

评级：强烈推荐
系统设备
公司研究报告

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：张轶乾 S1080111080060

电话：0755-82485047

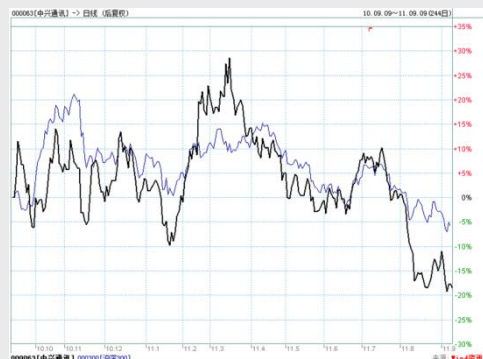
邮件：zhangyiqian@fcsc.cn

中兴通讯（000063）
——世界前三，就在前方不远处
交易数据

52周内股价区间（元）	17.29-34.16
总市值（百万元）	61,336.59
流通股本（百万股）	2,790.52
流通股比率（%）	81.1%

资产负债表摘要(08/11)

股东权益	23,223.50
每股净资产	8.10
市净率	2.20
资产负债率	74.32%

公司与沪深300指数比较

相关报告
摘要：

- **2010-2011年，中兴通讯正处在国内3G大规模建设完成后的收入增长放缓期，也是战略布局和战略进攻期。**当前缓慢增长的行业环境和欧美的债务危机，使欧美运营商和设备商面临更大的经营压力，将更有助于欧美运营商接纳中国厂商带来的性价比更高的产品和服务，给中兴通讯提供了全面赶超国外同行的历史机遇，牺牲一定的利润进入重要客户的供应体系，去进行重要市场的布局，将换来对公司更有利的市场地位。
- **2014-2015年，公司有望在系统设备领域进入世界前三，收入将翻近两倍。**通信市场特有的行业特征，决定了设备商如果不进前三将被边缘化，未来发展将陷入困境。公司选择欧洲作为主战场，在产品和成本、人员增长、资金和经验压力四个维度都拥有明显优势，超越诺西和阿朗是大概率事件，公司已经在欧洲跨国运营商中取得较大突破，未来将会有更大的突破，并将在跨国运营商的全球分支开花结果，获得业绩回报。
- **TDD-LTE和FDD-LTE将是公司未来几年十分重要的业绩增长切入点，**并将与GSM/WCDMA等其他无线产品、光网络等有线产品、电信专业服务的销售互相促进，共同带动公司总体收入的增长。LTE将带给中兴通讯，很可能是未来5年内，甚至是10年内，最后一次改变全球竞争格局的宝贵机会，FDD-LTE率先在欧美日发达市场部署，然后推广到其他新兴市场，预计中国将在2013年下半年发放TDD-LTE牌照，作为TDD产业设备龙头的中兴通讯将在全球LTE网络建设中获得超越3G时代的市场份额。
- **面向未来，公司在TMT产业全面拓展，未来空间巨大。**终端领域，正向前迈进，在上下游产业链支撑和运营商捆绑销售渠道两方面具备独特优势，终端的成长和系统设备的成长融为一体，相互促进。云计算和IC芯片两大战略浮出水面，政企网和物联网市场加速推进。创投进军TMT领域，设立公司内外两大创投基金，捕捉行业新的历史机遇。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级** 我们预测公司2011-2013年营业收入仍然能维持在25%左右的年增长率，利润方面，我们认为，上半年毛利率已达到历史最低水平，加上软件增值税的影响（但会增强明年的业绩），公司今年业绩将处于低谷。未来毛利率有望逐步上升，但2012年-2013年仍然有可能处于缓慢上升的状况，2014年起随着竞争地位的提升和收入规模的加大，将加快提升利润增速。综合预测11-13年净利润复合增速为25.1%，对应EPS分别为1.05元、1.40元、1.85元。目前估值处于低位，对应当前股价的PE分别为17.0、12.8、9.6。



目 录

投资要点	3
1、成长中年轻的高科技公司	9
1.1、公司介绍	9
1.2、公司发展回顾	12
2、2010-2011 年，是公司的业绩增长放缓期，也是战略布局和进攻期	24
2.1、行业增速将逐渐回暖，但目前总体规模仍低于 2008 年的水平	24
2.2、当前的行业环境和即将到来的 LTE 部署，给中兴通讯提供了赶超国外同行的宝贵机遇	27
2.3、牺牲一定的毛利率水平去进行重要市场的布局，将换来对公司更有利的市场地位	30
3、2014-2015 年，公司在系统设备领域有望进入世界前三，收入将翻近两倍	31
3.1、全球通信设备市场进入五强格局，第三名争夺战悄然打响	31
3.2、中兴将超越诺西和阿朗是大概率事件	33
3.3、有望在 2014-2015 年进入世界前三	46
4、TDD-LTE、FDD-LTE 将是公司未来几年十分重要的业绩增长切入点	48
4.1、3G 三大制式都将演进到 LTE	48
4.2、宽带业务和流量需求，推动 FDD-LTE 率先在发达电信市场大规模部署	49
4.3、中国 TDD 产业发展战略，推动 LTE 国内部署进度提前	51
4.4、作为 TDD 产业设备商龙头的中兴通讯将在全球 LTE 网络建设中获得高于 3G 时代的市场份额	55
4.5、公司在 LTE 市场的推进将与其他产品的销售互相促进，共同带动总体收入的增长	58
5、面向未来，在 TMT 产业全面拓展，未来空间巨大	61
5.1、终端，正向世界前三迈进，在上下游产业链支撑和运营商捆绑销售渠道两方面具备独特优势	61
5.2、云计算和 IC 芯片两大战略浮出水面	67
5.3、政企网和物联网市场加速推进	71
5.4、创投进军 TMT 领域，捕捉新的历史机遇	75
6、盈利预测、估值及投资建议	76
6.1、盈利预测	76
6.2、投资建议	77
6.3、风险	78



投资要点

关键假设

分析中兴通讯，有两个重要的维度。

第一个维度，是公司在时间轴上的业绩增长。在 2010 年-2011 年，中兴通讯进入了业绩增长的放缓期，特别是利润方面，上半年整体毛利率下滑 3.74 个百分点，再加上软件增值税延迟退税的影响，净利润同比下降 12.42%。但我们认为，毛利率已经达到历史最低水平，从下半年开始毛利率将逐步上升，公司今年业绩是一个阶段性的低谷。公司四大块业务，终端、有线、软件及服务这三块，今明后三年增长都不错，毛利率也将维持稳定（今年终端除外）；而无线，无论从国内外的情况来看，明后年都将逐渐向好，不仅体现在收入的增长上，也包括毛利率的回升。这也是我们推荐中兴通讯的最简单的逻辑——业绩处于低谷，股价低估。

第二个维度，公司的发展战略及公司在行业内竞争地位的演变。公司当前处在世界第五的竞争位置，无论是系统设备，还是终端。当前复苏缓慢的全球经济环境、国外运营商和设备商严峻的经营压力，以及即将到来的全球 LTE 的部署，都带给中兴通讯，改变全球竞争格局、超越国外同行的一次宝贵的机会和机遇，通信市场特有的行业特征决定了设备商不进入前三将被边缘化，发展陷入困境。所以，我们深入研究后判断，这两年也是公司的战略布局和战略进攻期，在重要的切入时点，公司用牺牲一定毛利率水平的代价，换取将来 LTE 和移动互联网市场上的有利的竞争形势。一旦布局完成，未来的收入也就有了保障，进入世界前三也就水到渠成；在品牌得到高端运营商和个人消费者的认可、规模效应显现出来后，盈利水平也自然会得到提升。这也是我们看好中兴通讯的最根本的逻辑——世界前三，就在前方不远处。

本研究报告是以第二条主线展开分析的，我们认为，只有首先把握了公司总的发展战略目标，包括各块业务的战略目标，以及行业特征和竞争格局，才能更加清晰地把握住前面讲的第一条主线，更加理性和前瞻性地看待公司每年业绩增长的高低起伏，对应股价，较好地把握住公司的投资机会。

本报告要解答的主要问题

对比传统行业公司，高科技的中兴通讯的投资优势、投资价值、成长性到底在哪？在通讯设备市场增速渐缓、行业格局转变加剧的大环境下，上市 14 年来的中兴通讯，未来之路何去何从？

有别于市场的观点

市场或认为，中兴通讯经过多年的高速发展，作为大市值的公司，收入已经超过 700 亿，未来的业绩成长空间、增长速度有限。

我们认为，公司业绩远远未到天花板，在传统通信设备领域，公司的综合竞争力已经进入世界前三，而在市场份额方面，公司正在向世界前三的目标发动进攻，未来市场空间还有近两倍。

而在更广阔的 TMT 领域，公司正加大投入和拓展力度，十年前，没有人相信中兴手机能做到今天的世界前五，而未来十年中，相信会有更多人知



道中兴通讯是云计算、物联网、RFID、IC 芯片、TMT 创投领域的领导者。

对公司各块业务发展及相互关系的看法

市场或认为，中兴通讯的未来业绩的增长空间主要在终端，在有线，在电信服务，或认为中兴应重点发展高端智能机，提高毛利率，从而提高盈利水平。

我们的观点是，终端、有线、电信服务以及业务软件等业务的确是中兴重要的收入增长点，特别是在无线增长不快的最近几年显得更为重要。但是，无线仍然是中兴总体收入增长的核心旗帜，也是中兴在运营商那里展示技术竞争力和可持续发展优势的核心旗帜，终端、有线、电信服务业务都是围绕运营商的业务来展开的，他们与无线相互促进，共同带动公司总体收入的有力增长。

我们很难想象，没有无线业务或者无线业务在运营商市场逐渐被边缘化的中兴，能够挡住其他的竞争对手、维系住与运营商的捆绑销售渠道，能在终端领域进入世界前三。我们也很难想象，丧失在无线领域的核心技术和技术进步动力的中兴，能够突破国外厂商在手机产业链的核心技术门槛，仅凭“创新”和低成本，就能保住终端领域世界前三的位置，而不被和他相同模式的其他厂商打败。

对于想在终端领域长远发展、最终拥有自己品牌的终端厂商，在业界率先推出高性价比的千元智能机，恐怕也只有像中兴这样同时兼顾系统设备和终端的厂商才有这样的动力和实力。如果说苹果的 IPHONE 加速了发达电信市场 3G 业务和流量爆发式的增长并点燃了业界对移动互联网以及 LTE 的期待，那么中兴推出的像 V880 这样畅销且高性价比的千元智能机，则实实在在地在推动新兴市场、欠发达市场，甚至是像欧洲这样的发达市场的普通大众进入 3G 时代。也只有普通大众都进入 3G 时代，运营商巨额投资的移动网络才能体现出它的价值，运营商期待的各种各样的移动创新业务才有可能得到广泛的市场空间，从而改变其近年来增收不增利的困境；而运营商在移动数据业务蓬勃发展、数据流量大幅攀升的同时，势必也会加大对网络基础设施，包括无线和有线网络的扩容升级建设，会加快 LTE 的部署计划，反过来又使中兴这样的系统设备商最终受益。

因此，我们认为，中兴通讯高性价比的千元智能机策略其实是自身、运营商、消费者三方共赢的策略，这也决定了中兴的手机战略不太可能是像苹果这样的高端战略，尽管中兴也一定会有一部分力量重点发展高端产品，来打造高端品牌，但中兴终端主要力量应还是在智能机的中低端、中高端市场上，重点配合运营商的各种业务来定制终端、重点来发展移动增值业务，重点来发展终端的产业链，逐步掌握产业链中各个关键环节和包括芯片在内的核心技术。

对于有线和电信服务及业务软件，也是这样，先由无线和终端来带动，然后共同促进整个“运营商产品和服务市场”蛋糕的做大。我们认同这样的观点——“在移动互联网时代，用户体验将越来越取代运营商的投资和设备商的技术发展，成为行业发展的主要驱动力”，我们也看到中兴适应这样的趋势作出的营销和研发模式的调整——“研发从关注运营商需求发展到关注最终用户的体验，研发的核心人物架构工程师前移到市场，与运营商一起把



握用户需求”，我们同样关注到中兴已经在更注重个人消费者和企业消费者的 TMT 产业全面布局，但我们认为，在很长一段时间内，中兴通讯的无线、终端、有线和电信服务及业务软件等业务，都将还是以传统运营商为中心的，这些业务都归属到我们定义的所谓“运营商产品和服务市场”。在面对像微软、谷歌、苹果为代表的 IT 技术阵营厂商向传统通信技术阵营厂商大举进攻和渗透的情势下，中兴仍然是传统运营商最坚定的同盟，和运营商一道来面对用户的需求、满足用户的需要和从用户身上最终获得回报。中兴能全方位地和运营商合作共赢，这也是我们判断中兴通讯在系统设备领域、在终端领域将来能进世界前三的十分重要的依据之一。

而无线正是这块大蛋糕的核心，得无线者得天下，是得到广泛认可的观点，在很长一段时间内，无线设备每年的市场规模仍然将占据整个通信设备市场规模的 50%以上，对无线设备的选择和评估仍然是运营商选择设备商最重要的环节。在无线设备领域现在有五家主要厂商（爱立信、华为、诺西、阿朗、中兴），而在有线设备领域则只有三家主要厂商（华为、阿朗和中兴），爱立信的有线实力偏弱，并不影响其做到全球设备厂商老大的位置，可见无线的份量。而在电信专业服务市场，如果没有庞大的现网设备规模做依托，中国厂商要想做大这块业务的可能性是小之又小。

而在无线产品中，我们说 TDD-LTE 和 FDD-LTE 是公司未来几年十分重要的业绩增长切入点，是因为技术的进步已经将新一代的无线接入网 LTE 的建设推上了议事日程，规模部署在即，而按照技术的演进路线，现有的三大主流标准 GSM\WCDMA、CDMA\CDMA2000、TD-SCDMA 都将演进到 LTE（TDD 和 FDD）。在这样的背景下，目前绝大多数运营商的无线网络建设的招标书中，无论是哪一种制式的，都不可避免地要提及设备商应标的产品和方案在未来对 LTE 的演进能力，在 LTE 即将到来的时刻，运营商会重新考虑对设备商的评估体系，2G\3G\LTE 多种网络的协同与管理、设备商的长期稳定经营能力成为运营商关心的重点问题之一。

从全球来讲，LTE 自身的部署，是一个长期的过程，不会是一下子全面摊开，不会一下子给设备商带来收入的爆发式增长，但 LTE 确实带给像中兴这样的后起之秀一个改变现有市场份额和竞争格局的突破口。

- 对于准备 2G\3G 网络扩容、旧有设备更换但暂不打算上 LTE 的运营商而言，中兴提供的产品和解决方案不但较欧美设备商便宜，还能够平滑演进到将来的 LTE。
- 对于计划新部署 LTE 的运营商而言，中兴提供的产品和解决方案不但能满足 LTE 本身的需求，还能够以一个心动的价格帮助运营商更换即将进入维护期、老化期的 2G\3G 设备，使 2G\3G\LTE 成为一张网络来统一管理。
- 在更早的过去，赚得盆满钵满的运营商也许根本不在意产品的价格，中国厂商设备及时白送也不要。
- 在近一点的过去，不如以前风光的运营商依旧不太相信中国厂商的产品，不敢承担因引入中国厂商产品而可能影响网络稳定性的风险。
- 但在今天，在这样一个全球经济复苏前景不明、运营商之间的竞争更加激烈、在苹果谷歌等新兴 IT 巨头大举进攻下传统运营商或将



沦为“管道”的情势下，跨国的运营商大鳄们，将变得逐渐愿意给中兴的 2G/3G/LTE 产品和解决方案这样一个机会，因为中国厂商的产品和解决方案已经经过了实践的检验，产品价格和服务响应速度也令人满意，产品质量、性能与欧美厂商的产品已经不分伯仲，而北电、摩托罗拉的衰败，也让运营商觉得引入中国厂商后未来的网络甚至更有保障。

所以，我们认为 LTE 是公司未来几年十分重要的业绩增长切入点，是中兴无线产品收入增长的一面核心旗帜，LTE 的即将部署和部署过程会给中兴的 GSM/WCDMA、有线、电信专业服务等业务带来可观的收入增长空间，这些业务共同构成对运营商有强大吸引力的通信网络综合整体解决方案，共同促进中兴通讯收入的稳定增长。

市场的担忧

市场或担忧，公司今年 3 季度的业绩不好，或担忧今年全年的业绩不好。

中兴通讯近年的主题是布局 LTE、布局移动互联网、布局未来的 TMT 产业，而我们的投资主题是——布局中兴通讯，布局其从 2012-2015 年间确定性的业绩较高增速，布局其未来 10 年内在 TMT 领域的巨大发展空间。

市场关心的问题

市场一直关心，中兴通讯在欧美的突破，何时能够开花结果，何时能获得较高净利润的回报？

我们的回答是，已经在回报了，未来将会有更多的回报。

2008 年中兴通讯突破香港第一大移动运营商 CSL 前，首先突破了其母公司澳洲电讯 Telstra（全球第 16 大运营商），与其手机领域展开了深度合作，获得大力认可。

从 2009 年始，从突破跨国运营商 Telenor（全球第 22 大运营商）黑山分支开始，两年的时间，相继突破其旗下印度、匈牙利、马来西亚、瑞典、挪威、丹麦分支，合同包括 GUL 无线基站、核心网、传输网、网络运营维护、融合增值业务平台等等。

2011 年，中兴通讯在与著名的跨国运营商法国电信（全球第 8 大运营商）在 ADSL、手机、光通信等领域展开五年之久的合作后，终于第一次进入法电的全球系统设备网络，承建其在肯尼亚的 HSPA+ 网络。

今天，公司在欧美跨国运营商的布局，包括无线设备和智能终端的布局，未来都将会在其全球其他分支、在有线产品领域、在电信服务领域开花结果。

估值

新一代信息技术产业已经被“十二五”规划明确为我们七大战略性新兴产业中四大支柱产业之一，未来的发展空间巨大，受国家重视和支持的力度也将是空前的，中兴通讯作为我国上市公司中信息技术和通信设备产业的龙头，无疑将全面受益。目前估值处于低位，对应当前股价的 PE 分别为 17.0、12.8、9.6，给予“强烈推荐”评级。



股价催化剂

第一步，中兴通讯的投资价值逐步得到认可，低估的股价逐步回归正常价值；第二步，如果 2012 年中有公布中国 TDD-LTE 产业链和试验网进展加速的消息，有可能引发中国 LTE 牌照提前发放预期，将成为公司股价快速上涨的催化剂。

投资风险

全球 LTE(TDD 和 FDD)大规模部署的时间仍然存在一定不确定性，受各国政治、经济情况影响较大，也与运营商的经营情况和竞争环境有关，如果 LTE 大规模部署时间延后，会对中兴通讯未来业绩增速造成一定的影响。



中兴通讯公司研究分析思维导图，第一创业证券研究所

1、成长中年轻的高科技公司

本章，首先介绍公司在通信领域的产品和业务情况、公司多年来形成的技术和人才优势，以及我们认为公司未来长远发展基石的企业文化。接下来回顾公司过去的历史业绩，并结合华为的情况，分析过去十年的成长启示；再通过比较国外同行，给出公司近年来快速增长，增速超越国外同行的内在原因。最后给出我们对公司从 2000 年以来几个发展阶段的认识和划分，并引出对目前这两年公司所处阶段、未来发展前景的讨论和分析。

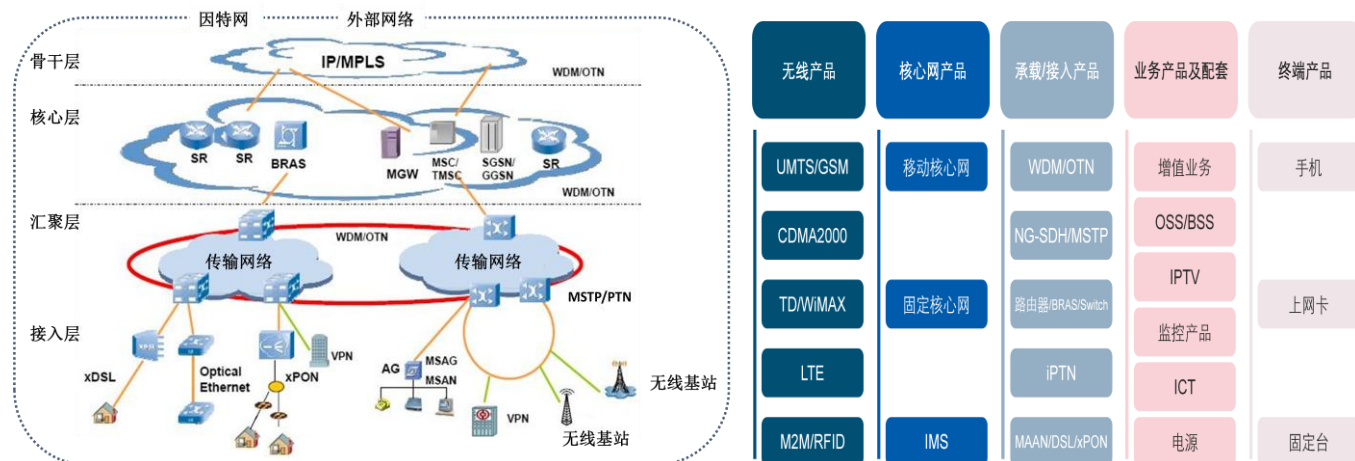
1.1、公司介绍

中兴通讯，在深圳和香港两地上市，全球领先的综合性通信制造业上市公司和全球通信解决方案提供商之一，1985 年，公司成立，其原始积累从来料加工、组装电话机等产品起步，1986 年成立第一个研发小组，研发模拟空分用户小交换机，启动自主研发的征程。2010 年，公司收入达 702.64 亿元，其中国际收入占 54.18%，产品服务于全球 140 个国家和地区的电信运营商，纯研发人员超过 27000 名，居国内上市公司之首，公司 2010 年申请国际专利 1863 件，总量排名跃居全球第二位，通信业第一位。

1.1.1、公司的产品和服务

中兴通讯目前已经拥有通信业界最完整的、端到端的产品线和融合解决方案，包括全系列的无线、有线、业务、终端产品和专业电信服务。

图 1：通信网络架构与中兴通讯产品系列



数据来源：中兴通讯公司网站，第一创业证券研究所

公司在通信领域全业务的覆盖，首先可以满足跨国运营商综合业务运营所需的各式各样的需求，而且由于对客户的粘性，产品之间还可以相互带动。一个产品在新合作的运营商突破后，凭借其良好的合作关系和产品优异品质带来的声誉，往往有助于运营商对其全面深入的了解和认可，从而可以带动其他产品的销售，减小进入难度。



第二，公司多业务的发展，有助于公司捕捉住每一次的子行业或每一种技术产品的爆发的机会，有效避免单一业务带来的周期性波动，使整体收入保持持续的增长。

经过多年的研发投入和产品在市场上验证，中兴通讯各个业务上的产品已经具备强大的全球市场竞争力，具备源源不断的内生性增长竞争优势。

表 1：中兴通讯各产品的竞争力和市场地位情况

产品	市场地位
手机	根据 IDC 的报告，中兴通讯 2011 年第一、第二季度销量稳居全球第五大手机厂商，市场份额由去年同期的 3.3% 上升至 4.5%，是前五大手机厂商中唯一的中国厂商。
无线	根据 iSuppli 报告，中国 3G 市场综合份额，中兴通讯排名第一；根据 Infonetics 报告，2009 年全年全球无线市场，按载频计，中兴通讯份额超越阿尔卡特朗讯，居行业第四； 2010 年，中兴通讯荣获 Frost & Sullivan 2010 年度 SDR 设备供应商最佳实践奖。 2010 年中兴通讯年报显示，截至 2010 年，中兴通讯 SDR 基站累计发货超过 70 万台，应用于 40 多个国家的 60 多家运营商。 2009 年，中兴通讯被 Frost & Sullivan 评为“全球增长最快的 GSM 系统设备厂商”。 2008 年，世界宽带论坛（BBWF）上，中兴通讯 SDR 无线基站产品，荣获 IEC（国际电工委员会）颁发的 InfoVision 大奖。
核心网产品	全制式核心网系统供应商，ilocus 报告，2010 年上半年在固网 IMS 领域份额达到 22.3%，为居第二。
接入和承载	xPON 设备在国内份额超过 45%；综合接入设备，国内市场份额 47%；DSLAM，国内份额第二，国际份额第三。根据 Ovum 报告，2010 年 1 季度全球光网络市场，按销售额计，中兴通讯首次跻身全球第三。
产品业务及配套	2010 年，中兴通讯第二次获得 Frost & Sullivan 2010 年度最佳 IPTV 设备商，2010 年上半年，以 11% 份额保持 IPTV 中间件市场用户数全球第三，亚洲第一。

数据来源：第三方咨询机构，中兴年报，公司网站，第一创业证券研究所

1.1.2、公司的技术和人才优势

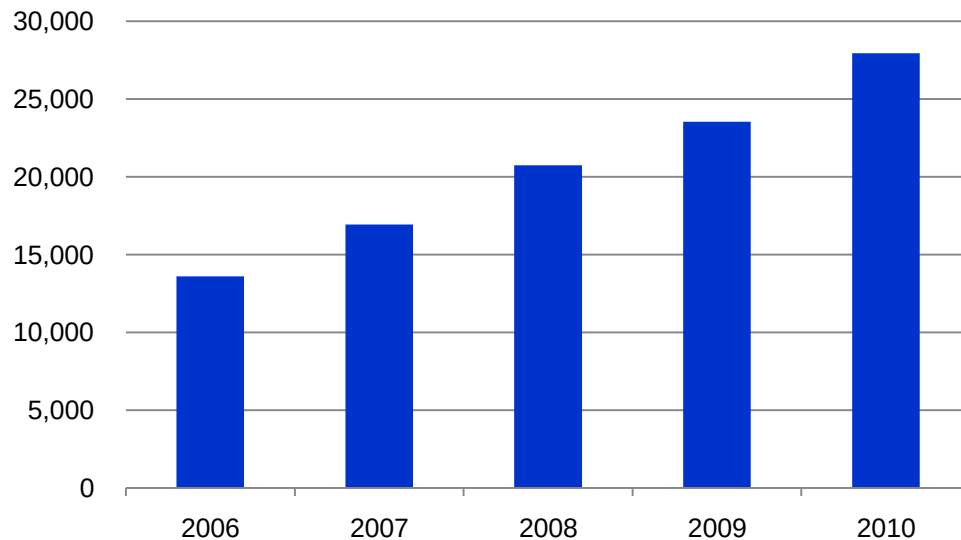
公司成立以来，一直坚持重兵投入研发，坚持将年销售收入的 10% 投入研发，2010 年研发费用开支 70.9 亿元人民币。从 2008 年起，公司连续 3 年位居中国专利申请年度公开排名第一，同时，公司在专利技术的创新高度和申请质量方面已累计荣获多项国家级权威大奖，包括 3 项中国专利金奖、



10 项中国专利优秀奖、4 项信息产业重大发明奖。

2010 年公司年报显示，截止 2010 年末，员工总数为 85,232 名，其中研发人员 27941 名，占总人数的 32.8%，按业务分类居第一位。在中国所有上市公司中，无论是研发人员数量，还是整体技术实力都名列前茅，技术和人才优势明显。

图 2：中兴通讯研发人员增长情况



数据来源：上市公司年报，第一创业证券研究所

表 2：2010 年中兴通讯在技术领域获得的主要奖项和重大事件

编号	奖项和重要事项
1	获中国专利最高奖项“中国专利奖”两项金奖
2	“新一代无线技术平台”建设工程获国家科学技术进步奖二等奖。
3	科技部通过中兴通讯国家重点实验室“移动网络和移动多媒体技术国家重点实验室”建设方案。
4	CSL-LTE 项目获英国 GTB“LTE 系统系统创新奖”
5	获中国 TD 联盟“网络杰出贡献”等三项大奖

数据来源：公司网站，第一创业证券研究所



1.1.3、公司的企业文化

2011年3月中兴通讯总裁史立荣接受搜狐IT视频专访，首次面向媒体全面描述中兴通讯，强调说——“中兴通讯不需要特别猛特别激烈的企业文化，而中兴通讯所参与的市场竞争，本身也是一次长跑。”

企业文化，作为一种长期的竞争力，一直为每个企业所重视，因为文化不但会影响到企业的做事风格、价值观和愿景，也直接关系到员工的价值观、工作氛围和归属感。

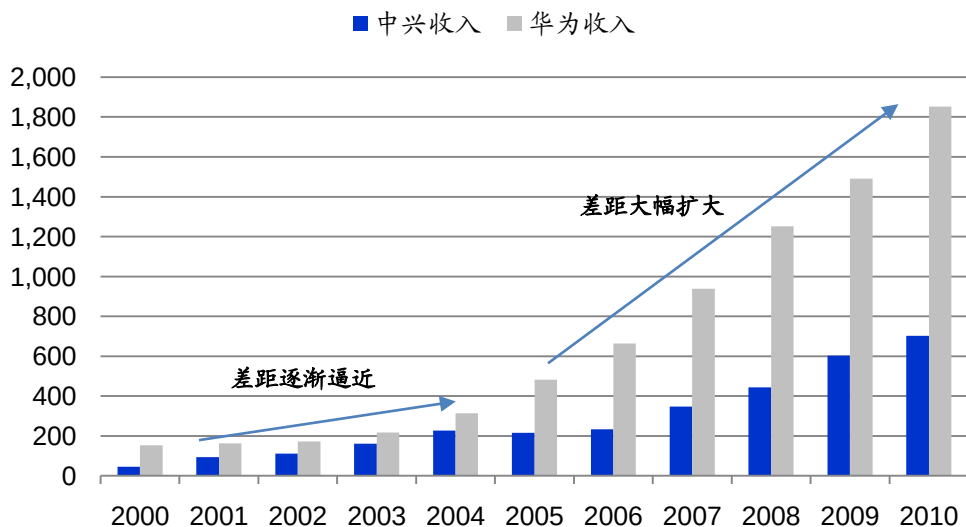
内部大力营造互相尊重、和谐的工作氛围；始终鼓励创新和团队合作；始终鼓励为客户创造价值、帮助客户成功；面对竞争，坚持立足长远；不奢望、不迷信的稳健经营的理念，这些都构成了中兴通讯长期以来形成的厚重的企业文化的一部分，我们认为，这其实是中兴通讯长远发展的基石，是最基础的核心竞争力。

1.2、公司发展回顾

1.2.1、过去十年收入增长十五倍，但国际布局错失先机

我们通过对比华为的情况，分析中兴通讯过去十年的成长启示。

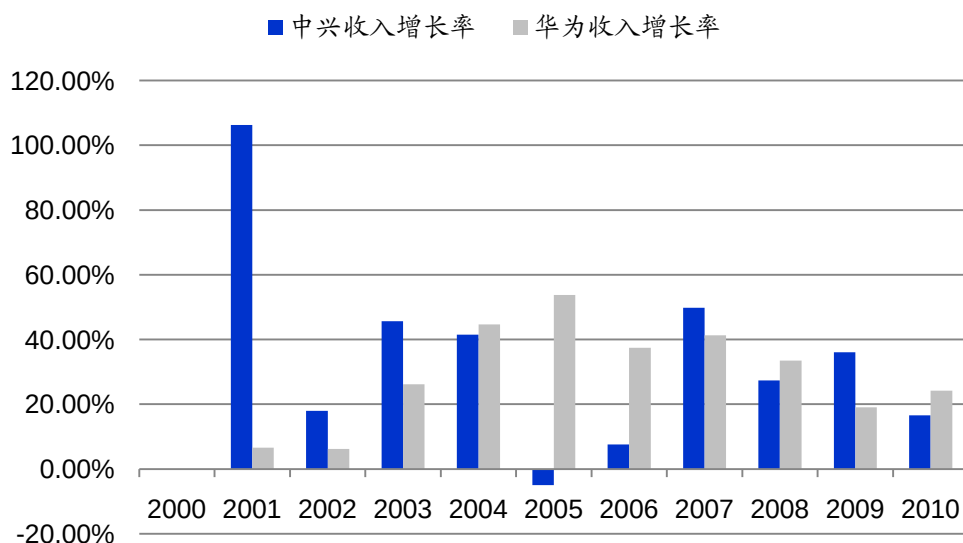
图 3：2000-2010 年中兴、华为收入对比（人民币亿元）



数据来源：上市公司公告，华为年报，历年中国电子信息百强数据，第一创业证券研究所



图 4: 2000-2010 年中兴、华为收入增长率对比 (人民币亿元)



数据来源: 上市公司公告, 华为年报, 历年中国电子信息百强数据, 第一创业证券研究所

十年间, 中兴通讯收入增长了 **15.5 倍**, 复合增长率为 **31.6%** (从 2000 年的 45 亿到 2010 年的 702 亿), 而华为公司的复合增长率为 28.4% (从 2000 年的 152 亿到 2010 年的 1851 亿)。其中, 中兴有 5 次增长率超过华为, 相互间的差距在 10% 以内的有 1 次; 华为也有 5 次增长率超过中兴, 相互间的差距在 10% 以内的有 3 次。

以上数据表明, 中兴通讯能取得这样的业绩实属不易, 战略整体上是成功的, 战术上也抓住了多数的机会点, 无疑算是一份优秀的答卷。

但我们也看到, 从 2005 年开始, 两家公司的收入开始不断扩大, 是什么原因导致了两个公司业绩在 2005 年、2006 年表现出如此大的差异, 以及之后的业绩差距进一步扩大?

