

通信传输设备

赵军华

010-66276915

zhaojunhua@cjis.cn

中兴通讯

000063

强烈推荐

短线投资可攻可守，中长线投资价值彰显

我们在中期策略报告《短线关注中报业绩，中长线投资把握大趋势变化》中，将中兴通讯作为下半年重点推荐的三公司之一；当前大盘出现较大调整，未来方向如何亦难准确判断。我们认为，中兴通讯由于本年业绩快速增长确定，且未来成长性良好，在大盘调整期，无论从短线投资还是中长线配置角度，其投资价值尤其值得关注。

投资要点：

- 国内设备市场今年高度景气，预计明年无线设备可能下滑，但固网、手机市场则仍将快速增长：预计移动网络投资 2009-2010 年增长率分别为 45%、-17%；固定网络投资增长率为 29%、21%；手机销量增长率为-1.6%、21.6%。
- 从海外市场来看，整个通信设备行业预计最晚在 2011 年恢复到 2007 的增长率水平，而部分优秀厂商则可能最快在明年就重新恢复快速增长。海外运营商目前基本面仍强，恢复投资仅时间问题；从 98 年的经济危机看，设备行业 1-2 年完全复苏；目前设备行业见底迹象明显，国际设备商二季报美国市场已经重现增长。
- 中兴在国内的 3G 时代市场份额大幅改善；且在海外市场近年份额持续增长，借助危机反而在成熟市场实现一定突破。公司在 TD、CDMA 产品的份额国内第一，在 WCDMA 的份额也位列前三；从 07 年到 08 年，中兴全球份额从 2.69% 上升到 3.41%；进入 09 年，公司在美国、香港、法国、土耳其等运营商都取得一定突破。
- 我们对中兴通讯 09-2010 年国内收入增长率的预测为 72.53%、3.57%，海外收入增长率为 9.17%、43%，推动收入总体增长 34.23%、22.99%。由于无线设备毛利率的变化，09 年毛利率预计出现下降，但 2010 年则出现明显回升，预测公司综合毛利率 2009-2010 年为 32.8%、33.3%。
- 预测公司 09-2011 年的净利润增长率为 39.3%、33.3%、28.9%，对应的 EPS 1.32 元、1.77 元、2.28 元。考虑到海外收入预测的不确定性和重要性，我们进行敏感性分析，更为保守的预测 09-2010 年 EPS 为 1.29 元、1.53 元。
- 从公司的 A/H 股溢价、与大盘的涨幅比较来看，公司当前的股价仍具防御性；我们采用 PE 估值，给予公司的合理价值区间为 38.25 元-44 元。维持强烈推荐的投资评级。

风险提示：明年国内市场下滑高于预期，海外市场恢复低于预期

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	44293	59455	73124	90907
同比(%)	27%	34%	23%	24%
归属母公司净利润(百万元)	1660	2312	3083	3974
同比(%)	33%	39%	33%	29%
毛利率(%)	33.4%	32.8%	33.3%	33.5%
ROE(%)	11.7%	14.2%	16.4%	18.0%
每股收益(元)	0.95	1.32	1.77	2.28
P/E	33.77	24.25	18.18	14.10
P/B	3.93	3.45	2.98	2.54
EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价： 44.00 元

当前股价： 32.10 元

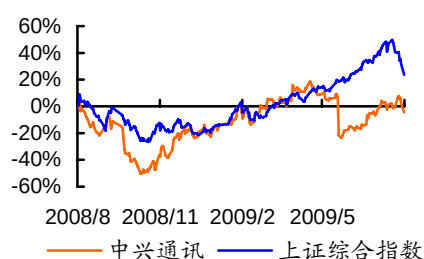
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2870.63
总股本(百万)	1831
流通股本(百万)	1759
流通市值(亿)	565
EPS (TTM)	0.92
每股净资产(元)	8.29
资产负债率	70.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中兴通讯	0.91	15.34	30.70
上证综合指数	-10.00	8.52	23.76



相关报告

《中兴通讯-09 年一季报业绩符合预期，国内市场成为增长主要驱动》2009-4-23

《中兴通讯-08 年业绩符合预期，未来仍将稳健增长》2009-3-20

目 录

一、国内市场空间展望	4
1. 运营商的移动网络投资	4
1.1. 对运营商移动网投资的主要逻辑和假设	4
1.2. 对运营商移动网投资的预测	5
2. 运营商的固定网络投资	6
3. 国内手机市场未来展望	7
二、海外市场空间展望	8
1. 海外运营商基本面仍强，恢复投资仅时间问题	8
2. 从历史经验看设备业从衰退到复苏的时间间隔	9
3. 海外宏观经济已见底，明年将实现回暖	11
4. 海外设备市场已显回暖，明年将恢复增长	11
4.1. 从国际设备商 09 年 2 季报看海外市场	11
4.2. 国外厂商及市调公司对海外市场的复苏保持乐观	12
4.3. 总体结论	13
三、国内市场竞争格局变化	13
1. 中兴通讯占中移动 3G 设备的份额提升至第一	13
2. 中兴通讯占中电信 C 网的市场份额保持第一	14
3. 中兴通讯在联通 WCDMA 的市场份额保持优势	14
四、海外市场竞争格局展望	15
1. 中兴、华为等中国厂商的市场份额持续增加	15
2. 爱立信收购北电，将对行业格局产生深远影响	16
3. 中兴通讯未来将提升全球竞争位次	16
五、中兴通讯业绩预测	17
1. 收入预测	17
1.1. 国内市场收入	18
1.2. 海外市场收入	20
2. 毛利率预测	20
2.1. 国内市场毛利率	20
2.2. 海外市场毛利率	21
2.3. 综合毛利率	21
3. 净利润预测	21
4. 敏感性分析	21
六、估值和投资建议	22
1. 估值	22
1.1. 与大盘比较，公司股价具安全性	22
1.2. 从 A/H 股溢价来看，公司股价具良好防御性	23
1.3. 估值	24
2. 投资建议	25

图 表 目 录

图表 1: 诺基亚各年收入变化	10
图表 2: 摩托罗拉各年收入变化	10
图表 3: 爱立信各年收入变化	10
图表 4: 阿尔卡特朗讯各年收入变化	10
图表 5: 北电各年收入变化	10
图表 6: 2007 年中国移动 GSM 网招标各厂商份额	13
图表 7: TD 三期招标各厂商市场份额	13
图表 8: 2007 年中国联通 CDMA 网招标各厂商份额	14
图表 9: 中国电信 CDMA 一期各厂商市场份额	14
图表 10: 中国联通 WCDMA 一期招标各厂商份额	14
图表 11: 全球主要通信设备商近年市场份额变化	15
图表 12: 中兴通讯和大盘股价变化比较	22
表格 1: 中国移动 2009-2010 年移动网络投资预测	5
表格 2: 中国电信 2009-2010 年移动网络投资预测	5
表格 3: 中国联通 2009-2010 年移动网络投资预测	6
表格 4: 国内 2009-2010 年移动网络投资预测	6
表格 5: 国内 2009-2010 年固定网络投资预测	7
表格 6: 国内 2009-2010 年手机销量预测	8
表格 7: 海外运营商 09 年经营情况一览	9
表格 8: IMF 对世界经济 2009-2010 年的预测	11
表格 9: 爱立信各区域收入增长情况 (同比增长率)	11
表格 10: 诺基亚西门子各区域收入增长情况 (同比增长率)	11
表格 11: 阿尔卡特朗讯各区域收入增长情况 (同比增长率)	12
表格 12: 有关国外厂商或机构对海外市场的预期和判断	12
表格 13: 中兴通讯近期在欧洲等成熟市场运营商取得的订单	17
表格 14: 中兴通讯 2009-2010 年国内无线设备产品收入预测	18
表格 15: 中兴通讯 2009-2010 年国内手机产品收入预测	19
表格 16: 中兴通讯 2009-2010 年国内各产品收入预测	19
表格 17: 中兴通讯 2009-2010 年海外收入预测	20
表格 18: 中兴通讯 2009-2010 年国内毛利率测算	20
表格 19: 中兴通讯 2009-2010 年综合毛利率预测	21
表格 20: 对海外业务收入的敏感性分析	22
表格 21: 中兴通讯 PE 和大盘比较	23
表格 22: A/H 股上市公司溢价情况	23

