

即将迎来国内 4G 市场大机遇

事件

近期关于 4G 的新闻报道频繁,从人民日报介绍《4G 是什么》,到近期 TD-LTE 在上海世博会上的首次展示,将国内 4G 技术的发展推到了投资者面前。据通信产业报报道,中国移动也计划在今年下半年将新增三个试点城市,每个城市建设 100 个 TD-LTE 基站。

研究结论

- **我国自主创新的 4G 通信技术 TD-LTE 推进速度将大大加快,1-2 年可望商用部署。**海外 4G 标准 FDD-LTE 在移动互联网流量激增的促进下,产业取得快速进展,这将倒逼中国加快推进 TD-LTE,否则将又一次丧失在移动通信技术创新上的领先机遇。随着我国 3G 标准 TD-SCDMA 产业的逐步完善,TD-LTE 作为 TD-SCDMA 的演进技术,是对 TD-SCDMA 原有关键技术的继承和进一步创新,TD-LTE 的发展条件已经基本具备。
- **也许有投资者担心,我国的 3G 投资高峰刚过,国家是否有动力在短期内投资 TD-LTE 建设?**我们认为,站在国家决策层的角度,实现自主创新的目标是首要考量。3G 的投入已经是沉没成本,必须加快对 TD-LTE 的发展,否则一旦发生在 4G 时代落后的情况,则 3G 的前期投入将对实现通讯技术的自主创新战略没有任何意义。因此,3G 网络的投资回报考虑将不会是我国加速发展 TD-LTE 的障碍性因素。
- **预期中兴通讯将在未来 1-2 年内迎来一个超越 3G 建设规模的大机遇。**国内 TD-LTE 提前建网,将是堪比 3G 建设的投资规模。并且在 LTE 时代,三大运营商的技术制式将得到统一,中兴的产品线有望大大缩短,有利于降低管理费用,有利于产生巨大的规模效益。随着 TD-LTE 与 FDD-LTE 融合为统一的 LTE 国际标准,也将有利于中兴通讯的产品更顺利地打入国际市场。中兴通讯在 TD-LTE 上的技术积累深厚,在工信部组织的 TD-LTE 室内二阶段测试中,率先完成并通过了所有测试项目,是业内唯一一家。
- **分析认为中兴投资价值巨大,重申买入评级。**海外风波逐渐散去,印度争端已初步解决,加上欧美市场的突破(中报:在上半年其欧美市场收入占比首次提升到 18%,同比增速超 45%),判断对于中兴来说“消息面的底部”可能已经过去。即使不考虑海外业务的增量,中兴通讯国内业务中,无线和有网两部分预计都将得到长足的发展,无线带宽和有线带宽有望齐头并进。
- **投资建议:**我们预计,中兴通讯 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.12、1.45 和 1.76 元,我们重申给予 25-30 倍 PE 的估值水平,估值中枢对应的目标价为 30.8 元。此外,根据绝对估值法,公司的每股合理价值在 30.69 元。对应目前的股价,重申“买入”评级,目标价 30.8 元。
- **风险提示:**1. 大盘系统性风险;2. 全球宏观经济情况的波动

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军 通信行业资深分析师
63325888 × 6127
zhoujun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860210060004

吴友文 通信行业高级分析师
63325888 × 6091
wuyouwen@orientsec.com.cn;
执业证书编号: S0860110030045

张杰伟 通信行业分析师
18601712550
zhangjiawei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860110080004

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2010 年 8 月 25 日) 25.13

目标价格 30.80

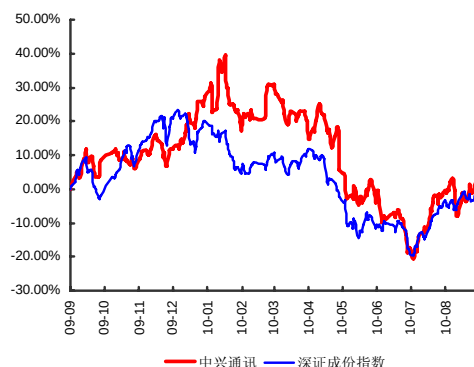
总股本 (万股) 286,673.2.00

国家/地区 中国

行业 通信设备

报告日期 2010 年 9 月 4 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	60,273	70,044	84,178	101,082
利润总额	3,325	4,335	5,625	6,810
净利润	2,696	3,514	4,561	5,521
EBITDA	3,848	5,104	6,745	8,232
EPS (元)	0.86	1.12	1.45	1.76
每股经营现金 (元)	1.30	1.72	1.94	2.00
每股净资产 (元)	5.87	7.92	8.89	10.06
净资产收益率	14.61%	14.12%	16.32%	17.45%

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

利润率的提升可期 2010.08.23

目 录

1 TD-LTE 推进速度大大加快，未来 1-2 年会商用部署	4
1.1 海外 FDD-LTE 的快速进展将倒逼中国加快推进 TD-LTE	4
1.2 3G 的投入是沉没成本，自主创新才是王道	5
1.3 加速推进 TD-LTE 的条件已经具备	6
2 中兴通讯将在 1-2 年内迎来一个超越 3G 建设规模的市场机遇	7
2.1 世界大同：运营商标准统一有利于中兴发挥规模效应	7
2.2 TD-LTE 拥有全球化的市场	8
2.3 中兴技术领先，将充分获益于 TD-LTE 的加速发展	9
3 中兴投资价值巨大，重申买入评级	10
3.1 海外风波逐渐散去	10
3.2 即使不考虑海外，中兴仍然具有极大的投资价值	10
3.3 科技股的估值洼地	11
4 盈利预测	11
中兴通讯盈利预测	11
中兴通讯业务分析与盈利预测假设	12
风险因素	13

