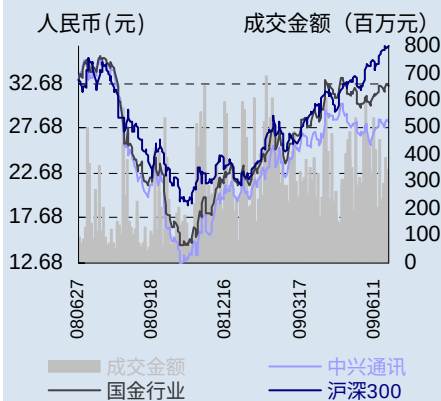


2009 年 06 月 27 日

 市价(人民币): 28.35元
 目标(人民币): 34.74-41.69元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 1,454.85
 流通港股(百万股) 291.47
 总市值(百万元) 49,508.44
 年内股价最高最低(元) 35.47/12.68
 沪深 300 指数 3128.42
 深证成指 11413.17


相关报告

- 1 《全年收入将超预期,费用率持续改善》, 2009.4.23
- 2 《业绩符合预期,现金流改善超预期》, 2009.3.20
- 3 《业绩驱动因素: 09 年收入增长、2010 年成本挖掘》, 2009.2.13

陈运红

 (8621)61038242
 chenylh@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中兴通讯 (000063.SZ)

——09 年亮点在中国, 2010 年亮点在新兴市场

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.841	1.305	1.236	1.390	1.830	2.275
净利润增长率	-32.40%	55.09%	32.59%	46.19%	31.66%	24.30%
先前预期每股收益(元)				1.409	1.825	2.190
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.296	1.572	1.915
市盈率(倍)	46.47	48.81	22.01	20.60	15.65	12.59
行业优化市盈率(倍)	49.98	64.77	36.06	36.06	36.06	36.06
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
股息率	0.38%	0.39%	1.10%	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G(倍)	N/A	0.89	0.68	0.45	0.49	0.52
净资产收益率	7.56%	10.32%	11.65%	14.96%	16.45%	16.97%
每股净资产(元)	11.13	12.65	10.61	9.29	11.12	13.40
市净率(倍)	3.51	5.04	2.56	3.08	2.57	2.14
每股经营性现金流(元)	-1.61	0.09	2.72	0.55	2.63	3.58
已上市流通A股(百万股)	488.39	488.39	1,119.12	1,454.85	1,454.85	1,119.12
总股本(百万股)	959.52	959.52	1,343.33	1,746.33	1,746.33	1,746.33

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 危机见底的预期日益强烈, 新兴市场电信投资将率先反弹, 中兴海外市场下半年将重回升势。
 - ◆ 市场对于金融危机见底的预期日益强烈, 国际资本重新流入部分基本面稳健的新兴市场如南美和亚非国家, 而东欧和中亚国家外债负担较重, 违约风险依然高企, 并不被外围资金看好。
 - ◆ 1H09 中兴海外业务增速预计为 4.1%, 2H09 海外收入增速预计为 18.6%, 09 年下半年海外增长主要动力来自于经济率先复苏或资源出口型新兴市场如巴西、印度、俄罗斯以及非洲石油产国如阿尔及利亚、埃塞俄比亚、利比亚、尼日利亚等。
- 中兴的国际综合竞争力连续 3 年持续提升, 09 年-10 年中兴有望成为全球电信市场最具成长潜力的公司。
 - ◆ 09 年中兴占全球电信设备及终端市场份额预计为 3.0% (08 年 2.25%、07 年 1.59%) : 2009 年全球电信设备及终端主要厂商合计收入预计为 2848 亿美元, 较 08 年下滑-1.24%。然而, 2009 年中兴收入预计为 85 亿美金, 逆势增长 30%以上。
 - ◆ 2009 年中兴无线系统占全球份额由 08 年 6%将提升到 09 年的 9.3%。2009 年全球电信市场增长的亮点在中国的 3G 投资, 而中兴在

国内 3G 份额总体最大，TD 份额 35%、CDMA 份额 40%、WCDMA 21%。

- 从企业生命周期看，09 年-11 年中兴正处于上升阶段的盛年期，2012 年将进入成熟期。未来 3 年公司仍具广阔的成长空间，区域发展空间看欧洲和美洲发达市场的有效突破，业务空间看 WCDMA、数据通信和固网等市场份额提升。
 - ◆ 从固网全球份额看，08 年中兴固网份额约 3.46%，09 年预计为 4.4%；从数据与光通信份额看，08 年公司占全球份额为 2.9%，09 年份额预计为 3.40%，份额增长动力来自于亚洲和中东非洲等新兴市场需求拉动。
 - ◆ 从区域分布特征看，09 年中兴无线系统占欧洲份额预计为 1.2%、北美仅为 0.32%；09 年中兴数据与光通信占欧洲份额预计为 0.23%，而北美份额 0.14%。
- 2009 年公司增长亮点在于国内 3G 系统投资和 3G 终端的爆发性增长，2010 年主要增长动力来自于新兴市场的恢复性增长，2011 年公司的可持续增长关键看欧美发达市场的有效突破。
 - ◆ 2009 年，中兴业务收入预计为 576 亿元(增速 30.1%)，EPS 预计为 1.39 元(增速 46.2%)；2010 年，收入预计为 686 亿元(增速 19%)，EPS 预计为 1.83 元，同比增速 31.7%。
- 建议买入，目标价 34.75 元-41.7 元，超预期看欧美发达市场的突破
 - ◆ 中兴 A 股：09 年动态 PE 估值区间为 25-30 倍，对应价格区间为 34.75 元-41.7 元，维持买入。
 - ◆ 中兴 H 股：我们给予公司 09 年动态 PE 估值区间为 20-25 倍，对应 H 股价格为 31.13 港币-38.92 港币，维持买入。

图表1：2008 年中兴区域收入占全球区域比例

中兴08全球区域占比	无线通信系统	固网	数据/光通信
亚洲	9.54%	8.05%	6.52%
欧洲	1.03%	1.85%	0.15%
中东和非洲	16.75%	8.04%	4.52%
北美	0.24%	0.04%	0.10%
拉美	0.99%	2.91%	2.34%
中兴占全球份额	5.97%	3.46%	2.93%

来源：国金证券研究所

图表2：2009 年中兴区域收入占全球区域比例

中兴09全球区域占比	无线通信系统	固网	数据/光通信
亚洲	17.84%	8.82%	7.76%
欧洲	1.20%	2.79%	0.23%
中东和非洲	18.45%	10.94%	5.59%
北美	0.32%	0.06%	0.14%
拉美	1.55%	3.80%	3.24%
中兴占全球份额	9.28%	4.42%	3.40%

图表3：08-11 年中兴业务收入占全球比例

中兴全球占比	2008	2009E	2010E	2011E
无线通信系统	6.0%	9.3%	9.1%	10.2%
固网	3.5%	4.4%	5.0%	5.5%
数据与光通信	2.9%	3.3%	4.0%	4.6%

来源：国金证券研究所

图表4：08-11 年华为业务收入占全球比例

华为全球占比	2008	2009E	2010E	2011E
无线通信系统	10.5%	13.5%	15.0%	16.9%
固网	10.1%	13.0%	14.9%	15.3%
数据与光通信	7.4%	8.9%	10.3%	11.1%

图表5：国际运营商估值水平

代码		股价 (2009-6-15)	货币	EPS		PE		BPS		PB		ROE(%)	
				09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
爱立信	ERICB SS Equity	9.38	USD	0.54	0.56	16.07	17.10	5.06	6.05	1.72	1.58	9.91	8.18
诺基亚	NOK1V FH Equity	15.51	USD	1.69	0.86	8.50	18.19	5.07	5.64	2.83	2.77	31.62	14.32
COSCO	cscos us Equity	19.91	USD	1.54	1.32	12.90	15.12	5.84	6.54	3.41	3.04	26.48	19.21
TELSONICS	066570 KS Equity	97.07	USD	4.89	5.48	18.31	17.88	37.39	44.51	2.39	2.19	12.67	12.10
SAMSUNG	005930 KS Equity	458.00	USD	26.03	22.32	16.25	20.65	253.53	297.93	1.67	1.55	10.63	7.65
TELER NETWORK	JNPR US Equity	23.87	USD	1.18	0.77	20.28	31.08	10.76	11.32	2.22	2.11	11.61	7.02

来源：国金证券研究所

图表6：估值比较：价值投资+补涨，建议买入中兴通讯

更新:2009-06-24		EPS		PE		BVPS		PB		今年来股价表现	
公司简称	股价	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	年初股价	涨幅
中兴A股	28.18	1.39	1.83	20.28	15.40	9.29	11.12	3.03	2.53	21.10	33.55%
中兴H股	27.45	1.39	1.83	17.64	13.39	9.29	11.12	2.64	2.15	16.27	119.34%
武汉凡谷	16.26	0.73	1.03	22.32	15.73	4.13	5.17	3.93	3.15	17.45	21.13%
烽火通信	15.76	0.58	0.77	27.10	20.38	6.39	6.93	2.47	2.27	10.89	44.72%
亿阳信通	12.40	0.49	0.59	25.31	21.09	4.41	5.00	2.81	2.48	8.64	43.52%
华胜天成	13.44	0.61	0.66	21.90	20.42	4.07	4.73	3.30	2.84	10.74	37.65%
三维通信	16.00	0.61	0.68	26.19	23.38	3.60	4.28	4.44	3.73	11.93	34.12%
中创信测	14.43	0.58	0.64	24.88	22.62	3.07	3.71	4.70	3.89	12.05	19.75%
亨通光电	19.90	0.83	1.03	24.08	19.26	7.58	8.61	2.63	2.31	10.24	94.34%
中天科技	16.70	0.68	0.80	24.65	20.94	3.65	4.43	4.58	3.77	9.49	75.97%
上证A股	2922.00									1800.27	62.31%

来源：国金证券研究所

内容目录

海外市场企稳，出口有望恢复性增长	6
领先指标显示经济企稳，资金回流新兴市场	6
全球电信业资本开支有望回升	8
中期人民币兑欧元贬值带来一定竞争优势	9
华为中兴将率先受益	10
全球电信设备业经营状况与中兴比较分析	11
全球电信设备商综合竞争力：2006-2011 年中兴综合竞争力将持续提升 ...	11
经营规模与增速：09 年全球电信设备收入下降，而中兴预计增长 30%	11
盈利能力：全球电信设备业整体盈利能力持续下滑，中兴持续高涨	11
区域特征：未来 2 年热点仍在新兴市场，中兴受益；长期看，发达市场仍是中兴保持可持续发展的战略要地。	12
业务需求结构特征：中兴在固网和数据通信的短腿现象非常明显	13
业绩预期及投资建议	14
公司业绩预测	14
投资建议	15
附录：参考资料	16
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：2008 年中兴区域收入占全球区域比例	2
图表 2：2009 年中兴区域收入占全球区域比例	2
图表 3：08-11 年中兴业务收入占全球比例	2

