

评级：强烈推荐（维持）

系统设备

深度研究

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：叶彦斌

电 话：0755-8248 5035

邮 件：yeyanbin@fcsc.cn

中兴通信（000063）

——终端给力系统设备 领袖移动互联网

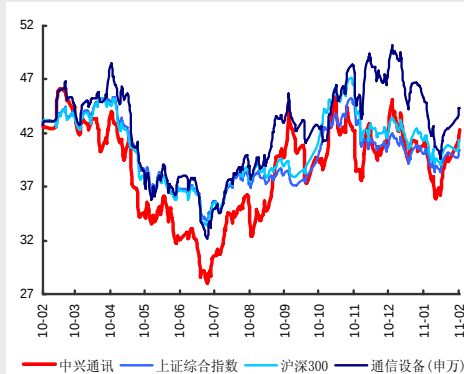
交易数据

52 周内股价区间（元）	-
总市值（百万元）	78835.12
流通股本（百万股）	2,866.73
流通股比率（%）	79.4%

资产负债表摘要(06/09)

股东权益	21427.91
每股净资产	7.47
市净率	3.68
资产负债率	70.4%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《通信设备：2010 年下半年行业策略》 2010.6

《通信设备行业策略-八大通信设备厂商搏杀 TD 四期招标》 2010.7

《通信设备行业策略-TD 四期招标中华相争 大唐得利 鹿死谁手 还看省采》 2010.7

《中兴通讯-000063-印度 3G 盛宴开启 中兴把握百亿美元机遇》 2010.9

《移动互联网改变人们生活方式的革命-移动互联网投资策略 1 即 2011 年投资策略》 2011.1

要点：

- **终端成为公司新的利润蓝海** 2010 年前三季度，公司终端累计销量突破 6000 万部，同比增长 40%，预计全年近 9000 万部，而发货金额也实现增长 40%，有望跻身全球前五大手机厂商之列。公司终端收入全年将近 200 亿元，占比主营 25%，近年毛利率稳定增长，净利率远高于系统设备，约 12%，终端的回款周期和存货周期明显优于系统设备，随着终端收入占比不断提升，公司有望进一步提升盈利能力。受益移动互联网澎湃发展，终端产品未来三年收入占比有望达 40%-50%，这一产品收入结构的变化，使得终端成为公司新的利润蓝海。
- **中兴通讯终端给力系统设备 完成全球化扩张** 2010 年公司继续领跑中国 3G 终端市场，中国移动 TD 集采招标市场份额突破 25%，中国电信智能手机招标斩获 80%，在中国 3G 新增用户中，公司以 11% 的比例位居本土厂商第一。2010 年公司终端产品全线突破美国 AT&T 等四大运营商，多款定制 Android 系列智能手机突破欧美高端市场，全年终端收入中有将近 70% 来自于海外市场，终端先于设备完成全球化扩张。
- **移动互联网时代终端占据产业链高端地位** 移动互联网时代，大数据流占比快速提升，原有的“运营商+系统设备厂商”的电信产业链格局受到严峻的挑战，产业链价值曲线反转，终端尤其是智能手机占据产业链的高端地位。
- **定制终端是电信运营商的主流选择** 国内 3G 网络初步建成，利用千元终端推进 3G 普及已经成为三大运营商当前的重要策略，在数以亿计的 2G 用户因为价格等门槛迟迟不能迈入 3G 时代的前提下，低价优质的定制手机终端成为用户最为迫切的需求，这促使运营商必须从规模效应见长等方面，选择系统设备厂商进行深度合作。
- **终端成为五大系统设备厂商竞合的关键筹码** 随着行业价格战和兼并的深入，未来设备厂商数量稳定在 3-4 家，并据约 90% 的市场份额，也就是当前设备 5 强可能有 1-2 家被兼并或被边缘化，2011-2013 年 5 强都面临强烈挑战，寡头竞争进入决赛阶段。对于“中华”而言，端到端全业务流程整体解决方案的能力，是“爱阿诺”三家无法比拟的。在势均力敌的情况下，另辟蹊径，通过终端破局均衡态势，反能够达成奇效，2011 年谁先倒下？
- **风险提示** 三大运营商招标无法按时完成；海外高端市场突破低于预期。



- **强烈推荐评级** 测算公司 2010~2012 年 EPS 分别为: 1.18 (23.4X)、1.48 (18.5X)、1.93(14.3X)元, 我们坚定看好公司中长期的发展前景, 给予强烈推荐。

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,429,343	6,027,256	7,046,300	8,765,846	11,433,025
同比 (%)	27.4%	36.1%	16.9%	24.4%	30.4%
营业毛利	1,480,090	1,964,922	2,333,738	2,895,749	3,766,853
同比 (%)	25.7%	32.8%	18.8%	24.1%	30.1%
归属母公司净利润	166,020	245,812	337,370	425,593	552,517
同比 (%)	-51.1%	48.1%	37.2%	26.2%	29.8%
总股本 (万股)	286,673.2	286,673.2	286,673.2	286,673.2	286,673.2
每股收益 (元)	0.58	0.86	1.18	1.48	1.93
ROE	11.7%	14.6%	14.4%	15.4%	16.6%
P/E (倍)	47.5	32.1	23.4	18.5	14.3



目 录

1、移动互联网时代终端为王	4
1.1、智能终端占据移动互联网产业链高端	4
1.2、中兴通讯终端发力 完成全球化市场扩张	5
2、终端给力系统设备 抢占 ANDROID 中低端蓝海	7
2.1、2010 年终端给力中国—继续领跑中国 3G 市场	7
2.2、2010 年终端破局全球—欧美高端市场的突破	9
2.3、抢占全球 Android 中低端蓝海市场	11
3、移动互联网时代设备厂商的终端策略	13
3.1、五大系统设备厂商竞合态势分析-零和游戏	13
3.2、定制手机终端是电信运营商主流选择	14
3.3、终端将是系统设备厂商竞合的关键筹码	16
4、终端将成为公司新的利润蓝海	17
4.1、终端收入将近 200 亿，占比主营 25%	17
4.2、终端毛利率稳定上升，净利率高达 12-13%	18
4.3、终端收入占比提高有利于增强公司盈利能力	19
5、盈利预测、投资建议以及风险	20
5.1、盈利预测	20
5.2、投资建议：强烈推荐	23



移动互联网变革电信业，原有的“运营商+系统设备厂商”为主导的产业格局受到严重挑战，智能终端，尤其是智能手机将占据产业链微笑曲线的高端。

中兴通讯自从 2005 年来终端业务快速发展，复合增长达到 40%以上，2010 年终端销量预计达到 9000 万台，跻身全球前五大手机厂商之列，目前中兴通讯终端产品海外市场占比高达 70%以上，先于系统设备完成全球化扩张。

