

买入 调高

中兴通讯 (000063)

2011 年 8 月 30 日

股票价格

8 月 30 日收盘价	18.43 元
6 个月内目标价	30.0 元
52 周内股价波动	17.29 -34.16 元

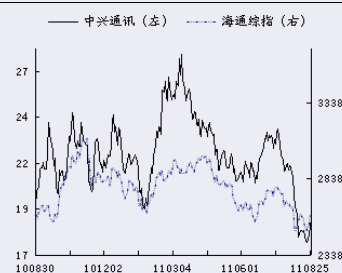
主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	19.51	15.38	12.10
市净率	2.75	2.40	2.10
PEG	0.72	0.57	0.45
EV/EBITDA	10.48	13.02	10.00

股本结构

总股本 (万股)	344007.80
流通 A 股 (万股)	279052.45
B 股/H 股 (万股)	0.00/62958.54

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

- 中兴通讯点评报告: 终端业务受益 Andorid 实力提升 2011.08.16
- 中兴通讯中报点评: 战略投入保障长远增长空间 2011.08.11
- 中兴通讯跟踪报告: 4G 时代带来全面赶超的宝贵机遇 2011.07.27
- 中兴通讯: 高管增持彰显出继往开来的强劲发展势头 2011.06.28

计算机与通信行业分析师:

陈美凤

SAC 执业证书编号:

S0850209080672

电话: 021-23219409

Email: chenmf@htsec.com

联系人

袁兵兵

电话: 021-23219770

Email: ybb6053@htsec.com

论“圈地”与“逐鹿”的良性循环

在全球加快部署 LTE 的关键窗口期, 公司正在不断提升运营商网络设备的市场份额, 而企业网和终端业务分别在“云计算”和智能终端带动下迎来广阔的发展空间。伴随后期盈利能力恢复, 规模高速拓展使得公司业绩具有高增长能力。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率	48.06%	32.22%	26.86%	27.06%	26.61%
主营业务利润率	4.61%	3.31%	2.64%	3.17%	3.06%
净资产收益率	14.61%	14.07%	15.63%	17.32%	18.87%
每股经营性现金流 (元)	0.11	0.01	0.29	2.34	3.52
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.94	1.20	1.52	1.93

资料来源: 海通证券研究所

- 运营商网络加快突破。**在全球移动数据流量增长、运营商与设备商形成共赢格局的带动下, 全球资本开支进入增长周期。在新兴市场保持优势份额基础上, LTE 规模部署使得中兴带来了拓展封闭市场的宝贵机遇 (公司已经获得了法电/Telenor/和记黄埔/CSL/Telefonica 等高端运营商的一系列 WCDMA/LTE 系统设备突破合同); 此外, 公司受益于全球性的宽带战略带动固网接入设备的高速增长 (公司在国内 PON 设备份额将超过 40%以上)。
- 企业网/数据通信业务进一步打开拓展空间。**据工信部统计, 全球企业网设备市场规模 2011 年将达到 620 亿美元, 远高于无线系统设备 400 多亿美元规模。而 IPV6 迁移、云计算等行业演进趋势使得中兴通讯在企业网业务中迎来了突破契机: 公司凭借 T8000 高端路由器将进入国内百亿级高端电信级路由器市场、云计算业务 2011 年将达到 20 亿美元。总体上, 公司的政企网业务已经连续多年保持 50%以上增长, 我们预测公司 2011 年该业务将实现 100%增长。
- 公司终端业务继续保持高速增长。**终端已成为拉动通信行业增长的源动力、和运营商实现规模增长的关键。公司终端业务有助于与运营商建立战略合作关系、提供“端到端”的解决方案、与系统设备形成优势互补, 并且能够较好保障公司现金流。我们预测公司 2011 年终端整体出货量将达到 1.2 亿部、增长 36.3%。“Blade”“skate”等终端品牌已在全球高端市场实现大规模拓展。考虑到对行业拉动、对系统设备的互补作用, 我们认为公司的终端业务应当给予较高估值。
- 估值与投资建议。**在公司“先圈地后逐鹿”从而保证规模与利润的良性循环的战略下, 公司规模效应已较好体现, 后续盈利能力改善将有力保障利润高速增长。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.20、1.52、1.93 元。目前公司的市盈率及市销率均处于历史性低位 (市销率在规模效应拓展期尤其值得关注), 在分析公司战略及市场疑虑的基础上, 我们将公司上调至买入评级, 目标价 30.0 元 (对应 2011 年 25 倍 PE)。我们认为公司当前已具备较好投资价值、是稳健的投资标的。
- 不确定性因素。**运营商投资和招标的不确定性; 竞争对手的非常规干扰等。

目 录

投资要点	6
1. 行业增长动力：数据流量爆发极大拉动通信设备需求	7
1.1 全球数据流量呈现爆发性增长	7
1.2 移动网络：数据流量的爆发性增长加快网络扩容和升级	8
1.3 固定网络：国家战略基础上提速光网基础设施建设	9
1.4 中兴通讯产业链全面布局，将充分受益通信设备全面升级	11
2. 无线设备：LTE全球部署带来突破封闭市场的良机	12
2.1 LTE：全球最主流的准 4G 技术	12
2.2 TD-LTE有望在全球得到部署、将不再是非主流	14
2.3 LTE产业链——移动通信史上发展最快	15
2.4 厚积薄发——中兴通讯已取得LTE市场的领先地位	16
3. 中兴通讯受益光通信持续景气	18
3.1 固定宽带：光纤宽带接入投资将保持持续较快增长	18
3.2 移动数据流量增长：进一步拉动承载传输网的升级部署	20
3.3 中兴通讯受益光通信持续景气	22
4. 中兴通讯受益智能终端带来的市场格局转变	23
4.1 全球终端市场：普通终端稳步增长，智能终端增长加速	23
4.2 智能终端发展动力分析：通信产业链的最末一环已成最重要一环	23
4.3 智能终端：改变手机市场竞争格局，新兴厂商抢占市场份额	24
4.4 公司终端销售强劲增长，智能终端提升业绩	25
5. 企业网拓展公司长远发展空间	26
5.1 IPv6 和云计算带来企业网突破契机	26
5.2 中兴通讯：企业网为公司带来新的战略增长点	30
6. 针对公司战略及市场疑虑的相关分析	31
6.1 运营商与设备商能否实现共赢？	32

6.2 公司规模增长是否还有空间？	32
6.3 公司规模效应拓展的时机是否正确？	33
6.4 规模效应增长是否能够带来利润增长？	34
6.5 人均效率的提升是否还有空间？	35
6.6 公司终端业务是否应当给予高估值？	35
6.7 海外宏观环境的不确定会多大程度上影响公司的规模拓展？	35
7. 盈利预测与估值分析——布局投资恰逢其时	35
7.1 盈利预测	36
7.2 相对估值：指标处于历史低位、买入评级	37
7.3 绝对估值：DCF估值为 29.81 元/股	38
8. 风险提示	39
财务报表分析和预测	40

图目录

图 1	2010 至 2015 年数据流量的预测(单位: PB/Month)	7
图 2	2011 - 2015 全球移动互联网用户数预测 (单位: 万人)	7
图 3	2011 - 2015 全球移动数据流量增长预测 (单位: EB/月)	7
图 4	2009 - 2011Q1 年中国移动互联网用户数	8
图 5	2011 - 2013 年中国移动互联网市场规模预测	8
图 6	中国固定宽带用户结构	11
图 7	全球移动通信系统市场份额 (根据用户数统计)	13
图 8	移动通信系统的演进路线	13
图 9	全球 166 个商用和承诺商用LTE网络的全球分布 (单位: 个)	14
图 10	2011 - 2014 中国LTE投资规模预测	14
图 11	ETSI LTE专利份额分布 (2011 年 8 月)	16
图 12	LTE全球合同份额分布 (截至 2010 年 12 月 31 日)	17
图 13	光纤宽带接入网拓扑结构图	19
图 14	基站蜂窝网的拓扑结构图	19
图 15	中国光纤宽带接入投资规模预测	20
图 16	2011 - 2012 移动通信网络基站回传数据流量预测 (单位: Mbits/s)	21
图 17	2011 上半年全球手机销售 (单位: 百万台)	23
图 18	2010 - 2011Q2 中国地区手机销售	23
图 19	2010 - 2011Q1 中国地区智能手机销售	23
图 20	2010 年上半年全球厂商智能手机市场份额	25
图 21	2011 年上半年全球厂商智能手机市场份额	25
图 22	IPv4 地址资源的全球分布(单位: /8s)	27
图 23	全球各地区因特网用户渗透率/每个用户 IPv4 地址数	27
图 24	2011 - 2013 中国云计算应用市场预测	28
图 25	云计算网络拓扑结构示意图	29

图 26	云计算市场规模预测.....	29
图 27	2008 - 2011 全球无线设备市场规模预测.....	33
图 28	中兴通讯 2006 - 2010 海外市场收入占总收入的百分比及增长情况.....	34
图 29	华为的海外业务拓展历程和营业利润率变化情况.....	35
图 30	中兴通讯相对估值情况（市盈率及市销率均为TTM法）.....	37
图 31	爱立信相对估值情况（市盈率及市销率均为TTM法）.....	38

表目录

表 1	数据流量增长压力使运营商网络不堪重负	9
表 2	2G/3G/4G系统峰值速率	9
表 3	全球相关国家的国家宽带计划.....	10
表 4	中兴通讯产品序列	11
表 5	TD-LTE全球频谱划分	15
表 6	LTE终端产业链统计（截至 2011 年 6 月）	16
表 7	中兴通讯全球代表性LTE合同	17
表 8	2011 国内三大运营商宽带投资	20
表 9	主流智能终端硬件配置	24
表 10	主要运营商的智能终端补贴	24
表 11	2011 年上半年全球手机市场份额（百万台）	25
表 12	2011 上半年公司明星终端实现中国、北美、欧洲、拉美四大战略市场突破	26
表 13	2011 - 2015 各个行业对云计算服务的需求预测(单位：百分比).....	30
表 14	2010 年公司企业网业务突破	31
表 15	中兴通讯企业网全面布局	31
表 16	2011 年上半年美国AT&T和Verizon的业绩及CAPEX情况	32
表 17	2011 年上半年国内三大运营商业绩	32
表 18	行业相关公司全面布局时机	33
表 19	中兴通讯分项收入预测(单位：百万元)	36
表 20	中兴通讯利润表预测(单位：百万元).....	37
表 21	中兴通讯DCF估值模型基本假设及绝对估值结果.....	38
表 22	DCF估值敏感性分析（元）	39

投资要点

在全球加快部署LTE的关键窗口期，中兴通讯正在不断提升运营商网络设备的市场份额，而企业网和终端业务分别在“云计算”和智能终端带动下迎来广阔的发展空间。伴随后期盈利能力恢复，规模高速拓展使得公司业绩具有高增长能力。目前公司的市盈率及市销率均处于历史性低位，在分析公司战略及市场疑虑的基础上，我们将公司上调至买入评级，目标价30.0元。我们认为公司当前已具备较好投资价值、是稳健的投资标的。

估值分析

我们预测中兴通讯2011年运营商网络收入增长17.7%、终端收入增长40%，归属母公司净利润增长26.9%。我们采用相对估值与绝对估值方法对该公司进行估值：（1）参考公司纵向历史市盈率、横向龙头企业爱立信的市盈率，我们认为公司2011动态PE应为23-25倍估值；考虑到公司规模效应拓展良好并将保障长远利润高速增长，我们认为公司动态市销率应在1.0倍以上。总体上，我们给予公司相对估值区间为27.8-30.2元；（2）根据海通DCF估值模型计算，我们认为公司内在价值为29.81元。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 在“智能手机、技术升级及移动互联网需求”的三元推动下，数据流量爆发极大拉动通信设备需求。尤其是LTE加速部署，使得公司迎来了突破发达封闭市场的良机；
- 在光纤宽带接入部署高速增长和承载网拉动下，公司的光通信及接入产品将持续高速增长；
- 受益于市场格局变化，公司终端呈现高速增长。公司终端业务有助于与运营商建立战略合作关系、提供“端到端”的解决方案、与系统设备形成优势互补，并且能够较好保障公司现金流；
- 在IPv4向IPv6迁移、云计算的带动下，公司大力拓展企业网业务、打开了运营商网络以外的又一个巨大的成长空间。

不确定因素

- 客户需求下降风险：公司目前主要业务的客户为国内三大电信运营商和海外全球运营商。如果以上用户降低网络投资规模，将对公司业务发展造成不利影响；
- 公司在新业务拓展不畅的不确定因素；
- 国家政策落实进度导致软件增值税退税确认延迟的风险。

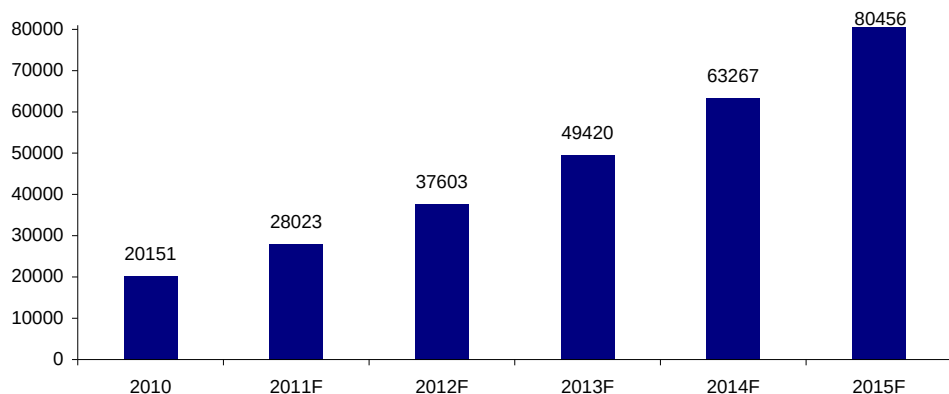
1. 行业增长动力：数据流量爆发极大拉动通信设备需求

1.1 全球数据流量呈现爆发性增长

在“技术传输技术不断升级+终端拉动+应用需求广泛拓展”三要素的推动下，全球数据流量呈现爆发性增长：

- 根据 CISCO VNI 的预测，2010 - 2015 年全球每月数据流量（包括移动网络和固定网络的整体流量）从 20151 PB 迅速增长到每月 80456 PB，5 年时间内，每月数据流量翻 4 倍，2010-2015 的 CAGR 达到 32%。

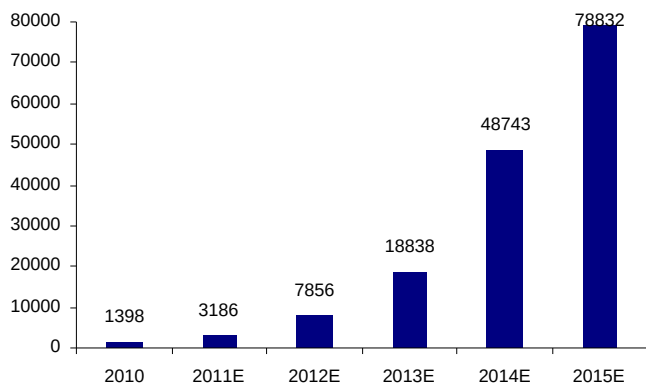
图 1 2010 至 2015 年数据流量的预测（单位：PB/Month）



资料来源：CISCO VNI，海通证券研究所

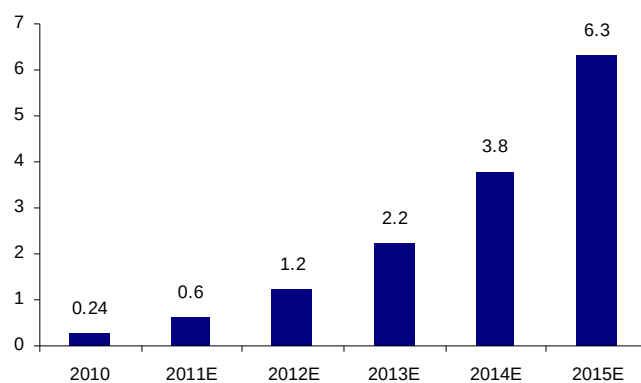
- 而“空中接口技术的升级+智能终端拉动+移动互联网应用的急剧渗透”，使得移动数据流量更呈现出爆发性增长。根据 CISCO VNI 预测，2010-2015 年，移动数据流量从每月 0.24EB 增长至 6.3EB，增长了 26 倍、CAGR 高达 92%。
- ✓ 移动互联网用户数的增长是移动互联网应用急剧渗透的最主要体现：根据 CISCO 预测，移动互联网用户数将在 2010—2015 年从 1398 万增长至 7.88 亿，增长 56 倍、CAGR 高达 124%。（我们将在后文描述其他两个因素的拉动）。