图表 4：08-11 年华为业务收入占全球比例	2
图表 5：估值比较：价值投资+补涨，建议买入中兴通讯	3
图表 6：OECD 合成领先指标	6
图表 7：美国消费者信心指数明显回升	6
图表 8：美国 ISM 的 PMI 指数	6
图表 9：欧元区 PMI 指数	6
图表 10：TED 利差缩小显示风险衡量转向	7
图表 11：新兴市场货币兑美元汇率走势	7
图表 12：新兴市场国家外汇储备环比增速	7
图表 13：新兴市场国家 FDI 资金流入（百万美元）	7
图表 14：新兴国家出口增速	8
图表 15：巴西出口受中国需求带动（百万美元）	8
图表 16：全球 GDP 增速与全球 100 强运营商收入增速相关性	8
图表 17：运营收入增速决定了资本开支的增速与趋势	8
图表 18：主要运营商 08 年业绩保持增长	9
图表 19：资本开支与收入比例保持稳定	9
图表 20：人民币有效汇率与出口增速	10
图表 21：人民币兑欧元汇率与对欧盟出口增速	10
图表 22：市场汇率预测均值	10
图表 23：全球电信设备商综合竞争力比较分析	11
图表 24：02-10 年全球电信设备及终端市场收入及增速	11
图表 25：中兴业务收入及增速分析与预测	11
图表 26：02-08 年全球电信设备市场整体赢利能力	12
图表 27：中兴赢利能力分析与预测	12
图表 28：全球电信市场区域分布分布特征	12
图表 29：中兴收入区域结构分析	12
图表 30：金砖四国占新兴市场占比分析	13
图表 31：资本支出占比：09/Q1 中国占比 65%	13
图表 32：全球电信设备业务结构占比（08-12 年平均）	13
图表 33：05-11 年中兴业务结构分布分析与预测	13
图表 34：2008 年中兴区域收入占全球区域比例	13
图表 35：2009 年中兴区域收入占全球区域比例	13
图表 36：08-11 年中兴业务收入占全球比例	14
图表 37：08-11 年华为业务收入占全球比例	14
图表 38：中兴境内外收入结构分析与预测（亿元）	14
图表 39：中兴境内外收入占比分析与预测（半年统计）	14
图表 40：中兴境外半年收入及增速预测	14
图表 41：中兴在非洲市场的战略布局	15
图表 42：中兴海外市场区域分布	15

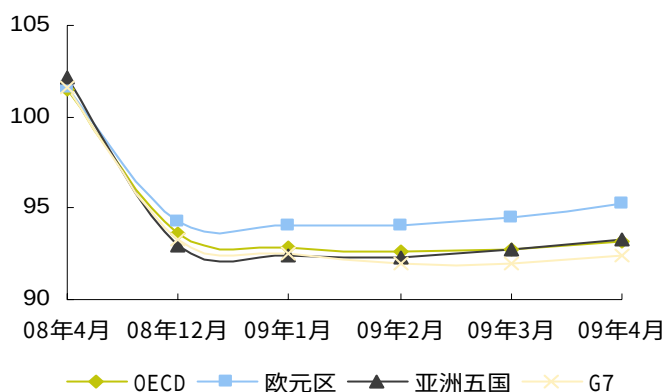
图表 43：中兴通讯未来收入分析与预测（元）	15
图表 44：中兴通讯未来 EPS 分析与预测（元）	15
图表 45：估值比较：价值投资+补涨，建议买入中兴通讯	15
图表 46：2007 年全球各区域移动用户渗透率	16
图表 47：2007 年全球各区域宽带用户渗透率	16
图表 48：2007 年非洲各国移动用户渗透率	16
图表 49：2007 年亚洲各国移动用户渗透率	16
图表 50：新兴市场占全球市场比例	16
图表 51：收入占比：09/Q1 中国占比 42%	16
图表 52：收入增速	17
图表 53：资本开支增速	17
图表 54：俄罗斯电信行业盈利能力分析	17
图表 55：俄罗斯电信行业成长能力	17
图表 56：巴西电信行业盈利能力分析	17
图表 57：巴西电信行业成长能力	17
图表 58：印度电信行业盈利能力分析	18
图表 59：印度电信行业成长能力	18
图表 60：总资产收益率比较	18
图表 61：资产负债比	18
图表 62：SG&A 占收入比例比较分析	18
图表 63：全球电信设备业各项指标比较分析	18
图表 64：全球电信设备业季度总负债/总资产比率	19
图表 65：全球电信设备业各项指标比较分析	19
图表 66：中兴通讯业务收入及业务盈利预测(百万元)	20

海外市场企稳，出口有望恢复性增长

领先指标显示经济企稳，资金回流新兴市场

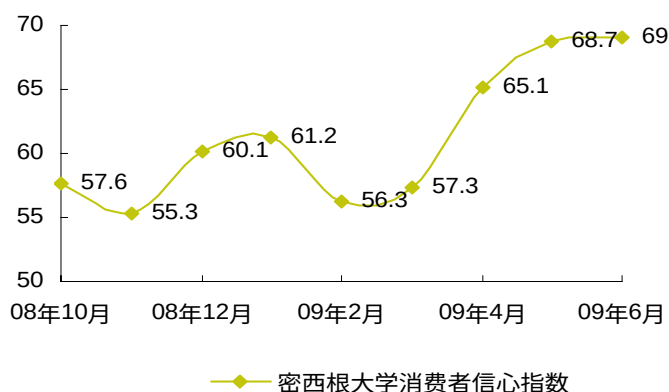
- 为应对全球金融危机，各国政府纷纷采取宽松的货币和积极的财政政策。近期在中国经济刺激政策奏效的同时，外部经济环境也有所好转。主要发达市场公布的一些领先指标均显示了一定向好，市场对于经济危机见底的预期日益强烈。
- ◆ 6月8日 OECD 公布合成领先指标，经过近三个月的低谷之后，4月指数有所上升，显示全球经济有望触底。其中，OECD 领先指标从 92.7 上升到 93.2，欧元区从 94.5 上升到 95.3，亚洲五国（中国、印度、印尼、日本、韩国）由 92.7 上升至 93.3。
- ◆ 美国方面，最坏的时候可能已经过去。一季度美国 GDP 同比下降 2.62%，但环比降幅收窄。而零售额数据也逐步稳定，6月12日公布的消费者信心指数，也从2月的 56.3 一路上扬至6月的 69。非农就业人数下降 34.5 万人，降幅收窄，约为前六个月平均值的一半，申请失业救济人数也是近年来首次下降。更重要的是，新屋销售情况连续 3 个月反弹，新屋销售周期也下降到 10.1 个月，显示信贷危机的核心房地产市场出现好转信号。

图表7：OECD 合成领先指标

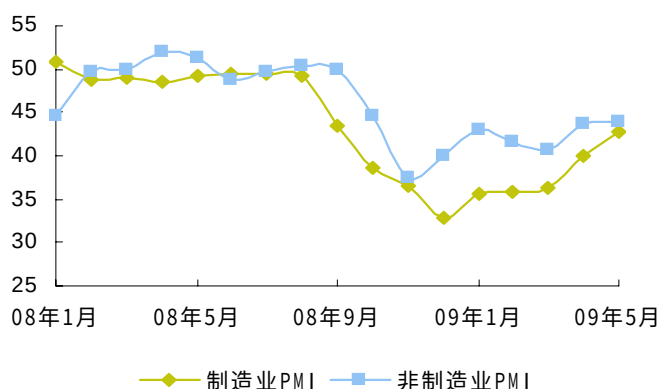


来源：OECD, Bloomberg, 国金证券研究所

图表8：美国消费者信心指数明显回升

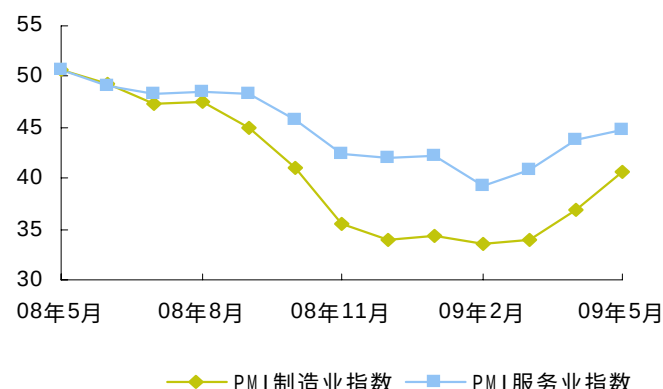


图表9：美国ISM的PMI指数



来源：CEIC, 国金证券研究所

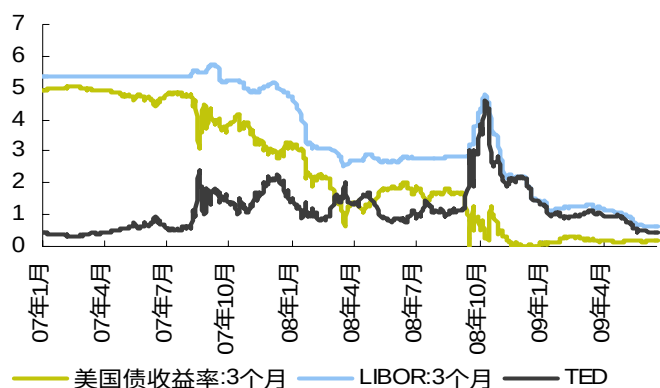
图表10：欧元区PMI指数



- 各国央行采取的量化措施，导致全球流动性充裕，配合领先指标的反弹，使得全球投资者的风险意识有所改变，并开始重新衡量新兴市场的风险与回报。从去年10月开始的新兴市场资金外流现象逐渐转向，国际资本重新流入部分基本面稳健的新兴市场如南美和亚非国家。而东欧和中亚国家外债负担较重，违约风险依然高企，并不被外围资金看好。

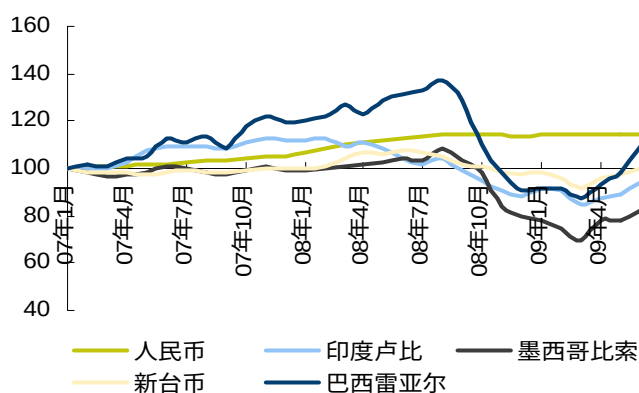
- ◆ 资金的回流主要集中于南美和亚非国家，一方面因为这些国家的外汇储备和财政状况较为强劲。更重要的是这些地区具有资源或制造的优势，在发达市场需求不振的情况下，通过新兴市场内部的循环，出口普遍企稳反弹，从而带动国内生产和消费的恢复。如 4 月份巴西出口增速较最低点回升 12.7 个百分点，阿根廷回升 11.6，南非回升 9.6，韩国回升 15，马来西亚回升 20 个百分点。
- ◆ 在这个新兴市场国家间的小贸易循环中，中国的经济复苏发挥了最重要的作用。以巴西为例，在危机之前，其出口到中国占其总出口额仅为 4-8%左右，而在危机发生之后，这一比例逐渐超过 10%，近期更是接近 20%，中国已经成为巴西最大的贸易伙伴。
- ◆ 另一方面由于发达国家在货币政策上采取量化措施，这些新兴国家的利率相对较高。高利率+升值的双重动力，进一步加速了资金的流入。在这样的情况下，多数亚洲和南美货币今年 2、3 月以来开始持续升值，几乎回复危机前的水平。

