

通信设备

中兴通讯：

充分受益于 2011-2014 全球新一轮电信设备投资高峰

独到见解

事实胜于雄辩。25 年的发展历史清晰的证明：中兴通讯，作为通信行业中国 A 股上市公司的“领头雁”，经营能力卓著，业绩持续增长，从 1997 年上市时的 6.3 亿收入增长到 2009 年的 602 亿，成长了 100 倍左右。

我们认为：经过 20 多年的发展，公司经营、管理、控制能力非常强大和稳定，稳健、和谐的“牛文化”是公司长远持续发展的基石。公司的产品线也是最丰富和最齐全的，在核心技术专利和实力的储备上，已然具备向全球的电信运营商提供快速构建更高带宽、更智能、更安全、更灵活、更方便（更“移动”）、综合成本更优的下一代有线无线网络和新型运维服务。我们相信：公司不但有着成功抵御 2000 年全球 IT 泡沫和 2008 年全球经济危机的既往辉煌，而且也必将在未来导引公司在全球市场份额稳步盘升，推动公司利润稳定增长的新精彩，必将在 2011-2014 全球新一轮电信设备投资高峰期充分受益。

投资要点

- **牛文化：铸就 25 年和未来持续稳健成长之路。**稳健的战略，宽容、宽松、和谐的“牛文化”是公司持续发展、做大做强的基石。
- **掌握核心技术和综合成本最优：电信运营商越来越离不开的全业务供应商。**公司掌握的核心专利逐渐跻身世界最前沿的技术，LTE 综合实力已被列为世界第三。
- **2011-2014：全世界新一轮电信设备投资高峰期。**固网 2M 到 100M 建设远未结束，下载速度为 100M 的 LTE 网络也将大量开建，更高带宽、更便利（移动）、更泛在的网络使得公司充分受益。
- **全球电信设备提供商 PE 对比的结果显示，公司也极具吸引力。**

风险提示

2011 年电信运营商继续削减投资。

主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	60273	69307	91486	111155
同比增速(%)	36%	15%	32%	22%
净利润(百万)	2458	2982	3810	5251
同比增速(%)	48%	21%	28%	38%
每股盈利(元)	1.34	1.09	1.39	1.91
市盈率(倍)	21.63	26.74	20.93	15.19

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：刘洪军

Tel: 0755-82027736

Email: liuhongjun@hczq.com

投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	286673
流通 A 股/B 股(万股)	227514/0
资产负债率(%)	73.74
每股净资产(元)	9.55
市盈率(倍)	33.86
市净率(倍)	3.04
12 个月内最高/最低价	49.15/18.3

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《中兴通讯：基础坚实，长期向好发展态势未变》 2010-10-28
- 《中兴通讯：欧洲大单再下一城，当下介入好时机》 2010-10-09
- 《中兴通讯：印度电信运营商比印度政府更需要的“亲密”伙伴》 2010-08-22
- 《中兴通讯：中期业绩不“难看”，看好下半年及未来几年发展》 2010-08-20

目 录

一、	独到见解和结论.....	4
二、	牛文化：铸就 25 年和未来持续稳健成长之路	4
1、	牛文化的精髓	4
2、	牛文化保证了核心理念的传承和延续	5
3、	牛文化保证了公司和政府“铁”一样的关系.....	5
4、	牛文化使得公司在重大问题上几乎从未犯错.....	6
5、	海外市场 and 海外机构的新价值：甚至可以卖飞机.....	6
三、	掌握核心技术和综合成本最优：电信运营商越来越离不开的全业务供应商	7
1、	核心专利数逐渐跻身到世界前沿阵营	7
2、	TOP 级电信设备供应商里产品线最丰富、最齐全、最稳定.....	8
3、	综合成本最有竞争力	10
4、	各主要产品市场地位和变化趋势	11
5、	未来整体进入 TOP 3 是大概率事件	15
四、	2011-2014：全世界新一轮电信设备投资高峰期	15
1、	下一代通信网络：全世界都在积极构筑更高带宽、更便利、更泛在的全新网络. 15	
2、	2011-2014：全世界新一轮电信设备投资高峰期.....	16
3、	中兴通讯将充分受益于 2011-2014 全世界新一轮投资高峰期.....	16
五、	全球电信设备提供商 PE 对比	17
六、	盈利预测和估值.....	18
1、	关键假设	18
2、	盈利预测和估值	18
七、	催化剂和风险提示.....	18
1、	催化剂	18
2、	风险	18

图表目录

图表 1 中兴通讯必将跻身全球第一阵营	4
图表 2 1997-2009 增长了收入接近 100 倍	5
图表 3 中兴通讯收入增长比主要竞争对手快	5
图表 4 中兴通讯销售和服务已经覆盖全球 65%的国家和地区	7
图表 5 LTE 最需要的基本专利中兴通讯第八	8
图表 6 中兴通讯在中国通信电源市场份额第一	9
图表 7 中兴通讯手机占比逐年提高	10
图表 8 2012 年后净利润率可能会走高	11
图表 9 中兴通讯 LTE 商用合同数	12
图表 10 中兴通讯在宽带接入全球第二	12
图表 11 中兴通讯在亚太光网络市场排名第二	13
图表 12 光网络进入全球前三	13
图表 13 全球无线市场整体排第四（按载频）	14
图表 14 中国 3G 市场整体第一	14
图表 15 中兴通讯手机市场份额	15
图表 16 2011-2014 新一轮电信投资高峰期	16
图表 17 全球电信设备提供商 PE	18

一、独到见解和结论

事实胜于雄辩。历史无言但一直清晰的证明：中兴通讯，作为通信行业中国 A 股上市公司的“领头雁”，经营能力卓著，业绩持续增长。从数据分析看，“领头雁”确实一直在往前飞，一次次荡平各种突来的障碍和击碎莫名的传言。公司 1997 年登陆上海证券交易所，当年总收入仅为 6 亿 3 千万，而到 2009 年，总收入已经增长到 602 亿，净利润为 26.96 亿，成长了 100 倍左右。我们认为，经过 20 多年的发展，公司经营、管理、控制能力非常强大和稳定，公司的产品线也是最丰富和最齐全的，在核心技术专利和实力的储备上，已然具备向全球的电信运营商提供快速构建更高带宽、更智能、更安全、更灵活、更方便（更“移动”）、综合成本更优的下一代有线无线网络和新型运维服务。我们相信：公司不但有着成功抵御 2000 年全球 IT 泡沫和 2008 年全球经济危机的既往辉煌，而且也必将在未来导引公司在全球市场份额稳步盘升，推动公司利润稳定增长的新精彩。

图表 1 中兴通讯必将跻身全球第一阵营



资料来源：华创证券研究所

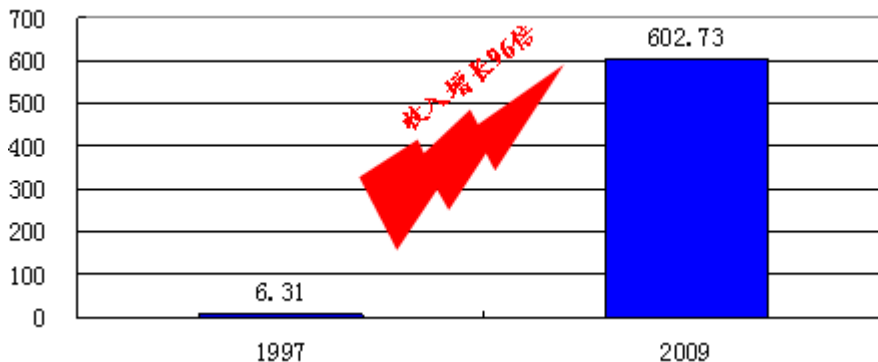
二、牛文化：铸就 25 年和未来持续稳健成长之路

1、牛文化的精髓

- 中兴通讯牛文化的精髓是：战略上“不偏之谓中，不易之谓庸”，“扣其两端，允执其中”，步步为营，稳健至上。在对员工的管理和公司氛围上，采取的是宽容的、宽松的、和谐的、人性化更多一点的“温情文化”。
- 公司是“国有民营”的典范，公司和公司核心领导人最初脱胎于国资背景的国有企业中国航天工业总公司西安微电子技术研究所，经过几次改制，成功的从公司治理的体制和制度上优化了内在机制，同时以直接和间接方式赋予企业管理者及部分骨干员工股权，解决持续发展的后顾之忧。
- 我们认为：中兴通讯公司的牛文化发端于“国有民营”的这种机制，是有着自己鲜明特色的、更顺应和更符合自身持续发展的独特文化。战略上的“中庸”和管理上的“温情化”打造出和竞争对手完全不一样的牛文化，铸就了公司过去 25 年高达几百倍成长的

