

公司研究

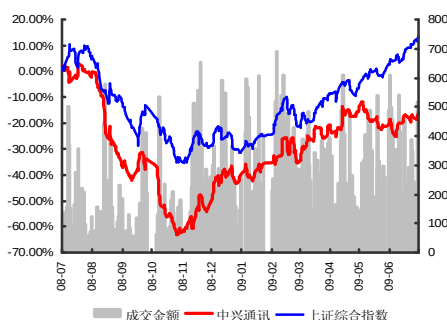
中兴通讯 (000063.SZ)

通信行业

2009 年 7 月 6 日

推荐 (维持)

最近 52 周走势:



相关研究报告:

《CSL 网络商用, 助推规模突破海外高端市场》

《淡化主题 回归基本面 通信行业 2009 年下半年投资策略》

报告作者:

吴汇川 熊云彩

电话: 0510-82833337
021-58766036-203

Email:

wuhc@glsc.com.cn
xiongye@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

可行、必须行、能行、正在行

——关于中兴通讯海外业务的若干问题探讨

投资要点:

长期以来, 投资人对于中兴通讯有一种叶公好龙之感, 既认为它是一家不错的 A 股公司, 又因为其业绩波动较大而心怀疑虑。其直接原因在于对其海外业务增长缺乏把握, 对此, 我们认为:

1. 公用事业化是电信运营发展的必然趋势, 它决定了中兴通讯的海外市场的持续扩张是可行的。
2. WCDMA 和终端业务与程控交换机、CDMA 和小灵通相比, 产品处于成长期、市场容量更大, 因此更具有战略意义。同时, 中兴通讯在国内市场份额已接近饱和, 公司要发展, 要成为全球主流的电信设备供应商, 更大规模地走出去既是“必行”之战: 不但是必须行, 而且是只可胜、不可败的一战。
3. 自身能力决定了公司能行、而且正在行。公司具有很强的机会把握能力, 并且客观环境——无论从行业趋势还是与主要竞争对手华为关系 (我们认为, 两者既非兄弟, 也非死敌, 更类似于国共合作)。以上诸点决定了公司能行。同时, 海外有影响力的订单源源不断也表明公司也正在行。

维持“推荐”评级, 合理股价 38-45 元。我们保守预测公司 2009-11 年的销售收入为人民币 572.18 亿元、697.44 亿元和 851.55 亿元, 复合增长率为 24.3%; 营业利润为 17.00 亿元、24.15 亿元和 30.45 亿元; 复合增长率为 34.7%; 净利润为 21.45 亿元、27.05 亿元和 32.03 亿元, 折合每股收益为 1.23 元、1.55 元和 1.83 元, 复合增长率为 24.5%。

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	34,777.18	44,293.43	57,217.65	69,744.19	85,154.59
营业利润	1,000.75	1,245.39	1,699.97	2,414.52	3,045.05
净利润	1,252.16	1,660.20	2,141.98	2,705.28	3,202.35
每股收益(元)	1.30	1.24	1.23	1.55	1.83
市盈率(倍)	21.6	22.7	22.9	18.1	15.3
市净率(倍)	3.8	3.2	2.8	2.4	2.1

市场对中兴通讯的疑问

长期以来，投资人对于中兴通讯有一种叶公好龙之感，既认为它是一家不错的 A 股公司，又因为其业绩波动较大而心怀疑虑。其直接原因在于对其海外业务增长缺乏把握，根本原因则是：第一，投资人读不懂电信行业的内在特征及发展趋势；第二，投资人不清楚中兴通讯的应对之策及其必然结果；第三，投资人担心中兴通讯将战略意图转化为现实的能力抱有怀疑，尤其是担心华为对于中兴通讯的压制以及它发起的过度竞争行为。对此，我们认为：

Q：什么是电信行业发展的必然趋势？

A： 电信行业的内在特征以及互联网的诞生决定了公用事业化是电信运营业的必然趋势，并最终导致如下结果：一，电信运营业暴利时代的结束；二，电信运营商必须不断降低设备采购成本；三，价格优势厂商的市场份额将持续扩大，不可逆转。作为优势价格厂商的中兴通讯，其海外市场的持续扩张是可行的。

Q：什么是中兴通讯的应对之策及其必然结果？

A： 作为一家上市公司，公司长期面临着股东短期压力和公司长期战略矛盾。因此，机会主义成为公司的发展本能。中兴通讯在国内市场份额已接近饱和，公司要发展，要成为全球主流的电信设备供应商，更大规模地走出去既是“必行”之战：不但是必须行，而且是只可胜、不可败的一战：胜则成为全球主流电信设备供应商，败则退守本土。

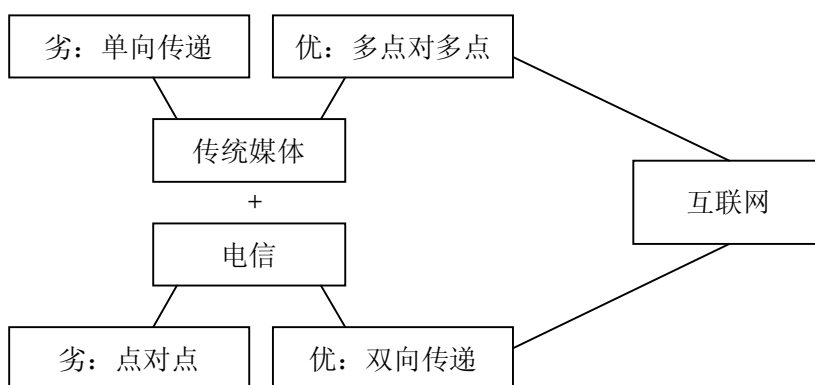
Q：中兴通讯是否具有持续进行海外扩张的能力？客观环境是否允许中兴通讯持续进行海外扩张？如何看待华为与中兴之间的关系？华为会不会借助优势地位对中兴通讯进行持续地打压？