一、国内市场空间展望

本部分将从运营商的移动网络投资、固定网络投资以及国内的手机需求等三个方面去研究国内通信设备市场的空间。需要说明，运营商的移动网络投资对应中兴通讯的无线设备需求，固定网络投资对应中兴通讯的光通信设备以及数据通信设备等。

1. 运营商的移动网络投资

1.1. 对运营商移动网投资的主要逻辑和假设

预测逻辑

我们认为，对运营商的网络投资预测，主要逻辑如下：

1、运营商建网的战略：中国联通、中国电信都具备快速建网的需求；中国移动在 TD 网的投资也将被拉动。也正是由于以上考虑，运营商具有将 CAPEX 在 2009 年集中释放的需求，但接下来的关键在于从网络建设进度方面是否能在 09 年集中完成。

2、运营商建网的进度：运营商建网的步骤主要包括规划、选址、设备、调试、优化等；从技术上来说，网络建设在 1 年内基本能够完成。

3、运营商建网的阶段：正常而言，3G 网络的建设服从网络初建和扩容增建两个阶段，但由于电信、联通发展用户的迫切性，以及对网络质量的更加关注，预计扩容增建阶段将有所提前，两阶段特征也将有所淡化。**这也意味着在 2009 年运营商 3G 网络投资的高峰期后，并不会必然出现一个波谷，而更大的可能性是更平稳的放缓。**

预测假设

我们对中国移动、电信、联通等三家运营商的资本开支预测假设如下：

1、中国移动：(1)、预计伴随 2G 用户增速的放缓，2G 投资将有所降低；(2)、3G 投资在 2007 年进行 1 期，2008 年 2 期，2009 年 3 期，到 2009 年底覆盖 70%；预计 2010 年将进行 4 期，但考虑到 09 年底覆盖率已经较高，2010 年的投资将有所放缓。

2、中国联通：预计 2009 年底将完成 300 个城市的覆盖，主体投资部分基本完成，因此在 2010 年之后规模将有所减少。

3、中国电信：预计 2009 年 2G 补覆盖主体部分基本完成，且 3G 投资在 09 年底覆盖 98%，主体部分也基本完成，因此预计 2010 年后投资进度将有所放缓。

1.2. 对运营商移动网投资的预测

我们分别对中国移动、中国联通、中国电信等三家运营商的移动网络投资进行预测，结果如下所示。

中国移动

如下表所示，中国移动的无线网络投资在 2009 年由于 3G 投资的加速，达到阶段性高点，由于预计 2010 年 2G、3G 的投资都将有所降低，使得总体的无线投资有所下滑。

表格 1: 中国移动 2009-2010 年移动网络投资预测

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
2G 投资	CAPEX 小计	870	1051	1363	1339	1326
	增长率	21.68%	20.80%	29.69%	-1.76%	-1%
	移动用户 (亿户)	3.01	3.69	4.57	5.17	5.57
	CAPEX/用户 (元)	289	285	298	259	238
	CAPEX 小计	0	100	200	550	330
3G 投资	3G 投资城市覆盖				70%	
	TD-scdma1 期		100	50		
	TD-scdma2 期			150	150	
	TD-scdma3 期				400	180
	TD-scdma4 期					150
合计		870	1151	1563	1889	1656

资料来源：中投证券研究所（单位：亿元）

中国电信

表格 2: 中国电信 2009-2010 年移动网络投资预测

		2008 年	2009 年	2010 年
2G 投资	CAPEX 小计	150	400	250
	CDMA 招标 1 期	100	200	50
	CDMA 招标 2 期	50	100	50
	CDMA 招标 3 期		100	50
	CDMA 招标 4 期			100
3G 投资小计		0	100	100
3G 投资城市覆盖			98%	
合计		150	500	350

资料来源：中投证券研究所（单位：亿元）

如上表所示，中国电信在重组后加大了对移动网络的投资，主要是对 CDMA 网络进行扩容和优化，也使得 2009 年的 2G 投资将达到近 400 亿元，由于 CDMA 的技术从 2G 升级到 3G 为平滑过渡，因此在 3G 投资上要少于移动和联通。

由于中国电信对于原联通 CDMA 网络的扩容和优化主体部分在 2009 年完成，且 3G 投资的覆盖率在 09 年底预计将达到 98%，因此预计 2010 年中国电信的移动网络投资将所有降低，但从绝对量上仍然保持在景气阶段。

中国联通

如下表所示，中国联通在重组和 3G 发牌后加大了对移动网络的投资，也使得 2009 年的投资出现爆发性的增长，但预计在 2009 年投资的高峰出现后，2010 年的无线投资将有所下滑。

表格 3: 中国联通 2009-2010 年移动网络投资预测

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
2G 投资	CAPEX 小计	215	257	466	386	348
	增长率	23.49%	19.63%	81.12%	-17.09%	-10%
	移动用户 (亿户)	1.06	1.21	1.33	1.59	1.76
	CAPEX/用户 (元)	203	213	349	243	198
3G 投资	CAPEX 小计			0	387	270.9
	3G 投资城市覆盖					
合计 (亿元)		215	257	466	773	618

资料来源：中投证券研究所（单位：亿元）

总结

我们对国内移动网络投资的预测如下表所示，2009 年投资增长 45.13%，而 2010 年则将出现同比下滑 17.02%。

需要说明，重组和 3G 两个因素使得运营商的移动网络投资从 2008 年开始加速增长，而在 2009 年则达到阶段高点。

由于 3G 时期竞争格局的变化，以及中国联通和电信对 3G 发展的期望值提高，运营商有可能将 3G 后续的扩容和优化工作提前进行，这使得 2010 年的投资虽然相比 2009 年将同比下降，但却仍然保持在景气的高点。

表格 4: 国内 2009-2010 年移动网络投资预测

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
移动网络投资	889	1085	1408	2179	3162	2624
增长率		22.03%	29.79%	54.72%	45.13%	-17.02%

资料来源：中投证券研究所（单位：亿元）

2. 运营商的固定网络投资

我们认为，后 3G 时期，中国移动由于在移动运营领域受到中国联通、电信的有力挑战，而不得不寻找新的业务增长点；同时，考虑到今后电信网络和业务的发展方向为 FMC（移动、固网融合）；这种种因素将使得中国移动加大对固定网络的投入。而中国移动通过铁通这个平台，也获得了固网经营的牌照，这也使得其从事固网业务成为可能。

中国移动对固网领域的加大投入，将使得整个固网竞争领域发生重要的变化，中国电信、联通作为传统的固网运营商，面对中国移动的挑战，必然采取跟进的策略。

总体而言，由于整个固网竞争形势的微妙变化，以及未来 FMC 的发展方向，固网的投资很有可能在 2010 年成为继 3G 无线投资后的又一增长领域，我们对固网投资的预测如下表所示：

表格 5：国内 2009-2010 年固定网络投资预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国移动				100	200
增长率					100%
中国电信	491	464	484	508	585
增长率		-6%	4%	5%	15%
中国联通	265	207	239	327	343
增长率		-22%	15%	37%	5%
合计	756	671	723	935	1128
增长率		-11%	8%	29%	21%

资料来源：中投证券研究所（单位：亿元）

3. 国内手机市场未来展望

我们认为，手机的销量主要取决于两个因素：新增用户的购机需求；存量用户的换机需求。一方面，运营商的新增用户必然会购买手机，这带来了对手机的需求；另一方面，大量的已经拥有手机的用户，会存在更换手机的需求，而这种情况是手机用户普及率较高以后的主流需求。

我们也正是基于以上逻辑，首先对国内的移动用户进行预测，并在此预测的基础上对未来的手机销量进行预测。预测结果如下表所示。

需要说明，2009 年手机销量相比 2008 年有所下滑，其中的主要原因为 GSM 手机的下滑；但由于电信加大对于 CDMA 用户的发展，相应带来 CDMA 手机销量的大幅增长；3G 用户在 2009 年开始发展，也带来 TD-SCDMA、WCDMA、CDMA2000 等手机销量的增长。

对于 2010 年而言，2G 的 GSM 手机、CDMA 手机的销量都因用户发展的增速放缓以及用户向 3G 的迁转而出现下滑；但 3G 用户的发展带来对 3G 手机的需求，使得总体销量仍然能够保持增长。

总体来看，国内的手机销量在 2009 年预计达到 1.6 亿部，相比 2008 年下滑 1.61%；而 2010 年的手机销量则增长 21.64%，达到 1.9 亿部。