图表目录

图 1：随着发达国家开始部署 4G 网络，全球无线基础设施设备方面的支出将在 2011 年恢复增长	4
图 2：以美国为例，移动网络数据通信量以指数增长	5
图 3：TD-LTE 是 TD-SCDMA 的长期演进方向	6
图 4：TD-LTE 是 LTE 的一个分支，推广难度上小了很多，便于海外厂商参与到产业链中来	7
图 5：中兴与华为的规模经济性对比	8
图 6：世界各地的通讯服务商都开始加入 TD-LTE 的研发与推广过程中来	9
图 7：无线带宽和有线带宽齐头并进	11
图 8：分产品收入预测	13
图 9：分区域收入预测	13
表 1：中兴在 TD-LTE 技术上积累深厚	10
表 2：中兴通讯估值优势明显	11
表 3：中兴通讯收入预计（百万元）	12
附表：财务报表预测与比率分析	14

1 TD-LTE 推进速度大大加快，未来 1-2 年会商用部署

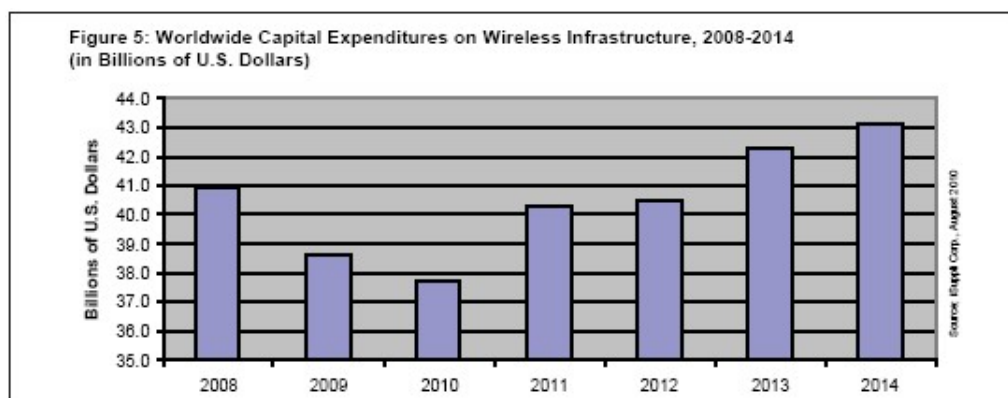
1.1 海外 FDD-LTE 的快速进展将倒逼中国加快推进 TD-LTE

2011 年发达国家的运营商将开始部署 4G 网络，预计多数将选择 LTE 技术。未来 10 年，LTE 将成为 4G 主导技术。我们认为，海外 FDD-LTE 进展迅猛，将倒逼中国加快推进具有自主知识产权的 TD-LTE 技术。

目前许多运营商已经宣布支持 LTE 技术发展，其中包括日本 NTT DoCoMo 和 KDDI，以及欧洲的沃达丰和 Orange。在美国，Verizon 宣布将在今年年底之前推出商用 LTE 服务，预计 AT&T 及 T-Mobile 将在 2011 年推出商用 LTE 服务。

iSuppli 公司预测，随着发达国家的运营商开始部署 4G 网络，全球无线基础设施设备方面的支出将在 2011 年恢复增长，扭转之前连续两年的下滑局面。预计 2011 年全球无线基础设施上面的资本支出预计达到 403 亿美元，逆转 2009 年开始的下滑态势，今年将继续增长。2009 年支出下降 5.7%，2010 年将下降 2.3% 至 378 亿美元。从 2011 年开始，发达国家的无线运营商将开始部署 4G 网络，以提高网络速度，4G 驱动下的资本支出增长，至少将持续到 2014 年。

图 1：随着发达国家开始部署 4G 网络，全球无线基础设施设备方面的支出将在 2011 年恢复增长

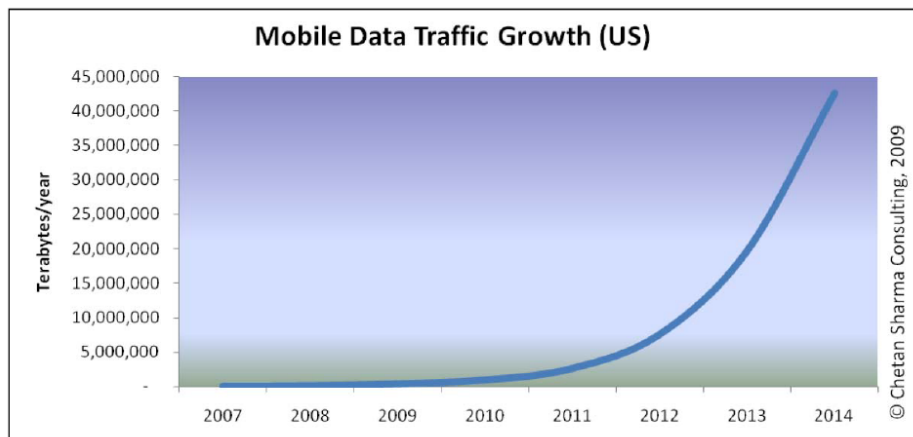


资料来源：iSuppli，东方证券研究所

据全球移动设备供应商协会 (the Global Mobile Suppliers Association, GSA) 统计，全球有 41 个国家 101 家公司正在或计划部署 LTE 网络。其中包括 3 张已经商用的系统，即瑞典、挪威和乌兹别克斯坦，另有 31 家运营商着手 LTE 试点或技术测试，为正式的商用服务作准备。统计算来，全球 56 个国家共有 132 家运营商正在对 LTE 进行投资。