A： 如前所述，公司具有很强的机会把握能力，并且客观环境——无论从行业趋势还是与主要竞争对手的关系——与大众观点不同，我们认为，由于因为两者的先天禀赋和战略意图不同，两者既非兄弟，也非死敌，而更类似于国共合作。这决定了公司能行，而且也正在行：今年特别是 5 月以来，与往年相比，中兴通讯获得海外合同的速度不仅要快，而且影响力也更大，这意味着了今后公司的订单转化为销售收入的概率较以前更大、更快，客户更为稳定，市场更为庞大。

一、行业发展趋势决定“可行”

电信业的内在特征决定了发展趋势。从经济及社会学角度，任何行业的存在意义在于满足人的物质需求或者精神需求。其中，通过信息的制造和传播，人的精神需求得以满足。在互联网技术诞生之前，传统电信技术和广播电视技术是解决信息远距离和快速传播的唯一手段，它们唯一的区别是前者是点对点的信息双向传递，后者是点对多点的信息单向传递，两者之间互相补充，因此上述两个行业能够享受基于技术垄断所带来的暴利。但是互联网由于同时具有两者的优势，因此导致以上两个行业暴利消失、风光不在。（吴汇川《电信及互联网行业深度研究》西南证券 2008.2）。

图 1：互联网与电信和传统媒体特性比较



来源：西南证券研发中心，国联证券研究所

公用事业化，电信运营发展的必然趋势。根据电信运营业的内在规律及发展趋势——信息制造的几何级地增长、信息传播速度的倍数级提升，导致信息不再成为奢侈品，这使得电信运营逐步从纯商业化向公用事业化演进——从纯商业服务向普遍服务义务演进。相对应的，我们认为，电信运营商的核心竞争力必然是提升信息传播的效率而不是信息的供应，同时，其薄利化亦无可避免。（吴汇川《电力与电信，差异化引发的启示》《中国电信业》2005.7）。

图 2：电信相关产业链 vs 公路相关产业链

业务	电信系统设备	电信运营	电信终端设备	电信增值服务
	工程机械	公路运营	汽 车	汽车服务、公路绿化
业务特点	产品单价相对高 市场规模小易垄断 批发为主理性购买 现金流差	易垄断 收入稳定 缺乏成长 现金流很好	产品价低量多 市场规模大可垄断 零售为主感性购买 现金流好	产品价极低量极多 市场创新快难垄断 高成长 现金流很好
估值逻辑	PE 或 PEG 成长期采用 PEG 衰退期采用 PE 估值波动范围极大	PB 或 EV/EBITDA 估值逻辑：资产重置 逻辑或并购	PE、PEG 或 PB 估值逻辑：不同时期 采用不同逻辑， 成长期采用 PE 或 PEG，衰退期采用 PB	PEG 乃至市梦率 估值逻辑：高成长

来源：国联证券研究所

大趋势决定小趋势：公用事业化决定了电信运营商的薄利化，并最终导致了运营商采购成本不断降低的小趋势不可逆转。既然电信运营商的核心竞争力在于提升信息传播的效率而不是信息的供应，因此，对于电信运营商而言，节流远比开源更加现实可行。所以，电信运营商会不断地压缩其资本开支尤其是单位用户的采购成本——毕竟，与军用、政用通信比较，民用通信具有经济成本的考量，价格敏感性更强。因此，在性能和质量基本可靠的前提下，价格具有优势的厂商（优势价格厂商）将具有无可比拟的优势。

全球经济衰退是这一趋势的加速器。对于电信运营商而言，2000 年互联网泡沫的破灭不过是初冬的第一场雪，2008 年的全球金融危机却是雪上加霜。在此背景下，电信运营商的开支将进一步收缩，对产品价格也更敏感：在其本土核心市场，鉴于市场饱和，节流成为必然；在其非核心的新兴市场，虽然用户增长快，但 ARPU 值绝对值低，节流亦显重要。所以，优势价格供应商的市场份额的扩大将是不可逆转的趋势。因此，作为优势价格厂商的中兴通讯，其海外市场的持续扩张是可行的。

二、公司所处的生命周期决定“必须行”

我们认为，中兴通讯能否在 WCDMA 系统设备领域取得突破和在终端领域特别是移动终端领域扩大市场份额是公司能否跻身全球主流电信设备供应商行列的关键之战，可谓是决定了能否定都北京的“平津战役”。此战只许胜不许败，否则就如 NEC、三星等日韩厂商退居本土、局守一隅。此战为什么如此关键呢？

首先我们回顾以下历史。

自公司成立以来，公司主要把握了两次市场机会：

辽沈战役：上世纪 90 年代，程控交换机领域，公司通过农村包围城市的策略获得了发展的第一桶金并在激烈的通信设备制造业中站稳了脚跟；

淮海战役：2001-2005 年，CDMA 移动设备领域、小灵通领域和手机终端领域，公司以全线跟踪、弹性投入的策略避免了与国内竞争对手的正面竞争从而保证了销售收入和利润的稳定增长，使自己在通信业迈入寒冬时及时地穿上了一件厚厚的棉袄，而与此同时，此消彼长，多数海外竞争对手颓势日显。

本次战役与前两次战役有着显著不同：

第一，从产品生命周期看，与程控交换机相比，WCDMA 系统设备还处于上升期，2009-2011 年，全球新兴市场将进入 3G 牌照发放的高峰，而程控交换机当时已经进入了巅峰期；