图 2 2011 - 2015 全球移动互联网用户数预测（单位：万人）



资料来源：CISCO VNI，海通证券研究所

图 3 2011 - 2015 全球移动数据流量增长预测（单位：EB/月）



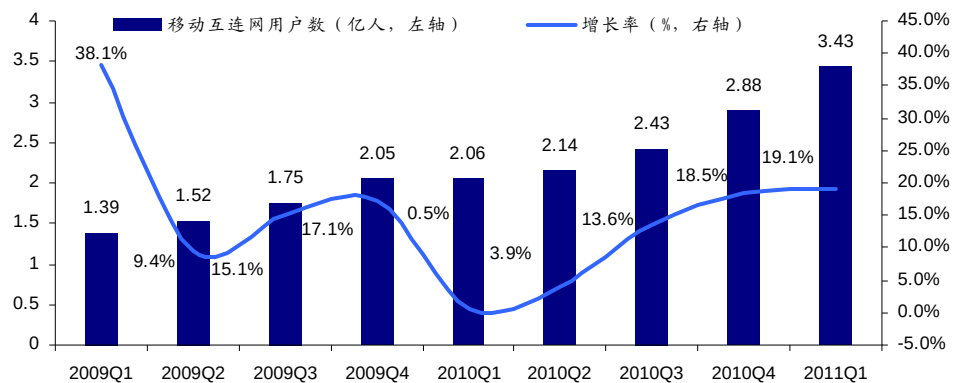
资料来源：CISCO VNI，海通证券研究所

同样，在“3G 用户渗透率提升、智能手机拉动、移动互联网规模拓展”的三要素拉动下，国内移动数据流量也同样呈现出爆发性增长的趋势：根据中国移动数据，中国移动网络的数据流量在 2010 年呈现出 200% 以上的增长并呈不断加快趋势。

- 移动互联网在用户数和市场规模都得到了爆发性增长的体现：

- ✓ 用户数：根据易观国际统计，2010 年移动互联网用户数同比增长 42%；2011 年 Q1，移动互联网用户数达到 3.43 亿，同比增长 66.5%。（而同期手机用户数为 8.89 亿，移动互联网用户的渗透率依然有广阔的发展空间）。

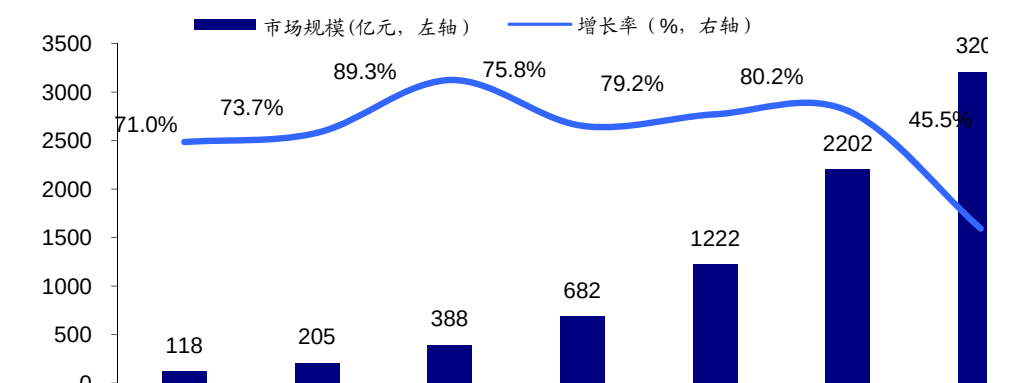
图 4 2009 - 2011Q1 年中国移动互联网用户数



资料来源：易观国际，海通证券研究所

- ✓ 市场规模：根据预测，2011 年我国移动互联网市场规模（其中包括无线音乐、手机购物、手机游戏、手机阅读等业务，不包括彩铃）将达到 1222 亿元、同比增长 79.2%；2012 年仍将保持在 80.2% 的高增长率。

图 5 2011 - 2013 年中国移动互联网市场规模预测



资料来源：易观国际，海通证券研究所

- 基于 3G 用户更高的每用户数据流量贡献（中国联通 2010 年每用户每月数据流量高达 178M），3G 用户数的高速增长并达到 1 亿户以上规模后将进一步提升移动互联网的市场规模（2011 上半年 3G 用户数达到 8051 万户，同比增长 219.5%）。

1.2 移动网络：数据流量的爆发性增长加快网络扩容和升级

数据流量的超预期增长在给运营商带来数据业务收入快速增长的同时，也使得网络承载负担加重，从而导致网络服务质量下降、用户体验降低。由于传统 2G/3G 系统在设计时仍侧重于实现高效的语音传输、没有充分考虑数据业务的有效承载，因此智能终端带动移动通信网络承载的数据流量呈现爆发性增长，使得现有移动通信网络呈现负载不断加重趋势。

表 1 数据流量增长压力使运营商网络不堪重负

运营商	网络负荷	后果或措施
AT&T	2007-2011 网络数据流量增长 80 倍，AT&T 统计智能终端产生的数据流量是普通终端的 24 倍	扩容，限制智能终端使用其 3G 网络
Orange	2009 年，英国数据卡流量增长 41 倍，手机数据流量增长 108%，每月下载量 38.6 万 G	限制 iPhone 手机流量，引起用户不满
O2	iPhone 用户增多，每 3 个月流量翻一倍	3G 网络质量大幅下降
Vodafone	Vodafone 新西兰网络中 66% 为智能手机用户，2010 年 6 月份网络流量为 60TB，2011 年 6 月份上升到 135TB	Vodafone 新西兰正计划向 4G 升级

资料来源：公开信息，海通证券研究所

运营商针对数据流量增长主要有两种措施：网络扩容和升级。市场存在担心：在无线系统设备处理效率大幅提升的基础上，无线系统设备部署需求的增长是否会大幅落后于数据流量增长，甚至出现负增长？我们认为，在“频谱效率提升存在天花板、可用频谱受限、网络/频率重新部署进一步驱动投资”的三要素背景下，无线系统部署的新增规模在数据流量需求的带动下，将呈现长期稳定增长。

- 需要注意的是，所谓 HSPA+ 在 46M 以上的传输速率需要通过扩展频谱来实现——即等效于设备的扩容。
- 简单的进行网络扩容只能暂时缓解数据流量压力、移动通信网升级至 4G 宽带网络为根本解决方案。根据 3GPP 提供的理论数据，在同样带宽的情况下，HSPA+ 的峰值速率是现有 WCDMA 系统峰值速率的 14 倍，考虑到 2010 至 2015 期间移动网络数据流量 26 倍的增长量，我们可以看出 HSPA+ 系统只能暂时短期缓解数据流量带来的压力。（假设 CISCO VNI 预测模型正确，HSPA+ 系统将于 2013 年达到容量饱和）而在 2011 年 3 月份冻结的 Rel-10 LTE 系统的峰值速率约为 HSPA+ 系统的 10 倍，可以从根本上解决空中接口的数据流量瓶颈问题。

表 2 2G/3G/4G 系统峰值速率

系统	带宽	上行峰值速率	下行峰值速率
GPRS/EDGE (2G)	200kHz	56 Kbps/ 118 Kbps	114Kbps/236Kbps
WCDMA (3G)	5MHz	384Kbps	384Kbps (2Mbps)
HSPA (3G)	5MHz	5.7Mbps	14Mbps
HSPA+ (3G)	5MHz	11.5Mbps	28Mbps
Rel-8 LTE (B3G)	Up to 20MHz	75Mbps	150Mbps
Rel-10 LTE-Adv (4G)	Up to 100MHz	>500Mbps	>1Gbps

资料来源：3GPP，海通证券研究所

1.3 固定网络：国家战略基础上提速光网基础设施建设

国家宽带计划已成全球战略。在云计算、物联网、电子商务等代表性信息化应用向纵深推进的同时，宽带网络基础设施已经继 90 年代后开始在全球形成第二次高峰建设的趋势。据统计，全球已经有 82 个国家制定了国家宽带计划。世界上的发达国家包括欧盟、美、英、加拿大、日、澳大利亚、韩、芬兰、新加坡都已经制定和推出了国家宽

带计划，同为发展中国家的巴西和印度也提出和制定了国家宽带计划。

表 3 全球相关国家的国家宽带计划

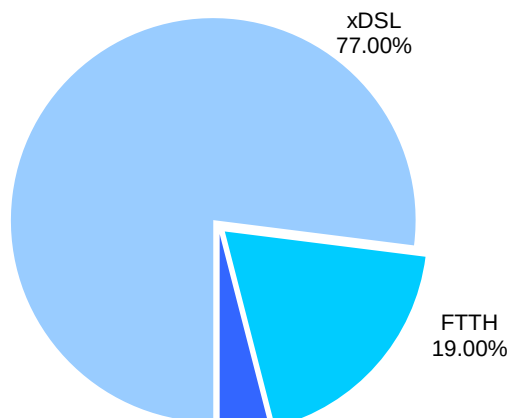
国家	计划	内容	投资额
美国	国家宽带计划	美国宽带网络速度现有基础上提高 25 倍，10 年内宽带网络接入速率 500Mbps，5 年内移动设备接入速率 300Mbps	初期投资约 254 亿美元
日本	i-Japan	至 2015 年，固定宽带速率达到 Gb 级、移动宽带速率为 100Mb 级	-
韩国	IT 韩国未来战略	2012 年，有线网最高传输速率将达 1Gbps，无线网平均传输速率将达 10Mbps	约 223 万亿韩元
欧盟	数字化议程	预计到 2012 年底为止，欧洲将有 1400 万 FTTH 用户。到 2013 年，实现欧盟全部人口的宽带覆盖；到 2020 年，欧盟最少一半的家庭宽带速率超过 100Mbps。	10 亿欧元
新加坡	智慧国 2015 计划	2012 年，新加坡将有 95% 的地方铺设光纤，预计 2013 年 1 月高速宽带将遍布全岛。	约 40 亿新元

资料来源：公开信息，海通证券研究所

我国宽带发展水平与其他国家相比尚存在较大差距、宽带战略亟需出台。宽带市场后续发展空间非常广阔。

- 宽带普及率落后：截至 2010 年底，我国宽带普及率仅为 33.5%，世界发达国家普遍在 50% 以上，排名第一的韩国已经实现宽带普及率 100%。
- 宽带接入速率落后：截至 2010 年，我国平均网速为 1.774M，还处于中等偏下的水平。全球住宅用户 DSL(单一业务)平均水平为 5.9M。而我国住宅用户 DSL 业务平均下行速率仅为 2.5M。
- 光纤宽带接入占比偏低：从接入方式上看，截至 2011 年 6 月，我国宽带用户中 xDSL 依然是主要的接入方式，占固定宽带用户的 77%，而能够提供高速接入的 FTTH/FTTB 占比很小，仅为 19%；而日本和韩国，FTTH/FTTB 在固定宽带中的比例分别为 58% 和 55%。

图 6 中国固定宽带用户结构



资料来源：工业和信息化部，海通证券研究所

展望国家即将出台的“十二五”规划，我们认为“宽带中国”将得到国家战略性支持，从而将进一步提高国内三大运营商、广电运营商和国家电网提供宽带服务的协同性和积极性，在根本上落实投资部署、加速相应光通信网络设备的全面部署。

1.4 中兴通讯产业链全面布局，将充分受益通信设备全面升级

中兴通讯是目前国内上市公司中，唯一能够提供移动通信网和固定接入网全系列产品具备国际竞争力的设备供应商，将全面受益数据流量增长带来通信网络升级的历史性机遇。

表 4 中兴通讯产品序列

类别	设备名称	受益网络
终端	3G 手机/3G 数据卡/智能手机/CDMA 手机/GSM 手机	移动
无线	GSM/UMTS/CDMA2000/TD-SCDMA/WiMAX/LTE/RFID/微波/GoTa/网规网优/通信配套	移动
接入	光接入设备 PON/综合接入设备 MSAN/宽带接入设备 DSLAM 等	移动、固网
传输	波分产品/NG-SDH/MSTP/IP 传送平台/路由器/宽带多业务网关/以太网交换机	移动、固网
固网终端	家庭网关/综合接入设备 IAD/WLAN 产品系列/终端综合网络管理系统	固网
核心网	移动核心网/固网核心网/IMS	移动、固网

资料来源：中兴通讯，海通证券研究所

● 移动数据流量增长带来基站设备、光承载网、核心网业务的成长机遇：

■ 基站设备：公司充分受益 LTE 带来的增量市场和市场变革机会

- ✓ **增量市场：**公司已经在 LTE 市场启动的关键窗口期占据一流设备商的位置。截至 2010 年 12 月底，公司已获得全球 21% 的 LTE 商用合同。并且成为 CSL、Telefonica、和记黄埔、中国移动等全球主流移动运营商的 4G 设备供货商。
- ✓ **市场变革机会：**在 LTE 全球加快部署的背景下，网络部署形态呈现出运营商搬迁老旧 GSM/WCDMA 设备（即对 2G/3G 网络的改造性投资在短期内将是主流）、部署兼容 GSM/CDMA/WCDMA/LTE 的多模网络设备的大趋势，使得传统封闭市场得以打开。我们重申一贯观点，在此 LTE 市场启动的关键窗口期中，公司迎来了进入传统封闭市场的历史性机遇

（2010 年底公司的 SDR 多模基站出货量达到了 70 万台）。

- **传输网设备：**随着承载业务由语音向分组数据进行转换，承载传输网络将由 SDH/MSTP 向 PTN 进行转换。移动数据流量增长带来的传输网升级为公司扩大传输网设备市场份额带来宝贵的机会。截至 2011 年一季度，公司 PTN 市场份额全球第一；今年国内三大运营商的传输网升级使 2011 年公司传输网设备收入有望大幅增长，并在 SDH/MSTP 传输网市场份额上获得大幅提升。
- **核心网设备：**中兴通讯为行业内唯一提供全制式核心网解决方案的供应商。在全业务运营、固网移动网融合（IMS/FMC）、IPv4 至 IPv6 升级的背景下，公司充分受益核心网设备升级。（中兴通讯在 2011 年获得中国电信 IMS 招标近 50% 份额、获得 TiScali IMS 平台合同，并在 2010 年获评全球 IMS 第二厂商。）
- **固网接入传输设备：**在“宽带中国”战略的大背景下，公司固网设备有望迎来持续增长时期。根据运营商招标最新情况，全年国内 PON 设备招标总量有望达到 6600 万线、超出我们之前 6000 万线预测；公司在 PON 设备国内市场占有率达到 40%；随着下半年进入 PON 招标密集期，公司 2011 全年固网接入设备收入将实现快速增长。
- **企业网设备：**在 IPv4 至 IPv6 升级和云计算带来企业网突破契机的背景下，公司已进行全方位布局，企业网业务将成为公司新的战略增长点。相对于 2011 年 403 亿美元的无线通信设备市场规模，企业网设备市场规模达到 620 亿美元、具有广阔发展空间。公司前期已在能源、交通和商业市场等国民经济重点领域的企业网市场实现规模突破。未来能源和交通等战略性领域的信息化改造、商业领域的百亿市场规模、以及政企网市场份额的提升，将支撑公司 2011—2012 年企业网业务持续 100% 以上高速增长以及未来广阔的增长空间。
- **终端设备：**公司在终端市场变革期及时的战略转型促进公司终端高速增长。智能终端的推出，改变了终端市场竞争格局（传统终端制造商如 Nokia、LG 的市场份额迅速流失，而新兴终端制造商如苹果、HTC 和中兴通讯的市场份额迅速增长）。公司通过在智能终端的加快拓展提升与高端运营商的战略合作关系、欧美市场的规模突破也为市场份额提升提供了广阔的空间。