GSA 预计到 2010 年底，将有 22 张 LTE 网络提供商用服务，到 2012 年底至少有 45 张 LTE 网络提供商用服务。

海外各大运营商都已开始准备部署 LTE 技术，主要由于当前的 2G 和 3G 网络因智能手机使用激增所带来的强烈的流量需求，用户大幅使用数据业务而满负荷运载，在商业和城市地区提供高端的 LTE 技术，是应对现有网络带宽不足的一种解决方法。

图 2：以美国为例，移动网络数据通信量以指数增长


资料来源：RYSAVY Research, 东方证券研究所

Juniper Research 发布报告称，到 2015 年，下一代高速无线服务长期演进技术（LTE）的用户数量将达到 3 亿人，远超过今年的 50 万人。

据 ABI 研究报告显示，LTE 网络的发展在 2010–2011 年处于起步期，全球将有 15 个 LTE 网络提供商用服务；2013 年前后，全球通过 LTE 网络享受服务的移动宽带用户数将超过 3000 万，累计投入正式商用的 LTE 网络也将达到 70 个；到了 2014–2015 年，全球 LTE 网络的商用将进入规模发展阶段；2016 年，使用 LTE 服务的移动宽带用户有望达到全球移动用户数的 10%。

1.2 3G 的投入是沉没成本，自主创新才是王道

也许有投资者担心，我国的 3G 投资高峰刚过，国家是否有动力在短期内投资 TD-LTE 建设？我们认为，TD 系列标准是我国自主创新的标杆，如果等 TD-SCDMA 创造价值后再考虑 LTE，则我国在 LTE 制式上将又有所落后。站在国家决策层的角度，对 4G 来说，3G 的投入已经是沉没成本，必须加快对 LTE 的投入，否则 3G 的投入也是没有意义的。退一万步说，推出 TD 系列标准，其目的不在于投资收益，而是为了自主创新，促进产业升级，仅仅考虑经济学意义上的投资回报是个伪命题。必须加速发展建设 TD-LTE，否则 TD 自主创新之路将面临夭折。

TD-LTE 技术发展布局现已经成为国家战略，作为一个崛起的大国，中国要在世界经济中扮演重要角色，中国必须参与到全球信息技术标准的竞争中来，而不是再继续靠牺牲我们的环境、资源生产低附加值的产品出口发展经济。

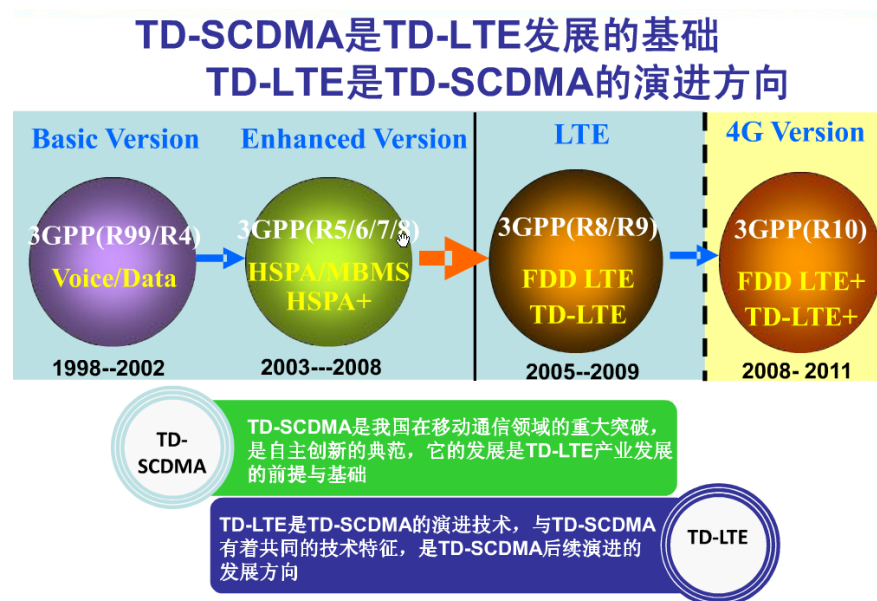
TD-LTE 技术发展对于国家安全的价值明显。若一个国家核心的通信网都采用国外的技术，由国外公司架设，安全保障将是一个重大问题。因此，在 4G 时代，中国政府必将全力支持国有核心技术的发展，在安全上会有更多的保证。

此外，加快 TD-LTE 技术的发展，也有利于带动相关产业新一轮发展。TD-LTE 的发展，将会带动芯片、终端等产业，有利于进一步发展新的移动互联网应用，带动商业模式的创新。