表格 6: 国内 2009-2010 年手机销量预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
GSM 用户	489.86	590.62	676.52	732.35
净增用户	82.79	100.75	85.90	55.84
GSM 手机销量	139.05	139.94	121.34	109.96
CDMA 用户	41.93	27.91	50.43	66.82
净增用户	5.43	-14.02	22.52	16.39
CDMA 手机销量	10.08	8.29	25.31	21.94
小灵通用户	84.23	67.38	10.30	1.99
净增用户	-5.91	-16.85	-57.08	-8.31
小灵通手机销量	15.00	14.02	3.74	1.71
TD 用户	0.00	0.37	6.03	26.10
TD 手机销量	0.00	0.37	2.83	20.67
WCDMA 用户	0.00	0.00	4.52	26.10
WCDMA 手机销量	0.00	0.00	2.26	22.03
CDMA2000 用户	0.00	0.00	4.52	22.37
CDMA2000 手机销量	0.00	0.00	4.52	18.30
合计	164.13	162.62	160.00	194.61
增长率		-0.92%	-1.61%	21.64%

资料来源: 中投证券研究所 (单位: 百万户/部)

二、海外市场空间展望

我们对通信设备海外市场的研究将主要按照如下逻辑进行: 首先, 研究当前海外运营商的经营情况, 如果运营商的基本面仍然稳健, 则其恢复投资只是时间问题; 其次, 研究 1998 年金融危机、2001 的互联网泡沫, 通信设备商在这两次经济衰退中, 从衰退到复苏经历了多长时间? 再次, 对当前的宏观经济形势进行研究, 判断经济将何时出现回暖; 最后, 研究当前通信设备行业的状况, 对海外市场的复苏进行判断。

1. 海外运营商基本面仍强, 恢复投资仅时间问题

如下表所示, 我们研究了欧美、日本等发达市场运营商 (包括法电、AT&T、Vodafone、NTTDoCoMo 等) 本年上半年的经营情况, 同时也以印度为典型试图研究新兴市场运营商的经营情况, 选择了印度的两家运营商 Bharti Airtel、Idea Cellular。

从今年上半年的经营情况来看, 我们发现两个基本特点:

(1)、印度的两家运营商仍然处于收入快速增长阶段, 其中, Bharti Airtel 在本年 2 季度的收入仍同比增长 17.2%, 而 Idea Cellular 则同比增长 29.43%。

(2)、发达市场各主要运营商虽然收入增速出现放缓, 但仍然稳健。

Vodafone 在经济衰退期间仍然保持收入增长率在 9% 左右，法电、AT&T 两家运营商的收入基本保持稳定，NTTDoCoMo 是几家运营商中表现较差的，但也仅是小幅下滑。

总体而言，此次经济危机对海外运营商的影响较小，发达市场运营商保持了稳健经营，而新兴市场运营商则仍然快速增长。可以认为，海外运营商的基本面仍强，因此具备增加网络投资的实力和需求，恢复投资只是时间问题。

表格 7：海外运营商 09 年经营情况一览

法电	单位：百万欧元	2008H1	2009H1
	收入	25581	25458
	增长率		-0.48%
Vodafone	单位：百万英镑	2008H1	2009H1
	收入	9828	10743
	增长率		9.31%
AT&T	单位：百万美元	2008H1	2009H1
	收入	30866	30734
	增长率		-0.43%
NTTDoCoMo	单位：十亿日元	2008Q2	2009Q2
	收入	1170	1085
	增长率		-7.26%
Bharti Airtel	单位：Rs Crore	2008Q2	2009Q2
	收入	8483	9942
	增长率		17.20%
Idea Cellular	单位：Rs in Lacs	2008Q2	2009Q2
	收入	217779	281880
	增长率		29.43%

资料来源：各公司业绩报告

2. 从历史经验看设备业从衰退到复苏的时间间隔

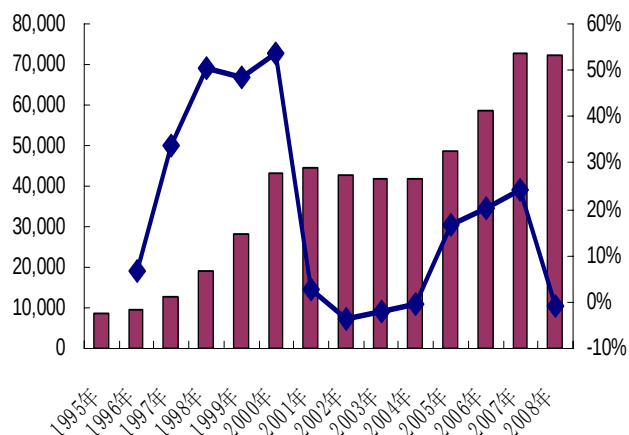
如下图所示，我们研究了诺基亚、爱立信、摩托罗拉、阿尔卡特朗讯、北电等海外设备商从 1995 年到 2008 年各年的收入变化。这段时间内，除了至今仍有影响的次债危机，世界经济共经历了两次大的经济衰退：1998 年的亚洲金融危机、2001 年开始的互联网泡沫引发的经济危机。

对各家设备商的收入变化进行研究，我们发现两次经济危机对设备行业的影响也不同：（1）、1998 年的亚洲金融危机，各设备商在 1998 年的收入增长都受到不同程度的影响，但经过 1-2 年，设备行业的收入增长就完全恢复，部分厂商则在 1999 年就重新走上快速增长轨道。（2）、2001 年的经济危机影响较大，本地经济危机使得各设备商经历了较长时间恢复，虽然有部分厂商在 2004 年就恢复增长，但大部分厂商到 2005 年才基本恢复。

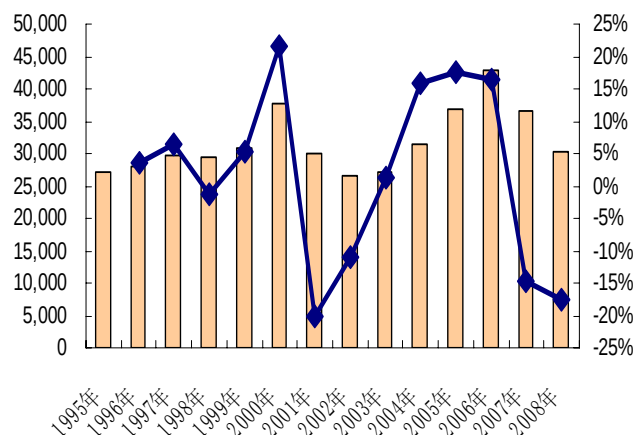
我们认为，由于 2001 年的互联网泡沫对通信设备行业的影响是直接的，所以影响更大且恢复更为漫长。但 2008 年底开始的经济危机则从特征和对通信行业的影响上更接近 1998 年的经济危机。借鉴 1998 年的历史经验，我们

