



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009年12月24日

电信设备

研究部

陈昊飞

分析员

chenhf@cicc.com.cn

陈丽嘉

联系人

chenlj@cicc.com.cn

推荐

中兴通讯(000063.CH/763.HK)

期待更多好消息；不必过多担忧国内资本开支下降

主要财务信息

(百万元)	2006PF	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	23,215	34,777	44,293	62,481	84,641
(+/-%)		49.8%	27.4%	41.1%	35.5%
主营利润	7,830	11,492	14,385	19,890	26,438
(+/-%)		46.8%	25.2%	38.3%	32.9%
净利润	767	1,252	1,660	2,552	3,322
(+/-%)		63.3%	32.6%	53.7%	30.2%
每股收益(元, 按现股本)	0.44	0.71	0.94	1.45	1.89
(+/-%)		63.3%	32.6%	53.7%	30.2%
每股净资产(元, 按现股本)	6.11	6.89	8.09	9.19	10.61
每股股利(元, 按现股本)	0.08	0.14	0.23	0.35	0.46
市盈率(倍)	97.61	59.79	45.10	29.34	22.54
市净率(倍)	6.96	6.17	5.25	4.63	4.00
股息收益率(%)	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%
权益收益率	7.3%	10.9%	12.6%	16.8%	19.0%
资产收益率	3.2%	3.9%	3.7%	4.5%	4.9%

股票信息

股票代码	000063.CH	763.HK
当前股价	人民币 42.5	港币 46.6
52周最高价/最低价	人民币 40.26/19.23	港币 49.80/9.42
总市值(百万人民币/港币)	人民币 77,299	港币 88,565
发行股数(百万股)	1,540	291
主要股东(持股比例)	深圳市中兴新通讯设备有限公司(33.87%)	

最近估值走势

A股	上周	1个月	3个月	年初至今
ZTE	2.9%	6.5%	13.0%	103.1%
市场指数	-6.2%	-8.1%	14.2%	103.6%

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示：

到明年一季度，我们期待更多海外订单的好消息；而对国内资本开支下降的担忧很可能也是多余的。我们港股52港币/A股48人民币的目标价格，对应PE2010(E)25倍、PEG大约才0.8倍——与国际可比和中兴自己的历史相比合理而安全。

理由：

荷兰最大移动和固网运营商皇家电信(拥有2000多万移动用户)宣布选择中兴建设德国和比利时的HSDPA网。

如我们今年10月9日的报告“从游牧到占领最大的根据地”和10月26日的报告“趁3季报前回调积极买入；等待重估”中所提到的，我们期待更多类似的好消息：

- 3G流量大增带动海外资本开支，主要国际运营商将在年底左右确定其未来3年的设备供应商名单，我们认为中兴将有所斩获——最早的突破最可能来自一体化运营商如英国电信、德国电信、德国电信等。
- 运营商之间的竞争关系导致不可能全都选择华为——“你用了华为，我就选中兴”——设备商行业难有“通吃”的现象。

过度担忧国内资本开支下降可能是没有必要的：

- 明年减少的资本开支主要是2G(中兴的市场份额本来就很低)以及“建设和配套”的开支。明年移动网络做厚仍是重点，买载波的量还有上升空间；还有，传输FTTx也会是投资增长的重点。同时，移动母公司的TD资本开支可能会几乎翻番。
- “送”的比例降低，利润率有望提高；而且部分今年签单量留在了明年结算。