图表11：TED 利差缩小显示风险衡量转向

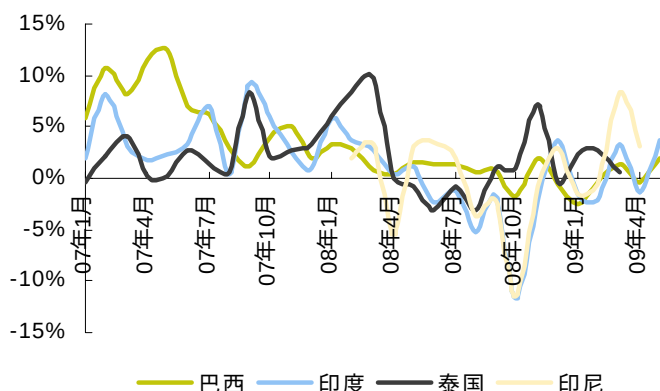


来源：CEIC，国金证券研究所

图表12：新兴市场货币兑美元汇率走势

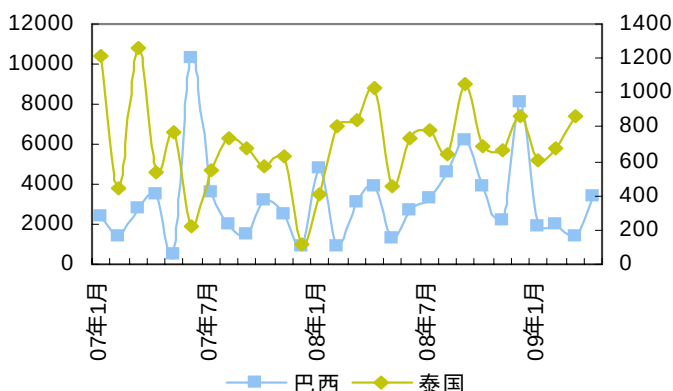


图表13：新兴市场国家外汇储备环比增速

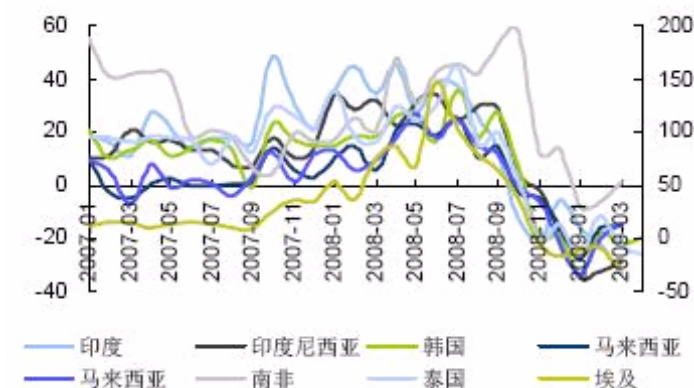


来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表14：新兴市场国家 FDI 资金流入（百万美元）

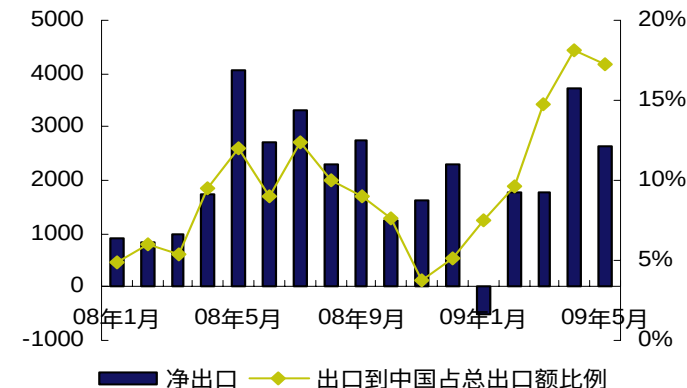


图表15：新兴国家出口增速



来源：CEIC，国金证券研究所

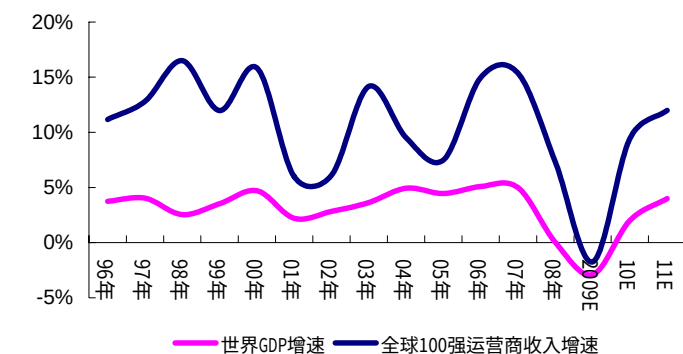
图表16：巴西出口受中国需求带动（百万美元）



全球电信业资本开支有望回升

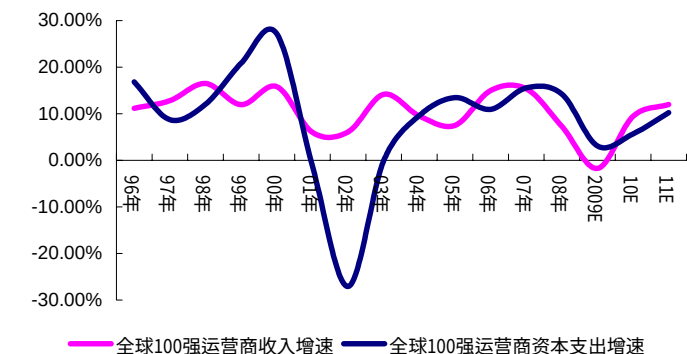
- 运营商的资本开支是一种相对刚性的需求，我们预期经过短暂的低潮之后，外部资金的流入，以及运营商之间激烈的竞争，将促使全球设备需求量在今年下半年重新回升。
- ◆ 从历史数据来看，运营商的资本开支相对稳定。金融危机推迟运营商对于网络投资和升级的过程，延长电信设备投资周期，但是改变不了电信业务发展的阶段历程和需求特征。
- ◆ 许多新兴市场长期以来都是依靠外资进行大规模的基础建设，很多新兴市场的运营商是外资参股或控股，今年以来的国际市场资金回流，对于这些地区电信业的资本开支，无疑是一个积极的推动因素。
- ◆ 从历史数据来看，运营商的资本开支相对稳定。金融危机推迟运营商对于网络投资和升级的过程，延长电信设备投资周期，但是改变不了电信业务发展的阶段历程和需求特征。从更长的周期来看，设备需求量总体没有太大变化，只是存在阶段性波动。具体分析请参见我们之前的报告《中兴华为国际化市场分析》。
- ◆ 研究机构 Infonetics 的最新报告显示，虽然 09 年一季度运营态度谨慎，大幅压缩某些领域资本开支，但另一方面，运营商的电信收入持续反弹，资产负债表非常健康，自由现金流充裕，再考虑到行业竞争的因素，其预测全球电信资本支出将在 09 年下半年反弹。

图表17：全球 GDP 增速与全球 100 强运营商收入增速相关性

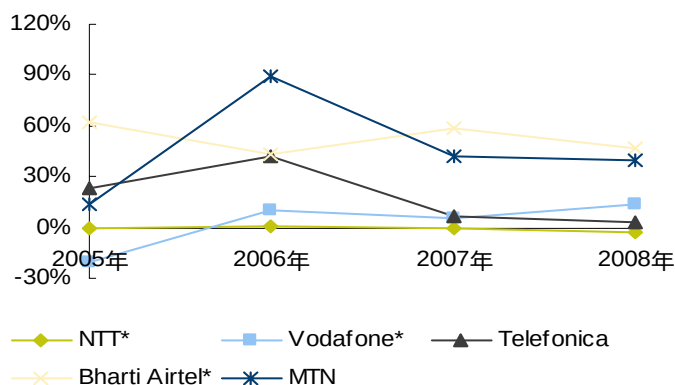


来源 Bloomberg（以美元计算），IMF，国金证券研究所

图表18：运营收入增速决定了资本开支的增速与趋势

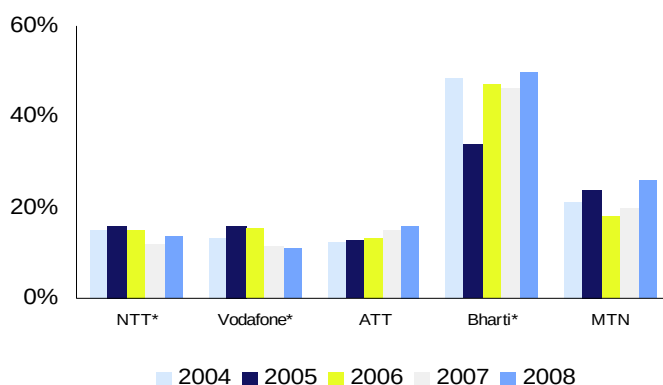


图表19：主要运营商08年业绩保持增长



来源：* 财年至次年3月31日；CEIC，国金证券研究所

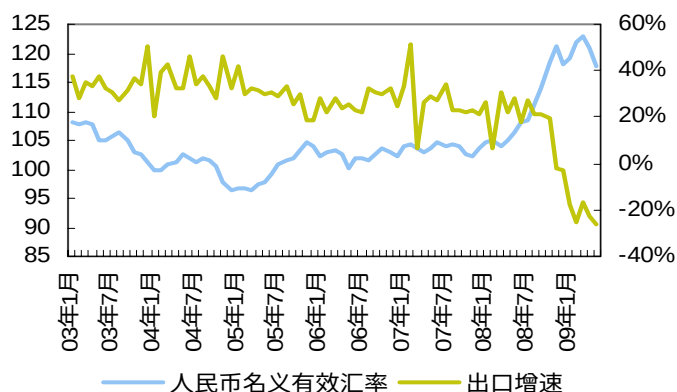
图表20：资本开支与收入比例保持稳定



中期人民币兑欧元贬值带来一定竞争优势

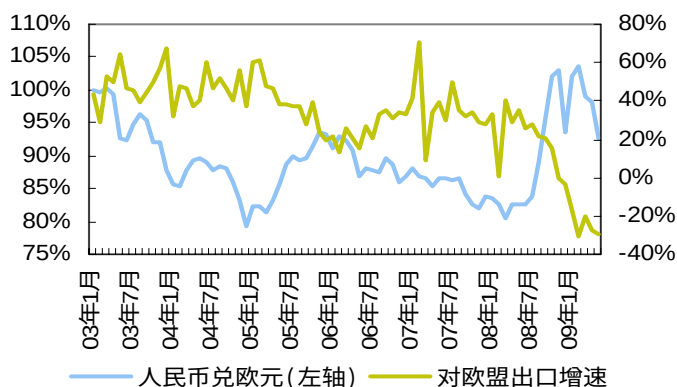
- 由于美国政府的量化宽松货币政策的力度引发的长期通胀和货币贬值的忧虑，以及投资者风险偏好的转变，中期美元相对弱势，欧元仍有上行空间。而人民币是有管理的浮动汇率制，在一定程度上瞄准美元缓慢升值。所以我们估计中期人民币相对欧元将呈贬值趋势，这将加大中兴华为在与欧洲厂商的竞争中的相对成本优势，带来一定竞争力的提升，对中兴华为的海外市场开拓是一个利好。
- ◆ 中期来看，由于美联储的降息力度大，加之量化宽松政策影响，所谓惩罚印钞票的国家就是指美元弱势，目前对于通胀的担忧在新近公布的数据影响下有所缓解。预计美联储和欧洲央行都将维持利率现行水平至09年底。另一方面，由于欧洲各国比如德国企业信心指数好于预期，市场对于欧元区经济见底期望提高，股市上扬提振了投资人的风险承受能力，因此，中期美元相对弱势，欧元或有上行空间。市场的看法欧元兑美元到10年上半年将达到1.40-1.42。
- ◆ 但由于危机中欧元区政策力度不足，实际经济数据迟迟不见好转，市场普遍预测美国会率先复苏，所以长期来说欧元将呈现弱势。现在市场的汇率预测是从10年下半年开始贬值，之后几年持续下跌。除此之外，美元的储备地位不会被轻易替代也是原因之一。
- ◆ 从历史数据来看，人民币汇率与出口增速呈现反向关系，如人民币中期盯紧美元，人民币兑欧元以及其他货币将很可能贬值，导致人民币有效汇率的下跌。中兴华为不仅在本币成本结算上获得相对优势，而且在以欧元结算的市场，回款将带来更多人民币收入。
- 中国经济的基本面，以及人民币国际化的战略方向，人民币相对世界主要货币都将呈现长期稳定升值的局面，这将为中国的出口企业带来一定压力。但我们有信心认为，中兴华为能够通过积极的技术进步、服务升级应对人民币长期升值带来的压力。