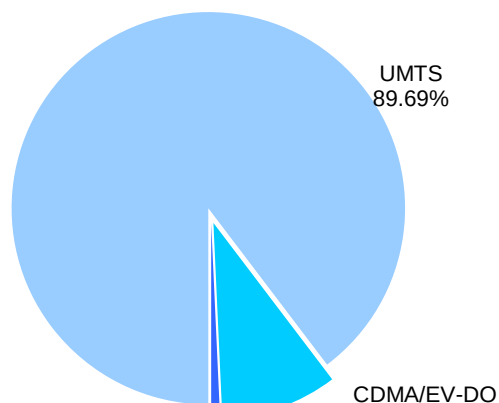
2. 无线设备：LTE 全球部署带来突破封闭市场的良机

2.1 LTE：全球最主流的准 4G 技术

UMTS 系统在 3G 时代的成功，直接导致基于 UMTS 系统演进的 LTE 在 4G 时代获得压倒性优势。

- 全球 3G 商用系统包括 3GPP 组织推动的 UMTS(WCDMA 和中国自主的 TD-SCDMA)，3GPP2 推动的 CDMA/EVDO。CDMA 产业链由于 Qualcomm 集中了过高的专利控制权，因此在北美和新兴市场以外地区呈现逐步萎缩趋势。据 GSA 统计，截至 2010 年底，UMTS 系统已经成为全球部署最为广泛的系统。

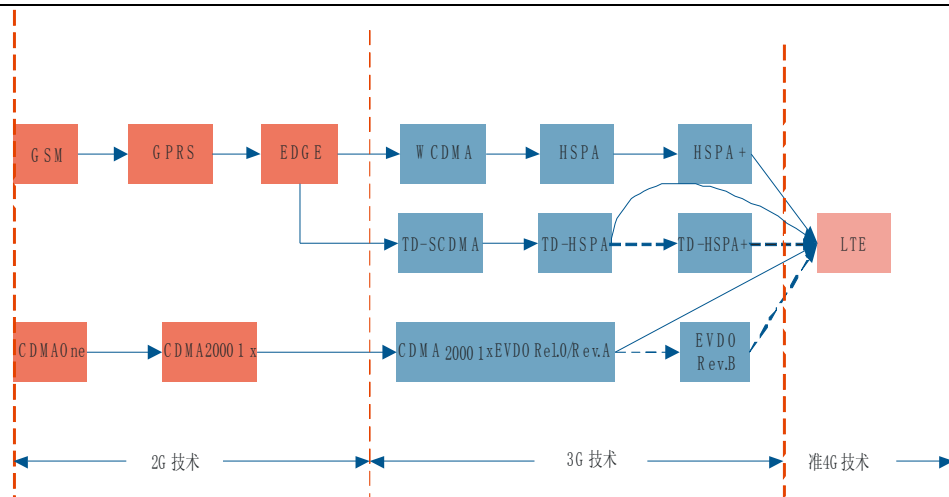
图 7 全球移动通信系统市场份额（根据用户数统计）



资料来源：GSA，海通证券研究所

- **在准 4G 领域，LTE 将是主导技术。** UMTS 和 LTE 系统同为 3GPP 设计，并且 LTE 系统能够最大程度上保证与 UMTS 系统的互操作性和兼容性，以确保网络能够实现平滑演进。
- ✓ 其他竞争性技术包括：高通推动、基于 CDMA 技术的 UMB，以及 IEEE/WiMAX Forum 推动的 WiMAX 标准。UMB 由于 Qualcomm 公司高度垄断、CDMA 产业规模缩小，已经退出市场竞争格局；而由传统 IT 公司 Intel 主导的 WiMAX，由于没有 2G/3G 市场支持，只是在美国、韩国和新兴市场国家得到应用（2010 年 10 月，Intel 宣布解散 WiMAX 推广部门，WiMAX 产业链在全球推广的不确定性进一步增加）。

图 8 移动通信系统的演进路线

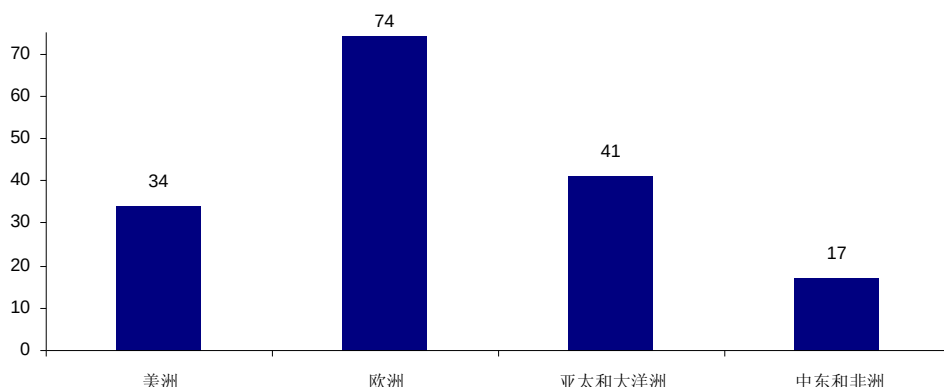


资料来源：海通证券研究所

LTE 系统已经在全球加快部署：

- **网络加速部署：**根据 GSA 的统计，截至 2011 年 6 月份，已经有 24 张 LTE 商用网络投入使用，同时还有 142 张 LTE 网络已经承诺部署。相对于 2010 年 6 月，投资于 LTE 的运营商数量增长了 98%；至 2012 年，预计将会有至少 91 张 LTE 网络提供服务。

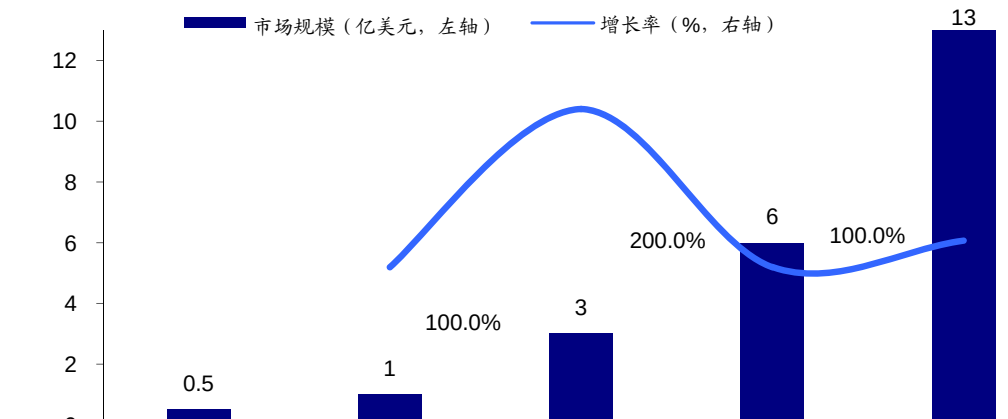
图 9 全球 166 个商用和承诺商用 LTE 网络的全球分布 (单位: 个)



资料来源: GSA, 海通证券研究所

- LTE 设备市场规模加速增长:** 根据 IHS iSuppli 统计预测, 全球 2010 年 LTE 基础设备规模约为 15 亿美金、2011 将增加到 38 亿美金、2014 年将达到 279 亿美金, 5 年 CAGR 为 107.5%; 我们认为中国国内也将在 2012 年开始启动 TD-LTE 试商用, 根据 iSupply 统计预测, 2010 年国内 LTE 基础设备投资为 5000 万美元 (世博会试验网), 2011 年投资额预计将翻倍达到 1 亿美元 (7 大城市试验网), 而 2014 年 LTE 投资额将达到 14 亿美元, 5 年内 CAGR 达到 130%。

图 10 2011 - 2014 中国 LTE 投资规模预测



资料来源: IHS iSuppli, 海通证券研究所

2.2 TD-LTE有望在全球得到部署、将不再是非主流

全球部署 TD-LTE 的趋势已经十分显著。截至 2011 年 6 月, 共有 12 家运营商加入到 TD-LTE 阵营, 全球有 1/3 的运营商考虑部署 TD-LTE。除了和记黄埔欧洲和瑞典已经部署 TDD/FDD-LTE 双模网络以外, 根据高盛预测, 服务全球 39% 人口的中国移动 (中国), Bharti (印度) 和 Softbank (日本软银) 将会在 2012 至 2013 年间推出 TD-LTE 商用服务。从 TD-LTE 在全球的频谱划分来看, 世界上前 2 名的人口大国中国和印度各划分了 100MHz 的带宽给 TD-LTE, 为 TD-LTE 的大规模商用奠定了坚实的频谱资源基础。

表 5 TD-LTE 全球频谱划分

Operation Band	Frequency	Spectrum	Region
33	1900-1920MHz	20MHz	欧洲
34	2010-2025MHz	15MHz	中国, 欧洲
35	1850-1910MHz	60MHz	美国和加拿大的
36	1930-1990MHz	60MHz	TDD 频谱目前暂时被 FDD 占据
37	1910-1930MHz	20MHz	
38	2570-2620MHz	50MHz	欧洲, 中东, 中国
39	1880-1920MHz	40MHz	中国
40	2300-2400MHz	100MHz	中国, 印度

资料来源: Ericsson, 海通证券研究所

TD-LTE特点: 频谱优势、产业链规模效应

- **TDD 拥有频谱资源优势。**随着移动通信技术对频谱的不断占用, FDD 技术所需对称频谱资源将日渐稀缺并且价格昂贵(国外实行频谱拍卖制)。而 TDD 系统由于不需要对称的频谱资源、并且国外占用较少, TDD 系统在频谱资源和拍卖价格中占据绝对优势(在德国 2010 年 4G 频谱拍卖中, TDD 频谱价格仅为 FDD 频谱价格的 9.6%)。
 - ✓ **LTE 数据网络部署初期, 各个运营商在客户竞争压力下, OPEX 对业绩压力巨大, 因此尽可能保持高效率 CAPEX 将是运营商网络部署的关键因素。相对于 FDD 高昂的频谱拍卖费用, TDD 频谱的价格优势大大增强了 TD-LTE 的竞争优势。**
- **规模效应将保证 TD-LTE 具有成熟的产业链。**TD-LTE 与 FDD-LTE 的技术共通性达到 70% 以上(尤其在终端方面)。在保证规模效应的基础上, 传统 FDD 制造商(爱立信、诺西等)能以较低开发成本进入 TDD 产业链, 从而增强 TDD 产业链的实力; 另外一方面, 通信设备商通过支持 TD-LTE, 将能够抵御使用相似 TDD 技术的 WiMAX 阵营对市场份额的侵蚀。
- **通过重用 WiMAX 的频谱, WiMAX 运营商将能够平滑过渡到 TD-LTE。**由于 WiMAX 与 TD-LTE 同为 TDD 系统、TD-LTE 网络可靠性相对于 WiMAX 更具优势, 现有 WiMAX 运营商将有较大可能将 WiMAX 网络升级到 TD-LTE。
 - ✓ 继 2011 年 7 月, 美国 WiMAX 运营商 Sprint 宣布联手 LightSquared 推出 LTE 服务; 2011 年 8 月, 全球最大的美国 WiMAX 运营商 Clearwire 宣布开始部署 TD-LTE, 初步投资将达 6 亿美元。

2.3 LTE产业链——移动通信史上发展最快

上游芯片在主流厂商支持下加快成熟。根据 7 月最新数据, 全球已具有 27 款 LTE 芯片组(制造商包括 Ericsson, ST-Ericsson, Qualcomm, Huawei 等), 尤其兼容 FDD/TDD-LTE/HSPA/TD-SCDMA/EV-DO 等多种制式的多模芯片将能够保证网络的兼容性(龙头公司高通推出同时支持 TD-LTE, FDD-LTE 和 TD-SCDMA 的芯片, 大大增强 TD-LTE 产业链的完整性和竞争力)。

- **移动通信产业发展的历史已经多次证明, 终端芯片的参与成熟度将是产业发展的关键。**在 CDMA 技术的 3G 演进过程中, EV-DO (Data Only) 在高通芯片的支持下得到了全面推广; 而竞争技术 EV-DV (Data and Voice) 虽然得到了诺基亚终端厂商的支撑, 但是在没有成熟芯片推出的背景下, 已经基本被

CDMA 产业淘汰。

LTE 终端产业链发展速度超预期。截至 2011 年 6 月，全球已经有 42 个制造商制造 LTE 相关产品，终端种类达到 137 款、比 2011 年 3 月份增长了 40%。

表 6 LTE 终端产业链统计（截至 2011 年 6 月）

终端类型	数量	中兴
芯片组	27	0
M-Tablets	8	3
Phones	9	1
USB Modems	39	6
Routers	45	2
Notebooks	7	0
PC CARDS	2	0
总计	137	12

资料来源：GSA，海通证券研究所

在此基础上，TD-LTE 产业链发展速度超预期，从根本上摆脱了 TD-SCDMA 时代产业链不成熟对产业发展的限制，从而加快 TD-LTE 的商用进程。

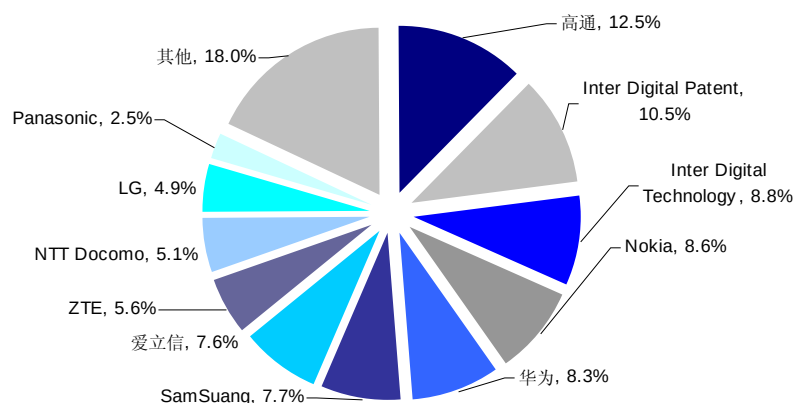
2.4 厚积薄发——中兴通讯已取得 LTE 市场的领先地位

技术积累提升至行业一流、助力 LTE 市场开拓

持续研发投入快速提升核心竞争力。研发费用占比从 2008 年的 9.0%、2009 年的 9.6%、上升至 2010 年的 10.1%。研发投入的持续增加，保证了公司产品持久的核心竞争力。

- 2009、2010 年中兴通讯专利申请数量连续两年蝉联国内第一。在 PCT 专利申请的世界知识产权组织 WIPO 所公布的全球专利申请排行榜中，中兴通讯全球第二，通讯行业排名第一。
- 在 4G LTE 标准采纳的全部关键专利中，根据 ETSI 2011 年 8 月份数据库统计，中兴通讯占有 5.6% 的份额，在关键的 LTE 市场启动时期，已经达到行业一流水平。

图 11 ETSI LTE 专利份额分布（2011 年 8 月）



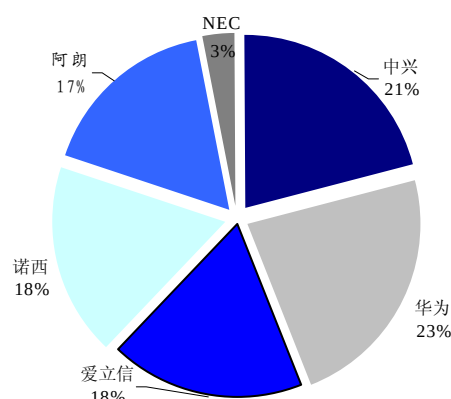
资料来源：ETSI，海通证券研究所

竞争对手的专利诉讼只是利益诉求的表达方式，公司实力的提升是解决专利纠纷的基石。2011 年上半年，中兴通讯遭到 Ericsson 和华为的专利诉讼。一方面显示中兴通讯连续的市场突破给全球前二大设备制造商 Ericsson 和华为带来的巨大的压力；另一方面中兴通讯反诉华为和 Ericsson 显示了中兴通讯已积累的专利储备的实力。我们认为中兴通讯雄厚的专利储备将为后续市场开拓提供坚实的保驾护航。