今天, 我们可以比较清晰地看到, 一个十分重要的原因是, 华为在那段时间的国际化战略大获成功, 并藉此占据了先发的有利竞争优势。

在 2001 年到 2003 年, 尽管中兴在国内小灵通 PHS 和 CDMA 建设中大获成功, 但国际扩张的脚步仍然缓慢, 并遭遇了首次赴香港上市的失败, 期望实现资本国际化的计划也因此受阻。而同期, 华为公司依然在执行其 1996 年以来的国际化战略, 依靠出售圣安电气换回的“现金过冬棉袄”, 开始大规模向海外派驻人员, 在国际互联网泡沫破灭、海外市场持续低迷的年份里大力耕耘, 并在 2005 年、2006 年开始大获成功, 迅速完成国际化布局, 占据了比中兴通讯更有利的国际市场竞争地位。

而中兴通讯从 2004 年才开始大规模进军海外市场, 尽管发展也很迅速, 但却因缺乏认可的国际资质而错过全球第一波 3G 网络建设的时间窗, 在爱立信和华为抢占先机、诺基亚西门子网络和阿尔卡特朗讯强力防守, 这样复杂、激烈的国际竞争环境下, 国际化进程显然要较华为走得更为艰难。



表 3: 中兴通讯 10 年来的发展大事

年份	收入增长率	行业环境	公司发展情况
2001 年	106%	国内行业发展较快, 国际不振, 互联网泡沫破灭, IT 全业调整。	实现主营业务收入 933,202 万元, 实现净利润 57,027 万元, 同比增长 66%, 国内小灵通 PHS 和 CDMA 已经上市, 占到总收入的 36%。
2002 年	18 %	全球通讯行业最为严峻的一年, 众多设备制造商收入锐减, 面临困境。	实现主营业务收入 1,100,924 万元, 实现净利润 56,700 万元, 同比增长 7.82%。PCS 和 CDMA 的收入继续扩大。 国内收入 92.6 亿, 国际收入 17.5 亿, 2002 年提出赴香港上市受挫。
2003 年	45.66%	国内通信业保持较快发展, 三年萎缩后, 国际呈现总体复苏。	实现主营业务收入 1,603,603 万元,, 实现净利润 75,250 万元, 同比增长 32.72%。 国内收入 140.2 亿, PHS 和 CDMA、手机大幅增长。国际收入 19.17 亿。
2004 年	41.5%	国内缓慢增长, 国际开始增长, 设备总投资增长 5.4%。	总收入达到 226.98 亿。 国内收入 178 亿, PHS 开始萎缩。国际收入 48.95 亿, 同比大幅增长。12 月 9 日在香港联交所挂牌交易上市, 二次赴港上市成功,
2005 年	-4.9%	国内电信固定投资下降, 国际上, 同比增长 7.75%	总收入 215.7, 同比下降 4.9%。 国内收入 138.74 亿, 下降 22.1%, PHS, CDMA 大幅下滑, 光通信和数据通信等产品增长 30.9%。国际收入 77 亿, 增长 57%。
2006 年	6.7%	国内投资增长, 传输加快建设, PHS, CDMA 投资大幅下降。国际增幅放缓。	实现主营业务收入 230.32 亿元人民币。 国内收入 128.02 亿元人民币, 同比下降 7.7%; 国际收入 102.30 亿元人民币, 同比增长 32.8%, 占比达到 44.4%。
2007 年	49 .81 %	国内平稳发	主营业收入 347.77 亿元人民币。



		展。 国际上平稳增长。	国内收入 6.7 亿元人民币，同比增长 13.83%，TD 大幅增长，手机快速增长。国际化快速发展的一年，收入 200.90 亿元人民币，同比增长 94.83%，占整体营业收入的比重达 57.77%，GSM 国际收入大幅增长。
2008 年	27.36 %	国内 3G 牌照发放。国际上，金融危机影响，增速不高。	实现营业收入 442.93 亿元人民币。 国内收入 174.66 亿元人民币，同比增长 18.93%。国际收入 268.27 亿元人民币，同比增长 33.53%，比重达 60.57%，稳步提高了欧美地区销售在公司收入的比重，在 GSM、WCDMA、光传输、FTTX 等主流产品上取得了较大幅度突破和增长。
2009 年	36.08 %	3G 网络产业化、商业化进程明显加速。国际市场，受金融危机影响，略有降低。	实现营业收入 602.73 亿元人民币。 国内收入 304.04 亿元人民币，同比增长 74.07%，3G 三大制式大获成功，成为中国市场最大的 3G 设备供应商。国际收入 298.69 亿元人民币，同比增长 11.34%，占整体营业收入的比重达 49.56%。在主流市场实现了全面突破，相继与包括 CSL、Telenor、KPN 等主流运营商在内的客户在全球重点城市建设商用网络。
2010 年	16.58 %	国内市场下降 15%，国际增长 2%。	实现营业收入 702.64 亿元人民币。 国内收入 321.98 亿元人民币，同比增长 5.90%。国际收入 380.66 亿元人民币，同比增长 27.45%，占整体营业收入的比重达 54.18%。

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

表 4：华为 2001 年-2006 年国际化布局大事

年份	发展大事
2001 年	在美国设立四个研发中心，同年加入国际电信联盟（ITU），并进入俄罗斯，签署上千万美元的 GSM 合同。
2002 年	进入美国，成立全资子公司销售宽带和数据产品，当年海外销售



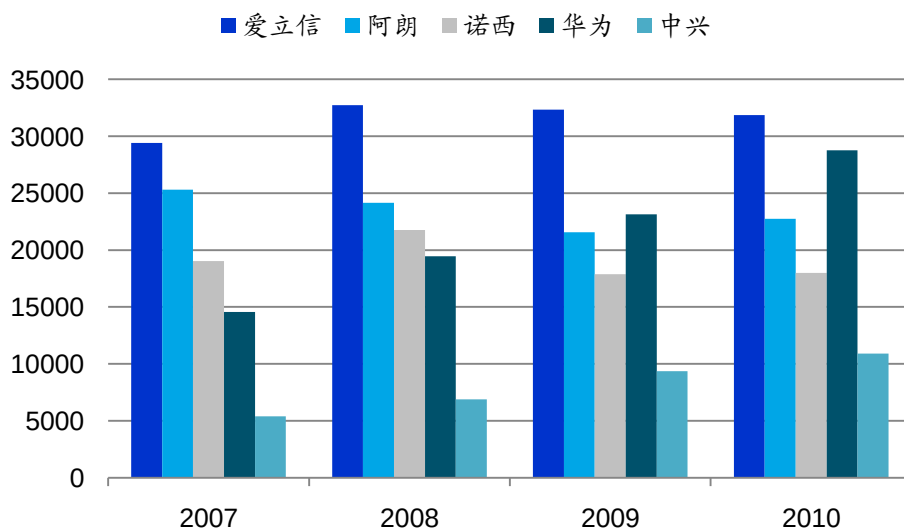
	额达到 5.52 亿美元
2003 年	与 3COM 成立合资公司，专注于企业数据网络解决方案。2003 年 12 月 18 日，华为拿下香港移动运营商 SUNDAY 3G WCDMA 合同。
2004 年	华为获得合理运营商 Telfot 价值超过 2500 亿美元的合同，首次实现在欧洲的重大突破。
2005 年	与沃达丰签署“全球框架协议”，正式成为沃达丰优选通信年设备供应商，成为英国电信 BT 首选的 21 世纪网络供应商。
2006 年	全球 50 强运营商中 31 家选择华为作为合作伙伴，产品在英国、法国、德国、西班牙和荷兰得到广泛应用，获得 28 个 WCDMA 商用合同，GSM 新增市场份额 21%，当年更换公司 LOGO。

数据来源：华为公司网站，第一创业证券研究所

1.2.2、帮助客户应对挑战，近年增速超越国外同行

本节通过比较国外同行，剖析中兴通讯近年来业绩增速超越国外同行的原因。我们主要选取 2007 年以来的数据，一方面，从 2006 年开始，中兴通讯国际收入开始高速增长，华为也是在这段时间超越两大国际同行，取得行业第二的位置；另一方面，2007 年也是诺西和阿朗两大国外同行合并重组后正式运营的第一年。

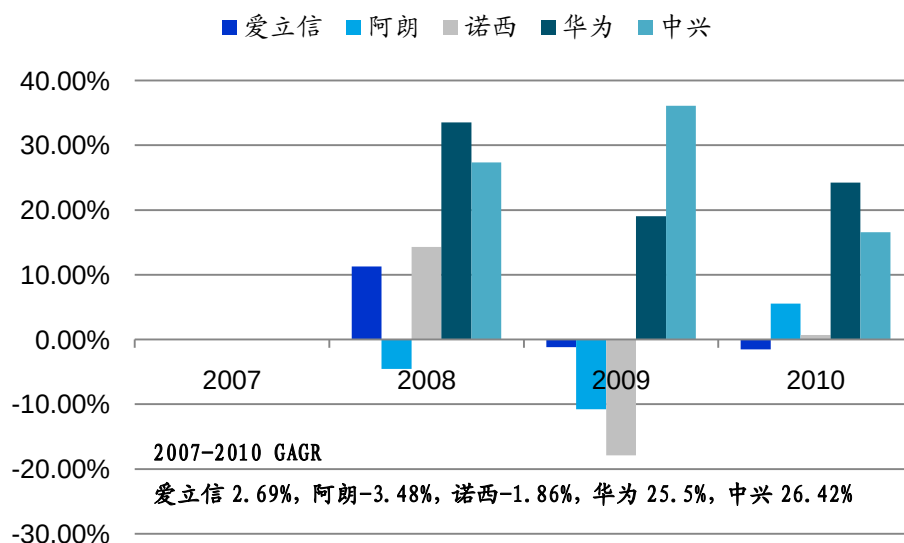
图 5：2007-2010 年五大厂商收入情况对比（百万美元）



数据来源：各公司年报，第一创业证券研究所整理

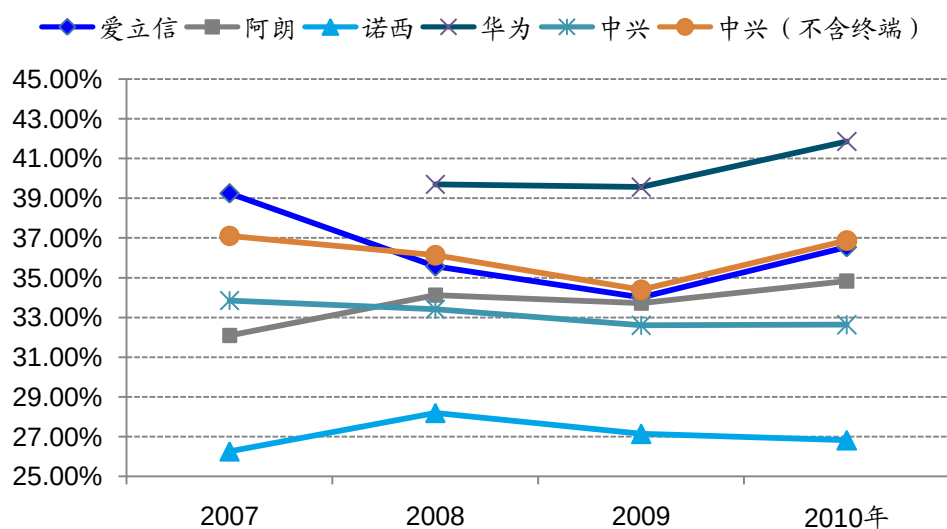


图 6: 2007-2010 年五大厂商收入增速情况对比



数据来源: 各公司年报, 第一创业证券研究所整理

图 7: 2007-2010 年五大厂商毛利率对比



数据来源: 各公司年报, 第一创业证券研究所整理

从图 5、6, 我们可以看到, 在国内外行业整体年增长速度并不高的通讯设备市场, 与中兴、华为收入高速增长形成强烈对比的是, 国外同行发展纷纷陷入停滞, 但也正是他们丧失的市场份额, 成就了中兴、华为的高速增长业绩。

而从图 7, 我们看到, 中国厂商在产品价格相对低于国外同行的同时, 仍然实现了产品整体毛利率的领先, 这正是中国厂商综合竞争力大幅提升的表现。

而中兴通讯, 一方面努力降低成本, 提供高性价比的各种产品, 满足运



营商的基本需求；另一方面，更致力于从客户需求出发，提供创新的解决方案，以帮助运营商解决面临的各种挑战。

2003 年开始，尽管互联网泡沫破灭之后国际电信市场刚刚开始缓慢复苏，运营商市场的竞争却日趋激烈，欧美运营商开始了一场大整合运动。在北美，2005 年 9 月，美国移动公司 Verizon 收购长途电话公司 MCI，2005 年 11 月，西南贝尔 SBC 通信收购 AT&T，合并后的新公司更名为“AT&T”，2006 年 3 月，新 AT&T 宣布收购南方贝尔，而 Sprint 则在 2004 年收购了 Nextel 通信的全部股权，三大移动运营商的市场份额占地美国市场份额的 70%以上。在欧洲，2005 年西班牙电信公司 Telefonica 收购了英国第二大移动运营商 O2 和捷克运营商 Cesky，在西班牙本土和其第二大市场巴西之外继续扩张；而早在 2003 年，FT 便收购了 Orange SA 股权，成为 2003 年全球十大并购案之一。

欧美运营商纷纷整合，或成为垄断一方的通信大鳄，或形成业务遍布全球的跨国运营商，在使市场规模相对缩小的同时，运营商对设备商的议价能力也日渐增强，采购也逐渐倾向于青睐能提供无线、有线全套设备的综合设备商，以便获得更好的服务、更优的成本。而此时通信设备商市场上，还是群雄混战，爱立信、诺基亚、西门子、阿尔卡特、朗讯、摩托罗拉、北电，以及来自中国的中兴通讯和华为。另外还有 Cisco、IBM、HP 等 IT 巨头，也不断地向通信行业渗透。

2005 年 10 月，行业排名第一的爱立信，打响了大型设备商之间整合的第一枪，宣布以 168 亿瑞典克朗(12 亿英镑)收购英国电信设备厂商马可尼的部分电信业务，加强在欧洲地区的光传输地位。

爱立信的收购加深了诺基亚、西门子、阿尔卡特、朗讯的压力，一定程度上促使他们加快了整合的速度。

2006 年 3 月，阿尔卡特与朗讯达成协议，斥资 140 亿美元收购朗讯，合并后的新公司（后简称阿朗）预计年销售额将达到 195 亿欧元(约合 250 亿美元)，将成为全球第一大有线设备厂商、第三大无线设备厂商、以及排名前三位的服务厂商，并在之后三年中每年计划节省成本约 17 亿美元。2006 年 12 月，阿尔卡特朗讯又宣布收购北电公司 UMTS 无线接入业务。

2006 年 6 月，诺基亚和西门子宣布将成立一家电信设备合资公司，即诺基亚-西门子通信网络公司(后简称诺西)，合并资产包括诺基亚的网络设备业务和西门子运营商相关的移动-固网业务，双方各持 50%股份，并预计合并后的新公司收入为 158 亿欧元，将在移动网络和服务领域成为第二大公司，在固网领域位列第三。

可以看到，阿朗、诺西当时合并重组的初衷就是：

- 扩大规模、扩展市场份额，以应对来自同行的竞争压力；
- 补全产品线，以更好地满足运营商的需求；
- 合并后裁撤业务有重合的部门和人员，以降低运营成本。

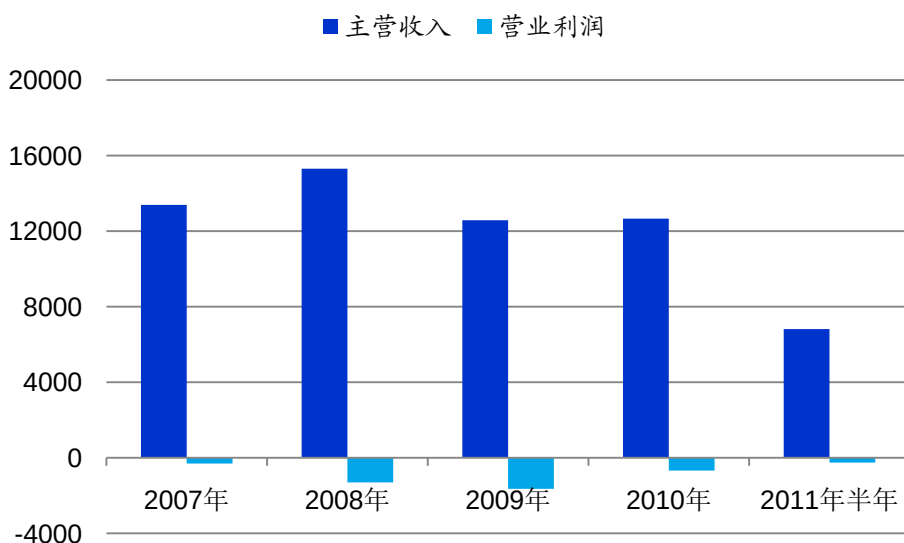
从而最终扩大销售收入和盈利，在激烈的竞争中胜出。

但从过去业绩上来看，两大重组后的公司并没有实现这样的重组目标。



下图是诺西 2007 年-2010 年销售收入和营业利润情况，可以看到合并四年来，诺西收入增长停顿，营业利润亏损，2011 年中报显示，诺西上半年，收入为 68.13 亿欧元（包括 MOTO），同比增长 18%，但营业利润依然亏损 2.53 亿欧元。从数据可以看出，到目前为止，诺西并没有实现“1+1>2”的目标。重组后，两个公司之前巨大的营业规模、众多的员工、复杂的技术和产品、全球化的分支机构和合作伙伴、不同的母公司文化等等因素都导致重组需要漫长的磨合期，巨大的重组费用也带来财务上的沉重负担。

图 8：2007-2010 年诺西销售收入与营业利润（百万欧元）

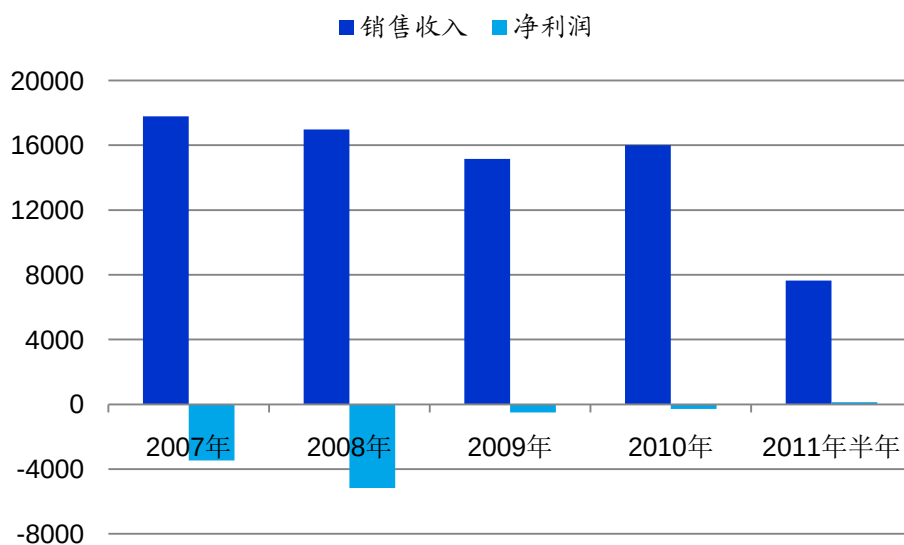


数据来源：NOKIA 公司财报，第一创业证券研究所

下图是阿朗 2007 年-2010 年销售收入和营业利润情况，四年来也是收入增长停顿，净利润亏损，2011 年中报显示阿朗收入为 76.43 亿欧元，同比增长 8.25%，受益于北美和中国市场的增长，四年来首次扭亏为盈，半年实现净利润 0.53 亿欧元。尽管情况要好于诺西，但阿朗也面临和诺西一样的整合问题，研发和市场进展缓慢，无法实现有力的扩展。



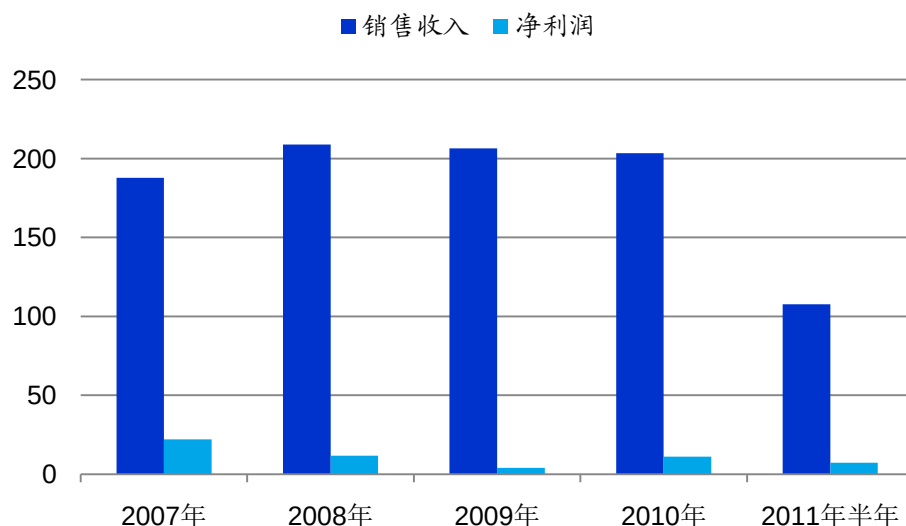
图 9: 2007-2010 年阿朗销售收入与净利润 (百万欧元)



数据来源: 阿朗公司财报, 第一创业证券研究所

下图是爱立信 2007 年-2010 年销售收入和营业利润情况, 其收入、净利润增长也都陷入停滞放缓期。2011 年中报, 半年实现收入 1077 亿瑞典法郎, 同比增长 16%, 营业利润 113 亿瑞典法郎, 同比增长 15%, 但其持股 50% 的两家子公司依然在亏损, 其中 Sony Ericsson 上半年亏损 4 千万欧元, ST-Ericsson 上半年亏损 3.99 亿美元。爱立信, 尽管目前依然是行业老大, 但收入也逐渐被华为逼近, 毛利率更是被华为反超。

图 10: 2007-2010 年爱立信销售收入与净利润 (亿瑞典法郎)

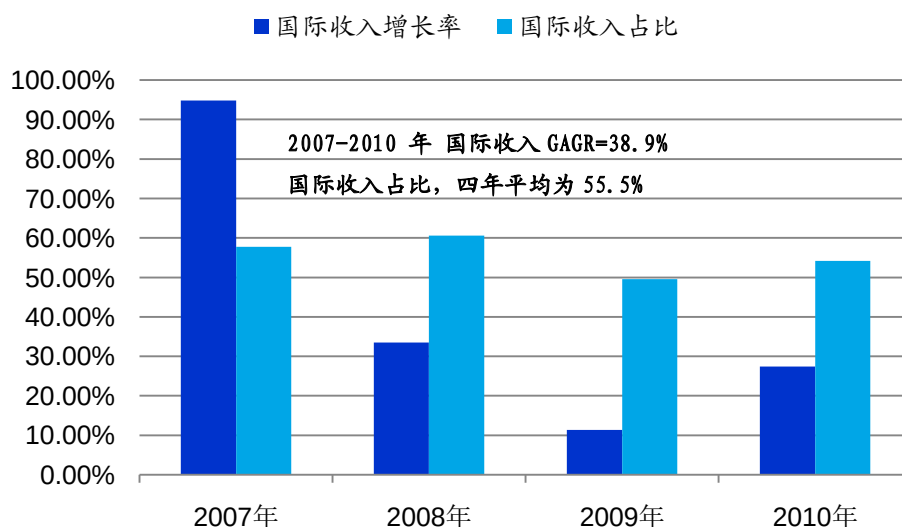


数据来源: 爱立信公司财报, 第一创业证券研究所



下图是中兴通讯 2007 年以来在国际市场的收入增长和占比情况，可以看到，自 2004 年 H 股上市以来，公司加大国际市场开拓力度，在国际市场上终于开始大规模收获。2007 年是公司国际化快速发展的一年，实现营业收入 200.90 亿元人民币，同比增长 94.83%，GSM 国际收入大幅增长，2008 年继续实现高速增长，国际收入同比增长 33%，国际收入占比超过 60%，2009 年在国外同行收入都下降的情况下，海外收入依然增长 11%，2010 年突破欧洲发达市场，进入主流运营商。

图 11: 2007-2010 年中兴通讯国际市场收入增长和占比情况



数据来源：中兴通讯公司年报，第一创业证券研究所

那么是什么因素，促使中兴通讯近年来能在国际市场快速发展，增速超越了国外厂商呢？

首先，与公司长期的研发投入和积累分不开，全面、高性价比的产品和解决方案已经完全能够满足运营商的各项需求，这是获得运营商认可的第一步。

其次，在 2007-2010 年，是电信格局发生重大改变的时代，运营商继续大规模重组，希望扩大市场，降低成本，但也面临很多新的挑战，公司的产品和方案有助于帮助运营商解决这些挑战。

- 多制式挑战，由于 GSM/WCDMA/CDMA 等制式都可向 LTE 演进，但这些制式不可能在短期内消除，将在很长时间内与 LTE 技术并存，多张网络如何来高效、协调管理，成为运营商最现实的问题。
- 多频段挑战，由于 2G 网络走向成熟，3G 用户将逐渐超过 2G 用户，一部分 2G 退出后的频段将可用于 3G、4G，Refarming 如何实现，成为运营商下一步关注的问题。
- 降低 TCO（整体成本，包括 OPEX 和 CAPEX）的挑战，由于移动技术快速，网络升级或换代需要付出高昂的代价，运营商面临着



在设备生命周期内降低 TCO 的挑战。

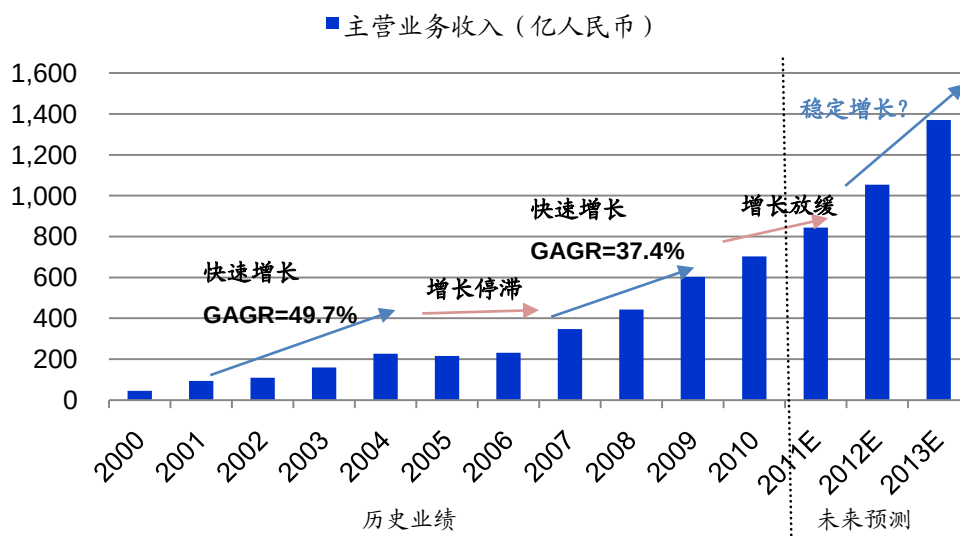
以往的网络建设进度和设备商的产品研发进度已经不能满足这一时代的要求，更贴近客户、更快速地响应客户定制化需求、更切实地帮助客户解决挑战并赢得竞争优势，成为设备商胜出的主要因素。