第二，从公司所处的生命周期看，与程控交换机和 CDMA、小灵通等相比，公司在国内市场还有充分发展的余地，即便没有国外市场，也不愁吃不饱饭，而今国内市场份额基本确定，已经饱和，必须相外突破；

第三，从产品容量看，WCDMA 系统设备领域的市场容量远较 CDMA、小灵通大，是全球移动通信发展的主流，产品容量大，寿命周期长，可以给公司带来更加稳定的订单、合同、收入、利润和现金流，长期以来，公司由于一直没有切入 GSM/WCDMA 这个主流市场，从而很难与主流运营商建立业务联系，导致公司收入波动巨大。而手机为代表的终端设备市场规模较 WCDMA 系统设备市场的规模更大，具有更好的现金流。

有投资者疑惑：**光做终端不做系统设备行不行？**我们的回答：**不行。**根据我们的研究表明，一家公司的终端既具有规模且具有持续生存和发展能力，必须具有系统设备业务——这就是诺基亚。通过对诺基亚公司的研究发现，诺

基亚的终端销售量与系统设备销售额的相关性是全球平均水平的两倍，这也是诺基亚为什么亏损也必须陆续购买西门子、北电系统设备的原因。相反，只做终端不做系统设备，只能在一些细分市场取得成功，如 APPLE、GOOGLE，缺乏规模。否则就一定失败，如摩托罗拉。

三、自身和环境决定“能行、正在行”

自身能行，抓机会已经成为了中兴通讯的本能。中兴通讯作为一家上市公司，长期面临着股东的短期压力和长期战略目标之间的矛盾，抓住既迎合股东的需求同时又谋求长期发展的机会成为了公司本能。产品市场的机会能力已在上文详述，而在资本市场上，公司把握机会能力亦胜人一筹：分别在 1997 年 11 月、2001 年 4 月、2004 年 12 月以及 2008 年 2 月完成三次股权筹资和一次债权筹资。以上数次筹资，资本市场均处于相对高位，从而使得公司筹资成本比较低。然而由于公司一贯聚焦于主营业务，所筹得来的资金均取得较好收益，最终实现了公司和股东的双赢。优秀的机会把握能力使公司成为内地少见的、经营稳健的、业绩能够相对稳定增长的科技公司。

客观环境能行。

首先，趋势使然。

其次，我们认为公司与华为相比，还面临着如下难得机遇：

华为的已有成果提升了海外主流运营商对中国公司的认同度；

海外竞争对手特别是诺西和阿朗成本高昂、生存更加困难。

再次，华为的战略客观上会起到促进中兴通讯海外销售的作用，或者，至少说中、华之间的竞争关系并不如外界所看到的那样势不两立。我们认为，中兴与华为既不是冤家也不是兄弟，更类似于“国共合作”，主观竞争，客观合作。这种情形是由两者先天禀赋和战略意图的差异决定的。

竞争是主观的，是来源于相同的历程、禀赋和资源传承：都起家于农村包围城市，都从边角料产品做起，市场策略都具有跟随性烙印，这导致了两家公司产品线过于雷同，最终导致两家公司之间无比激烈的竞争，尤其在国内市场。

合作在某种情形下是客观存在的，是来源于不同的资本禀赋以及由此衍生的公司战略：

华为是一家非上市公司，资金主要依靠内部筹集、供应商占款和银行贷款等运作，因此其有可能采取所谓的“压强”策略，对长期机会或产品进行规模

投入，能够承受由之而来的持续的局部亏损，无论是程控交换机，还是 GSM，还是 WCDMA，等等，华为的目标只有一个：尽快地成为电信设备行业的领导者，“尽快”决定了其非上市地位，非上市地位保证了其战略能够尽快地执行。其经营结果就是要么不赚，要么大赚。

中兴通讯是一家上市公司，资金主要依靠直接融资、供应商占款和银行贷款等运作，虽然，它也有成为全球电信设备的领导厂商的理想，但由于受到股东盈利要求所带来的压力，导致它不可能采取所谓的“压强”策略，而是“全面跟踪，弹性投入”的策略，从而平衡这两方面的矛盾。其经营结果就是小赚不断，缺乏大赚。