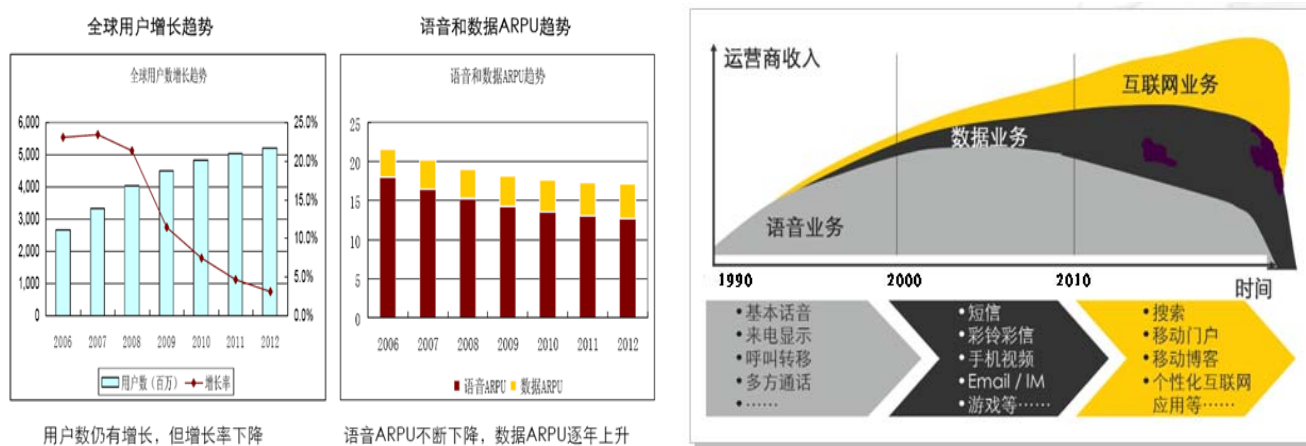
1、移动互联网时代终端为王

1.1、智能终端占据移动互联网产业链高端

移动互联网时代大数据流快速提升

移动互联网意味着继语音，数据之后的新一轮业务热点与收入增长来源，移动互联网时代，随着全球用户的不断攀升，数据占比运营商营收不断上升，个性化的移动互联网用户体验层出不穷。

图表 1：大数据流成为移动互联网时代电信业发展趋势



数据来源：中兴通讯、第一创业研究所整理

电信价值链曲线反转

移动互联网时代，原有的“运营商+系统设备厂商”的电信产业链格局受到严峻的挑战，产业链价值曲线反转，终端和内容占据产业链的高端。

苹果新模式变革电信业

优势

- iPod的强大品牌效应
- 3亿iTunes品牌忠诚用户
- iTunes 创新模式在音乐市场上取得的巨大成功

iPhone引领手机发展潮流、挑战终端主导地位。

- 开创了终端与运营商收入分成模式
- 独立于运营商的手机设置方式

IT及消费电子产品

• 内容提供

• 内容与业务整合

• 网络接入

• 移动终端

• 支撑 (如DRM、计费、认证、用户管理.....)

• 广告、支付、位置、音乐、游戏.....

1.2、中兴通讯终端发力 完成全球化市场扩张

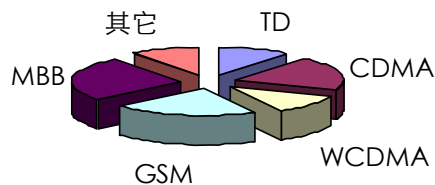
5



数据产品；而公司手机业务中将近 65-70%为 3G 手机。

图表 4: 2010 年中兴终端类型占比

2010年中兴通信终端类型占比



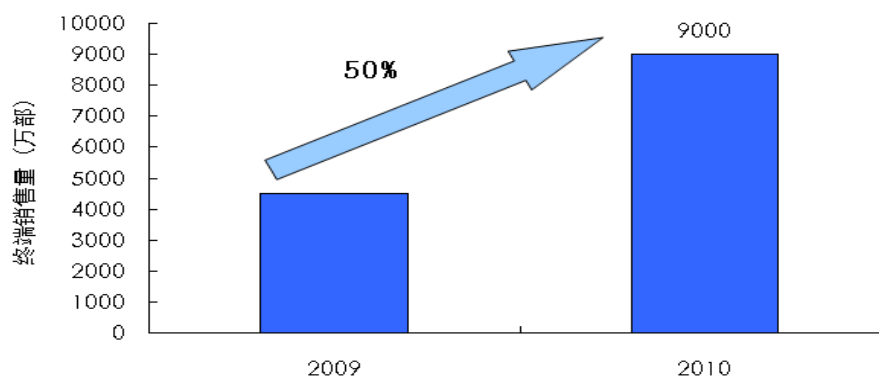
数据来源：公司公告、第一创业研究所

中兴通讯终端的良好业绩表现得益于国际国内双市场均迅速增长，2010 年，来自中国本土以及法国、英国、美国等海外高端市场的增长成为中兴手机终端销售增长的主要来源，增长最快的是美国市场，同比增长达到 3 倍，欧洲市场同比增长也达到 150%。

2010 年中兴通讯终端产品总销量成长近 50%至 9000 万部，而 2009 年终端产品销量仅 4500 万部左右。

图表 5: 2010 年中兴终端同比增长 50%

2010年中兴终端销量同比增长50%

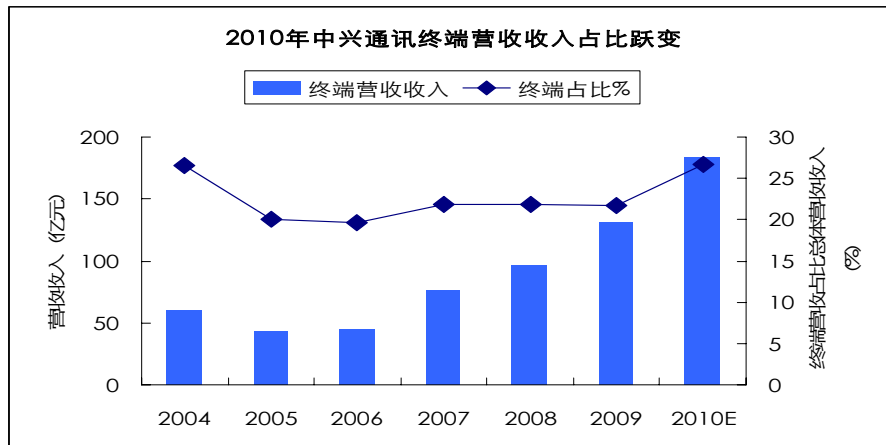


数据来源：公司公告、第一创业研究所

2006 年-2009 年以来，公司终端产品营收收入大幅度提升，复合增长率达到 43.5%，2010 年公司终端预计营收收入增长达到 40%，占比总体营收比例大幅度提升至 26%左右。



图表 6: 2010 年中兴终端同比增长 50%



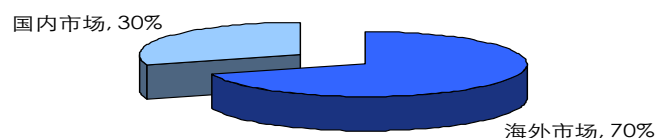
数据来源: 公司公告、第一创业研究所

2010 年终端收入 70%来自海外

通过与运营商的合作,中兴通讯终端获得快速的发展,在出货量上已经成为全球第五大手机厂商,目前在公司终端产品的布局中,海外占比高达 70%,而国内市场仅为 30%,终端产品先于系统设备完成全球化扩张。

图表 7: 2010 年中兴终端全球化扩张

中兴通讯终端海外市场占比70%



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

2、终端给力系统设备 抢占 Android 中低端蓝海

2.1、2010 年终端给力中国—继续领跑中国 3G 市场

中国本土 3G 手机市场第一

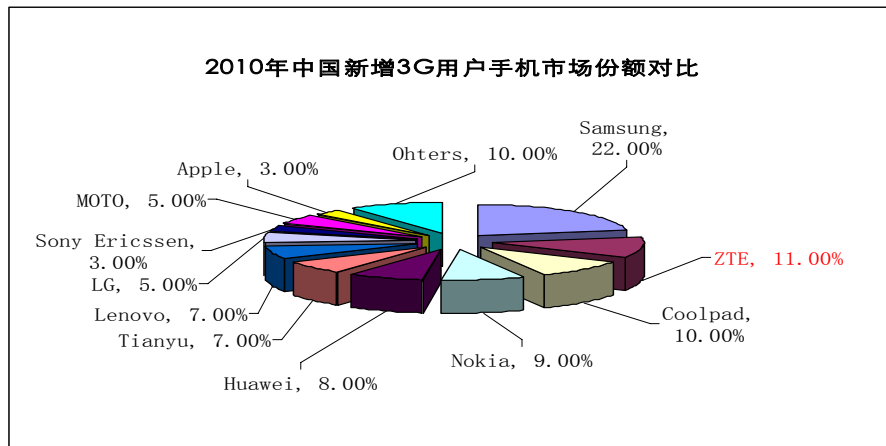
公司在国内市场,尤其是各大运营商的多次大单集采中规模中标,使公司迅速成为国内普及型 3G 手机市场领导厂商。