正是公司深刻地理解了客户的这些挑战和定制化需求，并把握住了这个阶段的机遇——市场需求更新更快、网络升级更频繁、竞争对手因重组处在长期的磨合期无力扩展，牢牢地抓住了时间差的机会，终于在国际市场上得到突破，实现了业绩的快速增长。

1.2.3、公司发展几个阶段的认识和划分

下图是我们对中兴通讯从 2000 年以来几个发展阶段的认识和划分。

图 12：2000-2010 年中兴通讯收入增长情况（人民币亿元）



数据来源：上市公司公告，第一创业证券研究所预测

过去 10 年，中兴通讯历经了两波收入快速增长期，一波收入增长停滞期。

第一波收入快速增长期，是从 2001 年到 2004 年，四年的时间，从 45 亿，到 227 亿，主营业务收入上了一个大台阶，复合增长率为 49.7%。这一波的快速增长，主要得益于公司抓住了国内小灵通 PHS 和 CDMA 发展的历史机遇。

第二波收入快速增长期，是从 2007 年到 2009 年，三年的时间，从 230 亿到 602 亿，复合增长率为 37.4%。这一波的发展，主要得益于公司抓住了海外 2G GSM 网络扩容、3G WCDMA/HSPA+网络更新换代升级和国内



3G (CDMA2000,TD-SCDMA,WCDMA) 大规模建设的机遇。

收入增长停滞期是 2005 年到 2006 年,这两年国内的小灵通 PHS 和 CDMA 投资大幅降低,导致国内收入大幅下降,而国际市场上,即使增速较快,但由于之前基数较低,导致绝对收入仍然偏少,连续两年总收入在 220-230 亿间徘徊。

而同期,华为 2005 年收入达到 482 亿,增长 46% (数据来源:华为 2008、2009 年报,下同),其中海外合同销售额占总合同销售额的比重达到 58%,海外市场首次超越国内市场,华为 2006 年收入达到 663 亿,同比增长 37.5%,其中海外合同销售额占总合同销售额的比重达到 65%。之后华为在海外继续高歌猛进,华为和中兴的收入差距进一步扩大。

而目前这两年,我们的判断,是处于**收入增长放缓期**,国内市场随着 3G 大规模建设完成,三大运营商 2010 年资本支出下降了 15%,而国际市场上总体投资增长缓慢,这些因素使这两年的年收入增速放缓到 20%左右。

对于未来的几年,我们研究的结论是,经历了这两年的增长放缓之后,公司将进入一个业绩的稳定增长期。



2、2010-2011 年，是公司的业绩增长放缓期，也是战略布局和进攻期

本章分析中兴通讯在 2010-2011 年所处阶段的定位，认为当前缓慢增长的行业环境和欧美的债务危机，将使欧美运营商和设备商面临更大的经营压力，将有助于欧美运营商接纳中国厂商带来的性价比更高的产品和服务，给中兴通讯提供了全面赶超国外同行的历史机遇。公司目前牺牲一定的毛利率水平去进入重要客户的供应体系，去进行重要市场的布局，将换来对公司更有利的市场地位。

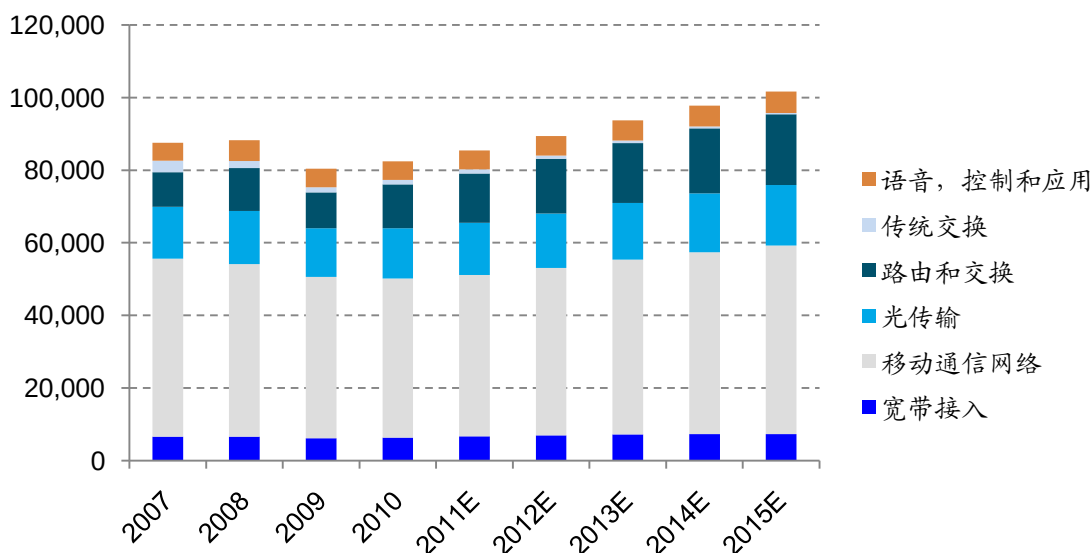
2.1、行业增速将逐渐回暖，但目前总体规模仍低于 2008 年的水平

通讯系统设备市场，主要为运营商提供网络设备，全球市场规模在 2009 年萎缩（稍滞后于经济周期）之后，2010 年开始缓慢增长，但目前总体规模仍然低于 2007、2008 年的水平。

2.1.1、全球市场缓慢增长，LTE 未来增速最快

第三方咨询机构 Gartner 数据显示，全球通信设备市场自 2010 年开始缓慢增长，2011 年总体规模约在 850 亿美元，2010-2015 年复合增长率为 4.27%，2015 年将达到 1000 亿以上的规模。

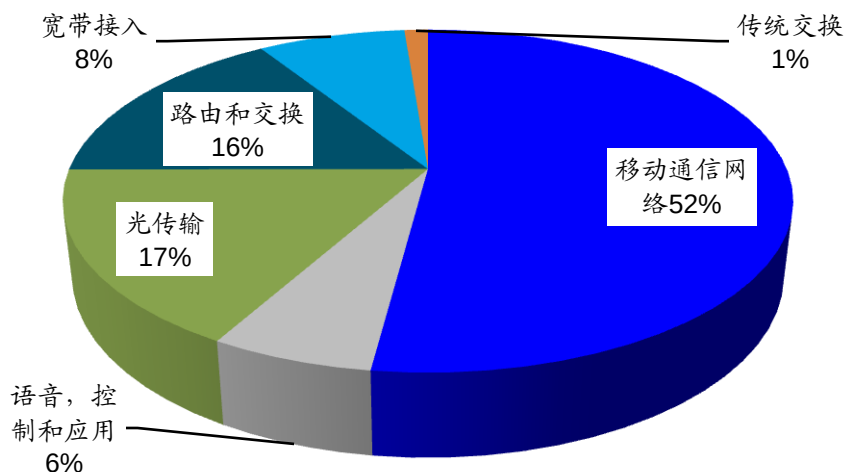
图 13: 通信设备子行业规模各部分预测数据（百万美元）



数据来源: Gartner, 第一创业证券研究所



图 14: 2011 年通信设备子行业各部分占比

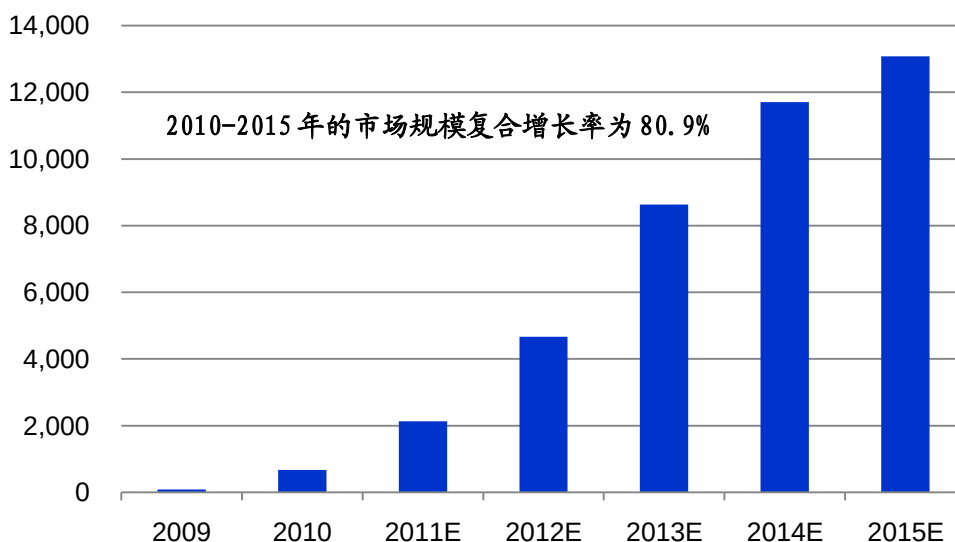


数据来源: Gartner, 第一创业证券研究所

按技术细分, 主要包括移动通信网络, 光传输、路由和交换、宽带接入、语音&控制&应用、传统交换六大部分, 下图是各部分占比, 我们可以看到移动通信网络设备、光传输、路由与交换占比较大, 分别是 52.1%和 16.8%和 16%, 同时也是复合增速最快的前三名, 分别为 3.46%、3.89%、9.93%。**移动通信网络设备, 也就是无线设备, 虽然复合增速不及光传输、路由与交换, 排在第三, 但由于总体份额超过一半以上, 因此仍然是全球市场增长的主要动力。**

而在无线设备领域, LTE 将来的增速最快, 根据咨询机构 Infonetics 的数据, 2010-2015 年的市场规模复合增长率为 80.9%。

图 15: LTE 子行业规模各部分预测数据 (百万美元)



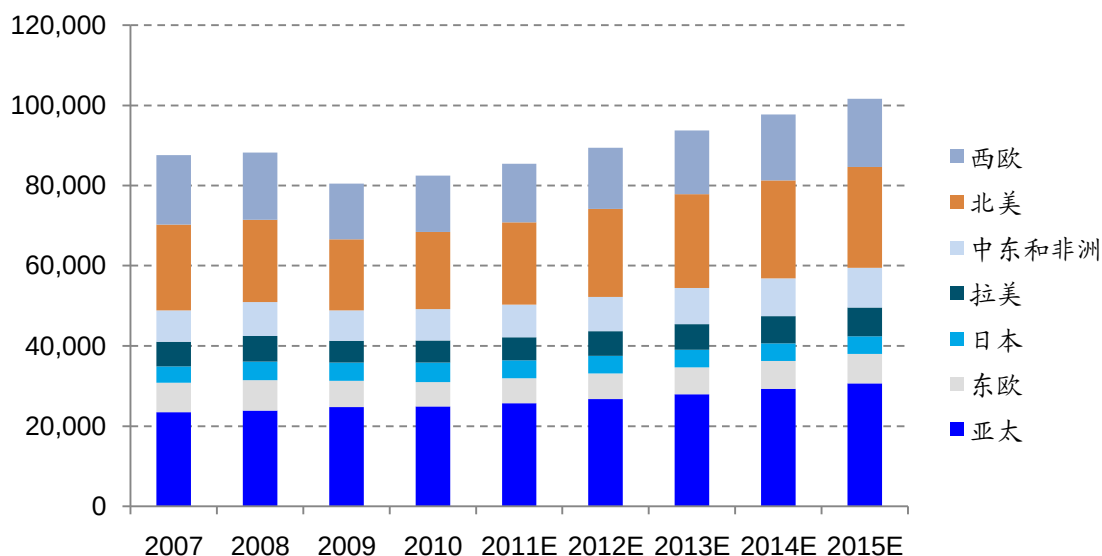
数据来源: Infonetics, 第一创业证券研究所

全球通信设备市场从地区划分来讲, 除开北美市场(因为 LTE 率先部署的原因, 增速为 5.55%, 排名第一), 可以看到拉美、中东和非洲、亚太等



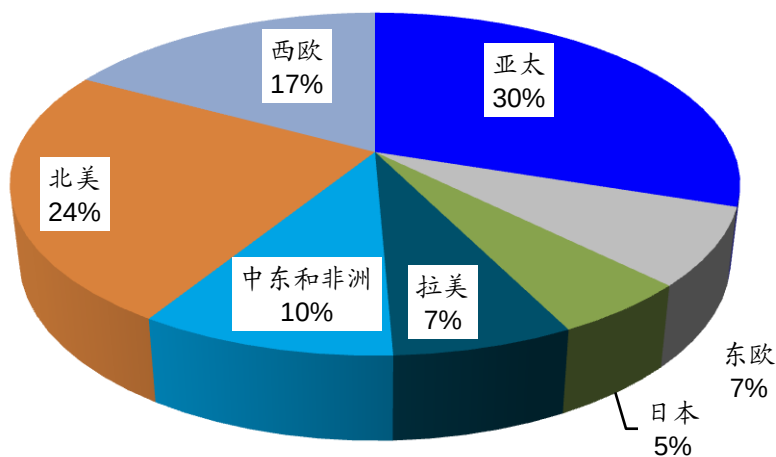
新兴市场的增速要高于其他发达市场，分别为 5.39%、4.78%、4.28%。

图 16: 2011 年通信设备子行业市场规模区域发展预测 (百万美金)



数据来源: Gartner, 第一创业证券研究所

图 17: 2011 年通信设备子行业预测市场规模各区域分占比



数据来源: Gartner, 第一创业证券研究所

综上,未来数年全球通信设备市场增长区域差别较大,在亚太、南美、非洲、中国、印度、俄罗斯等地区和国家,未来预测会出现较大的市场机会,保持高增长。



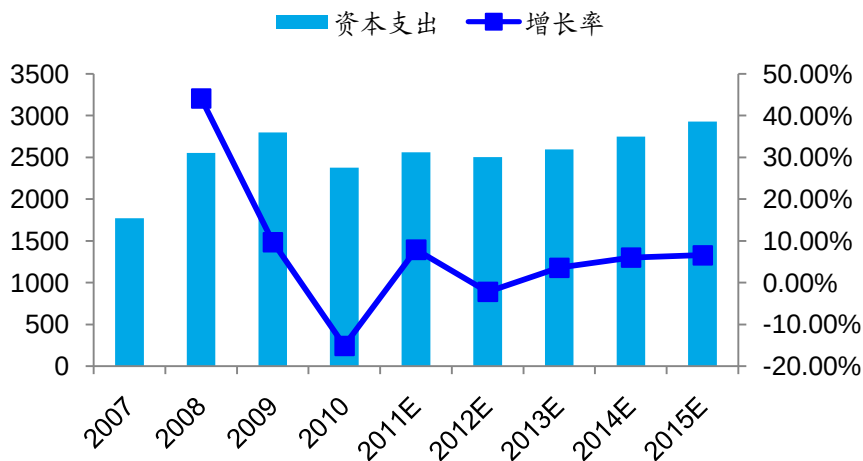
2.1.2、国内运营商资本开支维持稳定，期待国内 3G 市场发展加速和 LTE 牌照发放

国内方面，每年三大运营商都会公布当年的资本支出及未来的计划。

从下图我们可以看到，2010 年三大运营商整体开支比 2009 年下降了约 15.14%，而 2011 年比 2010 年计划增长 7.86%，显示了三大运营商在 3G 网络大规模建设完成、2010 年资本开支回调之后，开始积极为新一轮的竞争和未来的发展布局。我们预测，经过 2012 年的轻微下调后(但无线会增长)，受益于可能开始的 LTE 建设，将在 2013 年开始逐步加大资本开支计划，我们综合预计 2010-2015 年复合增长率为 4.28%。

国内通信市场，短期来看，增长的空间不大，但从长期来看，我们认为，仍然有较大空间，对比美日韩发达电信市场的无线宽带业务流量高速增长，中国无线宽带流量仍然处于低位，未来 3G 市场和移动互联网在国内的快速增长势必带动流量的迅猛增长，不但会对通信设备产生增长需求，也会提升各项通信服务、业务的市场空间，比如云计算和电信专业服务领域的市场空间。

图 18: 中国三大运营商资本支出预测（人民币亿元）



数据来源：上市公司公告，第一创业证券研究所预测

2.2、当前的行业环境和即将到来的 LTE 部署，给中兴通讯提供了赶超国外同行的宝贵机遇

回顾历史，国外同行都是世界闻名的老牌设备商，曾经借助技术和品牌优势占据了通讯设备市场的优势地位，而通信网络的复杂性（包括系统设备



本身的复杂性和运维的复杂性),以及通信网络对系统设备苛刻的稳定性要求等等,都决定了运营商会非常谨慎地对待通信系统设备的更换,因此要打破设备市场上旧有的欧美厂商长期形成的垄断竞争格局非常困难。

十年前,在国际互联网泡沫破灭、海外市场持续低迷的那段时间,华为抢先在海外布局,并借助于 WCDMA 3G 网络新建的这样的历史机遇,赢得了与中兴竞争的先机,在诺西和阿朗的合并磨合期内,超越国外同行,最终牢牢确定了世界第二的行业位置。而中兴通讯却因各种原因错过了全球第一波 3G 网络建设的时间窗,近年来尽管急起直追,凭借可平滑升级的多模 SDR 软基站的优势,也抓住了 GSM 2G 老设备和 WCDMA 3G 设备升级替换的机遇,取得了不错的成绩,但海外市场拓展显然较华为走得更为艰难,至今收入只有竞争对手的二分之一到三分之一。

对于目前这两年的行业环境——市场总体规模仍然低于 2007、2008 年的水平,市场增速也依然缓慢,不同于市场的观点,我们认为,对于中兴通讯反而是一种超越国外同行的历史机遇。

- 2008 年以来的世界金融危机,给全球金融业带来巨大冲击的同时,其影响也传导到了实体经济,给欧美的运营商和设备商带来了更加严峻的挑战和困难,2009 年通信设备总体规模比 2008 年下滑近 9% (如果刨除中国 3G 建设的支出,下降更厉害)。迫于成本和经营方面的压力,欧美的运营商,特别是欧洲的运营商,逐渐打开了对中国厂商的大门,给中国厂商大举进攻海外的机遇,这又进一步使欧美设备商的本来就严峻的经营环境更加雪上加霜,一时间,北电破产,阿朗和诺西的收入下滑、利润亏损,摩托也最终将无线设备业务出售给爱立信,也正是在世界经济最艰难的 2009 年,华为首次超越诺西和阿朗,成为全球第二大设备制造商。
- 2010 年,中国大规模的 3G 建设已经基本完成,而期待已久的全球 LTE 部署仍未大规模展开,2011 年以来愈演愈烈的欧美债务危机又给世界经济的复苏蒙上了一层阴影。在这样的背景下,欧美的运营商和设备商的经营压力更大,将有助于欧美的运营商接纳中国厂商带来的相对欧洲厂商性价比更高的产品和服务,又一次给中兴通讯,提供了超越欧洲同行的历史机遇。

另一方面,即将到来的全球 LTE 部署,也给中兴通讯提供了改变竞争格局的宝贵机会。

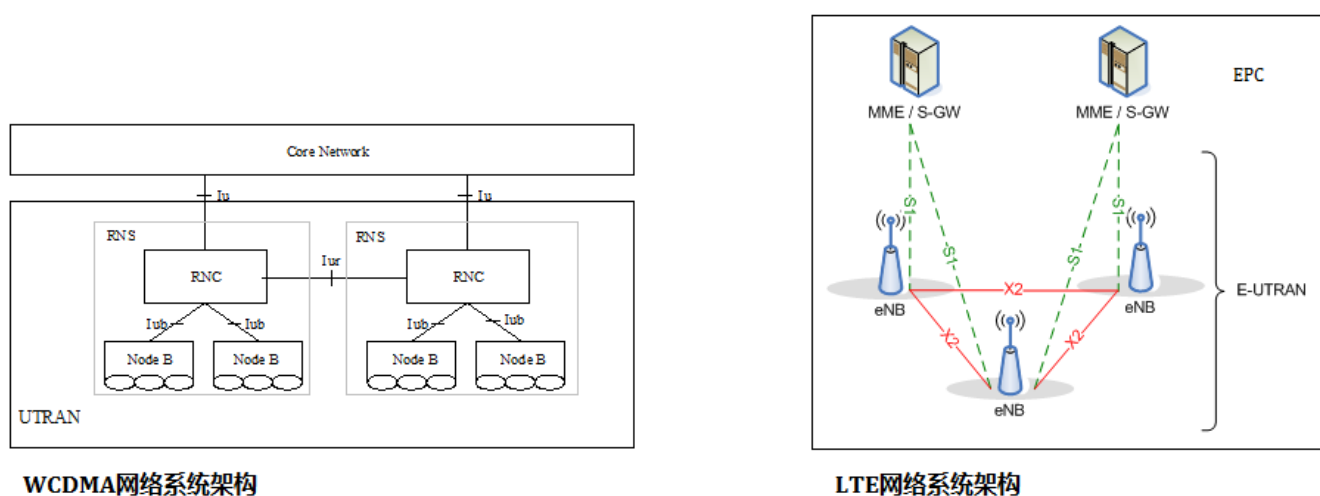
得无线着得天下,技术的进步已经将新一代的无线接入网 LTE 的建设推上了议事日程,规模部署在即。

不同于 WCDMA 3G 发展史上, HSDPA、HSUPA、HSPA+对 R99 的演进,尽管也涉及到基带和射频的改动,也引入了高阶调制、MIMO(Multi-input Multi-output,多输入多输出)、先进接收机等新的技术,但无线基站、基站控制器、核心网三层的网络架构始终不变,仍然是基于对现有 WCDMA 系统的平滑演进。而 LTE 则是用新的技术,创造一个全新的网络,给用户带来更快的无线接入速率,网络架构也发生了较大的变化。



LTE(Long Term Evolution),采用了与 2G、3G 均不同的空中接口技术、即基于 OFDM (Orthogonal Frequency Division Multiplexing, 正交频分复用)技术的空中接口技术,并对 3G 的 UTRAN(Universal Terrestrial Radio Access Network)网络架构进行了优化,采用了扁平化的网络架构,即接入网 E-UTRAN(Evolved UTRAN)不再包含基站控制器 RNC(Radio Network Controller),仅包含基站节点 eNB (E-UTRAN Node B),原控制器的部分功能并入 eNB,部分功能并入核心网 EPC(Evolved Packet Core),EPC 包括 MME(Mobility Management Entity)和 S-GW(Serving GateWay)。WCDMA 系统 UTRAN 与 LTE 系统 E-UTRAN 的系统结构比较如下图所示。

图 19: WCDMA 与 LTE 网络系统架构的比较



数据来源：第一创业证券研究所

LTE 虽然是 3G 的演进, LTE 项目也称 E3G (Evolved 3G), 但改动已经较大。新的 LTE 网络的部署, 将带给渴望突破旧有市场份额格局的设备商一个新的进入机会。LTE 又通俗的称为 3.9G, 很多人也将其称为 4G, 因为从技术归属上, 可以将 LTE 看作 4G 范畴, 国际电联已经基本确定 4G 标准将从 LTE 和 WiMax 两大技术中产生(但目前已有越来越多的 Wimax 阵营的运营商倾向于选择 TDD-LTE), 未来的 4G 网络相对于 LTE 网络的改变, 相对 LTE 网络对 WCDMA 网络的改变, 要小得多。而 LTE 在 20MHz 频谱带宽下能够提供下行 100Mbit/s 与上行 50Mbit/s 的峰值速率, 已经可以使用户得到更好的移动宽带体验, 因此, 未来数年, 甚至 5 年以上, LTE、4G 网络等大的架构很可能都不再需要更新, 比如 5G (目前业界还没有这样的提法), 很可能将是未来很长很长时间的事情。

因此, LTE 网络的部署将带给中兴通讯, 很可能是未来 5 年、甚至是未来 10 内, 最后一次改变全球竞争格局、进入世界前三的宝贵的机会。一旦 LTE 网络大规模部署完毕, 通信设备市场将进入一个 2G、3G、4G 并存, 市场份额相对稳定的竞争格局, 要再想拓展较大的新的市场份额将非常艰难, 付出的代价将非常巨大。



2.3、牺牲一定的毛利率水平去进行重要市场的布局，将换来对公司更有利的市场地位

综上，这两年，即 2010 年和 2011 年，不但是中兴通讯在国内 3G 大规模部署完成后的收入缓慢增长期，更是处在全球 LTE 大规模部署前夜的关键时刻，我们认为，**2010-2011 年，是关系中兴通讯生死存亡的战略布局期和战略进攻期**，以无线产品和智能手机在海外扩张，特别是在欧美跨国运营商间进行重点布局 and 突破，不是值得不值得的问题，也不是代价是否昂贵的问题，是关系到生死存亡、未来市场地位的问题。

罗马并非一日建成，要想超越国外同行，必须循序渐进把握时机。运营商对设备商的选择标准是综合性的，在多代、多标准、多频段的通信设备共存的情况下，2G 设备、3G 设备、LTE 设备各属于不同的设备商，对于运营商而已是难以接受的。

在 LTE 大规模部署前的宝贵的这两年缓冲期，公司选择了在 GSM 老旧设备更换、WCDMA 设备升级到 HSPA+、LTE 实验局、小规模 LTE 商用局、智能终端市场上主动出击，以更优惠的商务条件、牺牲一定的毛利率去抢占市场份额，去进行重要市场的布局，以赢得最终的 LTE 决战胜利，我们认为完全值得，将换来对公司更有利的市场地位，未来一定会有丰厚的回报。



3、2014-2015 年，公司在系统设备领域有望进入世界前三，收入将翻近两倍

本章重点分析公司在传统通信设备领域的成长空间，并解答以下相关问题——中兴通讯进入世界前三的重要性，为何欧洲的突破是进入世界前三决战前的关键一战、是哪些因素促使我们认为中兴通讯将超越诺西和阿朗以及何时将进入世界前三。

3.1、全球通信设备市场进入五强格局，第三名争夺战悄然打响

3.1.1、全球通信设备市场正式迈入五强角逐时代

2009 年，通信行业具有辉煌历史的百年老店加拿大通信设备商北电宣布破产，可谓十年毁了一百年。

2011 年 4 月，诺基亚西门子宣布完成收购摩托罗拉无线网络业务；2011 年 8 月，谷歌宣布将收购摩托罗拉手机业务。曾经是尖端技术的代表的摩托罗拉继退出其开创的半导体、汽车电子行业后，正式退出通信设备、手机领域。

至此，全球通信设备市场正式迈入五强角逐时代。

◆ 爱立信，增速放缓，成长或遭遇一定瓶颈，但依然是行业第一

近年来收入增长已经明显放缓，一直在 300 亿至 320 亿美元之间徘徊，显示其市场份额在超过 25% 且行业增速缓慢的情况下，或已遭遇到了一定的增长瓶颈。但目前依然是行业的第一名，并以成功向电信专业服务市场转型，其行业领导者的地位，其他厂家暂时无法撼动。

◆ 华为，或同样遭遇成长瓶颈，但行业第二的位置已经稳固

尽管也和爱立信一样，或遭遇传统电信市场空间瓶颈，但行业第二的位置已经进一步稳固，收入连续两年超越阿朗和诺西，与爱立信的差距也进一步缩小。

◆ 诺基亚西门子，仍然亏损，或前途未卜

2007 年合并后的新公司成立以来，连续三年亏损，从 2010 年和 2011 年上半年的财报来看，诺西的亏损有所减少，但截止 2011 年中报，诺西整体上依然亏损。而母公司出售诺西股份的消息一直不断，其母公司股东之一的西门子之前已将手机业务出售给明基，电信业务早已不是其重点；其母公司股东之二的诺基亚，近年手机业务下滑，中报显示，2011 年二季度整体巨亏 4.87 亿欧元，其中手机业务亏损 2.47 亿欧元。

◆ 阿尔卡特朗讯，或退守三大市场，但北美市场将受到强烈挑战



情况好于诺西，在连续三年亏损后，2011 年上半年财报显示已扭亏为盈，但我们认为，阿朗市场已收缩到以北美、欧洲、中国三大区域为主，随着爱立信收购北电，诺西收购摩托，其在北美市场的份额将受到强烈挑战。

◆ 中兴通讯，上升势头不减，正朝世界前三发动进攻

中兴通讯，尽管收入与前四家相比，仍然显得弱小，2010 年的收入大约是爱立信和华为的三分之一，是阿朗和诺西的二分之一。但还是不断上升的进攻势头，在海外同行陷入收入停滞的时候，仍然大踏步向前，2007-2010 年公司复合增长率 26.42%，收入增速居行业之首。在 2010 年收入首次突破 100 亿美金后，预测将继续华为之后，超越阿朗和诺西，进入世界前三。

◆ 其他厂商，仅具备局部优势

主要有日本 NEC 和韩国三星电子等，通信设备业务是他们业务中的一块，主要客户为其本土的运营商。另外思科和 Juniper，主要业务在路由器、交换机等有线网络领域，其重点在企业网领域，少部分在电信运营商市场。

以上分析表明，经过多年的竞争，爱立信和华为已经稳稳占据通信行业的前两名，而第三名的位置则存在一定的悬念，诺西和阿朗虽然是老牌的设备商，但近年来的发展已经令人大跌眼镜，连续三年亏损，至今仍在盈亏平衡点附近徘徊，而中兴通讯尽管收入只有他们的一半，但仍然是上攻势头。