以上使双方客观上形成了一种“合作”的状态，尤其在海外市场，这表现在以下几个方面：

对于海外竞争对手而言，“中、华”二字往往连在一起，都被看作来自中国的竞争对手，除非在特定的产品领域；

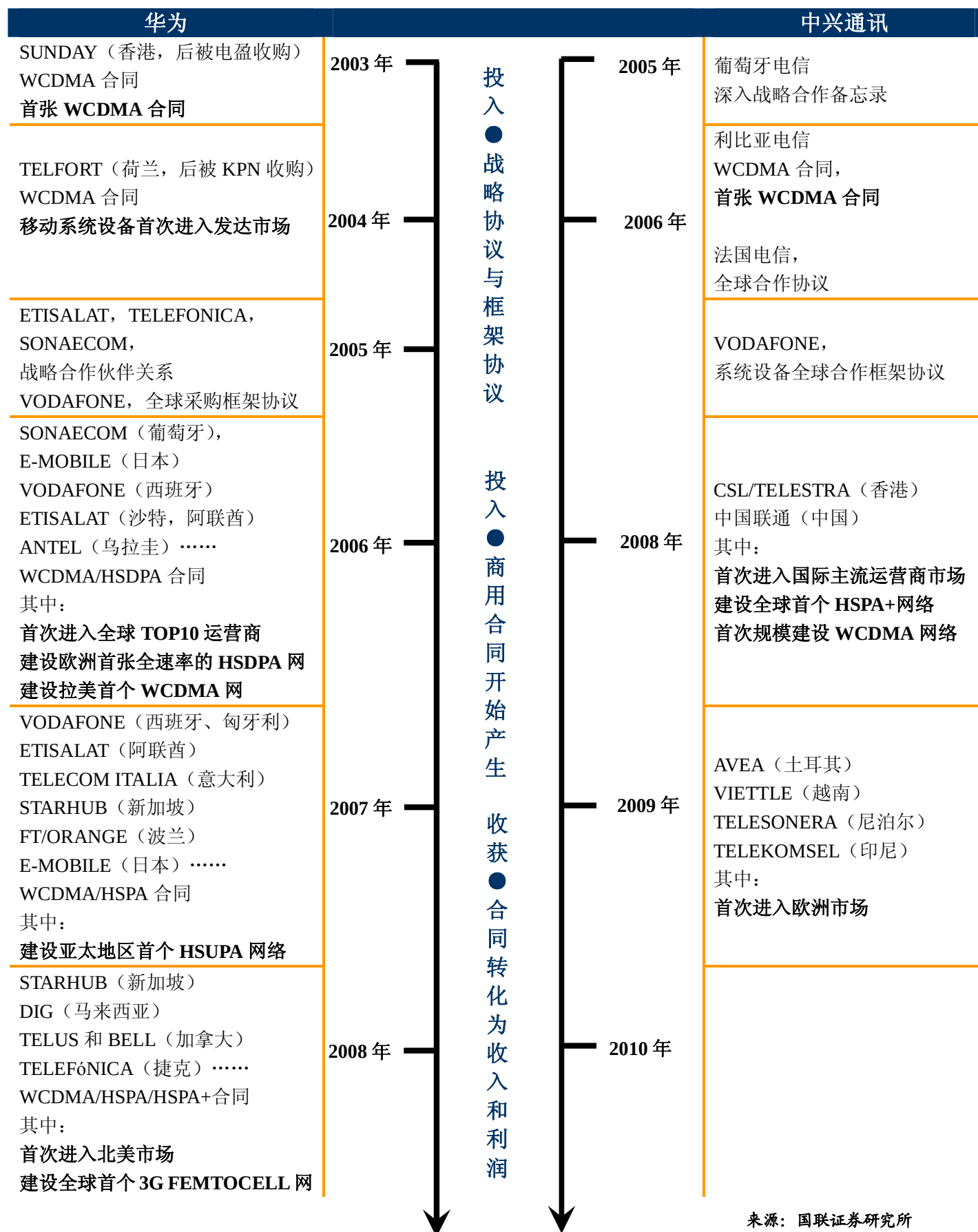
对于海外运营商而言，两者都是“中国制造”，任何一方已有市场突破都有利于另一方的突破，这导致了两者共同争抢海外竞争对手市场份额的热闹场面。而战略及经营策略不同，有时候也导致了两者之间形成借力打力、借刀杀人的情况。以今年中兴通讯在全球 WCDMA 市场突破为例，一方面是天时，一方面是自身努力，另一方面也与华为的竞争战略有关。

年初，TELENOR 和 VERIZON WIRELESS 和 TELECOM ITALIA（美国最大的移动运营商，股东为 VERIZON 和 VODAFONE，规模及影响力均大于 TELECOM ITALIA）分别选择了爱立信、华为和爱立信、阿朗作为 LTE 的供应商。目前，华为紧随爱立信、超越诺西成为全球 WCDMA 增量市场的榜眼，结合华为的战略目标，毫无疑问，阿朗成为 VERIZON WIRELESS 的 LTE 供应商将对其战略目标形成挑战。传统上，通过价格战不断消耗竞争对手利润和现金流，从而压缩竞争对手的研发投入、削弱其竞争力最终消灭是华为的一贯策略。然而，由于华为和阿朗的客户重叠度小（阿朗的主要市场在北美、韩国、法国及其原殖民地地区），因此华为单靠自己无法完成这一目标。此时，中兴通讯在 WCDMA 领域的突破虽然对华为形成威胁，但同时也会对阿朗形成威胁。这种威胁，华为承受得起，阿朗承受不起——如果威胁成功，阿朗将可能最终退缩到北美市场。

以上事例表明，正由于华为的战略以及因此所致的进攻型市场策略，决定了一，华为市场的覆盖范围大于中兴通讯——尤其是进入欧洲之后，少许减缓了与中兴通讯正面竞争的内在动力，导致两者之间竞争烈度比国内市场要低从而有利于产品毛利率的维持；二，吸引了海外竞争对手的火力，客观上减轻了中兴通讯的压力。

中兴通讯正在行。中兴已然抓住了全球经济衰退所带来的战略机遇，跻身全球主流电信设备供应商势成必然。对此，我们早在3月就明确指出：中兴通讯的海外收入有可能超预期。（熊云彩《CSL网络商用，助推规模突破海外高端市场》国联证券 2009.3.31）。现在，这一预期正在转化为现实：今年特别是5月以来，与往年相比，中兴通讯获得海外合同的速度不仅要快，而且影响力也更大：AVEA、VIETTEL、TELIASONERA（SNPL）、TELEKOMSEL均是所在国乃至地区或洲级的主流运营商——这意味着了今后公司的订单转化为销售收入的概率较以前更大、更快，客户更为稳定，市场更为庞大。在此，我们重申我们的观点：CSL和中国联通的WCDMA合同分别证明了产品的适用性和工程实施能力，也就是说，它们是中兴通讯的WCDMA产品进入全球市场的合格证和基础，而经济危机加速了中兴通讯进入WCDMA主流市场的步伐。（熊云彩 吴汇川《淡化主题 回归基本面 通信行业 2009年下半年投资策略》国联证券 2009.6.15）对照华为所走过的路，对此，我们充满信心。