相信本次危机下，海外通信设备市场最晚到 2011 年就会全面恢复，同时我们看好部分厂商 2010 年就会重新快速增长。

图表 1: 诺基亚各年收入变化

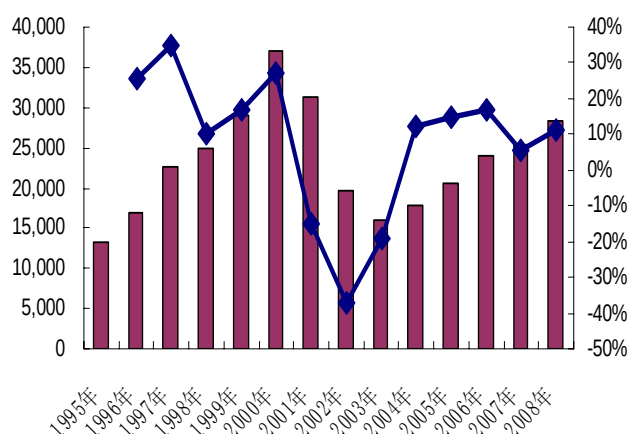


图表 2: 摩托罗拉各年收入变化

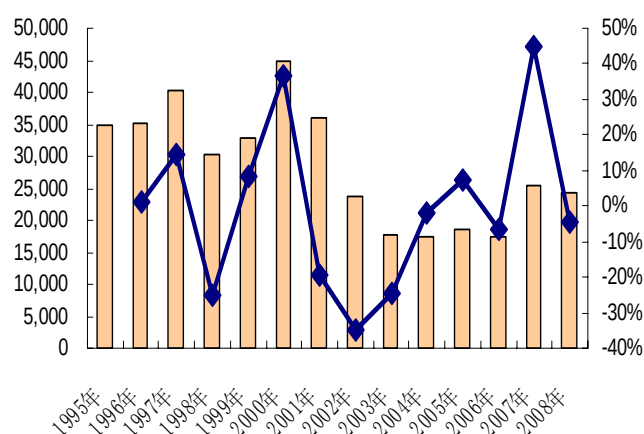


资料来源：各公司业绩报告（单位：百万美元）

图表 3: 爱立信各年收入变化

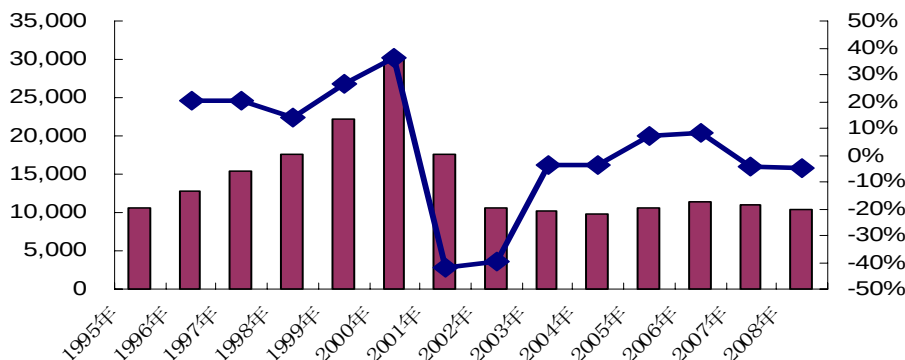


图表 4: 阿尔卡特朗讯各年收入变化



资料来源：各公司业绩报告（单位：百万美元）

图表 5: 北电各年收入变化



资料来源：公司业绩报告（单位：百万美元）

3. 海外宏观经济已见底，明年将实现回暖

根据 IMF 在本年 7 月份的预测，对 2010 年的经济复苏持乐观态度，如下表所示。IMF 预测 2010 年全球经济增长率达到 2.5%，其中，发达经济体增长 0.6%；新兴和发展中国家增长率达到 4.7%。我们发现，2010 年的增长率水平已经基本恢复到 2008 年的水平。

表格 8: IMF 对世界经济 2009-2010 年的预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
全球	5.10%	3.10%	-1.40%	2.50%
其中，发达经济体	2.70%	0.80%	-3.80%	0.60%
其中，新兴和发展中国家	8.30%	6.00%	1.50%	4.70%

资料来源：IMF

4. 海外设备市场已显回暖，明年将恢复增长

4.1. 从国际设备商 09 年 2 季报看海外市场

表格 9: 爱立信各区域收入增长情况（同比增长率）

	09Q1	09Q2
西欧	-4.09%	-5.98%
中东欧及中东非	12.24%	11.97%
亚太	26.14%	10.23%
拉美	5.46%	-3.15%
北美	21.10%	33.70%

资料来源：公司业绩报告

表格 10: 诺基亚西门子各区域收入增长情况（同比增长率）

	09Q1	09Q2
欧洲	-9.49%	-14.38%
中东非	-2.68%	-17.00%
中国	5.58%	-14.53%
亚太	-26.69%	-39.78%
北美	-11.98%	31.65%
拉美	-7.14%	-29.23%

资料来源：公司业绩报告

表格 11: 阿尔卡特朗讯各区域收入增长情况 (同比增长率)

	09Q1	09Q2
欧洲	-1.24%	-12.89%
亚太	-1.41%	10.50%
北美	-17.53%	1.07%
其他	-0.68%	-15.26%

资料来源: 公司业绩报告

从上表可主要得到两个结论, 如下所示:

(1)、本次经济危机对通信设备商的影响较小。我们发现, 虽然诺西、阿朗等设备商的收入出现了下滑态势, 但爱立信的收入则仍然保持快速增长。这说明, 本地经济危机的影响有限, 强势设备商可以通过市场份额的拓展仍然保持收入的较好增长。

(2)、各设备商 2 季度在美国市场都出现了较好的增长态势, 这也许预示着海外市场复苏的开始。我们发现, 虽然诺西、阿朗 2 季度在欧洲、亚太、中东非、拉美等区域仍不可乐观, 继续下滑态势; 但包括爱立信在内的三家厂商在北美市场都出现明显的复苏迹象, 北美市场收入都出现同比增长。

4.2. 国外厂商及市调公司对海外市场的复苏保持乐观

我们注意到, 包括索爱、思科、爱立信等在内的国际设备厂商以及 Infonetics、Light Reading Insider 等市场调研公司对本年下半年的海外市场见底回暖以及明年市场的复苏增长都保持乐观态度。

表格 12: 有关国外厂商或机构对海外市场的预期和判断

相关厂商或咨询机构	海外市场未来判断和预期
索尼爱立信	索爱执行长小宫山英树预期全球手机市场自 2009 年第三季和第四季起将出现增长, 其表示“很难明确指出(市场是否已触底), 但我可以看到这个趋势”
思科	钱伯斯一改其过去对前景悲观的态度, 称疲弱已久的企业科技支出可能已触底。他预期思科的订单会很快恢复。表示已看到客户需求明显趋稳, 是过去几个月来首见。他指出, 企业科技支出可能已触底, 而这是在复苏前必经的过程。
爱立信	爱立信首席执行官 Carl-Henric Svanberg 表示, 他并未看到通信商继续降低资金支出, 但经济复苏的迹象依旧难以捉摸。
Infonetics	Infonetics 在其新出的报告《Service Provider Capex、Opex、ARPU and Subscribers》中预计, 2009 年下半年全球电信资本开支将出现增长
Light Reading Insider	分析师 Simon Sherrington 预测, 全球通信 CAPEX 在 2009 年将下滑 0.7%, 但在 2010 年将实现反弹, 且在未来三年会持续增长

资料来源: 中投证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

12/27

4.3. 总体结论

结合上文的分析，我们对明年电信设备海外市场的复苏持乐观态度。考虑到当前运营商的基本面仍强，且宏观经济在明年增长率将恢复到 2008 年的水平，同时参考国际设备商在上两次经济危机的复苏时间间隔。我们认为，整个通信设备行业预计最晚在 2011 年恢复到 2007 的增长率水平，而部分优秀厂商则可能最快在明年就重新恢复快速增长。

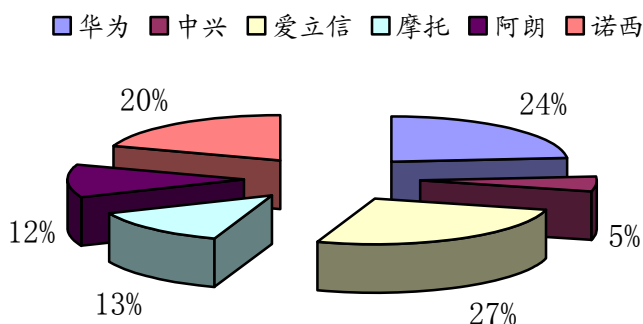
三、国内市场竞争格局变化

我们发现，中兴通讯在 3G 设备市场的竞争份额相比 2G 得到有效改善，提升了在国内市场的竞争地位。这表现为：除了在中国电信、联通的市场份额得到稳中提升外，中兴通过提升在 TD-SCDMA 的市场份额，根本上改善了在中国移动市场份额较小的局面。

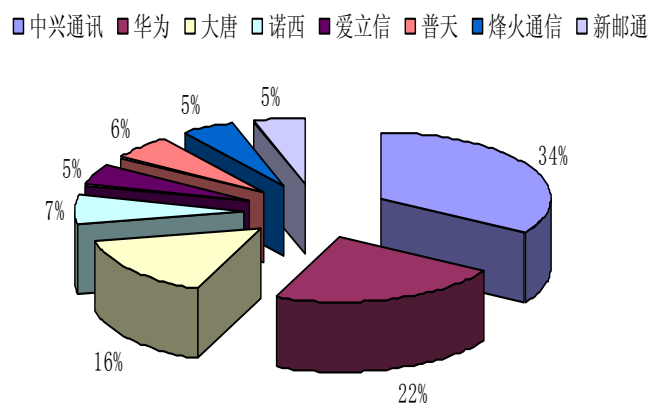
1. 中兴通讯占中移动 3G 设备的份额提升至第一

在 2G 时期，中兴通讯在中国移动的 GSM 网采购中，市场份额较低，仅 5% 左右；但通过在 TD-SCDMA 的较早投入和长期积累，中兴在中国移动的 3G 招标中，一改 2G 的市场格局，市场份额达到了第一。