辉煌（仅从 1997 年上市起算至 2009 年公司收入就增长了 96 倍），也是未来走向全球卓越企业的根本保证。

图表 2 1997-2009 增长了收入接近 100 倍



资料来源:公司公告, 华创证券研究所

2、牛文化保证了核心理念的传承和延续

- 中兴通讯成立 25 年以来，其核心领导人经过了三位，第一位是以侯为贵为首的领导核心集体，第二位是以殷一民为首的领导核心集体，目前的第三位是以史立荣为首的领导核心集体。三位领导人都是在中兴通讯内部打拼多年，都是在总结、继承和发扬上一任领导集体的优秀经验之上，再根据现时全球电信市场发展的格局、态势和变化作出最新的部署，但稳健始终不变。
- 反观竞争对手，诺基亚系统部门自和西门子合资之后，CEO 自然换人，而我们知道公司整合合并中，理念和文化最难整合，而且 CEO 还不停的换。阿尔卡特-朗讯也同样面临这样的问题，CEO 换得比诺基亚西门子还快。相同的结果就是原来四家合并后两家新公司收入都不停的下滑，而且一直没有摆脱亏损的边缘，诺基亚西门子甚至要被私募公司吞并。华为近年来也深受“接班人”困扰，公司核心高层 EMT 团队也已经被大换血。发展比较好的就只剩下爱立信，近 10 年来，换过 2 个 CEO，去年任命的 CEO 也是出自爱立信内部。

图表 3 中兴通讯收入增长比主要竞争对手快

财务区间	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1
中兴通讯	20%	23%	45%	25%	9%
阿朗	2%	-19%	-14%	-4%	-2%
诺西	-5%	-12%	-21%	-9%	40%
爱立信	17%	2%	-19%	-3%	-4%

资料来源:华创证券研究所

- 我们认为，一个公司要长远、持续、稳定的发展，一定是要有一个战略上明确、核心理念得到传承和延续的、执行力强的管理层。从目前全球前五家最大的电信设备提供商看，中兴通讯和爱立信无疑是表现最好的。

3、牛文化保证了公司和政府“铁”一样的关系

- 中兴通讯的稳健、温情的牛文化在社会上获得广泛认同，市面上几乎没有中兴通讯的任何负面信息，而且还屡屡获得“最好的公司”、“最佳的雇主”等等大范围的认同和夸耀。在这一点上，中兴通讯确实表现得相当好。或许不同公司有着根本不同

的文化，就象西方人喜欢吃面包加牛肉，而东方人更爱大米一样，但毫无疑问的是：中兴通讯的牛文化至少在台面上获得了社会上大范围的认同和称赞，这种文化当然也得到了政府的大力肯定和支持。

- 党和国家领导人多次亲临中兴通讯公司现场视察和指导工作。现任国家主席胡锦涛同志 2003 年和 2010 年两次到公司，2000 年前任国家主席江泽民同志也到中兴通讯公司现场视察。
- 中兴通讯也多次获得中国政府在党和国家领导人出访国际期间大力推动的政府项目。2006 年，在中国政府的大力支持和推动下，中兴通讯和埃塞俄比亚电信签署了价值 15 亿美元的一篮子项目合作协议。最新的例子是：2010 年 4 月胡锦涛同志出访巴西期间，推动巴西电信运营商 VIVO 和中兴通讯签定了价值不菲的合同。
- 国有银行多次大额授信，帮助中兴通讯快速拓展海外市场。2009 年 3 月，中国国家开发银行对公司授信 150 亿美元，2009 年 5 月，公司和中国进出口银行签署 100 亿美元的《战略合作协议》。就在昨天（2010 年 12 月 15 日），中国国家开发银行已经同意向印度 Reliance 通讯公司提供 19.3 亿美元贷款用于购买中兴通讯的设备。
- 中兴通讯在布局研发中心和生产基地的时候，当地政府都从税收、用地甚至交通配套、用工环境等多方面提供支持。三亚、重庆、西安、南京、河源等莫不如此。足见其和政府“铁”一样的关系。
- 我们认为，在上有国家、下有各地政府的大力支持下，加上国家银团的足够金融财力辅佐，中兴通讯作成卓越企业的基础非常稳固。

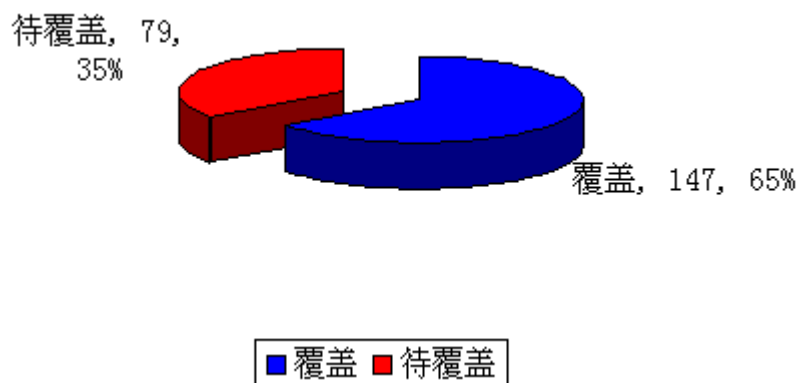
4、牛文化使得公司在重大问题上几乎从未犯错

- 中兴通讯稳健的战略，“牛文化”之道，公司从来不冒进。和政府“铁”一样的关系，也保证了公司几乎不犯错。
- 1999 年的小灵通项目不但使中兴通讯在中国电信、中国网通站稳了脚跟，而且还大获其利，连最强的竞争对手华为在小灵通上几乎没有任何收获。
- 2001 年中国联通大规模建设 CDMA，中兴通讯拿下没有预料到的 7.5% 的市场份额，目前中兴通讯全球 CDMA 的市场份额已经连续四年排名第一。华为直到 2009 年才在国内的 CDMA 上的扳回一局。实际上，小灵通和 CDMA 的成功还帮助公司度过了全球 2000 年 IT 大泡沫之后的危机。
- 2007 年在 TD-SCDMA 前景难料的情况下，中兴通讯举债 40 亿元投入 TD-SCDMA，到 2009 年 3G 启动后中国移动的几轮扩大招标中，以 35% 的市场份额成为其最大的移动设备供应商。
- 目前，在 FTTH（EPON、GPON）和 LTE 上，公司发展也非常好，在可见的未来，公司在战略和战术上都处于比较好的态势。

5、海外市场和海外机构的新价值：甚至可以卖飞机

- 截止到 2010 年三季度，公司的海外收入占到总收入的一半以上，达到 52%以上。
- 公司目前在全球设有 107 个办事处，业务和服务可以覆盖 140 多个国家或地区，服务的人口超过 12 亿人，全球每 5 个人当中，就有一个人再使用中兴通讯的服务。
- 我们认为：107 个办事处不是一天就建立起来的，而是在公司“牛文化”的指导下，稳健的、有序的、塌实的一步一步建立起来的，公司已经在国际化的道路上踏下最坚实的脚步。另外，全球众多的办事处中，平均每个办事处配置 80 个人左右，公司的销售能力和服务能力非常了得，这张全球“网”、这个优质的全球渠道，在未来除了能为公司销售更多的电信设备外，将来中国大飞机 2014 年制造出来后，凭着和中国政府“铁”一样的关系，甚至可以在全球卖飞机。