图 3：中兴通讯 vs 华为的 WCDMA 全球之路



来源：国联证券研究所

四、其它疑虑的解答及催化剂

国内设备市场份额稳定，华为零报价所带来的负面影响已经结束，将迎来量利齐升的阶段。首先，根据我们了解，华为内部已处罚了当时负责电信报价的负责人——主要原因是，华为高层认为未来三年全球电信设备市场的主要增长点在中国，零报价虽然压制了竞争对手，但对华为自身的伤害更大。可以预见，未来国内市场的价格竞争将趋于正常。其次，设备市场的跑马圈地已经结束，设备商没有动力也不可能通过大跳楼的方式获得更多的市场份额。再次，与此同时，设备商已经将其价格压力向上游元器件供应商转移，根据我们了解，其采购价格的跌幅与设备销售价格的跌幅基本相若。最后，我们认为，明后两年，为了完善及优化网络，运营商的资本开支仍将保持在目前水平。综上所述，今后两年，公司的产品尤其是移动设备将迎来量利（毛利率）齐升的阶段——销售收入较 2G 时代大，毛利率较 3G 首期招标时要高。

数据卡业务是中兴通讯打赢“平津战役”的小推车。同样作为上市公司，同样受到股东短期利益的压力，为什么欧美厂商日落西山，而中兴通讯却能基本保持平稳向上的发展势头呢？我们认为，除了行业发展趋势以外，公司愿意做一些他人不屑做的“小业务”与“小产品”是一个重要的原因。这些“小业务”与“小产品”往往给公司带来高毛利和充足的现金流从而使公司有可能在正面的主设备战场上与竞争对手拼价格刺刀，这些“小业务”和“小产品”就是中兴通讯打赢“淮海战役”以及正在进行的“平津战役”的小推车：前有小灵通，现有数据卡。我们预测，今明两年，数据卡业务将分别给公司带来 22.5 亿和 19.5 亿毛利。这将给公司在海外攻城略地提供充足的子弹。

或将出售刚中电信的股权。今年 3 月，根据外电报道。MTN 有意收购公司所持有的刚中电信股权。我们认为，在价格合适的情况下，公司有可能将其出售。

五、投资建议

维持“推荐”评级，合理股价 38-45 元。我们保守预测公司 2009-11 年的主营收入为人民币 572.18 亿元、697.44 亿元和 851.55 亿元，复合增长率为 24.3%；营业利润为 17.00 亿元、24.15 亿元和 30.45 亿元；复合增长率为 34.7%；净利润为 21.45 亿元、27.05 亿元和 32.03 亿元，折合每股收益为 1.23 元、1.55 元和 1.83 元，复合增长率为 24.5%。

PE 与市场平均水平比较法估测。根据统计发现，自 2002 年以来，公司的静态市盈率均值为 33 倍，较同期沪深 300 指数高 32.8%。其中仅在 2002 年 5 月至 2004 年 7 月显著低于沪深 300 指数，我们认为主要是补跌因素以及当时发行 H 股所导致的市场压力。即便在 2008 年下半年公司股价大跌，其市盈率仍显著高于市场平均水平。

根据我们的中期策略估算，今年下半年，市场的波动区间大约在 2400-3300 点，对应市盈率为 20-28 倍，则中兴通讯所对应的静态市盈率大约在 26-37 倍，以 2008 年每股收益 0.95 元（摊薄）计算，则合理股价大约在 24.7-35.2 元。考虑到越接近年底，市场估值基准从静态向动态转移，那么以 2009 年每股收益考虑，则合理股价为 32.0-45.5 元。

图 3：中兴通讯与沪深 300 指数市盈率估值比较



来源：WIND，国联证券研究所

PEG 法估测。我们可以确定，公司未来三年进入稳定增长期，以 2009 和 2010 年的每股收益为基准（考虑到下半年到明年上半年的估值预测会以本年度和下年度为基准）， $PEG=1$ ，则合理股价为 30.1-38 元，如以 2010 年的每股收益为基准， $PEG=0.9$ ，则合理股价为 30.1-34.2 元。

综合考虑，我们认为，公司合理股价为 32-35 元（短期），38-45 元（中期）。

六、风险提示

全球宏观经济滞胀的风险。全球经济仍不排除出现滞胀的可能。如是，全球电信设备市场的空间将继续收缩，新兴市场也不例外。事实上，根据我们了解，今年上半年，华为的海外收入同比也出现了下降。因此，如果全球经济重新陷入衰退乃至滞胀的话，对于公司仍会有较大的负面影响。

汇率波动所带来汇兑损失风险。如果美元出现大幅波动，尤其是美元贬值，将使公司面临汇兑损失的风险。

市场系统性风险。

利润表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	34,777.18	44,293.43	57,217.65	69,744.19	85,154.59
主营利润	11,492.37	14,385.04	18,250.59	21,952.20	26,394.82
销售费用	4,395.13	5,312.52	6,751.68	8,090.33	9,792.78
管理费用	1,777.55	2,099.72	2,746.45	3,347.72	4,087.42
研发费用	3,210.43	3,994.15	5,435.68	6,625.70	8,089.69
财务费用	494.37	1,308.25	1,258.79	1,115.91	1,021.86
营业利润	1,000.75	1,245.39	1,699.97	2,414.52	3,045.05
营业外收支差额	726.98	1,017.15	1,017.15	1,017.15	1,017.15
利润总额	1,727.73	2,262.54	2,717.12	3,431.67	4,062.20
所得税	276.28	350.61	434.74	549.07	649.95
净利润	1,252.16	1,660.20	2,141.98	2,705.28	3,202.35
每股收益 (元)	1.30	1.24	1.23	1.55	1.83

