信	12.80	0.44	0.47	0.63	0.78	27.73	26.74	20.29	16.28
武汉凡谷	7.94	0.38	0.29	0.34	0.38	19.61	27.09	23.23	20.38

国脉科技	6.25	0.12	0.13	0.21	0.32	50.00	46.63	29.04	19.26
杰赛科技	14.11	0.32	0.45	0.55	0.67	41.47	31.49	25.56	21.23

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 14：中兴通讯 PE Band



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 8：DCF 估值假设

所得税税率 T	14.88%
永续增长率 G_n (%)	3.00%
无风险利率 R_f	3.55%
β 系数	1.02
市场收益率 R_m	11.00%
股权投资成本 (K_e)	11.19%
权益比率 $E/(D+E)$	72.00%
债务利率 r_d	5.00%
WACC	9.25%

资料来源：东方证券研究所

表 9：DCF 估值敏感性分析

		永续增长率 G_n (%)				
	27.54	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC (%)	7.25%	32.74	39.54	49.56	65.74	96.34
	7.75%	28.80	34.34	42.22	54.30	75.18

	8.25%	25.46	30.03	36.34	45.62	60.63
	8.75%	22.58	26.39	31.53	38.83	50.04
	9.25%	20.09	23.30	27.54	33.39	42.01
	9.75%	17.91	20.64	24.17	28.94	35.72
	10.25%	15.99	18.33	21.31	25.25	30.68
	10.75%	14.30	16.31	18.85	22.13	26.56
	11.25%	12.79	14.54	16.71	19.48	23.14

资料来源：东方证券研究所

5. 风险提示

5.1 终端业务毛利率回升低于预期

我们模型中预测的假设是 2012 年终端业务的毛利率水平恢复到 2010 年的 19%。如果中兴通讯的毛利率水平低于预期，即使终端毛利率还维持在 2011 年的水平，我们测算 2012 年的业绩依然有 0.79 元。以此 EPS 推算的估值来看，依然处于历史低位。

5.2 运营商资本开支低于预期

移动的 TD 业务在 2011 年进展缓慢，这跟移动在 2011 年的反腐行动，以及高层的犹豫不无关系。但是，移动的 TD 网络扩容势在必行。中移动换帅（王建国退休，奚国华接任），也消除了高层的不确定性。奚国华是 TD-SCDMA 坚定的支持者，在其工信部任职期间就一直致力于 TD-SCDMA 产业的发展。联通在机遇窗口期的发展，也倒逼联通对 W 网的投资。从运营商的发展策略上来说，资本开支低于预期可能性不大。