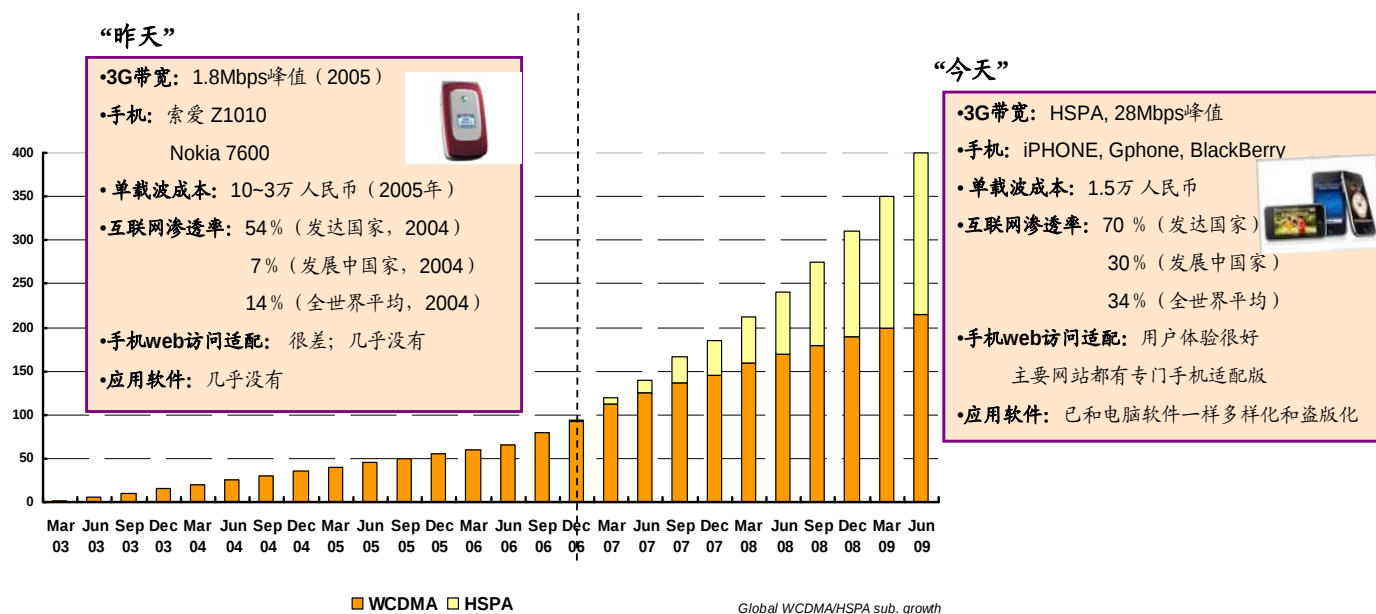
估值：

即使在“游牧”时期，中兴市盈率也平均在25倍以上；相信如今2010年市盈率25倍、PEG0.8倍的价格还是值的。

风险：

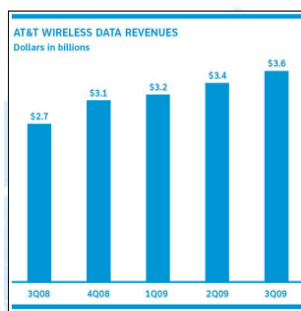
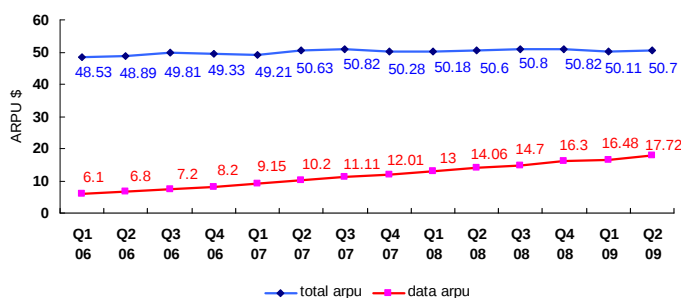
全球经济二次探底。

图表1：海外3G大幅度增长，带动网络建设需求



09Q2,全球 WCDMA 用户数同比增长达 60%，HSPA 用户增长 173%；CDMA 用户增长 38%

AT&T ARPU值变化



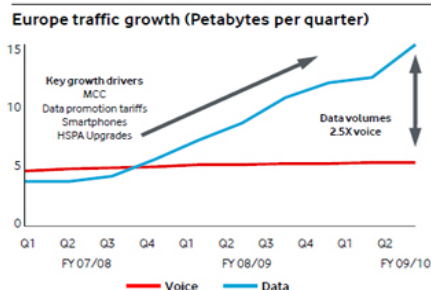
AT&T的总arpu变化不大，而数据arpu呈明显上升趋势，数据arpu占总arpu的比率已达35%；移动话音收入在下降，而固定电话线路在几年前就已经开始大幅度减少；

无线业务是AT&T最大，发展也最快的业务单元，这得益与其数据应该的高速发展，其09Q3的无线数据收入同比增长34%；iPhone用户ARPU值是其他用户的1.6倍；