图表 6: 2007 年中国移动 GSM 网招标各厂商份额



图表 7: TD 三期招标各厂商市场份额



资料来源：中投证券研究所整理

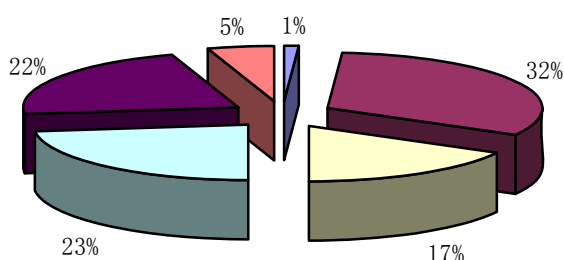
2. 中兴通讯占中电信 C 网的市场份额保持第一

在 2G 时期, 依靠与中国联通良好的客户关系以及在 CDMA 技术上的长期积累, 中兴通讯在中国联通 CDMA 网中的市场份额保持第一, 且占到 30% 左右; 重组后中国电信接手 CDMA 网络, 虽然华为借这次重组试图改变在 CDMA 网的落后局面, 但中兴通讯仍然保持了第一的市场份额, 25% 的市占率与之前相比也基本稳定。

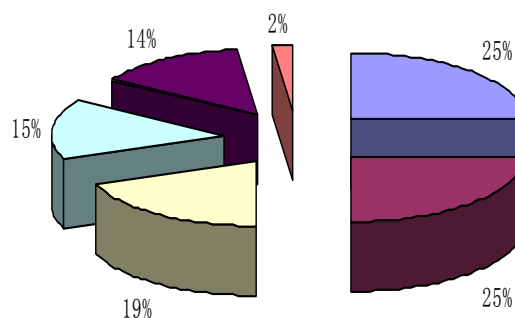
图表 8: 2007 年中国联通 CDMA 网招标各厂商份额

图表 9: 中国电信 CDMA 一期各厂商市场份额

■ 华为 ■ 中兴 ■ 北电 ■ 摩托 ■ 阿朗 ■ 其他



■ 中兴通讯 ■ 华为 ■ 上海贝尔阿尔卡特 ■ 北电 ■ 摩托罗拉 ■ 三星电子



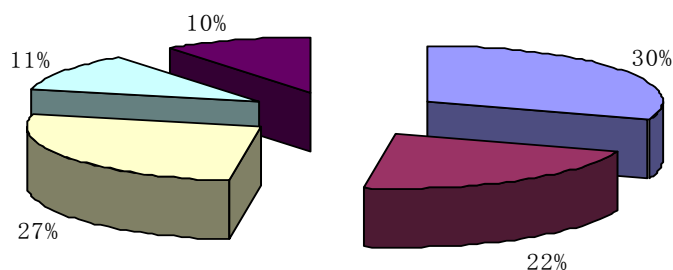
资料来源: 中投证券研究所整理

3. 中兴通讯在联通 WCDMA 的市场份额保持优势

中兴通讯在联通的 WCDMA 招标中, 取得了市场份额第二的成绩, 这具有重要的意义。一方面, 中兴在联通 2G 时代 GSM 网络的市场份额较低, 仅 15% 左右, 但 3G 时期则通过夺取国外竞争对手的份额, 有效改善了竞争地位; 另一方面, WCDMA 作为 3G 时期产业链最完善的技术制式, 得到全球最广泛的应用, 中兴在联通 WCDMA 网络的良好商用, 有利于其拓展国际市场。

图表 10: 中国联通 WCDMA 一期招标各厂商份额

■ 华为 ■ 中兴 ■ 爱立信 ■ 诺西 ■ 上海贝尔



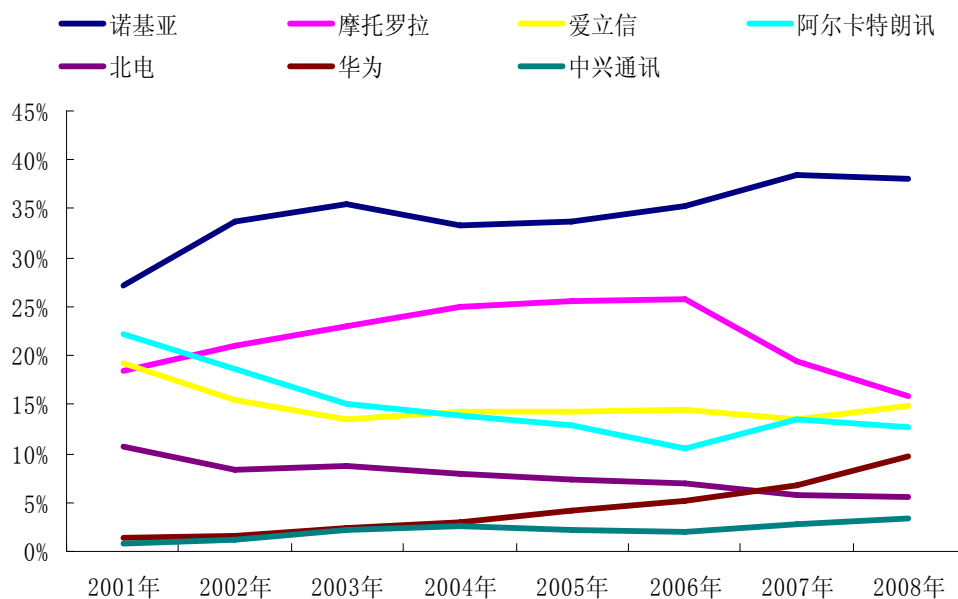
资料来源: 中投证券研究所整理

四、海外市场竞争格局展望

本部分，我们首先研究全球主要通信设备商近年来市场份额的变化情况，这代表了行业竞争格局的趋势性变化；其次，分析当前竞争格局变化的动态，以对未来的变化提供判断的依据；最后，研究中兴通讯未来全球市场份额和行业地位的变化。

1. 中兴、华为等中国厂商的市场份额持续增加

图表 11：全球主要通信设备商近年市场份额变化



资料来源：各公司业绩报告，中投证券研究所整理

如上图所示，我们发现，北电、摩托罗拉、阿尔卡特朗讯等的市场份额近年来出现了持续下滑的态势，而华为、中兴通讯的市场份额处于明显的上升态势，爱立信、诺基亚的市场份额则稳中有升。

以 2008 年的情况来看，全球七家主要设备商中，爱立信、华为、中兴通讯的市场份额出现上升，而北电、摩托罗拉、阿尔卡特朗讯、诺基亚等厂商的市场份额则出现下滑。

其中，从 2007 年到 2008 年，爱立信的市场份额从 13.44% 上升到 14.87%；华为从 6.8% 上升到 9.64%；中兴通讯则从 2.69% 上升到 3.41%。而北电的市场份额则从 5.79% 下降为 5.48%；摩托罗拉从 19.38% 下降为 15.86%；阿朗从 13.42% 下降为 12.73%；诺基亚从 38.48% 下降为 38%。

我们认为，中兴通讯、华为等中国厂商市场份额提升的趋势在未来 2-3 年内仍将得以持续。这主要的逻辑如下：首先，中兴、华为的成本优势较难被国外厂商突破，且在技术研发方面，两者的差距也在逐渐缩小；其次，中兴、华为在新兴市场地位比较稳固，而新兴市场未来的增长更为可观，使得两者的市场份额得以提升。

2. 爱立信收购北电，将对行业格局产生深远影响

事件一：2009 年 1 月 14 日，北电网络向美国特拉华州威尔明顿破产法庭申请了破产保护。2 月 7 日，北电表示，在继续尽力重组业务的同时，寻求法院延长其破产保护期以保护债权人的利益。

事件二：6 月 19 日，北电网络宣布，将以 6.5 亿美元的价格将其 CDMA 和 LTE 业务售予诺基亚西门子公司。

事件三：7 月 25 日，在北电无线网络资产收购战中，爱立信斥资 11.3 亿美元成功竞得北电集团 CDMA 和 LTE 业务资产。尽管早在一个月前就与北电达成了资产收购协议，但诺西最终还是在拍卖中失败。