5.3 事件风险

一些事件性因素，如专利、海外市场波动等情况，也会对股价产生影响。但是，作为一个全球布局、全产业链布局的多元化经营的设备商，单个产品和单个地区的影响对公司整体业绩的影响非常有限。如果只是由于短期心理性因素影响估值的话，反而会成为非常好的买点。印度市场的波澜、专利诉讼、叙利亚局势等多个因素均对中兴的股价造成过异动，但最后都没有实质性影响。我们再次强调：只有中兴自己的经营战略和真实业绩才是影响股价的关键因素。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	15,383	21,472	17,153	29,177	18,355	营业收入	70,264	86,254	113,982	142,095	182,417
应收账款	19,653	26,474	28,638	35,701	45,832	营业成本	47,335	60,157	79,123	99,683	128,261
预付账款	450	494	650	819	1,054	营业税金及附加	1,149	1,463	2,052	2,558	3,284
存货	12,820	16,063	20,232	25,489	32,797	营业费用	8,755	10,953	14,453	17,051	20,613
其他	17,221	19,975	31,125	38,802	49,813	管理费用	2,410	2,432	3,192	3,979	5,016
流动资产合计	65,528	84,477	97,798	129,989	147,850	财务费用	1,198	2,356	1,539	1,758	2,106
长期股权投资	918	514	522	529	537	资产减值损失	315	947	889	855	1,266
固定资产	6,524	7,004	9,446	12,563	16,556	公允价值变动收益	84	(89)	0	0	0
在建工程	1,147	1,580	2,493	3,445	4,580	投资净收益	497	1,065	170	188	60
无形资产	898	1,201	1,909	2,541	3,121	其他	(7,092)	(8,493)	(11,398)	(14,209)	(18,242)
其他	9,138	10,591	8,943	11,069	14,001	营业利润	2,590	430	1,506	2,190	3,689
非流动资产合计	18,624	20,891	23,313	30,147	38,795	营业外收入	2,002	2,369	2,953	3,607	3,787
资产总计	84,152	105,368	121,111	160,135	186,645	营业外支出	232	163	163	163	163
短期借款	6,578	11,183	3,245	12,000	10,000	利润总额	4,360	2,635	4,296	5,634	7,313
应付账款	15,441	21,543	26,111	32,895	42,326	所得税	884	392	639	838	1,088
其他	26,195	30,749	40,496	50,863	65,401	净利润	3,476	2,243	3,657	4,795	6,225
流动负债合计	48,214	63,475	69,852	95,758	117,727	少数股东损益	226	183	298	391	508
长期借款	1,719	6,941	12,162	14,350	16,722	归属于母公司净利润	3,250	2,060	3,359	4,404	5,718
应付债券	3,756	3,884	3,884	10,257	6,646	每股收益(元)	0.94	0.60	0.98	1.28	1.66
其他	5,501	4,780	4,515	4,874	5,233						
非流动负债合计	10,976	15,605	20,561	29,481	28,601	主要财务比率					
负债合计	59,190	79,079	90,413	125,240	146,328		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	1,868	2,057	2,355	2,746	3,254	成长能力					
股本	2,867	3,440	3,440	3,440	3,440	营业收入	16.6%	22.8%	32.1%	24.7%	28.4%
资本公积	9,071	8,540	8,540	8,540	8,540	营业利润	25.5%	-83.4%	250.7%	45.3%	68.5%
留存收益	10,760	12,134	15,493	19,028	23,605	归属于母公司净利润	32.2%	-36.6%	63.0%	31.1%	29.8%
其他	396	118	870	1,142	1,478	获利能力					
股东权益合计	24,962	26,289	30,698	34,896	40,317	毛利率	32.6%	30.3%	30.6%	29.8%	29.7%
负债和股东权益	84,152	105,368	121,111	160,135	186,645	净利率	4.6%	2.4%	2.9%	3.1%	3.1%
						ROE	16.3%	8.7%	12.8%	14.6%	16.5%
						ROIC	8.7%	5.4%	5.2%	5.4%	6.7%
						偿债能力					
						资产负债率	70.3%	75.1%	74.7%	78.2%	78.4%
						净负债率	0.0%	4.7%	9.9%	24.6%	40.9%
						流动比率	1.36	1.33	1.40	1.36	1.26
						速动比率	1.09	1.08	1.09	1.08	0.96
						营运能力					
						应收账款周转率	3.8	3.7	3.9	4.0	4.0
						存货周转率	4.1	4.2	4.2	4.1	4.2
						总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	0.94	0.60	0.98	1.28	1.66
						每股经营现金流	0.27	-0.53	1.72	1.38	1.63
						每股净资产	6.71	7.04	8.24	9.35	10.77
						估值比率					
						市盈率	18.5	29.2	17.9	13.7	10.5
						市净率	2.6	2.5	2.1	1.9	1.6
						EV/EBITDA	15.2	20.5	16.9	12.4	8.5
						EV/EBIT	18.5	25.2	23.0	17.8	12.1

资料来源：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

本研究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授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究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，本公司可发出与本研究报告所载资料、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研究报告之外，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，本研究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。客户应考虑本研究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。本研究报告所载的资料、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。

本研究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研究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。

本研究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，所有研究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、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、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。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，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、删节或修改

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