LTE 市场开拓已处于全球领先地位

根据咨询公司 Open Vista Consulting 的统计，截至 2010 年底中兴通讯获得了全球 21% 的 LTE 合同，全球排名第二。

图 12 LTE 全球合同份额分布（截至 2010 年 12 月 31 日）



资料来源：Open Vista Consulting，海通证券研究所

截至 2011 年 6 月，中兴通讯已经与全球 15 个国家 25 个全球领先运营商建设 LTE 实验局和商用网络，总共包括 15 个 LTE 商用网络和 65 个试验局。

表 7 中兴通讯全球代表性 LTE 合同

时间	运营商	合同简介	解决方案
2009 年 3 月	CSL	为 CSL 的 Next G 网络提供 ALL-IP Based HSPA + 服务。2009 年 9 月，为 CSL 建设 LTE 商用试验网	SDR
2009 年 11 月	Telefonica	LTE 试验网建设	--
2009 年 12 月	SingTel	LTE 试验网建设	--
2010 年 1 月	Telenor	LTE 试验网建设	--
2010 年 2 月	Optimus	GSM/UMTS/LTE 网络建设合同	SDR
2011 年 2 月	KPN	HSPA 网络升级改造以及 LTE 部署	SDR
2011 年 2 月	和记黄埔	LTE/DC-HSPA + 网络	SDR
2011 年 3 月	Hi3G	LTE FDD/TDD 双模商用网络	SDR
2011 年 4 月	中国移动	TD-LTE 试验网建设	--
2011 年 4 月	DiGi	2G/3G/4G“统一无线网络”	SDR
2011 年 5 月	Mobitel	LTE 网络	SDR

资料来源：公司信息，海通证券研究所

LTE 时代的核心竞争力总结：

中兴通讯的 SDR 多模基站为突破封闭市场的关键因素。SDR 多模基站关键优势在于能够以更低的 OPEX/CAPEX 为运营商提供 4G 网络启动初期的 2G/3G 网络改造。

- **更低的 OPEX。**以 GSM 和 WCDMA 共平台为例, SDR 作为多模基站同时支持双制式, 在网络结构简单的基础上, 具有维护成本低、能耗低的优势 (根据测算, 相对于部署两个独立的 GSM 和 WCDMA 平台, 采用 SDR 基站的 CSL 网络整网能耗能够降低 39%)。
- **更低的 CAPEX。**数据业务的爆发性增长背景下, 运营商面临网络负载增速远高于收入增速的局面。为保证利润, 运营商需要尽力降低 TCO、尽最大可能保护现有投资。SDR 基站可以通过软件或者基带板替换升级到 LTE, 相应的 TCO 相对于传统的硬件设备整套替换的方法而言有非常明显的优势。
- **更具竞争力的网络演进部署。**SDR 基站通过软件更新或基带板替换可以迅速的升级到 LTE 网络。借助 SDR 基站, 运营商可以根据用户发展情况灵活的调整网络演进策略, 大大降低投资风险的同时, 增强了网络演进过程中的市场竞争力。
- 从全球第一个 LTE 商用网络部署以来, 中兴通讯凭借 SDR 基站突破 CSL、KPN、和记黄埔、DiGi 和 Mobitel 等多个运营商 (凭借 SDR 基站, 公司突破了第一个 LTE 商用网——CSL 合同)。中兴是全球第一家推出 SDR 基站平台并率先实现商用的企业; 截至 2010 年底, 中兴 SDR 基站出货量突破 70 万台, 较 2009 年增长两倍。

运营商老旧设备搬迁为中兴通讯带来宝贵的扩大市场份额机会。当前无线系统设备市场呈现出的重点特征为: 2G (GSM/CDMA) 设备的需求将长期保持稳定, 但 3G 甚至 4G (WiMAX/LTE) 的设备升级需求在不断加快。因此全球运营商对无线设备的升级或扩容采取的策略是搬迁原有老旧的 GSM/WCDMA 设备、采用 2G/3G/4G 多模基站设备。对于 2G 市场占有率较低的中兴通讯而言, SDR 基站对老旧 GSM/CDMA 设备的替换, 为公司提供了宝贵的增加 2G/3G 市场份额, 先发抢占 4G 市场的机会。

中兴通讯 LTE 全球份额增加带来示范效应。获得 CSL、Telefonica、和记黄埔、Telenor、SingTel 和 KPN 等大运营商的合同是中兴通讯的设备质量/物流管理/网络维护/售后服务/产品竞争力等各方面综合实力的体现, 具有示范效应, 从而有助于后续 LTE 市场的持续突破。

3. 中兴通讯受益光通信持续景气

3.1 固定宽带: 光纤宽带接入投资将保持持续较快增长

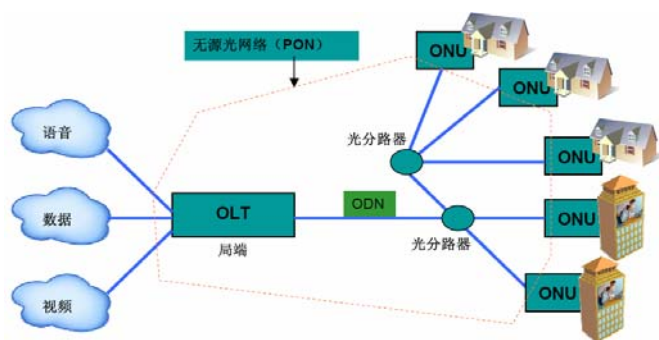
2011 - 2013 年我们认为光纤宽带接入投资将保持高速增长, 主要原因如下。

- **光纤宽带接入 (FTTx) 用户仍处于初级阶段, 光纤宽带接入发展空间巨大。**2010 年底日本和韩国的光纤宽带接入用户数占宽带用户数的比例达到了 58% 和 55%, 而中国的光纤宽带接入比例在 2011 年 6 月只有 19% (其中, 我们预测 FTTH 用户比例只有 10%)。随着三网融合逐步推进, 电信运营商为了开展高清 IPTV 业务, 宽带接入能力必须具备 8Mbps 以上的能力 (如果同时传输两路以上, 则需要 20Mbps 以上的能力)、FTTH 投资比例将大幅提升。因此, 光纤宽带接入在用户数及投资结构比例中还有巨大增长空间。
- **从网络建设角度, 运营商亟须推广光纤宽带接入。**在三网融合背景下, 电信运营商与广电运营商将进行业务双向进入:
 - ✓ 电信运营商将获准开展 IPTV 视频业务 (仅一路高清 IPTV 视频需要 8Mbps 以上传输速率, 与广电的高清业务竞争至少需要 3 路以上 IPTV 视频),

而目前光纤宽带接入中传输速率以 2-4Mbps 速率为主，宽带提速的空间巨大；

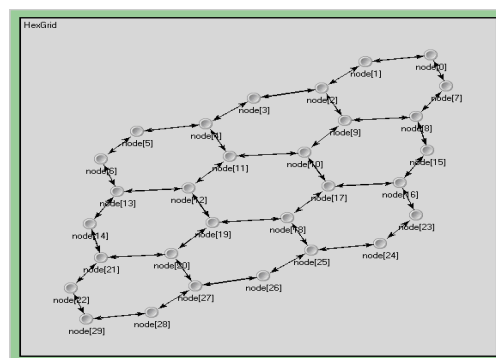
- ✓ 广电运营商将获准开展宽带接入业务，但中国广电运营商的Cable Modem宽带用户数比例偏低，网络投资改造空间巨大。2011 年一季度全球Cable Modem用户在宽带用户的占比为 20.12%，相对应中国Cable Modem宽带用户占比仅为 4%。为了与电信运营商形成有效竞争，我们认为广电运营商将加快双向改造、建设光纤宽带接入。根据广电总局提出的规划，2015 年，城市 80%以上将实现网络光纤到楼，30 个大中城市将建成NGB示范工程，提供家庭接入速率 100Mbps。我们估算该投资规划将总共带动新增光纤宽带接入投资 9000 万线。
- 从网络投资的拓扑角度，我们认为市场根本无需担心光通信投资是否会出现 3G 网络投资的阶段性高峰——光通信投资将在 3-5 年呈现不断增长的持续景气周期。宽带接入的投资与 3G 网络投资存在本质区别：宽带接入网络的拓扑结构为树状结构（运营商的城域网、承载网及机房为“树”的根节点，而用户端设备为“叶子”节点），随着光纤宽带接入逐级渗透、由 FTTZ/FTTB（光纤到小区、光纤到楼的共享光端口模式）向 FTTH（光纤到户，用户独享光纤端口模式）演进，树状结构的节点数、需要的 FTTx 设备将呈指数级增长；而 3G 网络为简单网状结构，因此相比之下在建网初期将呈现出阶段性高峰，而后的投资规模与新增基站呈线性关系。

图 13 光纤宽带接入网拓扑结构图



资料来源：海通证券研究所

图 14 基站蜂窝网的拓扑结构图



资料来源：海通证券研究所

- 运营商正在加大光纤宽带接入的投资占比。分析 2011 年三大运营商的宽带投资计划，电信的投资力度最大，光纤建设总投资在总资本开支中的比重超过 50 %；中国联通和中国移动的宽带建设总投资在总投资的比重也分别达到了 25.41 % 和 11.33%。随着固话收入的逐年下滑，固网宽带用户在各个运营商固网收入中的占比迅速提高，成为新的重要利润来源；我们认为在中国电信以“光带中国、光网城市”的战略推动光纤宽带接入部署的背景下，中国联通和中国移动后续将加大投资力度。

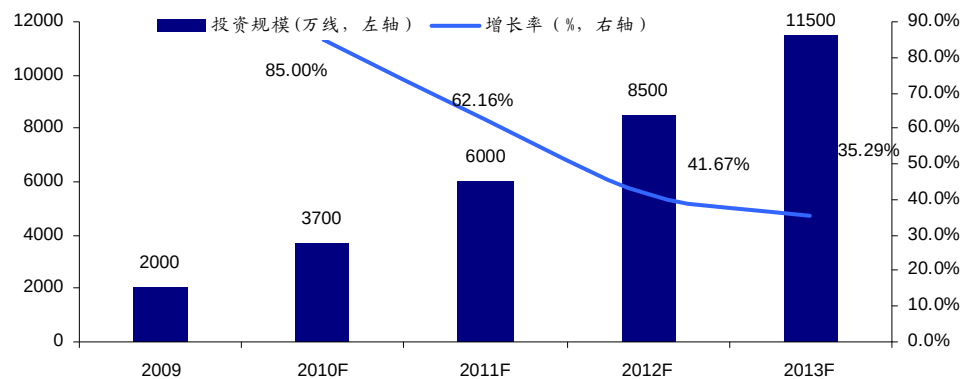
表 8 2011 年国内三大运营商宽带投资

运营商	宽带投资
中国电信	2011 资本开支 500 亿元，270 亿元主要为用户铺设光纤 “宽带中国，光网城市”，2011 新增 FTTH 3000 万户，接入带宽大于 100MHz，覆盖 3000 万个家庭。2013 年 FTTH 覆盖 8000 万户，2015 年 FTTH 达到 1 亿户
中国联通	2011 年 738 亿总预算中，187.5 亿预算用于宽带及数据业务
中国移动	中国移动全年资本开支 1324 亿元，拨付 150 亿给铁通建设以光纤接入为基础的高端宽带接入业务

资料来源：公司公告，海通证券研究所

- 光纤宽带接入投资规模将持续高速增长。我们预测 2011 年光纤宽带接入投资规模将达到 6000 万线、同比增长 62.16%，2010-2013 年间复合增长率达到 54%。（根据目前运营商招标进展情况，我们判断 2011 年三大运营商 FTTx 招标数量有望达到 6600 万线、投资规模超预期）。

图 15 中国光纤宽带接入投资规模预测

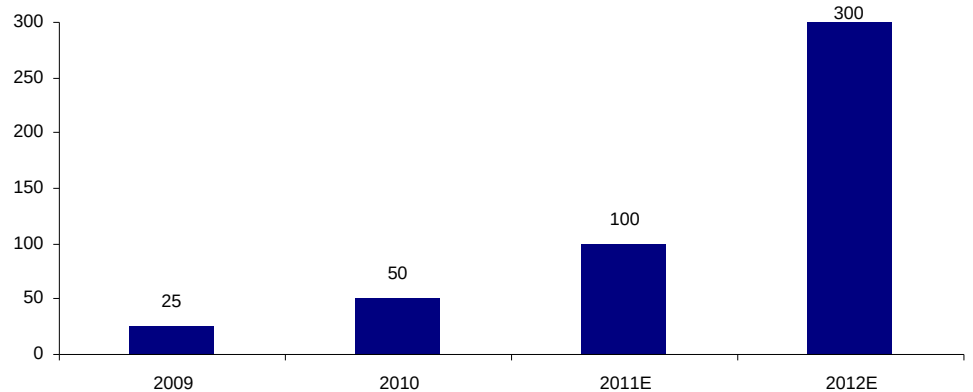


资料来源：海通证券研究所

3.2 移动数据流量增长：进一步拉动承载传输网的升级部署

移动数据流量的爆发性增长迫使传输网络向下一代光传输网升级。移动数据流量呈现爆发性增长，带动作为基站业务回传的承载网数据流量高速持续增长（根据 Morgan Stanley 的预测，2011 年至 2012 年基站回传数据流量增长了 200%）。原有以电路交换为基础、针对语音业务的承载网不能满足数据流量爆发性增长的需求，需要升级到更高数据传输能力、适应分组数据传输的下一代光承载网。

图 16 2011 - 2012 移动通信网络基站回传数据流量预测（单位：Mbits/s）



资料来源：Morgan Stanly, AT&T, 海通证券研究所

考虑到技术成熟度、产业链、兼容性、投资成本、运维成本等因素，既能有效承载语音业务同时又能高效传输数据和视频业务的 PTN 成为下一代传输网的演进方向。PTN 网络的优势如下：

- **PTN 能够降低多业务运营环境下的运营成本。** PTN 协议中不仅包括了基于 TDM 的语音传输业务的支持，同时 PTN 也能够支持数据业务的高效传输。相对 SDH 每一个信道固定的带宽，PTN 能够根据业务流量实现动态的分配可变的带宽。从而提高了网络的利用率，降低了运营成本。
- **PTN 能够尽可能的保护运营商的现网投资。** PTN 能够与现网的 MSTP 互连互通，实现网络的平滑演进，最大可能保护运营商的现有投资，降低运营商的额外投资成本。
- **我国在 PTN 技术产业化方面走在国际前列。** 2011 年 2 月，ITU-T SG15 全会通过 PTN 的 OAM 标准，即 G.8113.1(G.tp oam.1)。我国 PTN 相关的技术标准、测试规范、工程验收也非常成熟。工信部已经有清晰的 PTN 入网流程。国家行标《PTN 总体技术要求》已经报批，并在其中明确了 LTE 承载的 PTN 方案。
- **PTN 能够为 TD-SCDMA 系统，TD-LTE 系统和 CDMA2000 系统提供所需要的定时信号，从而减少对 GPS 的依赖性。** 2010 年 1 月 13 日中国电信 CDMA 网络由于美国升级维护 GPS，出现全国网络告警。PTN 网络能够减少运营商网络对 GPS 信号的依赖性。

在全球，PTN 部署规模呈现了高速增长，2011 年一季度增速达到 50%、达到 7.55 亿美元；在国内，基于在网络演进、产业链成熟度以及网络定时等方面的优势，PTN 已经成为国内三大运营商下一代网的演进方向。

- **中国移动：**TD-SCDMA 网络部署时明确考虑到向前兼容 TD-LTE 的大数据量承载传输需求，中国移动选择 PTN 作为其下一代传输网的唯一解决方案并且在 2009 年底开始 PTN 的规模商用。
- **中国联通：**考虑到 PTN 在技术成熟度和稳定性的优势，中国联通目前已经选择 PTN 网络承载 7 个城市开通的 HSPA+ 业务。
- **中国电信：**正在同步测试 PTN 及 IP-RAN 技术，我们认为中国电信最终将选