图表21：人民币有效汇率与出口增速



来源：CEIC，国金证券研究所

图表22：人民币兑欧元汇率与对欧盟出口增速



图表23：市场汇率预测均值

		短期预测				年底预测			
		09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	2010	2011	2012	2013
欧元	EURUSD	1.37	1.40	1.40	1.42	1.38	1.39	1.37	1.35
日元	USDJPY	98	99	100	103	104	105	109	114
	EURJPY	134	135	137	140	142	143	146	163
英镑	GBPUSD	1.57	1.61	1.61	1.68	1.67	1.73	1.76	1.87
	EURGBP	0.86	0.85	0.85	0.84	0.80	0.78	0.75	0.76
加元	USDCAD	1.14	1.13	1.12	1.10	1.11	1.13	1.12	1.03
人民币	USDCNY	6.82	6.81	6.75	6.70	6.63	6.54	6.56	
	EURCNY	9.34	9.53	9.45	9.51	9.15	9.09	8.99	
	CNYJPY	14.37	14.54	14.81	15.37	15.69	16.06	16.62	

来源：Bloomberg，国金证券研究所

华为中兴将率先受益

- 国内 3G 建设这两年处于高峰期，这不仅支撑中兴华为等国内通信设备厂商在国际市场低迷时期业绩保持高速增长，同时也提高了公司在国际市场上的竞争实力，有望在全球电信市场投资回暖时率先受益。
- 国际设备厂商业绩大幅下降，阿尔卡特朗讯一季度收入 36 亿欧元，同比下降 6.9%，亏损 4.02 亿欧元，已经是其连续 9 个季度亏损，并计划 09 年裁员 1.65 万人。爱立信一季度业绩利润下滑 35%，诺西一季度收入下降 12%至 30 亿欧元，亏损 1.22 亿。此外人民币相对欧元的贬值也将带来一定竞争优势。
- 而中兴华为在保持原有成本优势和快速反应能力的同时，其买方信贷服务能力进一步得到加强，在这方面中兴华为与其竞争对手在买方信贷方面的一进一退，成为其获取更大海外市场份额的一件利器。以中兴为例，其先后从进出口银行和中国银行分别为 100 亿美元和 200 亿人民币的授信额度，用于开拓海外市场。
- 实际上二季度以来，中兴通讯先后拿下香港 CSL、印尼 Telkomsel、越南 Viettel 等运营商的网络项目，华为也在意大利和越南签下新项目，海外市场尤其是新兴市场呈现出明显的回升趋势。

全球电信设备业经营状况与中兴比较分析

全球电信设备商综合竞争力：2006-2011 年中兴综合竞争力将持续提升

- 全球电信设备商综合竞争力排名，08 年中兴位居第六（07 年第七、06 年第八），09 年中兴国内市场的卓越表现将进一步提升国际综合竞争力。
 - ◆ 以美元计算，2008 年，中兴的销售增长率为 42.04%（07 年为 56.99%）、净利润增长率为 47.87%（07 年为 71.09%）、净利率为 3.75%（07 年为 3.84%），占全球电信设备及终端市场份额为 2.25%（07 年为 1.59%）。
 - ◆ 2008 年全球电信设备商综合竞争力前五位分别为思科（07 年第二）、诺基亚（07 年第一）、爱立信（07 年第三）、华为（07 年第四）、三星（07 年第五）。

图表24：全球电信设备商综合竞争力比较分析

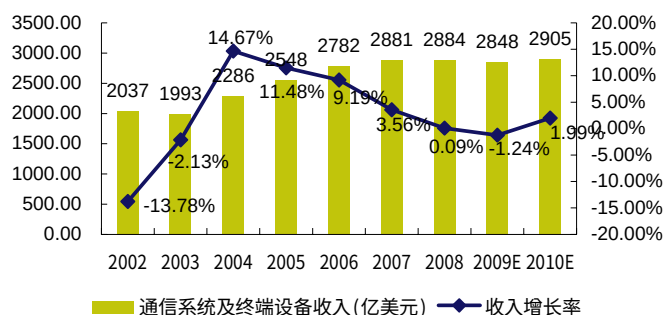
公司名称	销售增长率			净利润增长率			净利率			收入市场份额		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006
nokia	1.03%	35.40%	21.49%	-43.69%	82.47%	20.29%	7.86%	14.11%	10.47%	24.48%	24.25%	18.54%
alcatel-lucent	-2.89%	57.97%	10.59%	-53.82%	-2079.75%	-119.12%	-9.40%	-19.77%	-1.43%	8.20%	8.45%	5.54%
三星	-0.42%	10.27%	4.00%	-18.55%	25.35%	1.84%	8.87%	10.84%	9.28%	7.34%	7.38%	6.93%
motorola	-17.68%	-14.53%	21.60%	-6018.37%	-101.34%	-20.03%	-7.93%	-0.13%	8.54%	10.45%	12.71%	15.40%
nec	-5.28%	1.17%	-8.05%	-30.00%	-7.47%	-155.12%	1.82%	2.46%	-0.23%	10.40%	10.99%	3.39%
ericsson	-4.53%	15.29%	18.64%	-36.14%	-9.21%	9.38%	5.58%	11.63%	14.77%	9.20%	9.64%	11.25%
nortel	-4.81%	-4.12%	8.65%	505.96%	-3517.86%	-101.07%	-55.65%	-8.74%	0.25%	3.61%	3.80%	8.66%
思科	13.22%	22.60%	14.69%	9.80%	31.42%	-4.77%	20.36%	21.00%	29.63%	13.71%	12.12%	4.10%
中兴	42.04%	56.99%	16.34%	47.87%	71.09%	-26.49%	3.75%	3.84%	3.51%	2.25%	1.59%	1.05%
华为	45.94%	47.70%	59.43%	70.62%	31.64%	8.91%	6.27%	5.37%	4.86%	6.36%	4.36%	3.06%

来源：统计各通信设备公司年报及业绩预告、国金证券研究所，备注市场份额包含系统设备及终端收入，另外以美元计算

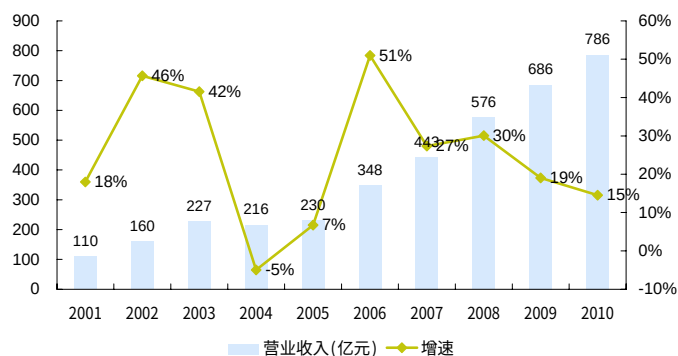
经营规模与增速：09 年全球电信设备收入下降，而中兴预计增长 30%

- 综合统计诺基亚、西门子、阿尔卡特、三星、摩托罗拉、朗讯、NEC、爱立信、北电、思科、中兴、华为等公司年报及业绩预告，2008 年全球电信设备及终端主要厂商合计市场规模为 2884 亿美元，较 2007 年同比增长 0.09%；2009 年市场规模预计为 2848 亿美元，预计下滑-1.24%，而 2010 年预计增长 1.99%。
- 2009 年中兴通讯收入预计为人民币 576 亿元，同比增长 30%，2010-2011 年收入预计分别为人民币 686、786 亿元，增速为 19%、15%。

图表25：02-10 年全球电信设备及终端市场收入及增速



图表26：中兴业务收入及增速分析与预测



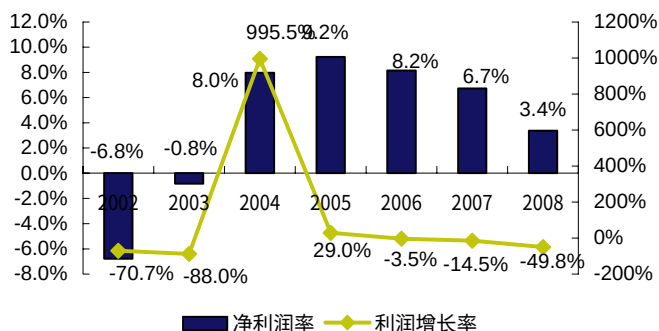
来源：综合统计诺基亚、西门子、阿尔卡特、三星、摩托罗拉、朗讯、NEC、爱立信、北电、思科、中兴、华为等公司年报及业绩预告，国金证券研究所整理

盈利能力：全球电信设备业整体盈利能力持续下滑，中兴持续高涨

- 2008 年，全球电信设备业务净利率为 3.4%，较 2007 年 6.7%下降了 3.3%，利润总额持续负增长，08 年增速为-49.8%；
- 2008-2011 年中兴通讯净利率预计分别为 3.7%、4.2%、4.7%和 5.1%，利润增长率分别为 33%、46%(预计)、32%(预计) 和 24%(预计)，

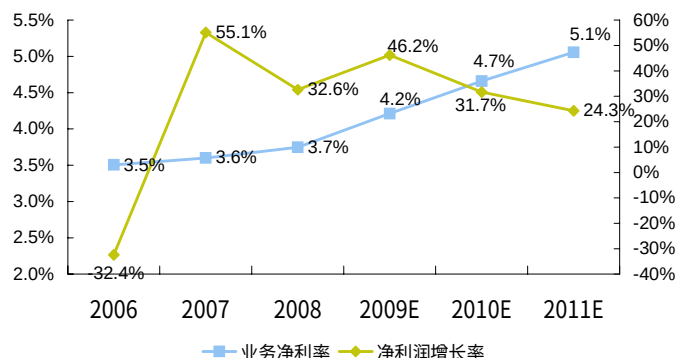
09 年业绩增长主要动力来自与规模增长，而 2010 年-2011 年公司业绩改善的关键取决于公司效率提升和内在成本挖掘。

图表27：02-08 年全球电信设备市场整体赢利能力



来源：bloomberg，国金证券研究所

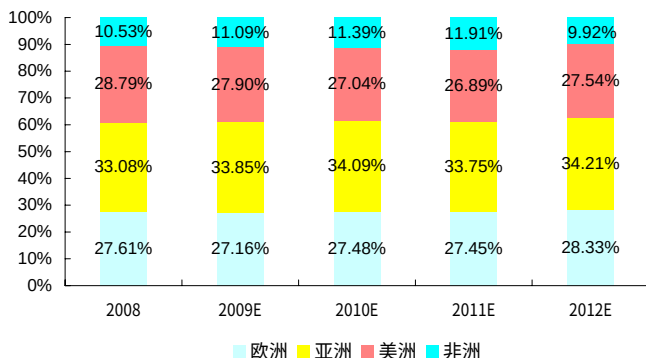
图表28：中兴赢利能力分析预测



区域特征：未来 2 年热点仍在新兴市场，中兴受益；长期看，发达市场仍是中兴保持可持续发展的战略要地。

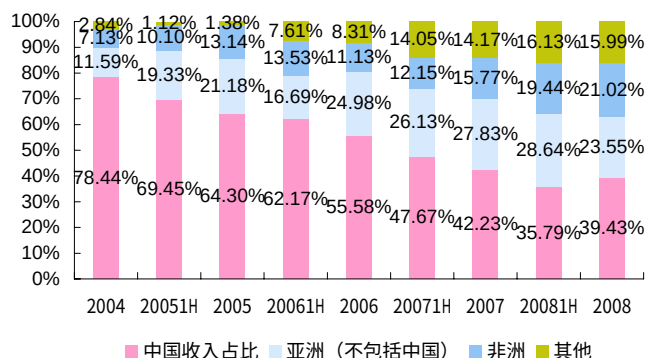
- 2009 年，全球电信市场增速最快的区域为中东非洲和亚太市场，区域市场份额逐年攀升；而新兴市场的亮点在中国的 3G 投资，而中兴在国内 3G 份额总体最大，TD 份额 35%、CDMA 2000 份额 40%、WCDMA 份额 21%，国内 3G 投资的爆发性增长和中兴在国内的卓越表现，缔造了 09 年中兴成为全球电信市场最具成长力的公司。
- ◆ 2008 年中东非洲、亚太区域占全球市场比例分别为 10.53%和 33.08%，2009 年分别预计为 11.09%和 33.85%，我们预计，未来 3 年亚太及中东非洲等新兴市场份额仍将保持增长态势。
- ◆ 2008 年中兴年报显示，公司国内业务收入占比为 39.43%，亚太、非洲以及欧美市场收入占比分别为 23.55%、21.02%和 15.99%。2009 年由于国内市场的爆发性需求和海外市场受金融危机影响出现需求放缓，中兴境内外收入占比接近对半。
- 从长期看，随着新兴市场移动普及率的快速提升，电信设备需求增速将逐步回落至低点，而欧洲美洲等发达市场的设备更新和网络升级必将带来增量需求，发达市场区域占比预计在 2011 年后将出现回升；由此可见，中兴通讯要保持可持续性增长，未来 2 年内在发达市场的实质性突破显得尤其重要。