Vodafone

Managing data growth



Vodafone欧洲的数据流量已达语音流量的2.5倍；主要驱动力是数据资费调整，智能手机和HSPA升级；

未来2-3年，HSPA+将能满足需求，21.6Mbps是主要目标；

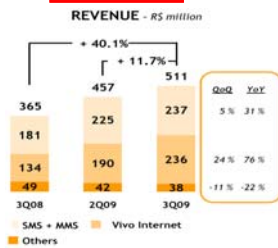
Vodafone的IP backhaul技术主要采用以太网微波，可把容量提高4倍；

未来欧洲55%的新站点将采用共享方式；

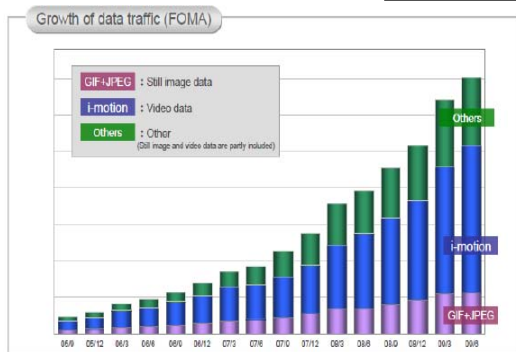
资料来源：中金公司研究部

图表1: 海外3G 大幅度增长, 带动网络建设需求 (续)

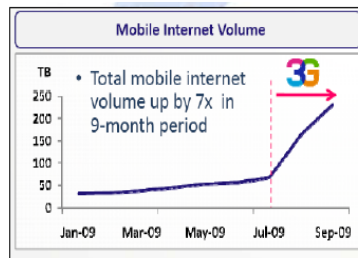
南美VIVO



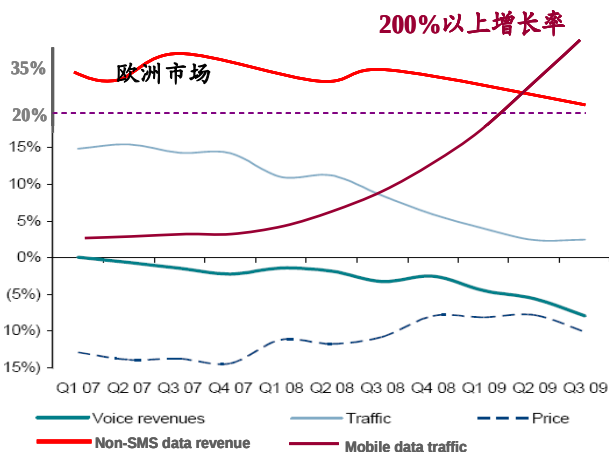
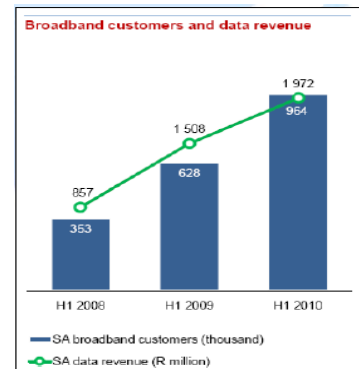
NTT DoCoMo



Turkcell



南非vodacom



Company	Country	time	YoY mobile data traffic growth	Traffic per device (Gb/month)
T-mobile	Europe	H1 09	x2.81	n/a
France Telecom	Europe	FY08	x5.5	iphone: 0.25 residential dongle: 0.8 business dongle: 0.6
Vodafone	Europe	Q3 09	x1.67	n/a
Elisa	Finland	Sep 09	x1.65	2
TeliaSonera	Nordics	Q2 09	x3.75	1
Tele2	Sweden	Sep 09	x2	iphone: 0.2 dongle: 1.0
O2 UK	UK	Nov 07-Nov 09	x18	n/a
AT&T	USA	Jul08-Jun09	x9	n/a

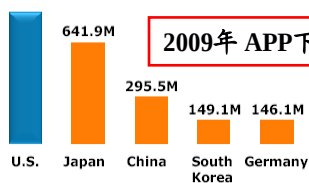
•受急速增长的数据流量, AT&T的移动网络已不堪重负, 其正在升级3G网络, 特别是纽约和旧金山等特大城市的网络; 主要升级HSPA+和移动backhaul

•O2 UK 销售了2年的iPhone, 数据流量也急速增长, 其最近宣布了£500 M的新投资计划主要用于保证其3G网络的通信质量;