2010 年公司继续领跑中国 3G 终端市场,在中国 3G 新增用户中,公



司以 11%的比例位居本土厂商第一，仅次三星公司，而在 TD 市场以 21% 的份额成为所有手机厂商中的第一名。

图表 8：2010 年中国 3G 新增用户市场手机份额对比



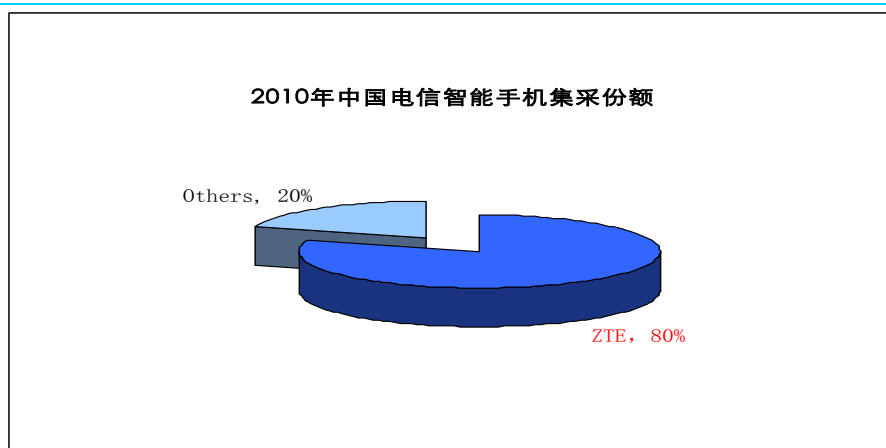
数据来源：Isuppli、第一创业研究所

斩获中国电信 80%智能手机集采

iSuppli 认为普及型的 3G 智能手机，也就是价格在 1000 元以内的智能手机更受到普通中国消费者青睐，而这正是中兴通讯的强项。

凭借 Android 系统 3G 智能手机 N600，并将这一系统的智能手机价位拉至千元以下，公司凭借出色的产品竞争力中标中国电信 30 万大单集采的 80%份额，以 24 万台的中标量创下中国电信采购记录。

图表 9：2010 年中兴通讯斩获中国电信 80%智能手机集采份额



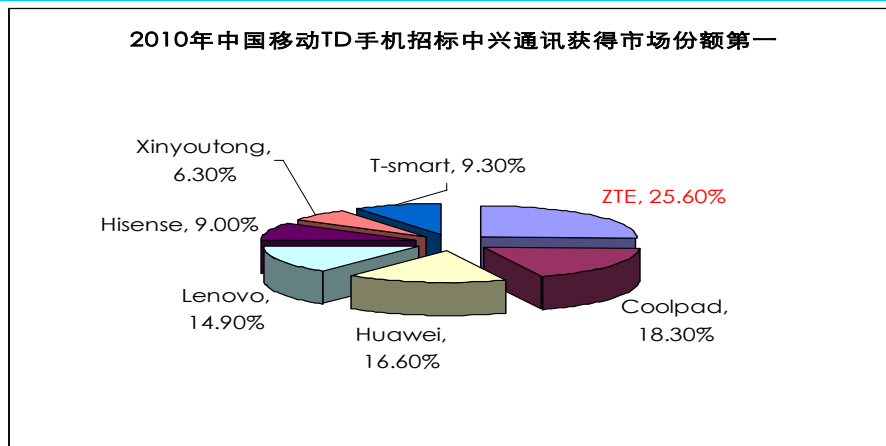
数据来源：Isuppli、第一创业研究所



中国移动 TD 智能手机集采最大赢家，市场份额第一达 25%

而在 2010 年底中国移动的 TD 手机 615 万台招标中，中兴通讯以 U232、U235B、U722 三款机型中标 25.62% 份额，合计 157.5 万台的采购量成为本次招标的最大赢家。值得一提的是，本次招标是在 20 多个品牌的 50 多款产品中进行，外资手机品牌全部出局，而中兴通讯是唯一中标三款机型的厂商。

图表 10: 2010 年中兴通讯获得中国移动 TD 终端 25% 集采份额



数据来源: Isuppli、第一创业研究所

2010 年中国联通与中兴通讯携手推出 Android 千元智能明星机 X850，作为国内 3G 终端综合市场份额第一的手机终端厂商，中兴通讯所发布的 Android X850 将进一步巩固公司国产 3G 智能手机第一品牌的地位。

2.2、2010 年终端破局全球—欧美高端市场的突破

V880 Blade 突破欧亚高端市场

公司高端智能手机的全球突破也进一步促进中兴通讯品牌在全球的提升，其全球明星机型 Blade（国内型号为 V880）已经在英、法、德、芬兰、挪威、土耳其、匈牙利、日本等 20 多个高端市场上市，其中德国、希腊、匈牙利等国都实现了上市首个周末即脱销，单月销售数万的好成绩；另一款智能手机 Bluebelt，则成为葡萄牙 TMN 今年的智能手机销量冠军。而在目前备受关注的融合终端领域，中兴通讯具备通话功能的 7 寸屏平板电脑 Light 已确定在海外率先上市，平板电脑市场占比仅次于苹果 iPad 和三星 Galaxy，位居前三位。据悉，以 Light 为代表的中兴移动宽带产品 2010 年销售也实现了 80% 的同比增长。



终端全线破局美国四大运营商

2010 年公司终端产品全面突破美国四大运营商:

ZTE Peel 是中兴为 Sprint 定制的一款创新型无线通信终端产品, 专为众多 iPod touch 用户及 WiFi 通信终端产品用户量身定制。

11 月 7 日, ZTE 的两款新品 Vivi 和 Reflect 在美国知名大运营商 AT&T 上市, 使 ZTE 品牌在美国市场获得重要突破。

ZTE Salute, CDMA 1X 制式, 是 ZTE 进入美国第一大运营商 Verizon 的第一款手机。ZTE Fivespot, 世界模移动宽带产品。

MF691 为 ZTE 全球第一款双旋头设计数据卡, 全球第一款 AWS 频段的产品; 这是第一款突破 T-Mobile 的中兴终端产品。

图表 11: 中兴终端产品全面突破美国四大运营商

中兴通讯终端产品全面突破美国四大运营商

产品型号	要素说明	运营商	
ZTE Peel	为Sprint iPod touch用户及WiFi通信终端产品用户量身定制	Sprint	
Vivi和Reflect	小直板Vivi外观清丽脱俗, 采用比同类产品更优质的材料, 配以高质感设计, 品质感很强; Reflect则尽显超薄特色, 侧面采用金属条设计, 更显修长; 2.4寸大屏直板机, 整体造型圆润, 手感好, 设计风格适合美国用户习惯, 可用性非常好, 在当地市场具有较高接受度。	AT&T	
ZTE Salute	CDMA 1X制式, 是ZTE进入美国第一大运营商Verizon的第一款手机	Verizon	
MF691	全球第一款双旋头设计数据卡, 全球第一款AWS频段的产品; 这是第一款突破T-Mobile的中兴终端产品	T-Mobile	