资产负债表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	6,483.17	11,480.41	10,332.37	10,848.98	11,391.43
应收账款	7,098.95	9,972.50	12,587.88	15,343.72	18,734.01
存货	5,363.43	8,978.04	8,070.27	9,898.81	12,171.66
其他	11,541.11	12,245.16	12,857.42	14,786.03	15,525.33
流动资产合计	30,486.66	42,676.10	43,847.94	50,877.54	57,822.43
固定资产	3,038.06	4,103.08	4,718.54	5,662.24	6,511.58
其他	5,648.37	4,086.75	4,291.09	4,720.20	4,956.21
非流动资产合计	8,686.44	8,189.83	9,009.62	10,382.44	11,467.79
资产总计	39,173.10	50,865.92	52,857.56	61,259.98	69,290.22
短期借款	2,893.86	3,882.48	5,809.99	6,330.18	7,104.22
应付账款	7,856.24	9,495.95	11,443.53	13,948.84	15,327.83
其他	10,188.56	16,618.41	12,297.56	15,083.90	17,388.09
流动负债合计	20,938.65	29,996.84	29,551.08	35,362.92	39,820.13
长期借款	2,085.23	1,292.55	1,227.92	1,166.52	1,108.20
其他	3,260.81	4,392.99	4,612.64	4,382.01	4,601.11
非流动负债合计	5,346.04	5,685.54	5,840.56	5,548.53	5,709.31
负债合计	26,284.69	35,682.37	35,391.64	40,911.45	45,529.44
归属母公司权益	12,137.16	14,249.54	16,391.52	19,096.81	22,299.16
其他	751.25	934.00	1,074.40	1,251.72	1,461.62
所有者权益合计	12,888.41	15,183.55	17,465.92	20,348.53	23,760.78

估值表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	49.8%	27.4%	29.2%	21.9%	22.1%
主营利润增长率	46.8%	25.2%	26.9%	20.3%	20.2%
营业利润增长率	151.4%	24.4%	36.5%	42.0%	26.1%
净利润增长率	63.3%	32.6%	29.0%	26.3%	18.4%
主营利润率	33.0%	32.5%	31.9%	31.5%	31.0%
营业利润率	2.9%	2.8%	3.0%	3.5%	3.6%
净利润率	4.2%	4.3%	4.0%	4.1%	4.0%
净资产收益率	11.3%	12.6%	13.1%	14.2%	14.4%
总资产收益率	3.7%	3.8%	4.3%	4.7%	4.9%
市盈率 (倍)	21.6	22.7	22.9	18.1	15.3
市净率 (倍)	3.8	3.2	2.8	2.4	2.1

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

附：

电力与电信，差异化引发的启示¹吴汇川²

现代电信业与电力行业发轫于 19 世纪下半叶，其代表人物和事件分别是莫尔斯与电报、贝尔与电话的诞生以及爱迪生与电灯/发电厂、蒂斯拉与交流电电力传输系统的诞生。作为第二次工业革命的重要组成部分，它们的意义和影响是深远的。仅就企业而言，贝尔与爱迪生以及他们的发明分别造就了“贝尔系”和通用电气两支巨擘（事实上，电话也是爱迪生众多发明中的一项。在 1879 年两者曾以公开实验的方式进行比较，结果证明爱氏电话的清晰度要强于贝氏电话。若干年后，法院判决贝尔是电话的发明人，而爱迪生则使之实用化。最后两者还在英国合资建立了电话公司）。但是，在它们一个多世纪的历史进程中，由于种种原因，其发展轨迹大不相同。今天，信息业（IT 业）与电信业的融合正在加速，电信行业未来的方向又在哪里？本文期望通过电力与电信的行业特征的比较给予大家一些启示。

一 从理论逻辑角度分析。

任何行业之所以存在，是因为其必然满足人类生产生活的某一方面的需求，需求决定了供应的产生、质量和数量。因此从需求及供应两个角度理顺某个行业产业链与价值链是进行逻辑分析的基础。

电信的需求实质是一种信息需求，分三个层次：数据（DATA）、信息（INFORMATION）和知识（KNOWLEDGE）。这种需求的本原是对知识的获取，其过程是对数据的提取筛选得到信息，通过对于信息的整理得到知识。电力的需求实质是一种能量需求。其需求本质是一种能量供应，这种能量供应是一种间接性需求，通常是将电能转化为其它能量形式，譬如热能、光能、声能等以满足人类的需要。因此，两者的目的都是为了提高信息或能量的使用效率，不同的是前者能以点对点形式地直接利用，后者通常不能。是否能够以点对点形式的直接利用导致供应形式具有不同的特征。

电信的供应通常是单个/多点信息源（供应方）对单个/多点信息源（需求方），且部分需求与供应从个体角度而言呈动态转化的形式，譬如打电话，一般是一个人向另一个人打电话，而不是一人对成千上万个人打电话（当然，从信息角度，广播电视等媒体通讯业也可划为电信业，这个问题将在下文谈到）；以及，今天甲方给乙方打电话询问事情，甲方是需求方，明天或许正好相反甚至在打电话的过程中都可以呈现出动态变化的特征。而电力的供应通常是一个能量源（供应方）对多个用户（需求方）——少数直供电（类似于

¹ 本文发表于《中国电信业》2005 年第 7 期，发表时略有删改。

² 吴汇川，现就职于国联证券研究所，所长助理，高级研究员，曾先后就职于上海贝尔、华为技术、西南证券和香港时富金融服务集团，先后从事电信及互联网行业战略分析和宏观策略分析。

铝电联产)行业、企业例外,而且这种需求和供应通常是单向的,譬如一家电厂发的电同时供应成千上万个用户。

基于以上的不同,电信与电力行业产业链的构成与发展就具有各自的特征(见图1、图2)。

图1 电信业:

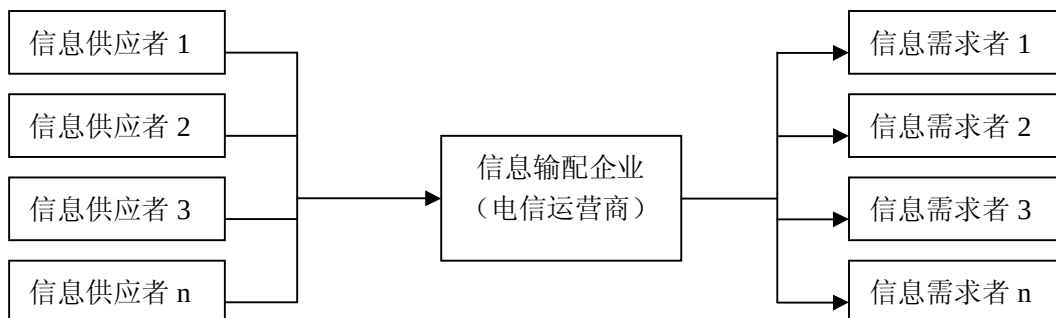
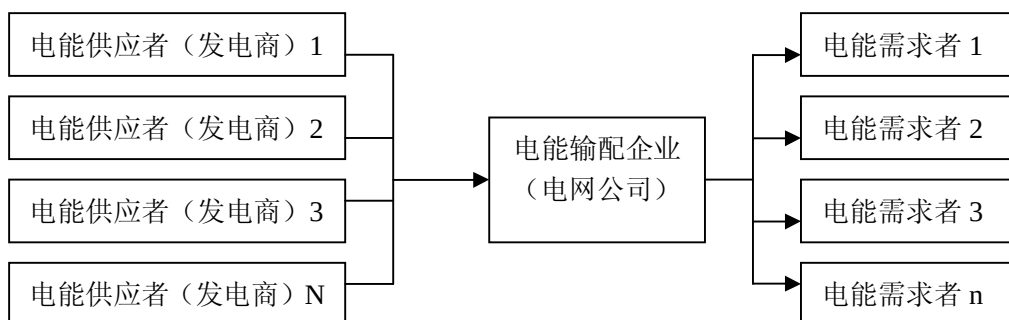


图2 电力业:



其中, n 相对数量庞大且是动态并持续增长的, N 相对是静态的且有限(我国全国性的主要的独立发电商仅5家),而中间环节的信息或电力输配企业数量一般有限(我国全国性输配电企业仅2家,全国性电信运营商6家)。

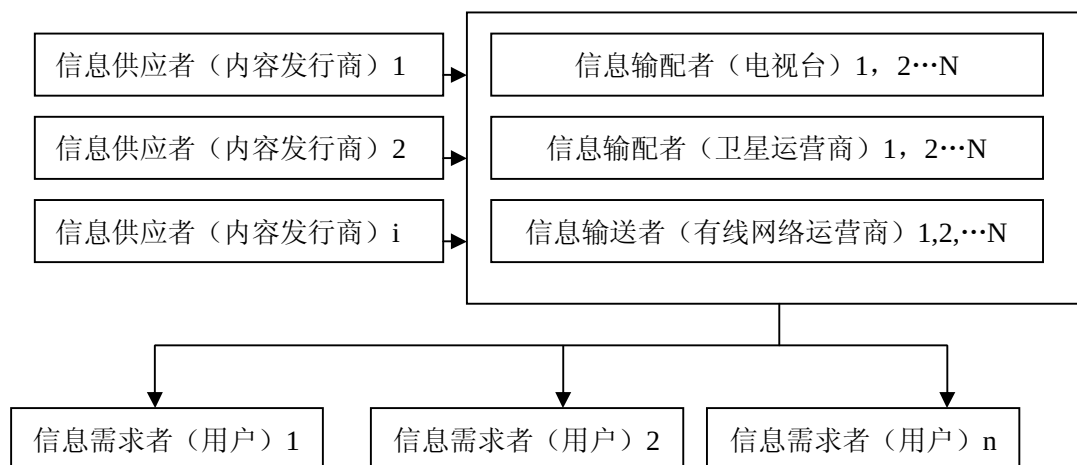
通过以上分析我们可以发现,理论上,电信运营业和电力运营业的侧重点或者说价值产生的点应该是不同的。前者仅体现在信息输配上,也就是信息平台及传输建设,后者除了电能输配外,还体现在电能供应即发电上。之所以如此,原因很简单,因为信息的需求是个性化的,且这种个性化是非同质且不能简单叠加,这决定了供应内容必须个性化。而能源的需求则不同,虽然其需求是个性化的,但这种个性化是同质的且可叠加,这就决定了其供应的单一性。

二 从实证角度分析。

电信技术自诞生应用以来,出现了两支分支,一是广播电视业,一是传统意义上的电信运营业。前者的产业链及价值体现区间与电力业类似但又具有文化出版业的特征,其中 i

具有数量众多，呈现完全竞争的特点，N 具有数量有限，呈现垄断的特点，n 数量庞大且动态增加（见图 3）。首先是制播分离。即信息内容的供应与信息内容的输配分开，两者是一种买卖或合作的关系，一般情况下是后者以现金或广告时段作为支付方式向前者购买信息内容并向最终用户销售（播放）。需要指出的是，目前，制播分离主要出现在电视剧等文娱节目中，新闻等广播电视的基础内容仍采取的是制播一体的方式。由于历史原因，当前有线电视网络是各地广电局自己建设，因此中国缺乏一个全国性的有线电视网络。因此，信息输配者的角色又被分割成三个层次：电视台、卫星运营商（譬如中国卫通）和有线网络运营商，其中电视台与有线网络运营商有很强的关联关系。内容发行商首先将信息出售给电视台，电视台可以以有线或无线方式直接向用户销售，同时通过卫星运营商转售给异地的电视台或有线网络运营商，再由它们销售给用户。