•另外, 日本的软银销售了1年多的iPhone, 目前月新增用户中40%为iPhone用户;

这些数据流量增长很快的运营商明显感受到了对网络投资升级的压力;

832.7M



资料来源: 中金公司研究部

图表 2：2010 国内运营商资本开始分类汇总——GSM 和 CDMA 有所下降；TD 和传输将上升

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
运营商加总	199,624	179,536	185,666	215,393	311,200	362,814	343,098	334,411
中国移动	64,671	71,500	87,000	119,100	152,300	163,614	171,885	165,141
上市公司部分	64,671	71,500	87,000	105,100	136,300	133,614	121,885	120,141
GSM移动	36,863	42,900	51,330	63,060	79,054	64,135	50,655	48,056
固网交换及接入	7,761	7,150	8,700	10,510	14,993	17,370	17,670	18,021
传输	10,347	11,440	14,790	16,816	24,534	28,059	30,000	27,632
软件服务及其他	9,701	10,010	12,180	14,714	17,719	24,051	23,560	26,431
TD（母公司）				14,000	16,000	30,000	50,000	45,000
中国电信	88,307	62,864	52,316	50,334	88,410	89,200	77,392	76,528
固网	56,307	53,864	49,116	46,334	48,410	39,200	38,391	37,964
PHS	8,671	8,295	2,947	1,066	290	174	20	-
固网交换及接入	20,721	6,895	5,157	4,077	2,808	2,000	2,000	2,000
传输	20,158	24,077	26,277	29,237	31,128	25,000	25,196	25,482
软件服务及其他	6,757	14,597	14,735	11,954	14,184	12,026	11,176	10,482
移动（母公司）	32,000	9,000	3,200	4,000	40,000	50,000	39,001	38,564
CDMA移动业务	19,200	5,400	1,920	2,400	24,000	30,000	21,001	20,639
固网交换及接入	3,200	900	320	400	4,000	5,000	3,500	3,425
传输	5,440	1,530	544	680	6,800	8,500	8,500	8,000
软件服务及其他	4,160	1,170	416	520	5,200	6,500	6,000	6,500
中国联通	18,390	17,610	21,790	45,959	70,490	110,000	93,821	92,743
GSM移动	6,400	7,330	10,820	15,845	32,950	23,700	15,000	16,000
WCDMA移动	-	-	-	-	-	38,700	32,171	38,552
固网交换及接入	1,340	1,180	1,440	2,642	730	700	700	700
传输	3,060	2,950	3,700	22,084	27,230	37,700	37,960	31,376
软件服务及其他	7,590	6,150	5,830	5,388	9,580	9,200	7,990	6,115
中国网通	28,256	27,562	24,560					
固网	28,256	27,562	24,560					
PHS	4,973	4,851	2,775					
固网交换及接入	4,690	4,575	3,709					
传输	11,105	10,832	11,789					
软件服务及其他	7,488	7,304	6,287					
无线	76,107	68,776	69,792	96,371	152,294	186,709	168,846	168,247
PHS	13,644	13,146	5,722	1,066	290	174	20	-
GSM	43,263	50,230	62,150	78,905	112,004	87,835	65,655	64,056
TD	-	-	-	14,000	16,000	30,000	50,000	45,000
WCDMA	-	-	-	-	-	38,700	32,171	38,552
CDMA	19,200	5,400	1,920	2,400	24,000	30,000	21,001	20,639
有线	37,712	20,700	19,326	17,629	22,531	25,070	23,870	24,146
光、传输	50,110	50,829	57,100	68,817	89,692	99,259	101,656	92,491
软件	35,695	39,231	39,448	32,576	46,683	51,776	48,726	49,528