从以上事件来看，我们认为，爱立信收购北电，将对整个通信设备行业产生深远的影响。一方面，借助北电在北美市场的影响力，爱立信能够在北美市场拿到更大的市场份额，这将对阿朗产生较大的竞争压力；另一方面，爱立信获得北电的 LTE 业务，进一步增强了在 LTE 上的实力，也遏制了诺西想借收购北电弥补自身 LTE 不足的意图。

同时，我们认为，爱立信收购北电，必然加大对北美市场的渗透力度，也使得北美市场的竞争变得更为复杂；但短期来看，对亚非等新兴市场的竞争影响较小，且如果爱立信在北美市场资源投入加大，也可能意味着其在新兴市场进攻战略的改变。

3. 中兴通讯未来将提升全球竞争位次

从当前的种种情况和迹象来看，中兴通讯海外市场的竞争地位将处于持续提升阶段，这个结论的得出依赖于以下逻辑：（1）、公司在全球 CDMA 的竞争地位有望超过阿朗；（2）、公司在 LTE 的研发方面与国外厂商差距减少；（3）、公司的设备产品在欧洲等成熟市场已经有所突破。

中兴在全球 CDMA 的竞争地位有望超过阿朗

咨询公司 Frost & Sullivan 发布研究报告《全球 CDMA 市场和供应商竞争力分析》。该报告揭示，截止到 2009 年第二季度的全球 CDMA 市场份额(按容量)排名中，阿朗和中兴通讯依次位居第一和第二位，分别是 30.1%和 25.0%，属于第一集团；处于第二、三集团厂商的份额均未超过 20%。Frost & Sullivan 预计，2010 年中兴通讯将登上 CDMA 榜首，预计份额达 29.3%。

中兴在 LTE 的研发方面与国外厂商差距减少

事件：Gartner 发布全球 LTE 设备商竞争力评估报告《Scorecard for Vendors of Long Term Evolution Network Infrastructure》，爱立信、华为、中兴综合分数分列前三。Gartner 根据 LTE 产业特征，将市场竞争要素分为产品与服务、市场理解、全球布局、生存能力等七个打分项，并将每个项目划分为“非常强劲”、“强劲”、“可靠”、“部分风险”、“高风险”四个等级进行评定。共有爱立信、华为、中兴、诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯等全球 10 家主要电

信设备厂商参评。

从以上事件来看，虽然我们认为 Gartner 对中兴通讯的 LTE 评级为行业前三，这仍然略显乐观，且不排除指标选择造成结果偏差的可能性。但仍然可以得到结论，中兴通讯在 LTE 的研发方面与国际厂商的差距已经大为缩小，这使得其在后续的竞争中处于更为有利的地位。

中兴的设备产品在欧洲等成熟市场已有所突破

在本次经济危机期间，我们发现，中兴通讯利用成本和资金实力方面的优势，反而借机在欧洲等成熟市场实现了突破。如下表所示，中兴通讯在美国、香港、法国、土耳其等运营商都取得一定突破，虽然这些突破仍然较小，但也代表了趋势性的变化，我们看好中兴通讯在发达市场的持续突破。

表格 13: 中兴通讯近期在欧洲等成熟市场运营商取得的订单

合作运营商	合作时间	合作内容
Smart PCS (美国)	2008.12	与 Smart PCS 签订 CDMA 供货合同，合同涉及 All-IP 基站、移动软交换和业务产品
CSL NWM (香港)	2009.2	获 CSL NWM 选择为其现有网络基建进行升级，采用全面整合的 2G/3G SDR 全 IP 网络
OMT (法国)	2009.2	根据合同约定，中兴将为 OMT 在加勒比海地区、印度洋地区多个网络提供 2G 和 3G 系统设备
Avea (土耳其)	2009.4	按照合同约定，中兴通讯将为 AVEA 建设覆盖土耳其东部地区 33 个城市的 WCDMA 网络
Turkcell (土耳其)	2009.7	中兴通讯将为 Turkcell 建设白俄罗斯子公司 BeST 的 2G/3G 网络

资料来源：中投证券研究所整理（根据公开信息，非完全名单）

五、中兴通讯业绩预测

本部分，首先对中兴通讯的收入、毛利率进行预测；其次，对净利润进行预测。同时考虑到中兴通讯 2010 年海外收入的增长率预测，存在一定的不确定性，我们将进行敏感性分析，以确定预测的安全边际。

1. 收入预测

考虑到中兴通讯国内市场、国外市场存在的差异，我们对收入的预测也分国内、海外两部分进行。在预测方法上，我们对于国内市场的预测将采用分产品预测的方式进行；而由于数据的难以获取，对于海外市场的预测，则按照细分的区域（亚洲、中东非洲、其他等）进行。

1.1. 国内市场收入

考虑到无线设备、手机等业务的重要性，我们对此两类业务进行了重点预测，并结合光通讯及数据通讯等产品对国内总体收入进行预测。

无线设备收入预测

表格 14: 中兴通讯 2009-2010 年国内无线设备产品收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国移动				
GSM 设备投资	31530.00	40890.00	40170.00	39768.30
中兴通讯市场份额	5.20%	5.70%	6.20%	9.00%
TD 设备投资	5000.00	10000.00	27500.00	16500.00
中兴通讯市场份额	47.40%	25.00%	25.00%	25.00%
中国联通				
GSM 设备投资	8230.40	13974.90	11586.00	10427.40
中兴通讯市场份额	9.72%	15.00%	15.50%	17.00%
CDMA 设备投资	1800.00	0.00	0.00	0.00
中兴通讯市场份额	32.00%	-	-	-
小灵通设备投资	500.00	250.00	125.00	0.00
中兴通讯市场份额	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
WCDMA 设备投资	0.00	0.00	19350.00	13545.00
中兴通讯市场份额		-	20.00%	20.00%
中国电信				
CDMA 设备投资	0.00	4500.00	12000.00	7500.00
中兴通讯市场份额		28.00%	28.00%	28.00%
小灵通设备投资	1100.00	550.00	275.00	0.00
中兴通讯市场份额	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
CDMA EV-DO 设备投资	0.00	0.00	5000.00	5000.00
中兴通讯市场份额		-	28.00%	28.00%
合计收入	5810.56	7701.59	18305.81	14430.94

资料来源：中投证券研究所（单位：百万元）另注：合计收入为调整收入，根据历史数据进行调整

如上表所示，我们分别根据各运营商的设备采购金额，以及中兴通讯所占的市场份额，对中兴的无线设备收入进行预测。可以发现，我们预计无线设备在 2009 年出现爆发性的增长，但预测 2010 年该产品收入同比出现一定下滑。

手机收入预测

如下表所示，我们分别根据全行业各类手机的销量，以及中兴通讯所占的市场份额，对中兴的手机收入进行预测。可以发现，我们预计手机业务在 2009-2010 年都将保持快速增长，且由于 2010 年中兴市场份额较高的 CDMA、

TD、CDMA2000 等手机销量出现大幅增长，带动中兴的手机收入在 2010 年出现高速增长态势。。

表格 15: 中兴通讯 2009-2010 年国内手机产品收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
行业 GSM 手机销量	139	140	121	110
中兴通讯市场份额	2%	3%	3%	3%
行业 CDMA 手机销量	10	8	25	22
中兴通讯市场份额	18%	20%	20%	20%
行业小灵通手机销量	15	14	4	2
中兴通讯市场份额	18%	18%	18%	18%
行业 TD 手机销量		0	3	21
中兴通讯市场份额		30%	20%	18%
行业 WCDMA 手机销量		0	2	22
中兴通讯市场份额		5%	5%	6%
行业 CDMA2000 手机销量		0	5	18
中兴通讯市场份额		20%	20%	20%
中兴通讯销量合计	7.30	7.79	10.35	17.03
单价 (元)	314.38	300.00	311.24	342.36
收入预测	2293.53	2337.14	3221.59	5829.75

资料来源：中投证券研究所（单位：百万台/百万元）

国内总体收入预测

如下表所示，我们对中兴通讯 2009-2010 年国内收入增长率的预测为 72.53%、3.57%。可以发现，无线设备对 2009 年的增长起到最大贡献，但 2010 年则预计出现一定幅度的下滑，使得总体的收入增长在 2010 年明显放缓。但我们预计，手机、光通讯及数通等业务则将持续对收入增长产生贡献。