图表29：全球电信市场区域分布分布特征

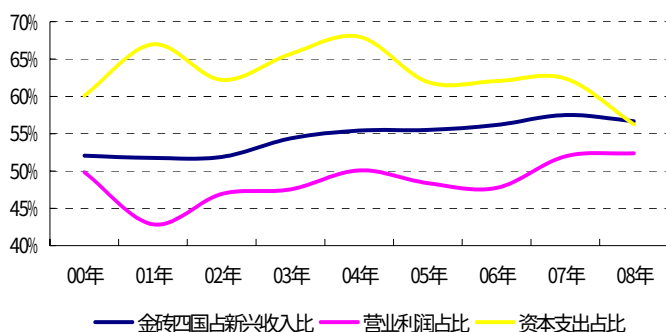


来源：bloomberg，公司报告，国金证券研究所

图表30：中兴收入区域结构分析

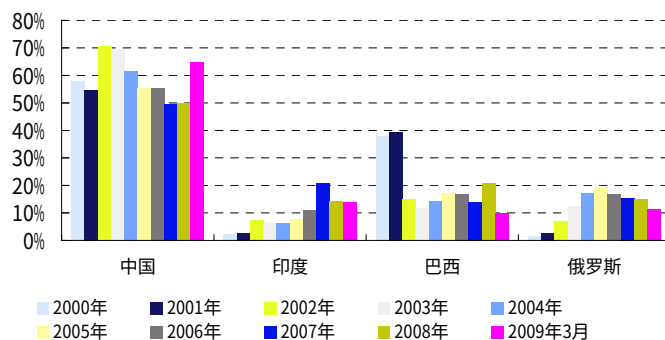


图表31：金砖四国占新兴市场占比分析



来源：bloomberg，国金证券研究所

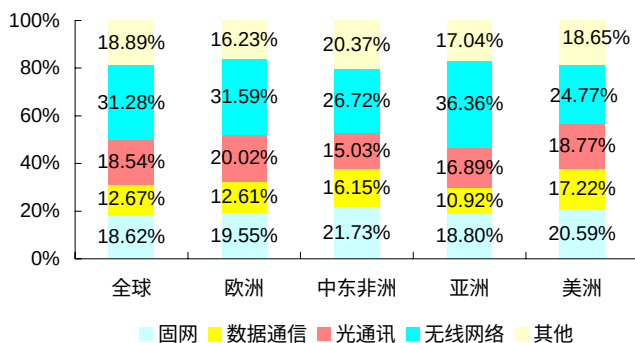
图表32：资本支出占比：09/Q1 中国占比 65%



业务需求结构特征：中兴在固网和数据通信的短腿现象非常明显

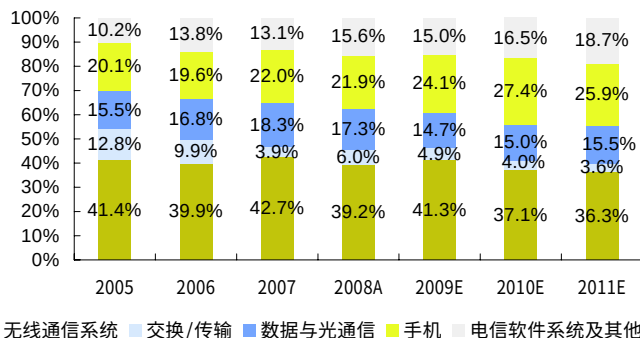
- 从全球各区域电信设备需求结构看，无线系统、固网、光通信和数据通信成为通信设备需求四大支柱，全球平均市场份额分别为 31.28%、18.2%、18.54%和 12.67%。而中兴 09 年在无线系统、交换及传输、数据与光通信的收入占比分别为 41.3%、4.9%、24.1%，固网短腿现象非常明显。
- 中兴在无线领域综合竞争力日趋明显，而在数据通信和固网领域还需快马加鞭：
 - ◆ 从无线系统占全球份额看，中兴通讯在无线系统综合竞争随着国内 3G 市场的卓越表现，全球市场份额从 08 年 6% 预计提升到 09 年的 9.3%，2011 年预计公司无线系统占全球份额将提升到 10% 以上。
 - ◆ 从固网全球份额看，08 年中兴固网份额约 3.46%，09 年预计为 4.4%，份额提升的关键来自于新兴市场固定网络设备需求的增长；
 - ◆ 从数据通信和光通信份额看，08 年公司占全球份额为 2.9%，09 年份额预计为 3.40%，份额增长动力来自于亚洲和中东非洲等新兴市场需求拉动。

图表33：全球电信设备业务结构占比 (08-12 年平均)



来源：bloomberg，公司报告，国金证券研究所

图表34：05-11 年中兴业务结构分布分析与预测



图表35：2008 年中兴区域收入占全球区域比例

中兴08全球区域占比	无线通信系统	固网	数据/光通信
亚洲	9.54%	8.05%	6.52%
欧洲	1.03%	1.85%	0.15%
中东和非洲	16.75%	8.04%	4.52%
北美	0.24%	0.04%	0.10%
拉美	0.99%	2.91%	2.34%
中兴占全球份额	5.97%	3.46%	2.93%

来源：国金证券研究所

图表36：2009 年中兴区域收入占全球区域比例

中兴09全球区域占比	无线通信系统	固网	数据/光通信
亚洲	17.84%	8.82%	7.76%
欧洲	1.20%	2.79%	0.23%
中东和非洲	18.45%	10.94%	5.59%
北美	0.32%	0.06%	0.14%
拉美	1.55%	3.80%	3.24%
中兴占全球份额	9.28%	4.42%	3.40%

图表37：08-11 年中兴业务收入占全球比例

中兴全球占比	2008	2009E	2010E	2011E
无线通信系统	6.0%	9.3%	9.1%	10.2%
固网	3.5%	4.4%	5.0%	5.5%
数据与光通信	2.9%	3.3%	4.0%	4.6%

来源：国金证券研究所

图表38：08-11 年华为业务收入占全球比例

华为全球占比	2008	2009E	2010E	2011E
无线通信系统	10.5%	13.5%	15.0%	16.9%
固网	10.1%	13.0%	14.9%	15.3%
数据与光通信	7.4%	8.9%	10.3%	11.1%

业绩预期及投资建议

公司业绩预测

- 从业务分类看，未来中兴海外业务主要增长亮点来自于 WCDMA、光通信、宽带接入、数据通信和 3G 终端等产品的增长；从区域分布特征看，中兴下步拓展的战略区域主要为欧洲、独联体、北美市场，以及亚太的发达市场，特别是欧美发达市场的突破尤其重要，因为发达市场占全球份额比例超过 50%，另外发达市场的设备更新和网络升级带来的刚性需求是确保中兴长期可持续性发展的重要来源。

图表39：中兴境内外收入结构分析与预测（亿元）

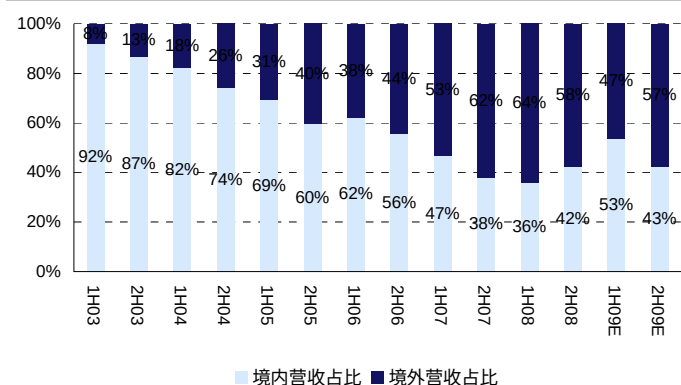
中兴国内收入分类预测							
国内收入分类	2005	2006	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
无线通信系统	48.3	36.3	55.0	56.8	117.4	103.9	111.9
交换/接入	24.2	20.0	10.6	20.8	20.3	17.4	16.2
光通信及数据通信	26.7	30.0	45.8	49.2	49.1	54.4	61.1
电信软件系统及其他	12.6	16.7	16.7	31.4	37.6	49.8	61.1
手机	27.0	25.4	18.9	20.8	51.5	82.9	82.9
合计(亿元)	138.7	128.3	147.1	178.9	275.8	308.4	333.3
同比增速		-7.53%	14.63%	21.68%	54.16%	11.79%	8.10%

国际销售收入分析与预测							
国际业务收入结构	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
无线通信系统	41.0	55.6	93.5	116.9	120.4	150.5	173.1
交换/接入	3.4	2.8	2.9	5.7	7.7	10.0	12.0
数据与光通信	6.8	8.8	17.8	27.6	35.9	48.5	60.6
手机	16.4	19.8	57.5	75.9	87.3	104.8	120.5
电信软件系统及其他	9.4	15.1	29.0	37.7	49.0	63.7	86.0
国际销售合计	77.0	102.0	200.7	263.9	300.4	377.5	452.2
增速		32.47%	96.73%	31.46%	13.83%	25.69%	19.79%

来源：国金证券研究所

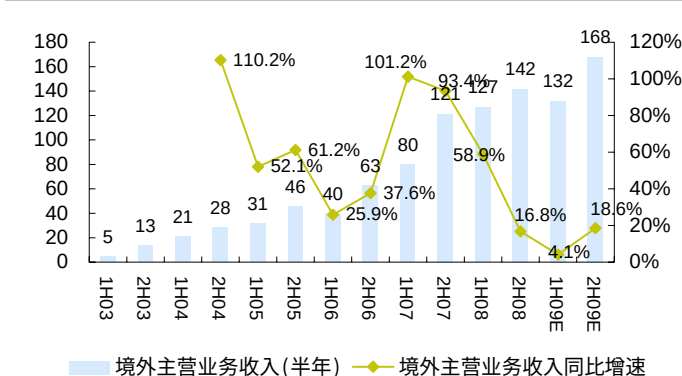
- 海外业务收入分析与预测：1H09 是海外业务增速预计为 4.1%，2H09 海外收入将出现恢复性增长，增速预计为 18.6%，09 年下半年海外增长主要动力来自于经济率先复苏或资源出口型新兴市场如巴西、印度、俄罗斯以及非洲石油产国如阿尔及利亚、埃塞俄比亚、利比亚、尼日利亚等，该等地区电信设备市场预计在下半年出现投资反弹。

图表40：中兴境内外收入占比分析与预测（半年统计）



来源：国金证券研究所

图表41：中兴境外半年收入及增速预测



图表42：中兴在非洲市场的战略布局

中兴的非洲战略布局	战略市场	待突破市场
国家或地区	阿尔及利亚、埃塞俄比亚、刚果、利比亚、尼日利亚	喀麦隆、埃及、肯尼亚、南非、突尼斯、摩洛哥
07年区域占非洲移动用户比	29.66%	50.47%
07年区域移动用户普及率	24.02%	40.34%
2002-2007年复合增长率	97.08%	34.04%
区域经济特征	资源在能源，经济增长潜力大	资源在黄金、钻石等，经济较发达
主打产品	光传输、2G移动设备、手机	数据通信、手机、3G移动设备