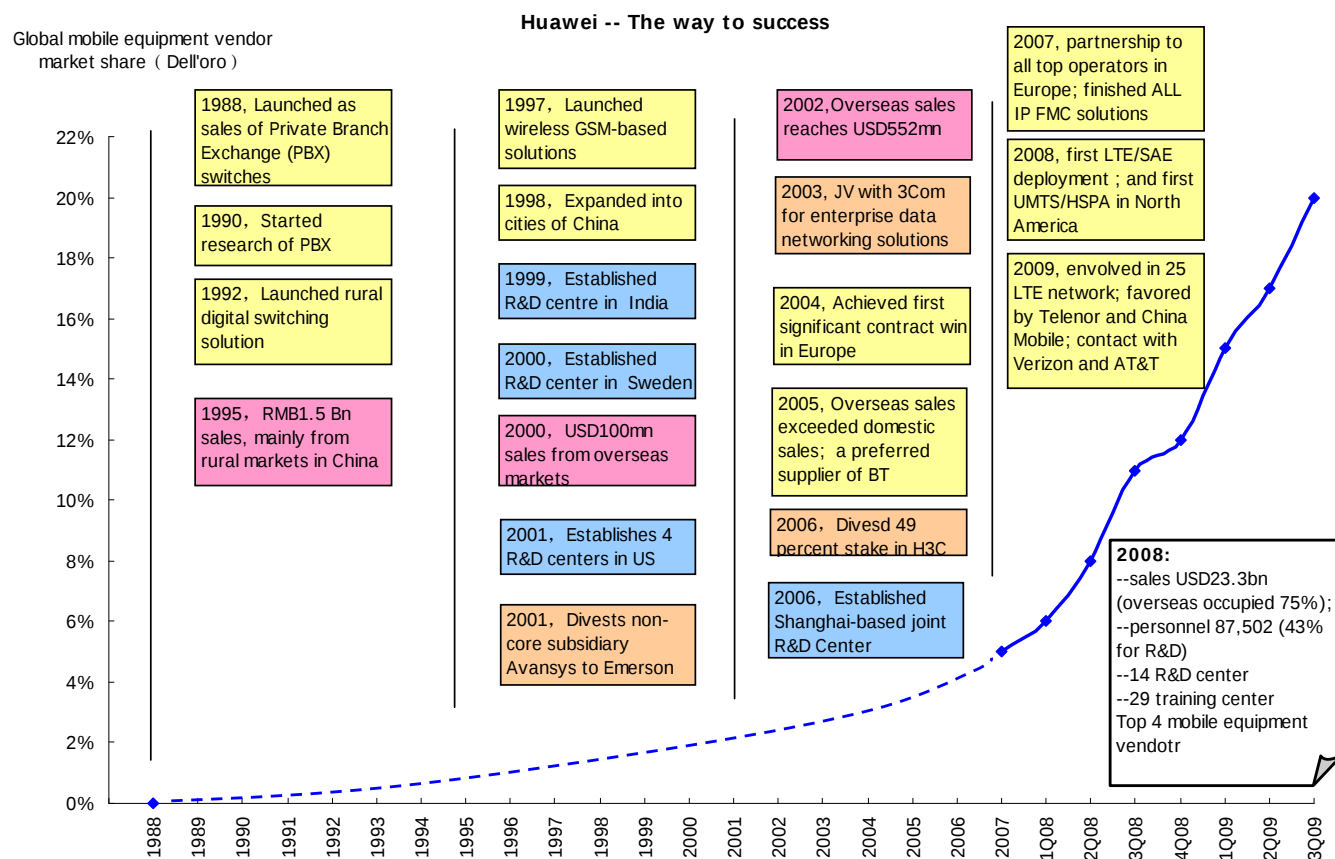
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 明年资本开支中“建设和配套”的比率会降低, 真正用来买设备的比率会上升