数据来源: 中兴通讯、第一创业研究所



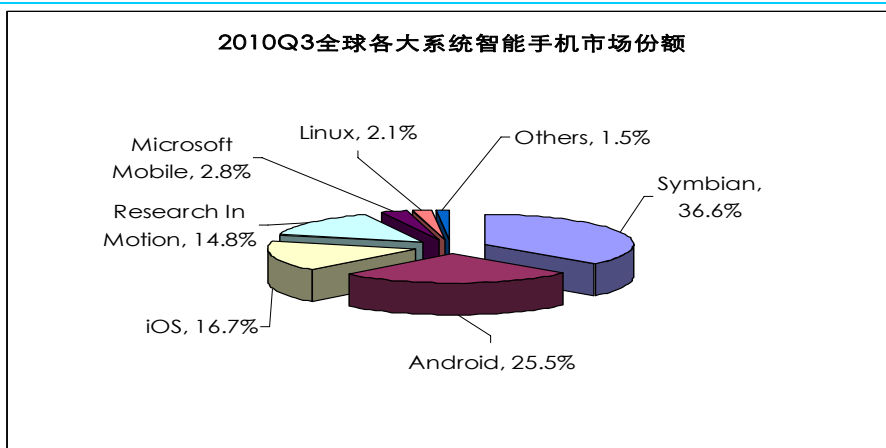
2.3、抢占全球 Android 中低端蓝海市场

Android 全球市场份额大幅提升至 25.5%

2010 全球智能手机热销，以塞班操作系统为主的诺基亚全球市场快速下滑，而 Google、苹果以及 RIM 为代表的智能手机市场份额大幅提升。移动互联网时代的用户核心特征决定智能手机操作系统必将是开放的时代，Android 充分具备这一显著特征。

据谷歌 Android 项目工程副总裁安迪·鲁宾透露，全球每天有 16 万部 Android 设备被激活。业内人士认为，Android 还将不断从苹果的 iPhone 和其他手机平台上抢夺市场份额，而调研公司 iSuppli 则预测，2012 年采用 Android 系统的手机数量将超越苹果的 iPhone 数量。而在今年第一季度，Android 手机在美国市场的销量已超过 iPhone，占据该季度美国智能手机总销量的 28%，iPhone 的相应份额为 21%。

图表 12：2010Q3 全球智能手机操作系统市场份额

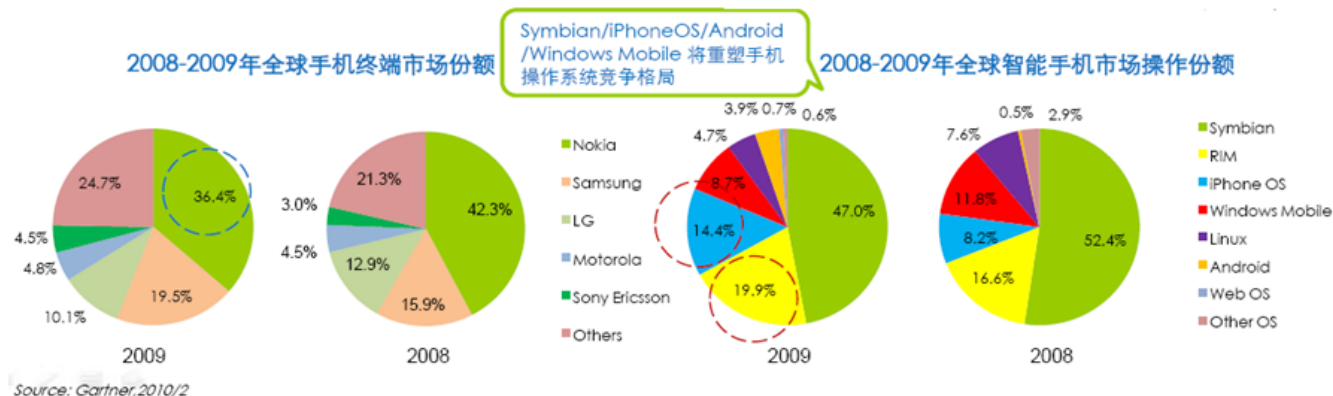


数据来源：iSuppli、第一创业研究所

2010 年 3 季度，Android 全球市场份额同比 2009 年上涨 628%，市场份额占比 25.5%，而 Symbian 全球市场同比下滑 8 个点，仅为 36.6%，而 2008-2009 年 Symbian 仍维持了将近一半的市场份额。



图表 13: 2008-2009 全球智能手机操作系统市场份额



数据来源: Gartner、第一创业研究所

Android 一词的本义指“机器人”，是手机操作系统的名称。目前，Android 操作系统在全球市场份额上具有强大“竞争力”。Android 之所以能够受到消费者的欢迎，与其强大的扩展功能以及绚丽的界面分不开。尤其是它开放性的设计，手机工作所需的全部软件，是首个为移动终端打造的真正开放和完整的移动软件。

抢占 Android 智能手机中低端市场制高点

随着 3G 业务的普及以及 3G 用户的快速发展，3G 终端开始由高端智能手机延伸到中、低端产品线，而国内运营商也已在中低端智能手机方面开始布局，逐渐发力千元 3G 手机推广。Android 操作系统的市场份额不断扩大，吸引越来越多的手机厂商加盟。Android 市场愈演愈烈，自主研发的企业将获得极大优势。中兴通讯将 2010 年定为手机业务的转折年，Android 手机在公司战略中占据重要地位。

今年上半年，中兴通讯自主研发并推出了近 10 款 Android 手机，先后突破英国 H3G、法国 Bouygues、巴西 VIVO 等运营商，在欧洲、拉美、亚洲等地开始规模化销售。

其中，中兴手机在英国第二季度单季销量突破 100 万部，法国上半年的销量也突破百万。据统计。此前中兴推出的 X850 在国内外已取得了不错的市场表现，是目前市场上性价比较高的普及型 Android 手机。

Android 已经成为中兴通讯关注度最高的智能终端。除了千元级的入门机型之外，以 R750 为代表的中高端 Android 手机也已经在第三季度进入市场，成为全球推广的热门机型。与运营商的需求紧密配合，利用研发，最大限度的实现技术的平民化，为中兴 Android 终端的市场推进注入了极大动力。

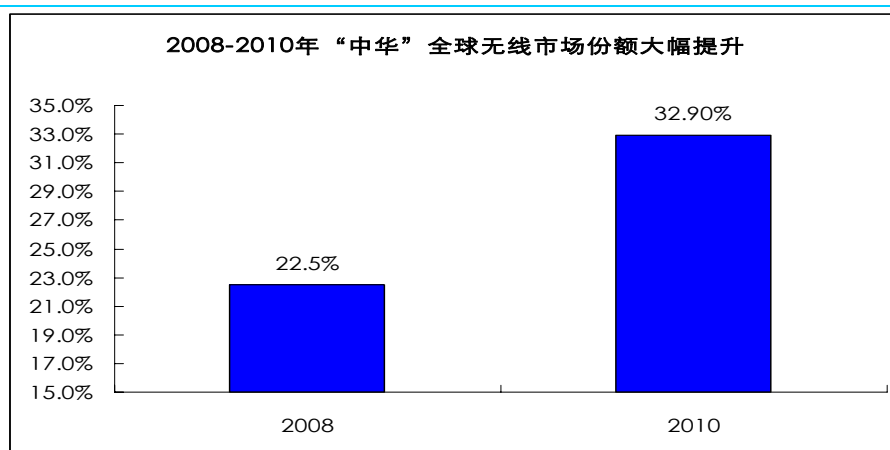


3、移动互联网时代设备厂商的终端策略

3.1、五大系统设备厂商竞合态势分析-零和游戏

随着北电、MOTO 的衰败，其原有市场份额主要被“中华”分割，2008-2010 年，中华全球无线设备市场份额提升至 32.9%，并且这一趋势仍有扩大化的趋势，2011 年五大系统设备厂商之间竞合充满极大的变数。