择 PTN 作为其下一代承载网。

3.3 中兴通讯受益光通信持续景气

PON 产品收入有望实现较快增长。在国内 PON 设备市场中，中兴通讯市场份额将有望保持在 40%左右；随着三大运营商 PON 设备招标在下半年进一步落实，公司 PON 产品收入将保持快速增长。假设 2011 年国内实现 PON 设备招标 6600 万线、每线 600 元、PON 设备规模占比 20%，则公司该类收入将实现 32 亿元。

- **中国电信：**2011 年初中国电信完成 1900 万线 PON 招标；我们判断下半年中国电信还需要采购 1100 万线。
- **中国联通：**按照联通预算，2011 年 187.5 亿元预算用于宽带及数据业务建设。在电信大力部署 FTTH 的背景下，我们认为联通在下半年将有一次 PON 设备招标，规模有望达到 2500 万线。
- **中国移动：**截至 2011 年 8 月份，中国移动基本完成 1100 万线的 PON 设备招标，其中 GPON 占比 80%，ONU 数量接近翻倍。我们认为中国移动为了实现全业务运营，有迫切的发展宽带接入网的愿望。中国移动目前宽带接入网远远落后于中国电信和中国联通的原因在于自身无固网牌照和与铁通仍旧处在磨合期。随着中国移动解决其固网发展过程中的阻碍后，考虑到中国移动强大的资金实力，其固网投资将呈现报复性的爆发增长。

PTN 市场份额领先，未来增长空间依然巨大。

- **全球市场份额领先：**根据 Dell'Oro Group 统计，2011 年一季度全球 PTN 设备市场规模达到 7.55 亿美元、同比增长 50%。按收入计，中兴通讯凭借来自亚太、EMEA 和拉美的收入，占据 PTN 第一份额、达 43.9%（大幅领先 Alcatel-Lucent 22.8%份额、Fujitsu 12.6%份额）。
- **国内市场连续获得联通和移动 PTN 合同，后续市场空间更为广阔。**整体上，按照收入统计，我们预测公司在国内 PTN 设备市场份额占据 25-30%的优势领先份额。
 - ✓ **中国联通：**2011 年 5 月，中兴通讯向中国联通割接 7 个城市的 PTN 试商用网络、支撑 7 个城市 400 多个站点的 HSPA+业务传输。联通 5 月份已经在 56 个城市开通 HSPA+网络，我们认为随着后续在网智能终端用户的增多，联通 PTN 采购规模会进一步加大（中国联通已在 7 月开展第二期 19 个省市的 PTN 招标部署）。
 - ✓ **中国移动：**为了缓解数据业务对承载传输网的压力、为后续 TD-LTE 的商用做准备，中国移动将持续部署 PTN。2011 年 7 月，中兴通讯获得中国移动第 3 期 PTN 集采总分第二名（我们认为最终份额有望进一步提升；以往两期都是第一名份额）；我们认为随着 TD-LTE 在后期试商用展开，中国移动的 PTN 采购规模也会进一步扩大。
 - ✓ **中国电信：**随着测试评估的完成，我们认为中国电信的 PTN 大规模采购即将展开。

总体上，中兴通讯将极大受益光纤宽带接入设备（PON 设备）、承载网设备（PTN 设备）的高速增长需求。

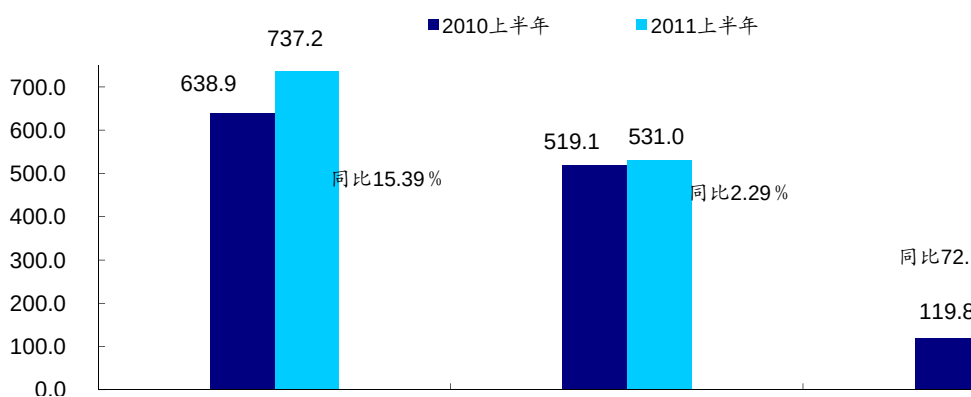
4. 中兴通讯受益智能终端带来的市场格局转变

4.1 全球终端市场：普通终端稳步增长，智能终端增长加速

根据 IDC 统计，2011 年上半年，全球手机发货量同比增长 15.39%，智能手机发货量同比大幅增长 72.12%。

- 根据 IDC 的统计，2011 年上半年，全球总共销售手机 7.37 亿台，同比增长 15.39%。其中智能手机销量呈现爆发性增长，2011 年上半年发货量 2.06 亿台、同比高速增长 72.12%（我们认为如果除去日本地震带来的器件供应链影响，智能手机发货量增速有望超过 75%）。

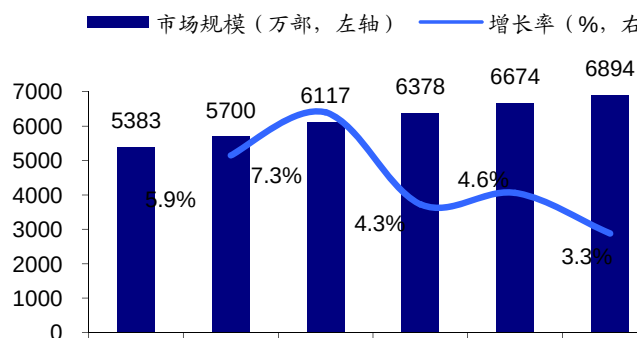
图 17 2011 上半年全球手机销售（单位：百万台）



资料来源：IDC，海通证券研究所

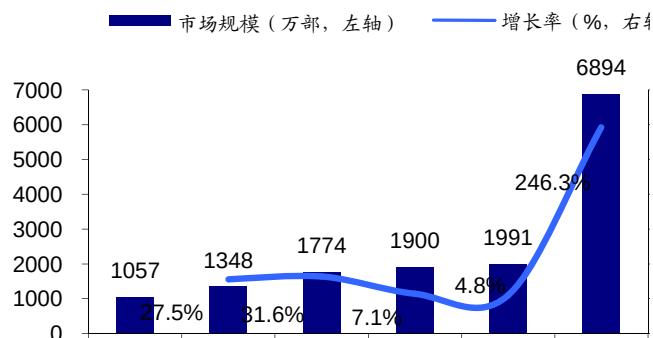
中国手机市场增长速度领先全球，智能手机销售尤为强劲。根据易观国际的统计，2011 年第 1 季度中国手机总销量 6674 万部，同比增长 24%；智能手机销量 1991 万部，同比增长 88%。

图 18 2010 - 2011Q2 中国地区手机销售



资料来源：易观国际，海通证券研究所

图 19 2010 - 2011Q1 中国地区智能手机销售



资料来源：易观国际，海通证券研究所

4.2 智能终端发展动力分析：通信产业链的最末一环已成最重要一环

根据我们之前分析，智能终端凭借工艺设计、硬件功能和应用平台的搭载功能，大幅提升了移动手持终端的门槛，智能终端将成为搭载通信、娱乐、移动商务、及其他移动互联网功能的综合性平台。

表 9 主流智能终端硬件配置

名称	厂商	CPU	内存	操作系统	屏幕
iPhone4	Apple	苹果 A4 1GHz	16G ROM	iOS 4	3.5 英寸/640×960 (IPS) /1600 万色
Galaxy S2	Samsung	三星 S5PV310 Exynos 4210(双核) 1.2GHz	1G RAM/4G ROM	Android	4.3 英寸/480×800 (WVGA) /1600 万色
MT870	Motorola	Nvidia Tegra2, 1024MHz	1G RAM/8GB ROM	Android	4 英寸/540×960 (TFT)
Flyer	HTC	高通 snapdragon MSM8255, 1536MHz	1GB RAM/32GB ROM	Android	7 英寸/600×1204
V880	ZTE	高通 MSM7227 600MHz	--	Android	3.5 英寸/480×800 (TFT)

资料来源：公司信息，海通证券研究所

随着数据业务已成为通信行业增长的新动力，智能手机作为数据业务的终端平台，已经成为运营商在数据业务时代开拓用户市场的最重要手段，并普遍采用终端补贴或话费补贴的方式开拓用户市场。

表 10 主要运营商的智能终端补贴

运营商	智能终端补贴
AT&T	每部 iPhone 手机补贴 350 美元，2011 年总补贴额预计 21 亿美元
Verizon	每部 iPhone 手机补贴约 400 美元，2011 年总补贴额预计 50 亿美元
中国联通	联通 iPhone 购机，386 元套餐补贴高达 63%（245 元），586 元套餐补贴 42%（245 元），886 元套餐补贴 28%（245 元）。2010 年，联通手机补贴共计 31.7 亿元

资料来源：公开信息，海通证券研究所

4.3 智能终端：改变手机市场竞争格局，新兴厂商抢占市场份额

智能手机改变手机市场竞争格局，为新兴手机厂商抢占市场带来难得的机会。2011 年上半年虽然 Nokia 的市场份额依然是全球第一，但是相对于 2010 年市场份额下降约 8 个百分点，发货量同比大幅下降 10%。与此同时苹果和中兴通讯手机销售高速增长，发货量同比增长分别达到 128.07%和 40.27%，市场份额分别提升 2.6 和 0.76 个百分点。

- 智能终端主要采用 iOS(苹果)、Android、黑莓、以及塞班操作系统。苹果基于 iOS 创造高端用户体验、封闭应用生态圈，向高端用户市场拓展，在整体手机市场份额达到 5.29%、智能手机份额达到 18.91%；而三星、摩托、中兴等凭借开放式的 Android 系统，以较低系统平台开发成本开拓高速成长的中低端智能手机市场；而传统的塞班阵营（Nokia、索尼爱立信）在操作系统未能及时满足用户对移动互联网应用的需求，在智能手机的市场份额中呈现快速下降趋势——诺基亚的手机市场整体份额在 2011.1H 同比下降了 7.5%、智能手机市场份额下降了 18.1%。

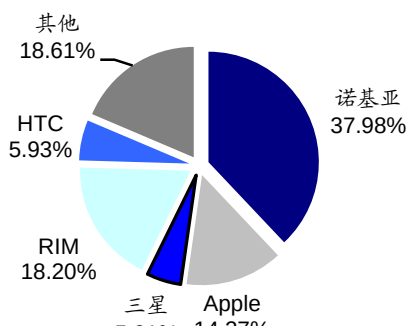
表 11 2011 年上半年全球手机市场份额（百万台）

设备制造商	1H11 发货量	1H11 市场份额	1H10 发货量	1H10 市场份额	1H11/1H10 发货量变化
诺基亚	197	26.72%	218.9	34.26%	-10.00%
三星	140.2	19.02%	128.1	20.05%	9.45%
LG	49.3	6.69%	57.7	9.03%	-14.56%
Apple	39	5.29%	17.1	2.68%	128.07%
ZTE	31.7	4.30%	22.6	3.54%	40.27%
其他	280	37.98%	194.5	30.44%	43.96%
总计	737.2	100.00%	638.9	100.00%	15.39%

注 1: IDC 统计的移动终端只包括传统的手机终端和智能手机

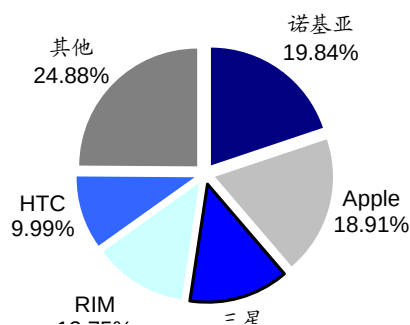
资料来源: IDC, 海通证券研究所

图 20 2010 年上半年全球厂商智能手机市场份额



资料来源: IDC, 海通证券研究所

图 21 2011 年上半年全球厂商智能手机市场份额



资料来源: IDC, 海通证券研究所

4.4 公司终端销售强劲增长，智能终端提升业绩

中兴通讯终端销售持续强劲增长。2010 年，中兴通讯终端发货 9000 万部，手机发货 6000 万部，份额达到全球第五；2011 年上半年，中兴通讯终端发货量 6000 万部、同比增长 40%，其中手机销售量 3500 万部、同比增长 30%。我们认为中兴通讯终端亮丽的业绩主要来自于明星终端、美国市场突破和深度定制销售模式。

中兴通讯终端的竞争优势逐渐显现

中兴通讯主要通过运营商定制的方式开展手机销售，在与运营商合作、有效控制风险、改善销售费用率和现金流方面对公司业务具有重要作用。

竞争优势之一：与运营商建立战略合作关系。我们再次强调，智能手机在数据业务时代，已经成为运营商开拓用户的最重要环节。中兴通讯的终端销售大部分通过运营商定制的模式、建立与运营商的战略合作，一方面对其他厂商形成竞争壁垒（日本市场上，运营商与本土终端制造商通过深度定制形成的竞争壁垒，一度使日本市场成为全球最难突破的市场）；另一方面，有助于助力系统设备市场的开拓（2011 年随着中国联通包销 100 万台 Blade 手机，中兴 WCDMA 系统在联通份额由 21% 上升到 27%）。

竞争优势之二：运营商定制方式能够有效控制风险。相比渠道销售模式，通过以运营商订单方式制定产能计划，能够有效防止存货跌价的风险；并且能够节约渠道销售费用、为系统设备业务提供较快现金流回转。

竞争优势之三：通过以运营商定制方式销售终端，中兴通讯能够提供端到端的完整解决方案，包括手机应用商店、终端、系统设备、业务软件等；而数据业务时代，智能终端拉动数据流量爆发性增长，也将带动系统设备的扩容和升级需求。

表 12 2011 上半年公司明星终端实现中国、北美、欧洲、拉美四大战略市场突破

市场	增长率	销售
北美市场	180 %	Vivi、Reflect、42 兆高速数据卡等终端产品突破美国市场后，与 Verizon、AT&T、T-Mobile 和 Sprint 的合作进一步加强。（全球智能终端市场占有率领先的公司如苹果、Samsung、HTC 都在欧美有较大的市场份额。其中 Samsung 和 HTC 50 % 的收入来自于美国市场。）
欧洲市场	30 %	2010 年，Blade 已经在欧洲 20 多个高端市场上市，其中德国、希腊、匈牙利等国在上市首个周末即脱销，单月销售数万。2011 年，Blade、Light 等智能手机在欧洲持续热销，并且更高端的 skate 手机从 2011 年 8 月开始在英国 Orange 销售。公司已与 65 家运营商有智能手机的合作，包括沃达丰、T-Mobile、Orange 等顶级运营商。
中国市场	50 %	2011 年 6 月，中国联通包销 100 万台 Blade（V880）手机，日均销量 8000 台；中国移动定制版手机 U880，上市一个月销量 20 万台，日均销量 6000 台；与中国电信合作的中高端 N880 机型也将开始推出。
拉美市场（巴西）	46 %	公司在拓展销售渠道同时，也通过在巴西建立工业园实现本地化生产。

资料来源：海通证券研究所

整体上，中兴通讯 2011 年的目标是跻身世界平板电脑生产商前三强和 Android 智能手机生产商前五强。考虑到 2011 年公司在美国、欧洲、日本市场份额的突破，以及下半年 Skate 明星智能终端的陆续推出，我们认为全年实现 1.2 亿部终端、1200 万部智能手机目标具有较强确定性。