表格 16: 中兴通讯 2009-2010 年国内各产品收入预测

单位：百万元	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
无线设备	5810.56	7701.59	18305.81	14430.94
增长率		32.54%	137.69%	-21.17%
手机	2293.53	2337.14	3221.59	5829.75
增长率		1.90%	37.84%	80.96%
光通讯及数据通讯	3820	5048	6310	7888
增长率		32.15%	25.00%	25.00%
有线交换及接入	675	371	223	145
增长率		-45.00%	-40.00%	-35.00%
电信软件系统、服务及其他	1826	2008	2109	2952
增长率		10.00%	5.00%	40.00%
国内收入合计	14687	17466.40	30169	31245
增长率		18.93%	72.73%	3.57%

资料来源：中投证券研究所

1.2. 海外市场收入

正如上文的分析,我们认为,2009 年经济危机对海外市场产生了一定程度的负面影响,但预计整个通信设备行业最晚将在 2011 年恢复到 2007 的增长率水平,而部分优秀厂商则可能最快在明年就重新恢复快速增长。

考虑到中兴通讯近年在海外市场的份额不断提升,且本次经济危机对通信设备行业影响有限,我们认为中兴在 2009 年的海外业务增长虽出现放缓趋势,但仍将保持正增长,而 2010 年则将恢复至快速增长的轨道,基本达到 2008 年的增长率水平。

表格 17: 中兴通讯 2009-2010 年海外收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
总体海外收入	20091	26827	29286	41879
总体增长率	96.39%	33.53%	9.17%	43.00%
其中, 亚洲增长率	67.26%	7.78%	0.00%	30.00%
其中, 中东非洲增长率	111.21%	69.76%	15.00%	50.00%
其中, 其他(欧洲及美洲)地区增长率	155.54%	43.78%	15.00%	50.00%

资料来源: 中投证券研究所(单位: 百万元)

2. 毛利率预测

我们分别对国内、海外两个市场的毛利率进行预测,并最终得到中兴通讯综合毛利率的预测结果。

2.1. 国内市场毛利率

如下表所示,无线设备 2009 年竞标价格的下降对毛利率起到负面影响,但预计 2011 年后合同以扩容为主,毛利率将明显回升,预计回升到 2008 年的水平;3G 手机占比的提高对手机业务的毛利率起到良好作用;而光通讯及数通产品的毛利率预计将保持稳定。总体而言,由于无线设备毛利率的变化,2009 年毛利率预计出现一定下降,但 2010 年则出现明显回升。

表格 18: 中兴通讯 2009-2010 年国内毛利率测算

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
无线通讯毛利率	44.22%	43.30%	37.30%	43.30%
手机业务毛利率	22.31%	24.81%	25.81%	26.81%
光通讯及数通毛利率	31.48%	32.90%	32.90%	32.90%
有线交换及接入毛利率	44.34%	40.00%	38.00%	36.00%
电信软件系统毛利率	19.65%	37.50%	32.50%	30.50%
国内总体毛利率	31.99%	35.98%	33.79%	35.27%

资料来源: 中投证券研究所 注: 此处毛利率预测根据历史数据进行部分调整

2.2. 海外市场毛利率

对于海外市场的毛利率，2008 年亚洲、其他地区毛利率出现较大幅度下滑，公司解释为战略订单的签订。我们认为，伴随海外市场竞争格局的逐渐趋于稳定，中兴海外业务的毛利率未来有恢复的可能性。本文从保守的角度进行预测，预计海外业务 2009 年到 2010 年的毛利率分别为 31.74%、31.74%。

2.3. 综合毛利率

表格 19: 中兴通讯 2009-2010 年综合毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E
国内收入	14687	17466	30169	31245
国际收入	20091	26827	29286	41879
国内市场毛利率	31.99%	35.98%	33.79%	35.27%
国际市场毛利率	35.21%	31.74%	31.74%	31.74%
综合毛利率	33.85%	33.41%	32.78%	33.25%

资料来源：中投证券研究所

3. 净利润预测

我们对中兴通讯 2009-2011 年的收入增长率预测为 34.23%、22.99%、24.32%；对综合毛利率的预测为 32.8%、33.3%、33.5%；对销售费用率的预测为 11.45%、11.15%、11%；对管理费用率的预测为 4.4%、4.92%、4.93%；对财务费用占收入比的预测为 2.6%、2.5%、2.6%；研发费用占收入比的预测为 9.5%、9.5%、9.5%。

最终预测得到中兴通讯 2009-2011 年归属于母公司的净利润为 23.12 亿元、30.83 亿元、39.74 亿元，各年增长率为 39.3%、33.3%、28.9%，对应的 EPS 为 1.32 元、1.77 元、2.28 元。

4. 敏感性分析

在对中兴通讯的业绩预测中，我们认为，“海外业务收入”的预测成为其中存在较大不确定性，且影响较大的因素。考虑到海外市场的复杂性，以及难以对经济危机的影响做出精确的判断，因此虽然本文采取了最大可能性的预测结果，但从确定性而言，仍存在一定的风险性。也正是因为这个原因，我们对海外业务收入进行了敏感性分析，以判断其对业绩的影响程度。

敏感性分析的结果如下表所示。可以发现，对海外业务收入采用更为保守的预测，2009 年预测增长率 5%，2010 年预测增长率 20%，对应 2009-2010 年的 EPS 为 1.29 元、1.53 元。我们认为，采用该假设预测的 EPS 给我们提供了预测的安全底线。

表格 20: 对海外业务收入的敏感性分析

	2009 年海外收入 增长率	对应 09 年 EPS	2010 年海外收入 增长率	对应 2010 年 EPS
主场景预测	9.17%	1.32	43%	1.77
更为保守的预测	5%	1.29	20%	1.53

资料来源：中投证券研究所

六、估值和投资建议

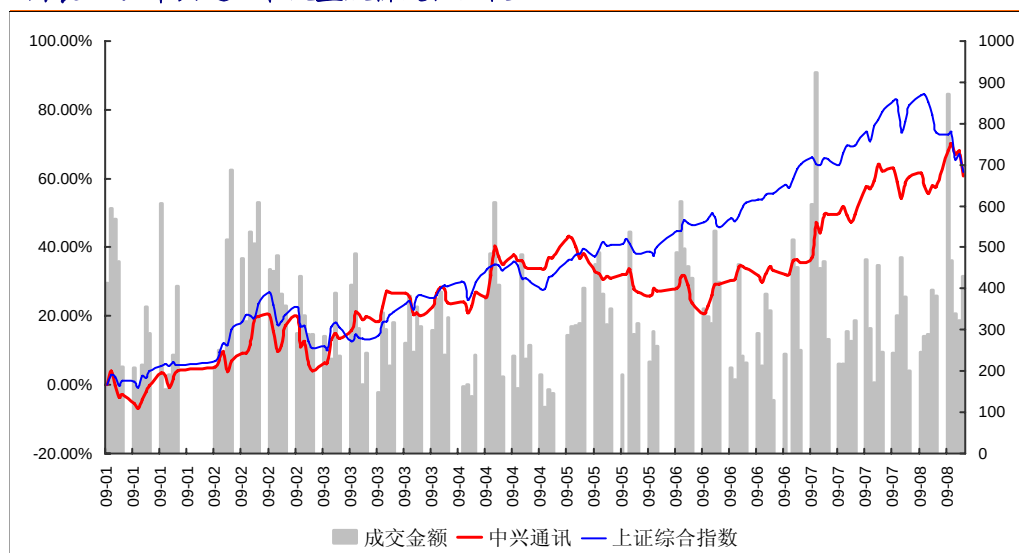
1. 估值

1.1. 与大盘比较，公司股价具安全性

公司股份 5 月份后落后大盘涨幅

如下图所示，从本年 1 月份开始，截止到 8 月 14 日，上证大盘涨幅达到 62.01%，中兴通信涨幅达到 60.77%；而从 5 月份开始，大盘上涨幅度达到 19.03%，而中兴通讯涨幅只有 9.56%，明显落后大盘。我们认为，公司股价相比大盘滞胀，因而存在一定安全性。

图表 12: 中兴通讯和大盘股价变化比较



资料来源：各公司业绩报告，中投证券研究所整理

公司动态 PE 与 A 股相比具一定安全边际

如下表所示，我们发现，全部 A 股的动态 PE 为 23 倍，而中兴通讯为 25 倍，考虑到中兴通讯历史的 PE 值都高于 A 股平均，此股价具一定安全性。

表格 21: 中兴通讯 PE 和大盘比较

	预测市盈率(整体法)
全部 A 股	23.07
上证 180	21.11
中兴通讯	25.71

资料来源: Wind, 中投证券研究所 (股价截至时间 09 年 8 月 14 日)