	2008	2009E	2010E	2011E
来自国内运营商的移动业务收入>	7,438.8	15,832.8	19,426.4	22,262.7
同比 %	40%	113%	23%	15%
PHS	100	50	5	-
买设备占运营商公布的这类资本开支的比率				
设备资本开支				
ZTE's market share %	0.0%			
ZTE's PHS设备签单				
GSM	2,904	3,390	3,212	3,143
买设备占运营商公布的这类资本开支的比率	55%	55%	66%	66%
设备资本开支	61,602	48,309	43,332	42,277
ZTE's market share %	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
ZTE's GSM设备签单	3,696	3,140	3,033	3,171
收入结转下期比	28%	25.0%	20.0%	20.0%
当期收入	2,661	2,355	2,427	2,537
留转到下年收入	1,035	785	607	634
CDMA	2,997	6,959	5,933	6,042
买设备占运营商公布的这类资本开支的比率	50%	55%	60%	65%
设备资本开支	12,000	16,500	12,600	13,415
ZTE's market share %	30.0%	45.0%	45.0%	43.0%
ZTE's CDMA设备签单	3,600	7,425	5,670	5,769
收入结转下期比	18%	15.0%	15.0%	10.0%
当期收入	2,952	6,311	4,820	5,192
留转到下年收入	648	1,114	851	577
WCDMA		3,406	4,611	5,972
买设备占运营商公布的这类资本开支的比率		50%	55%	60%
设备资本开支		19,350	17,694	23,131
ZTE's market share %		22.0%	25.0%	27.0%
ZTE's WCDMA设备签单	-	4,257	4,424	6,245
收入结转下期比		20.0%	15.0%	15.0%
当期收入	-	3,406	3,760	5,309
留转到下年收入	-	851	664	937
TD-SCDMA	1,438	2,028	5,665	7,105
买设备占运营商公布的这类资本开支的比率	30%	30%	35%	40%
设备资本开支	4,800	9,000	17,500	18,000
ZTE's market share %	40.0%	40.0%	38.0%	35.0%
ZTE's TD设备签单	1,920	3,600	6,650	6,300
收入结转下期比	40%	65.0%	50.0%	40.0%
当期收入	1,152	1,260	3,325	3,780
留转到下年收入	768	2,340	3,325	2,520
总体国内移动设备资本开支	78,402.2	93,159.2	91,126.4	96,823.6

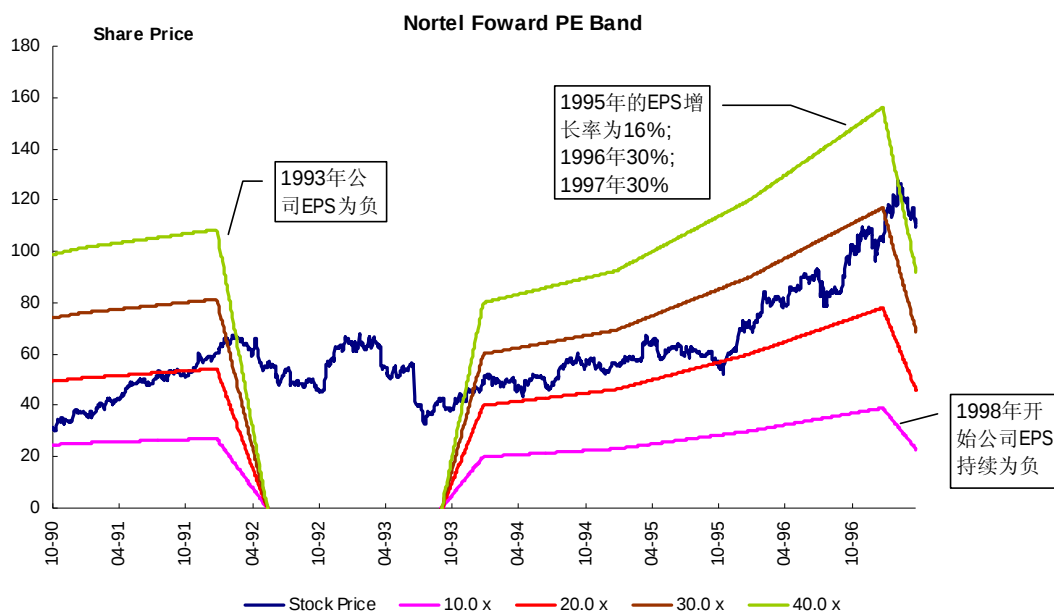
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：华为打开海外主流市场后进入“拐点”加速增长



