

先规模，再利润

中兴通讯中长期价值分析

报告关键点:

- 从公司战略看，中兴会重演华为在海外市场扩张“先规模、再利润”的路径；
- 从中期来看，中兴的增长将主要来自收入的增长和费用率的下降；
- 从长期来看，中兴的增长将主要来自毛利率的上升；
- 光网络产品正在成为中兴新的利润增长点。

报告摘要:

- 先规模，再利润：**我们在前期报告“换个视角看中兴”中指出，随着中兴竞争力的提升和规模效应的显现，中兴的毛利率有望提升。但从公司战略来看，未来2-3年中兴仍然会牺牲短期利润以换取市场份额的快速增长，从而使得毛利率的提升暂时受到压制。等到市场规模大到难以再快速扩张时，中兴自会改变其市场竞争策略，转而注重利润的增长，从而使得毛利率得以提升。华为过去几年在海外扩张的路径将在中兴身上重演。
- 未来2-3年（中期）：**未来2-3年，中兴的增长将主要来自收入的增长和规模效应带来的费用率的下降。我们认为，未来2-3年中兴收入的增长将能保持约20%的复合增长率，如果中兴的费用率平均每年能下降0.45%（过去3年下降了3%），由于中兴2009年的净利润率只有4.1%，那么未来2-3年中兴的利润就能保持约30%的复合增长率。
- 2-3年以后（长期）：**规模的快速扩张对毛利率的压制不会一直持续下去；等到市场份额达到一定程度、中兴转而追求利润增长的时候，中兴利润的增长将远快于收入的增长。由于中兴的利润率很低，所以中兴毛利率的提升对利润影响的弹性很大；敏感性分析显示，毛利率每上升1%，中兴的净利润将上升约17%。因此，我们认为从长期来看，中兴的增长将主要来自毛利率的上升。
- 关于中兴收入增长的讨论：**在我们看来，面对全球电信设备商的重新洗牌，中兴凭借成本优势在未来3年保持收入20%的复合增长是没有问题的；报告后半部分将主要讨论可能被市场忽略的3个亮点：（1）光网络产品正在成为中兴新的利润增长点，中兴的产品结构会日趋平衡；（2）新兴市场将会是中兴海外拓展的主战场，而电信投资在新兴市场的增长速度快于欧美市场；（3）3G需求的爆发会激发国内运营商的扩容需求，从而引发新一轮的投资高潮。
- 盈利预测、估值和投资评级：**我们预计中兴今年的EPS为1.12元；由于公司业绩未来两年还能保持30%的复合增长率，我们认为按照1倍的PEG，至少应该给予公司30倍的动态市盈率。因此我们维持公司34.5元的6个月目标价不变；如果考虑到长期毛利率上升的因素，未来公司的估值还会有进一步上移的空间。维持“买入-A”的投资评级。

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
34.50 元

期限: 6个月 上次预测: 34.50 元

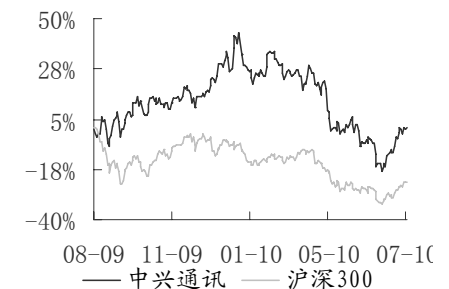
现价: 22.75 元

报告日期:
2010-07-31

市场数据

总市值(百万元)	65,218.15
流通市值(百万元)	51,701.26
总股本(百万股)	2,866.73
流通股本(百万股)	2,272.58
12个月最高/最低	18.30/49.15 元
十大流通股股东(%)	40.73%
股东户数	44,718

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.31	(1.05)	24.05
绝对收益	18.24	(7.52)	0.87

研究员

黄文戈
行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

证书编号

S1450210030004

前期研究成果

中兴通讯：“开展外汇保值型衍生品投资”事件点评

2010-07-24

中兴通讯：寻求更高质量的收入增长

2010-07-12

中兴通讯：换个视角看中兴

2010-07-06

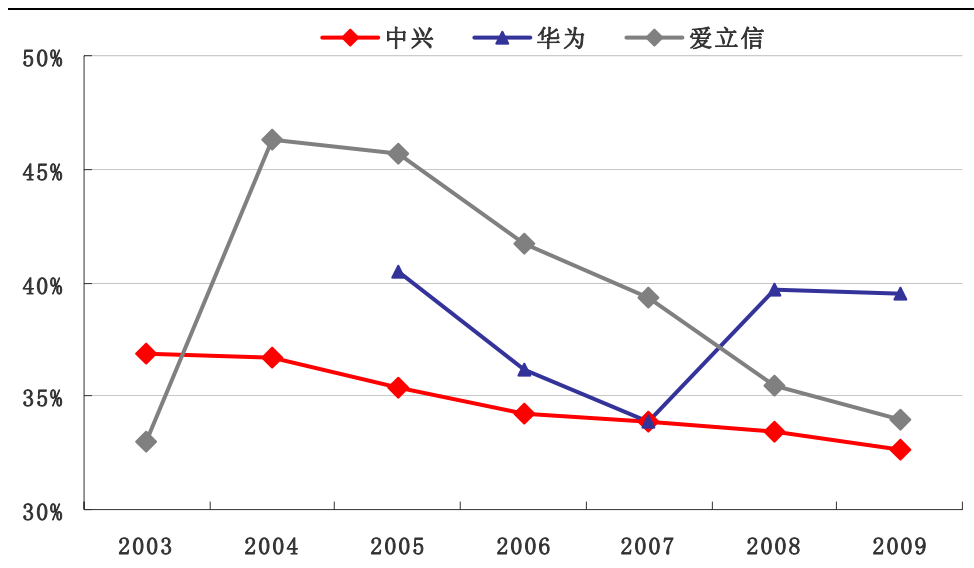
财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,293	60,273	72,298	86,790	104,076
Growth(%)	27.4%	36.1%	20.0%	20.0%	19.9%
净利润	1,660.2	2,458.1	3,198.3	4,170.8	5,430.5
Growth(%)	32.6%	48.1%	30.1%	30.4%	30.2%
毛利率(%)	33.4%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%
净利润率(%)	3.7%	4.1%	4.4%	4.8%	5.2%
每股收益(元)	0.58	0.86	1.12	1.45	1.89
每股净资产(元)	5.30	6.26	7.62	8.98	10.76
市盈率	39.3	26.5	20.4	15.6	12.0
市净率	4.3	3.6	3.0	2.5	2.1
净资产收益率(%)	12.6%	15.0%	15.9%	17.6%	19.1%
ROIC(%)	35.9%	27.8%	38.4%	31.1%	40.0%
EV/EBITDA	4.0	3.9	12.5	8.9	6.2
股息收益率	0.4%	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%