图表 4 中兴通讯销售和服务已经覆盖全球 65%的国家和地区



资料来源:华创证券研究所

总体而言，我们认为，公司经营能力强、管理能力优秀、财务稳健，和政府关系密切，海外市场也日渐成为主要战场，“牛文化”不但是公司过往战胜 2000 年全球 IT 大泡沫和 2008 年全球金融危机，取得 25 年高速发展的法宝，也是未来持续增长的基石。

三、掌握核心技术和综合成本最优：电信运营商越来越离不开的全业务供应商

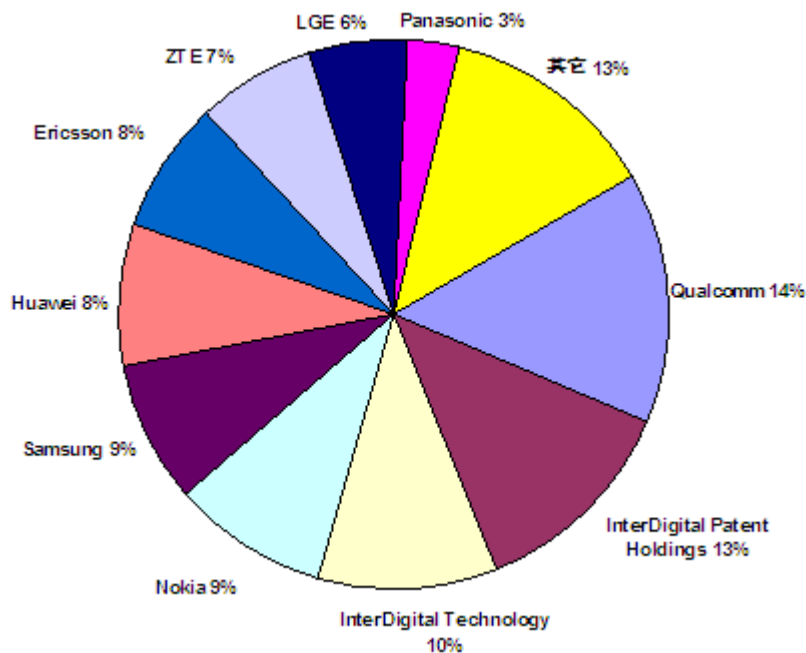
1、核心专利数逐渐跻身到世界前沿阵营

- 中兴通讯是技术型公司，拥有核心技术专利不仅意味着可以少向国外专利巨头上缴高昂的专利费，从而降低自身宝贵的利润，更是公司长远发展、在全世界电信设备厂家排进第一阵营的真实需要。公司累计拥有国内国际专利逾 3 万件，超过 90%为高质量、高价值的发明专利，其中 4000 多项是国际专利，全面覆盖了技术最前沿的 3G、4G 核心技术。
- 公司近年来申请和拥有的专利增加非常快。2009 年底为 26000 多件(其中国内 25894 件)，今年累计已经超过 30000 件（其中国际专利申请超过 4100 项）。2009 年申请量增速全球排名第一，不出意外的话，今年也将是第一。
- 中兴通讯是 70 多个国际标准化组织和论坛（ITU-T、ITU-R、3GPP、3GPP2、ETSI、IEEE、OMA、IETF 等）的成员，向这些国际标准组织提交 12000 多篇文稿，已有 30 名专家在国际标准组织担任主席、报告人等领导职务，同时取得了 80 多个国际

标准编辑者(Editor)席位和起草权。2010 年 11 月，公司在际互联网工程组织 (IETF) 第 79 次大会上牵头成立首个云计算标准工作组。

- 在最前沿的 LTE/SAE，截止到 2010 年上半年，公司共提交 LTE/SAE 相关提案超过 3300 多篇，并已申请 LTE/SAE 相关专利 2600 多件，其中 LTE 标准必须使用的基本专利(Essential Patent)清单公司有 235 件，占整体的 7%，已经跻身前八。全球著名市场研究公司 Gartner 甚至发报告称中兴通讯 LTE 产品综合竞争力已跨入全球前三位。

图表 5 LTE 最需要的基本专利中兴通讯第八

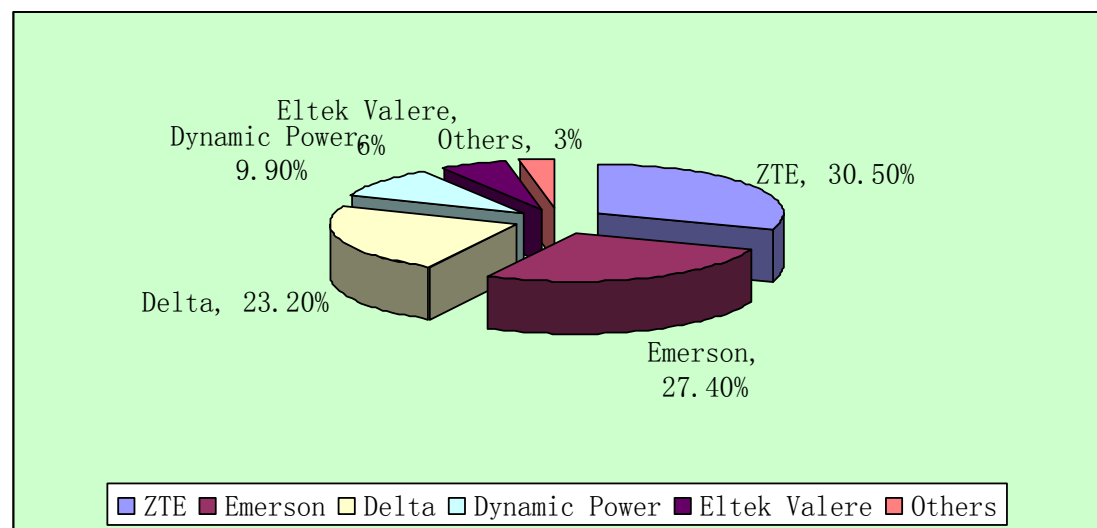


资料来源:ETSI, 华创证券研究所

2、TOP 级电信设备供应商里产品线最丰富、最齐全、最稳定

- 中兴通讯拥有通信业界最完整、最齐全、最稳定的端到端产品线和融合解决方案，通过全系列的无线（包括 GSM/WCDMA/UMTS/LTE、CDMA 2000/UMB、M2M、RFID、微波、TD-SCDMA/TD-LTE）、有线（核心网、传输、接入、以太网交换机和路由器）、业务产品和配套（OSS/BSS、增值业务、监控产品、通信电源）、终端产品（3 中制式的手机、数据卡、固定台）和专业通信服务（运维托管、网规网优）五大领域。连通信电源领域都有涉足，这是其他几大 TOP 级电信设备供应商没有的，而且中兴通讯在中国通信电源市场份额是第一。

图表 6 中兴通讯在中国通信电源市场份额第一



资料来源: Frost&Sullivan, 华创证券研究所

- 产品线之丰富，业界能与之相比的只有华为。其他譬如爱立信，早早就将终端部门和 SONY 联合，爱立信主体则专注于电信系统设备，且设备中偏向比较明确。目前是 GSM/WCDMA/UMTS/LTE 阵线非常强，全球市场排名第一；CDMA 2000/UMB 方向则在 2010 年初通过收购濒临破产的昔日巨头加拿大 Nortel（北方电讯）的整个产品线来扩充和发展，意欲在全球 CDMA 市场获得一席之地，但无奈已经被中兴通讯、华为、阿朗瓜分殆尽；有线的接入和传输产品也是 2006 年收购破产的原英国电信设备巨头马可尼相应的产品线来发展，目前全球市场排在第八，在华为、阿朗、中兴通讯、诺西之后。

诺基亚也将系统设备和 Siemens 合资成立 Nokia Siemens（诺基亚西门子，简称 NSN）后单独醉心于终端，而 NSN 也主要专注于无线市场，尤其是 GSM/WCDMA/UMTS/LTE 产品线，CDMA 2000 基本不涉及，TD-SCDMA 原来通过鼎桥和华为合作，但后来成效甚微。阿尔卡特（Alcatel）甚至是丢了终端和 Lucent 合资做系统设备，无线领域 CDMA 2000 阵线很强，GSM/WCDMA/UMTS/LTE 和 TD-SCDMA 都一般，有线传输接入在全球市场也还有一席之地，目前全球排名第二。