图表 14: 2008-2010 中华全球无线市场份额大幅提升



数据来源: iSuppli、第一创业研究所

五大系统厂商之间零和游戏分析

2010 年，通信设备业随着行业集中度的提高，市场结构却体现出了垄断和竞争互相强化的态势，呈现出一种竞争性极强的寡头垄断市场结构。在这种市场结构里，一方面，竞争导致了垄断强化，不断有厂商在竞争中退出，厂商数量减少，行业集中度提高；另一方面，垄断又导致了竞争强化，随着厂商数量减少，生存下来的寡头竞争能力更强，寡头间份额差距更小，在价格战中出手更重，对市场的争夺更为激烈。

即垄断又竞争的竞合关系使得通信设备业强烈的规模经济特征，即设备产品的出货规模越大、产品平均成本越低。强烈的规模经济导致激烈价格战，对于设备商，随着出货量的增加，产品平均成本曲线下倾，厂家能够进一步降低价格以争夺更大的份额，更大的份额就意味着能以更低的平均成本参与竞争。

在电信行业的总体需求规模不会有大幅增加，甚至可能在较长时期内处于停滞的情况下，价格战的结果只能是厂商间的兼并，只有厂商数目继续减少，生存下来的厂商规模才能扩大，通信设备的规模经济性质才能用尽。



2010 年竞合加剧，未来仅剩三家？

2010 年 7 月，NSN 收购 Motorola 无线部分，使得目前剩下的规模设备商还有 5 家；10 月，Ericsson 又表达了继续收购的意图。随着行业价格战和兼并的深入，竞争态势在目前的格局里缓和下来的可能性几乎没有，只有寡头数目继续减少，竞争格局才能缓和。未来设备业的寡头格局很有可能将厂商数量稳定在 3-4 家，这 3 家将占据总计约 90% 的行业份额，换句话说，当前的设备 5 强中可能有 1-2 家被兼并或者被边缘化，退出国际主流设备商的竞争。未来几年，目前的设备 5 强都面临强烈挑战，寡头竞争进入决赛阶段。

在寡头格局迈向稳定的过程里，有两个可能影响竞争格局的因素特别注意。一是知识产权的影响，如果知识产权弱者不足以抵抗知识产权强者分享利润的企图，那就相当于知识产权弱者被迫向强者划拨了产品份额，而这些份额一旦失去是无法夺回的，这将导致厂商间的实力对比发生剧烈变化；二是企业管理成本的影响，竞争的深入会使得幸存企业的规模更大，企业管理成本也会随着规模的增大而上升，一些在人力成本要素上占有优势的厂商，如果不能管控管理成本随企业规模增大而失控的风险，仍可能因为综合成本过高而退出竞争。

3.2、定制手机终端是电信运营商主流选择

运营商手机终端定制是主流方式

运营商手机定制作为运营商开展与移动终端产业链以及增值服务产业链合作的主流方式之一，其诞生有着特殊的背景和原因。

电信重组和 3G 牌照发放对于国内定制终端市场影响较为明显，尤其是 CDMA，进行网络转接的联通和电信，影响最大的还是处于产品供给环节的终端厂商，在一切不稳定的前提下，资源投入无从把握，运营商需求和营销资源投入处于变化强烈阶段，电信重组及 3G 牌照发放对终端定制市场的影响整体上属于先发不利，后续激发的态势在 2G 时代，移动业务基本是垄断经营，而用户也只使用移动运营商所提供的简单话音产品，运营商也不关心用户的其他需求；而制造商仅关心产品是否满足运营商的组网，而不必考虑最终用户的需求。

随着业务逐渐由语音业务向数据业务转化，移动产业链也从原来 1G、2G 的话音时代由用户、移动运营商和电信设备商的简单组成不断延长。随着设备及终端制造商、运营商、内容提供商 SP、渠道甚至虚拟运营商等多个环节的不断加入，新的产业价值链正在形成。

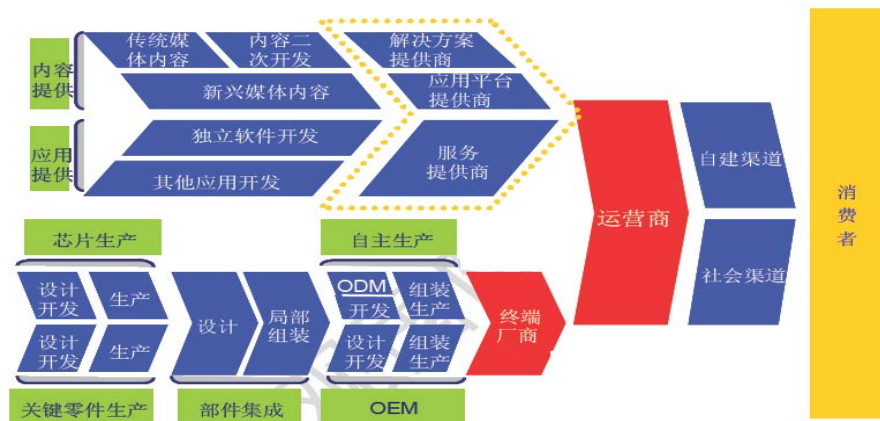
随着移动通信市场竞争的加剧，移动通信运营商在移动产业链中的作用日益突出，运营商之间的竞争已经涉及到产品技术、内容、营销、渠道等环节。运营商已经开始根据技术及新业务的需求直接找手机厂商定制手机；加强对手机终端销售渠道的控制；介入到手机的销售领域，通过采用大规模采购手机然后捆绑通信业务进行终端销售。移动通信运营商通过控制上下游产业链，一方面更好地满足最终用户对新技术、新业务的使用，同时更大程度



地对消费者施加了影响，加速了运营商的新产品、新技术的市场化步伐；进而加强了移动通信运营商在整个产业链中的地位。移动应用的发展，需要行业内部的运营商、传统的设备制造商、终端厂商以及 CP/SP 各实体之间的紧密联系和有效互动。

基于对用户市场的发展、细分、竞争方面的长期研究和深刻理解，运营商手机定制作为新型的产业链合作模式，将在未来，尤其是 3G 网络商用后成为重要的产业链合作模式之一。其产业链环节将逐步细分，产业分工也将发生较大的变化，其产业链构成如下：