3.1.2、通信市场特有的行业特征，决定了设备商如果不进入前三，将被边缘化，未来发展将陷入困境

全球运营商的新一轮的兼并浪潮仍然在继续，行业集中度进一步加强

- 2011 年 1 月，日本 NTT 旗下 NTT Data 公司社长山下彻表示，该公司将斥资最多 3000 亿日元(约合 37 亿美元)用于收购，并将瞄准巴西市场。
- 2011 年 2 月，德国电信和法国电信 Orange 宣布两运营商将分享各自在欧洲的无线接入网络。
- 2011 年 3 月，西班牙电信宣布了一项为期 4 年的投资计划，未来将在巴西的运营投入 146 亿欧元，较 4 年前的投资增幅达到了 52%。
- 2011 年 3 月，美国第二大移动运营商 AT&T 宣布，将斥资 390 亿美元收购美国第四大移动运营商 T-Mobile 美国，如果此次并购成功，将成为美国历史上最大电信运营商并购交易，AT&T 则将跃升美国市场第一大移动运营商，将拥有 39% 的美国市场份额，超过 Verizon 的 31% 份额和 Sprint 的 19% 份额，领跑市场。但这一交易因为涉嫌垄断，已遭到了美国司法部的阻止，目前 AT&T 仍然在努力，可能会和司法部展开进一步的谈判。



在上一轮运营商重组合并大潮完成，形成超大规模跨国运营商后，其采购模式也从以前的单一产品选择一家最佳的设备商，转为全系列产品综合采购选择 2 到 3 家整体最佳的设备商，以维系其话语权，保证建网成本持续下降的议价能力。采用这种采购模式的运营商，相对于少数仍然“独家采购”模式的运营商，将能获得性价比更高的产品、解决方案、服务和更快的响应速度，我们认为，未来这种采购模式将进一步得到强化。

正是通信市场这种特有的行业特征，决定了如果设备商无法进入前三的位置，将被逐渐边缘化，甚至最终被运营商所抛弃。而进入到前三的范围内，将有望和运营商结成较为牢固的伙伴关系，在各个领域进行全面合作，相对之前的群雄混战的格局，竞争环境有望得到较大的改善，特别是像中兴这样的后起之秀，如果进入到前三，将得到运营商的进一步扶持。

3.2、中兴将超越诺西和阿朗是大概率事件

3.2.1、为什么要突破欧洲，特别是欧洲的跨国运营商？

我们认为，中兴通讯选择欧洲，特别是欧洲的跨国运营商，作为战略突破和战略进攻的主战场，主要有以下几个方面的原因：

- 1、全球的发达电信市场主要包括北美、欧洲、日本、韩国、台湾、香港等地区。但目前而言，中国厂商由于各种原因，其系统设备很难进入到美日韩台这些地区的主流运营商，而欧洲相对而言，则是一个比较开放的电信市场，中国厂商华为也是先全面进入欧洲而奠定了其全球第二的位置。能在欧洲立足，也能为未来规模突破美日韩台地区主流运营商打下坚实的基础。
- 2、我们研究了 2010 年全球运营商 TOP100（控制了全球 90% 以上的市场）中最大的 35 家运营商，TOP35 的运营商总收入占到了 TOP100 运营商总收入的 80.5%，其中泛欧洲（包括澳洲电讯和在欧洲也有业务的和记电讯）的运营商一共有 14 家，而这 14 家泛欧洲运营商基本上全是知名的跨国运营商，控制着全球广大的市场，影响力巨大，总收入占 TOP35 运营商总收入的 40.5%，占 TOP100 运营商总收入的 32.6%。因此，中兴通讯如果能够在这 14 家跨国运营商站稳脚跟，获得稳定的收入，进世界前三的梦想已经不远。
- 3、中兴通讯要想超越诺西和阿朗进入到世界前三的位置，也必然要先在诺西和阿朗的欧洲老根据地发动进攻，大力提升在欧洲的市场份额，要先在发达电信市场之一的欧洲获得广泛认可。2010 年，诺西和阿朗在欧洲的收入占各自总收入的占比仍然达到 36.55% 和 31.76%，而中兴通讯在欧美及大洋洲的收入占总收入的比重仍然不到 21%。



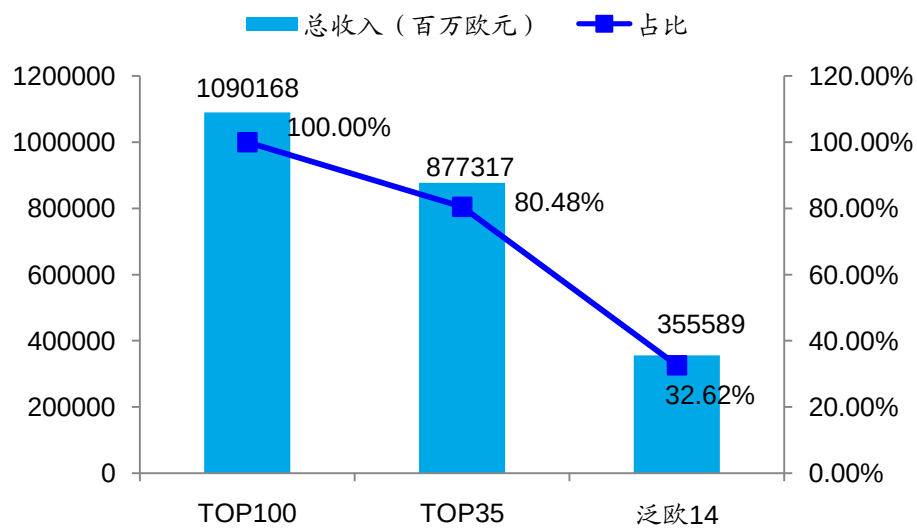
图 20: 全球运营商 TOP35 排名和收入

Revenue rank in 2010	Company name (rank in 2009)	Revenue euros (m) 2009-2010	Accounting standard
1	AT&T (1)	85,813	US GAAP
2	NTT (2)	80,571	US GAAP
3	Verizon (3)	75,203	US GAAP
4	Deutsche Telekom (4)	64,602	IFRS
5	Telefónica (5)	56,731	IFRS
6	Vodafone (7)	49,918	IFRS
7	China Mobile (8)	46,188	IFRS
8	France Telecom (6)	45,944	IFRS
9	Telecom Italia (9)	27,445	IFRS
10	KDDI (10)	27,240	Japanese GAAP
11	BT (12)	23,413	IFRS
12	Sprint (11)	22,503	US GAAP
13	Softbank (13)	21,869	Japanese GAAP
14	China Telecom (14)	21,390	IFRS
15	América Móvil (15)	21,079	Mexican FRS
16	Telstra (17)	17,266	AAS
17	China Unicom (16)	15,727	IFRS
18	KPN (18)	13,509	IFRS
19	SFR (19)	12,425	IFRS
20	Oi (41)	11,948	Brazilian GAAP
21	BCE (21)	11,809	Canadian GAAP
22	Telenor (22)	11,757	IFRS
23	KT (Korea Telecom) (20)	11,710	Korean GAAP
24	TeliaSonera (24)	10,644	IFRS
25	MTN (27)	10,578	IFRS
26	Saudi Telecom Company (25)	9,444	Saudi Arabian GAAP
27	SingTel (30)	8,919	Singapore FRS
28	SK Telecom (36)	8,674	Korean GAAP
29	Qwest Communications (23)	8,588	FASB
30	Swisscom (26)	8,086	IFRS
31	Liberty Global (29)	7,729	FASB
32	Comcast (34)	7,686	US GAAP
33	Rogers (40)	7,060	Canadian GAAP
34	Hutchison Whampoa (28)	6,997	HKFRS
35	MTS (31)	6,852	US GAAP

数据来源: Rogers, 第一创业证券研究所

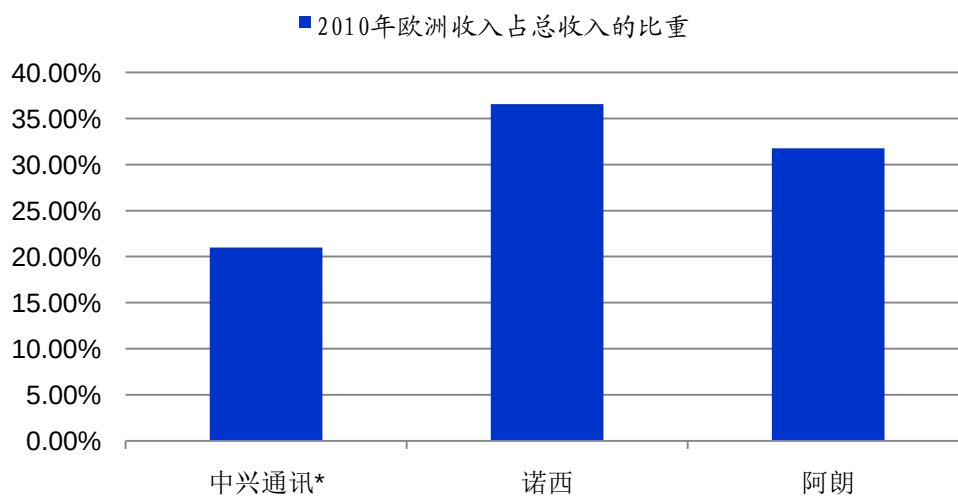


图 21: 欧洲的跨国运营商在全球运营商 TOP100 和 TOP35 的地位



数据来源: Rogers, 第一创业证券研究所

图 22: 2010 年中兴通讯、诺西、阿朗欧洲地区收入占总收入的比重



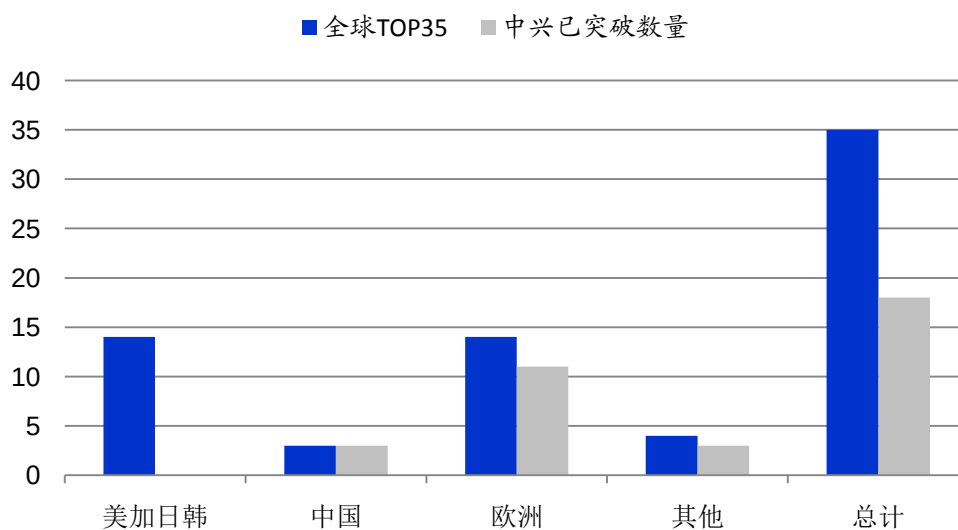
数据来源: 各公司年报 (注: 中兴通讯的数据包括欧美及大洋洲的总和收入), 第一创业证券研究所

3.2.2、近年来公司已经在欧洲取得了较大的突破和成绩

近年来, 中兴通讯在国内三大 3G 制式的大规模建设中取得了优异的成绩, 打败了国外的竞争对手诺西和阿朗, 但公司已经吸取了之前国际化布局错失先机的教训, 在欧洲市场丝毫没有放松, 反而加大了进攻欧洲市场的步伐, 并取得了较好的成绩, 而诺西和阿朗在本土市场也开始显露一定的下滑趋势。

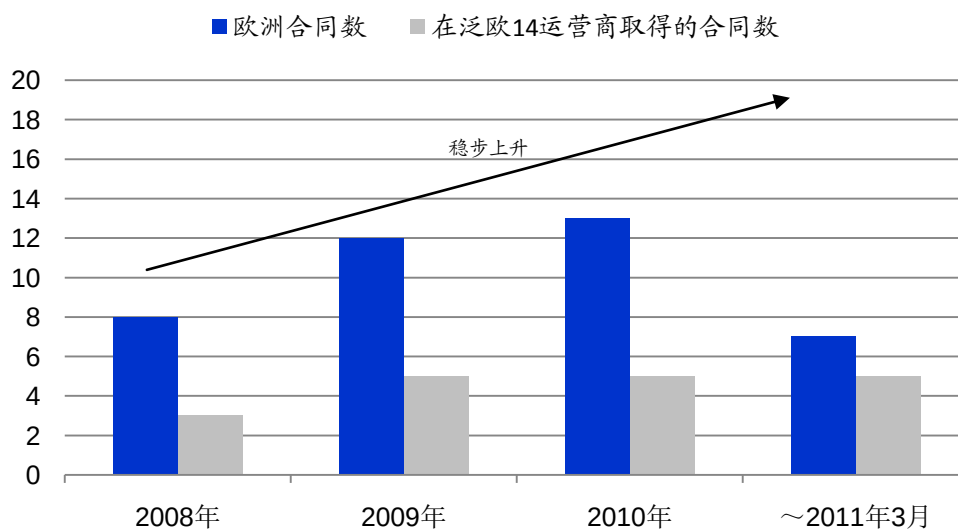


图 23: 全球运营商 TOP35 的分布与中兴通讯已经取得突破 (不含手机业务) 的情况



数据来源: 中兴通讯公司网站, 第一创业证券研究所

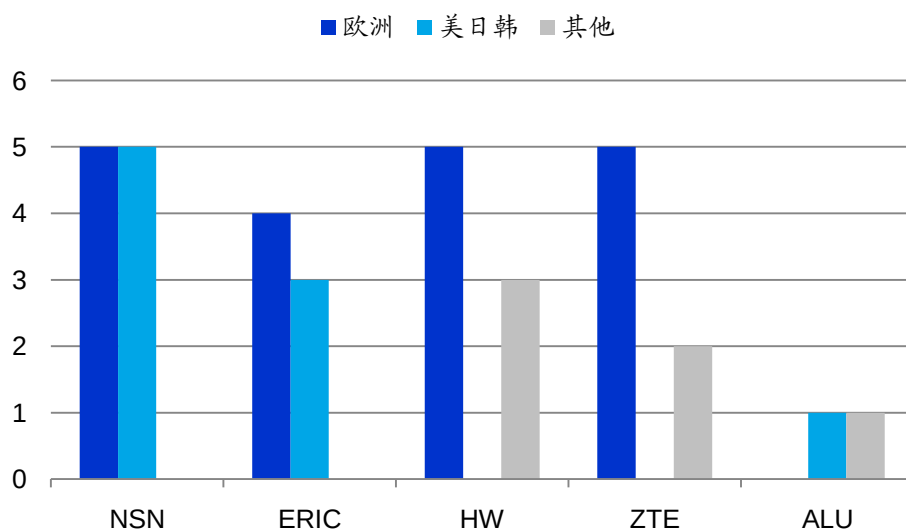
图 24: 中兴通讯最近 3 年在欧洲本土市场的合同数 (不含手机业务)



数据来源: OVUM, 第一创业证券研究所

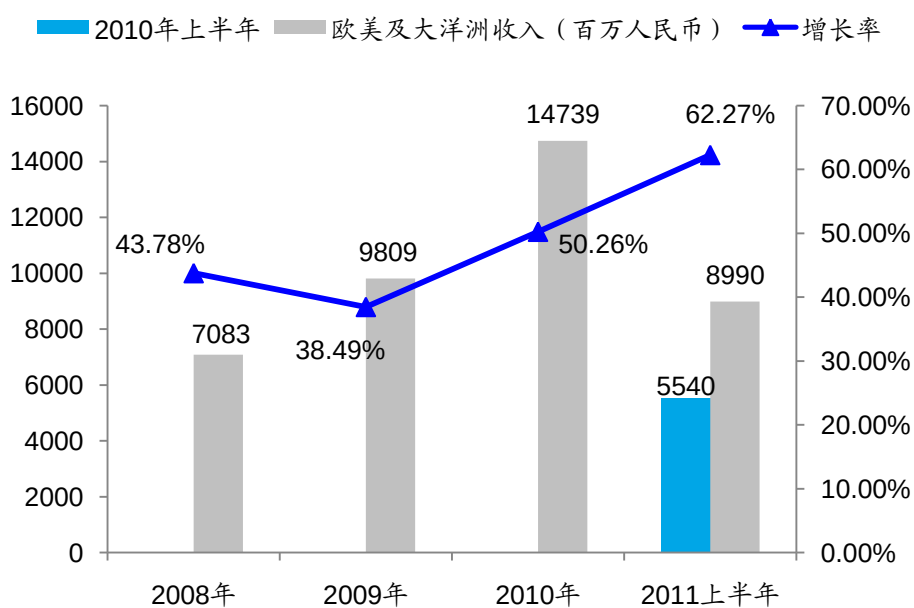


图 25: 各大厂商 2010 年 LTE 商用合同情况分布对比



数据来源: OVC, 第一创业证券研究所

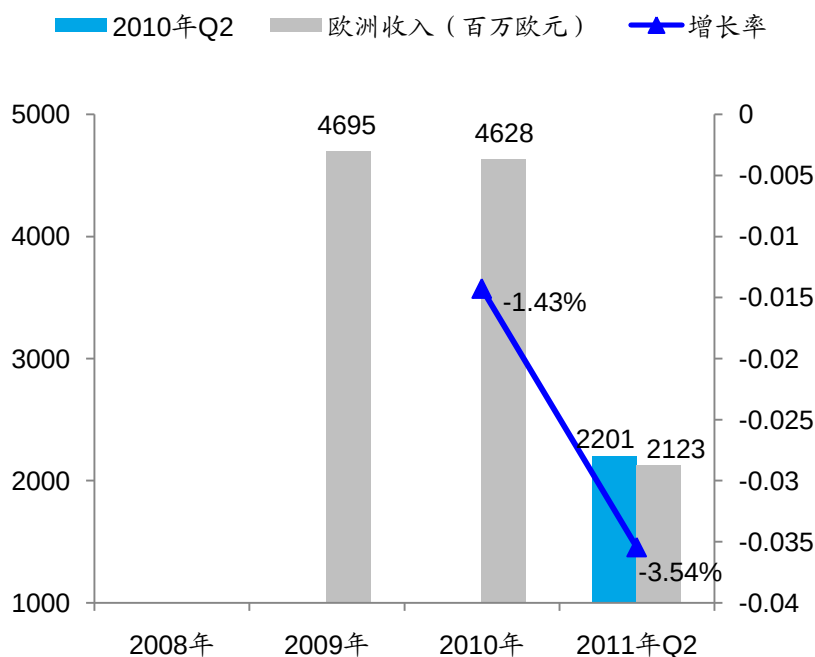
图 26: 中兴通讯 2008-2011 年在欧美及大洋洲的收入增长情况



数据来源: 中兴通讯年报和中报, 第一创业证券研究所

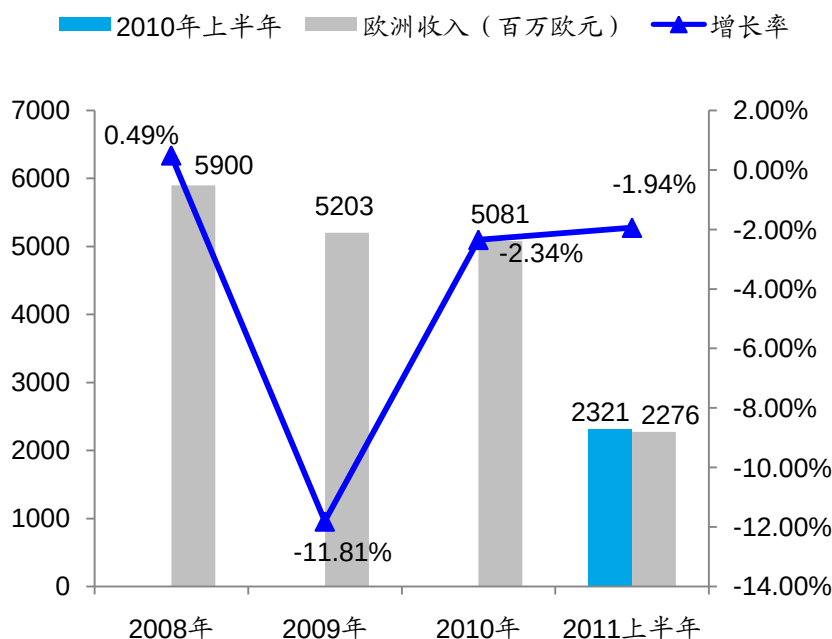


图 27: 诺西 2009-2011 年在欧洲的收入增长情况



数据来源: NOKIA 年报和中报, 第一创业证券研究所

图 28: 阿朗 2008-2011 年在欧洲的收入增长情况



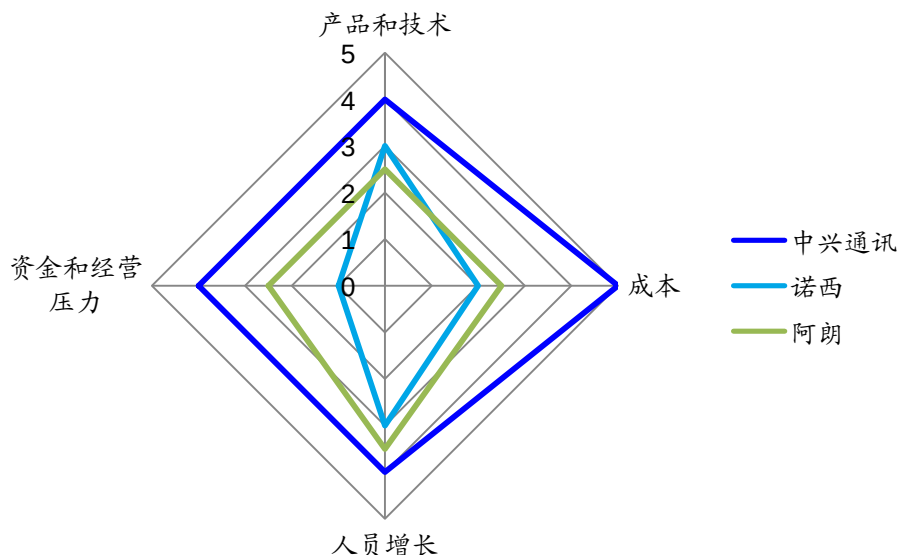
数据来源: 阿朗年报和中报, 第一创业证券研究所



3.2.3、综合竞争优势将助中兴赢得欧洲一战

下面我们从产品和技术、成本、人员增长、资金和经营压力四个维度来分析中兴通讯和诺西、阿朗的竞争优势，我们分析的结果是，中兴通讯拥有全方位的综合竞争优势。

图 29：三大厂家四个维度的竞争优势对比



数据来源：第一创业证券研究所

◆ 产品和技术

中兴通讯在产品和技术上已经占有优势，拥有全系列的产品，无线基站包括室内外宏基站、分布式基站、室内外微基站等等，超前于诺西和阿朗率先推出支持 2G/3G 混模、可向 LTE 平滑演进的 SDR 软基站，第三方咨询机构 OVC 以打分卡的方式评估中兴通讯的 LTE 综合竞争力位于爱立信和华为之后，领先诺西和阿朗。

诺西无线基站产品较为单一，主要只有 FLEXI 基站，并需要带风扇运行，而沃达丰等运营商已经在标书中明确 RRU 产品要采用自然散热风冷技术。有线产品方面也处于业界比较落后的地位，已经基本退出有线市场的竞争。手机（母公司 NOKIA）方面，目前出货量尽管仍然是第一位，但已经受到多方的强烈挑战，越来越多的人购买智能手机时，倾向选择安卓系统而不是 NOKIA 封闭的塞班系统，Gartner 第二季度全球手机市场报告显示 NOKIA 市场份额下滑 7.5 个百分点，其 2011 年中报显示，二季度手机业务亏损 2.47 亿欧元。

阿朗，无线领域的竞争力主要体现在 CDMA2000，在美国仍然占据较大市场份额，但在 GSM/WCDMA 产品方面竞争力较差，其产品来源于原来的阿尔卡特、朗讯、北电多个厂家的组合，拼凑迹象较为明显，而新产品的开发则比较慢，在 HSPA+ 升级、LTE 等方面的进度都是五个厂商中最慢的，在很多市场已经先后退出竞争。但相比于诺西，阿朗在有线领域还有一定的实力，占据一定的市场份额。



图 30: 三大厂家产品和技术综合竞争力对比

	无线产品						有线产品			终端产品	
	GSM	WCDMA	CDMA2000	TD-SCDMA	LTE	WiMAX	接入网	传输网	软交换	手机	数据卡
中兴通讯	★★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
诺西	★★★	★★★	★★	★★	★★★★		★	★	★★★	★★★★★	
阿朗	★★	★★	★★★★★	★	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★		

数据来源：各咨询机构，第一创业证券研究所

图 31: 2010 年各大厂家 LTE 综合竞争力对比

Vendor	Overall Rating	Industrial Contribution		Market Competitiveness		Product Competitiveness		Solution Competitiveness	
		Vision	Patent	Incremental Contract	Cumulative Customers	Comprehensive Competence		Integrated Solution Competence	
						Product	Competence	Competence	Competence
Weight	100%	15%	10%	15%	15%	25%		20%	
Ericsson	4.75	5	4.8	5	4.5	4.7		4.6	
Huawei	4.73	4.2	4.8	4.7	5	4.8		4.8	
ZTE	4.55	4	4.6	4.5	4.8	4.6		4.7	
NSN	4.53	4.2	5	5	4.3	4.5		4.4	
ALU	3.68	3.8	3	4	3.5	3.7		3.8	
NEC	2.84	3	2	3	2.5	2.8		3.3	

数据来源：OVC，第一创业证券研究所

◆ 成本

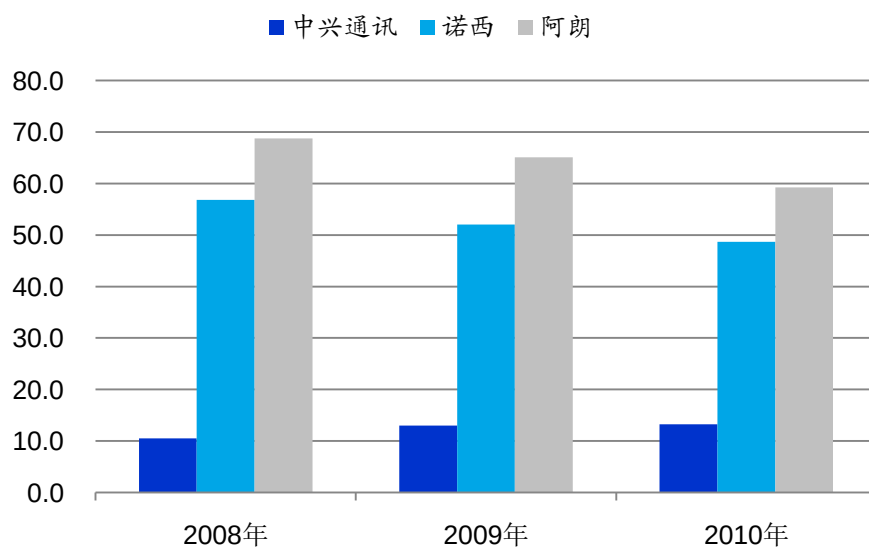
与西方厂家对比，作为中国厂商的中兴通讯仍然拥有较大的成本优势，体现在人力成本、管理成本、制造成本等各个方面。三个公司的财报显示，近三年来，中兴通讯的员工人均薪酬支出只有诺西和阿朗的五分之一到六分之一。

而在产品毛利方面，刨去手机毛利率较低的影响，中兴通讯的毛利率已经领先诺西和阿朗。公司通过勤练“内功”，坚持“成本领先”战略贯彻到产品的系统架构和具体设计中，平台化的设计实现了在同大类产品中共享器件、模块，从而降低了元器件采购、生产制造管理等方面的成本。

尽管 2011 年上半年公司因为市场扩张牺牲了一定的毛利率，我们也看到毛利率仍然高出诺西 7 个百分点以上，仍然具有较大的竞争优势。而阿朗主要受益于美国等市场而保持住了毛利率相对稳定的水平。

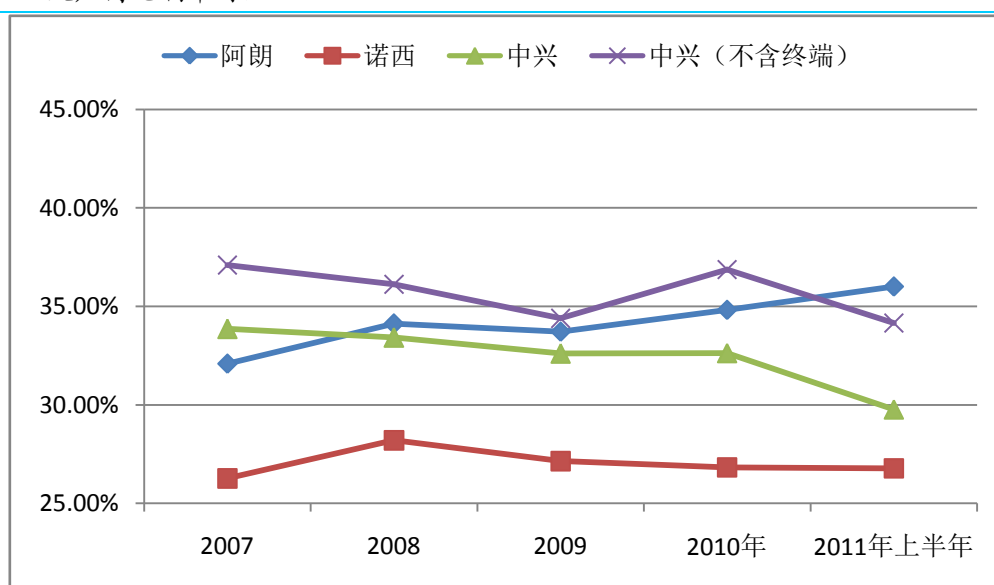


图 32: 三大厂商员工人均薪酬支出 (万元人民币) 对比



数据来源: 公司年报和中报, 第一创业证券研究所

图 33: 三大厂商毛利率对比



数据来源: 公司年报和中报, 第一创业证券研究所

◆ 人员增长

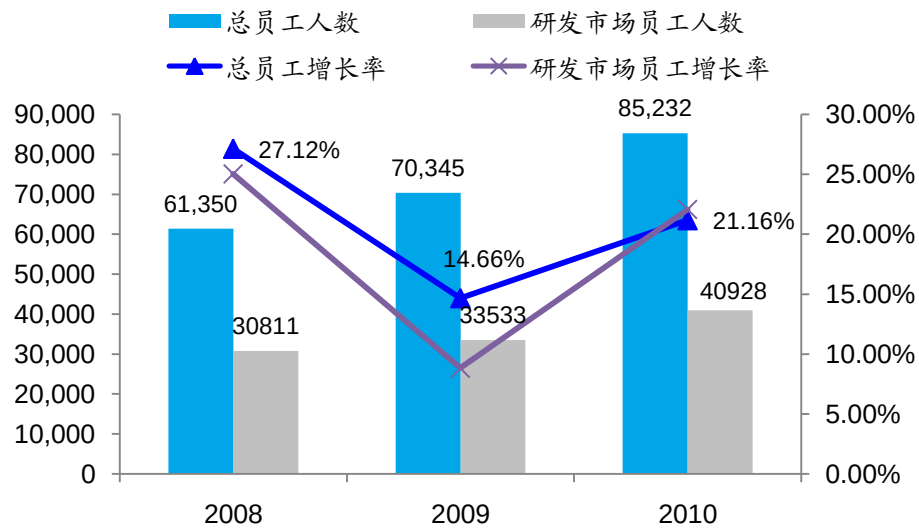
从下面的数据可以看到, 3 年来中兴通讯随着收入规模的扩大, 稳定地维持着人员的适度增长, 无论是总员工数, 还是研发和市场人员, 源源不断地为研发和市场输送新生力量, 为后面的市场扩张储备力量, 人员的增加将为客户提供更好的产品和更及时的服务。