1.3 加速推进 TD-LTE 的条件已经具备

从技术准备上来说,加速推进 TD-LTE 的条件已经具备。随着 TD-SCDMA 产业的逐步完善,TD-LTE 作为 TD-SCDMA 的演进技术,是对 TD-SCDMA 原有关键技术的继承和进一步创新,TD-LTE 的发展条件已经具备。中国移动的 TD-SCDMA 在第三期建设时就考虑了平滑过渡,所以现在 TD-SCDMA 网具备平滑过渡、平滑升级能力,TD-LTE 可以与 TD-SCDMA 兼容、共存,而且将来的终端都可以在同一个网络使用,TD-LTE 技术具有很大的竞争优势。TD-LTE 凭借先进的技术、成熟的产业链,必将成为移动宽带时代的主角。

图 3: TD-LTE 是 TD-SCDMA 的长期演进方向



资料来源:东方证券研究所

经历了 TD 的 3G 建设,国内的相关产业链已经得到了锻炼。中国移动今年在世博园建立世界第一个 TD-LTE 示范网,到今年年底开始展开全国性的多个城市的规模试验,每个城市内的基站数量会达到 100 个以上。在网络建设方面,中国移动在上海世博园区创建全球第一个 TD-LTE 示范网,另外,除了上海和广州外,中国移动今年下半年还将在厦门、青岛和珠海沿海城市建设 TD-LTE 试验城市。

随着国际厂商的加入,必将加速 TD-LTE 成熟的进程。在上海世博会首次展示的 TD-LTE 网络建设中,除了牵头的中国移动公司外,还聚集了大批中外企业,例如大唐、华为、中兴、上海贝尔、摩托罗拉,以及创毅视讯、海思等国内外网络设备商与芯片厂商。其中,多家设备厂商已经参与了对 TD-LTE 的投入和测试。这意味着 TD-LTE 已经初步形成了相对完整的产业链条。摩托罗拉被中国移动选定为世博会室内展馆 TD-LTE 覆盖设备主供应,在世博会期间,摩托罗拉将提供领先的端到端 TD-LTE 解决方案,以及全球首个 TD-LTE USB 数据卡。诺基亚西门子通信发布了《TD 技术发展战略白皮书》,首次提出了“多层蛋糕”式的网络契合方式,以保证提升 GSM 网络的节能和频谱效率、TD-SCDMA 网络的不断完善、TD-LTE 的平滑演进和 TD-LTE 网络的逐渐成熟和妥善

实施。为推动产业成熟和终端进展，诺基亚西门子通信 4 月在杭州启动业内首个 TD-LTE 开放实验室，并携手三星完成首个端到端 TD-LTE 数据呼叫；5 月，诺基亚西门子通信完成全球首次 TD-SCDMA 与 TD-LTE 共模演示。高通公司拍得印度 2.3GHz 的 BWA 频谱，力图进军 TD-LTE。日本软银移动宣布将向 TD-LTE 演进。

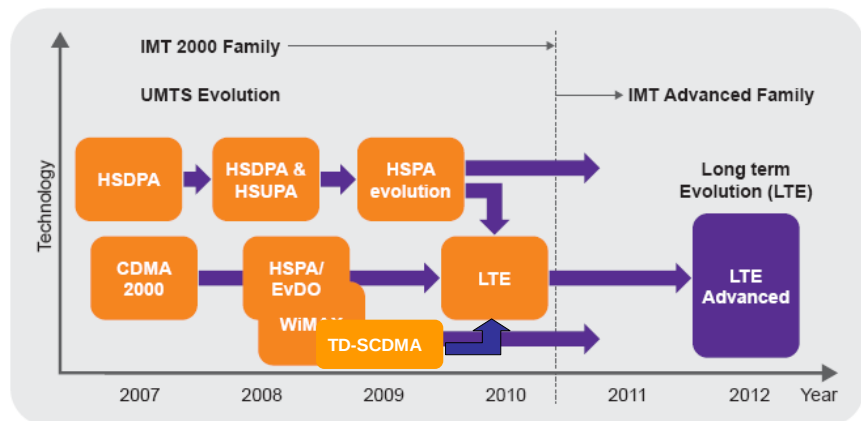
2 预期中兴通讯将在 1-2 年内迎来一个超越 3G 建设规模的市场机遇

随着在全球 4G 时代的到来，我国三大运营商将有望采用同一套的 LTE 标准，打上我国自主创新烙印的 TD-LTE 制式也可能将走向世界，预期中兴通讯将迎来一个全面超越 3G 网络建设的历史性机遇。

2.1 世界大同：运营商标准统一有利于中兴发挥规模效应

从 TD 产业链的成熟程度来看，我国已经具备了大规模推进 TD-LTE 的条件，而且，TD-LTE 的推广难度比 TD-SCDMA 小很多。我国在 4G 技术上的路线和 3G 不一样，3G 是独立的提出标准，在国际上申请与 WCDMA、CDMA2000 并行的技术体制，造成了 TD 推广的难度较大。而 4G 时代，TD-LTE 是 LTE 的一个分支，推广难度上小了很多。