图表 15：运营商定制手机产业链

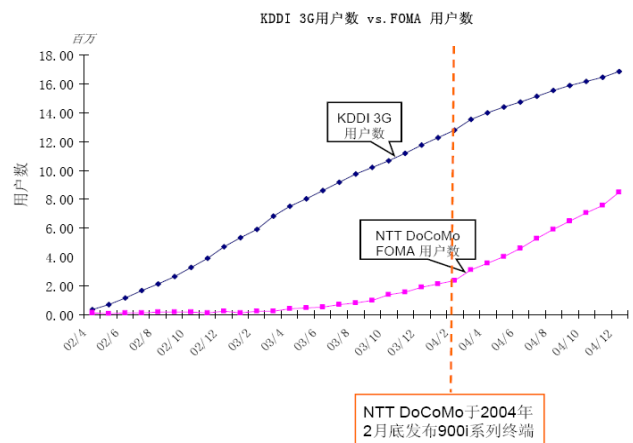
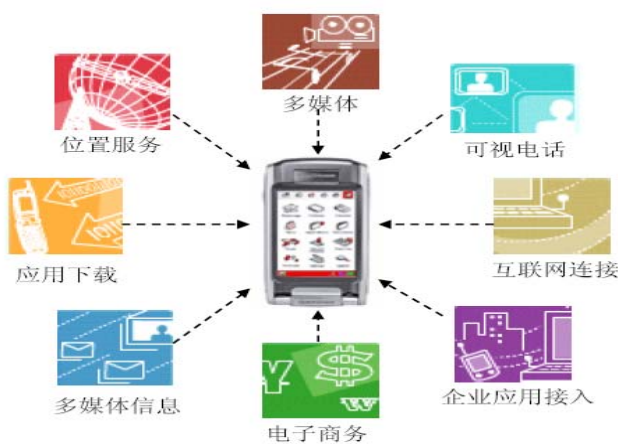


数据来源：易观国际、第一创业研究所

深度合作方式促使运营商选择系统设备厂商

目前，在国内 3G 网络基本建设完毕的情况下，利用千元终端推进 3G 普及已经成为三大运营商当前的重要策略，在数以亿计的 2G 用户因为价格等门槛迟迟不能迈入 3G 时代的前提下，低价优质的定制手机终端成为用户最为迫切的需求，这进而迫使运营商必须从规模效应见长等方面，选择系统设备厂商进行深度合作。

图表 16：运营商选择系统厂商定制手机是必然选择



数据来源：NTT、第一创业研究所



3.3、终端将是系统设备厂商竞合的关键筹码

系统厂商竞合的本质在于通过价格战实现规模化

造成通信设备业独特竞争态势的根本原因就是通信设备高固定成本、低可变成本的成本结构。所以对于通信设备，厂商售出的设备越多，每个设备分摊的平均成本就越低，正是这种成本结构造成了通信设备业强烈的规模经济特征，即设备产品的出货规模越大、产品平均成本越低。

强烈的规模经济导致激烈价格战，对于设备商，随着出货量的增加，产品平均成本曲线下倾，即使各家的出货量之和已经达到了整个产业的需求量，一些厂家的平均成本曲线仍下倾陡峭，那么这些厂家必定会进一步降低价格以争夺更大的份额，因为更大的份额就意味着能以更低的平均成本参与竞争。

竞合态势长期存在的原因

极端的兼并就是一家独大的完全垄断，比如微软对操作系统的垄断、Google 对搜索引擎的垄断，但完全垄断在通信设备业发生的可能性较小。

其原因首先在于，相比软件或者互联网服务的可变成本接近于零的极强规模经济，通信设备业的规模经济程度还是较弱的，设备厂商的平均成本曲线下倾趋势更容易被打断，在出货规模达到一定程度时，平均成本会随着产量的增加不降反升。

其次，与软件和互联网服务面向大众消费者不同，设备商的客户是博弈力量强大的运营商，运营商为了自身利益会阻止设备商过强的集中度。

最后，技术变革对通信设备行业形态的影响力极强，技术创新随时会导致垄断优势易主，从交换机、无线、光通信和终端等通信设备主流领域的技术竞争历史看，至今还没有出现过一家企业长期单独垄断技术优势的情况。所以未来 1-2 年的兼并达到稳定时，竞争格局仍会是寡头垄断格局，而不会出现一家通吃的完全垄断。

终端破局竞合均衡态势，谁先将倒下？

2010 年印度安全问题以及美国人为的非市场壁垒使得目前五大系统厂商之间竞合处于一种极大的不确定性。

对于“中华”而言，业务上具备端到端全业务流程整体解决方案的能力，而这是诺西、爱立信、阿郎等三家无法比拟的。在势均力敌的情况下，另辟蹊径，通过终端破局均衡态势，反而能够达成奇效。



图表 17: 五大系统设备厂商竞争力一览表

	无线基站					光网络			终端	
	GSM	WCDMA	CDMA2000	TDSCDMA	LTE	接入网	传输网	软交换	手机	数据卡
中兴	★★★★	★★★	★★★★	★★★★★	★★	★★★	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★
华为	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
爱立信	★★★	★★★★★	★★	★★	★★★★★	★	★	★★	★	
诺西	★★	★★★★	★★	★★	★★★★	★	★	★★★	★★★★★	
阿郎	★	★★	★★★★★	★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★		

数据来源：第一创业研究所

移动互联网时代智能手机为代表终端变革电信业，原有霸主诺基亚主导的优势地位直接受到冲击，在高端市场面对以苹果、黑莓为代表的高端机型节节败退，在中低端市场，“中华”直接定制于运营商，抢夺诺基亚中低端客户群体。对于诺基亚而言，改变困局的最佳方式又是什么呢！

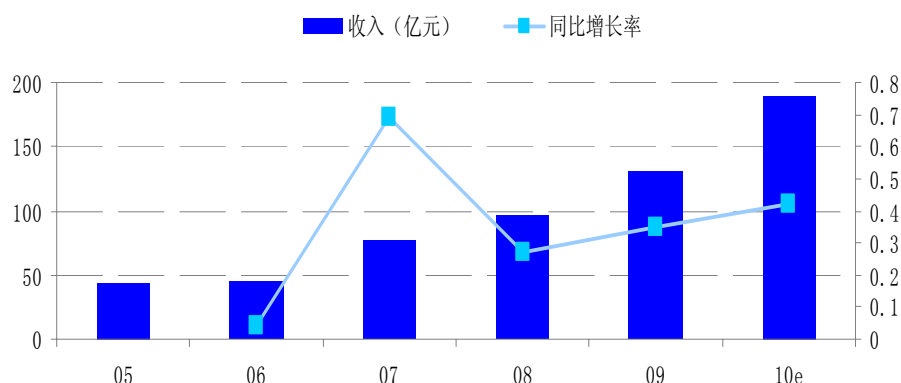
4、终端将成为公司新的利润蓝海

4.1、终端收入将近 200 亿，占比主营 25%

终端成为公司新粮仓

中兴终端产品从 2005 年 43 亿收入规模，增长到 2010 年近 200 亿收入规模，增速迅猛，五年间平均复合增长率为 34%-35%。2010 年终端产品收入规模占公司总收入规模比例有望高于 26%，而这一占比在 2005 年仅为 20%，在最近两年 08、09 年也只不过 21%-22%。