而诺西和阿朗则受制于收入的停滞和经营亏损压力, 无法有效增加人手, 并不时传出要裁员的消息, 都势必影响到员工的士气和稳定性, 也很可能会



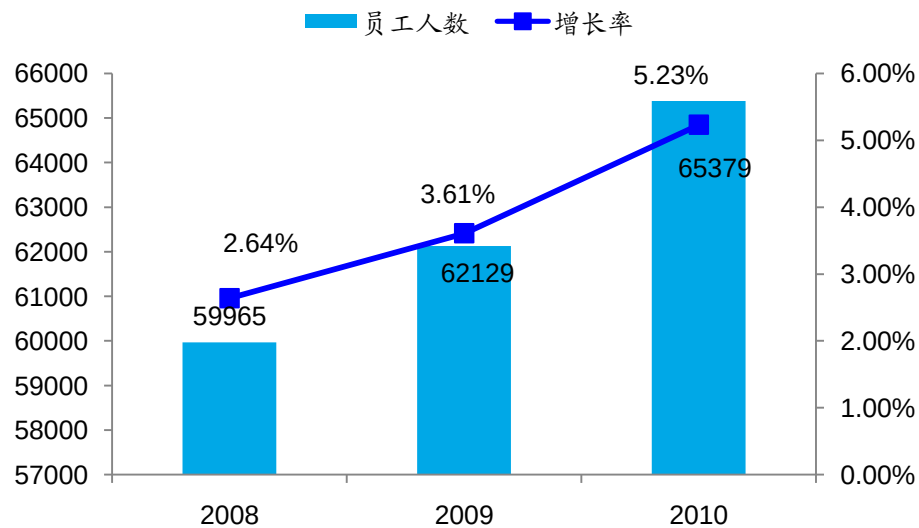
影响到研发的进度和市场的推广扩张力度。

图 34: 中兴通讯 2008-2010 年人员增长情况



数据来源：公司年报，第一创业证券研究所

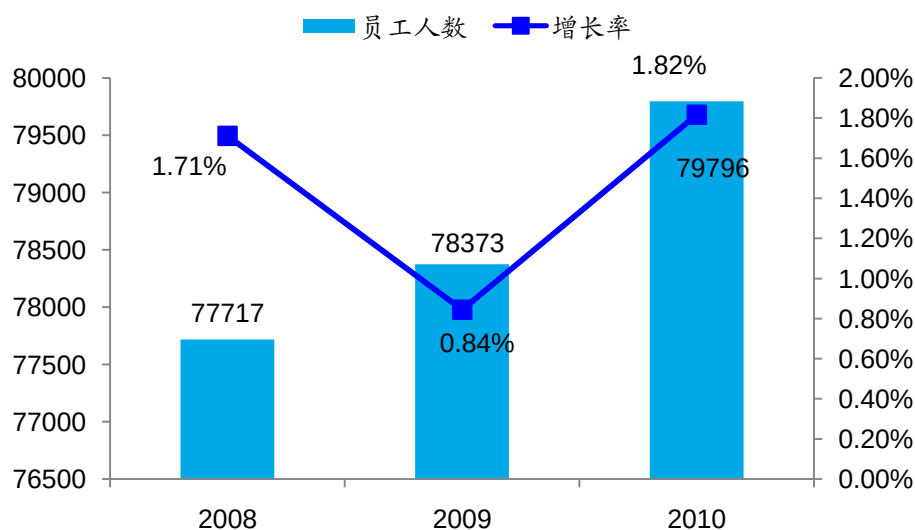
图 35: 诺西 2008-2010 年人员增长情况



数据来源：公司年报，第一创业证券研究所



图 36: 阿朗 2008-2010 年人员增长情况



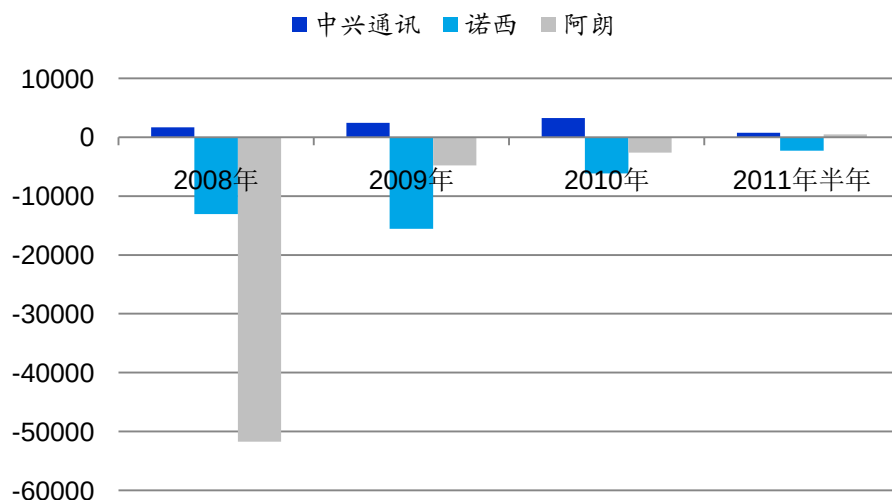
数据来源：公司年报，第一创业证券研究所

◆ 资金和经营压力

三年来，诺西和阿连续亏损，并背负沉重的重组财务包袱，资金和经营压力都相当沉重，特别是诺西，在 2011 年上半年母公司也亏损的情况下压力更大。这也在近三年的员工人均薪酬支出数据得到了体现，按本币计算，中兴通讯员工人均薪酬年增长 10%，而诺西是年增长 0.74%，阿朗则是年增长-2%，反过来势必又会影响到员工的士气。

而中兴三年来净利润增长稳定，2008-2010 年年复合增速为 37.43%。资金方面，继 2009 年获得国开行 150 亿美元合作额度之后，2011 年获得 10 家国际银行总额 9 亿美元的定期银团贷款，在国内利率提升、人民币升值背景下，海外银团贷款具有较大的成本优势，将为公司节省资金运营成本。

图 37: 三大厂商 2008-2011 年净利润（万元人民币）对比



数据来源：公司年报和中报（诺西的数据为营业利润，净利润未单独给出），第一创业证券研究所



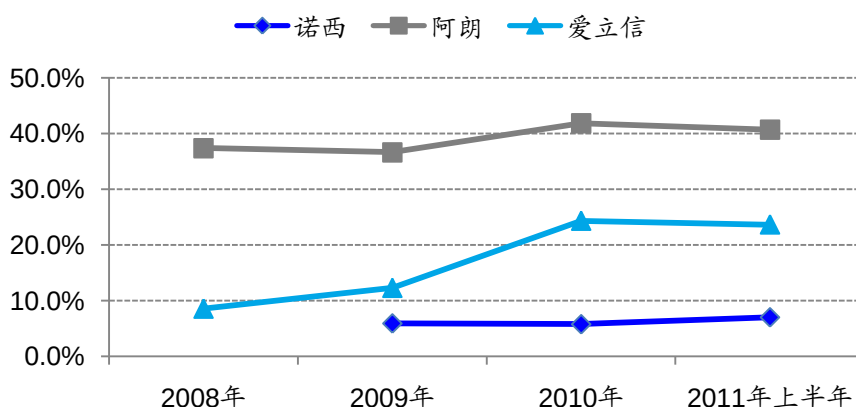
3.2.4、退守北美也无法帮助诺西和阿朗长期支撑下去

市场或认为，诺西和阿朗在中国厂商的进攻下，还可以退守北美市场，特别是美国市场。目前由于各种原因，中国厂商的系统设备，的确始终无法进入美国的主流运营商，但我们认为，尽管北美市场占到全球市场的 24%，也依然无法帮助诺西和阿朗长期支撑下去。

诺西，尽管收购摩托罗拉无线业务，如愿以偿进入了美国市场，收入增长较快，全年预计将在 10 亿欧元左右，北美收入与其总收入相比，只有约 7%，无论是总量还是占比，都相对偏小。

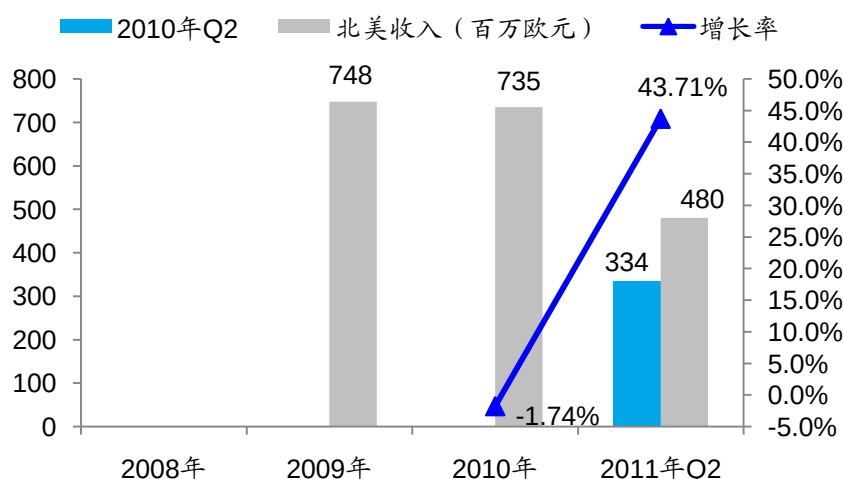
阿朗，情况好于诺西，北美收入全年有望在 65-70 亿欧元之间，北美收入与其总收入相比，占到了 40%以上，但未来有将受到爱立信和诺西的进一步挑战，爱立信收购北电在北美的业务后，收入增长非常快，其北美地区总收入 2010 年已经接近 50 亿欧元。而阿朗目前也仅处于盈亏平衡点附近，仅靠北美显然是无法支撑其未来的发展。

图 38：2008-2011 年诺西、阿朗和爱立信的北美收入占其总收入的比重情况



数据来源：爱立信、诺基亚、阿朗公司财报，第一创业证券研究所

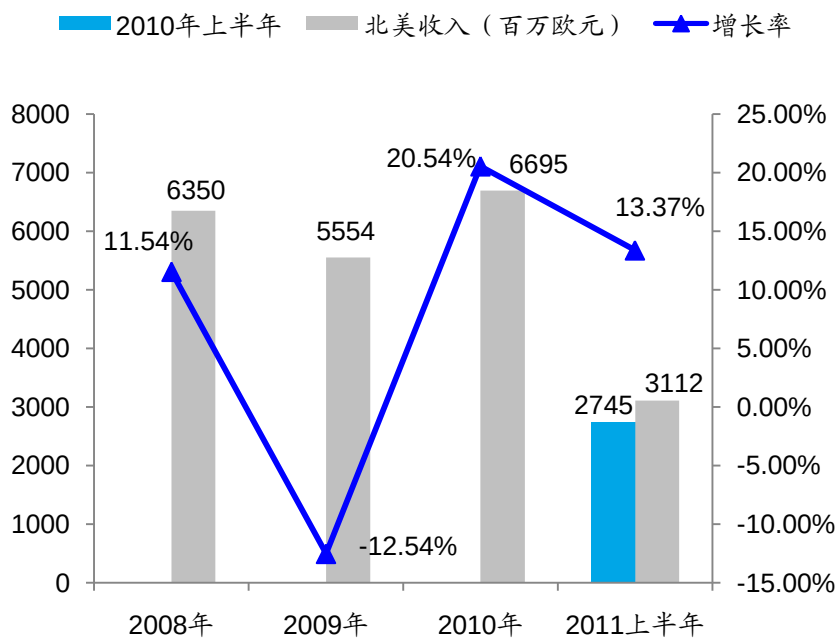
图 39：诺西北美收入增长情况





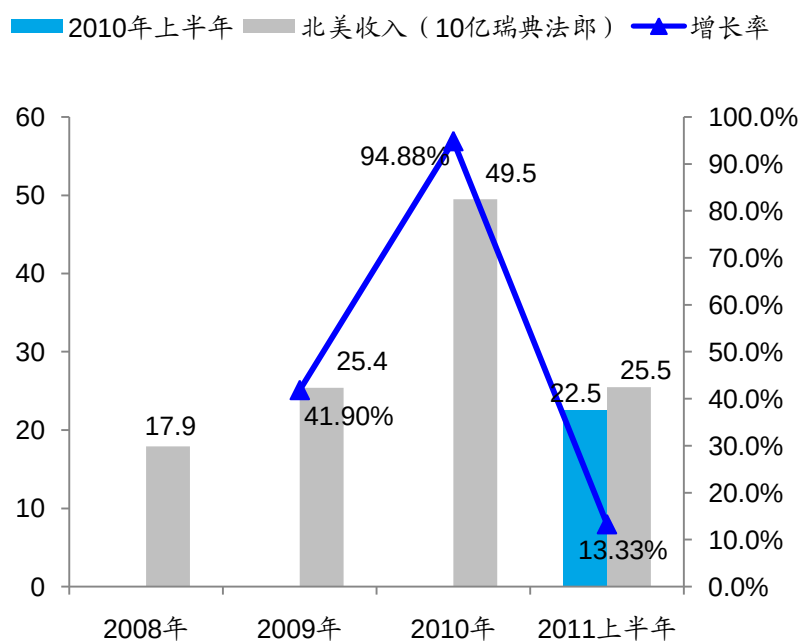
数据来源：诺基亚公司财报，第一创业证券研究所

图 40：阿朗北美收入增长情况



数据来源：阿朗公司财报，第一创业证券研究所

图 41：爱立信北美收入增长情况



数据来源：爱立信公司财报，第一创业证券研究所



3.3、有望在 2014-2015 年进入世界前三

3.3.1、通信设备市场收入将翻近两倍

综上所述,我们认为,中兴通讯有望将继华为之后,最终收入将超越阿朗和诺西,这一目标将在 LTE 在全球大规模部署的过程中逐渐实现,有望在 2014-2015 年进入世界前三。

根据 Gartner 的预测,2015 年运营商网络设备市场约 1000 亿美金的大蛋糕,预计未来爱立信和华为两家合计占到总份额的 50%以上,而中兴通讯如果进入世界前三的话,份额将有望上升到 15%-18%左右,对应收入为 150-180 亿美金,对比公司 2010 年运营商网络设备业务 420 亿人民币的收入,还有近两倍的空间。

3.3.2、在欧洲的突破,将在全球开花结果

市场一直关心,中兴通讯在欧美的突破,何时能够开花结果,获得净利润的回报?我们的回答是,已经在回报了,未来将会有更多的回报。

跨国运营商挪威电信(Telenor),总部位于奥斯陆附近的福内布,拥有超过 150 年的历史,是全球第 22 大运营商,截至 2010 年年底,拥有 2 亿用户,在欧洲、亚太等 14 个国家拥有电信网络。

而中兴通讯早在 2008 年之前便成立 Telenor 总监办,专门对口、牵头负责对 Telenor 集团的市场营销,包括重大项目应标,技术、产品和解决方案的重点交流,寻求对 Telenor 的突破。从 2009 年开始,中兴通讯从突破其黑山分支开始,两年的时间,相继突破其旗下印度、匈牙利、马来西亚、瑞典、挪威、丹麦的分支,合同包括 GSM/UMTS/HSPA+/LTE 基站、核心网、传输网、网络运营维护、融合增值业务平台等等。

- 2009 年 9 月,中兴通讯首次突破 Telenor,为其旗下 Promonte(黑山第一大运营商)提供为期 5 年的网络建设合同,对 ProMonte 现有 2G/3G 网络无线侧、核心网进行搬迁、升级和扩建,并为其提供传输网络建设,以及 GSM/UMTS/HSPA+/LTE 相关的全套运营支持服务。
- 2009 年 10 月,中兴通讯宣布与 Telenor 集团控股的 Unitech Wireless 公司签署合同,为其在印度的 GSM 手机网络提供为期五年的建设与运营维护服务。
- 2010 年 8 月,中兴通讯与 Telenor 旗下 Telenor Hungary 正式签署了 GSM/UMTS/LTE 商用合同,为 Telenor 在匈牙利全国替换、扩容和运维 GSM/UMTS/LTE 网络,在五年内作为无线侧设备与核心网独家供应商,为 Telenor Hungary 提供端到端网络交付。



- 2011 年 4 月，中兴通讯与 Telenor 旗下马来西亚领先的无线运营商 DiGi 签署 2G/3G/4G“统一无线网络”合同并由中兴通讯负责相应的电信管理服务和统一运维。当时正在马来西亚开展国事访问的温家宝总理与马来西亚总理穆罕默德-纳吉布出席了双方的签约仪式。
- 2011 年 5 月，中兴通讯宣布同 Telenor 旗下瑞典、挪威、丹麦的子公司建设融合增值业务平台，这也是挪威电信在北欧三国市场最大的一次增值业务平台升级合同，中兴通讯将对现有平台进行升级，部署综合平台解决方案，让各项业务能够共享硬件和容量资源。

法国电信(Francetelecom)，总部位于巴黎，是法国最大的企业，全球第八大电信运营商，拥有全球最大的 3G 网络 Orange，雇员超过 26 万名。

- 2005 年起，中兴通讯就开始与对法电展开合作，覆盖 ADSL、手机和光传输等领域，也多次展开无线网络设备领域的应标和交流，终于在 2011 年获得突破，中标法电的在肯尼亚分支 Telkom Kenya 的 HSPA+项目。

沃达丰 (Vodafone)，全球第六大运营商，总部设在英国的纽布利 (Newbury) 及德国的杜塞尔多夫，网络直接覆盖 26 个国家，并在另外 31 个国家与其合作伙伴一起提供网络服务，在全球拥有 3.33 亿以上用户

- 自 2007 年以来，中兴通讯与沃达丰在多个领域开始广泛的合作，中兴通讯的多款 GSM、WCDMA 手机、智能手机已经由沃达丰在全球市场销售，截止到 2009 年底，中兴通讯向 Vodafone 累积发货量超过一千八百万部。
- 2008 年 4 月，中兴通讯与沃达丰签署系统设备全球合作框架协议 (GFA)，产品覆盖公司包括 GSM/UMTS/光传输等在内的全线系统设备，系统设备进入到沃达丰的“短名单”。
- 2010 年 3 月，中兴通讯宣布在位于德国杜塞尔多夫、由沃达丰德国子公司运营的“测试与创新中心”设立一个研发实验室，加强公司在欧洲本土的研发和测试能力，为公司在欧洲的长期发展进一步奠定基础。
- 2011 年 6 月，中兴通讯宣布为沃达丰旗下的印度运营商沃达丰爱莎 (Vodafone Essar) 成功开发并运行先进的增值业务平台，至此，中兴通讯与沃达丰的合作从终端领域延伸到系统侧。
- 相信不久将来，中兴通讯会有更多的系统设备，比如 UMTS 或 LTE 无线基站产品也一定会进入到沃达丰全球的网络中。

全球通信市场的格局和跨国运营商的势力分布，决定了中兴通讯今天在欧洲的这些跨国运营商的布局，包括无线设备的布局 and 智能终端的布局，未来都将会在跨国运营商的全球其他分支、在有线产品领域、在电信专业服务领域开花结果，获得丰厚回报。

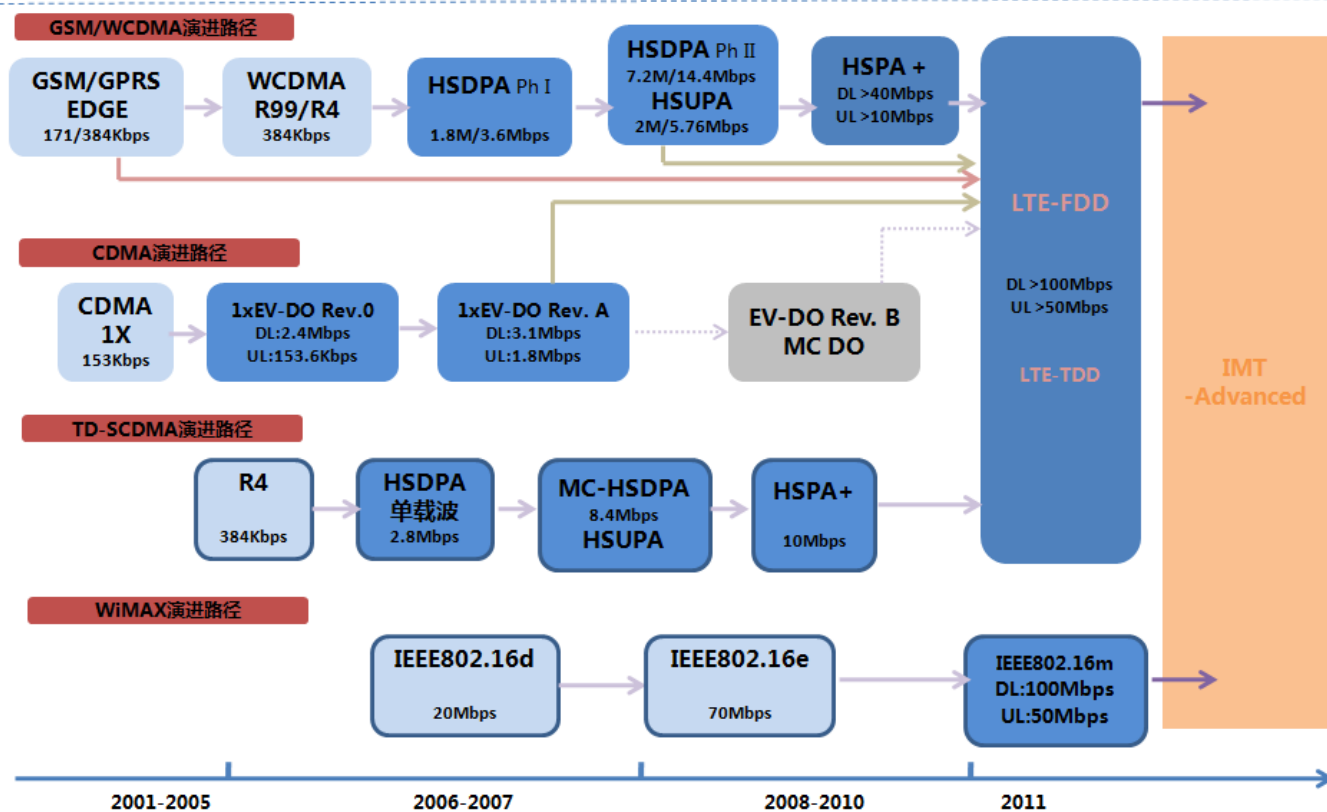


4、TDD-LTE、FDD-LTE 将是公司未来几年十分重要的业绩增长切入点

4.1、3G 三大制式都将演进到 LTE

我们通常所谈的 LTE 为 FDD-LTE，是 FDD 版本的 LTE 技术，而 TDD-LTE 是 TDD 版本的 LTE 技术。FDD 和 TDD 的差别在于，TDD(Time Division Dual)是采用单边频谱的时分双工（收发信机分别工作在同一频谱，但在不同的时隙上），而 FDD(Frequency Division Dual)是采用一对对称的频谱的频分双工（收发信机分别工作在同一时隙，但在不同频谱上）。TDD-LTE 与 FDD-LTE 在标准化进程中基本同步，LTE 协议 R8 和 R9 版本都已经在 2009 年 3 月和 2010 年 3 月先后冻结，在未来 WCDMA、CDMA、TD-SCDMA 三大 3G 制式都将演进到 LTE。

图 42：GSM/WCDMA/HSPA+、CDMA、TD-SCDMA 三大标准都将演进到 LTE



数据来源：第一创业证券研究所

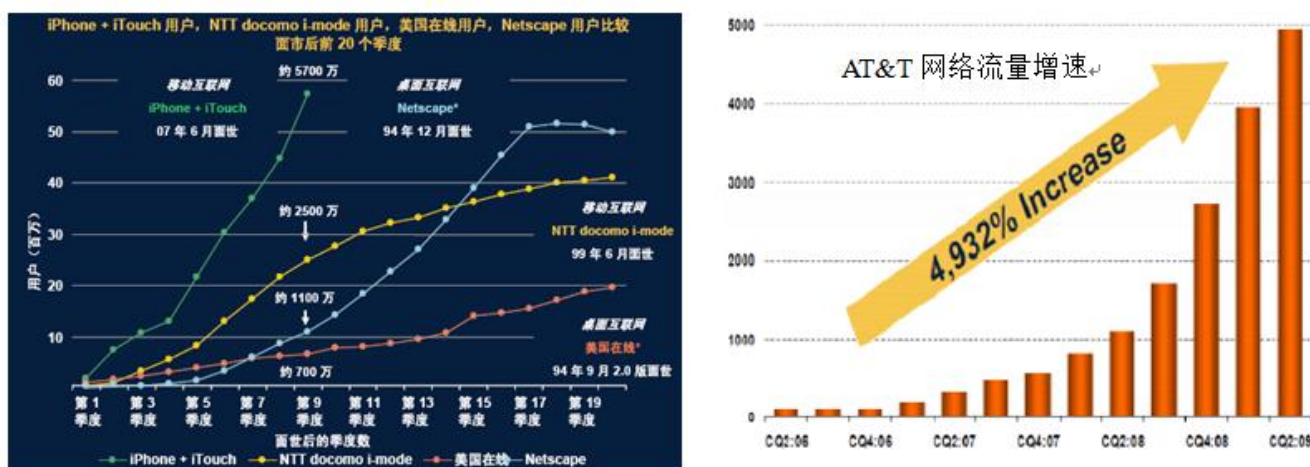


4.2、宽带业务和流量需求，推动 FDD-LTE 率先在发达电信市场大规模部署

目前,FDD-LTE 全球产业链已经基本成熟,已经处于小规模部署阶段,大规模部署展开在即。

- ◇ 移动互联网正以前所未有的速度发展,在 iPhone 等智能终端和大量创新业务的带动下,发达电信市场的宽带流量激增,给运营商带来巨大的网络流量压力,直接推动发达电信市场部署频谱效率更高的 LTE 网络,北欧、北美和日本将成为 LTE 最早部署的三大区域。
- ◇ 截止 2011 年 7 月,全球已有 62 个国家 166 家运营商承诺部署 LTE 计划,其中已有 16 个国家 24 个网络已经商用,另外约有 91 个 LTE 网络有望在 2012 年底商用。
- ◇ 截止 2011 年 7 月,共 161 款 LTE 终端: 41 款 USB 上网卡, 63 款路由器, 29 款用户设备模块, 8 款移动平板电脑, 8 款手机智能手机, 10 款笔记本和 2 款 PC 卡,绝大多数支持双模 (LTE/HSPA 或 LTE/HSPA+ 或 LTE/EV-DO)。