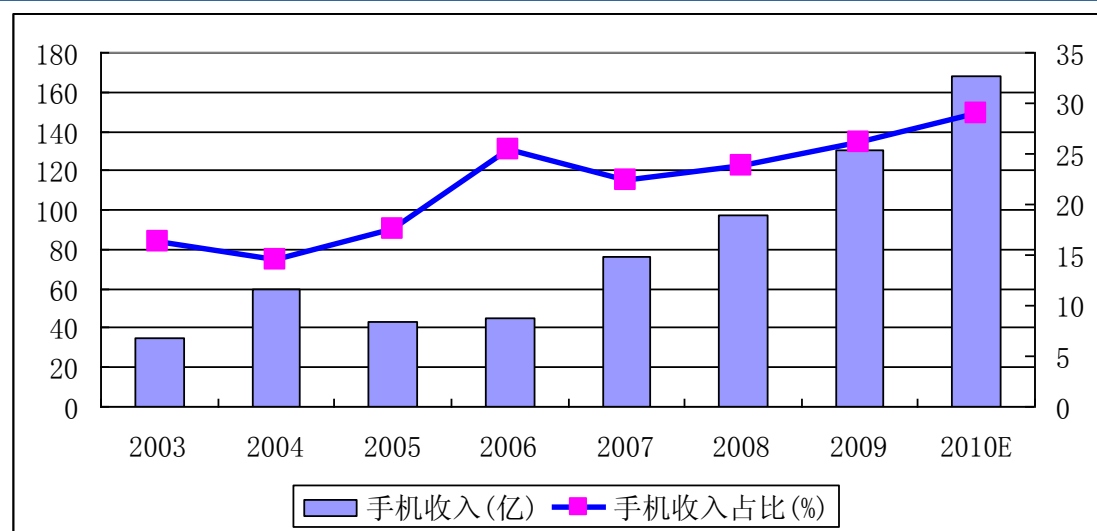
目前产品线和中兴通讯能够相提并论的只有华为，但某些产品华为是没有的，象上面提到的通信电源，2000 年全球 IT 泡沫的“冬天”，为了准备过冬的棉衣，华为早早的将电源公司安圣电气卖给了艾默生。另外，手机、数据卡等终端产品对电信系统设备商越来越重要，但华为对终端产品的态度一直不稳定，比较飘忽，极有可能象对待安圣电气、华三一样处置。

2008 年 5 月，华为曾聘请国际上大名鼎鼎的投行摩根士丹利帮助其出售旗下移动终端业务部门的部分股权，当时引来包括贝恩资本（Bain Capital）、银湖（Silver Lake）等在内的 20 多家国际竞购方，到 2008 年 10 月，确定美国私募股权公司贝恩资本（Bain Capital）及银湖（Silver Lake）最终入围，且当时竞购方出的收购价格离华为提出的 40 亿美金比较接近。但不巧的是，金融危机爆发，且在竞购过程中愈演愈烈，竞购方在最后一刻“刹车”，后来华为只得宣布暂缓出售计划。

但 2010 年年初，时任华为终端董事长郭平在出席 2010 年巴塞罗那世界移动通信大会上，再一次提出了出售终端业务的想法，他的原话是：“华为不排除将来可能再次尝试剥离生产手机和数据卡的终端部门。”

相对华为对终端的不确定态度，中兴通讯对终端产品一直比较重视，从销售收入上看，手机终端的占比一直在提高，从 2003 年的 16% 提高的 2010 年上半年的 25.35%，3 季度终端收入同比增加 30% 以上，今年全年的出货量预计突破 8000 万只，达到 8500 万只，我们认为届时公司在全球手机市场份额可能由 2009 年的 4% 提升到 7.2% 左右，排名也将跃居第四位，和第三位的 LG 电子相差不远，手机收入占比也将达到 29%。我们认为，电信设备商中，终端设备对业绩的影响弹性越来越大，未来几年中兴通讯手机终端收入的占比很可能会上升到 45-50%，考虑到中兴通讯的手机战略是 60-70% 是中端手机，那么假如每部手机仅增加 10 美金的售价，而手机成本几乎不变，那么对业绩，对利润的影响非常大。而这并不是不可能，随着 3G 市场越来越成熟，智能手机越来越普及，中端手机的市场规模将越来越大，中兴通讯凭借强大的综合实力，完全有能力在其他三寨手机厂商甚至是昔日巨头的摩托罗拉、索尼爱立信为代表的落寞巨头无法继续长远“玩”下去的手机中高端市场提高“就那么一点点”市场占有率，其利润就将得到极大的提升。

图表 7 中兴通讯手机占比逐年提高



资料来源:公司公告, 华创证券研究所

- 我们认为:中兴通讯的产品线最丰富、最齐全,也最稳定,能够端到端的、无缝的满足和解决全球不同运营商的差异化需求以及快速创新的追求,以便于他们更快捷、更灵活的构建更高带宽、更智能、更安全、更方便(更“移动”)、综合成本更优的下一代通信网络和向他的最终客户提高一站式、更及时、更周全的优质服务。中兴通讯已然成为全球电信运营商越来越不愿意舍弃、也越来越离不开的全业务供应商。

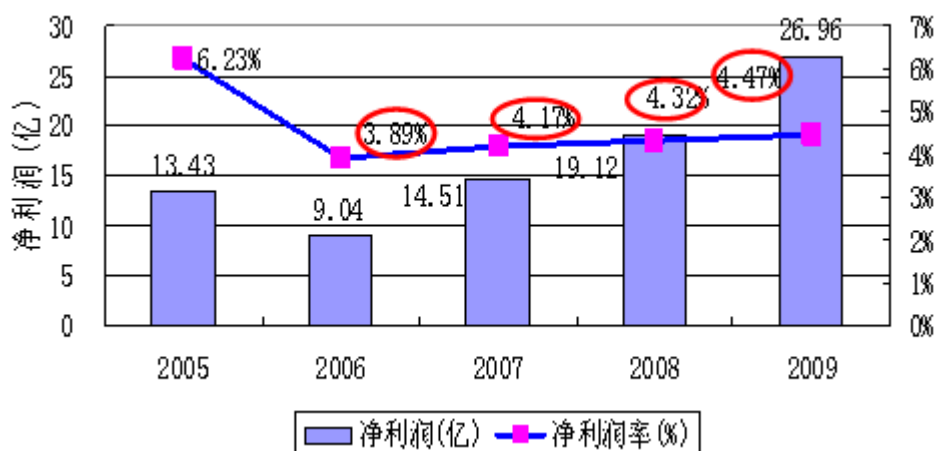
3、综合成本最有竞争力

- 业界已有公认:华为、中兴的人力成本是 Cisco、爱立信、诺基亚等西方主要电信设备竞争对手的五分之一。而中兴和华为之间的人力成本也有 10-15% 之间的些许差异,这使得中兴通讯在业界拥有最有竞争力的综合成本。在全球很多重要的电信市场竞标中,华为一般比西方竞争对手的价格低 20% 左右,而中兴相对华为则还有 5-10% 的综合成本优势。当然,这并不是全部,而且,由于中兴、华为的市场份额越来越大,态势和价格正在起变化,某些强势市场,华为、中兴的价格甚至要高出西方主要竞争对手。

- 从财务数据上分析,中兴通讯自 2005 年以来,净利率一直在 4% 左右,2005 年是 6.23%,2006 年突降为 3.89%,2007 年则升至 4.17%,之后 2008 年再小幅上

升到 4.32%,2009 年则再升至 4.47%。我们认为：出于远期战略考虑，公司为了使市场份额稳步提升而不得不采取的策略,尤其是当原来难以撼动的欧美等海外市场在公司收入占比中越来越大的阶段,在价格上采取比较有竞争优势的低价策略,从而快速扩大市场份额，快速“圈地”，因此公司一方面不得不将利润率一直维持在 4%左右，同时还要让利润率小幅攀升，体现出一定的应有的成长性。我们认为：中兴通讯在目前阶段所采取的这种策略是完全恰当和适度的，而且中短期内,2012 年或者最快 2011 年末之前,公司为了稳固刚刚获得的市场份额，都不可能会轻易改变这种竞争策略。但在此之后，我们认为，伴随 3G、LTE、WiMAX 等无线产品在内的其他产品的综合市场份额的稳步提升，其利润率很有可能逐步走高。即便如此，但相比同行，仍然具备综合成本竞争优势，加之品牌美誉度的逐步提升，因此到那时，仍然是全球电信设备市场综合成本最优的有力竞争者。