1.2. 从 A/H 股溢价来看，公司股价具良好防御性

如下表所示，在所有 58 家 A 股和 H 股同列的公司中，中兴通讯的 A/H 股溢价仅为 1.09, 排位为第九位, 较低的 A/H 溢价说明公司股价具有良好防御性。

表格 22: A/H 股上市公司溢价情况

名称	A 股/H 股
中国铁建	0.9
中国平安	0.92
海螺水泥	0.96
中国人寿	0.96
中国中铁	0.97
工商银行	1.01
招商银行	1.07
鞍钢股份	1.08
中兴通讯	1.09
宁沪高速	1.09
建设银行	1.11
交通银行	1.12
马钢股份	1.14
青岛啤酒	1.16
中国神华	1.18
中国南车	1.19
潍柴动力	1.2
中国银行	1.22
东方电气	1.26
中信银行	1.31
皖通高速	1.32
广深铁路	1.41
中煤能源	1.44
深高速	1.51
中海发展	1.53

华能国际	1.55
紫金矿业	1.58
晨鸣纸业	1.6
中国远洋	1.61
中海集运	1.69
中国石油	1.77
广船国际	1.82
兖州煤业	1.9
中国国航	1.95
中国铝业	1.98
重庆钢铁	2.01
昆明机床	2.14
中国石化	2.16
*ST 东电	2.17
大唐发电	2.27
华电国际	2.28
广州药业	2.31
中海油服	2.32
北辰实业	2.36
四川成渝	2.48
南方航空	2.53
ST 东航	2.64
ST 洛玻	2.67
江西铜业	2.68
经纬纺机	2.98
上海电气	3.07
新华制药	3.19
S 上石化	3.23
ST 科龙	3.24
创业环保	3.3
北人股份	3.36
S 仪化	4.06
南京熊猫	4.25

资料来源：Wind（股价截至时间 09 年 8 月 14 日）

1.3. 估值

我们采用 PE 估值法对公司的投资价值进行估算，考虑到公司未来具备的良好成长性，以及公司稳健的基本面，基于公司 2010 年的 EPS，给予 25 倍的动态 PE，进行估值。

如上文分析，我们主场景预测，公司 2010 年 EPS 为 1.77 元，对应 25 倍 PE 的估值为 44 元；同时为了提供安全边际，基于上文的敏感性分析，采用更保守的预测方法得到 2010 年 EPS 为 1.53 元，对应 25 倍的 PE，估值结果为

38.25 元。最终得到公司的合理价值区间为 38.25 元-44 元。

2. 投资建议

短线投资防御性好，且具有股价催化剂

我们认为，从短线投资角度考虑，公司当前的股价具备良好的防御性，而且出口复苏有可能成为短期的股价催化因素。

(1)、从公司的 A/H 股溢价、与大盘的涨幅比较等方面来看，公司当前的股价仍具一定的安全性；且考虑到公司未来稳健的成长性，我们给予公司的估值为 38.25 元-44 元，距离当前的股价仍具上涨空间。

(2)、公司的发行的分离交易可转债，分离出的认股权证，在明年 2 月份行权；如果全部行权成功，则公司可以得到约 25 亿元的现金，而如果行权，则股价需要达到 42 元。此一行权的可能性对公司股价提供了良好的安全边际。

(3)、公司为高度外向型公司，约 60% 的收入来自海外市场，考虑到海外经济体的见底复苏，出口复苏的预期将对公司股价提供短期催化因素。

中长线投资价值良好，可逢低吸纳

我们认为，公司经过此次经济危机，无论是在国内市场，还是在海外市场，市场竞争地位都得到明显提升，中长线的投资价值更为稳固，建议战略投资者可以在当前的股价下逢低吸纳，以享受公司未来的成长带来的股价上涨。

(1)、国内运营商市场的重组和 3G 发牌，都有效提升了公司的市场份额，改善了公司在 2G 时期落后于国外设备商的局面；在无线设备领域，公司借助在 TD-SCDMA、CDMA 等产品领域的长时间积累，市场份额达到了国内第一。

(2)、公司在经济危机期间，利用成本和资金实力方面的优势，反而借机在欧洲等成熟市场实现了突破。此方面的突破增厚了公司的中长线投资价值。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	42676	46566	57761	69376	营业收入	44293	59455	73124	90907
现金	11480	18404	16953	20980	营业成本	29493	39966	48810	60485
应收账款	9972	12919	15914	19890	营业税金及附加	416	558	687	853
其它应收款	758	1071	1295	1620	营业费用	5313	6808	8153	10000
预付账款	356	502	605	753	管理费用	2100	2614	3596	4483
存货	8978	11194	14064	17266	财务费用	1308	1546	1828	2364
其他	11131	2475	8929	8867	资产减值损失	419	652	775	923
非流动资产	8190	6722	7517	6280	公允价值变动收益	-128	0	0	0
长期投资	168	194	223	256	投资净收益	123	74	74	74
固定资产	4103	3804	3271	2609	营业利润	1245	1737	2402	3237
无形资产	589	691	862	998	营业外收入	1098	1504	1886	2272
其他	3329	2033	3162	2416	营业外支出	81	81	81	81
资产总计	50866	53288	65278	75655	利润总额	2263	3160	4207	5428
流动负债	29997	30702	38271	45122	所得税	351	490	652	841
短期借款	3882	3553	3663	3626	净利润	1912	2670	3555	4587
应付账款	9496	13128	15927	19781	少数股东损益	252	358	472	612
其他	16618	14021	18681	21714	归属母公司净利润	1660	2312	3083	3974
非流动负债	5686	5038	6425	6080	EBITDA	3268	4110	5109	6503
长期借款	1293	1399	1474	1753	EPS（元）	1.24	1.32	1.77	2.28
其他	4393	3639	4951	4328	主要财务比率				
负债合计	35682	35741	44696	51202	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	934	1292	1764	2377	成长能力				
股本	1343	1746	1746	1746	营业收入	27.4%	34.2%	23.0%	24.3%
资本公积	6298	5895	5895	5895	营业利润	24.4%	39.5%	38.3%	34.7%
留存收益	6453	8765	11346	14611	归属于母公司净利润	32.6%	39.3%	33.3%	28.9%
归属母公司股东权益	14250	16255	18818	22076	获利能力				
负债和股东权益	50866	53288	65278	75655	毛利率	33.4%	32.8%	33.3%	33.5%
现金流量表					净利率	3.7%	3.9%	4.2%	4.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	11.7%	14.2%	16.4%	18.0%
经营活动现金流	3648	9291	949	7084	ROIC	16.2%	32.9%	27.3%	36.1%
净利润	1912	2670	3555	4587	偿债能力				
折旧摊销	714	827	879	902	资产负债率	70.1%	67.1%	68.5%	67.7%
财务费用	1308	1546	1828	2364	净负债比率	19.50	18.59%	15.34	13.85%
投资损失	-123	-74	-74	-74	流动比率	1.42	1.52	1.51	1.54
营运资金变动	-575	3465	-5791	-1507	速动比率	1.11	1.13	1.12	1.13
其它	411	856	553	813	营运能力				
投资活动现金流	-1988	-109	-283	-218	总资产周转率	0.98	1.14	1.23	1.29
资本支出	1912	0	0	0	应收账款周转率	5	5	4	4
长期投资	-218	25	29	33	应付账款周转率	3.40	3.53	3.36	3.39
其他	-294	-84	-254	-185	每股指标（元）				
筹资活动现金流	3643	-2258	-2117	-2840	每股收益(最新摊薄)	0.95	1.32	1.77	2.28
短期借款	989	-330	110	-37	每股经营现金流(最新摊薄)	2.09	5.32	0.54	4.06
长期借款	-793	107	75	279	每股净资产(最新摊薄)	8.16	9.31	10.78	12.64
普通股增加	384	403	0	0	估值比率				
资本公积增加	491	-403	0	0	P/E	33.77	24.25	18.18	14.10
其他	2572	-2035	-2302	-3082	P/B	3.93	3.45	2.98	2.54
现金净增加额	5034	6924	-1451	4026	EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434