资料来源：中金公司研究部

图表 5：北电在销售收入超过 100 亿美元、业绩快速增长时 PEG 达到 1 倍



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。

图表 6: 中兴通信历史和预测的财务指标

人民币 百万	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	44,293.4	62,481.3	84,641.4	104,551.4
同比 %	27%	41%	35%	24%
运营商网络	28,963.8	42,084.9	56,980.3	69,321.3
移动产品	17,938.8	27,199.3	36,477.0	45,070.2
固网交换及接入产品	2,896.7	3,486.6	5,403.8	6,150.7
数据传输及光通信产品	8,128.3	11,398.9	15,099.6	18,100.3
手机	9,692.6	13,648.2	18,375.6	24,026.8
电信软件系统、服务及其他产品	5,637.0	6,748.2	9,285.4	11,203.3
主营业务成本	(29,492.5)	(42,091.8)	(57,526.7)	(71,408.2)
运营商网络	(18,315.3)	(27,371.1)	(36,670.1)	(44,181.1)
移动产品	(11,480.8)	(18,006.0)	(23,710.0)	(28,844.9)
交换及接入产品	(1,738.0)	(2,126.8)	(3,296.3)	(3,751.9)
数据及光通信产品	(5,096.5)	(7,238.3)	(9,663.8)	(11,584.2)
手机	(7,393.0)	(9,963.2)	(13,414.2)	(17,299.3)
电信软件系统、服务及其他产品	(3,784.2)	(4,757.5)	(7,442.4)	(9,927.8)
营业税金及附加	(415.9)	(499.9)	(677.1)	(836.4)
主营业务利润	14,385.0	19,889.7	26,437.6	32,306.7
毛利	14,800.9	20,389.5	27,114.7	33,143.1
——利润率	33.4%	32.6%	32.0%	31.7%
运营商网络	10,648.5	14,713.8	20,310.3	25,140.2
移动产品	6,458.0	9,193.4	12,766.9	16,225.3
交换及接入产品	1,158.7	1,359.8	2,107.5	2,398.8
数据及光通信产品	3,031.9	4,160.6	5,435.9	6,516.1
手机	2,299.6	3,685.0	4,961.4	6,727.5
电信软件系统、服务及其他产品	1,852.8	1,990.7	1,843.0	1,275.5
费用	(13,134.0)	(17,520.0)	(23,196.5)	(28,187.9)
营业费用	(5,312.5)	(7,060.4)	(8,887.3)	(10,559.7)
管理费用	(2,099.7)	(2,749.2)	(3,724.2)	(4,600.3)
研发费用	(3,994.1)	(5,935.7)	(8,499.9)	(10,664.2)
财务费用	(1,308.3)	(874.7)	(1,185.0)	(1,463.7)
资产减值损失	(419.4)	(900.0)	(900.0)	(900.0)
公允价值变动损益	(128.3)	20.0	20.0	20.0
投资收益	122.7	20.0	20.0	20.0
营业利润	1,245.4	2,409.6	3,281.1	4,158.8
同比 %	24.4%	93.5%	36.2%	26.8%
补贴收入	1,080.1	1,200.0	1,400.0	1,600.0
营业外收入	18.2	20.0	20.0	20.0
营业外支出	(81.1)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
税前利润	2,262.5	3,549.6	4,621.1	5,698.8
同比 %	31.0%	56.9%	30.2%	23.3%
所得税	(350.6)	(745.4)	(970.4)	(1,196.8)
少数股东损益	(251.7)	(252.4)	(328.6)	(405.2)
净利润	1,660.2	2,551.8	3,322.1	4,096.9
同比 %	32.6%	53.7%	30.2%	23.3%
净利润率 %	3.7%	4.1%	3.9%	3.9%
总股本 (百万股)	1,343	1,762	1,762	1,762
按照2009年股本计算的每股收益 (人民币)	0.94	1.45	1.89	2.33
按照2009年股本计算的每股股利	0.23	0.35	0.46	0.56

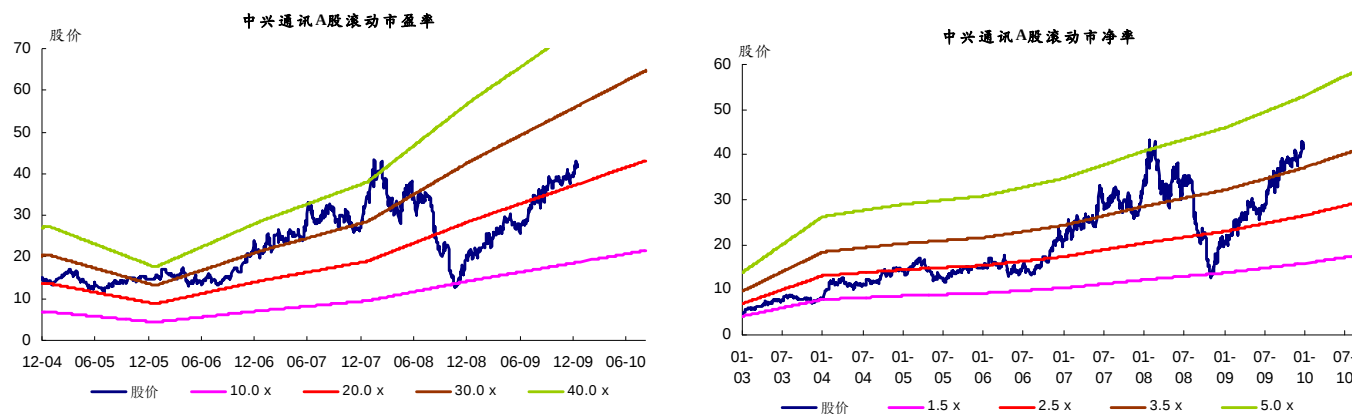
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7：可比公司估值