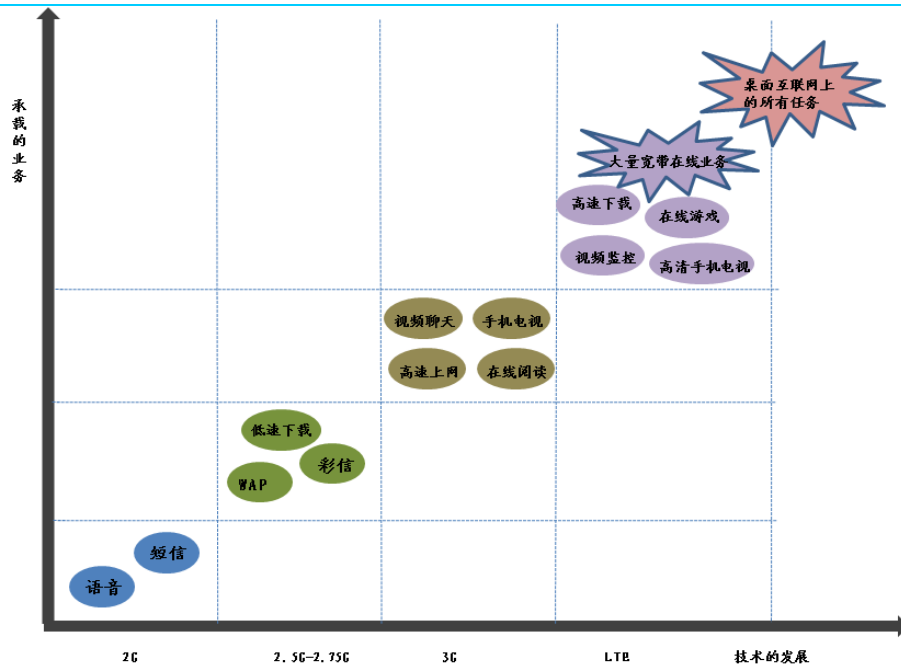
图 43: 移动互联网的增长速度和发达电信市场运营商网络流量增速



数据来源: 摩根斯坦利, AT&T, 第一创业证券研究所

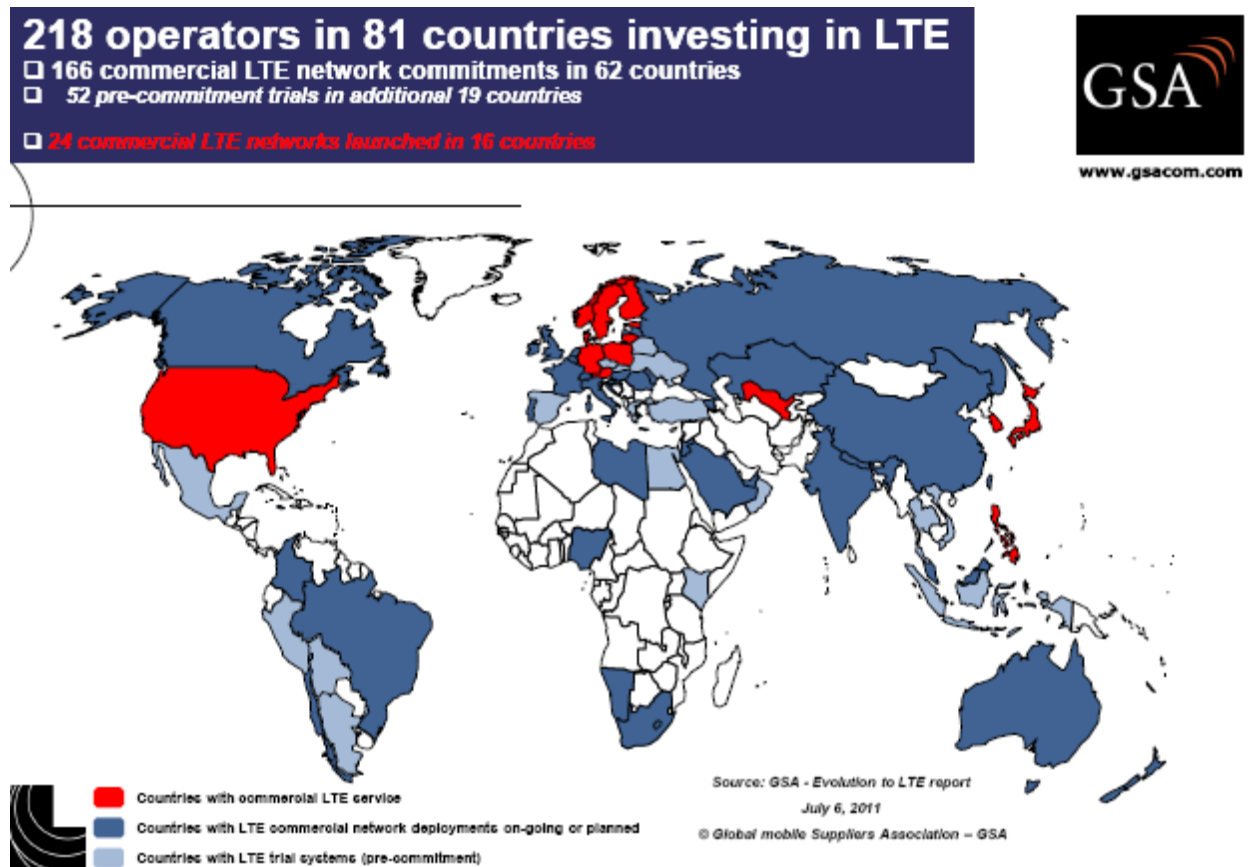


图 44: LTE 能给用户带来更好的移动宽带体验



数据来源：第一创业证券研究所

图 45: LTE 全球发展情况



数据来源：GSA，第一创业证券研究所



4.3、中国 TDD 产业发展战略，推动 LTE 国内部署进度提前

中国 LTE 部署时间主要受国内 TDD 产业发展战略推动，我们预测，中国将在 2013 年下半年发放 TDD-LTE 和 FDD-LTE 牌照，主要逻辑如下：

第一、TDD-LTE 在全球范围内与 FDD-LTE 一起部署，是中国主导的 TDD 标准和产业在全球推广的一次宝贵机会，一旦错过 FDD-LTE 全球大规模部署的时间窗，TDD-LTE 后续发展将极为艰难，无法搭上全球产业链发展的快速通道，无法获得较好的经济效益和影响力，相反，如果 TDD-LTE 全球成功部署，不仅给 TD-SCDMA 发展演进带来重要历史机遇，还将带来 TDD 产业链的大发展，也必将带动我国通信技术、信息技术等领域的综合实力的大发展，意义影响深远。

第二、TDD-LTE 与 FDD-LTE 融合，在全球范围内一起部署，不仅仅是中国政府和中国移动的主观意愿，也获得了国际通信产业链和众多运营商的大力支持，是多方共赢的局面。

1、无线频谱是通信行业的稀缺性资源，运营商花在频谱拍卖上的费用非常高昂，往往为运营商埋下沉重的财务负担。

- ◇ 2010 年 4 月，印度电信部对印度 22 个电信服务区的 3~4 个可用 3G 频点(2x5MHz, 上下行各 5MHz)进行了拍卖，9 家公司以 6771.89 亿卢比（约合 146 亿美元）的价格，赢得了在该国提供 3G 服务的权利，其中古吉拉特邦、德里、孟买地区的 3G 牌照分别达到 1.04 亿美元、9900 万美元和 9400 万美元。而印度通话价格便宜，无线运营商花费的高昂代价是否能够从用户消费支出中得到足够回报成为疑问。
- ◇ 2000 年 4 月，英国在全球首次以拍卖方式发出五张 3G 牌照，分别被 TIW、沃达丰、英国电信、One2One 和 Orange 五家公司竞拍获得，总进账 225 亿英镑。
- ◇ 2000 年 7 月，德国拍卖 3G 执照，推出 6 张牌照（一张牌照 2 个 3G 频点，2x10MHz），德国电信、和黄集团等 6 家公司最终以平均 165 亿马克（约 76.7 亿美元）的高价各获得 1 个牌照，成为世界上最昂贵的一次 3G 执照竞标。

2、FDD 需要使用对称的频谱，而 TDD 只需要单边的频谱。而 TDD LTE 频谱相对于 FDD 频谱价格更低，对于资金比较有限的运营商而言，TDD LTE 更具吸引力。如果 TDD-LTE 能够形成产业链，与 FDD-LTE 融合发展，将给运营商更多地选择空间，减少因频谱稀缺带来的巨额牌照费用。



表 5: 3GPP 目前已划分的 TDD-LTE 频谱

编号	频段	双工方式
33	1900 MHz–1920 MHz	TDD
34	2010 MHz–2025 MHz	TDD
35	1850 MHz–1910 MHz	TDD
36	1930 MHz–1990 MHz	TDD
37	1910 MHz–1930 MHz	TDD
38	2570 MHz–2620 MHz	TDD
39	1880 MHz–1920 MHz	TDD
40	2300 MHz–2400 MHz	TDD
41	2496 MHz–2690 MHz	TDD
42	3400 MHz–3600 MHz	TDD
43	3600 MHz–3800 MHz	TDD

数据来源：3GPP 36.104 协议，第一创业证券研究所

表 6: 我国的 3G 和 LTE 频谱划分

3G	带宽	分配频段	LTE	带宽	具体频率
TD-SCDMA (TDD)	155MHz	1880-1920MHz 2010-2025MHz 2300-2400MHz (暂未使用)	TDD-LTE 试验网	50MHz	2570MHz-2620MHz
WCDMA (FDD)	2x15MHz	UL:1940-1955 MHz DL:2130-2145 MHz	暂未分配	-	-
CDMA EVDO(FDD)	2x15MHz	UL:1920-1935 MHz DL:2110-2125 MHz	暂未分配	-	-

数据来源：工信部，第一创业证券研究所

3、TDD 技术的上下行速率可以灵活配比，相对 FDD 技术，单边频谱效率更高，更适合于上下行流量不对称的宽带数据业务。

4、多模芯片技术，可以实现 TDD-LTE 终端同时支持 GSM/UMTS/FDD-LTE，用户在漫游出 TD-LTE 的覆盖区域后，可以切换到已经规模覆盖的 GSM/UMTS 网络上，与 FDD-LTE 融合发展。如果 TDD-LTE 和 FDD-LTE 在全球融合部署，则全球的 GSM/WCDMA、CDMA、TD-SCDMA 三大标准的无线网络最终将都演进 LTE FDD/TDD 上，形成全球统一的产业链，极大地降低运营商的建网和运营成本。

5、2011 年 2 月，中国移动与全球 60 余家国际运营商、30 多家主流厂商和多个重要国际通信组织共同启动了全球 TD-LTE 发展倡议 Global TD-LTE Initiative(GTI)。截至 2011 年 6 月，除中国移动外，全球约有 15 个国家和地区的大约 20 家运营商加入到 TDD-LTE 阵营，全球 TDD-LTE 试验网络 32 个，原来很多 Wimax 阵营的运营商也纷纷支持 TDD-LTE。



图 46: TDD-LTE 全球发展情况



数据来源: GSA, 第一创业证券研究所

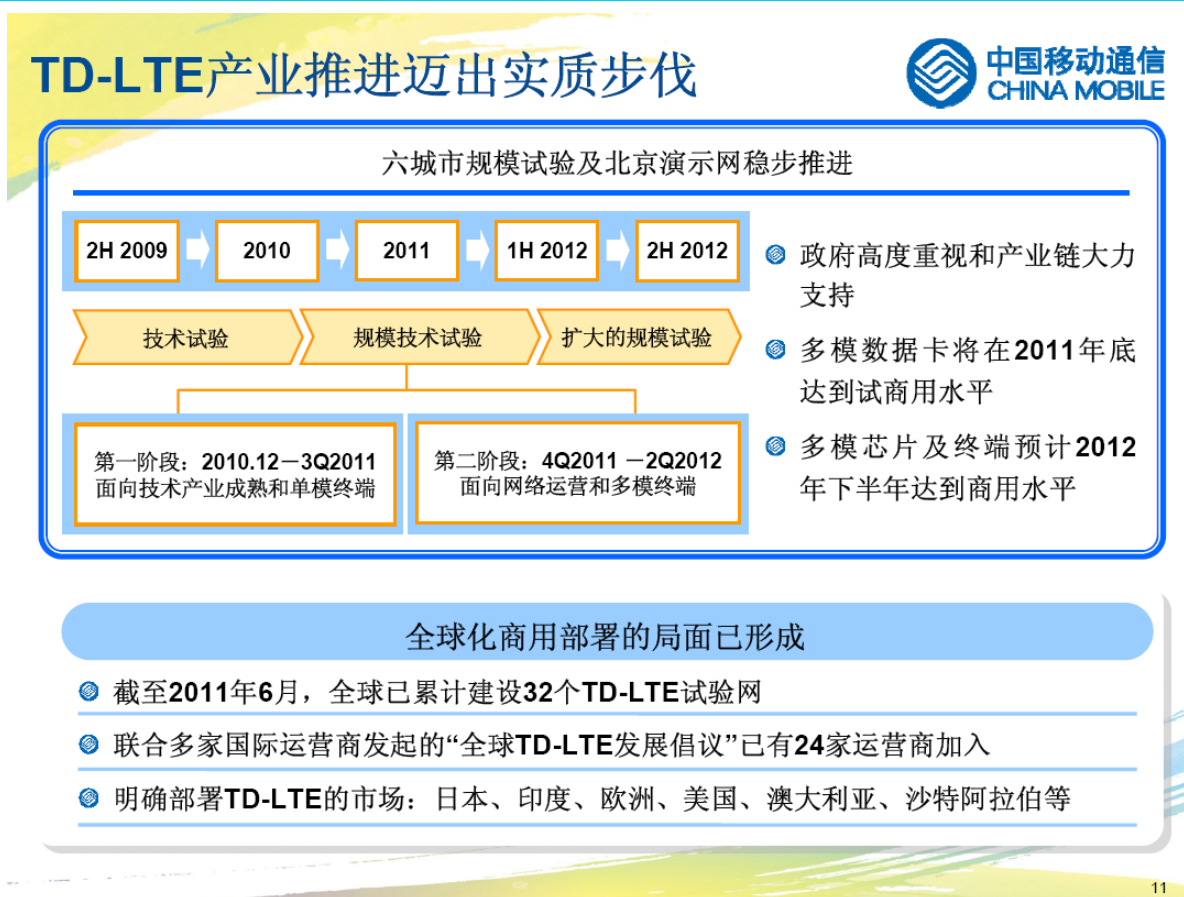
第三、TDD-LTE 部署, 在技术上已经基本成熟, TDD-LTE 与 FDD-LTE 的技术差别要小于 TD-SCDMA 与 WCDMA 的技术差别, 目前主要是等待产业链的进一步完善, 多个方面已经发出了强烈的信号, 显示国内 TD-LTE 正式商用渐行渐近。

- 2010 年 10 月, TD-LTE-Advance 被 ITU 确定为 4G 候选标准之一。
- 2011 年 3 月, 中国移动宣布 TD-LTE 规模试验网部署项目将采取“6+1”方案, 共投资 15 亿人民币建网覆盖上海、杭州、南京、广州、深圳、厦门 6 个城市; 并在北京建设 TD-LTE 演示网, 力争 2011 年底达到试商用要求。
- TD-LTE 的多模芯片和终端, 已经取得较好进展。工信部已经明确, 初期 TD-LTE、TD-SCDMA、GSM 为多模必选模式, 后期将支持 TD-LTE、FDD-LTE 多模的方案, 海思、创毅、高通、ST-E 有望在 2012 年下半年推出成熟稳定的商用多模终端芯片。
- 2010 年 8 月, 中国移动对 PTN 承载 LTE 方案进行了实验室测试, 测试结果表明主流厂家的 PTN 设备都能很好地满足 LTE 网络及业务的承载需求。2011 年 5 月, 上海移动携手中兴通讯顺利完成 LTE 业务承载 PTN 方案的外场测试。



- 中国移动 2010 年年报发布未来三年开支计划，对比 2009 年年报公告的 2011、2012 年计划开支分别增加了 344 亿和 500 亿，2013 年也保持在 1255 亿元的高位水平，表明其积极扩大资本开支，或已为 TD-LTE 试验和商用网络建设规划资金。
- 国外三大设备商爱立信、诺西、阿朗纷纷表达支持 TD-LTE 发展，对比之前过早放弃 CDMA 和 Wimax，尽管国内 TD-SCDMA 各期招标，其份额都在 5% 以内，但爱立信对 TDD 产业始终不离不弃，在其 2010 年年报中，明确指出将加大 TD-LTE 的研发投入。
- 2011 年 8 月，中兴通讯联合中国移动研发的全球首款 TD-LTE/TD-SCDMA/GSM 多模双待智能终端样机亮相深圳大运会，成功演示语音通话、高速上网、在线视频等业务，支持多模高速无线通信，可以实现用户在 TD-LTE、TD-SCDMA、GSM 三网之间自动漫游，自动选择最佳、最快的网络。

图 47：TDD-LTE 产业最新进展



数据来源：中国移动 2011 年半年业绩推介材料，第一创业证券研究所

综上，我们预计，出于公平性的原则，国内 FDD LTE 和 TDD LTE 牌照将一起发放。类似于 3G 牌照发放的情况，TDD LTE 先行进行试验网建设，我们预测，在 2013 年下半年中国将正式发放 FDD LTE 和 TDD LTE 牌照，届时中国移动的 TDD-LTE(将来 GSM 网络也可升级至 FDD-LTE)、中国联通的 FDD-LTE(首先是由 WCDMA 升级至 FDD-LTE，将来 GSM 网



络也可升级至 FDD-LTE)、中国电信的 FDD-LTE(由 CDMA 升级至 FDD-LTE)建设将正式展开。与此前后,在全球范围内,也将开始 FDD-LTE 和 TDD-LTE 融合组网的大规模部署。

4.4、作为 TDD 产业设备商龙头的中兴通讯将在全球 LTE 网络建设中获得高于 3G 时代的市场份额

在国内 3G 市场,中兴通讯位居三大制式综合份额第一,而在这一波全球 TDD LTE 和 FDD LTE 融合网络建设中有望获得更有利的竞争地位和更高的市场份额。

- ◆ 在中国移动市场上,借助于在 TD-SCDMA 市场的优势地位以及可平滑演进的解决方案,中兴通讯占据中国移动 TDD-LTE 的优势份额,完全可以期待。
 - 中兴通讯在中国移动 TD-SCDMA 网络建设中,无论是对产业的贡献还是市场份额上,都表现出行业领导者的风范,获得了中国移动的大力认可。尽管 TD4 期份额没有达到预期的第一名,但我们认为也和中兴通讯之前在中移动 TD-SCDMA 市场的总体份额太高有关,中国移动的策略是鼓励所有厂家参与共同做大 TD-SCDMA 产业链,这样才能获得共赢的局面。
 - 中兴通讯包括 TD-SCDMA、TDD-LTE 在内的多种制式的无线技术均采用统一的 SDR 软基站硬件平台,通过软件配置即可满足支持 TD-SCDMA、TD-LTE 单模以及 TD-SCDMA/TD-LTE 共模要求,实现平滑升级。BBU 侧,仅需增加 TDD-LTE 基带板以及软件更新升级,即可满足 TD-SCDMA/TDD-LTE 共模应用。
 - 对于 RRU 升级方案,同频情况下,可使用 TD-SCDMA/TD-LTE 双模 RRU 满足平滑升级需求,而目前 TD-SCDMA 网络中大部分中兴通讯提供的 RRU 设备已是 TD-SCDMA/TDD-LTE 双模系统,仅需进行软件升级,硬件方面无需任何变动;对于异频段,现有 TD-SCDMA 网络的 RRU 可继续保留,新增异频段 RRU 满足 TDD-LTE 业务即可。
- ◆ 在中国联通市场,中兴通讯首期即占据了 WCDMA 市场 21.5% 的份额,排在爱立信、华为之后,之后的几期招标份额更是节节上升,占据到约 23% 的份额,超越爱立信。因此,在未来联通从 WCDMA 平滑升级到 FDD-LTE 网络建设中,更有机会得到优势份额。
- ◆ 在中国电信市场上,中兴通讯一直是电信 CDMA 产品的主要供货商,技术方面处于领先地位,并早已在美国达拉斯建成了 C/L 双模开放实验室,并在包括美国在内的多个市场进行了 CDMA/LTE 双模试验网络,也已经跟中国电信一起完成了 LTE 实验室测试,测试结果表现优秀。在电信 CDMA 向 FDD LTE 升级建设中得到优势

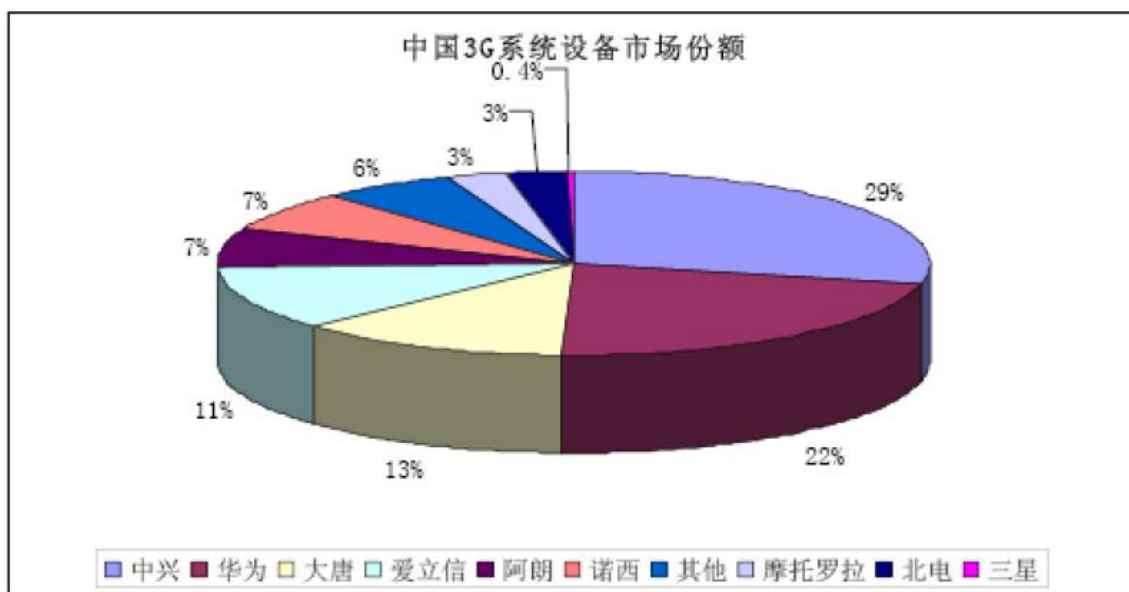


份额，也完全可以期待。

- ◆ 在国际上，第三方机构 Gartner 在 2009 年、OVC 在 2010 年先后以打分卡的方式，对各个厂家的 LTE 竞争能力进行了综合评估，中兴均位列前三。截至 2011 年 6 月 30 日，中兴通讯已获得 23 个 LTE 商用合同，与全球 80 多个运营商合作并部署试验网，仅 2011 年上半年新增 LTE 商用合同数已超过 2010 年全年合同总数，其中欧美市场占比超过 50%。而在 2011 年 3 月，瑞典和黄 Hi3G 选择中兴通讯建设全球首个大规模商用的 LTE FDD/TDD 网络，2011 年 7 月与中兴通讯达成 LTE 多模终端独家合作，引进全球首款可商用的 TD-LTE 多模终端 ZTE MF880。对于国际市场，中兴通讯凭借在 TDD 产业的产品技术优势和多年建网经验，介入到 FDD-LTE 和 TDD-LTE 的融合组网，优势无疑更加明显。

综上，在即将来到的 LTE 网络建设时代，中兴通讯在全球无线领域的市场地位将大大加强，份额将远远超过 3G 时代的份额，业绩增长空间巨大。

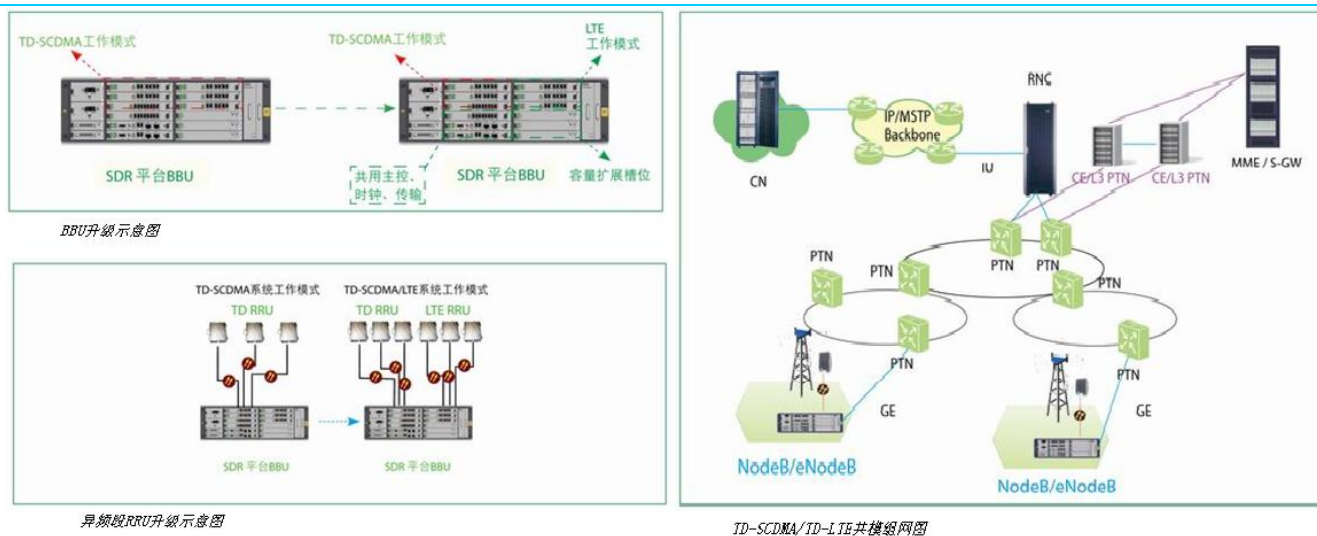
图 48: 2009 年中国 3G 系统设备市场份额（按载扇数）中外厂商比较



数据来源：工信部电信研究院，第一创业证券研究所

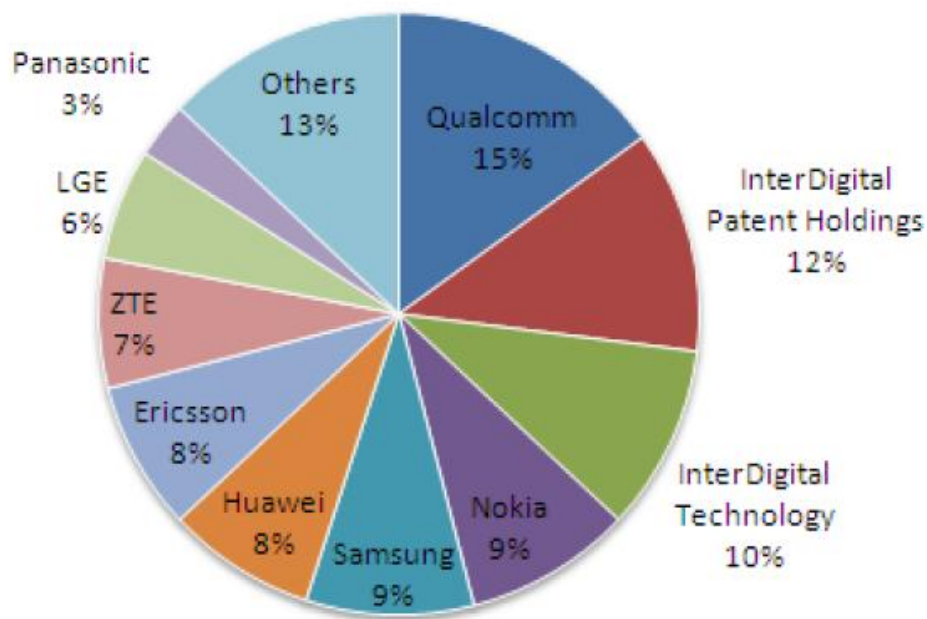


图 49: 中兴通讯 TD-SCDMA 向 TDD-LTE 平滑升级解决方案



数据来源：中兴通讯网站，第一创业证券研究所

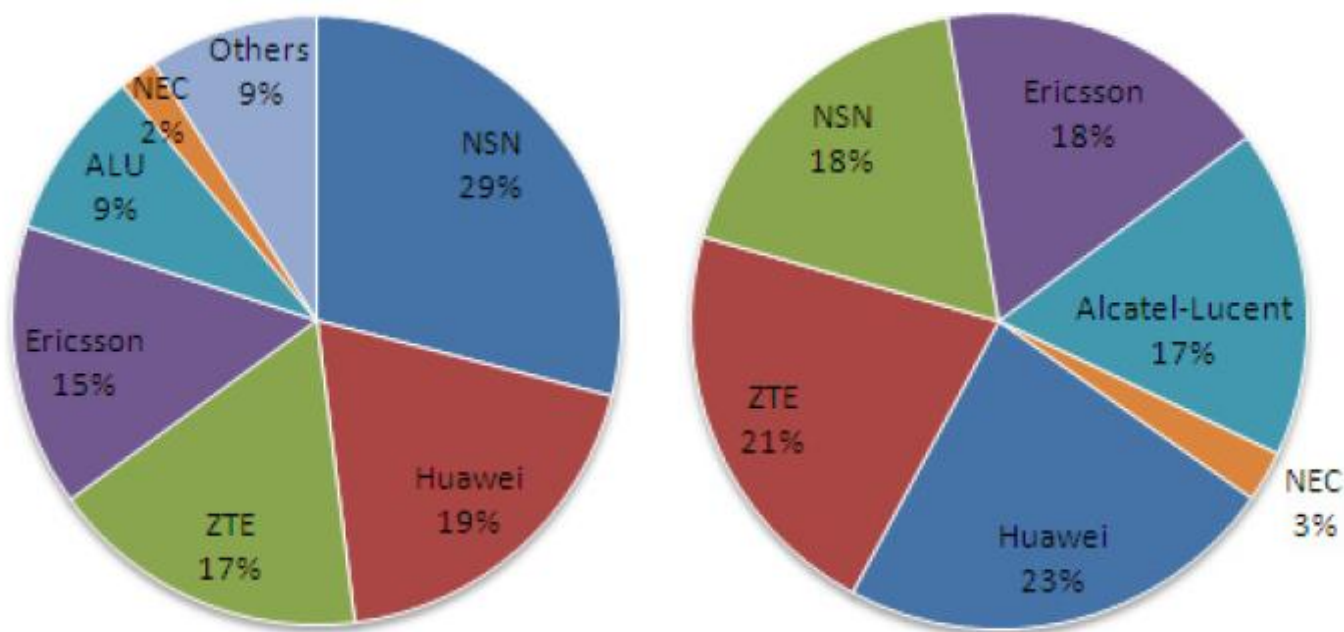
图 50: 2010 年 11 月 ETSI（欧洲电信标准组织）网站上各厂商 LTE 核心专利统计



数据来源：OVC，第一创业证券研究所



图 51: 2010 年各厂商新增和累计的 LTE 商用合同市场份额



数据来源: OVC, 第一创业证券研究所

4.5、公司在 LTE 市场的推进将与其他产品的销售互相促进, 共同带动总体收入的增长

从全球来讲, LTE 自身的部署, 是一个长期的过程, 不会是一下子全面摊开, 不会一下子给设备商带来收入的爆发式增长, 但 LTE 确实带给像中兴这样的后起之秀一个改变现有市场份额和竞争格局的突破口。

- 对于准备 2G\3G 网络扩容、旧有设备更换但暂不打算上 LTE 的运营商而言, 中兴提供的产品和解决方案不但较欧美设备商便宜, 还能够平滑演进到将来的 LTE。
- 对于计划新部署 LTE 的运营商而言, 中兴提供的产品和解决方案不但能满足 LTE 本身的需求, 还能够以一个心动价格帮助运营商更换即将进入维护期、老化期的 2G\3G 设备, 使 2G\3G\LTE 成为一张网络来统一管理。
- 在更早的过去, 赚得盆满钵满的运营商也许根本不在意产品的价格, 中国厂商设备及时白送也不要。
- 在近一点的过去, 不如以前风光的运营商依旧不太相信中国厂商的产品, 不敢承担因引入中国厂商产品而可能影响网络稳定性的风险。
- 但在今天, 在这样一个全球经济复苏前景不明、运营商之间的竞争更加激烈、在苹果谷歌等新兴 IT 巨头大举进攻下传统运营商或将沦为“管道”的情势下, 跨国的运营商大鳄们, 将变得逐渐愿意给中