来源：国金证券研究所

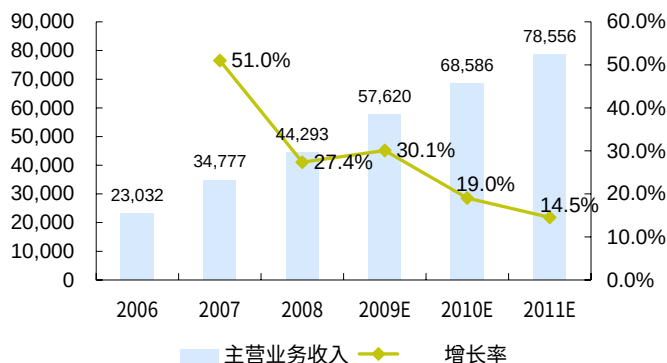
图表43：中兴海外市场区域分布

地区布局	已规模进入市场	09年有望增长市场
亚洲地区	印度、印尼、尼泊尔、、菲律宾、泰国、越南、斯里兰卡、巴基斯坦	印度（08年基数低）、印尼、孟加拉、泰国、越南
非洲地区	埃塞、刚果、利比亚、摩洛哥、突尼斯、苏丹、埃及、肯尼亚	安哥拉、埃及、肯尼亚及其他
欧洲地区	保加利亚、波兰、葡萄牙、西班牙、捷克、俄罗斯、罗马尼亚	俄罗斯、法国、英国、意大利
美洲地区	委内瑞拉、巴西、秘鲁、墨西哥、哥伦比亚美国、加拿大	美国、墨西哥、巴西、加拿大

投资建议

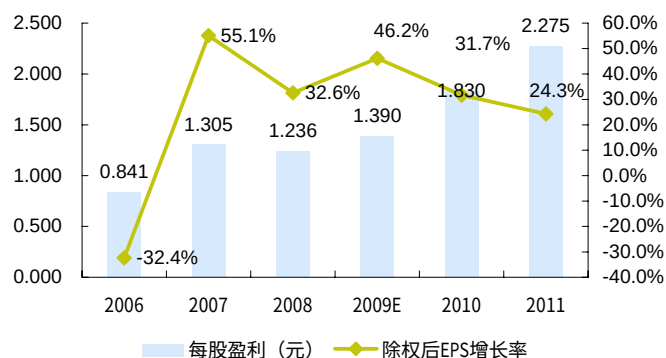
- 2009 年，中兴业务收入预计为 576 亿元(增速 30.1%)，EPS 预计为 1.39 元(增速 46.2%)；2010 年，收入预计为 686 亿元(增速 19%)，EPS 预计为 1.83 元，同比增速 31.7%。
- 投资建议：维持“买入”评级
 - ◆ 中兴 A 股：09 年动态 PE 估值区间为 25-30 倍，对应价格区间为 34.75 元-41.7 元，维持买入。
 - ◆ 中兴 H 股：我们给予公司 09 年动态 PE 估值区间为 20-25 倍，对应 H 股价格为 31.13 港币-38.92 港币，维持买入。

图表44：中兴通讯未来收入分析与预测（元）



来源：国金证券研究所

图表45：中兴通讯未来EPS分析与预测（元）



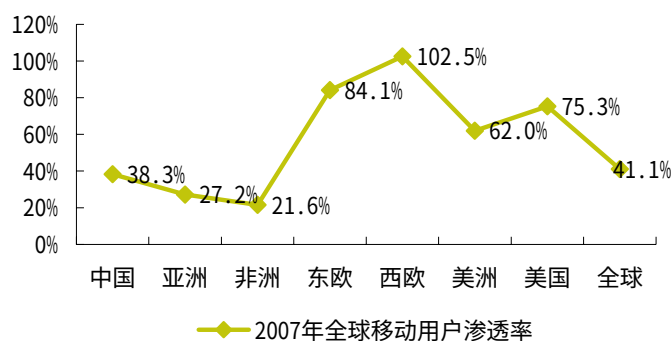
图表46：估值比较：价值投资+补涨，建议买入中兴通讯

更新:2009-06-24		EPS		PE		BVPS		PB		今年来股价表现	
公司简称	股价	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	年初股价	涨幅
中兴A股	28.18	1.39	1.83	20.28	15.40	9.29	11.12	3.03	2.53	21.10	33.55%
中兴H股	27.45	1.39	1.83	17.64	13.39	9.29	11.12	2.64	2.15	16.27	119.34%
武汉凡谷	16.26	0.73	1.03	22.32	15.73	4.13	5.17	3.93	3.15	17.45	21.13%
烽火通信	15.76	0.58	0.77	27.10	20.38	6.39	6.93	2.47	2.27	10.89	44.72%
亿阳信通	12.40	0.49	0.59	25.31	21.09	4.41	5.00	2.81	2.48	8.64	43.52%
华胜天成	13.44	0.61	0.66	21.90	20.42	4.07	4.73	3.30	2.84	10.74	37.65%
三维通信	16.00	0.61	0.68	26.19	23.38	3.60	4.28	4.44	3.73	11.93	34.12%
中创信测	14.43	0.58	0.64	24.88	22.62	3.07	3.71	4.70	3.89	12.05	19.75%
亨通光电	19.90	0.83	1.03	24.08	19.26	7.58	8.61	2.63	2.31	10.24	94.34%
中天科技	16.70	0.68	0.80	24.65	20.94	3.65	4.43	4.58	3.77	9.49	75.97%
上证A股	2922.00									1800.27	62.31%