图表 8 2012 年后净利润率可能会走高



资料来源:公司公告, 华创证券研究所

4、各主要产品市场地位和变化趋势

■ 在 LTE 领域，从合同数量上看，截止 2010 年 11 月底，中兴通讯共获得 12 份商用合同，客户包括中国香港最大的移动业务运营商 CSL、匈牙利电信运营商 Telenor（加上 3G 共 6000 多个基站）、葡萄牙 Sonaecom 等，试商用合同有 65 个，客户包括沃达丰、Singtel、Etisalat、Commnet 等在内，遍及欧洲、美国、亚太和中东地区。

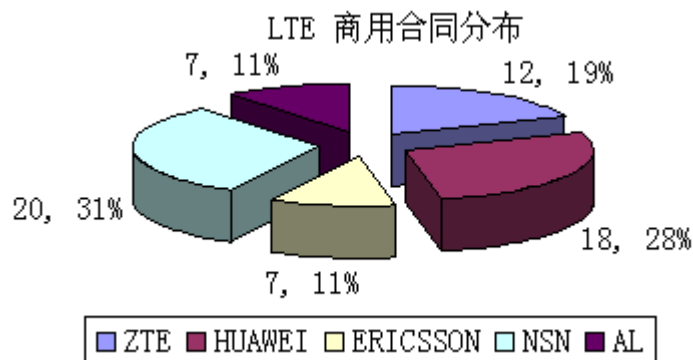
另外，从公开披露的合同数据看，诺基亚西门子共获得 20 份商用合同（截止到 2010 年 10 月份），客户包括日本 NTT DoCoMo、美国 LightSquared 和 Agri-Valley Communications、Zain 巴林、Telenor 丹麦、北欧 TeliaSonera（挪威、瑞典）、沙特 Mobily、芬兰与爱沙尼亚的 Elisa、德国电信，此外诺西还被 Verizon 无线选中为其 LTE 网络部署 IMS。

华为共获得 18 份商用合同，70 多个试验网（截止到 2010 年 9 月底）。爱立信承建 8 个商用网络（截止到 2010 年 11 月），阿朗也有 7 个商用合同，最大的合同是为 Verizon 提供端到端的 LTE 方案及产品，另外，阿朗也有 50 个试验网。

从合同数量上看，中兴通讯的 LTE 商用合同排在第三位。全球无线通信市场

份额按载频计，中兴通讯 2009 年以 12.6% 的全球市场份额居行业第四，我们认为，公司有可能凭借在 3G 和 LTE 市场的优异表现，在未来几年挺进前三。

图表 9 中兴通讯 LTE 商用合同数



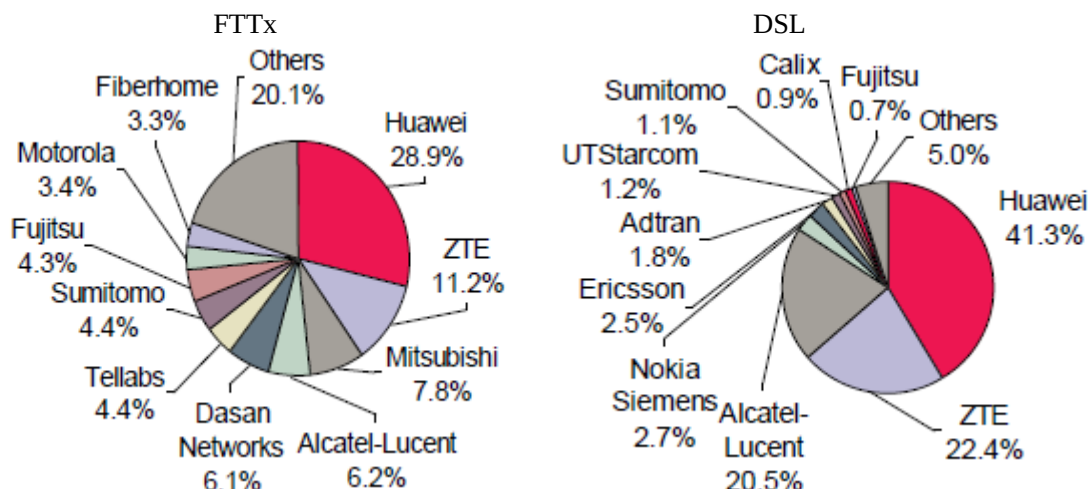
资料来源:华创证券研究所

- 在 CDMA 领域，根据 IDC 2010 报告显示，截至 2010 年第一季度，中兴通讯 CDMA 基站全球出货量历年累计超过 25 万台，市场份额为 30.3%，连续四年保持第一。国内 CDMA 网络设备市场，中兴通讯也保持了强劲的增长，新增市场份额达到 43.54%，累计市场份额为 43.20%，继续保持第一。

因此，在 CDMA 市场，不管是全球还是国内，中兴通讯的市场份额都是当之无愧的第一。而且，公司的 UNI RAN 的平台保证 EV-DO Rev.B 向 LTE 的平滑演进，同时也保证了公司在 CDMA 持续保持最好的市场份额。

- 固网宽带接入产品出货量稳居全球第二，宽带接入主要有三种技术制式，FTTx，DSL，Cable Modem(CMTS),其中，Cable Modem(CMTS)主要在北美应用，全球的占比仅为 18%。在主要的 FTTx 和 DSL 制式部署的网络中，中兴通讯的市场占有率都为全球第二。

图表 10 中兴通讯在宽带接入全球第二

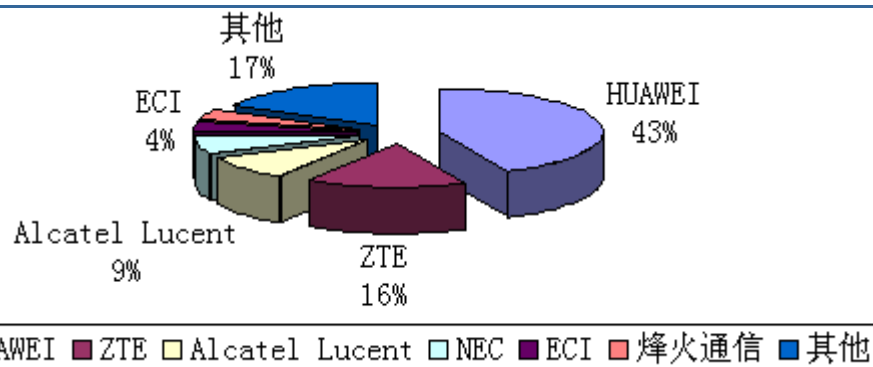


资料来源:OVUM，华创证券研究所

- 光网络出货量达到全球第三，根据 OVUM 报告，中兴通讯在 2010 年 1 季度以 9% 的全球市场占有率第一次进入前三，2010 年 2 季度继续扩大市场份额，上升到 10%，牢牢的站稳了第三的位置。其中，在亚太区域，公司的市场占有率