兴的 2G/3G/LTE 产品和解决方案这样一个机会, 因为中国厂商的产品和解决方案已经经过了实践的检验, 产品价格和服务响应速度也令人满意, 产品质量、性能与欧美厂商的产品已经不分伯仲, 而北电、摩托罗拉的衰败, 也让运营商觉得引入中国厂商后未来的网络甚至更有保障。

所以, 我们认为 LTE 是公司未来几年十分重要的业绩增长切入点, 是中兴无线产品收入增长的一面核心旗帜, LTE 的即将部署和部署过程会给给中兴的 GSM/WCDMA、有线、电信专业服务等业务带来可观的收入增长空间, 共同促进中兴通讯收入的稳定增长。

4.5.1、2G/3G 产品继续拓展, 仍有较大增长空间

公司在无线领域的关注点, 除了 LTE, 目前仍然是继续拓展 2G/3G 市场, 继续扩大其无线市场份额, 为未来的 LTE 市场打好基础, 2G/3G 业务收入依然是公司在无线领域的主要收入来源。

在北美、欧洲、日本等发达电信市场, 运营商在启动 LTE 部署时, 会同时产生简化网络架构、更替 2G、3G 老旧设备的需求, 中兴通讯的 Uni-RAN 解决方案有助于帮助运营商解决多频段、多制式网络融合的需求。

在亚太, 3G 网络升级到 HSPA+, 将是这些新兴市场主流运营商的重点需求, 而中兴通讯的 SDR 系列软基站, 可以软件升级到 HSPA+, 无需硬件改动, 有机会抢占一些无法软件升级的老旧设备所属厂商的份额。

在南美, 在非洲, 在可预期的 3 年内, UMTS 网络新建和扩容将仍然有巨大的市场空间。

在全球, 在很长一段时间内, 运营商仍将长期运营 GSM 网络。对于绝大部分运营商来说, 长期运营的设备普遍老旧, 存在老旧 GSM 设备的替换需求。这些都将是中兴通讯未来几年的继续扩大其无线市场份额的宝贵机会点, 比如中国移动这两年就又重新加大了 GSM 网络的建设力度, 我们也看到了公司凭借其产品的竞争力, 正在不断搬迁其他厂家老旧 GSM 设备, 在中国移动 GSM 市场份额快速上升。

4.5.2、有线产品, 未来仍将稳步增长

一轮通信基础设施建设, 往往是无线先行, 有线跟进。国内, 随着 3G 无线建网大规模结束, 有线产品、宽带设施建设也在跟进, 而三网融合的渐行渐近, 国家有线网络公司的即将挂牌, 都将加大了运营商在宽带方面的布局和建设速度, 这些在三大运营商年报的资本支出计划中已经得到体现。随着互联网成为人们日常生活工作的一部分, 越来越多国家也都将宽带做为国家战略, 将宽带做为促进经济发展的重要基础设施来加大建设。



我们看好公司在有线产品市场的增长，不光在国内，在国外，受益于无线领域和手机领域突破后的带动效应，有线产品也正在加大进入的步伐，公司有线产品收入未来仍将稳步增长。

4.5.3、电信服务，占总收入比重将不断提升

近年来，一部分运营商逐渐将电信专业服务主要包括运营商网络的建设、维护、日常运营等等，外包给设备供应商来做，以减少运维成本，并从繁琐复杂的网络中脱身，集中更大的资源和关注到用户，以提升市场收入和用户体验，电信专业服务市场得以快速发展。

爱立信在 2009 年年报中，宣布将从设备驱动的厂商向专业电信服务驱动的厂商转型，2010 年年报显示，电信服务收入已占到总收入的 39%。华为、诺西等厂家也纷纷跟进，加大对全球电信专业服务市场的争夺。

中兴通讯也已将电信服务市场作为未来业务拓展的重要方向，2010 年中兴通讯在运维托管市场，同比增长 60%。我们认为，随着全球电信专业服务市场“蛋糕”的不断增长，以及公司在系统设备领域份额的不断提升，有一定业务粘性的电信专业服务收入占总收入的比重也有望不断提升，也是未来一个较大的收入增长点。



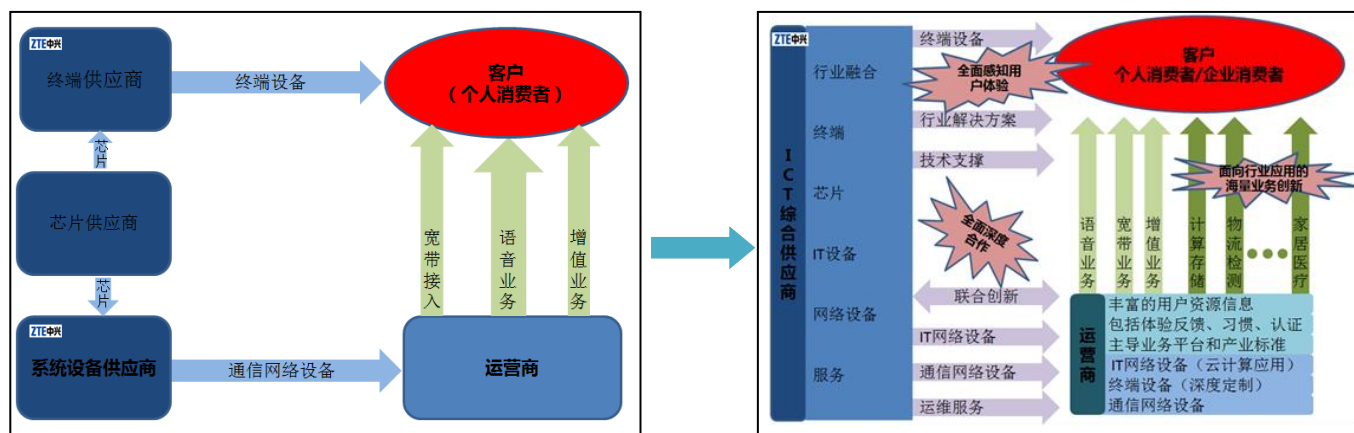
5、面向未来，在 TMT 产业全面拓展，未来空间巨大

新一代信息技术产业已经被“十二五”规划明确为我们七大战略性新兴产业之一，包括信息网络基础设施、新一代移动通信、下一代互联网核心设备、智能终端、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。

七大战略性新兴产业将引领中国在未来十年进入一个新的产业周期，按照 2015 年战略性新兴产业要占到 GDP 的 8%，2020 年要占到 15% 的目标，预计在 2011 年到 2015 年要实现 24.1% 的年均增速，2016 年-2020 年要实现 21.3% 的年均增速，而作为七大产业中的四大支柱产业之一的新一代信息技术产业是我国战略性新兴产业的主力，发展速度还将快于这个增长速度，未来的发展空间巨大，受国家重视、支持的力度将是空前的。

TMT（Technology, Media, Telecom）产业，即未来科技、媒体和通信，以及与信息技术融合的新兴产业，从属于国家新一代信息技术产业定义的统一范畴。中兴通讯作为我国上市公司中领先的高科技企业，敏锐地把握了科技和产业发展潮流，利用长期积累形成的人才、技术优势以及与运营商的战略合作关系，在传统业务之外积极向产业上下游和信息技术领域全面布局，拓展未来发展空间，未来将逐渐从单纯的通信设备商和终端商转变成成为信息和通信技术（ICT）领域的综合供应商。

图 52：中兴通讯未来在产业链的地位和商业模式的演变



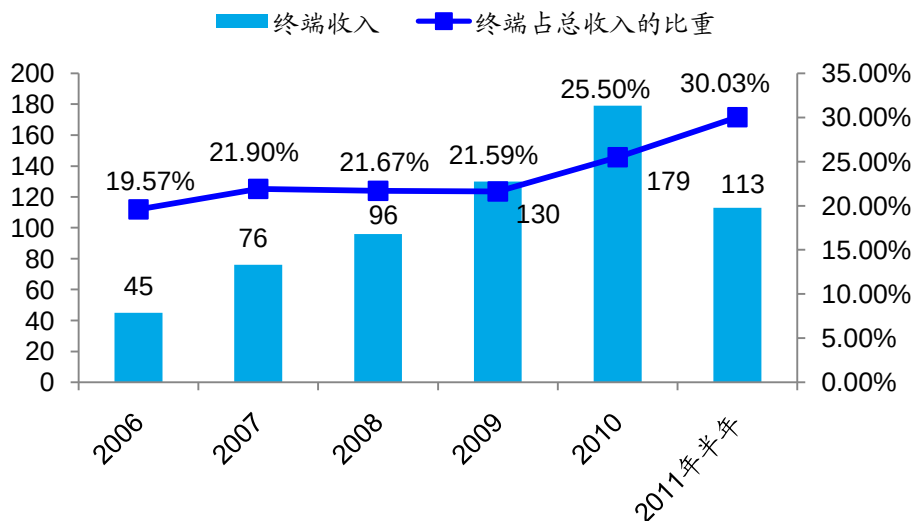
数据来源：第一创业证券研究所

5.1、终端，正向世界前三迈进，在上下游产业链支撑和运营商捆绑销售渠道两方面具备独特优势

中兴通讯从 1998 年进入终端领域，经过多年经营，产品竞争力和市场地位不断得到提升，2006 年-2010 年，公司终端产品收入复合增长率达到 41.22%，终端占总收入的比重在 2011 年上半年已经上升至 30% 以上。根据第三方咨询机构 Gartner 和 IDC 的报告，中兴通讯 2011 年第二季度出货量已经进入到全球第五名，是前五大手机厂商中唯一的中国厂商。



图 53: 中兴通讯终端收入近年增长情况



数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

公司已经确定在终端领域的目标是 2015 年进入到世界前三，2011 年公司宣布全面向智能终端转型。市场或认为，中兴通讯的未来的增长空间主要在终端，或认为中兴应重点发展高端智能机，提高毛利率，从而提高盈利水平。

我们的观点是，终端业务的确是中兴目前以及将来重要的收入增长点，特别是在移动互联网时代，终端的地位将更加重要，但公司的终端业务的发展依然需要与系统设备的发展相互促进，共同来带动公司总体收入的有力增长，不能独立展开。

我们很难想象，没有系统设备业务或者系统设备业务在运营商市场逐渐被边缘化的中兴，能够挡住其他的竞争对手、维系住与运营商的捆绑销售渠道，在终端领域进入世界前三。我们也很难想象，丧失在无线领域的核心技术和技术进步动力的中兴，能够突破国外厂商在手机产业链的核心技术门槛，仅凭“创新”和低成本，就能保住终端领域世界前三的位置，而不被和他相同模式的其他厂商打败。

对于想在终端领域长远发展、最终拥有自己品牌的终端厂商，在业界率先推高性价比的千元智能机，恐怕也只有像中兴这样同时兼顾系统设备和终端的厂商才有这样的动力和实力。如果说苹果的 IPHONE 加速了发达电信市场 3G 业务和流量爆发式的增长并点燃了业界对移动互联网以及 LTE 的期待，那么中兴推出的像 V880 这样畅销且高性价比的千元智能机，则实实在在地在推动新兴市场、欠发达市场，甚至是像欧洲这样的发达市场的普通大众进入 3G 时代。也只有普通大众都进入 3G 时代，运营商巨额投资的移动网络才能体现出它的价值，运营商期待的各种各样的移动创新业务才有可能得到广泛的市场空间，从而改变其近年来增收不增利的困境；而运营商在移动数据业务蓬勃发展、数据流量大幅攀升的同时，势必也会加大对网络基础设施，包括无线和有线网络的扩容升级建设，会加快 LTE 的部署计划，反过来又使中兴这样的系统设备商最终也受益。



因此,我们认为,中兴通讯高性价比的千元智能机策略其实是自身、运营商、消费者三方共赢的策略,这也决定了中兴的手机战略不太可能是像苹果这样的高端战略,尽管中兴也一定会有一部分力量重点发展高端产品,来打造高端品牌,但中兴终端主要力量应还是在智能机的中低端、中高端市场上,重点配合运营商的各种业务来定制终端、重点来发展移动增值业务,重点来发展终端的产业链,逐步掌握产业链中各个关键环节和包括芯片在内的核心技术。

我们认为,公司在终端销售的运营商捆绑渠道以及终端上下游产业链两个方面有着一般终端厂商不具备的独特优势,将大大加强公司在终端领域进世界前三的概率,未来也应该在这方面继续强化。

第一、公司多年来坚持的通过运营商捆绑销售终端的市场布局战略已经初见成效,未来有望得到更大的强化,优势将更加明显。而中兴通讯的手机品牌则有望借助运营商和互联网的渠道得到个人消费者更广泛的认可,缺乏传统的手机销售渠道不再成为中兴手机市场拓展的瓶颈。而在手机研发、设计方面,公司也将和运营商一道来面对用户的需求、满足用户的需要,并最终在市场上从用户身上获得回报。

- 在中国市场,与三大运营商在智能手机方面的合作更加深入。2011年6月,首款千元3G智能机V880,中国联通包销100万部中兴V880,成为运营商第一次买断包销除iPhone以外的单款手机,截止8月15日,V880的单日销量由上市之初的4000部增至1万多部,预计到8月底销量将超过100万部。
- 在北美市场,已经全面突破美国四大运营商AT&T,Verizon,Sprint,T-Mobile,2011年上半年实现了高达300%的增速,成为增长最快的市场。
- 在欧洲市场,实现了高、中、低端,全系列产品的全方位规模化突破。与超过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,智能机Blade持续热销,成为欧洲的明星手机,在以欧洲为主的全球市场销量超过200万部。中兴手机继在英国2010年第二季度单季度销量突破100万部后,在法国2010年半年销量也突破100万部,而自2007到2009年底,中兴通过沃达丰的终端累积发货量已超过1800万部。
- 在日本市场,2010年12月,中兴突破了日本软银,实现中国首款智能手机登陆日本,凭借擅长的深度定制能力,获得了苛刻的日本市场的认可。
- 在拉美巴西市场,中兴手机增速超过46%,同时计划将投巨资在巴西建立工业园,进一步加强对整个拉美市场的辐射能力。

第二、公司多年来坚持的拓展终端上下游产业链的努力已经初见成效,未来有助于给公司终端市场扩张提供有力的“后勤”保障,并与公司终端业务的扩张融为一体,互相促进,是公司在终端领域与其他厂商竞争的核心竞争力之一。

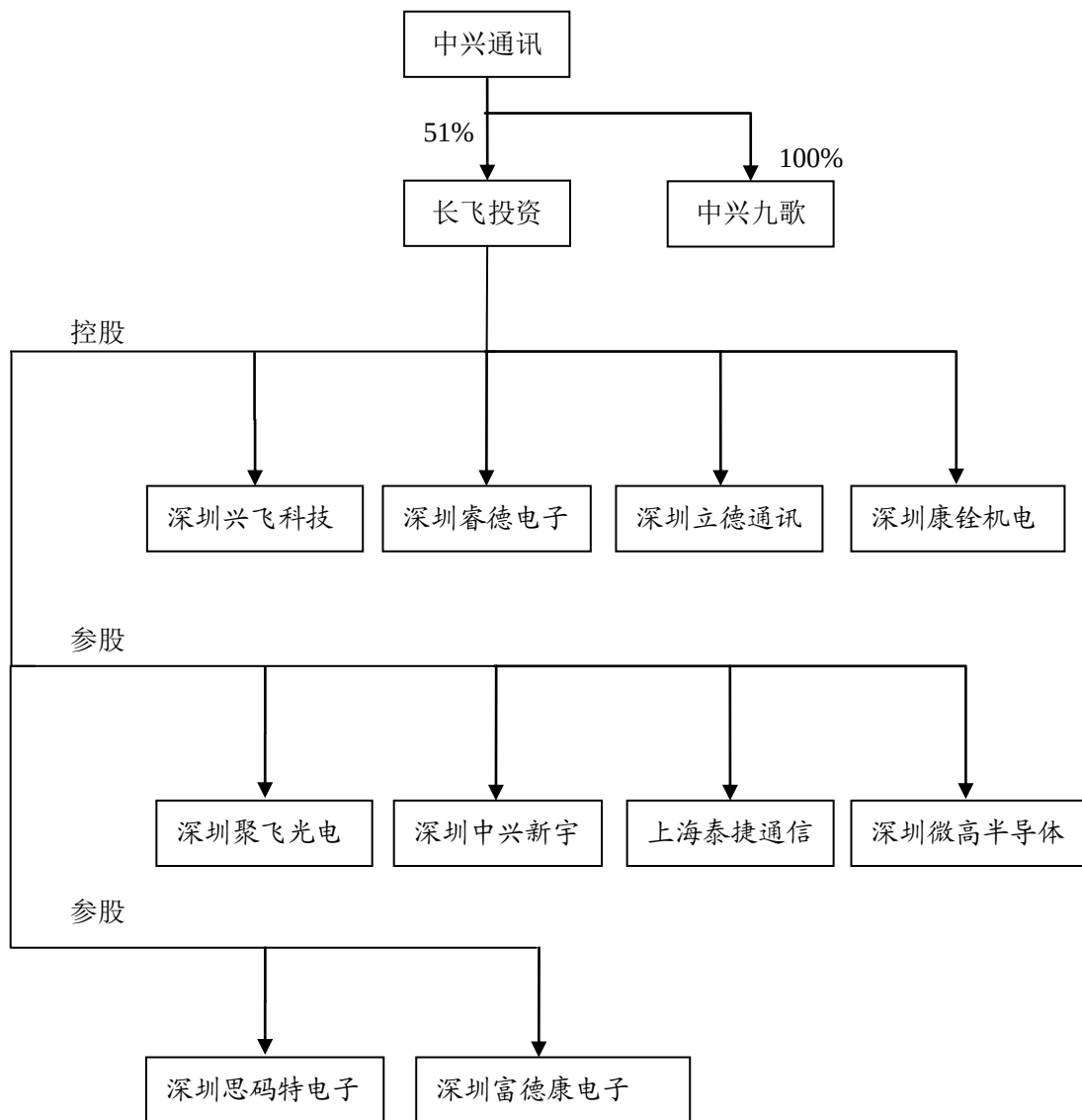
- 公司投资(控股51%)的深圳市长飞投资有限公司,旗下的多家



控股和参股企业已经在手机的上游产业链,包括手机精密模具及注塑涂装、手机电池/充电器/电源适配器、液晶显示模组、柔性线路板、SMT 加工、LED 背光源、手机摄像头、感光芯片、微型扬声器等领域逐渐成长起来,多家企业具备国家级高新技术企业资质,在业界具备较强竞争力,这些手机产业链上游的配套子公司未来的发展,将进一步增强中兴通讯在手机领域的技术优势和成本优势。

- 公司从为运营商提供的通讯设备增值业务起步,投入力量到移动增值业务领域,其旗下的全资子公司深圳中兴九歌已经借助于公司终端的优势以及与运营商的合作优势,在大力扩展内容渠道和移动增值业务,帮助公司在手机领域建立其“内容”+“终端”的全新模式,将进一步树立手机行业领导者的地位。

图 54: 中兴通讯在终端上下游产业链投资培育的相关子公司



数据来源: 上市公司公告, 长飞投资、中兴九歌公司网站, 第一创业证券研究所



◆ **深圳长飞投资有限公司（后简称长飞投资）**，中兴通讯旗下的控股子公司，成立于 2003 年，是一家移动通讯终端（手机）及配套产品研发、集成和制造的投资企业集团，投资业务包括手机与配套产业的各领域及相关科技工业园区的开发运营，旗下企业除主要承担中兴通讯自主品牌手机及配套产品的研发与制造任务以外，其产品还供应其它国内外品牌手机厂商。控股企业目前拥有员工 7000 人，2010 年实现销售收入 28 亿元人民币。

◆ **深圳市中兴九歌信息技术有限公司（后简称中兴九歌）**，是中兴通讯旗下全资子公司，专注于互联网和无线增值业务，特别是数字音乐、手机游戏、手机客户端应用软件的开发、应用、运营，以及相关运营平台的开发、集成与服务，是中兴通讯所有移动增值业务的载体，已经与国内外众多运营商建立起了密切的合作关系。中兴九歌开展的增值业务主要包括：

- 音乐，拥有几十万首中英文曲库，其中英文歌曲是美国的 ORCHARD 的代理商，是印度最大唱片公司东亚，东南亚的代理商，已搭建起拥有国内最大规模正版曲库的免费音乐试听互动 SNS 网站。
- 游戏，是国内外众多游戏厂商的合作伙伴，拥有众多的游戏资源。
- 阅读，是盛大等公司的合作伙伴，与众多的互联网公司建立了良好的合作关系，比如新浪，腾讯，UC 等。
- 新媒体，与百视通合作，进军全球移动互联网新媒体业务领域。百视通公司由上海东方传媒集团有限公司（SMG）与全球多家知名的新媒体产业链伙伴合作组建的新媒体公司，是中国大陆首家专门从事 IPTV、手机电视等新媒体业务运营的公司，也是中国广电布局最全、规模最大的新媒体公司。
- 行业应用，和众多金融行业，包括银行，证券等有密切合作关系，与铁路系统也正在酝酿合作方案，并和福彩体彩和华风天气等建立了长久合作关系。

表 7：长飞投资旗下主要的控股企业及投资项目

公司名称	成立时间	主要业务	2010 年销售额	公司简介
深圳 睿德电子	2004 年	终端 电池、电源	9 亿	国家级高新技术企业 ，是一家专业从事各类适配器、手机充电器、LED 电源、手机电池、组合电池大功率电源板研发生产及销售的企业。申请专利 20 余项，电源适配器产品在国内网络终端领域处于领先水平，其中新型高效太阳能供电智能储能电站等项目获得深圳市技术研究开发计划专项资金；磷酸铁铝的动力电池解决方案在电信，电力等行业取代了传统的铅酸电池组，开关数字电源驱动搭配 LED 照明灯可取代传统的白炽灯。



深圳立德通讯	2003 年	液晶显示模块	4.6 亿	国家级高新技术企业，是一家集专业研发、生产及销售 TFT LCD、OLED、CSTN、FSTN 等液晶显示模块产品的企业，属于国家重点支持的光电平板显示行业，是国内最有技术实力的中小尺寸液晶模组厂商之一。2008、2009 年度南山区纳税百强企业。
深圳康铨机电	2003 年	精密塑胶产品	3 亿	国家级高新技术企业，是一家专业研发生产精密塑胶产品的企业。公司拥有瑞士产夏米尔火花机和线切割以及发那科 CNC 等世界一流的精密模具加工和生产设备，以及高端的德国产膜厚检测仪、三次元测量仪（GERMAN）和熔融指数测试仪（ITALY）等先进检测设备。公司主要客户群为中兴、金立、朵唯、海尔、海信等国内一流品牌整机厂商。
深圳兴飞科技	2004 年	各类移动通信终端	12 亿	产品涵盖 GSM、CDMA、WCDMA 等 2G、3G 所有制式手机、固定台、数据卡等主流产品，是移动通信终端产品领域，集开发、集成、供应链整合、制造、销售于一体的高成长型企业。
长飞惠州手机工业园	2010 年	手机及配套件的重要制造基地	-	广东省重点项目，广东省现代产业 500 强项目，中兴通讯手机及配套件的重要制造基地和未来华南地区手机产业的重要组成部分，项目占地 1100 亩，总投资 10 亿元人民币，拟建成国内一流的从手机配件到整机研发、设计、制造一站式的产业基地。项目一期计划于 2012 年底竣工，建成后可容纳员工 10000 人，年产能为 2000 万套手机整机及配套材料。

数据来源：公司公告，子公司网站，第一创业证券研究所

表 8：长飞投资旗下主要的参股企业

公司名称	成立时间	主要业务	2010 年销售额	公司简介
深圳聚飞光电	2005 年	背光和照明 LED	2.87 亿	国家级高新技术企业，是一家背光 LED 和照明 LED 领域的研发、生产和销售及解决方案的企业。深圳市 LED 产业联合会副会长单位、深圳市成长型中小工业企业 500 强企业、深圳市知识产权优势企业、2010 年中国 LED 最具成长性企业。
深圳中兴新宇	2003 年	柔软印制电路板（FPC）	1.35 亿	国家级高新科技企业，产品为单面板、双面板、多层板、刚-挠结合电路板，主要应用于手机、数码相机与 LCD 等，年产值数亿元，获得多项深圳市自主创新产品认证，深圳市线路板行业协会理事单



				位，深圳市工业 500 强企业。
上海泰捷通信	2009 年	第三方检测	3.5 亿	业界领先的第三方检测实验室，主要从事通信电子产品的测试及技术研发、技术咨询等；拥有世界一流的电子类和通信类终端测试系统，具有经验丰富的测试团队，实行本地化的测试服务，并提供专家级的测试认证技术咨询。每年的营业额与利润额保持 30%以上的增长率。
深圳微高半导体	2004 年	半导体电路封装	1.86 亿	是一家集内置影像摄像模组（Built-in Camera Module)开发，设计，生产，销售和后段芯片封装的高科技企业。公司产品链已日趋完善，目前现有两大产品系列：VGA（30 万像素）系列和 SXGA（130 万像素）系列。
深圳思码特	2005 年	来料加工	未披露	是一家专业进行 fpc 柔性线路板的 smt 加工及 lcm 模组，摄像头板以及 pcb 板的来料加工的公司。
深圳富德康电子	2006 年	生产受话器、扬声器、麦克风等电子产品	未披露	是一家专业生产受话器、扬声器、麦克风等电子产品的电声器件生产厂家，提供各种各样的优质微型声学器件，产品主要用于手机、MP3、MP4 等电子领域，公司拥有一批长期从事声学产品领域的技术人员。

数据来源：公司公告，子公司网站，第一创业证券研究所

5.2、云计算和 IC 芯片两大战略浮出水面

2011 年，中兴通讯首次向外界宣传，将战略性进入云计算和 IC 芯片领域，拉开了在 TMT 产业全面拓展的序幕。

5.2.1、“中兴云”全面落地，云计算应用于各行各业

云计算（Cloud computing），根据维基百科定义，是通过网络将虚拟化的资源作为服务按需提供，最大程度地实现软、硬件资源和信息的共享。

- ◆ 按提供的服务类型，云计算包括三个层次的服务：基础设施服务（IaaS），平台服务（PaaS）和软件服务（SaaS）；
- ◆ 按云的服务对象，则分为公有云、私有云、混和云。
- ◆ 云计算的关键特征包括：
 - ◇ 按需服务，用户可以按需自动配置计算能力。
 - ◇ 宽带接入，支持各种标准接入，如移动手机、笔记本电脑，



PDA。

- ◇ 虚拟化资源池，包括计算、存储、网络等各种物理和虚拟资源可动态分配。
- ◇ 快速弹性架构，服务供应能力可以快速弹性变化。
- ◇ 可测量服务，云系统具备可测、可控、可报表汇总等能力。

◆ 云计算有以下独有优势：

- ◇ 快速获取服务，比如中小企业，可通过网络购买服务，节省购买软硬件和开发环节。
- ◇ 灵活可扩展，可动态部署、动态调度、动态回收，高效满足业务发展需求。
- ◇ 低成本，总计算和总存储等硬件成本大幅降低，实现绿色节能。
- ◇ 集中化，采用虚拟化技术，有利于跨系统的物理资源统一调配和集中运维。
- ◇ 维护专业化，服务器和储存资源的管理更加专业化，部署和维护自动化程度提高。

云计算作为商业模式的巨大变革，已在全球范围内为各界所接受，各IT巨头、通信运营商、设备商和新兴科技公司都不约而同进军云计算产业。

2011年5月27日，中兴通讯宣布在南京建立全球云计算中心，并将南京作为云应用的示范基地。2011年6月，在2011年度分析师大会上，中兴通讯表示将借助云计算战略性进军IT领域，同时成立云计算与IT经营部，投入3000多人进行云计算研发，希望2011年云计算相关产品销售收入达到20亿美元，到2015年在电信级云计算市场成为全球领导型企业。截止到2010年底，中兴通讯已经在国内申请了107件云专利，位列国内厂商第一，同时成为国际电信联盟通信局ITU-T下属云焦点组的副主席，在技术储备上处于领先地位。

不同于一般的炒作概念，我们认为，中兴通讯在云计算领域的理念是——踏踏实实，让“中兴云”全面落地，以业务和行业应用拉动云计算的落地和市场成长。

首先，公司将云计算应用于全球最大的典型客户——全球100多个分支机构的八万多员工身上，实现“万人共享一片云”，内部先行先试。

- ◇ 桌面云应用，各类人员可以通过PC机、笔记本电脑、瘦客户端、智能移动终端等登录虚拟桌面，输入账号密码，系统会根据员工的身份识别分配不同的权限来使用相应的系统。
- ◇ IT应用云，全球各地的中兴员工可以通过公司网络访问部署在云计算数据中心的IT系统，在总资源占有量不变的情况下提升了大访问量的IT系统的并发处理能力，利用IT应用的错峰填谷，实现资源的最大程度利用。



其次，推出面向行业、面向政企客户的云计算解决方案

- ◇ 中兴通讯将云计算理念引入政企网市场，已经与运营商、各级政府和多家企业展开了健康医疗云、电子政务云、电子事务云、智能交通云的多行业的云计算商业模型探索。比如提供金融行业自建数据中心 IaaS 云解决方案，提供公共事业（城管、安防）等部门的视频监控的云存储解决方案，提供教育行业远程教学培训和大中型企业内部研发办公的桌面云解决方案等，帮助企业减低运营成本。
- ◇ 2011 年 6 月，中兴通讯在新加坡通信展上发布最新的云行业应用方案——为家庭、社区医院量身定做的综合型健康医疗云方案，支持四屏合一远程诊断，通过云计算技术、物联网以及 IPTV 等多项技术，为大众的健康医疗、卫生保健提供应用体验和健康保证。

第三，推出面向运营商的云计算解决方案

- ◇ 运营商现有业务的云化，包括建设资源池，实现运营商多个业务资源和平台的整合，如垃圾短信监控云、行业网关云等；虚拟桌面应用，如在客服坐席、营业厅等渠道的应用等。

2010 年 5 月，公司为中国电信(四川)建设基于云平台的应用工厂，是全球最大、也是服务层次最多的应用工厂，全面提供 IaaS/PaaS/SaaS 等多层次的云服务。