1. 先规模，再利润

我们在前期报告“换个视角看中兴”中，分析了中兴通讯毛利率一直偏低的原因。

图 1 中兴、华为、爱立信历年毛利率比较



数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

除去产品结构的差异外，毛利率的高低一方面取决于销售价格，另一方面取决于生产成本。

- **价格因素：**中兴以前一直处于通信设备商的第三梯队，由于在品牌效应上不如华为，所以同类产品的市场价格一直比华为为低。再加上中兴是市场的后来者，所以它在抢市场时往往采取低价策略，这进一步拉低了产品的平均售价。
- **成本因素：**生产成本主要取决于规模效应。中兴从小灵通转型 CDMA，然后再做 WCDMA 和 TD-SCDMA；不断的技术/产品转型，过长的产品线，每一块都不大；这导致其生产的规模效应出不来。相比而言，华为和爱立信从 GSM 到 WCDMA，技术上一脉相承，而且更是全球运营商的主流选择，规模效应自然十分明显。

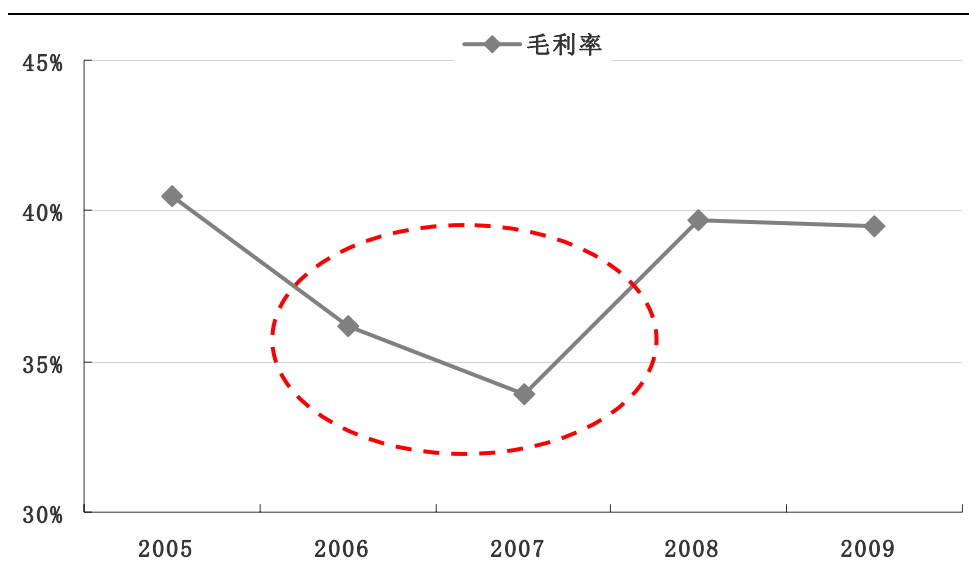
同时我们指出，上述两个因素现在都已发生了根本的变化，中兴的毛利率在未来存在上升的可能。

- **价格因素：**经过近十年的努力，中兴已经步入了全球电信设备商的第二梯队；无论是技术的先进性、产品和服务的质量还是品牌效应都已经上了一个很大的台阶。随着中兴竞争力的提升，其技术、质量和品牌被越来越多的主流运营商所认同，中兴的产品价格已经具备了向第一梯队靠拢的资格。
- **成本因素：**经过多年的积累和发展，中兴各产品线在技术上已经趋于成熟，在市场方面也都形成了一定的规模。随着收入的快速增长，生产成本的规模效应将会明显显现出来。

不过，中兴的毛利率已经具备了提升的可能性，并不意味着它立刻会提升；因为毛利率会否提升还跟公司的战略密切相关。从公司战略来看，未来 2-3 年中兴仍然会牺牲短期利润以换取市场规模的快速增长，从而使得毛利率的提升暂时受到压制。等到市场份额扩张到一定程度、快速扩张难以再持续的时候，中兴自然会改变其市场竞争策略，转而注重利润的增长，从而使得毛利率得以提升。

我们认为，华为过去几年的海外扩张路径将在中兴身上重演。

图 2 华为过去 5 年毛利率的变迁



数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

从上图我们可以看到，华为的毛利率在 2006 和 2007 年大幅下降，然后在 2008 和 2009 年又基本恢复到正常水平。而众所周知，2006 和 2007 这两年正是华为真正规模进入欧洲市场的时点。

2004 年，华为获得荷兰运营商 Telfort 价值超过 2500 万美元的合同，首次实现在欧洲市场的突破。2005 年，华为与沃达丰签署《全球框架协议》，正式成为沃达丰优选通信设备供应商；同时成为英国电信首选的 21 世纪网络供应商。但这两年主要都只是点的突破和获得运营商的资格认可，还远远没有规模。

2006 年是华为真正规模进入欧洲等主流市场的第一年。2006 年华为获得了全球 WCDMA/HSPA 新增市场 32.9% 的份额，新增市场排名第一；全球最大移动运营商沃达丰选择华为承建其西班牙的 WCDMA/HSDPA 商用网络；华为还为 EMOBILE 部署了日本第一个基于 IP 的 HSDPA 网络。2007 年华为获得了全球 WCDMA/HSPA 新增市场 45% 的份额，成为欧洲所有顶级运营商的合作伙伴，在欧美发达国家市场的成长率超过了 150%。

华为在规模进入新市场的时候，都会采取低价甚至赠送核心设备的策略；而之后在运营商扩容的时候再按市场价销售产品。因此，这导致了 2006 和 2007 两年毛利率下降、而之后毛利率迅速回升的现象。

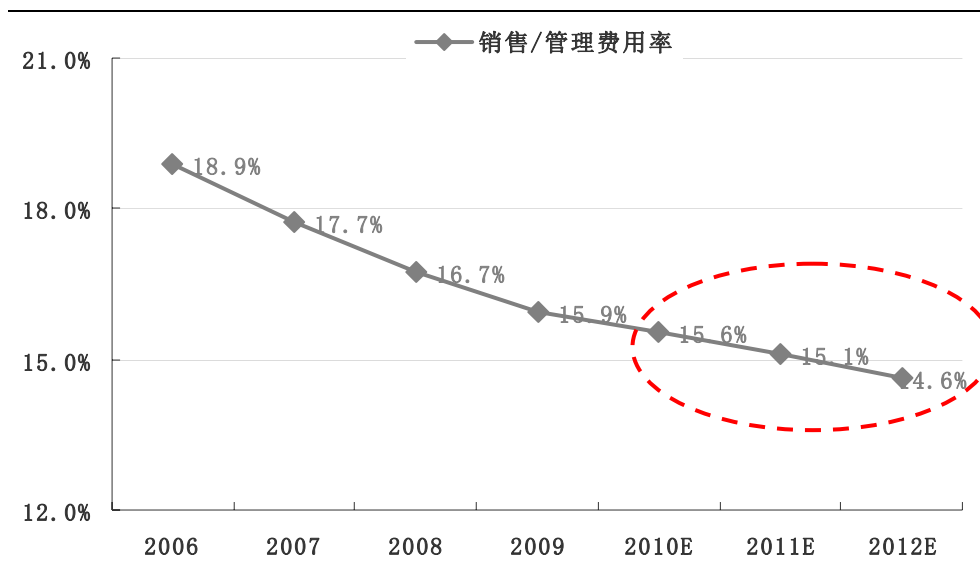
作为后来者，中兴很可能会重演华为“先规模、再利润”的海外拓展路径。近期中兴在中国移动 TD 四期招标中的价格策略，就可以看作是中兴将来在市场份额很难再快速扩张时、会转而选择更高利润的一个例证。此次招标，华为报价 8800 元/载频，大唐报价 10900 元/载频，而中兴是三家企业中报价最高的，为 12600 元/载频。我们在前期报告“寻求更高质量的收入增长”中已经对中兴的报价策略进行了分析：虽然中兴的市场份额会下降，但因为产品销售价格高，所以收入的下降并不大；而且，同样由于销售价格高，毛利率和利润率的大幅提升，反而会带来净利润的大幅上升。

2. 未来 2-3 年（中期）

在我们看来，未来 2-3 年中兴业绩的增长将主要来自收入的增长和规模效应带来的费用率的下降。

我们相信未来 2-3 年中兴收入的增长仍能保持 20% 的复合增长率（报告后半部分将对此进行讨论），如果中兴的费用率平均每年能下降 0.45%，由于中兴 2009 年的净利润率只有 4.1%，那么未来 2-3 年中兴的利润就能保持约 30% 的复合增长率。

图 3 中兴的销售/管理费用率因规模效应逐年下降



数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

在过去几年，中兴费用率的规模效应非常明显，3 年间下降了 3%。我们认为，未来 3 年费用率平均每年再下降 0.45% 是一个合理的假设。理由如下：

目前公司在海外新兴市场 and 发达市场的营销网络平台建设已经基本完成，随着海外市场收入的快速增长，先期投入的规模效应将进一步显现，销售费用率的继续下降是可期待的。同时，随着公司经营管理水平的不断提升，管理费用率的下降也还有一定空间。加上此次中兴投资 100 亿在广东河源建设生产研发培训基地，由于当地的地价成本和人工成本较低，也将是公司降低经营成本的有效措施。

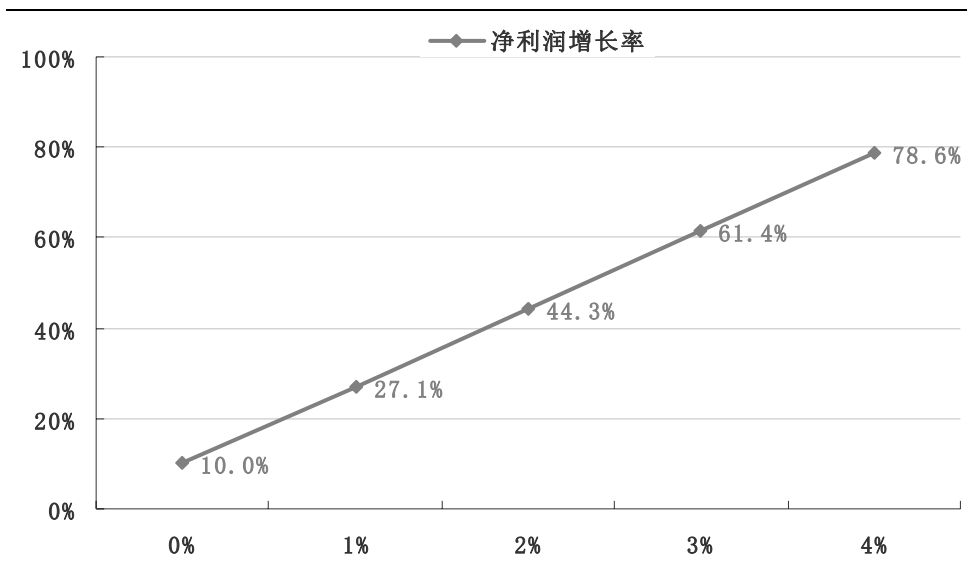
此外，2009 年华为的收入是中兴的 2.47 倍，而员工人数却只有中兴的 1.35 倍。这也从侧面证明中兴的规模效应还有较大空间。

3. 2-3 年以后（长期）

规模的快速扩张对毛利率的压制不会一直持续下去；等到市场份额扩张到一定程度、快速扩张很难再持续的时候，中兴自然会改变其市场竞争策略，转而追求利润的增长，这将使得毛利率得以上升。由于中兴的利润率很低，所以中兴毛利率的提升对利润影响的弹性很大。

如果我们假设 2013 年中兴收入增长的速度下降为 10%，则有

图 4 毛利率提升对中兴净利润的影响（以 2013 年为例）



数据来源：安信证券研究中心

因此，我们认为从长期来看，中兴的增长将主要来自毛利率的上升。

而且，继爱立信以 11.3 亿美元拿下北电的无线业务，最近诺西又以 12 亿美元收购摩托罗拉的无线业务；至此，爱立信、诺西、阿朗三家传统巨头，与华为、中兴两家崛起的中国新生力量，已成为全球通信设备行业的主导力量。随着整个电信设备业的市场、资金、技术集中度的进一步提高，竞争格局将逐步趋稳，整个行业的毛利率有望回升。

4. 关于中兴收入增长的讨论

市场一直非常关注中兴通讯未来收入的快速增长能否持续。

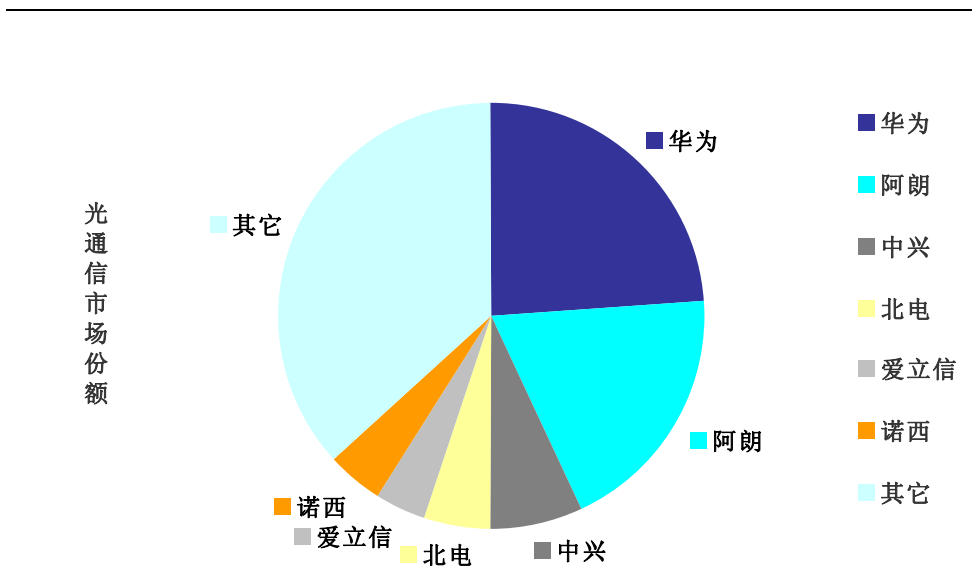
全球电信设备市场未来几年基本上是一个存量市场，不会有太大增长；机会只会来自于抢占更大的市场份额。而目前通信设备业正由技术驱动型产业逐步转变为以成本竞赛和服务为核心竞争力的产业，这给具有劳动力成本优势的中兴通讯以巨大的机会。再加上北电和摩托罗拉等电信巨头的没落会让出一部分市场空间，中兴完全可能抢占到更大的市场份额，毕竟中兴在全球电信设备市场的占比还不高。当然，以上这些都是老生常谈了；接下来我们将着重讨论 3 个可能被市场忽略了的亮点：（1）光网络产品正在成为中兴新的利润增长点，其产品结构日趋均衡；（2）新兴市场会是中兴海外拓展的主战场，而电信投资在新兴市场的增长速度快于欧美市场；（3）3G 需求的爆发将会激发国内运营商的扩容需求，从而引发新一轮的投资高潮。

4.1. 光网络产品正在成为中兴新的增长点

我们认为，市场过度关注无线网络，而忽略了有线网络对中兴收入增长的影响。

根据调研机构 Ovum 上月发布的《2010 年一季度全球光网络市场》报告，今年第一季度全球光网络市场规模下跌至 32 亿美元，同比下降了 6%。按销售额计算，华为、阿尔卡特、中兴分列前三；中兴仅仅用了一年时间就在全球光网络市场从第七跃居第三。

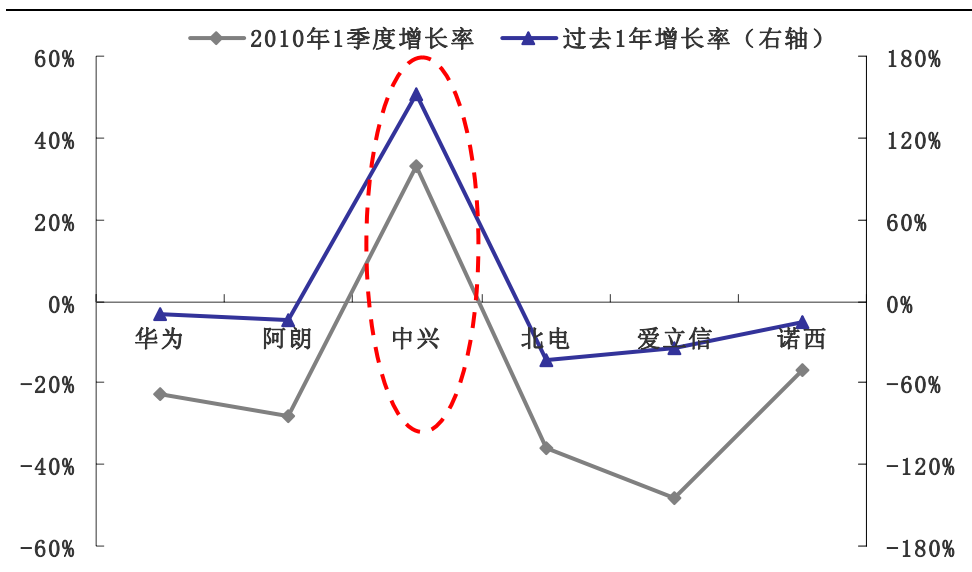
图 5 过去一年全球光网络市场份额



数据来源: Ovum、安信证券研究中心整理

数据显示, 在市场整体复苏迟缓的情况下, 前十名单光网络设备商当中, 仅中兴实现了比去年第四季度环比 33% 的增长。

图 6 全球光网络市场中中兴通讯增长最快



数据来源: Ovum、安信证券研究中心整理

中兴通讯之所以过去一年能在全球光网络市场“一枝独秀”, 既得益于国内光网络市场需求的快速增长, 也因为其自身的技术创新和产品的日趋成熟。

● 国内光网络市场未来几年将呈爆发式增长

虽然全球光网络市场复苏缓慢, 但中国的光网络市场却呈现出爆发的趋势。

首先, 3G 需求的爆发将带来移动数据流量的剧增, 这将成为运营商加快光网络建设的驱动力。中国移动在第一期 PTN 招标 (约 5 万套) 仅仅半年后就又启动了 PTN 二期招标 (约 11 万套) 就是例证。中国联通和中国电信也将很快面对移动回传带来的城域网宽带不足问题。

其次，三网融合的推进，一方面将促进广电网络的双向改造；另一方面将促使运营商大大加速FTTx 的建设以替代ADSL，力争在双向进入全面推广之前，建成和广电网络相当的终端网络。而终端用户对带宽的需求，是光传输和数据通信的最终推动力；它必将带来城域网的进一步扩容，继而是运营商骨干网的扩容和广电NGB骨干网建设的加速。

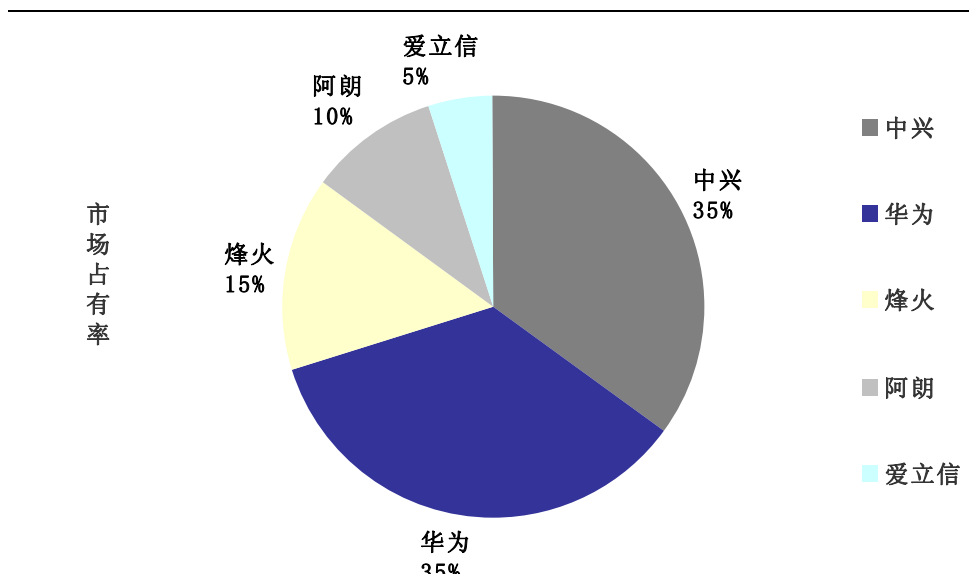
● 有线网络产品的更新换代给中兴创造了扩大市场份额的可能

市场巨大并不一定就意味着机会。本来有线网络已是很传统的电信产品，早已被华为和阿朗所占领，要想进入难度极大。但传输网络 IP 化的需求带来有线网络产品从SDH/MSTP 向 PTN 的全面升级给中兴创造了切入市场的机会，因为技术和产品的更新换代使得大家重新站到了一样的起跑线上，不再存在跟原有设备兼容的问题，大家一起来切新的蛋糕。

举个例子来说，以前国内的GSM市场被欧美巨头和华为所把持，中兴后来要想进入难度很大。但GSM网络向WCDMA网络的升级却给中兴带来机会，因为是新的技术、新的产品，因此市场面临重新洗牌。

中兴在移动PTN一期招标中的出色表现也充分证明了这一点。

图 7 移动 PTN 一期招标中兴名列第一



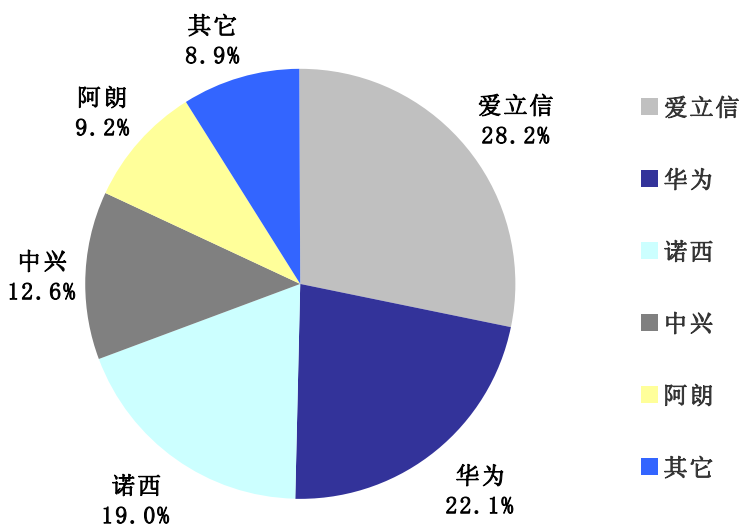
数据来源：安信证券研究中心整理

而且，中兴在即将开标的移动PTN二期招标中很可能会有更好的表现。

● 中兴在光网络市场的发展空间还很大

虽然中兴在全球无线市场排在第四位，在全球光网络市场已经排名第三；但是，中兴在全球无线市场的占比约为 13%，已经不算很低，要想在市场份额上再有大的增长难度不小。

图 8 2009 年全球无线通信市场份额



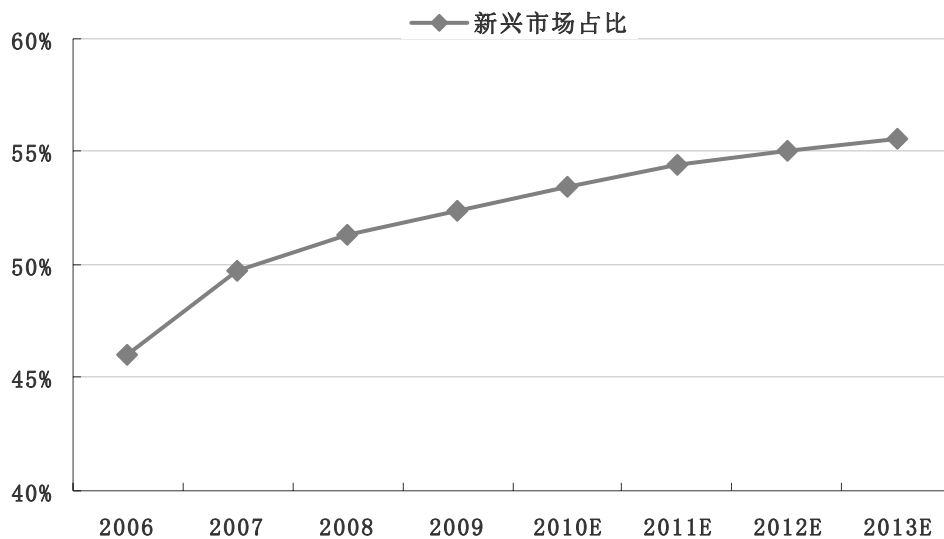
数据来源：Infonetics Research、安信证券研究中心整理

而在光网络市场，正如我们前面所看到的，中兴的占比还很低，只有约 7%；因此中兴在光网络市场的发展空间会更大。我们认为，中兴的产品结构正变得越来越平衡，中兴未来在光网络上的增长会快于它在无线网络上的增长。而且，光网络产品的毛利率也不低。

4.2. 新兴市场增长快

由于已经在发达市场取得突破，我们相信未来中兴在发达市场会有较大斩获；但我们更看好中兴在新兴市场的发展。一是因为新兴市场在全球通信设备投资中的占比正逐年提升，成为电信设备市场新的增长动力；二是因为在新兴市场中，中兴和其它国际电信设备巨头是站在同一起跑线上。

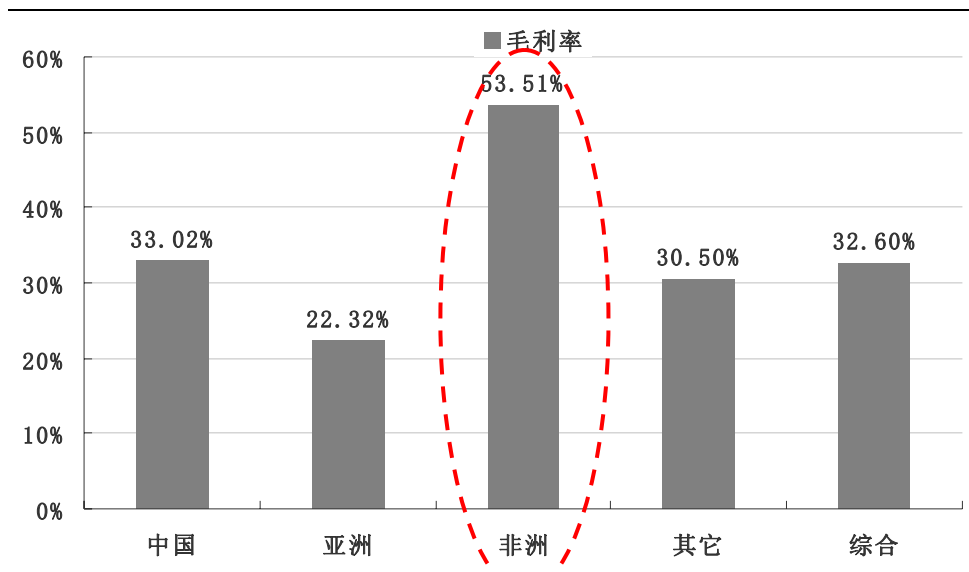
图 9 新兴市场在全球通信设备投资中的占比逐年上升



数据来源：Gartner、安信证券研究中心整理

此外还值得一提的是，新兴市场的毛利率并不一定低于发达市场，比如非洲和南美的毛利率就很高。

图 10 2009 年中兴分区域毛利率对比



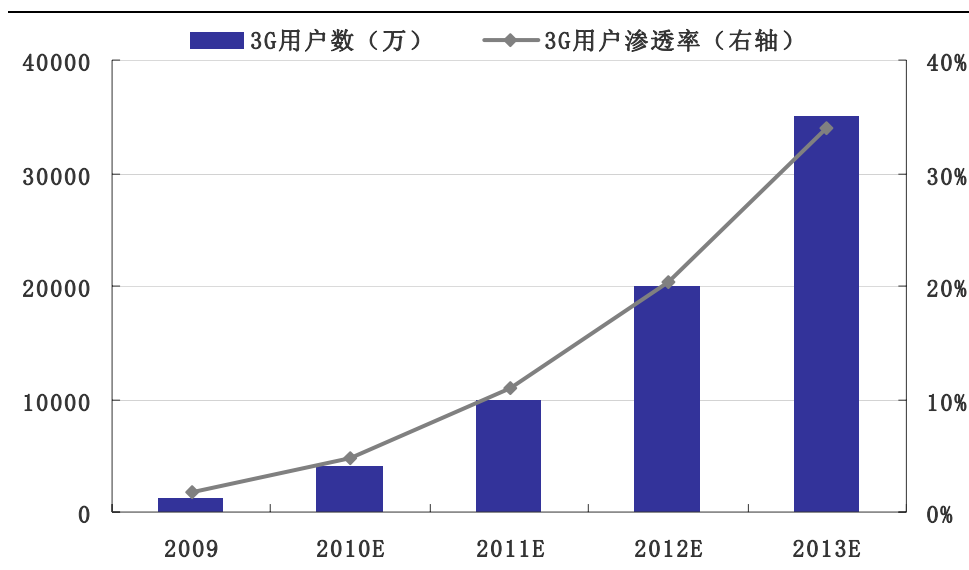
数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

4.3. 3G 需求的爆发会激发运营商的扩容需求

根据工信部的数据，2010 年上半年基础电信企业完成固定资产投资 914.8 亿元，同比下降 29%。其中 3G 网络投资仅完成 192 亿元，比去年 1609 亿元投资进度慢了很多。据悉，2010 年直接用于 3G 建设的投资约在 900 亿到 950 亿元。这导致了市场对未来国内无线网络市场的担心。

但我们认为，随着明年 3G 用户数的剧增，再加上触摸屏智能手机的普及带来移动数据流量的爆发式增长，将大大激发 3 大运营商的扩容需求。

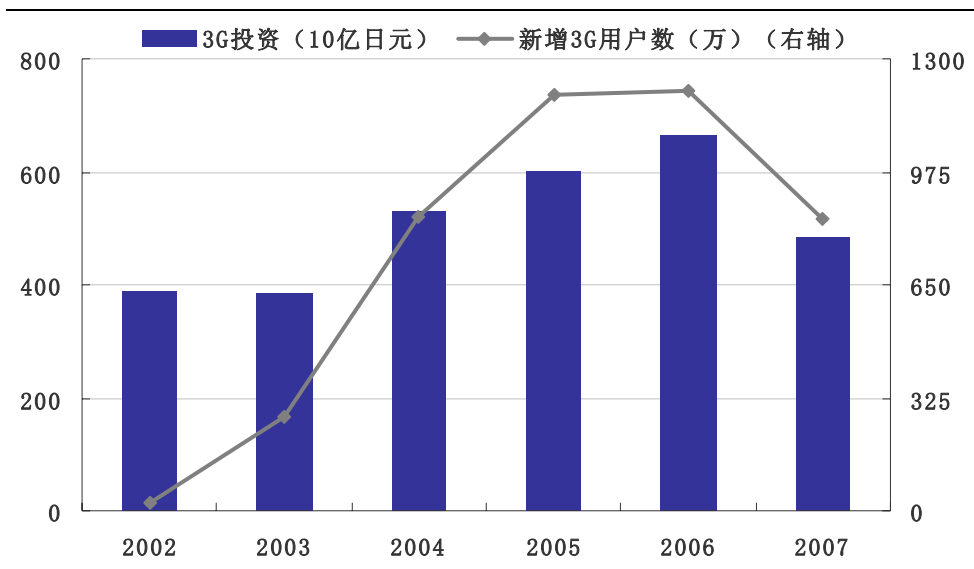
图 11 中国 3G 用户发展预期



数据来源：安信证券研究中心预计

从以下对日本 NTT DoCoMo 的案例分析我们可以看到，随着 3G 需求的爆发，3G 网络的扩容需求会带来电信投资新的高潮。

图 12 NTT DoCoMo 3G 投资和新增 3G 用户数的关系



数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

NTT DoCoMo 是日本最大的电信运营商，于 2001 年开始建设 WCDMA 网络。由于 2G 网络 NTT DoCoMo 使用的是日本自己的 PDC 制式，跟 WCDMA 不兼容；因此刚开始无论是 3G 网络的覆盖还是手机终端的款式、重量、待机时间等都不行，导致头 3 年 3G 用户的增长非常缓慢。一直到 2004 年后，随着网络覆盖问题的逐步解决、终端数量的逐渐丰富和终端功能的有效提高，NTT DoCoMo 的 3G 用户数量才开始爆发式增长。从上图我们可以明显地看到，3G 用户的爆发导致了 3G 扩容的需求，从而带来了 3G 投资的新一轮高潮。

5. 盈利预测、估值和投资评级

我们预计中兴今年收入增长 20% 左右，利润增长约 30%，EPS 为 1.12。由于公司业绩未来两年还能保持 30% 的复合增长率，我们认为按照 1 倍的 PEG，至少应该给予公司 30 倍的动态市盈率。因此我们维持公司 34.5 元的 6 个月目标价不变；如果考虑到长期毛利率上升的因素，未来公司的估值还会有进一步的上升空间。维持“买入-A”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-7-31	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	44,293	60,273	72,298	86,790	104,076	成长性						
减: 营业成本	29,492.5	40,623.3	48,728.9	58,496.7	70,147.5	营业收入增长率	27.4%	36.1%	20.0%	20.0%	19.9%	
营业税费	415.9	692.9	831.4	998.1	1,196.9	营业利润增长率	24.4%	65.7%	33.2%	42.2%	38.9%	
销售费用	5,312.5	7,044.4	8,169.7	9,416.7	10,771.9	净利润增长率	32.6%	48.1%	30.1%	30.4%	30.2%	
管理费用	2,099.7	2,567.9	9,586.7	11,508.4	13,800.5	EBITDA 增长率	36.8%	31.7%	-46.2%	31.8%	28.1%	
财务费用	1,308.3	784.7	1,371.0	1,473.4	1,435.1	EBIT 增长率	39.2%	31.8%	-52.3%	30.6%	27.5%	
资产减值损失	419.4	737.9	874.6	1,002.7	1,311.0	NOPLAT 增长率	65.5%	8.1%	33.4%	24.6%	23.1%	
加: 公允价值变动收益	-128.3	12.6	-	-	-	投资资本增长率	39.8%	-3.5%	53.8%	-4.3%	-6.8%	
投资和汇兑收益	122.7	11.9	13.1	14.4	15.8	净资产增长率	17.8%	18.2%	21.7%	17.9%	19.8%	
营业利润	1,245.4	2,064.2	2,748.9	3,908.7	5,429.3	利润率						
加: 营业外净收支	1,017.2	1,260.6	1,341.1	1,424.9	1,515.2	毛利率	33.4%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%	
利润总额	2,262.5	3,324.7	4,089.9	5,333.5	6,944.4	营业利润率	2.8%	3.4%	3.8%	4.5%	5.2%	
减: 所得税	350.6	629.1	613.5	800.0	1,041.7	净利润率	3.7%	4.1%	4.4%	4.8%	5.2%	
净利润	1,660.2	2,458.1	3,198.3	4,170.8	5,430.5	EBITDA/营业收入	16.1%	15.6%	7.0%	7.7%	8.2%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.8%	14.3%	5.7%	6.2%	6.6%	
货币资金	11,480.4	14,496.8	14,428.5	20,430.6	28,233.7	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	26	28	30	31	
应收帐款	10,730.3	16,379.0	14,981.9	17,841.9	21,162.6	流动营业资本周转天数	58	41	47	45	28	
应收票据	1,578.5	779.1	2,376.9	2,853.4	3,421.7	流动资产周转天数	297	293	284	267	268	
预付帐款	355.9	355.4	404.2	462.6	532.8	应收帐款周转天数	69	81	82	72	72	
存货	8,978.0	9,324.8	12,148.9	14,423.8	17,104.5	存货周转天数	62	58	58	61	61	
其他流动资产	9,553.0	14,258.7	14,258.7	14,258.7	14,258.7	总资产周转天数	366	356	351	328	325	
可供出售金融资产	251.1	253.8	-	-	-	投资资本周转天数	87	74	76	76	60	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	168.4	440.3	484.2	532.7	585.8	ROE	12.6%	15.0%	15.9%	17.6%	19.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	3.9%	4.8%	5.3%	5.8%	
固定资产	4,103.1	4,714.5	6,409.8	8,045.6	9,678.7	ROIC	35.9%	27.8%	38.4%	31.1%	40.0%	
在建工程	817.1	1,332.7	800.2	480.7	289.0	费用率						
无形资产	589.1	613.8	511.6	452.0	399.3	销售费用率	12.0%	11.7%	11.3%	10.9%	10.4%	
其他非流动资产	1,785.0	4,615.0	4,749.0	4,904.2	5,089.1	管理费用率	4.7%	4.3%	13.3%	13.3%	13.3%	
资产总额	50,866	68,342	72,488	85,807	102,100	财务费用率	3.0%	1.3%	1.9%	1.7%	1.4%	
短期债务	3,882.5	4,906.5	4,858.1	4,782.6	4,671.2	三费/营业收入	19.7%	17.3%	26.5%	25.8%	25.0%	
应付帐款	11,049.0	15,260.3	17,355.5	20,834.4	24,984.0	偿债能力						
应付票据	6,318.1	8,484.9	9,345.3	11,218.5	13,452.9	资产负债率	70.1%	73.7%	69.9%	70.0%	69.8%	
其他流动负债	2,083.4	4,814.1	6,923.0	10,485.4	14,729.3	负债权益比	235.0%	280.8%	231.9%	233.2%	231.1%	
长期借款	1,292.5	2,396.4	2,396.4	2,396.4	2,396.4	流动比率	1.42	1.35	1.30	1.29	1.29	
其他非流动负债	4,393.0	6,902.0	3,265.4	3,265.4	3,265.4	速动比率	1.11	1.11	1.01	1.00	1.00	
负债总额	35,682.4	50,393.5	50,645.6	60,057.3	71,261.9	利息保障倍数	5.00	11.00	3.01	3.65	4.78	
少数股东权益	934.0	1,123.6	1,401.7	1,764.4	2,236.6	分红指标						
股本	1,343.3	1,831.3	2,866.7	2,866.7	2,866.7	DPS(元)	0.08	0.19	0.17	0.22	0.28	
留存收益	12,751.4	15,108.8	17,573.6	21,118.8	25,734.8	分红比率	14.4%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%	
股东权益	15,183.5	17,948.9	21,842.0	25,749.9	30,838.1	股息收益率	0.4%	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	1,911.9	2,695.7	3,198.3	4,170.8	5,430.5	EPS(元)	0.58	0.86	1.12	1.45	1.89	
加: 折旧和摊销	700.1	762.8	932.1	1,274.6	1,664.2	BVPS(元)	5.30	6.26	7.62	8.98	10.76	
资产减值准备	419.4	737.9	874.6	1,002.7	1,311.0	PE(X)	39.3	26.5	20.4	15.6	12.0	
公允价值变动损失	128.3	-12.6	-	-	-	PB(X)	4.3	3.6	3.0	2.5	2.1	
财务费用	382.7	897.0	545.0	1,371.0	1,473.4	P/FCF	31.4	12.3	-9.6	12.8	9.6	
投资收益	-122.7	-11.9	-13.1	-14.4	-15.8	P/S	1.5	1.1	0.9	0.8	0.6	
少数股东损益	251.7	237.5	278.1	362.7	472.2	EV/EBITDA	4.0	3.9	12.5	8.9	6.2	
营运资金的变动	1,379.7	-4,697.7	1,616.3	2,757.3	3,283.2	CAGR(%)	33.3%	29.9%	23.1%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	3,647.9	3,729.3	8,257.3	11,027.2	13,580.5	PEG	1.2	0.9	0.9	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-1,987.7	-2,301.1	-1,948.1	-2,640.0	-3,161.7	ROIC/WACC	3.2	2.5	3.4	2.8	3.6	
融资活动产生现金流量	3,642.7	1,287.2	-4,556.6	-1,960.7	-2,127.4	REP	0.7	1.2	1.0	1.2	0.9	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034