为 16%，排名第二。

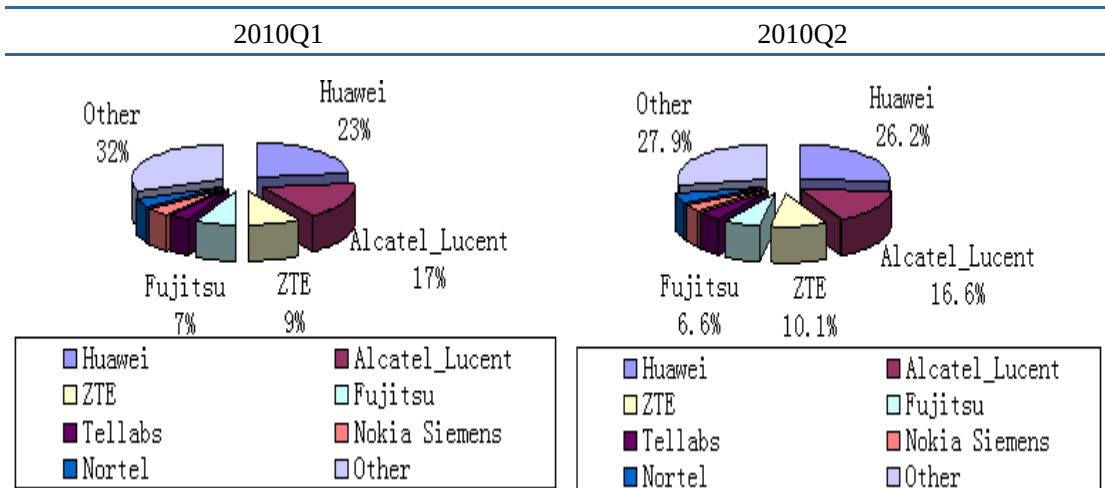
图表 11 中兴通讯在亚太光网络市场排名第二



资料来源:OVUM, 华创证券研究所

我们认为，随着中国乃至全世界 FTTH 未来几年的大规模建设以及印度、中国 3G 市场继续大规模建网，蜂窝基站连接回传线路和连接各大城市之间的以太网骨干网络将推动大颗粒、高带宽的光网络大量铺设，中兴通讯的光网络将击败阿朗排名第二。

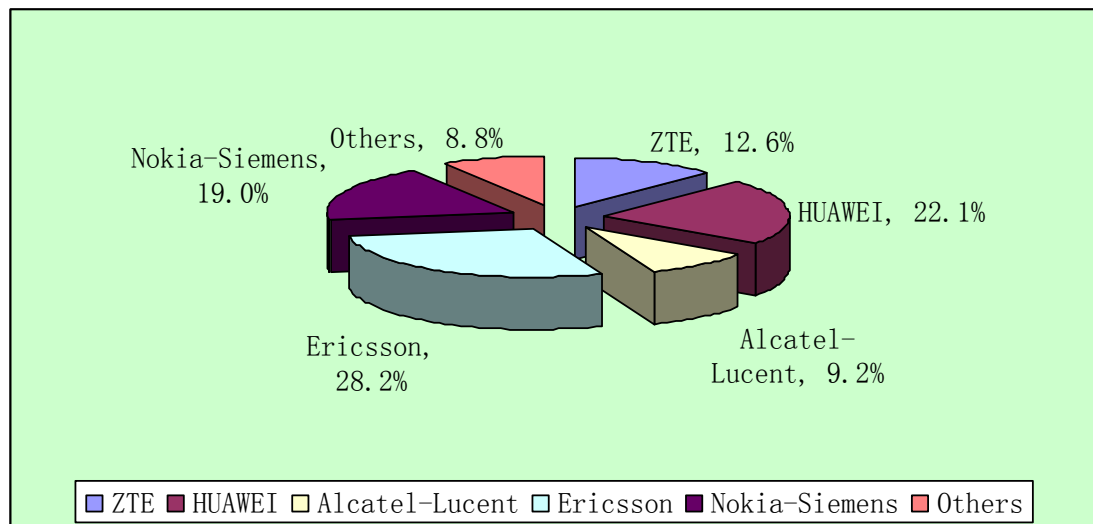
图表 12 光网络进入全球前三



资料来源:OVUM, 华创证券研究所

- 无线整体进入全球第四，3G 中国国内第一，根据 Infonetics 发布的 2009 年全球无线通信设备市场研究报告《2G/3G Mobile Infrastructure and Subscribers》显示，全球无线通信市场份额按载频计，中兴通讯全球市场份额为 12.6%，居行业第四，排名依次为爱立信、华为、诺基亚-西门子、中兴、阿尔卡特-朗讯，对应的市场份额分别为 28.2%，22.1%，19%，12.6%和 9.2%。

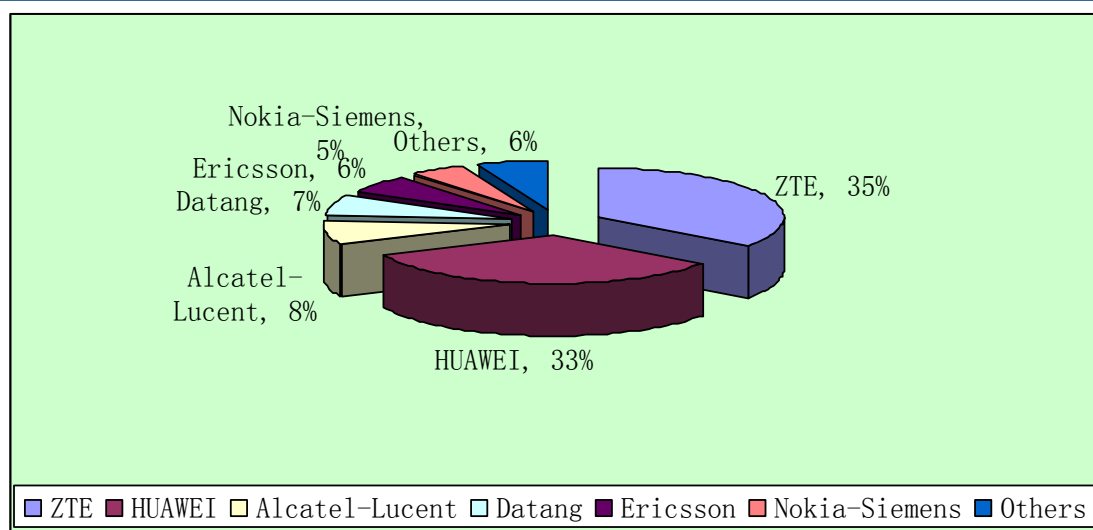
图表 13 全球无线市场整体排第四（按载频）



资料来源: Infonetics, 华创证券研究所

另外, 中兴通讯在中国的 3G 市场中整体份额为 35%, 排名第一。我们认为, 当前以印度和中国为代表的全球绝大多数国家正在大规模部署 3G 网络, 欧美日韩等少数国家开始小规模建设 LTE, 公司有可能凭借在 3G 和 LTE 市场的优异表现, 在未来几年挺进前三。

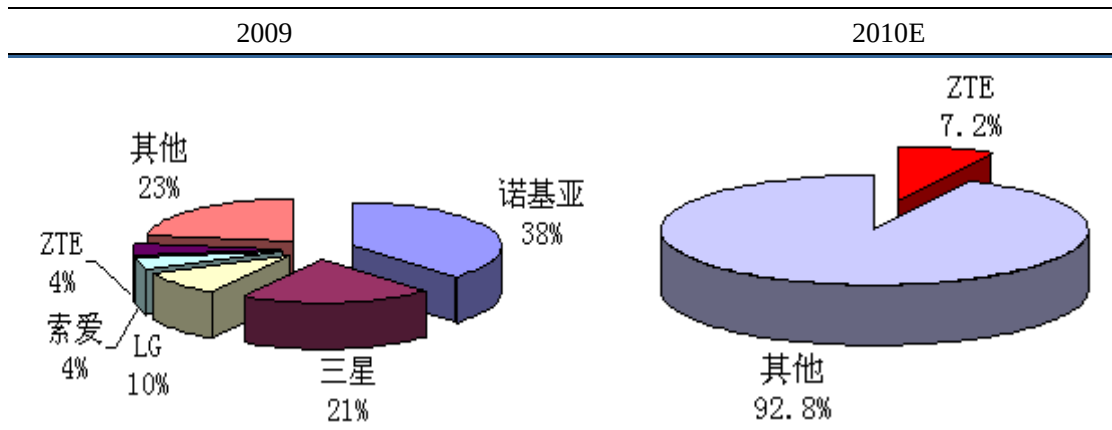
图表 14 中国 3G 市场整体第一



资料来源: iSuppli, 华创证券研究所

- 手机、数据卡等终端产品全球排名第五, 据 iSuppli 发布的报告显示, 中兴通讯的终端产品在 2009 年以 3650 万只占据全球 4% 的份额, 前四名分别是诺基亚、三星、LG 电子和索尼爱立信, 市场份额分别为 38%、21% 和 10%、4.4%, 我们认为, 如果今年全年的出货量达到 8500 万只, 届时公司在全球手机市场份额可能提升到 7.2% 左右, 排名也将跃居第四位, 和第三位的 LG 电子相差不远。长远看, 由于技术优势以及贴近电信运营商, 更懂得他们的需求, 比其他非电信设备提供商的竞争对手而言生产出更适合、更受电信运营商及他们的最终客户青睐的终端产品是完全有可能, 进入前三是非常有潜力的。