- 2011 年上半年，中兴通讯完成终端销售 6000 万台，手机销售近 3500 万台，其中智能终端 500 万台，同比增长 400 %。已经超过 2010 年全年 300 万台智能手机的发货量（按照以往经验，下半年销售额往往占全年销售额的 60 % 左右）。
- 从长远看，公司目标实现终端销售收入连续五年复合增长率 40% 以上、预计 2015 年销售收入超过一千亿人民币，进入全球手机市场前三名。

5. 企业网拓展公司长远发展空间

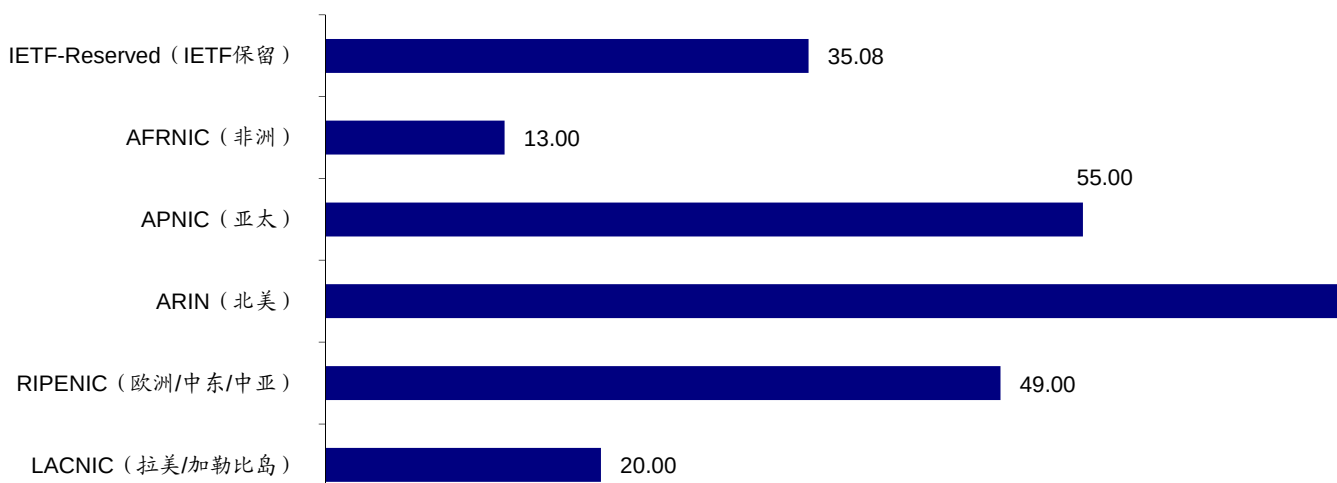
打开公司业务拓展空间——企业网市场规模甚至大于无线移动设备市场规模：根据工信部统计数据，2011 年企业网市场规模约为 620 亿美元，高于全球同期无线设备市场规模约 445 亿美元规模。从整体市场规模角度，公司向企业网突破将有助于业务更大拓展空间。

5.1 IPv6 和云计算带来企业网突破契机

在 IPV4 枯竭背景下，IPV4 向 IPV6 升级将是下一代互联网最重要主题

- **全球总体 IPV4 地址已经全部划分完毕。**2011 年 2 月，负责全球总体 IP 地址划分的 ICANN 宣布将最后 5 组 IPV4 地址分配给了全球 5 大区域互联网注册管理机构。
- ✓ IPV4 地址空间约有 43 亿个，共被划分成 256 组、每组的 1678 万个。在 ICANN 之下，全球 5 个组织负责分配 IPV4 的地址空间。其中北美地区 IP 地址最多，达到了 84 组、是亚太地区的 1.5 倍。

图 22 IPv4 地址资源的全球分布(单位: /8s)

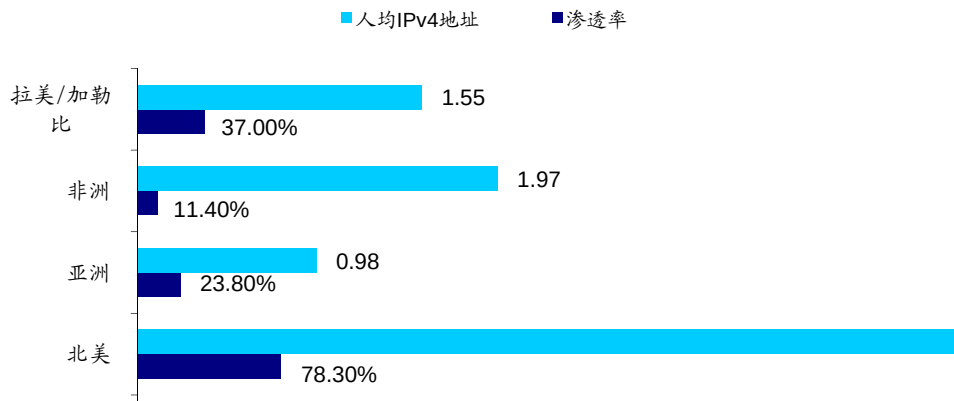


注: "/8s"表示 16, 777, 216 个 IPv4 地址

资料来源: Geoff Huston, 海通证券研究所

- 亚太地区网络需求的高速增长与 IPv4 全球结构不合理的矛盾最终导致亚太区 IPv4 地址枯竭。APNIC 于 2011 年 4 月 15 日发布公告: IPv4 地址已经枯竭, 最后一部分 IPv4 地址的分配主要用于向 IPv6 过渡。亚太地区成为全球第一个 IPv4 地址枯竭, 需要升级到 IPv6 系统的地区。
- ✓ 从因特网用户人均 IPv4 地址角度, 亚太地区仅为北美地区的 19%。根据 Internet World Statistics 的统计, 截至 2011 年 3 月份, 亚太地区因特网用户人均 IPv4 地址数约为 0.98 个。而同期北美地区因特网用户人均 IPv4 地址数约为 5.18 个。
- ✓ 亚太地区因特网用户渗透率低于世界平均水平, 发展空间依然巨大。截至 2011 年 3 月份, 亚太地区的用户渗透率仍然很低只有 23.8%, 甚至低于因特网用户渗透率的世界平均水平 30.2%。同期, 北美地区用户渗透率高达 78.3%。因此, 亚太地区因特网依然有广阔的发展空间, 而北美地区发展趋于饱和, 增长空间有限。

图 23 全球各地区因特网用户渗透率/每个用户 IPv4 地址数



资料来源: Internet World Statistics, 海通证券研究所

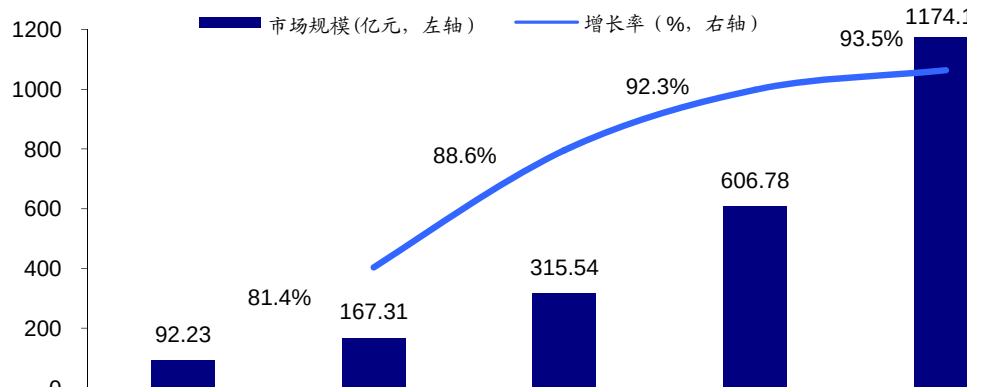
中国将是世界上互联网发展速度最快的国家，全面升级到 IPV6 网络势在必行。

- **互联网用户数呈现高速增长。**根据 CNNIC 统计，中国 2011 年上半年有 4.85 亿互联网用户数、同比增长率达到 15.48%。根据麦肯锡的预测，中国在 2015 年因特网用户数将达到 7.5 亿、2011-2015 年复合增长率达到 11.51%。
- **我国 IPv4 地址十分紧缺。**截至 2011 年 6 月底，我国共有 IPv4 地址 3.32 亿，同比增长 32.41%，但因特网用户人均 IPv4 地址数 0.68 个（意味着绝大多数用户使用 IP 地址共享方式）。
- **移动互联网和物联网（M2M）引入的海量终端亟需 IPV6 的支持。**根据工信部电信研究院统计，未来 5 年，我国将需要海量的 IP 地址，其中移动互联网需求量为 10 亿，物联网预计需求量为 100 亿，桌面互联网为 5 亿，而按照 IP 地址 33% 的利用率来推算，我国未来 IP 地址需求量高达 345 亿，已经超出 IPV4 地址全球总体数量；并且，随着端到端的应用需求占比将进一步提升，“多用户共享一个 IP 地址（NAT）”的模式亟需向“每个用户单独分配全局唯一的 IP 地址方式”转变。

云计算在企业网的广泛部署趋势越发明显

云计算正处于大规模部署的启动期，中国将是云计算全球发展速度最快的地区之一。根据 IDC 的预测，公共云计算的市场规模将从 2010 年 215 亿美元升至 2015 年的 729 亿美元，5 年 CAGR 达到 27.6%。而根据赛迪的预测，中国云计算应用市场将从 2010 年的 167.31 亿元增长到 2013 年的 1174.12 亿元，3 年 CAGR 高达 91.5%。远高于云计算市场的平均发展速度。

图 24 2011 - 2013 中国云计算应用市场预测

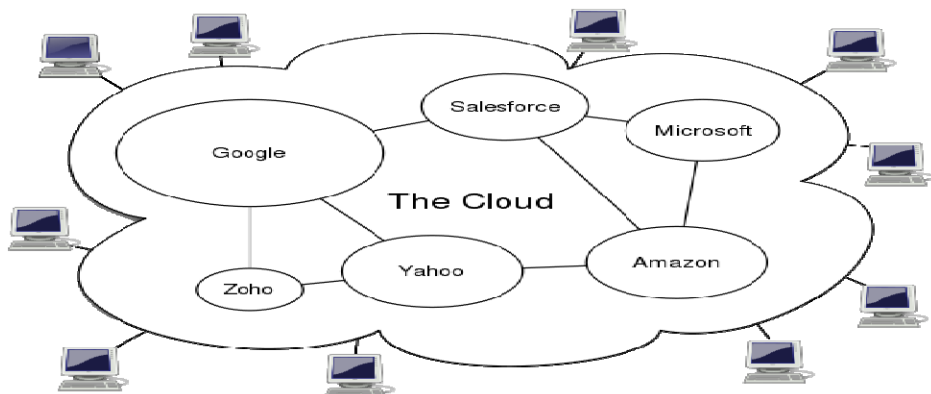


资料来源：赛迪，海通证券研究所

云计算的本质为将信息资源集中化、硬件设备后台透明化，将信息与处理资源以可扩展的方式按需提供给多个用户。

- **透明性：**对用户而言，云计算体现出硬件设备（尤其是硬件处理资源）的透明性；
- **“按需”/“可扩展”：**云计算所提供的计算资源可以根据用户业务对资源的需求量或订购情况进行提供；

图 25 云计算网络拓扑结构示意图

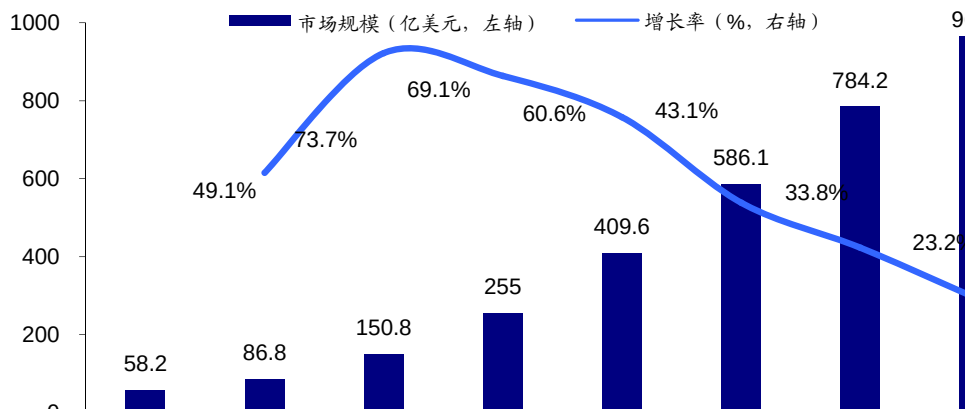


资料来源：海通证券研究所

云计算作为一种可扩展、可共享、硬件透明和按需取用的信息服务扩大了企业网的市场规模，增强了企业网应用的深度。

- **云计算扩大企业网的市场规模。**基于云计算，企业用户不再需要拥有庞大的硬件资产（硬件资产由云计算服务提供商提供）和相应的专业维护人员即可享受专业化、定制化、及时高效的信息服务，以更低的资金成本和技术积累开展相关信息技术服务。因此将吸引更多用户升级企业网、从而扩大了企业网的需求，拓展了企业网的市场规模。根据 Forrester Research 预测，2011 年云计算市场规模将达到 255 亿美元、同比增长 69.1%；考虑到云计算初期市场规模主要带动网络支撑设备规模，2010 年企业网市场规模约为 620 亿美元，云计算将较好带动企业网市场规模。

图 26 云计算市场规模预测



资料来源：Forrester Research，海通证券研究所

- **云计算增强企业网应用的深度。**基于云计算（尤其是私有云），企业用户将改善内部处理流程和提出新的商业模式。基于“云”的标准化应用、数据格式和开发工具，将消除企业内部信息壁垒，提高数据共享与合作，从而提高企业内部处理流程的效率。

政府和企业将是云计算的主要部署者和大幅受益者。根据 Gartner 预测，政府、金融、制造、通信和高科技等技术密集型 and 数据处理密集型行业将是云计算的最大受益者。

表 13 2011 - 2015 各个行业对云计算服务的需求预测（单位：百分比）

行业	2011C	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
政府	15.0	15.0	15.0	15.0	16.0	16.0
金融服务	20.0	20.0	20.1	20.7	20.7	20.7
医疗	4.0	4.1	4.7	5.0	5.0	5.2
通信和高科技	15.0	15.2	15.6	16.0	16.2	16.5
能源	5.0	4.9	4.8	4.7	4.7	4.5
多媒体和娱乐	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
批发零售	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
制造	20.0	20.0	19.7	19.5	19.2	19.0
交运和基础设施	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.3
其他	4.0	3.8	3.0	2.0	1.0	0.5
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：Gartner，海通证券研究所

我们认为云计算对企业的吸引力主要在于以下两个方面：

- **云计算降低企业的 TCO。**从 CAPEX 角度，云计算将信息资源与计算设备分离——企业不需要购买大量的计算设备而只需要按需购买信息资源服务。从而将企业的 CAPEX 转化为 OPEX(以 Google 为例，云计算出现后，Google 每年购买计算设备的资金从 640 亿美元降低至 16 亿美元)；从 OPEX 角度，云计算使企业不需要承担每年计算设备折旧的所带来的成本。相应的，企业可以从公共云和私有云服务提供商处以更低的成本按需租用信息服务。根据摩尔定律，价格不变，计算机的性能每隔 18 个月提升一倍。造成企业信息资产设备的折旧非常迅速（iTricity 公司在采用了 CISCO 公司的云计算技术后，运营成本 3 年时间内下降 30 - 35 %）。
- **云计算降低企业的时间成本。**云计算也使企业获得所需信息资源支持新服务和新应用的时间大大缩短（美国西雅图大学在采用 CISCO 的云计算解决方案后，提供新应用和服务的时间从几周减少到几分钟）。

5.2 中兴通讯：企业网为公司带来新的战略增长点

公司在企业网市场中仍处于拓展初期，但 IPV4 向 IPV6 迁移、云计算在企业网市场的应用使得公司迎来了进入企业网市场的良好机遇。在公司的云计算战略、高端路由器市场破局的引领下，我们认为公司将进入企业网新领域市场、迎来较大拓展空间，并在 2011 - 2012 年企业网业务将持续以 100 % 的速度高速增长。

国内企业网市场支撑公司企业网业务持续高速增长

2005 年公司开始涉足企业网业务开始，连续四年实现 50 % 的业绩增长，2010 年实现 54 % 的增长，在多个大企业应用领域实现规模突破。

表 14 2010 年公司企业网业务突破

市场	内容
国家电网	中标国家电网调度 B 平面招标、入围智能电网第一次集采
轨道交通	中标 2010 年轨道交通国内通讯最大订单
石化	中石油 60 多个地区的骨干网建设
商业市场	实现民政部、环保部、农业部多个全国骨干项目的突破

资料来源：公开信息，海通证券研究所

公司企业网和数据通信业务处于起步阶段，后续增长潜力巨大。与国内运营商设备市场中国公司市场份额占优势不同，企业网的主要市场依然由国外厂商主导。随着公司加大产品推广，公司在企业网业务具有广阔发展空间。根据 OVUM 统计，在 2010 年，中兴通讯数据通信产品取得了市场份额增长业界第一，以太网交换机取得全球运营商市场份额第二。

传统市场的投资拉动和商业市场的百亿规模推动公司企业网业务持续高速增长。国家电网、中石油和中石化等能源行业在“十二五”期间将进行智能化改造或信息化建设，投资规模巨大。商业市场覆盖数据、视讯、监控、融合通信和存储，保守估计具有百亿元市场空间。

- **布局下一代互联网：T8000 拓展高端路由器市场。**在 IPV4 向 IPV6 升级的背景下，公司 T8000 路由器有望向运营商及企业客户的高端路由器市场拓展。该产品在海外客户已经取得较好拓展，在 2010 年中标越南最大运营商 VNPT 集采。
- **云计算支撑公司企业网业务未来持续发力。**公司云计算定位三大市场，包括电信级市场、政府市场和企业网市场，云计算将成为公司新的战略增长点，通过云计算规模进入 IT 领域。公司在战略、资金、研发、专利和解决方案方面进行了全面部署。

表 15 中兴通讯企业网全面布局

分项	内容
战略层面	公司目标成为运营商市场业界前三的解决方案供应商，提供包括 PaaS、SaaS、IaaS 在内的全系列解决方案。2011 年预计云计算收入 20 亿美元。
资金层面	公司未来 1 年将投入 1.5 亿美元重点增强云计算信息服务技术。
研发层面	公司成立云计算与 IT 经营部，投入 3000 多人进行云计算研发，未来一年增至 5000 人。
专利层面	107 件云专利，国内排名第一。
解决方案层面	公司拥有全系列 CoCloud 云计算解决方案，已经发布云操作系统、SDPaaS 云部署、类 App Store 云应用程序平台。

资料来源：中国通信网，海通证券研究所

此外，企业网市场在办公自动化系统、高清视频会议、云计算等新型业务驱动下，企业网业务与 IT 系统、通信系统的耦合度越来越高，因此对通信基础网络架构也提出了更高的要求。尤其在云计算的“云端”/“终端”对数据处理分离将进一步带动可靠性和覆盖率的背景下，公司通信传输网络设备的需求将进一步增长。

6. 针对公司战略及市场疑虑的相关分析

公司目前战略是“圈地天下、逐鹿中原”。总体上，公司在 2011 年上半年较好实现了规模效应：收入增长 21.55%、尤其海外市场收入增长 36%（我们判断上半年订单增长 30%左右、海外订单增长达到 40%）。

在详细阐述公司重点业务的基础上，我们将对市场在公司拓展规模效应过程中存在的相关疑虑进行分析及阐述。

6.1 运营商与设备商能否实现共赢？

通信行业遵循以下发展规律：运营商“建设网络”——>用户增长（带来收入增长——>利润增长）——>流量增长——>网络升级扩容——>用户增长，我们认为设备商与运营商以“共赢”（而非零和）的方式受益于数据业务时代带来的技术升级、用户数和流量的提升。

- 美国 AT&T 和 Verizon 在收入/净利润增长的基础上加大 CAPEX 投资，使得 2011 年爱立信和阿朗的北美地区收入分别增长 13%、37.7%。

表 16 2011 年上半年美国 AT&T 和 Verizon 的业绩及 CAPEX 情况

	2011.1H 收入增长	2011.1H 利润增长	2011CAPEX
AT&T	2.2%	8.5%	预计全年同比增长 2.4% (中期调高 10 亿美元)
Verizon	1.6%	扭亏为盈	上半年增长 17.1%

资料来源：公司信息，海通证券研究所

- 中国三大运营商在 2011 上半年均取得收入较快增长，尤其中国电信的 CDMA 业务已经开始盈利、联通的 3G 业务将在今年底开始盈利。在此基础上，我们认为三大运营商的 CAPEX 将在无线数据流量、用户、收入增长的基础上保持平稳增长。

表 17 2011 年上半年国内三大运营商业绩

	2011.1H 收入增长	2011.1H 利润增长	移动数据业务情况
中国移动	8.8%	6.3%	无线数据业务收入增长 42.8%、 无线数据流量增长 156.2%
中国电信	11.7%	10.2%	移动业务收入增长 50.6%、 其中移动数据业务收入增长 51.6%。 CDMA 业务正式开始盈利
中国联通	23.1%	-9.4%	移动服务收入增长 25.7%、 移动数据流量增长 489.1%； 3G 业务预计 2011 年 11 月/12 月实现盈利

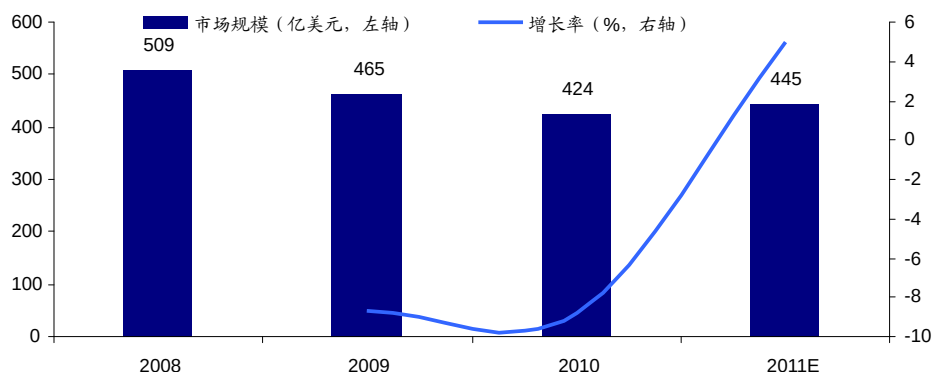
资料来源：公司信息，海通证券研究所

我们认为，运营商与设备商的投资机会并不存在冲突。我们再次强调，数据流量增长将使得运营商和设备商共赢：在运营商的收入/利润增长的基础上，CAPEX 将具有资金来源；网络设备商促使运营商的设备实现高效扩容，从根本上提升终端用户的应用体验，使得运营商的 ARPU 值和用户数进一步提升。

6.2 公司规模增长是否还有空间？

- 行业——总体市场规模将呈现平稳增长。根据 Infonetics 最新预测，无线设备在 4G 开始部署带动 2G/3G 网络设备改造的基础上、固网及数据通信设备在全球性的国家宽带计划、企业网、云计算的推动下，电信设备及数据通信总体市场规模在 2011-2015 年间复合增长率达到 5.5%（尤其在 2011 年，全球无线设备市场规模将呈现 5.0% 左右增长、达到 445 亿美元）；国内方面，在 2008-2009 年 3G 建设高峰后，我们认为资本支出将呈现平稳增长——“十二五规划”将带动宽带中国战略等固网设备投资、数据流量增长和网络扩容拉动移动网络设备投资。

图 27 2008 - 2011 全球无线设备市场规模预测



资料来源：Infonetics，海通证券研究所

- **公司——增长空间将体现在份额提升、新领域突破。**无线设备方面，公司目前的市场份额约只有 7—8% 左右，距离一流设备商的 15% 以上份额还有广阔拓展空间；而企业网、数据通信设备对公司属于新业务拓展领域，全球企业网设备 620 亿美元市场规模将拉动公司广阔增长空间。
 - ✓ 我们认为随着公司海外业务增速加快、企业网业务的拓展，公司 2011-2012 年有望超越阿朗成为全球前 4 大移动通信设备制造商（阿朗客户主要集中在北美、2011 年上半年收入增长主要由北美地区收入增长拉动、北美地区收入占比达到了 37.8%，其他地区基本持平甚至下降）。

6.3 公司规模效应拓展的时机是否正确？

- 当前，在通信需求由语音向数据转变的基础上，全球通信产业正处于由传统通信业务向信息化拓展的关键变革期，具体表现在由 3G 向 4G 的变革、由功能手机向智能手机的变革、由 IPV4 向 IPV6 的变革。我们认为在行业需求发生重大转变的时期，大规模的拓展才有可能形成市场格局的重大变化。

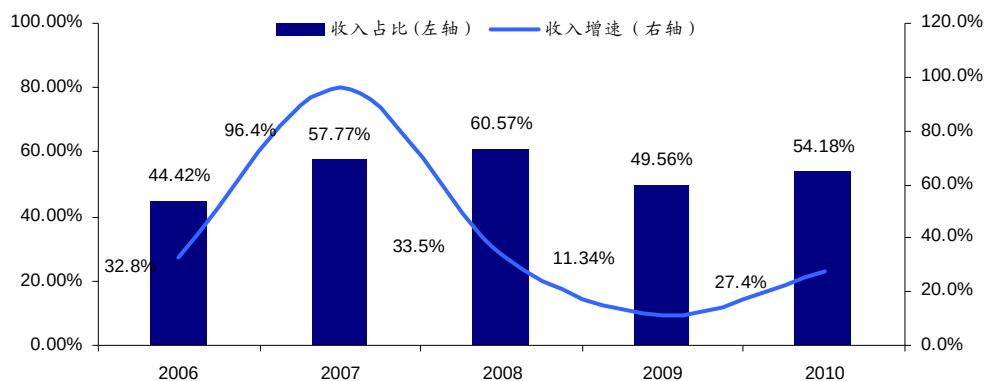
表 18 行业相关公司全面布局时机

行业变革期		大规模拓展的关键时间点/领域
爱立信	90 年代	1G 向 2G（GSM）转变/移动通信设备领域；
	90 年代	1G 向 2G（GSM）转变/数字手机领域；
	90 年代	CDMA 兴起/CDMA 芯片设计领域、专利；
高通	90 年代	CDMA 兴起/CDMA 芯片设计领域、专利；
华为	2000-2005 年	2G 向 3G 转变/移动通信设备领域

资料来源：海通证券研究所

- **公司规模拓展的重点将是海外市场。**在 2009 年国内 3G 网络建设高峰以后，公司于 2010 年开始进一步加快海外市场拓展力度。在欧美高端市场于 2011 年开始加速部署 LTE 网络、普遍推出国家宽带计划的背景下，公司着重在海外市场拓展规模的战略将推动公司规模效应乃至业绩的加速增长。

图 28 中兴通讯 2006 - 2010 海外市场收入占总收入的百分比及增长情况

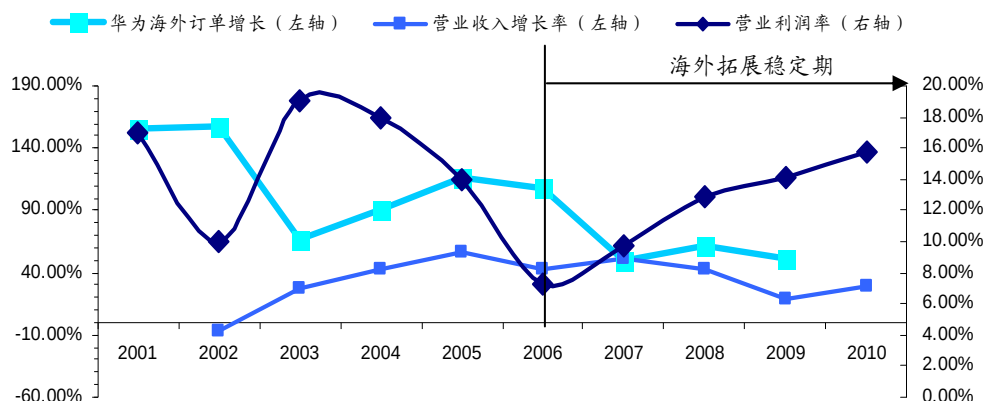


资料来源：公司公告，海通证券研究所

6.4 规模效应增长是否能够带来利润增长？

- 通信行业的规律——“圈地天下”是“中原逐鹿”的充分条件，即规模效应是后期利润的长期保障（不仅是设备商，运营商也是如此）。“网络设备一旦建成，不能轻易替换”（除非出现技术性能不过关或行业更新换代的时机），决定了通信系统设备行业“先规模后利润”的特点，主要体现在：先建网圈地后升级扩容、先硬件后软件乃至运维服务、先招标后议标的过程。
- 华为的历程充分证明了规模效应对利润增长的作用。
 - ✓ 华为在 2001—2006 年无线通信行业由 2G 向 3G 的关键拓展窗口期中，通过规模效应拓展，海外收入实现高速增长、带动总体收入保持同步增长；
 - ✓ 2002-2006 年期间，华为的收入增长率与营业利润率的变化基本呈现负相关；证明华为在规模效应拓展期间同样也牺牲了营业利润率；
 - ✓ 最为关键的是，在 2006 年以后华为的营业利润率开始呈现快速回升，证明“圈地运动”以后利润增速将远大于收入增速；考虑到上市公司效应，我们认为中兴通讯在时间维度将能够更好的实现规模效应与利润的良性循环。

图 29 华为的海外业务拓展历程和营业利润率变化情况



注 1：华为海外收入增长按照合同额延后一年确认收入进行假设

资料来源：公司数据，海通证券研究所

6.5 人均效率的提升是否还有空间？

公司 2010 年底的人均收入为 82.5 万元/人，同比 2009 年 85.7 万元/人下降 3.7%；与 2010 年底华为的人均收入为 167.0 万/人相比，具有一倍以上的增长空间。公司如果能在人均效率（人均收入指标）、管理和研发费用率、收入增长率三项关键指标中实现良性循环，在提升人均效率基础上最终实现收入及利润的大规模增长。

6.6 公司终端业务是否应当给予高估值？

我们再次强调，智能终端已经在数据业务时代成为通信行业（无论是运营商还是设备商）增长的最重要环节。除了终端业务本身具有广阔的发展空间、带动公司收入快速增长疑问，中兴通讯的终端业务对加强与运营商战略合作（促进系统设备的突破）、改善销售费用率和现金流方面对公司业务具有重要作用。因此，我们认为公司终端业务可给予系统设备同等估值区间。

6.7 海外宏观环境的不确定会多大程度上影响公司的规模拓展？

历史的经验——在 2000—2003 年互联网泡沫破灭期间、2008-2009 年全球金融危机期间，华为的海外业务均保持了高速增长。

我们认为，公司的核心竞争力除了产品具有同等性能基础上的成本优势和快速响应能力以外，国内稳定的金融机构支持将增强公司在关键窗口期的市场开拓能力、有助于加快实现“弯道超车”。

- 通信行业为资本密集性行业。金融机构提供的买方信贷支持使公司在产品定价和客户谈判过程中获得更多的主动权。

7. 盈利预测与估值分析——布局投资恰逢其时

在盈利预测基础上，我们分别对公司采用相对估值法（P/E 市盈率和 P/S 市销率）、DCF 绝对估值法对公司的投资价值进行分析。

7.1 盈利预测

假设条件：

（1）运营商网络设备在 2011 年开始恢复 20%左右的收入增长，其中 2011 年毛利率呈现下降，但是 2012 年有较好恢复。

（2）终端设备在 2011-2013 年保持 40%以上的高增长，毛利率与 2010 年相比保持稳定。

（3）公司三项费用率基本保持平稳。

（4）公司软件增值税退税收入在 2011 年下半年得到确认。

中兴通讯未来三年各主要产品的分项收入及成本预测见下表。

表 19 中兴通讯分项收入预测（单位：百万元）

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
无线通讯设备	收入	17667.92	27987.61	23514.51	27747.12	33296.55	39955.86
	成本	11360.47	18121.98	14931.72	18590.57	21775.94	25851.44
	毛利率	35.70%	35.25%	36.50%	33.00%	34.60%	35.30%
	增长率	18.96%	58.41%	-15.98%	18.00%	20.00%	20.00%
有线交换及接入	收入	2896.38	3998.23	5878.63	8053.72	10872.52	14460.45
	成本	1763.90	2718.80	3356.70	4671.16	6306.06	8387.06
	毛利率	39.10%	32.00%	42.90%	42.00%	42.00%	42.00%
	增长率	114.53%	38.04%	47.03%	37.00%	35.00%	33.00%
光通讯及数据通讯	收入	8399.50	7996.46	12597.06	13604.82	14965.31	16461.84
	成本	5190.89	5197.70	7583.43	8298.94	9203.66	10173.42
	毛利率	38.20%	35.00%	39.80%	39.00%	38.50%	38.20%
	增长率	31.95%	-4.80%	57.53%	8.00%	10.00%	10.00%
终端产品	收入	9692.60	13071.50	17927.44	25098.41	35137.78	49192.89
	成本	7393.00	9654.70	14295.40	20078.73	27758.85	38616.42
	毛利率	23.73%	26.14%	20.26%	20.00%	21.00%	21.50%
	增长率	26.78%	34.86%	37.15%	40.00%	40.00%	40.00%
电信软件、服务及其他产品	收入	5637.00	7218.80	10346.30	13450.19	17888.75	24149.82
	成本	3784.20	4933.20	7186.70	9280.63	12164.35	16421.87
	毛利率	32.87%	31.66%	30.54%	31.00%	32.00%	32.00%
	增长率	23.49%	28.06%	43.32%	30.00%	33.00%	35.00%
合计	收入	44293.40	60272.60	70263.94	87954.27	112160.91	144220.86
	成本	29492.50	40624.37	47335.00	60920.04	77208.87	99450.22
	毛利率	33.42%	32.60%	32.63%	30.74%	31.16%	31.04%
	增长率	27.36%	36.08%	16.58%	25.18%	27.52%	28.58%

资料来源：海通证券研究所

在此基础上，我们预测公司 2011-2013 年归属母公司净利润增长分别为 26.9%、27.1%、26.6%；按照最新股本计算，预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.20、1.52、1.93 元。

表 20 中兴通讯利润表预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60272.56	70263.87	87954.19	112160.81	144220.73
营业成本	40623.34	47335.03	60919.98	77208.80	99450.12
营业费用	7044.38	8754.97	10844.75	13571.46	17306.49
管理费用	8349.51	9502.27	11601.16	14580.91	18691.01
财务费用	784.73	1198.48	824.28	1414.89	2008.02
投资收益	11.87	497.16	950.00	200.00	160.00
营业利润	2064.16	2589.56	3085.64	3590.51	4406.54
利润总额	3324.74	4360.20	5541.87	7041.55	8915.47
所得税	629.08	883.72	1108.37	1408.31	1783.09
净利润	2695.66	3476.48	4433.49	5633.24	7132.38
归属母公司所有者的净利润	2458.12	3250.25	4123.15	5238.91	6633.11
摊薄 EPS（元）	0.71	0.94	1.20	1.52	1.93

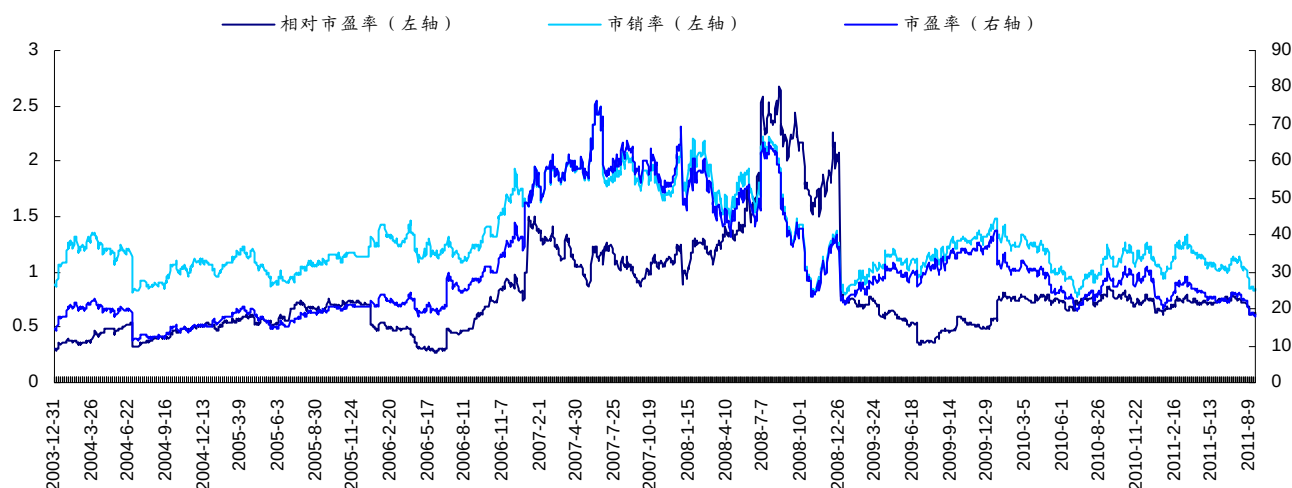
资料来源：海通证券研究所

7.2 相对估值：指标处于历史低位、买入评级

从相对估值角度，公司目前市盈率、市销率指标都处于 2005 年以来的历史低位。

- 市盈率：公司 TTM 市盈率目前只有 18-19 倍、2011 年动态市盈率只有 15-16 倍。
- 市销率：公司 TTM 市销率目前只有 0.85 左右，2011 年动态市销率只有 0.6 倍。

图 30 中兴通讯相对估值情况（市盈率及市销率均为 TTM 法）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

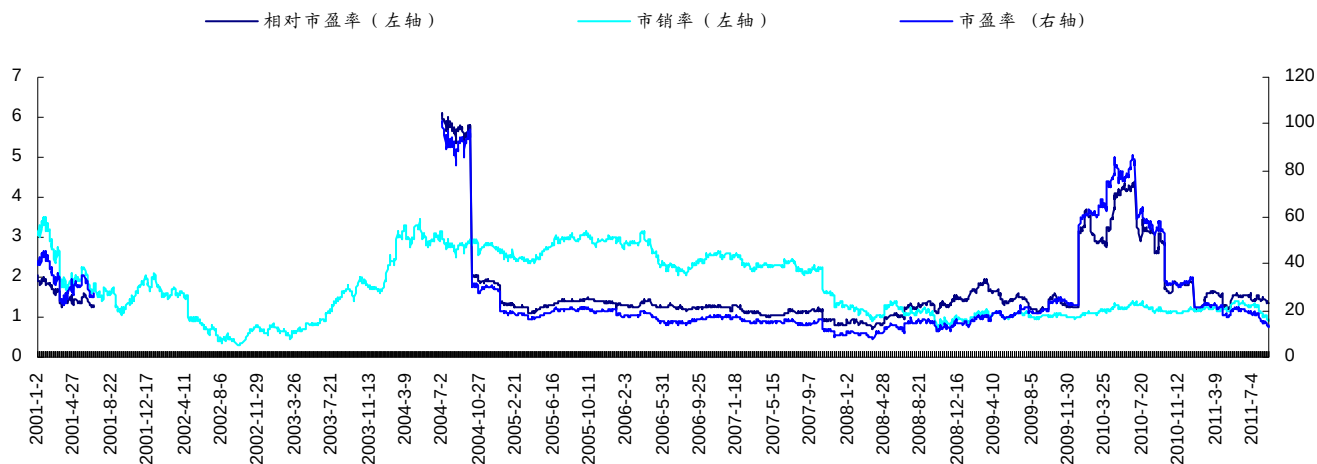
公司股价当前处于相对估值历史低位，我们认为已经具备较好投资价值：

- 纵向比较，公司在规模效应拓展、净利润率改善的弹性及空间较大的基础上，我们认为公司合理 TTM 市销率应在 1.1 以上、动态市盈率应当在 25 倍以上。
- ✓ 考虑到公司净利润较低的特点，在规模快速拓展基础上，净利润率改善将

带来公司业绩的大幅增长。因此我们认为公司的市销率指标尤其应当处于较为合理 1.1 倍以上的估值空间。

- 横向与行业龙头比较，爱立信具有 1.4 左右的相对市盈率、目前 TTM 市销率也保持在 0.95 左右。即使在 2008 年金融危机期间，也保持在 0.85——0.95 左右的市销率估值中枢。考虑到公司目前份额相对较小，公司的规模效应拓展将远高于爱立信，因此市销率估值也应当比爱立信具有更高溢价。

图 31 爱立信相对估值情况（市盈率及市销率均为 TTM 法）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

根据相对估值法，我们认为公司的合理估值为 2011 年 23-25 倍动态 PE、2011 年 1.0 倍动态市销率以上，对应合理股价 27.8—30.2 元区间，调高至“买入”评级、目标价 30.0 元。

7.3 绝对估值：DCF 估值为 29.81 元/股

基于盈利预测假设条件和五年的预测期，根据海通 DCF 估值模型计算，中兴通讯每股内在价值为 29.81 元，符合相对估值结果。

表 21 中兴通讯 DCF 估值模型基本假设及绝对估值结果

β 值	0.97
无风险利率 Rf	3.50%
市场收益率 Rm	11.00%
WACC	9.11%
股权资本成本 Ke	10.78%
债务成本 Kd	4.30%
第二阶段增长率	8.00%
永续增长率	1.50%
内在股权价值（元/股）	29.81

资料来源：海通证券研究所、Bloomberg

DCF 估值敏感性分析：取加权资本成本 8.64%至 9.64%，永续增长率 1%至 2%，根据海通 DCF 估值模型计算，中兴通讯每股内在价值区间为 26.14—34.56 元，符合相对估值结果。

表 22 DCF 估值敏感性分析（元）

		g (%)				
		0.50	1.00	1.50	2.00	2.50
WACC(%)	7.14%	40.18	42.53	45.31	48.62	52.65
	7.64%	36.29	38.21	40.44	43.07	46.21
	8.14%	32.93	34.51	36.33	38.45	40.95
	8.64%	30.02	31.33	32.83	34.56	36.57
	9.14%	27.46	28.56	29.81	31.24	32.88
	9.64%	25.21	26.14	27.19	28.37	29.72
	10.14%	23.21	24.00	24.88	25.88	27.01
	10.64%	21.42	22.10	22.85	23.69	24.64
	11.14%	19.82	20.40	21.05	21.76	22.56

资料来源：海通证券研究所

8. 风险提示

公司主要投资风险因素包括：

- **客户需求下降风险：**公司目前主要业务的客户为国内三大电信运营商和海外全球运营商。如果以上用户降低网络投资规模，将对公司业务发展造成不利影响；
- **公司在新业务拓展不畅的不确定因素；**
- **国家政策落实进度导致软件增值税退税确认延迟的风险。**

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	19.51	15.38	12.10	9.56
P/B	2.75	2.40	2.10	1.80
P/S	0.90	0.72	0.57	0.44
EV/EBITDA	10.48	13.02	10.00	7.49

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	-0.72	-0.10	-0.07	-0.11
资产负债率	70.34%	73.09%	75.69%	78.07%
流动比率	1.36	1.38	1.44	1.45
速动比率	1.11	1.11	1.18	1.20

盈利能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	32.63%	30.74%	31.16%	31.04%
营业利润率	3.69%	3.51%	3.20%	3.06%
净利润率	4.63%	4.69%	4.67%	4.60%
净资产收益率	14.07%	15.63%	17.32%	18.87%
资产回报率	3.86%	3.89%	3.88%	3.81%

经营效率指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	180.72	185.00	188.00	192.00
存货周转天数	93.33	100.00	92.00	90.00
总资产周转率	0.92	0.92	0.93	0.93

盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入收入增长率	16.58%	25.18%	27.52%	28.58%
营业利润增长率	25.45%	19.16%	16.36%	22.73%
EBIT 增长率	32.97%	3.22%	28.02%	28.15%
EBITDA 增长率	28.10%	4.48%	31.41%	30.12%
净利润增长率	32.22%	26.86%	27.06%	26.61%

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	70263.87	87954.19	112160.81	144220.73
营业成本	47335.03	60919.98	77208.80	99450.12
营业费用	8754.97	10844.75	13571.46	17306.49
管理费用	9502.27	11601.16	14580.91	18691.01
财务费用	1198.48	824.28	1414.89	2008.02
投资收益	497.16	950.00	200.00	160.00
营业利润	2589.56	3085.64	3590.51	4406.54
利润总额	4360.20	5541.87	7041.55	8915.47
所得税	883.72	1108.37	1408.31	1783.09
净利润	3476.48	4433.49	5633.24	7132.38
母公司所有者净利润	3250.25	4123.15	5238.91	6633.11
摊薄 EPS(元)	0.94	1.20	1.52	1.93

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	15383.21	19349.92	25796.99	34612.97
交易性金融资产	123.37	0.00	0.00	0.00
应收帐款	34788.54	44579.52	57770.50	75864.05
预付款项	449.66	754.26	985.89	1284.24
存货	12103.67	16690.41	19460.85	24521.95
流动资产合计	65528.11	84945.17	108998.30	143284.63
非流动资产	18624.27	21167.99	25987.75	31010.38
资产总计	84152.38	106113.16	134986.05	174295.02
短期借款	6578.41	9008.19	6000.77	2989.96
应付帐款	21230.45	27539.17	35960.26	47681.57
预收款项	2744.69	3624.23	5867.45	9472.97
流动负债合计	48214.15	61648.92	75809.26	99155.37
非流动负债	10976.22	15910.78	26355.92	36913.05
少数股东权益	1868.13	2178.47	2572.80	3072.07
母公司股东权益	10063.68	26374.99	30248.07	35154.53
净营运资本	17313.96	23296.25	33189.05	44129.27
投入资本 IC	16030.90	24531.05	28943.97	31822.90

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3476.48	4433.49	5633.24	7132.38
折旧摊销	1062.99	1158.25	1654.94	2252.07
净营运资金增加	2815.12	5982.30	9892.79	10940.22
经营活动现金流	22.54	983.33	8044.75	12109.05
投资活动现金流	-588.45	-2773.85	-6424.70	-7264.70
融资活动现金流	260.49	5757.23	4827.02	3971.64
现金净增（减）	-305.42	3966.71	6447.06	8815.99

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
罗震 (021) 23219326 luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com
汤慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

联系人

徐益望 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com
蒋科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com
联系人
李宏科 (021) 23219671 lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com
张显宁 (021) 23219813 zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com
联系人
王晓林 (021) 23219812 wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411 longh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com
联系人
黄媚 (021) 23219638 hm6139@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
虞楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com
齐莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com
张瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com
联系人
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

建筑建材行业

联系人
赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com
牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com
联系人
房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔 (021) 23219171 x bq583@htsec.com

公用事业

陆凤鸣（021）23219415 lufm@htsec.com
联系人
汤砚卿（021）23219768 tyq6066@htsec.com

银行业

联系人
刘瑞（021）23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业

林周勇（021）23219389 lzy6050@htsec.com
联系人
胡宇飞（021）23219810 hyf6699@htsec.com

房地产业

涂力磊（021）23219747 tll5535@htsec.com
谢盐（021）23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童（021）23219421 jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳（021）23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
（021）63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
（021）23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清（0755）82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶（0755）83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟（0755）83253022 gulj@htsec.com
高艳娟（0755）83254133 gyj6435@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱（021）23219386 gaoqin@htsec.com
季唯佳（021）23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅（021）23219385 huxm@htsec.com
黄 毓（021）23219410 huangyu@htsec.com
朱 健（021）23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇（021）23219442 xiaowu@htsec.com
王丛丛（021）23219454 wcc6132@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊（010）58067988 sunj@htsec.com
张广宇（010）58067931 zgy5863@htsec.com
殷怡琦（010）58067944 yinyq@htsec.com
王秦豫（010）58067930 wqy6308@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com