图 4：TD-LTE 是 LTE 的一个分支，推广难度上小了很多，便于海外厂商参与到产业链中来



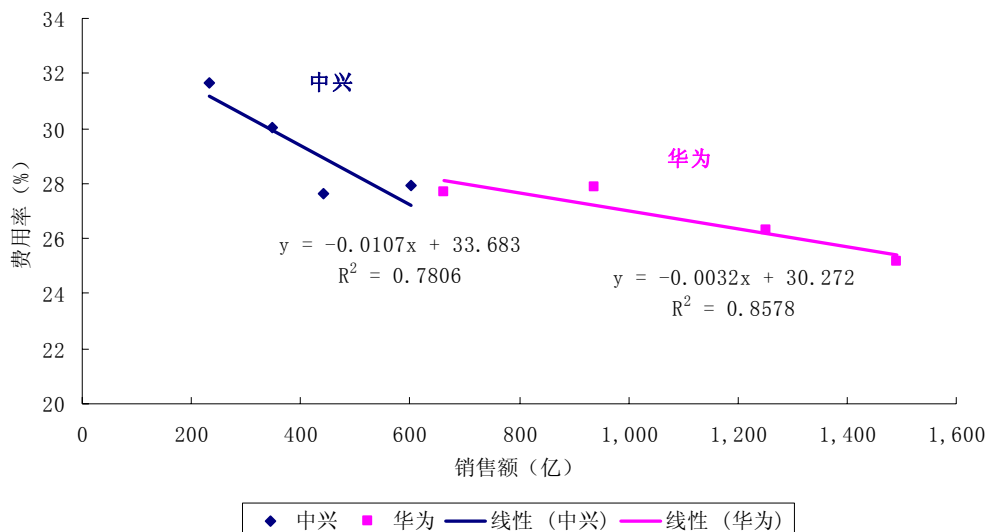
资料来源：东方证券研究所

TD-LTE 与 FDD-LTE 的融合均衡发展一直是业内关注的热点，中兴通讯的 TD-LTE 与 FDD-LTE 的软件版本预计在今年实现基本同步，如中兴通讯新一代 SDR 基站平台。预期中兴的产品线将大大缩短，期间费用率将可能大大降低，可能产生巨大的规模效应。

规模效应是决定设备商盈利能力的一个重要因素，收入规模上升通常可以通过规模效应降低费用率，从而带动利润率提升。中兴通讯 2009 年的营业收入和费用率均与华为 2006 年的水平较为接近。从中兴通讯 2006-2009 年四年的数据来看，其费用率随着销售额的增加而递减，销售额每增

加 100 亿元，则费用率降低 1.07% 个百分点。随着中兴通讯业务的拓展，中兴有望享受到华为级别的规模经济性。

图 5：中兴与华为的规模经济性对比



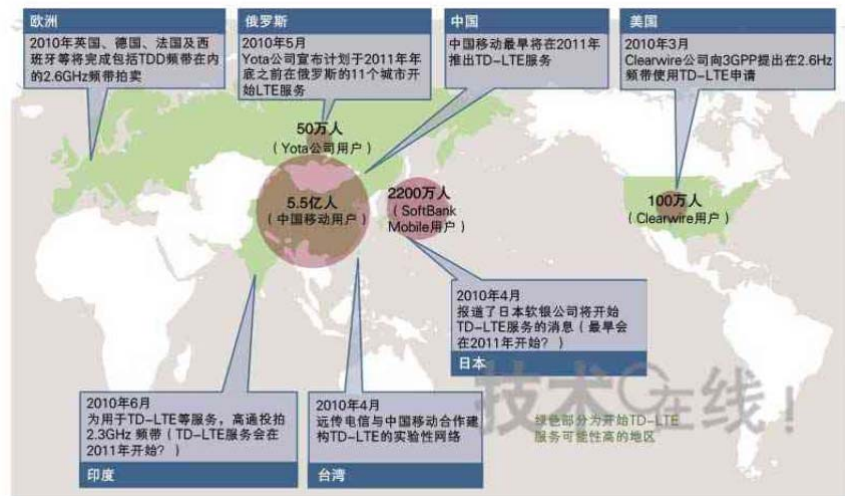
资料来源：公司公告，东方证券研究所

从图中可以看到，中兴的规模向华为看齐的拐点可能已经到来。如果中兴通讯的销售规模进一步扩大，其费用率有进一步下降的空间。而且就规模效应的弹性来说，中兴通讯的弹性可能更大一些。在 4G 时代，中兴的产品线预计将大大缩短，不必要在 TD-SCDMA、WCDMA 和 CDMA2000 三种制式中走钢丝，产品线的缩短将可能有利于期间费用率的降低，有望产生巨大的规模效应。

2.2 TD-LTE 拥有全球化的市场

与 TD 发展初期不同，TD-LTE 在标准制定过程中就获取更多来自运营商的支持，更为重要的是，TD-LTE 在产业布局初期，就已凝聚了来自国际产业界各方的鼎力支持。目前，TD-LTE 已成为 3GPP 唯一的 TDD 标准。世界 2007 无线电大会为 TDD 新增了国际频谱资源，TD-LTE 已被国际产业广泛接受，越来越多的运营商和 3GPP、NGMN、LSTI 等国际组织致力于推动 TD-LTE 和 LTEFDD 协同发展。已经启动的 TD-LTE 产业已与国际 LTE 产业基本同步，这为 TD-LTE 融入国际主流标准奠定基础。不仅是中国移动，美国、日本、印度、欧洲等全世界通讯服务商都开始加入 TD-LTE 的研发与推广过程中来。