图表 15 中兴通讯手机市场份额



资料来源: iSuppli, 华创证券研究所

5、未来整体进入 TOP 3 是大概率事件

公司目前发展良好,不管是销售收入、净利润,还是主要产品的市场份额,都一直在持续增长。FTTx、DSL、光网络产品将在目前第二、第三的位置继续扩大市场份额,拉近和缩小与第一的差距;3G、LTE 正在全球迅猛圈地,整体上,我们认为,公司将在 2012-2013 年全球大规模开始部建 LTE 以及 FTTN 初步规模建成后整体进入前三,比公司原定 2015 年提前,真正成为全球电信运营商越来越不愿意舍弃、也越来越离不开的全业务供应商。

四、2011-2014: 全世界新一轮电信设备投资高峰期

1、下一代通信网络: 全世界都在积极构筑更高带宽、更便利、更泛在的全新网络

- 20 世纪 90 年代中期之前,全世界的网络主要以固定电话网络为主,那时的电话网络系统仅提供和满足人们日常的最普通的语音沟通需求,还无法深入到国家经济发展和人民生活的方方面面。
- 自 1994 年 WEB 互联网技术发明之后,互联网首先在美国全面成熟并直接帮助美国在 20 世纪 90 年代的绝大部分时间(尤其是克林顿总统在位的期间)的经济保持平稳、快速的增长和发展。同时,以 GSM 2G 为主的移动网络也在全球开始大量部署,通信网络和互联网除了在国家经济层面发挥重大作用外,也逐渐渗透并影响到个人生活的方方面面。
- 第一波全世界互联网浪潮在 2000 年前后达到高峰并以出乎意料的一个大泡沫结束,之后的几年全世界的通信行业发展受到一定的抑制。
- 从 2000 年的大泡沫里生存下来的包括思科、华为、中兴等优秀通信企业在 2005、2006 年前后伴随 IT 行业整体的恢复重现活力,快速拓展和增长。欧美、日韩等发达国家开始大量铺设 3G 网络,宽带的速率也逐步提高。
- 当前全世界都在筹划建设下一代全新的通信网络,和以前最大的不同背景是:目前对带宽的需求是越来越高,而且同时也希望是永远在线,永远无线的。这必然要求这个全新的网络带宽将比以前更宽,不管是固定网络还是移动网络,都是这样。固网上看,从各国政府先后推出的国家宽带网络计划(NBN)分析,带宽都以 100M/

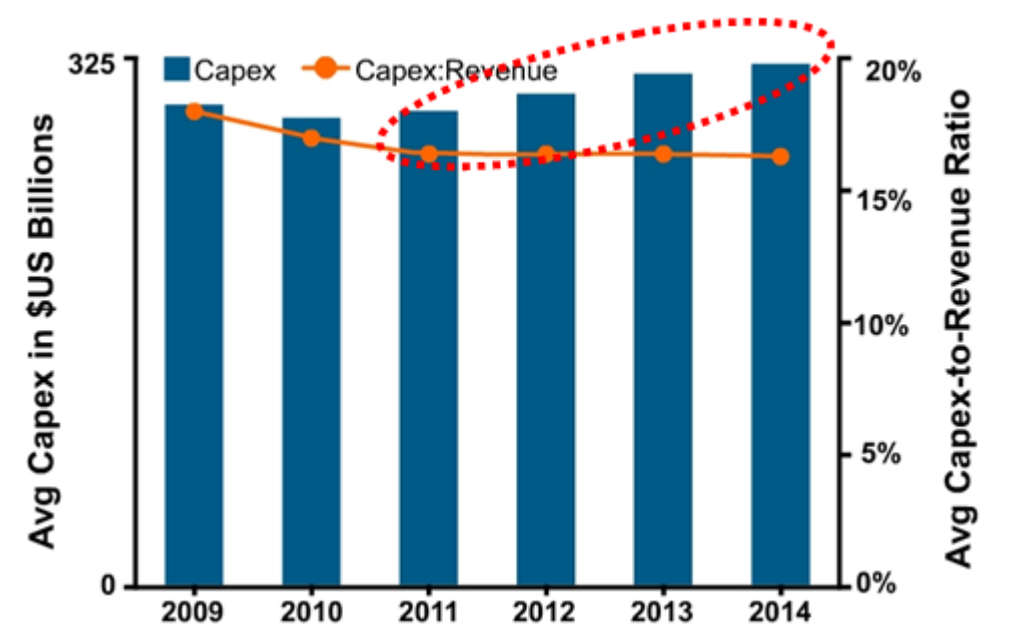
秒为目标。移动网络方面，目前欧美、日韩等少数发达国家的各种 3G 网络（WCDMA、HSDPA、HSUPA、CDMA 2000 EV-DO REV B 等）下行速率也都在 40M/秒以上，未来 3 到 5 年，当移动的 LTE 在全球大量部署的时候，下行的速率也将达到 100M/秒，其实这也反过来倒逼固网必须加快以 FTTH 为主的 100M/秒超宽带网络的建设。另外，除了人机对话沟通之外，各种机器、工具、设备（包括汽车、冰箱、视频监控镜头等等，统称 M2M）之间也将对通信网络提出难以估算的通话沟通需求，这必然要求这个网络必须是泛在的。

- 但全世界当前的通信网络远远满足不了这些更高带宽、更便利（移动）、更泛在的需求，必须大量升级（光纤化、移动化），还必须新建大量的泛在网络（车联网、互联网等），从而在 2015 年-2020 年构筑好全新的下一代通信网络。

2、2011-2014：全世界新一轮电信设备投资高峰期

- 始于 2007 年 3 季度的全球经济危机同时停滞和大幅缩减了全球电信设备的投资（实际上）。但对更高带宽和更便利（移动）、更泛在的需求比以前更强烈。智能手机比例的逐步提高和移动互联网的日渐普及使得电信网络运营商的网络压力越来越大。
- 我们认为，全世界范围内以 FTTH 为主的超宽带建设远远没有结束，从 2011 年起的未来 5 年间，FTTx 比例将大幅提高。移动方面，3G 将会 2013 前在全世界大多数国家部署并应用，而 LTE 也将于 2010 年发轫之后，2011-2012 欧美、日韩等小规模建设，2013 年前后包括中国在内的绝大多数其他国家也将开始大规模部署。总体而言，我们认为，2011-2014 这 4 年，为了构建更高带宽、更便利（移动）、更泛在的下一代通信网络，全世界将进入新一轮电信设备投资高峰期。

图表 16 2011-2014 新一轮电信投资高峰期



资料来源：Infonetics，华创证券研究所

3、中兴通讯将充分受益于 2011-2014 全世界新一轮投资高峰期

■ 我们认为,中兴通讯公司管理非常成熟、核心技术全面具备(尤其是FTTH和3G/LTE方面)、全世界范围的市场构架和渠道(107个办事处覆盖140个国家和地区,全球TOP 100家电信运营商59家都已经是其客户)都已建立,在2011-2014这一轮以FTTH、3G/LTE大规模建设为主的新一轮投资高峰期,将充分受益,并奠定自己在世界电信设备提供商版图上的最佳定位。

■ 各主要产品线受益和市场份额预测:

- **FTTx:** 仅中国市场,预计2011-2014将至少部署12500万线(中国电信6500万、中国联通4000万、中国移动2000万)。目前公司FTTx在中国市场的占有率约为35%,全球市场份额为11.2%,由于中国在全球市场的比重将提高到60%以上,因此我们预测公司最终的份额将提升到21%,稳居世界第二。
- **DSL:** 公司目前全球DSL市场份额为22.4%,由于非洲、拉美中短期仍然是以发展DSL为主,而公司在非洲、拉美增长在30%以上,我们预测公司最终的份额将提升到30%。
- **光网络市场:** 2010年1季度全球市场份额为9%,第一次进入全球第三,2010年2季度为10.1%,由于公司在新兴市场的DWDM、CWDM市场增长较快,我们预计公司将获得16-19%的市场份额,将超过目前排名第二的阿尔卡特朗讯16.2%。
- **无线(GSM/CDMA 2000/TD-SCDMA/3G+LTE):**公司TD-SCDMA在中国市场占有35%的市场份额(由于主要是中国在运营TD-SCDMA因此全球市场份额也至少在30%),CDMA 2000全球份额为40.3%,整体无线市场份额按载频算目前为第四12.6%(按收入算2008年19.7亿美元占3.9%,2009年34.2亿美元占7.4%)。我们认为:公司3G产品市场份额远超2G,在中国整体已经占有30%的份额,印度预计占有15%左右的份额,LTE目前按合同数计算约有18%的占有率,无线整体上按载频算将提升到17%以上(按收入算接近50亿美元,将超过2009年排名第四的43.9亿美元)。
- **整体上,**公司2009年总收入602亿人民币,我们预计公司整体将提升到1300亿人民币左右的收入,公司将大大受益于2011-2014这一轮全球电信投资高峰期,从而进入全球TOP 3阵营(2009年排名第三的诺基亚西门子收入1155亿人民币)。

五、全球电信设备提供商 PE 对比

根据Bloomberg最新分析师一致预期数据,全球电信设备头号供应商ERICSSON 2010年的PE为34X,全球行业PE平均值和中值基本一致,约为30X,国内两家主要的供应商烽火通信和中兴通讯分别为48X、27X,从PE看,后者不管是从国际范围还是国内来看都有优势。

图表 17 全球电信设备提供商 PE

名称	YTD回报%	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2010 P/E	2011 P/E	2012 P/E
	CHG_PCT_YTD	TRAIL_12_M_EPS	BEST_EPS	BEST_EPS	PE_RATIO	BEST_PE_RATIO	BEST_PE_RATIO
中值	9.74	0.65	1.19	1.50	30.06	15.58	13.23
平均	9.58	0.59	1.57	1.76	30.17	18.34	15.14
CISCO	-18.09	1.37	1.84	1.96	14.31	10.69	9.98
MOTOROLA	4.57	0.27	0.53	0.66	30.06	15.37	12.35
烽火通信	44.05	0.81	1.06	1.39	47.66	36.17	27.69
ZTE	-6.88	0.95	1.31	1.60	26.76	19.42	15.91
TELLABS	17.56	0.54	0.42	0.47	12.37	15.79	14.12
ERICSSON	14.91	0.31	5.69	5.98	34.30	12.76	12.15
NOKIA Siemens	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
ALCATEL-LUCENT	-9.70	-0.27	0.16	0.22	NA	13.79	9.78
JUNIPER	30.22	0.76	1.53	1.81	45.70	22.74	19.15

资料来源: Bloomberg, 华创证券研究所

六、盈利预测和估值

1、关键假设

- 全球经济缓慢复苏，电信运营商投资同比 5-7%的增长
- 公司在印度 3G 市场获取 12-18%的份额
- 公司在海外市场整体增长 37%（其中亚洲 19%，非洲 29%，拉美、欧美、日、韩等 69%）

2、盈利预测和估值

按上述假设，公司 2010-2012 收入增长分别为 15%，32%和 22%，利润增长分别为 21%，28%，38%。我们预测公司 2010 年到 2012 年 EPS 为 1.09 元，1.39 元，1.91 元，对应 PE 分别为 27X，21X，15X。我们维持对公司的评级为“强烈推荐”。

七、催化剂和风险提示

1、催化剂

- 2010 年四季度业绩大幅超预期
- 陆续获得和公布来自印度、巴西、欧美等区域的 3G、LTE 巨额合同
- 2010 年 12 月到 2011 年 4 月中国三大运营商陆续公布其 2011 年开支计划
- 2011 年 4 月到 6 月中国正式公布投入巨大的通信十二五规划
- 2011 年期间突破美国主流电信运营商的系统设备市场

2、风险

■ 全球经济 2011 年 2 次探底，影响全球电信运营商大幅调低开支预算

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55594	59657	77377	90667
现金	14497	15851	22213	26382
应收账款	15319	15789	21564	26592
其它应收款	1060	1260	1612	1978
预付账款	355	529	657	767
存货	9325	13796	17531	20349
其他	15038	12432	13799	14599
非流动资产	12748	8082	7642	7039
长期投资	440	249	286	325
固定资产	4715	3981	3247	2514
无形资产	614	636	676	647
其他	6980	3216	3432	3553
资产总计	68342	67738	85019	97706
流动负债	40905	42398	55282	62110
短期借款	4907	14260	23557	27955
应付账款	13047	10133	10892	11357
其他	22952	18006	20834	22797
非流动负债	9488	7626	8367	9205
长期借款	2396	2635	2819	3328
其他	7092	4991	5549	5877
负债合计	50393	50024	63650	71314
少数股东权益	1124	1540	2040	2681
股本	1831	2747	2747	2747
资本公积金	6750	5834	5834	5834
留存收益	8359	10792	13947	18328
归属母公司股东权益	16720	19153	22308	26689
负债和股东权益	68342	70717	87998	100685

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3729	-8152	-2733	2849
净利润	2696	3398	4309	5893
折旧摊销	947	875	886	893
财务费用	785	517	974	1276
投资损失	-12	-12	-12	-12
营运资金变动	-360	-12327	-8562	-5561
其它	-326	-603	-329	360
投资活动现金流	-2301	-214	-499	116
资本支出	2054	0	0	0
长期投资	-253	-258	81	32
其他	-501	-472	-419	148
筹资活动现金流	1287	9720	9594	1204
短期借款	1024	9353	9297	4398
长期借款	1104	239	183	509
普通股增加	488	916	0	0
资本公积增加	452	-916	0	0
其他	-1780	128	114	-3703
现金净增加额	2732	1355	6362	4169

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	60273	69307	91486	111155
营业成本	40623	47184	62302	74641
营业税金及附加	693	797	1098	1334
营业费用	7044	8207	10763	13119
管理费用	2568	2433	3211	3902
财务费用	785	517	974	1276
资产减值损失	738	649	602	663
公允价值变动收益	13	13	13	13
投资净收益	12	12	12	12
营业利润	2064	3308	4327	6242
营业外收入	1391	1014	1102	1151
营业外支出	131	130	114	125
利润总额	3325	4192	5315	7268
所得税	629	793	1006	1375
净利润	2696	3398	4309	5893
少数股东损益	238	416	500	642
归属母公司净利润	2458	2982	3810	5251
EBITDA	3796	4700	6187	8411
EPS（元）	1.34	1.09	1.39	1.91

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	36.1%	15.0%	32.0%	21.5%
营业利润	65.7%	60.3%	30.8%	44.3%
归属母公司净利润	48.1%	21.3%	27.8%	37.8%
获利能力				
毛利率	32.6%	31.9%	31.9%	32.9%
净利率	4.1%	4.3%	4.2%	4.7%
ROE	14.7%	15.6%	17.1%	19.7%
ROIC	15.6%	11.8%	12.6%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	73.7%	70.7%	72.3%	70.8%
净负债比率	18.34%	37.26%	44.30%	46.44%
流动比率	1.36	1.41	1.40	1.46
速动比率	1.11	1.07	1.07	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.02	1.20	1.22
应收账款周转率	5	4	5	5
应付账款周转率	3.60	4.07	5.93	6.71
每股指标(元)				
每股收益	0.89	1.09	1.39	1.91
每股经营现金	1.36	1.01	0.99	1.04
每股净资产	6.09	6.97	8.12	9.72
估值比率				
P/E	21.63	26.74	20.93	15.19
P/B	3.18	4.16	3.57	2.99
EV/EBITDA	21	17	13	10

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801