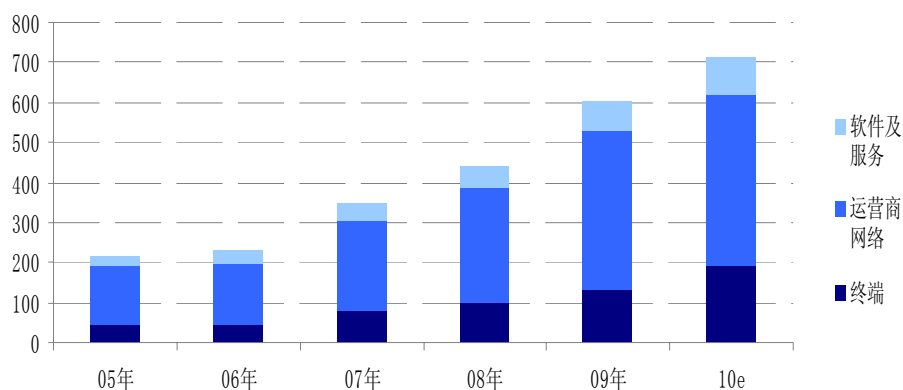
图表 18: 2010 年公司终端收入突破 180 亿元



数据来源：公司公告、第一创业研究所



图表 19: 2010 年公司终端收入占比突破 25%



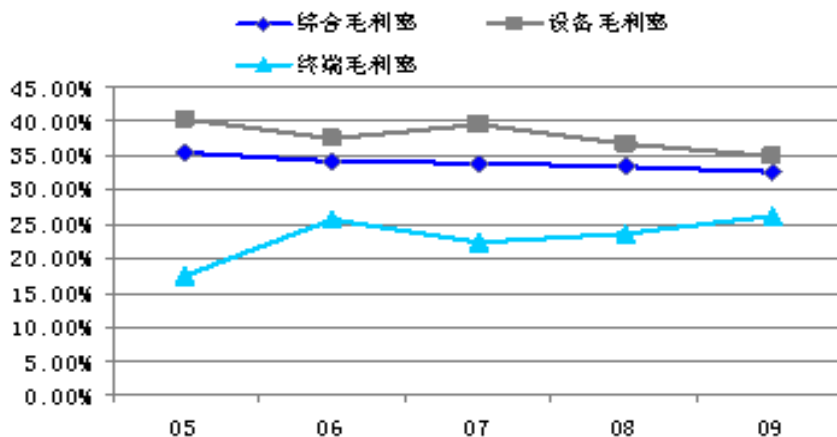
数据来源: 公司公告、第一创业研究所

4.2、终端毛利率稳定上升，净利率高达 12-13%

终端毛利率不断稳步上升

虽然从过去几年看，终端产品毛利率低于设备产品，但考虑公司在前几年开拓市场时期的低价战略，以及未来智能手机产品比例的上升，终端产品毛利率可保持稳定上升。

图表 20: 公司终端产品毛利率稳健上升



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

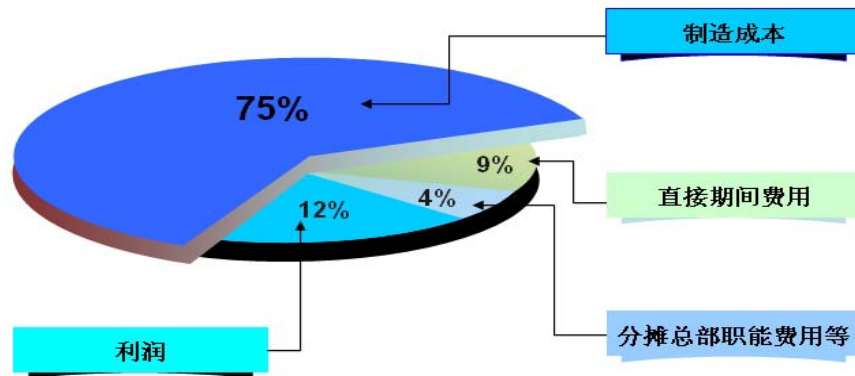
受益移动互联网快速发展, 我们看好终端产品比例上升对公司盈利的积极影响。

受益智能手机特别是中高端智能市场的持续突破, 终端产品未来几年有望保持稳定上升。2010 年公司 3G 手机产品比例已达到约 40%, 特别下半年批量突破欧美高端市场, 欧美高端市场未来销售大规模增长基本确定, 而



公司手机产品中，wcdma 智能手机毛利率最高，约 28%左右。

图表 21：公司终端产品净利率高于系统设备



数据来源：公司公告、第一创业研究所

较低的终端期间费用抬升净利率

公司手机对应的费用率较低，销售量的持续上升带来规模效应明显，手机边际费用率越来越低。粗略估算，从整体来看，公司期间费用率为收入的 26%左右，而单独测算手机的期间费用率为 13%左右。

进一步来说，手机对应的期间费用，其中有一部分是与设备共同承担，如总部职能费用等，这一部分费用和终端销量关系不大，可以看做是固定费用，因此手机对应的直接费用率约为 9%左右。按此逻辑，如果中兴终端产品销售规模持续上升，规模效应越来越明显，按照 25%的毛利率，9%的变动费用率，15%的所得税率，采用因素分析法，每新增一亿终端销售收入，可新增约 1400 万净利润，净利润率达 13.6%。

4.3、终端收入占比提高有利于增强公司盈利能力

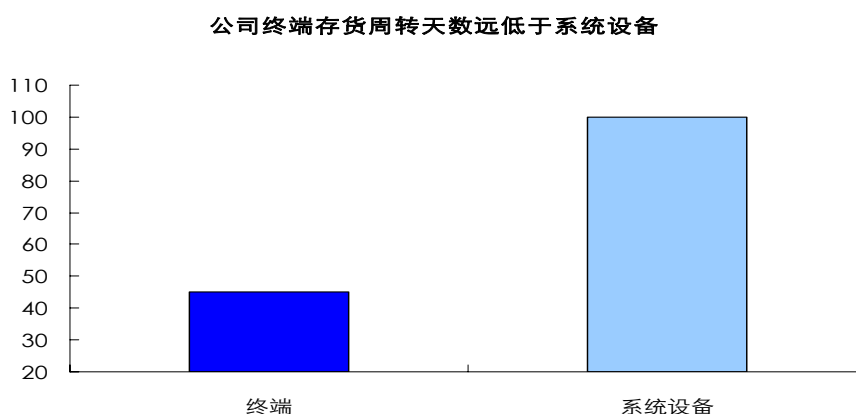
终端的回款周期和存货周期有利于增强公司盈利能力

可以预期，受益移动互联网澎湃发展，中兴终端产品乘智能手机之利舟，未来三年继续乘风破浪，终端产品收入占比可达到 30%-40%，甚至乐观估计，长期有望达到近 50%的比例。这一产品收入结构的变化，将为公司盈利带来积极影响。

同时，手机收入回款周期明显优于设备，一般在客户收到货物时即可确认收入。近一年，公司手机存货周转天数为 45 天左右，而同期公司系统设备存货周转天数约为 100 天左右，手机收入比例的上升可明显改善公司资产周转率，提高经营效益。



图表 22: 公司终端产品存货周转天数远低于系统设备



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

5、盈利预测、投资建议以及风险

5.1、盈利预测

移动互联网时代使得原有“运营商+系统设备厂商”为主导的产业链受到严重挑战,终端和内容将占据产业链微笑曲线的高端。

2010 年前三季度,公司终端累计销量突破 6000 万部,同比增长 40%,预计全年近 9000 万部,而发货金额也实现增长 40%。公司终端的良好业绩表现得益于国际国内双市场均迅速增长。2010 年,来自中国本土以及法国、英国、美国等海外高端市场的增长成为中兴手机终端销售增长的主要来源,增长最快的是美国市场,同比增长达到 3 倍,欧洲市场同比增长也达到 150%。2010 年公司在新增 3G 手机市场以 11%位列本土厂商第一,而在 TD 手机市场份额高达 21%。

公司终端战略顺时而动,依托运营商,稳步提升全球市场份额,构建公司业绩新的亮点。

移动互联网时代系统厂商竞争力日益趋同,市场竞争越发激烈,根据电信业“二八规律”,公司未来重点客户将转向全球 TOP50 强运营商。2010 年公司业绩受制于中国 3G 投资滞后以及海外安全问题的影响,但是在海外高端市场,尤其是欧美市场上持续突破,逆市上扬。

2011 年受益于 LTE,全球无线投资回暖,以及欧美各发达国家提出国家宽带战略振兴经济,光通信尤其是光纤宽带接入市场景气向上,公司凭借优势的技术储备以及端到端全业务流程整体解决方案,我们认为公司 2011 年业绩稳健回升。