图 6：世界各地的通讯服务商都开始加入 TD-LTE 的研发与推广过程中来



资料来源：互联网，东方证券研究所

2009 年 10 月，国际电信联盟确定的 4G 国际标准候选技术中，具有自主知识产权的 TD-LTE-Advanced 技术方案已经成功入选。这一标准已获欧洲标准化组织 3GPP 和亚太地区通信企业的认可和支持。据国际电信联盟副秘书长赵厚麟日前表示，中国自主知识产权的 TD-LTE-Advanced 入选全球 4G 标准的胜算为 70%。

TD-LTE 产业链的不断完善将促使 TD-LTE 实现国际化发展，再加上中国移动积极与国际组织、全球顶尖运营商开展深入合作，对 TD-LTE 海外试验网建设也起到巨大的推动作用，促使 TD-LTE 国际市场发展路线越来越接近。

TD-LTE 的国际化路线将可能有利于中兴通讯的产品与海外国家无缝对接，更顺利地打入国际市场。预期中兴通讯的海外化之路可以走得更远。

2.3 中兴技术领先，预计将充分获益于 TD-LTE 的加速发展

中兴通讯在 TD-LTE 上的技术积累可谓深厚。今年 5 月份，中兴通讯在工信部组织的 TD-LTE 室内二阶段测试（Indoor Phase II，完整集测试）中，率先完成并通过了所有测试项目。中兴也是第一家通过工信部全部 TD-LTE 测试项目的设备厂商。中兴表示，凭借在 TDD 领域的深厚积累，在 TD-LTE 测试中持续领跑，本次的室内二阶段测试仅用两周就全部完成，各项测试结果均达到测试要求，成为目前业界唯一通过室内二阶段测试的厂家。

中兴通讯一直以来积极参与工信部、中国移动组织的各项 TD-LTE 测试，创造了多项业界第一的测试记录。

表 1：中兴在 TD-LTE 技术上积累深厚

时间	事件
2009年11月	率先实现并演示了TD-LTE理论最大下载速率
2009年12月	第一家通过工信部MTNet实验室进行的TD-LTE工作组单系统基本集测试，成为首家进入外场测试的厂家
2010年1月	率先完成工信部TD-LTE外场测试，并且首家提交LSTI报告；随后又与中国移动携手合作在北京完成了TD-LTE室内MIMO组网性能测试，系列化的测试验证为TD-LTE产业链的发展起到了重要的推动作用
2010年5月	中兴通讯在工信部组织的TD-LTE 室内二阶段测试（Indoor PhaseII，完整集测试）中，率先完成并通过了所有测试项目，成为第一家通过工信部全部TD-LTE测试项目的设备厂商

资料来源：iResearch，东方证券研究所

中兴通讯已经协助中国移动在上海世博会新闻中心部署 TD-LTE 站点，可以为各国记者提供高速无线数据业务。迄今为止，中兴通讯与全球运营商合作部署了 5 个 LTE 商用网络和 40 多个试验网，遍及欧洲、北美、亚太和中东。

中兴通讯在 TD-LTE 上的领先地位，预计将保证其充分获益于 TD-LTE 的加速发展。

3 中兴投资价值巨大，重申买入评级

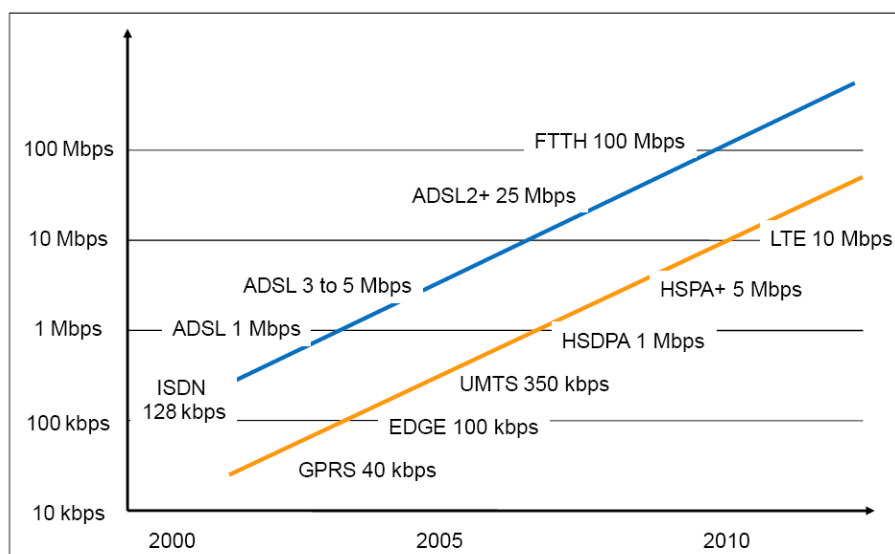
3.1 海外风波逐渐散去

影响中兴的海外业务的贸易争端已经有效解决。印度争端已基本解决，中兴通讯印度子公司，ZTE Telecom India Pvt.，已经获得印度政府批准，将为 Reliance Communications Ltd.进口电信设备，加上欧美市场的突破（中报：在上半年其欧美市场收入占比首次提升到 18%，同比增速超 45%），对于中兴来说“消息面的底部”可能已经过去。