公司名称	货币	股价 (当地货币)	总市值 (百万人民币)	市盈率			市净率			股利收益率		
				08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
综合设备制造商												
中兴通讯-A	CNY	42.50	77,406	45.1	29.3	22.5	5.3	4.6	4.0	0.5%	0.8%	1.1%
大唐电信	CNY	18.13	7,959	174.3	134.3	n.a.	19.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
南京熊猫	CNY	9.34	4,326	155.7	n.a.	n.a.	4.1	n.a.	n.a.	0.0%	n.a.	n.a.
烽火通信	CNY	26.00	11,487	60.5	42.9	34.3	4.3	3.7	3.4	0.6%	0.8%	1.0%
平均				108.9	68.8	28.4	8.3	4.2	3.7	0.4%	0.8%	1.0%
通信光缆厂商												
亨通光电	CNY	29.64	4,924	46.2	33.9	27.9	4.3	3.8	3.4	0.7%	0.8%	0.8%
中天科技	CNY	23.14	7,423	42.9	30.4	25.2	7.1	5.0	4.0	0.0%	n.a.	n.a.
平均				44.6	32.2	26.6	5.7	4.4	3.7	0.3%	0.8%	0.8%
系统集成及服务提供商												
亿阳信通	CNY	16.42	5,779	78.2	30.5	24.7	4.1	n.a.	n.a.	2.0%	1.2%	1.1%
华胜天成	CNY	16.64	7,671	38.0	31.0	24.6	5.5	4.7	3.9	0.9%	n.a.	n.a.
平均				58.1	30.8	24.7	4.8	4.7	3.9	1.4%	1.2%	1.1%
专业设备提供商												
武汉凡谷	CNY	21.53	11,968	36.4	28.8	24.1	6.3	5.5	4.7	1.1%	1.0%	1.1%
中创信测	CNY	17.01	2,324	41.0	29.8	22.5	6.5	5.2	4.2	0.0%	0.6%	0.6%
动力源	CNY	9.26	1,932	385.8	n.a.	n.a.	5.4	n.a.	n.a.	0.0%	n.a.	n.a.
平均				154.4	29.3	23.3	6.1	5.3	4.4	0.4%	0.8%	0.9%
国际可比公司												
中兴通讯-H	CNY	46.60	77,406	48.9	34.6	28.9	5.7	5.0	4.5	0.5%	0.6%	0.8%
南京熊猫-H	CNY	2.20	4,326	36.7	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	0.0%	n.a.	n.a.
中通服	CNY	3.74	19,010	16.1	12.7	11.4	1.8	1.6	1.5	2.4%	3.1%	3.4%
摩托罗拉	USD	7.93	125,137	-4.2	n.a.	28.4	1.9	1.9	1.7	2.5%	0.0%	0.0%
爱立信	SEK	66.90	205,302	18.9	16.5	11.6	1.5	1.5	1.4	2.8%	2.7%	3.2%
诺基亚	EUR	8.89	325,763	8.3	16.7	11.8	2.3	2.3	2.1	4.5%	3.5%	4.3%
阿尔卡特/朗讯	EUR	2.28	51,669	-1.0	-15.8	24.5	1.1	1.3	1.1	0.0%	0.0%	1.0%
思科	USD	23.78	934,108	17.6	18.0	18.1	4.1	3.6	3.2	0.0%	0.0%	0.0%
高通	USD	45.95	524,090	23.7	25.7	19.1	4.2	3.8	3.4	1.3%	1.4%	1.5%
平均				18.3	15.5	19.2	2.6	2.6	2.4	1.6%	1.4%	1.8%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 8：中兴 A 股的历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。