2010 年 9 月，公司为 Telenor 集团提供基于云计算平台的 iVAS 解决方案，是中兴通讯在海外高端运营商的首个 iVAS（interleaved video & audio stream）应用，iVAS 代表了未来数据业务基于云平台融合应用的发展方向。

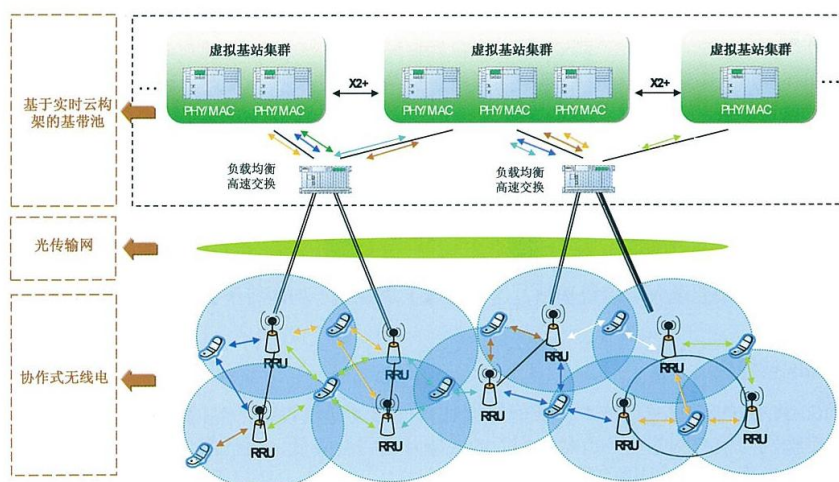
- ◇ 将云计算的理念引入到新一代绿色无线接入网络架构，帮助运营商实现网络级的节能。

2011 年 2 月，中兴通讯在巴塞罗那宣布，公司正式推出面向未来 10 年的新一代无线接入网络解决方案 C-RAN，即集中化处理（Centralized Processing）、协作式无线电（Collaborative Radio）、实时云计算构架（Real-time Cloud Infrastructure）技术的新一代无线接入网。C-RAN 由中国移动最早提出，希望通过实现减少基站机房数量来减少能耗，采用协作化来实现资源共享和动态调度，提高频谱效率，达到低成本、高带宽和灵活度的运营。

2010 年，C-RAN 珠海落地，中兴通讯与中国移动共同开展珠海基带池商用测试，效果显著。C-RAN 集中化部署在珠海 TD-SCDMA 现网中的商业实现，开启了 C-RAN 成熟部署的第一步。



图 55: 具有云计算理念的 C-RAN 新一代无线网络架构



数据来源：中国移动 C-RAN 白皮书，第一创业证券研究所

5.2.2、加大 IC 芯片投入，未来竞争优势更强

2011 年，IC 芯片第一次作为公司战略被中兴通讯向外界正式地提出，IC 芯片战略浮出水面，与云计算战略并列。

IC 芯片作为上游产品，一直是通信系统设备和终端设备的核心。一个公司不掌握 IC 芯片技术，就无法占领通信系统设备和终端设备的制高点，长远来看，公司加大对 IC 芯片的投入，未来的回报一定丰厚。

- ✧ 系统和终端厂商如果没有自己核心芯片，首先将面临成本竞争上的压力，公司在芯片技术的突破和芯片产品的不断上市，不仅可以提高设备中自研芯片使用比例，直接降低产品成本；也可以在跟上游芯片商谈判中获得较强的溢价能力。华为近年来毛利率达到 40%，高出爱立信近 5 个百分点，很大程度上也跟其芯片子公司海思半导体的有力支撑有关。
- ✧ 另一方面，在技术和标准飞速更新的时代，单纯依赖上游芯片厂商，也很难进行超前性的产品研发和设计。

我们认为，公司宣布战略性进入 IC 领域，已表明公司下定决心进一步加大在 IC 芯片上的投入，以期获得未来更强的技术竞争优势和成本竞争优势。

实际上，中兴通讯已经在芯片设计领域耕耘多年，也取得较大成果，只是公司对这一块一直较为低调，未曾宣传，以下是我们搜集的关于中兴通讯 IC 芯片研发的一些公开信息。

◆ 从 1996 年就开始进入集成电路设计领域

《中兴通讯技术(简讯)》2001 年第 15 期“加强技术创新，振兴民族通信



产业”一文，即指出中兴通讯从 1996 年就开始进入集成电路设计领域。

◆ IC 领域研发层次是“研究院”级别，国民技术是其参股子公司

2010 年登陆创业板的主攻安全芯片（SoC 技术）和移动支付芯片（射频技术）的国民技术，招股说明书显示，其前身深圳市中兴集成电路设计有限责任公司，即是中兴通讯和国投电子共同出资设立、是经原国家计委批准承担“909 工程”集成电路设计项目而组建的企业，中兴通讯占注册资本 60%，而国民技术副董事长冯海洲先生，即为现任中兴通讯研发体系微电子研究院院长，可见中兴通讯在 IC 芯片领域的研发层次是公司“研究院”级别。

◆ 基带芯片已经介入，曾深圳市科技创新奖

中兴通讯“基带协处理器芯片”项目获 2007 年度深圳市科技创新奖。

◆ 数据核心路由器芯片研发成功，使成本减少一半

2009 年北京通讯展，中兴通讯推出业界首款 200T 集群系统 ZXR10 T8000，是国内自主知识产权程度最高的集群路由器，最大支持 16+64 机架级联，而这款集群路由器具备非凡的优越处理性能的关键因素，在于自研的 ZXR10 IC 系列核心芯片的强大支撑，来源于高速路由转发、大容量分组交换、流量管理三大核心芯片技术的突破，公司表示这是国内厂商首次在该类产品上全面使用自主研发芯片，并使成本减少一半。

◆ TD-SCDMA/GSM 双模终端芯片等自研芯片已经获得突破

2010 年年报指出，“本集团继续推进平台建设和增强核心技术能力，通过 ZXSDR 软基站平台、UPP 平台、V4 平台和 ATCA 平台的建设和深化，及无线多网融合、物联网、三网融合、云计算、电信能力开放等综合方案的开发和应用，及高端路由芯片、TD-SCDMA/GSM 双模终端芯片等自研芯片的突破，使中兴通讯无线接入、承载网、核心网、PON、业务及软件、手机等产品的竞争力得到极大提升。”

5.3、政企网和物联网市场加速推进

5.3.1、政企网市场，未来重要的业务增长点

十一五以来，我们各行各业信息化建设取得了明显进步，但与国外相比仍有不小差距。

- 从区域、行业和企业三个层面推进工业化和信息化融化向纵深方向发展，仍然是十二五信息化规划重点之一，将有助于提升生产、管理水平，提高企业竞争力。
- 十二五规划将进一步加强政府信息化建设，一方面加强电子政务，提供行政效率，另一方面将也加强公共服务信息化建设，在交通、科技、教育、医疗卫生、公安、安全、旅游等公共领域加快了建设步伐。



2011 年,中兴通讯成立全球政企网产品线,加快进入政企网市场步伐。

事实上,中兴通讯凭借系列全面的产品和有效融合通信与信息技术的优势,已经在政企网市场表现出了强大的竞争力,已经为政府、金融、科技文卫、交通、电力、煤炭和石油石化多个行业的信息化建设提供了一系列的整体解决方案,参与了大批的建设项目。

2011 年 5 月,中兴通讯副总裁赵强接受网易科技采访时透露,在 2010 年,中兴通讯在国内政企网市场的销售收入约为 50 亿元人民币,占到公司全年整体营收的 7%,并计划 2011 年在国内政企网市场销售收入实现翻番,突破百亿元。

我们认为,公司凭借其强大的产品竞争力和与各地政府、大型企业良好的合作关系,以及遍布全国各省各地办事处的营销与服务网络优势,政企网市场收入,有望保持多年的快速增长。

表 9: 中兴通讯近年在政企网市场的项目

所属行业	项目名称
政府	国税总局局域网、全国政协办公网、西乌珠穆沁旗应急联动指挥调度系统、重庆水利局防汛抗旱视讯系统、陕西省质监局金质工程、陕西省电子政务网、陕西省宝鸡市电子政务网、宁夏统计局信息专网。
金融	中国证监会视频会议系统、湖北长江证券视频会议系统、长安街新华保险大厦项目。
科技文卫	贵州大学校园网络项目、广东海洋大学校园网优化、重庆电子科技职业学院校园网、陕西理工学院计算机实验网、沈阳航空学院校园网、湛江师范学院校园网。
交通	山西省 1166 交通联网通信系统、江西省水上搜救中心视频会议系统、昆明巫家坝国际机场内部综合通信系统、GoTa 专业调度解决方案服务天津港信息化建设、多个省市的高速公路通信系统。
电力	江西电力智能电网 EPON 网络、吉林电力视频会议系统、山西电力通信网、重庆城区供电局图像及警戒系统。
石油石化煤炭	西气东输二线传输与会议电视系统、大庆油田网络智能化改造工程、陕西延长石油集团杨庄河指挥调度系统、中石油加油站自动化项目、中石油广域骨干网改造建设方案、鹤煤集团 NGN 新建工程、阜新煤矿数据网项目。

数据来源: 中兴通讯公司网站, 第一创业证券研究所



5.3.2、物联网、RFID 领域的领跑者

中兴通讯自 2003 年起，就致力于物联网和 RFID 的研发和市场拓展，能够提供涉及 RFID 各类项目和物联网行业应用的各类软件系统及硬件设备，广泛应用于电子车牌、高速公路、智能交通、移动支付、智能电力、智慧医疗、智能家居、车载信息服务、环保监测等多个领域，成为行业的领跑者。

- ◇ 2010 年，在国家金卡工程协调领导小组办公室、中国信息产业商会、中国 RFID 产业联盟等机构联合主办的“中国 RFID 与物联网年度评选活动”中，中兴通讯获得中国物联网领先企业奖。
- ◇ 2011 年，中兴通讯获得“国家金卡工程优秀营业成果金蚂蚁奖”。
- ◇ 公司还参与了国际物联网标准组织，包括 3GPP SA1/SA2、ETSI MTC 等，同时和 GSMA、CDG 都开展了 M2M 产业化方面的合作。在国内，中兴通讯参加了 CCSA TC10 的工作，担任业务、网络两个标准组的副组长，同时在中国移动、中国电信的物联网企业标准制订中，公司都是积极的参与者。

我们认为，中兴通讯在物联网领域的核心竞争力，主要体现在经过多年的发展，已经形成了金字塔形的多层次结构的端到端的解决方案平台，借助这个平台，未来可以不断向各行各业扩张。

◇ 第一层，关键行业应用方案

已经积累了超过 10 个大的行业应用解决方案，并仍在不断完善延伸。在一些重点行业，如智能交通领域，已经形成了六七个细分的方案。在移动支付领域，能够提供从芯片、POS 机、支付平台到支付手机产品在内的全系列产品。

◇ 第二层，标准化、规范化的物联网通信模块产品

能提供全系列的物联网模块产品，支持 TD-SCDMA、WCDMA、CDMA 三大标准，并已经在一些行业占据了突出的市场地位，比如在国内的电力行业，比如在国外，2011 年中兴通讯和俄罗斯 SISTEMA 集团签署双方未来战略合作谅解备忘录，包括合作研究车载通信终端模块，该模块可支持 Glonass、北斗、GPS、伽利略等多种定位技术。

◇ 第三层，物联网业务支撑平台产品

中兴通讯和中移动、中电信长期合作，形成了成熟的物联网平台产品。

尽管物联网、RFID 的目前市场规模，比通信系统设备市场相比，显得微不足道，但随着信息技术在各行各业的应用程度越来越深入，一定会给这一领域带来更多的市场空间。中国 RFID 产业联盟预测 2011 年国内 RFID 市场规模将达到 160 多亿元，而工信部电信研究院 2011 年 5 月发布的物联网白皮书预计“十二五”期末我们物联网相关产业规模将达到 5000 多亿。

凭借多年耕耘的竞争优势，未来的物联网、RFID 市场，有望给公司带来更大的收入空间。



图 56: 中兴通讯多层次结构的端到端的物联网解决方案平台



数据来源: 中兴通讯网站, 第一创业证券研究所

表 10: 中兴通讯近年在物联网、RFID 市场的大项目

项目名称	项目内容
2009 年 -2010 年 重 庆 基 于 RFID 的智能交通管理项目	国家发改委批准项目, 国家级信息化试点项目。中兴通讯提供全套 RFID 产品和方案, 为重庆市 100 万辆机动车全部安装电子车牌, 为近 50 个车管所建立电子车牌发行系统, 建立重庆主城区及郊县 300 个路面采集点。
2009 浙江高速公路二义性路径识别项目	浙江省发改委批准项目, 涵盖了 3000 多公里高速公路, 国家级信息化试点项目, 全国第一个二义性路径识别应用项目。采用 RFID 进行车辆行驶路径的标识, 替换了全省 2000 多个收费站读写器, 应用复合读写器, 采用 100 万张复合通行卡代替原有收费卡, 路径标识成功率达到 99.75%, 并按照标识数据进行账目拆分, 成功解决通行费拆分问题。
2010 年上海电信世博智能交通物联网	包括 M2M 管理平台、视频监控平台、车载视频监控终端、车辆管理调度系统等端到端解决方案, 通过 CDMA2000 EV-DO Rev. A 网络, 实现包括车辆实时视频浏览、车辆远程内部安全检测、车辆运行状态检测与实时上报、车辆实时 GPS 定位及调度等高质量的业务功能。
2010 年武汉城市路桥交通智能管理系统	系统自动识别和准确计费, 解决了城市路桥收费公平性、合理性问题, 将 5.8G 自由流技术应用于城市智能交通领域, 获得 2010 年中国物联网优秀应用示范项目奖。

数据来源: 中兴通讯公司网站, 第一创业证券研究所



5.4、创投进军 TMT 领域，捕捉新的历史机遇

2010 年，中兴通讯正式进军 TMT 行业创业投资，加大对日益兴起、空间巨大的 TMT 行业机会投资，分享资本市场层面的中国 TMT 产业盛宴。

- ◇ 2010 年 9 月 28 日，中兴通讯发布公告，董事会审议通过了关于设立深圳市中兴创业投资基金管理有限公司的议案，投资 3000 万元人民币进行创业投资基金的募集与管理，公司持有股份比例为 55%。2010 年 11 月 23 日，中兴通讯再次发布公告，以现金认缴出资人民币 3 亿元，认购中兴创投旗下中和春生壹号股权投资基金，该基金专注于 TMT 行业未上市公司的股权投资，计划募集资金总额为人民币 10 亿元，公告日已经募集资金人民币 8.51 亿元。
- ◇ 2011 年 7 月，中兴通讯宣布 2011 年设立亿元级的内部创投专项基金，并已正式发布《内部创投基金管理方案》，希望在传统的“螺丝钉”或“工程师”文化中，也为类“小苹果”或“小乔布斯”的企业内生、涌现和壮大探索出一条新路，通过促进企业自下而上的创新构想以及与之配套的行之有效的创新管理模式，最终达到企业与员工共同将创新项目转化为科技生产力的目地。在具体运作上，该创投基金分设战略、研发、市场三个 VC 管理运作，面向公司全体 8 万员工广泛征集技术、解决方案、商业模式和管理等领域的创投项目，鼓励创新、鼓励尝试、保护失败。

公司长期在通信产业耕耘，对整个通信技术和信息技术产业链极为熟悉，对未来行业发展趋势有着深刻的理解，上下游的行业人脉也极为广泛，有着一般公司和创投基金无法拥有的各种优势。在全球信息、通信产业都处于转型的大背景下，公司适应世界潮流，聚焦于 TMT 行业创业投资，设立外部和内部两个创投基金，我们认为，有助于公司去捕捉新的技术和商业浪潮中的历史机遇。

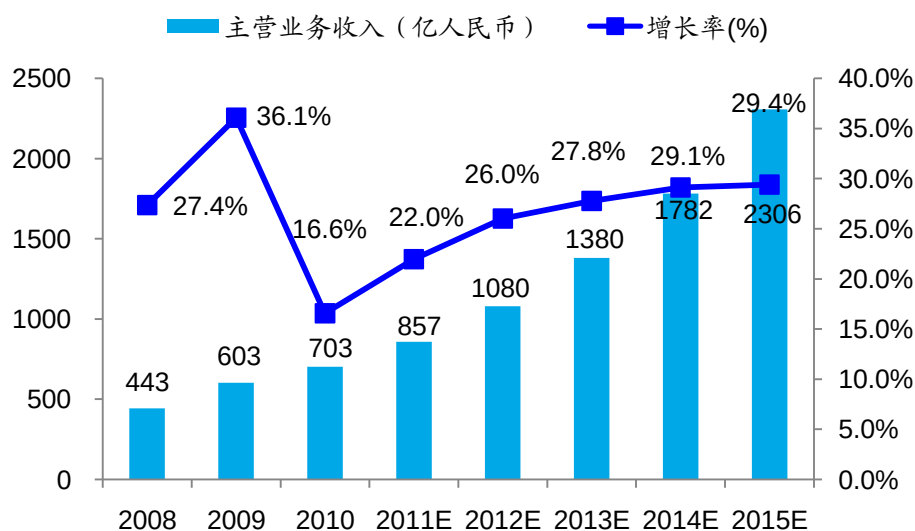


6、盈利预测、估值及投资建议

6.1、盈利预测

我们预测公司 2011-2013 年营业收入仍然能维持在 25%左右的年增长率，虽然 2010 年、2011 年增速较 2008 年、2009 年放缓，但明后年都将逐渐向好，并受益于 LTE 的部署，从 2013 年开始有望加快增长速度，2013 达到 1380 亿元，较 2010 年的 703 亿增长约一倍。

图 57：中兴通讯 2011-2015 年收入预测



数据来源：第一创业证券研究所

表 11：公司分产品收入预测（万元人民币）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,027,256	7,026,387	8,570,184	10,798,373	13,795,702
增长率%	36.1%	16.6%	22.0%	26.0%	27.8%
无线	2,744,557	2,332,874	2,449,517	2,620,984	2,856,872
增长率%	54.0%	-15.0%	5.0%	7.0%	9.0%
有线	12,529,242	17,387,771	22,519,798	29,112,080	37,695,181
增长率%	12.8%	38.8%	29.5%	29.3%	29.5%
终端	13,071,500	17,927,439	24,202,043	32,672,758	44,108,223
增长率%	34.9%	37.1%	35.0%	35.0%	35.0%
软件及服务	7,218,800	10,346,300	14,484,820	19,989,052	27,584,891
增长率%	28.1%	43.3%	40.0%	38.0%	38.0%

数据来源：第一创业证券研究所

目前来看，公司的毛利率已经到达历史的低位水平，在市场布局完成后，未来有望逐步上升，但 2011 年-2013 年仍然有可能处于缓慢上升的状况，2014 年起随着竞争地位的提升和收入规模的加大，将加快提升毛利率



水平，上升的空间较大，华为近年来 40%左右的高毛利率水平将是公司毛利率提升的目标。

- ◇ 随着无线重点市场，特别是 LTE 的布局的逐渐完成，“市场进入费用”将大幅减少，无线产品毛利率下滑的趋势将得到扭转。
- ◇ 随着智能手机占比的提升和中兴手机品牌的逐渐被认可，终端的毛利率也将得到提升。
- ◇ 研发的平台化程度会越来越高，以及元器件中自研芯片比例的逐步提升，器件成本下降程度会加快。
- ◇ 公司近年来大量发货的 SDR 软基站（截至 2010 年，中兴通讯 SDR 基站累计发货超过 70 万台），在运营商扩容或平滑升级的时候无需增加硬件或增加少量硬件，可以采用软件方式来扩容或平滑升级，有助于提升产品的毛利率水平，会逐年得到体现。
- ◇ 软件和服务收入占总收入的比例将不断提升，也将提升整体毛利率。

而期间费用，受益于规模的不断扩大，和研发平台、销售平台的不断整合，将有益于逐步减低期间费用。

另外，我们考虑了软件增值税返还的不确定性，对 2011 年收入涉及到这一块的部分做了保守预测，预计增值税返还比 2010 年减少 5 亿左右，但这部分收入可以在明年得到确认，增厚明年的业绩。

综上，我们预测 2011-2013 年的净利润增速分别为 11.2%、33%、32.4%，三年复合增速为 25.1%，对应 EPS 分别为 1.05 元、1.40 元、1.85 元。

表 12：公司收入预测（万元人民币）

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,027,256	7,026,387	8,570,184	10,798,373	13,795,702
同比（%）	36.1%	16.6%	22.0%	26.0%	27.8%
营业毛利	1,964,922	2,292,885	2,671,302	3,423,111	4,414,254
同比（%）	32.8%	16.7%	16.5%	28.1%	29.0%
归属母公司净利润	245,812	325,025	361,527	480,698	636,264
同比（%）	48.1%	32.2%	11.2%	33.0%	32.4%
总股本（万股）	344,007.8	344,007.8	344,007.8	344,007.8	344,007.8
每股收益（元）	0.71	0.94	1.05	1.40	1.85
ROE	14.6%	14.1%	13.8%	15.8%	17.4%
P/E（倍）	25.0	18.9	17.0	12.8	9.6

数据来源：第一创业证券研究所

6.2、投资建议

我们认为，公司整体毛利率已经达到历史最低水平，从下半年开始毛利率将逐步上升，公司今年业绩是一个阶段性的低谷。公司四大块业务，终端、有线、软件及服务这三块，今明后三年增长都不错，毛利率也将维持稳定（今



年终端除外);而无线,无论从国内外的情况来看,明后年都将逐渐向好,不仅体现在收入的增长上,也包括毛利率的回升。

新一代信息技术产业已经被“十二五”规划明确为我们七大战略性新兴产业之一,包括信息网络基础设施、新一代移动通信、下一代互联网核心设备、智能终端、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。七大战略性新兴产业链将引领中国在未来十年进入一个新的产业周期,预计在 2011 年到 2015 年要实现 24.1%的年均增速,而作为七大产业中的四大支柱产业之一的新一代信息技术产业,未来的发展空间和受国家重视、支持的力度都将是空前的。

中兴通讯作为我国上市公司中信息技术和通信设备产业的龙头,无疑将全面受益,而过去数十年的优异业绩也证明了中兴通讯经营的高度稳健和高度进取,中兴通讯理应享受更高的估值水平。

目前公司估值处于低位,对应当前的股价的 PE 分别为 17.0、12.8、9.6,公司管理层早已增持,股价有较强的安全边际,给予“强烈推荐”评级。

表 13: 国内类似可比公司估值

公司名称	股价(元)	总市值 (百万元)	市盈率 2010	市盈率 2011E	市盈率 2012E	市盈率 2013E
烽火通信	28.35	12540	33.2	26.5	20.8	17.3
光迅科技	38.43	6149	48.5	37.4	29.2	22.8
星网锐捷	14.9	5231	37.7	27.8	21.0	16.9

数据来源: Wind, 第一创业证券研究所

表 14: 国外类似可比公司估值

公司名称	股价(美元)	总市值 (百万美)	市盈率 2010	市盈率 2011E	市盈率 2012E	市盈率 2013E
爱立信	10.68	34220	15.0	11.9	10.3	9.3
阿尔卡特	3.52	7980	na	10.7	7.8	7.0
诺基亚	6.11	22679	7.6	50.9	29.0	20.4
思科	15.44	84580	9.6	9.5	9.0	8.7
Juniper	20.9	11400	10.0	10.3	9.7	9.1

数据来源: Bloomberg, 第一创业证券研究所

6.3、风险

1、全球 LTE(TDD 和 FDD)大规模部署的时间和力度仍然存在一定不确定性,受各国政治、经济情况影响较大,也与运营商的经营情况有关,如果 LTE 大规模部署时间延后,会对中兴通讯未来的业绩增速造成一定的影响。

2、国际贸易保护主义有所抬头,国际局部地区的政局和经济动荡有所加剧,都可能会影响到中兴通讯的海外收入增长速度。

3、2011 年上半年公司综合资产负债率上升,达到 74.32%的较高水平,需要加强控制风险能力。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	65,528.1	86,842.0	102,119.2	122,919.6	一、营业收入	70,263.9	85,701.8	107,983.7	137,957.0
货币资金	15,383.2	29,720.7	33,737.1	41,209.7	减: 营业成本	47,335.0	58,988.8	73,752.6	93,814.5
交易性金融资产	123.4	572.2	572.2	572.2	营业税金及附加	1,149.1	1,495.8	1,916.6	2,471.5
应收款项	18,853.8	24,336.3	31,156.4	39,944.9	销售费用	8,755.0	10,798.4	12,958.0	16,554.8
预付款项	449.7	831.2	1,079.9	1,379.1	管理费用	9,502.3	10,712.7	14,037.9	17,934.4
存货	12,103.7	15,085.0	19,276.8	23,517.1	财务费用	1,198.5	935.3	1,191.7	1,279.3
其他流动资产	18,614.4	16,296.6	16,296.6	16,296.6	资产减值损失	315.3	414.1	507.5	647.2
非流动资产	18,624.3	17,882.4	16,647.5	15,412.7	加: 公允价值变动收益	83.6	-60.0	0.0	0.0
股权投资	918.0	454.0	454.0	454.0	投资收益	497.2	1,052.4	160.2	248.4
债权与公允价值资产	910.2	895.0	895.0	895.0	其中: 联营企业收益	44.1	49.3	109.0	127.1
固定资产	6,523.5	6,002.7	5,137.5	4,272.3	二、营业利润	2,589.6	3,349.1	3,779.6	5,503.7
在建工程	1,146.7	1,309.9	1,351.5	1,393.1	加: 营业外收入	2,002.1	1,667.5	2,938.1	3,375.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	231.5	287.0	359.1	454.6
无形及递延性资产	2,357.8	2,190.9	1,779.6	1,368.4	三、利润总额	4,360.2	4,729.6	6,358.5	8,424.1
其它非流动资产	6,768.1	7,029.9	7,029.9	7,029.9	减: 所得税费用	883.7	863.0	1,217.4	1,619.2
资产总计	84,152.4	104,724.5	118,766.7	138,332.3	四、净利润	3,476.5	3,866.6	5,141.2	6,805.0
流动负债	48,214.1	64,750.0	73,102.9	85,191.2	归属母公司净利润	3,250.2	3,615.3	4,807.0	6,362.6
短期借款	7,901.2	13,264.3	13,264.3	13,264.3	少数股东损益	226.2	251.3	334.2	442.3
应付账款	25,497.7	34,522.8	43,559.9	55,353.7	五、总股本(百万股)	3,440.1	3,440.1	3,440.1	3,440.1
预收帐款	2,836.0	5,296.0	6,926.1	8,874.9	EPS (元)	0.94	1.05	1.40	1.85
其它流动负债	11,979.3	11,666.8	9,352.6	7,698.3	主要财务比率				
非流动负债	10,976.2	11,157.6	11,157.6	11,157.6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	5,475.1	5,773.3	5,773.3	5,773.3	成长能力				
专项及预计负债	260.7	267.7	267.7	267.7	营业收入	16.6%	22.0%	26.0%	27.8%
其它非流动负债	5,240.4	5,116.6	5,116.6	5,116.6	营业毛利	16.7%	16.5%	28.1%	29.0%
负债合计	59,190.4	75,907.6	84,260.5	96,348.8	主业盈利	-1.1%	5.2%	43.5%	35.0%
少数股东权益	1,868.1	1,995.0	2,137.9	2,280.8	母公司净利	32.2%	11.2%	33.0%	32.4%
股本	2,866.7	3,440.1	3,440.1	3,440.1	获利能力				
资本公积与其它	11,004.8	10,433.7	10,433.7	10,433.7	毛利率	32.6%	31.2%	31.7%	32.0%
留存收益	9,222.4	12,848.0	18,044.5	24,928.9	主业盈利/收入	5.0%	4.3%	4.9%	5.2%
股东权益合计	23,093.9	26,721.9	31,918.3	38,802.7	ROS	4.9%	4.5%	4.8%	4.9%
负债和股东权益	84,152.4	104,724.5	118,766.7	138,332.3	ROE	14.1%	13.5%	15.1%	16.4%
现金流量表					ROIC	9.5%	8.4%	10.0%	11.7%
单位:百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	70.3%	72.5%	70.9%	69.7%
经营活动现金流	941.9	9,870.3	4,936.6	8,399.3	利息保障倍数	2.9	4.1	4.3	5.3
净利润	3,476.5	3,768.5	5,339.3	7,027.3	速动比率	0.72	0.86	0.91	0.98
折旧摊销	1,174.8	1,586.3	1,783.9	1,923.6	经营现金净额/当期债务	0.12	0.74	0.37	0.63
财务费用	908.0	811.7	1,038.9	1,133.5	营运能力				
投资损失	-580.8	-992.4	-160.2	-248.4	总资产周转率	0.83	0.82	0.91	1.00
营运资金变动	-3,966.2	4,034.4	-1,988.6	-559.8	应收款天数	96.60	102.23	103.87	104.24
其它变动	-70.4	661.8	-1,076.7	-877.0	存货天数	92.05	92.06	94.09	90.24
投资活动现金流	-3,112.6	-133.5	118.6	206.8	每股指标(元)				
资本支出	-3,037.7	-811.5	-41.6	-41.6	主业盈利/股本	1.02	1.08	1.55	2.09
长期投资	-74.9	-283.8	0.0	0.0	每股经营现金流	0.27	2.87	1.44	2.44
其它变动	0.0	961.8	160.2	248.4	每股净资产	6.17	7.19	8.66	10.62
筹资活动现金流	3,037.7	4,631.1	-1,038.9	-1,133.5	估值比率				
债务融资	377.7	5,653.6	0.0	0.0	P/E	18.87	16.97	12.76	9.64
权益融资	3,913.0	0.0	0.0	0.0	P/B	2.89	2.48	2.06	1.68
其它变动	-1,252.9	-1,022.5	-1,038.9	-1,133.5	P/S	0.87	0.72	0.57	0.44
汇率变动影响	-37.8	-30.4	0.0	0.0	EV/EBITDA	11.27	9.70	6.67	4.39
现金净增加额	829.3	14,337.5	4,016.4	7,472.6					

数据来源: 公司年报, 第一创业证券研究所预测

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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，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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

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

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120