图表 23：中兴通讯盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,429,343	6,027,256	7,046,300	8,765,846	11,433,025
同比（%）	27.4%	36.1%	16.9%	24.4%	30.4%
营业毛利	1,480,090	1,964,922	2,333,738	2,895,749	3,766,853
同比（%）	25.7%	32.8%	18.8%	24.1%	30.1%
归属母公司净利润	166,020	245,812	337,370	425,593	552,517
同比（%）	-51.1%	48.1%	37.2%	26.2%	29.8%
总股本（万股）	286,673.2	286,673.2	286,673.2	286,673.2	286,673.2
每股收益（元）	0.58	0.86	1.18	1.48	1.93
ROE	11.7%	14.6%	14.4%	15.4%	16.6%
P/E（倍）	47.5	32.1	23.4	18.5	14.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所测算



图表 24：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55,593.9	76,057.9	92,173.6	116,222.4	一、营业收入	60,272.6	70,463.0	87,658.5	114,330.3
货币资金	14,496.8	18,621.0	22,582.9	28,529.5	减：营业成本	40,623.3	47,125.6	58,701.0	76,661.7
交易性金融资产	0.0	71.3	71.3	71.3	营业税金及附加	692.9	996.4	1,223.8	1,586.2
应收款项	16,098.3	28,786.3	38,027.2	51,652.5	销售费用	7,044.4	8,820.3	11,700.0	15,491.4
预付款项	355.4	682.1	932.9	1,283.4	管理费用	8,349.5	9,417.6	11,605.6	14,633.2
存货	9,324.8	10,831.5	13,493.6	17,620.1	财务费用	784.7	905.6	1,036.8	1,006.5
其他流动资产	15,318.5	17,065.7	17,065.7	17,065.7	资产减值损失	737.9	525.5	200.7	296.5
非流动资产	12,748.4	15,285.9	13,350.8	11,415.8	加：公允价值变动收益	12.6	56.8	0.0	0.0
股权投资	440.3	908.9	908.9	908.9	投资收益	11.9	108.2	292.3	292.3
债权与公允价值资产	637.5	1,213.1	1,213.1	1,213.1	其中：联营企业收益	26.0	92.7	254.5	254.5
固定资产	4,714.5	4,905.0	3,267.5	1,629.9	二、营业利润	2,064.2	2,837.0	3,482.8	4,947.1
在建工程	1,332.7	1,700.7	1,726.2	1,751.6	加：营业外收入	1,391.4	1,737.7	1,789.9	1,843.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	130.8	115.2	197.5	222.3
无形资产及递延性资产	1,392.1	1,854.4	1,531.4	1,208.5	三、利润总额	3,324.7	4,459.6	5,075.2	6,568.4
其它非流动资产	4,231.2	4,703.8	4,703.8	4,703.8	减：所得税费用	629.1	941.1	761.3	985.3
资产总计	68,342.3	91,343.7	105,524.4	127,638.2	四、净利润	2,695.7	3,518.5	4,313.9	5,583.1
流动负债	41,095.1	57,613.5	67,480.3	84,011.0	归属母公司净利润	2,458.1	3,373.7	4,255.9	5,525.2
短期借款	6,846.5	8,625.5	8,625.5	8,625.5	少数股东损益	237.5	144.8	58.0	58.0
应付账款	21,531.7	32,677.7	43,037.0	58,801.3	五、总股本(百万股)	2,866.7	2,866.7	2,866.7	2,866.7
预收帐款	2,430.5	4,466.2	6,024.1	8,242.2	EPS (元)	0.86	1.18	1.48	1.93
其它流动负债	10,286.5	11,844.1	9,793.7	8,341.9					
非流动负债	9,298.4	9,181.9	9,181.9	9,181.9	主要财务比率				
长期借款	6,029.1	5,527.6	5,527.6	5,527.6	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	189.7	193.8	193.8	193.8	成长能力				
其它非流动负债	3,079.7	3,460.5	3,460.5	3,460.5	营业收入	36.1%	16.9%	24.4%	30.4%
负债合计	50,393.5	66,795.4	76,662.2	93,192.9	营业毛利	32.8%	18.8%	24.1%	30.1%
少数股东权益	1,123.6	1,108.1	1,166.1	1,224.0	主业盈利	19.6%	15.2%	7.9%	34.5%
股本	1,831.3	2,866.7	2,866.7	2,866.7	母公司净利	48.1%	37.2%	26.2%	29.8%
资本公积与其它	8,140.2	10,354.0	10,354.0	10,354.0	获利能力				
留存收益	6,853.7	10,219.4	14,475.4	20,000.5	毛利率	32.6%	33.1%	33.0%	32.9%
股东权益合计	16,825.3	23,440.2	27,696.1	33,221.3	主业盈利/收入	5.9%	5.8%	5.1%	5.2%
负债和股东权益	68,342.3	91,343.7	105,524.4	127,638.2	ROS	4.5%	5.0%	4.9%	4.9%
					ROE	14.6%	14.4%	15.4%	16.6%
					ROIC	9.0%	9.3%	10.3%	11.7%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	73.7%	73.1%	72.6%	73.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	利息保障倍数	3.4	3.9	4.2	5.5
经营活动现金流	3,729.3	3,667.5	4,731.9	6,686.2	速动比率	0.75	0.84	0.91	0.97
净利润	2,695.7	3,518.5	4,313.9	5,583.1	经营现金净额/当期债务	0.54	0.43	0.55	0.78
折旧摊销	1,500.8	1,142.0	2,161.2	2,257.0	营运能力				
财务费用	545.0	905.6	1,036.8	1,006.5	总资产周转率	0.88	0.77	0.83	0.90
投资损失	-24.4	-165.0	-292.3	-292.3	应收款天数	96.15	147.07	156.17	162.64
营运资金变动	-360.4	4,681.1	-1,362.8	-951.8	存货天数	82.64	82.74	82.75	82.74
其它变动	-627.4	-6,414.7	-1,124.9	-916.2	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-2,301.1	-2,343.5	266.9	266.9	主业盈利/股本	1.24	1.43	1.54	2.08
资本支出	-2,052.8	-2,404.6	-25.4	-25.4	每股经营现金流	1.30	1.28	1.65	2.33
长期投资	-248.3	-12.0	0.0	0.0	每股净资产	5.48	7.79	9.25	11.16
其它变动	0.0	73.1	292.3	292.3	估值比率				
筹资活动现金流	1,287.2	2,986.7	-1,036.8	-1,006.5	P/E	32.07	23.37	18.52	14.27
债务融资	2,285.8	1,193.4	0.0	0.0	P/B	5.02	3.53	2.97	2.46
权益融资	46.4	3,197.9	0.0	0.0	P/S	1.31	1.12	0.90	0.69
其它变动	-1,045.0	-1,404.6	-1,036.8	-1,006.5	EV/EBITDA	10.30	14.89	10.73	8.58
汇率变动影响	16.3	-26.3	0.0	0.0					
现金净增加额	2,731.7	4,284.3	3,961.9	5,946.6					

数据来源：公司公告、第一创业研究所测算



5.2、投资建议：强烈推荐

投资建议：强烈推荐

测算公司 2010~2012 年 EPS 分别为：1.18 (23.4X)、1.48 (18.5X)、1.93(14.3X)元，我们坚定看好公司中长期的发展前景，给予强烈推荐。

风险提示：印度安全问题新变数和海外高端市场突破低于预期

由于公司主要客户为电信运营商，如果印度安全问题出现新变数和海外市场发展低于预期，以及三大运营商招标无法按时完成，都将极大的影响公司的营收收入。尽管我们对印度通信设备安全问题和公司海外高端市场突破抱有一定的乐观态度，但是仍然存在一定的不确定性，提示投资者注意风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26
层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼



TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120