来源：国金证券研究所

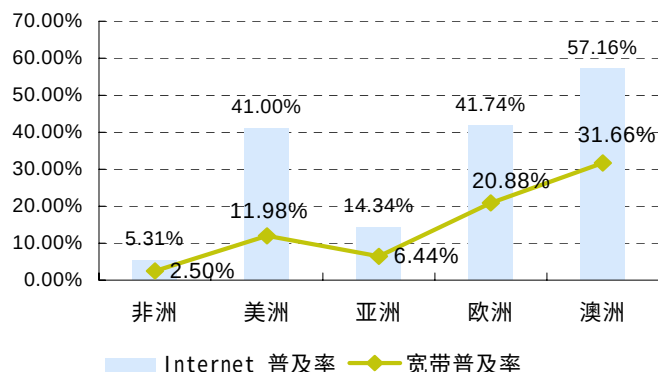
附录：参考资料

图表47：2007 年全球各区域移动用户渗透率

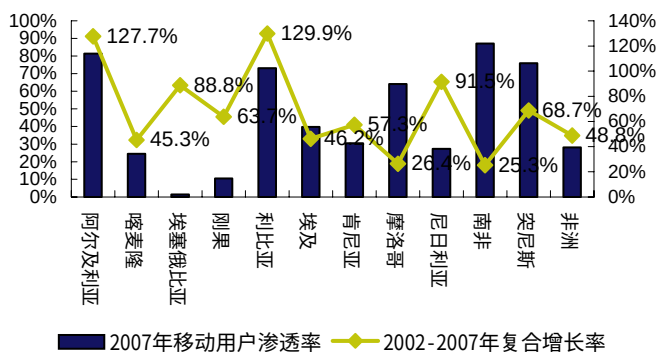


来源：ITU,国金证券研究所

图表48：2007 年全球各区域宽带用户渗透率

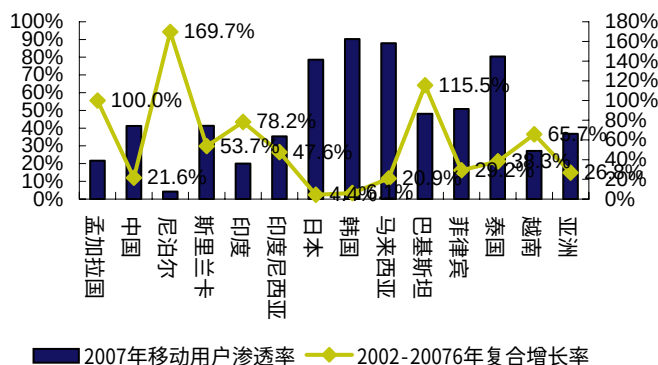


图表49：2007 年非洲各国移动用户渗透率

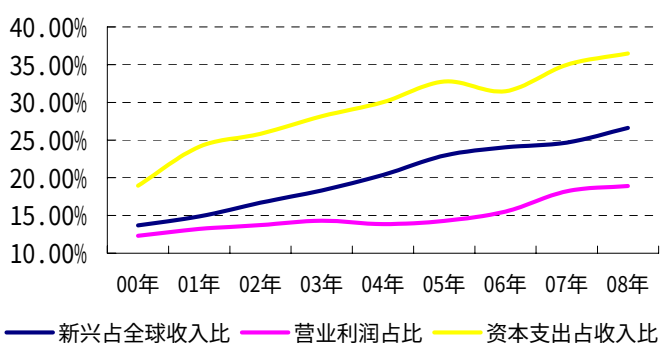


来源：国金证券研究所

图表50：2007 年亚洲各国移动用户渗透率

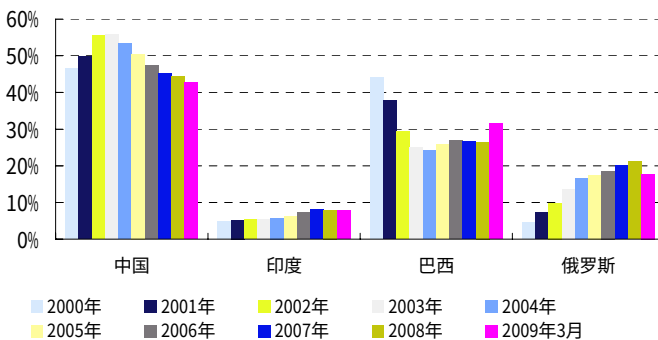


图表51：新兴市场占全球市场比例

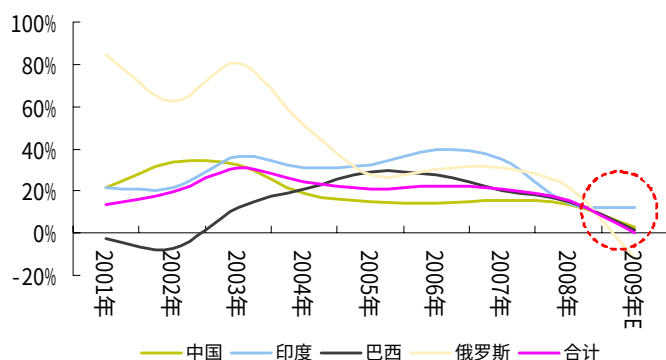


来源：国金证券研究所

图表52：收入占比：09/Q1 中国占比42%

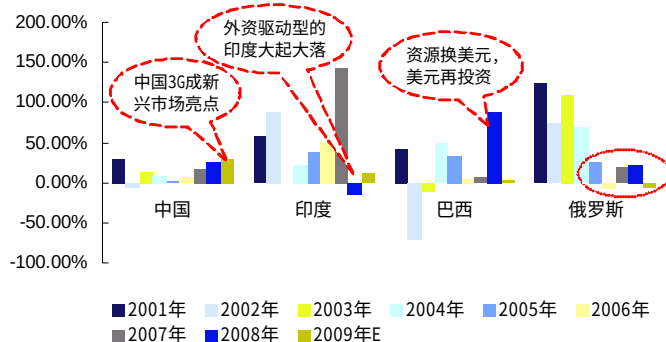


图表53：收入增速

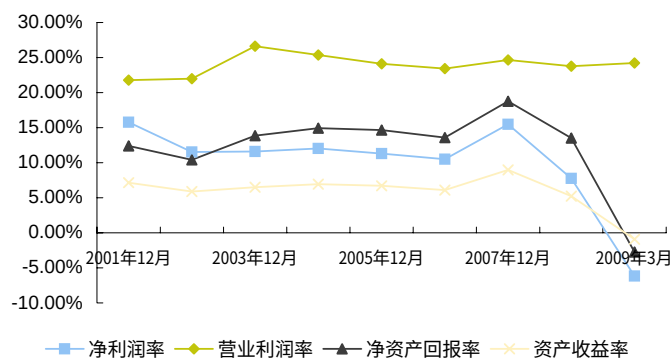


来源：国金证券研究所

图表54：资本开支增速

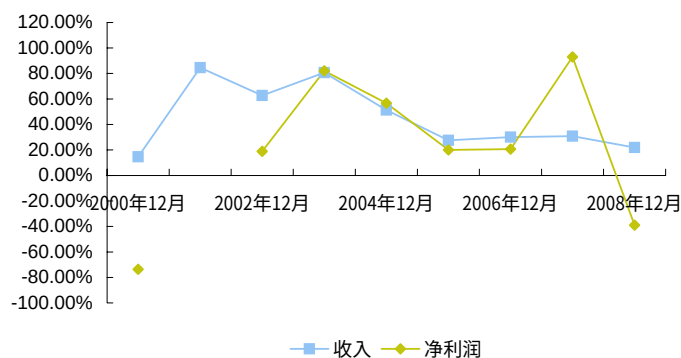


图表55：俄罗斯电信行业盈利能力分析

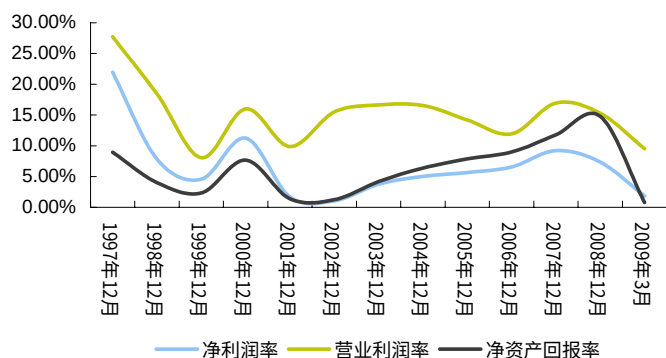


来源：国金证券研究所

图表56：俄罗斯电信行业成长能力

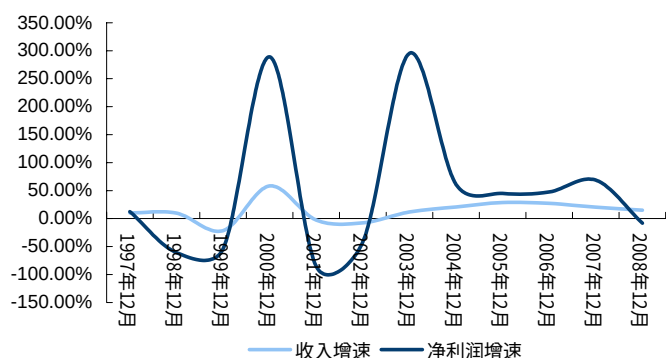


图表57：巴西电信行业盈利能力分析

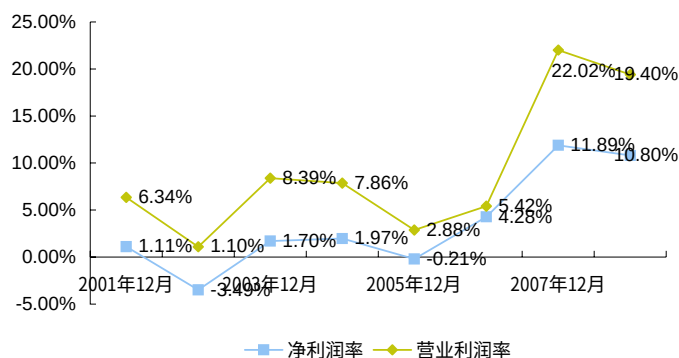


来源：国金证券研究所

图表58：巴西电信行业成长能力

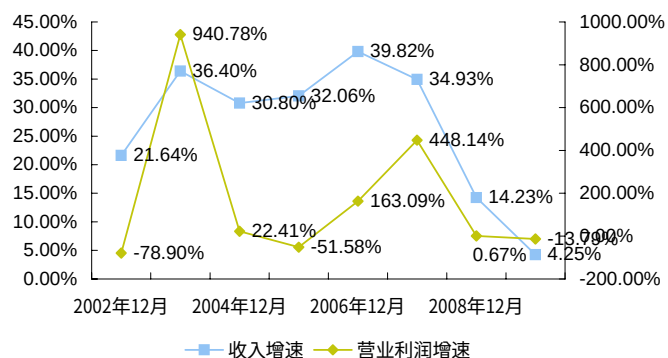


图表59：印度电信行业盈利能力分析

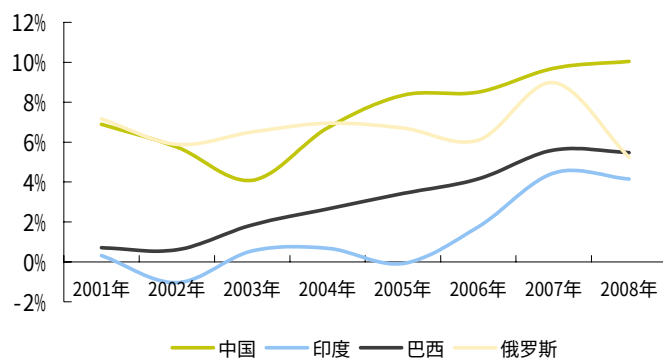


来源：国金证券研究所

图表60：印度电信行业成长能力

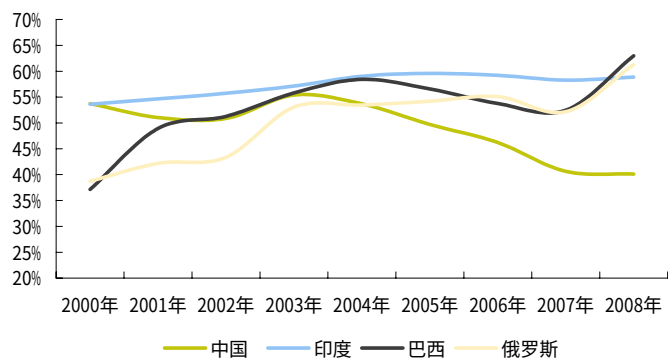


图表61：总资产收益率比较

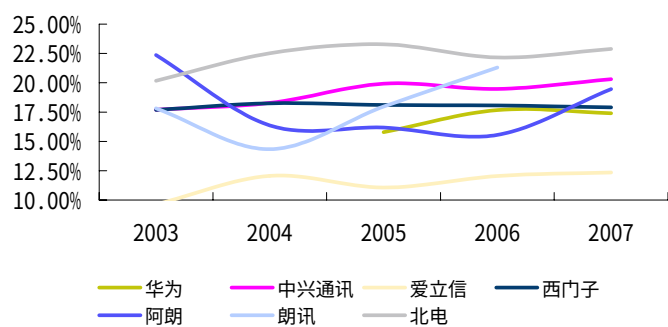


来源：国金证券研究所

图表62：资产负债比

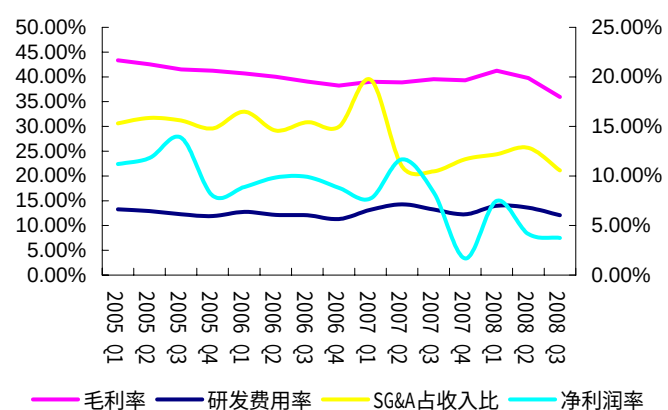


图表63：SG&A 占收入比例比较分析

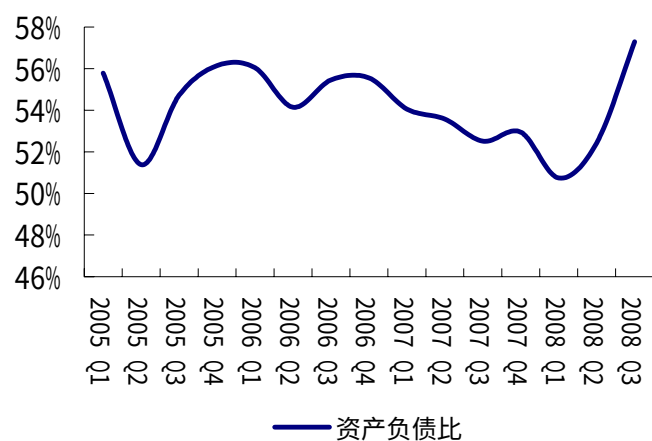


来源：国金证券研究所

图表64：全球电信设备业各项指标比较分析

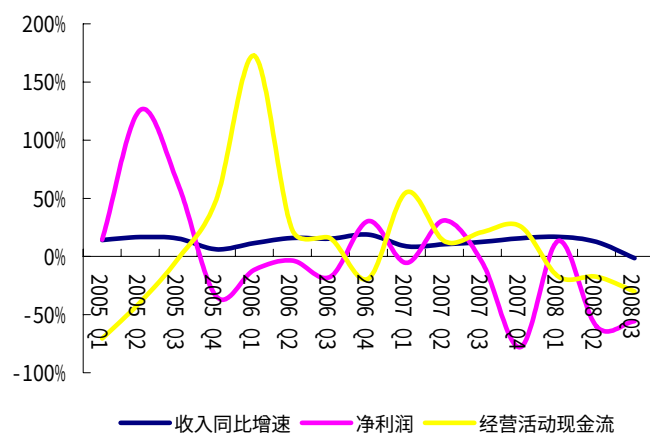


图表65：全球电信设备业季度总负债/总资产比率



来源：国金证券研究所

图表66：全球电信设备业各项指标比较分析



图表67：中兴通讯业务收入及业务盈利预测(百万元)

项 目	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	2009E	2010E	2011
无线通信系统										
销售收入(百万元)	8,930.80	3,513.40	9,186.90	6,801.40	14,851.50	7,495.12	17,370.02	23,779.03	25,439.79	28,501.52
增长率(YOY)	1.64%	-25.21%	2.87%	93.58%	61.66%	10.20%	16.96%	36.90%	6.98%	12.04%
毛利率	43.80%	43.90%	43.13%	46.70%	44.22%	35.22%	36.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本(百万元)	5,019.11	1,971.02	5,225.00	3,625.15	8,284.17	4,855.34	11,116.81	15,456.37	16,535.86	18,525.99
增长率(YOY)	0.93%	-25.35%	4.10%	83.92%	58.55%	33.94%	34.19%	39.04%	6.98%	12.04%
毛利(百万元)	3,911.69	1,542.38	3,961.90	3,176.25	6,567.33	2,639.78	6,253.21	8,322.66	8,903.93	9,975.53
增长率(YOY)	2.58%	-25.04%	1.28%	105.93%	65.76%	-16.89%	-4.78%	33.09%	6.98%	12.04%
占总销售额比重	41.39%	33.18%	39.89%	44.65%	42.70%	37.99%	39.22%	41.27%	37.09%	36.28%
占主营业务利润比重	52.33%	41.74%	50.41%	58.93%	55.79%	39.84%	42.25%	45.08%	41.60%	41.32%
有线交换及接入系统										
销售收入(百万元)	2,752.60	1,075.00	2,279.40	592.10	1,350.10	1,115.34	2,652.67	2,805.45	2,747.61	2,829.37
增长率(YOY)	5.93%	49.18%	-17.19%	-44.92%	-40.77%	88.37%	96.48%	5.76%	-2.06%	2.98%
毛利率	54.20%	36.40%	40.50%	36.90%	44.34%	32.75%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本(百万元)	1,260.69	683.70	1,356.20	373.62	751.47	750.06	1,724.23	1,823.54	1,785.94	1,839.09
增长率(YOY)	14.15%	87.14%	7.58%	-45.35%	-44.59%	100.76%	129.45%	5.76%	-2.06%	2.98%
毛利(百万元)	1,491.91	391.30	923.20	218.48	598.63	365.27	928.43	981.91	961.66	990.28
增长率(YOY)	-0.15%	10.15%	-38.12%	-44.16%	-35.16%	67.18%	55.09%	5.76%	-2.06%	2.98%
占总销售额比重	12.76%	10.15%	9.90%	3.89%	3.88%	5.65%	5.99%	4.87%	4.01%	3.60%
占主营业务利润比重	19.96%	10.59%	11.75%	4.05%	5.09%	5.51%	6.27%	5.32%	4.49%	4.10%
光通信及数据通信系统										
销售收入(百万元)	3,353.00	1,710.50	3,874.70	2,545.40	6,365.90	4,242.79	7,677.45	8,495.86	10,287.20	12,171.84
增长率(YOY)	43.58%	14.70%	15.56%	48.81%	64.29%	66.68%	20.60%	10.66%	21.08%	18.32%
毛利率	19.50%	28.10%	24.00%	31.80%	31.48%	39.81%	39.00%	37.00%	36.00%	34.00%
销售成本(百万元)	2,699.17	1,229.85	2,944.60	1,735.96	4,361.91	2,553.74	4,683.24	5,352.39	6,583.81	8,033.41
增长率(YOY)	52.68%	11.14%	9.09%	41.15%	48.13%	47.11%	7.37%	14.29%	23.01%	22.02%
毛利(百万元)	653.84	480.65	930.10	809.44	2,003.99	1,689.06	2,994.20	3,143.47	3,703.39	4,138.43
增长率(YOY)	15.22%	24.92%	42.25%	68.40%	115.46%	108.67%	49.41%	4.99%	17.81%	11.75%
占总销售额比重	15.54%	16.15%	16.82%	16.71%	18.30%	21.51%	17.33%	14.74%	15.00%	15.49%
占主营业务利润比重	8.75%	13.01%	11.83%	15.02%	17.02%	25.49%	20.23%	17.03%	17.30%	17.14%
手机										
销售收入(百万元)	4,333.10	2,134.10	4,519.50	3,592.50	7,645.10	4,294.62	9,692.60	13,885.63	18,766.81	20,344.72
增长率(YOY)	-27.96%	-3.63%	4.30%	68.34%	69.16%	19.54%	26.78%	43.26%	35.15%	8.41%
毛利率	17.50%	27.70%	25.32%	23.40%	22.31%	26.38%	23.73%	24.00%	23.00%	22.00%
销售成本(百万元)	3,574.81	1,542.95	3,375.20	2,751.86	5,939.48	3,161.70	7,392.55	10,553.08	14,450.44	15,868.88
增长率(YOY)	-32.39%	-0.47%	-5.58%	78.35%	75.97%	14.89%	24.46%	42.75%	36.93%	9.82%
毛利(百万元)	758.29	591.15	1,144.30	840.65	1,705.62	1,132.92	2,300.05	3,332.55	4,316.37	4,475.84
增长率(YOY)	4.19%	-11.02%	50.90%	42.21%	49.05%	34.77%	34.85%	44.89%	29.52%	3.69%
占总销售额比重	20.08%	20.15%	19.62%	23.59%	21.98%	21.77%	21.88%	24.10%	27.36%	25.90%
占主营业务利润比重	10.14%	16.00%	14.56%	15.60%	14.49%	17.10%	15.54%	18.05%	20.17%	18.54%
电信软件系统、服务及其他产品										
销售收入(百万元)	2,206.40	2,155.90	3,171.20	1,700.50	4,564.60	2,581.12	5,637.00	8,654.38	11,344.88	14,708.70
增长率(YOY)	48.59%	82.94%	43.73%	-21.12%	43.94%	51.79%	23.49%	53.53%	31.09%	30.00%
毛利率	29.90%	32.00%	28.39%	20.30%	19.65%	30.97%	32.87%	31.00%	31.00%	31.00%
销售成本(百万元)	1,546.69	1,466.01	2,270.80	1,355.30	3,667.66	1,781.75	3,784.12	5,971.52	7,827.97	10,149.00
增长率(YOY)	127.43%	47.04%	46.82%	-7.55%	61.51%	31.47%	3.18%	57.80%	31.09%	29.65%
毛利(百万元)	659.71	689.89	900.40	345.20	896.94	799.37	1,852.88	2,682.86	3,516.91	4,559.70
增长率(YOY)	-18.03%	280.13%	36.48%	-49.96%	-0.38%	131.57%	106.58%	44.79%	31.09%	29.65%
占总销售额比重	10.23%	#DIV/0!	13.77%	11.16%	13.13%	13.08%	12.73%	15.02%	16.54%	18.72%
占主营业务利润比重	8.83%	#DIV/0!	11.46%	6.40%	7.62%	12.06%	12.52%	14.53%	16.43%	18.89%
销售总收入(百万元)	21,575.90	10,588.90	23,031.70	15,231.90	34,777.20	19,728.98	44,293.40	57,620.36	68,586.29	78,556.14
销售总成本(百万元)	14,100.46	6,893.53	15,171.80	9,841.88	23,004.68	13,102.58	29,493.37	39,156.91	47,184.03	54,416.37
毛利(百万元)	7,475.44	3,695.37	7,859.90	5,390.02	11,772.52	6,626.40	14,800.03	18,463.45	21,402.26	24,139.77
平均毛利率	34.65%	34.90%	34.13%	35.39%	33.85%	33.59%	33.41%	32.04%	31.20%	30.73%

来源：公司报表，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	23,032	34,777	44,293	57,620	68,586	78,556
增长率		51.0%	27.4%	30.1%	19.0%	14.5%
主营业务成本	-15,172	-23,005	-29,493	-39,157	-47,184	-54,416
% 销售收入	65.9%	66.1%	66.6%	68.0%	68.8%	69.3%
毛利	7,860	11,773	14,801	18,463	21,402	24,140
% 销售收入	34.1%	33.9%	33.4%	32.0%	31.2%	30.7%
营业税金及附加	-111	-280	-416	-403	-480	-511
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-3,140	-4,395	-5,313	-6,662	-7,776	-8,210
% 销售收入	13.6%	12.6%	12.0%	11.6%	9.7%	9.9%
管理费用	-4,010	-4,988	-6,094	-7,358	-7,957	-8,648
% 销售收入	17.4%	14.3%	13.8%	12.8%	11.6%	11.0%
息税前利润（EBIT）	598	2,109	2,979	4,040	5,189	6,771
% 销售收入	2.6%	6.1%	6.7%	7.0%	7.6%	8.6%
财务费用	-240	-494	-1,308	-1,150	-1,165	-1,282
% 销售收入	1.0%	1.4%	3.0%	2.0%	1.7%	1.6%
资产减值损失	0	-789	-419	-566	-736	-1,178
公允价值变动收益	0	116	-128	0	0	0
投资收益	32	59	123	0	0	0
% 税前利润	3.0%	3.4%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	390	1,001	1,245	2,324	3,289	4,312
营业利润率	1.7%	2.9%	2.8%	4.0%	4.8%	5.5%
营业外收支	679	727	1,017	1,054	1,160	1,218
税前利润	1,070	1,728	2,263	3,379	4,448	5,530
利润率	4.6%	5.0%	5.1%	5.9%	6.5%	7.0%
所得税	-126	-276	-351	-507	-667	-829
所得税率	11.7%	16.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	944	1,451	1,912	2,872	3,781	4,700
少数股东损益	137	199	252	445	586	728
归属于母公司的净利润	807	1,252	1,660	2,427	3,195	3,972
净利率	3.5%	3.6%	3.7%	4.2%	4.7%	5.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	807	1,451	1,912	2,872	3,781	4,700
少数股东损益	137	0	0	0	0	0
非现金支出	760	1,399	1,134	1,392	1,717	2,322
非经营收益	-12	147	892	586	115	185
营运资金变动	-3,247	-3,209	-575	-3,851	-1,014	-955
经营活动现金净流	-1,555	-212	3,363	999	4,599	6,252
资本开支	-1,160	-1,759	-1,859	-384	-853	-878
投资	-26	-33	-218	0	0	0
其他	23	34	90	0	0	0
投资活动现金净流	-1,164	-1,758	-1,988	-384	-853	-878
股权募资	30	503	43	0	0	0
债权募资	1,945	3,864	4,430	577	-4,364	19
其他	-353	-483	-778	-1,322	-1,269	-1,397
筹资活动现金净流	1,622	3,884	3,695	-746	-5,633	-1,378
现金净流量	-1,096	1,915	5,070	-130	-1,886	3,997

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	4,311	6,483	11,480	11,350	9,464	13,461
应收款项	7,581	9,599	13,968	17,901	20,615	22,970
存货	8,594	13,970	16,872	20,679	22,688	24,111
其他流动资产	70	435	356	783	944	1,088
流动资产	20,556	30,487	42,676	50,713	53,711	61,630
% 总资产	79.3%	77.8%	83.9%	85.6%	84.8%	85.3%
长期投资	1,873	3,904	1,785	1,861	1,877	1,894
固定资产	3,061	3,969	4,920	6,163	7,235	8,220
% 总资产	11.8%	10.1%	9.7%	10.4%	11.4%	11.4%
无形资产	193	517	1,084	541	500	466
非流动资产	5,361	8,686	8,190	8,564	9,612	10,580
% 总资产	20.7%	22.2%	16.1%	14.4%	15.2%	14.7%
资产总计	25,917	39,173	50,866	59,277	63,323	72,210
短期借款	946	4,403	5,664	6,254	1,890	1,909
应付款项	8,294	14,608	18,760	23,560	27,842	31,505
其他流动负债	1,932	1,927	5,572	6,145	6,468	6,951
流动负债	11,172	20,939	29,997	35,958	36,200	40,365
长期贷款	1,679	2,085	1,293	1,293	1,293	1,293
其他长期负债	1,825	3,261	4,396	4,424	4,440	4,457
负债	14,676	26,285	35,686	41,674	41,933	46,114
普通股股东权益	10,679	12,137	14,250	16,224	19,425	23,403
少数股东权益	562	751	934	1,379	1,965	2,693
负债股东权益合计	25,917	39,173	50,869	59,277	63,323	72,210

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.841	1.305	1.236	1.390	1.830	2.275
每股净资产	11.129	12.649	10.608	9.290	11.124	13.401
每股经营现金净流	-1.621	-0.221	2.503	0.572	2.634	3.580
每股股利	0.150	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.56%	10.32%	11.65%	14.96%	16.45%	16.97%
总资产收益率	3.12%	3.20%	3.26%	4.09%	5.05%	5.50%
投入资本收益率	4.25%	9.14%	9.81%	11.98%	15.71%	17.54%
增长率						
主营业务收入增长率	6.75%	51.00%	27.36%	30.09%	19.03%	14.54%
EBIT增长率	-51.68%	216.06%	41.22%	35.64%	28.44%	30.47%
净利润增长率	-32.40%	55.09%	32.59%	46.19%	31.66%	24.30%
总资产增长率	19.00%	51.15%	29.86%	16.54%	6.83%	14.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.5	65.2	70.3	77.2	83.0	82.9
存货周转天数	63.5	64.5	88.7	98.4	103.0	104.0
应付账款周转天数	108.8	100.0	107.4	99.0	99.1	99.1
固定资产周转天数	42.5			32.0	31.0	30.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.15%	-0.92%	-6.64%	-1.64%	-12.94%	-25.85%
EBIT利息保障倍数	2.8	4.3	2.3	3.5	4.5	5.3
资产负债率	56.63%	67.10%	70.15%	70.30%	66.22%	63.86%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	3	6	8	14	37
买入	1	1	2	7	21
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.18	1.19	1.30	1.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-20	买入	33.64	91.20
2 2008-04-25	买入	32.03	91.25
3 2008-08-18	买入	25.64	58.90
4 2008-08-21	买入	24.70	N/A
5 2008-10-13	买入	16.39	N/A
6 2009-02-13	买入	25.46	36.36~36.36
7 2009-03-20	买入	26.92	37.92~47.40
8 2009-04-23	买入	28.52	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。