图 3 广播电视业（以有线电视为例，）:



因此，广播电视业与传统意义上的通信业的价值链是不同的，后者相对单一地体现在信息的传送中，特别是在个人对个人业务为主导的情况下（譬如电话、电报）。

另一方面，电力技术自诞生应用以来，以爱迪生电灯公司——通用电气为例，虽然一开始由于为了推广电灯的使用，爱迪生建立了发电厂，但是由于竞争以及电力应用的扩大（有点类似中国联通为了推广 CDMA 业务而向手机制造商垄断购买终端设备并亲自展开分销业务，不过与电力行业不同，两者的因果关系正好相反）——这大部分也是出于爱迪生及其性格爱好原因，发电与输配和终端使用逐渐分离，而这最终导致了电的广泛应用和电力业的巨大发展。

以上是电信包括广电和电力发展史上呈现的不同特征。

而 90 年代以来，互联网的迅速普及使电信产业逐渐出现了一些新的业务和特征。首先是信息技术业（IT）与电信业之间的交叉。以思科为例，它自 80 年代成立以来首先是一家个人信息设备与企业信息设备方案的提供商。不过，由于创始人的背景，它敏锐地把握了互联网的实质：互联网的本质就是信息的交换。而信息的交换这一特点是所谓的专网和公网所共有的，而公网的目的是为了专网（广义上，专网不仅可指企业专网，也可将自然人

囊括进去，譬如一个家庭在一个地点之间进行的信息交换。如，谈话聊天就可以看作是一个专网）之间的信息交换。根据这一理念，思科迅速地从专网领域切入了公网领域并取得了垄断地位。与此相反的是，在 90 年代初期，盖茨仍将互联网视作一种玩具，宣称个人电脑的应用仍将以自身的信息处理为主，导致其软件设计思想仍是封闭式的，没有及时地转向互联网应用。虽然几年后他改变了这一观点，但机会总是转瞬即逝，微软很遗憾地没有在互联网时代取得象 PC 时代的绝对垄断地位。其代表作——视窗操作系统停留在个人计算机的桌面上，而在浏览器、多媒体播放器、娱乐等领域却不断冒出强劲的竞争对手。

在两种行业融合的过程中，电信业逐渐呈现出四个特点。第一是信息业向电信业渗透快于电信业向信息业渗透，第二是终端渗透强度高于系统设备方案渗透强度，第三是终端融合和变革带动系统融合和变革，第四电信与广电的融合，特别是电信企业的业务和特征发生深刻的变化——IPTV 就是一个典型案例。此外，这种融合给制造业所带来的变革之一就是所谓的“电信设备制造商”转型为“方案提供商”。

在环境变化的过程中，电信运营商和电信方案提供商面临着新的挑战，其只有正确认识这种融合特别是把握电信业的本质，做自己该做的事，发挥自身的核心竞争力，方能取得生存和业务的增長。否则，整个行业及企业的效率将受到损失、收益将不断下降，而且从宏观上看整个社会发展将出现迟滞。

目前，中国电信运营商的新兴数据业务（非话音业务）的概念多而实际应用少以及收益不如期望外，除了竞争不充分等制度缺陷外，一个重要原因就是运营商做了自己不该做的事——将信息输配的垄断延伸到信息供应的垄断。假如电力企业垄断了电力应用，假如电话和手机仍然只能通过电信运营商进行销售，那么电力就不会象今天那么普及，中国移动也不会在短短十多年成为世界第一大运营商。然而当前的现象与十多年前中国电信垄断电话机销售十分类似，只是这种垄断更加可怕，它从系统对终端的硬件垄断延伸到了硬件对软件（信息）的垄断。

由于数据业务的发展和信息输配的垄断地位，电信运营商出于保证自身利润的目的，扼住内容供应商的“咽喉”并向内容供应这一领域渗透。但正如理论逻辑角度所述，由于信息内容的个性化和无限扩展与创新的特点决定了电信运营商无法将信息内容的供应一网打尽，而且由于电信运营的垄断性和公益性也决定其创新特别是应用速度是非常缓慢的。因此对于电信运营商而言，特别是在目前以 IPTV 为代表的电信与广电融合的趋势下，应该完全放弃内容建设，而要牢牢抓住“信息输配”的环节，增强自己的比较优势。事实上，虽然 NTTDoCoMo 所倡导的内容定制的数据盈利模式获得了不菲的成功，但从长远看，电力行业的自由地终端选择以及广电的制播分离的成功更具有广泛意义——其成功的哲学基础就是“自由开放”这一价值观的现实反应。同时，电信方案供应商必须并只能倡导“更有效率地进行信息整合和传输”的理念，才能与电信运营商产生良好的互动，同时在信息技术业和电信业融合过程中，与信息技术业厂商的博弈中建立自身的比较优势。

总之，未来的电信运营商（包括原广电系统的网络运营商）的任务是稳定、可靠、及

时、正确、便利地保障各类信息供应，其核心竞争力应体现在信息（数据）的整合、传输即提升信息输配的效率而不是信息的供应。正如哈佛大学教授约瑟夫·奈所言，信息革命的关键特征不是通讯速度的改变，而是信息成本的大幅下降，正是这一特征，促成信息的广泛分享和自由传播。

同时，未来的政府监管也应顺应这一趋势（图 4）。

图 4 未来通信产业分工及监管：