3.2 即使不考虑海外，预期中兴仍然具有极大的投资价值

即使不考虑海外业务的增量，中兴通讯国内业务中，无线和有线两部分都预期将得到长足的发展，其将可能在未来大幅受益国内光通信的升级需求和 FTTx 推进，获得高速增长。七部委在推进光纤宽带网络建设的意见中提出“到 2011 年，光纤宽带端口超过 8000 万，城市用户接入能力平均达到 8 兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到 2 兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现 100 兆比特每秒以上的接入能力。3年内光纤宽带网络建设投资超过 1500 亿元，新增宽带用户超过 5000 万”。

我们认为，无线市场由于 TD-LTE 的推进而展现巨大的市场机会，加上国内有线市场也将在国家宽带信息化呼之欲出的前景下有着广大的市场空间，这两大业务预计将使得中兴通讯的发展插上了双翼，实现业绩的腾飞。

图 7：无线带宽和有线带宽齐头并进


资料来源：互联网，东方证券研究所

3.3 科技股的估值洼地

表 2：中兴通讯估值优势明显

代码	名称	09 年 EPS	10 年 EPS	11 年 EPS	12 年 EPS	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE
600498	烽火通信	0.59	0.98	1.43	1.76	59.12	35.59	24.39	19.82
600198	大唐电信	0.13	0.27	0.40	0.58	78.70	70.01	46.79	31.88
600487	亨通光电	1.11	1.28	1.48	1.80	32.46	24.30	21.08	17.37
600797	浙大网新	0.04	0.11	0.16	0.21	45.91	65.75	45.78	34.68
000063	中兴通讯	0.86	1.12	1.45	1.76	29.22	22.44	17.33	14.28

注：大唐电信、亨通光电、浙大网新盈利预测取自 wind 资讯一致预期

资料来源：wind，东方证券研究所

4 盈利预测

中兴通讯盈利预测

我们预计，中兴通讯 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.12、1.45 和 1.76 元，我们重申给予 25-30 倍 PE 的估值水平，估值中枢对应的目标价为 30.8 元。此外，根据绝对估值法，公司的每股合理价值在 30.69 元。对应目前的股价，重申“买入”评级，目标价 30.8 元。

公司目前的海外业务处于上升时期，催化剂众多，海外市场的拓展、运营商招标的中标等等都有可能成为股价的催化剂。

中兴通讯业务分析与盈利预测假设

我们预测中兴通讯未来三年的收入预测如下所示：

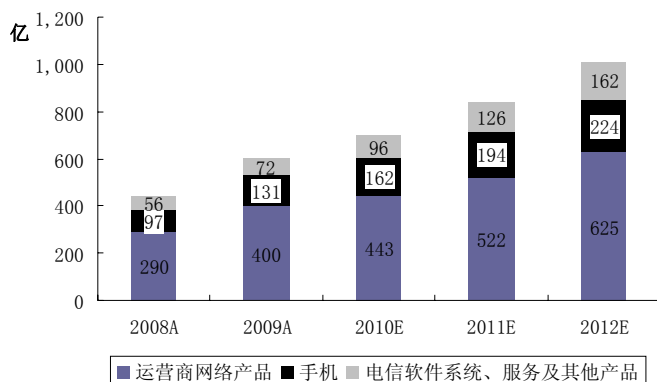
表 3：中兴通讯收入预计（百万元）

			2009	2010	2011	2012	备注
国内市场							
无线设备	GSM—移动		32,109.80	20,871.37	18,784.23	16,905.81	中兴利用在移动 TD 网络的优势，提升 2G GSM 市场的份额 运营商资本开始逐步下滑，而中兴的份额基本稳定
	中兴份额		6.20%	7.00%	9.50%	12.20%	
	中兴收入		1,990.81	1,461.00	1,784.50	2,062.51	
	GSM—联通		10,427.4	6,777.81	6,100.03	5,490.03	
	中兴份额		13.50%	14.50%	14.50%	14.50%	
	中兴收入		1407.70	982.78	884.50	796.05	
	CDMA		9000	6000	5000	4000	
	中兴份额		28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	
	中兴收入		2520	1680	1400	1120	
	CDMA2000		5800	3000	2500	2000	
	中兴份额		28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	
	中兴收入		1624	840	700	560	
	TD		27500	23000	20000	18000	
	中兴份额		28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	
	中兴收入		7700	6440	5600	5040	
	WCDMA		14000	12000	10000	8000	
	中兴份额		20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
	中兴收入		2800	2400	2000	1600	
	无线设备合计		18,043	13,804	12,369	11,179	
		增长率		-23.49%	-10.39%	-9.62%	
光通讯及数据通讯		6,815	8,996	11,874	15,436	光通信市场每年以 30% 速度增长	
	增长率		32%	32.00%	30.00%		
	有线交换及接入	223	134	93	75	有线业务萎缩	
		增长率		-40%	-30.00%		-20%
运营商网络部分合计		25,080	22,933	24,337	26,690	光通信可以抵消无线和有线的下滑	
	增长率		-8.56%	6.12%	9.67%		
手机	中兴通讯销量合计（百万部）		10.35	16.53	23.142	28.9275	
	增长率			60.00%	40.00%	25.00%	
	手机单价（元）		330	310	290.00	270	
	手机部分收入		3415.5	5124.3	6711.18	7810.425	
电信软件	收入		2218.84	3084.19	4163.65	5204.57	
	增长率			39.00%	35%	25%	
国内市场合计			30,714	31,141	35,211	39,705	

单位：百万元	2009	2010	2011	2012	备注备注
国外市场					
运营商网络	14,900	21,373	27,843	35,830	由于海外扩展，运营商网络市场高速增长
增长率		43.44%	30.27%	28.69%	
手机	9,600	11,030	12,674	14,562	手机和软件业务增速可维持
增长率		14.90%	14.90%	14.90%	
软件服务	5,000	6,500	8,450	10,985	
增长率		30.00%	30.00%	30.00%	
国外市场合计	29,500	38,903	48,967	61,378	
增长率		31.87%	25.87%	25.35%	
总收入合计	60,214	70,044	84,178	101,082	
增长率		16.33%	20.18%	20.08%	

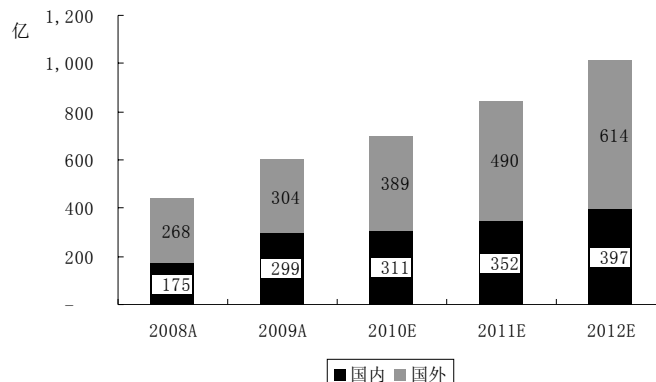
资料来源：东方证券研究所

图 8：分产品收入预测



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：分区域收入预测



资料来源：公司公告、东方证券研究所

风险因素

1. 大盘系统性风险
2. 全球宏观经济情况的波动

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	14497	16847	20247	24312	营业收入	60273	70044	84178	101082
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	40623	46836	56042	66843
应收账款	16379	19035	22875	27469	毛利	19649	23208	28136	34240
存货	9325	10749	12861	15338	%营业收入	32.6%	33.1%	33.4%	33.9%
预付账款	355	410	490	585	营业税金及附加	693	805	968	1162
其他流动资产	14259	16399	19193	23333	%营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
流动资产合计	55594	64345	76755	92343	销售费用	7044	8186	9838	11814
可供出售金融资产	254	254	254	254	%营业收入	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	8113	9246	10564	12989
长期股权投资	440	440	440	440	%营业收入	13.5%	13.2%	12.6%	12.9%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	785	892	858	807
固定资产合计	6047	7030	8095	9390	%营业收入	1.3%	1.3%	1.0%	0.8%
无形资产	614	583	554	526	资产减值损失	738	753	1089	1303
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	13	0	0	0
递延所得税资产	644	142	206	246	投资收益	12	0	0	0
其他非流动资产	4749	4749	4749	4749	营业利润	2301	3326	4819	6164
资产总计	68342	77544	91053	107949	%营业收入	3.8%	4.7%	5.7%	6.1%
短期贷款	4923	1953	3595	9662	营业外收支	1261	1008	807	645
应付款项	21532	24821	29698	35417	利润总额	3325	4335	5625	6810
预收账款	2338	2717	3265	3920	%营业收入	5.5%	6.2%	6.7%	6.7%
应付职工薪酬	2399	2765	3308	3946	所得税费用	629	820	1064	1289
应交税费	78	96	119	144	净利润	2696	3514	4561	5521
其他流动负债	9826	11320	13463	16139	归属于母公司所有者	2458.1	3204.8	4159.0	5034.9
流动负债合计	41095	43671	53448	69229	的净利润				
长期借款	2396	2763	3306	3943	少数股东损益	238	310	402	487
应付债券	4000	4000	4000	619	EPS（元/股）	0.86	1.12	1.45	1.76
递延所得税负债	4	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2898	2898	2898	2898		2009A	2010E	2011E	2012E
负债合计	50393	53332	63652	76689	经营活动现金流净额	3729	4935	5549	5739
归属于母公司所有者	16825	22692	25479	28852	取得投资收益收回现金	5	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	1124	1433	1835	2322	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	17949	24125	27314	31174	固定资产投资	-2053	-1751	-2104	-2527
负债及股东权益	68342	77457	90966	107862	其他	-248	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-2301	-1751	-2104	-2527
EPS	0.857	1.118	1.451	1.756	债券融资	0	0	0	-3381
BVPS	9.19	12.39	8.89	10.06	股权融资	46	3720	0	0
PE	26.49	20.31	15.65	12.93	银行贷款增加（减少）	2286	-2604	2186	6704
PEG	0.98	0.75	0.58	0.48	筹资成本	1045	-1949	-2230	-2469
PB	2.47	1.83	2.56	2.26	其他	-2090	0	0	0
EV/EBITDA	16.09	11.16	8.27	6.68	筹资活动现金流净额	1287	-834	-45	854
ROE	14.6%	14.1%	16.3%	17.5%	现金净流量	2715	2350	3399	4066

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn