

通信资本开支结构变化，利好中兴通讯

研究结论：

- 预计通信行业明年资本开支发生结构性变化，TD 和 W 网增长，C 网持平、移动 G 网下降。我们估计明年通信行业资本开支温和增长，分结构来看，预计明年中移动的资本开支将更多向 TD 倾斜，G 网投资有所下降。中电信 C 网的资本开支基本持平。联通在 W 网的资本开支将有较大的增长（表 1）。
- 资本开支的结构性变化利好中兴通讯。中兴在移动 G 网的份额相对较低（个位数），在移动 TD 网、电信和联通的份额相对较高（分不同制式，在 15%—30% 左右），因此，资本开支的结构性变化对中兴而言不啻是一个利好。而且，中兴国内业务的毛利率相当稳定，国内收入的提升对公司整体盈利能力提升明显（表 2）。
- 4G 投资带动设备行业进入新一轮景气周期，预期是中兴通讯面临的长期机遇。中兴在 LTE 上的技术积累深厚，占 TD LTE 基本专利的 7%，LTE 商用网及实验网的市场份额 21%，有望充分享受到 4G 投资带来的新一轮行业景气周期，LTE 建设是中兴面临的长期发展机遇。
- 公司股价安全边际充分。我们分析认为，公司股价的安全边际充分，前期三季报不达预期的利空已经释放。考虑到四季度国内业务收入的确认，以及 LTE 建设的长期机遇，我们认为中兴目前股价是中长期来看非常好的买点。预计公司股价催化剂包括：全球 4G 订单的突破、十二五通信产业规划的出台等等。
- 预计 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.26 元和 1.56 元。考虑到公司成长性和历史估值水平，给予公司 11 年 30 倍 PE 的估值水平，对应目标价 30 元，维持公司买入评级。
- 风险因素：大盘系统性风险，运营商资本开支低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888-6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

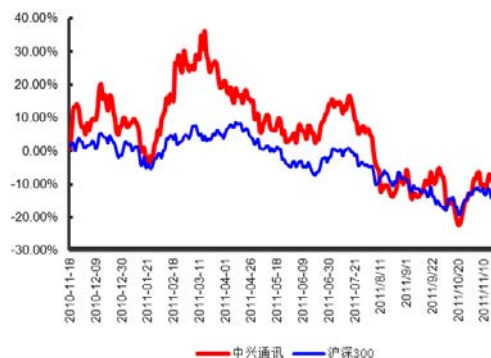
021-63325888-6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 11 月 18 日）	18.50 元
目标价格	30.00 元
总股本（亿股）	34.4
国家/地区	中国
行业	通信设备
报告发布日期	2011 年 11 月 21 日

股价表现



财务预测（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	70,264	90,303	110,043	132,193
利润总额	4,360	4,593	5,811	7,216
净利润	3,476	3,662	4,633	5,754
EBITDA	4,564	4,276	5,487	6,909
EPS（元）	0.94	1.00	1.26	1.56
每股经营现金	0.27	1.33	1.43	1.80
每股净资产	6.71	7.38	8.22	9.27
净资产收益率	14.07%	13.49%	15.31%	16.87%
P/E	20	19	15	12
P/B	2.30	2.09	2.25	2.00

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

高管增持彰显对公司发展信心十足	2011.06.28
TD-LTE 加速推进，将强烈冲击产业格局	2011.08.01
行业景气在下半年，长期看好 LTE 建设	2011.08.11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为做出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 资本开支结构变化，TD 和 W 网增长，C 网持平、移动 G 网下降

我们估计明年通信行业资本开支温和增长，分结构来看，预计明年中移动的资本开支将更多向 TD 倾斜，G 网投资有所下降。中电信 C 网的资本开支基本持平。联通在 W 网的资本开支将有较大的增长。

表 1：2012 年我国通信行业资本开支预测（单位：亿元）

	2010	2011 E	2012 E	
中移动				
TD(集团)	382	461	692	3G 投资加大
GSM	543	702	400	GSM 下降
其他	691	622	613	
总额	1,616	1,785	1,704	
经营收入	4,852	5,277	5,558	
<i>投资密度</i>	33.3%	33.8%	30.7%	
中电信				电信资本开支基本不变
CDMA(集团)	270	230	250	
宽带及互联网	276	330	330	
固话	10	10	10	
其他	234	270	270	
总额	790	840	860	
经营收入	2,199	2,472	2,713	
<i>投资密度</i>	35.9%	34.0%	31.7%	
中国联通				
3G	157	195	350	W 网投资加大
2G-GSM	75	34	30	
宽带及数据	225	188	220	宽带数据投入略有上升
固定电话	8	7	5	
基础设施及传输网	170	195	200	
其他	68	120	120	
总额	702	738	925	
经营收入（仅通服）	1,620	1,870	2,237	
<i>投资密度</i>	43.3%	39.5%	41.4%	
运营商汇总	3,108	3,363	3,489	
差额	89	12	10	
工信部口径	3,197	3,375	3,499	
<i>增速</i>		5.56%	3.69%	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 国内业务毛利率稳定

由于国内业务的毛利率高于整体毛利率水平，国内业务的上量也拉动了公司 3 季度单季度的毛利率水平回升了约 5 个百分点。

表 2：国内毛利率维持稳定（单位：千元）

	2011 年 1-6 月			2010 年 1-6 月			毛利率 下滑
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	
中国	16,413,551	10,847,956	33.91%	15,318,596	10,074,780	34.23%	-0.32%
亚洲(不包括中国)	6,788,539	5,261,543	22.49%	5,241,223	3,924,321	25.13%	-2.63%
非洲	5,003,829	2,932,981	41.39%	4,456,480	2,126,649	52.28%	-10.89%
欧美及大洋洲	8,990,511	7,086,090	21.18%	5,531,541	4,216,410	23.78%	-2.59%
总计	37,196,430	26,128,570	29.76%	30,547,840	20,342,160	33.41%	-3.65%

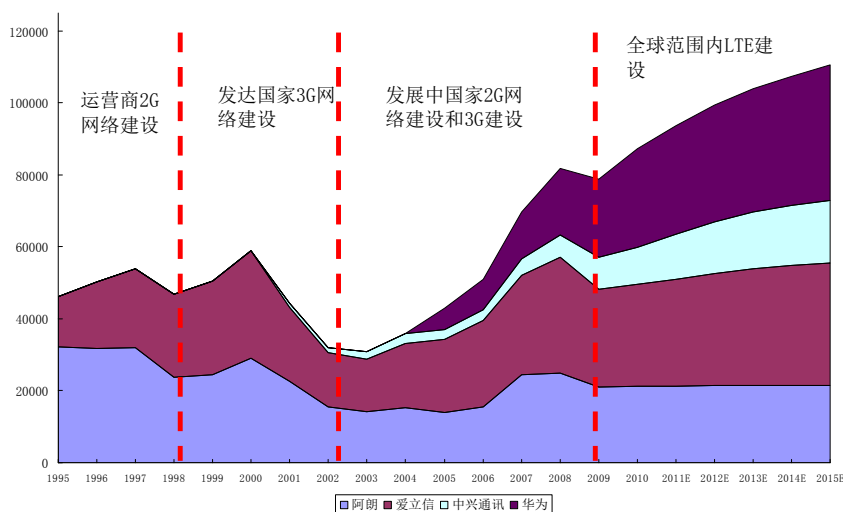
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3. 全球 LTE 建设是中兴面临的长期机遇

3.1 LTE 将推动通信设备商进入新一轮景气周期

随着数据业务的需求爆发式增长，运营商对 LTE 投资动力十足，另一方面，TD-LTE 技术瓶颈的突破，预计将推动通信设备进入新一轮的景气周期。

图 1：LTE 建设推动通信设备产业进入新一轮景气周期



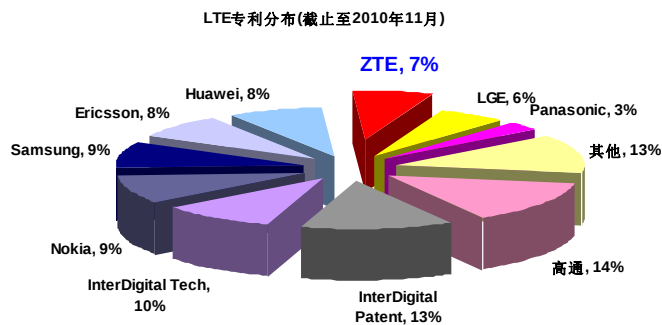
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 中兴技术领先，将充分获益于 TD-LTE 的加速发展

中兴通讯在 TD-LTE 上的技术积累深厚，截止 2011 年 6 月，中兴通讯已经全球 15 个国家 25 个全球领先运营商建设 TD-LTE 实验局和商用网络，遍布欧洲、印度、独联体、亚太、东南亚、美洲等区域。中兴通讯不仅与其他厂商的终端进行 IOT 测试，同时也是 LTE 多模终端领先提供商，满足不同制式网络运营商的需求，作为全球 LTE 产业商用化进程的积极推进者，中兴通讯目前已形成包括数据卡、uFi、模块、平板电脑、智能手机等完整的 LTE 终端产品队列。

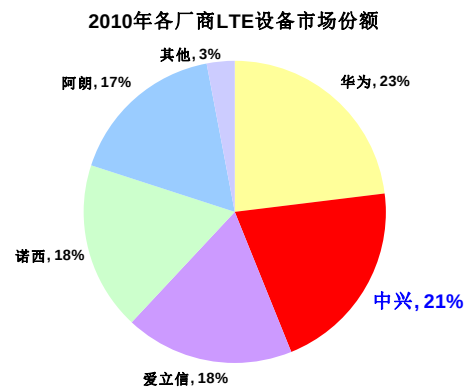
在 ETSI(欧洲电信标准研究所)公布的最新 LTE 标准专利数据库暨 ETSI IPR(知识产权)数据库中，截止 2010 年 11 月 30 日的查询结果显示，已有包括中国厂家在内的 34 家公司发布了 LTE 标准必须使用的基本专利(Essential Patent)清单。其中，高通以 498 件专利数继续领跑，而诺基亚、三星、华为、爱立信、中兴、LGE 六家设备厂商则以基本相当的专利数量位居第二阵营。

图 2：中兴占 LTE 专利的 7%



资料来源：ETSI，东方证券研究所

图 3：中兴占 LTE 设备市场重要份额



资料来源：公司公告，东方证券研究所

值得注意的是，此次中兴通讯以 235 件 LTE 标准基本专利和 7% 的基本专利占比跻身前八，证明了其在 LTE 研发上的强大实力。据了解，截止到 10H1，中兴已向 3GPP 提交了 5400 多篇提案，其中 LTE/SAE 相关提案超过 3300 多篇，并已申请 LTE/SAE 相关专利 2600 多件。

另据 Open Vista Consulting 的报告，截至 2010 年 12 月底，中国的华为和中兴分别部署了 70 个和 65 个 LTE 商用或试验网络，占据 23% 和 21% 的份额，爱立信、诺西、阿朗也分别占据 18%、18% 和 17% 的份额。中兴占据了 LTE 网络的部署中占据了重要份额。

3.3 TDD/FDD 多模有利于中兴发挥更大的规模效益

数据业务的爆发式需求以及运营商之间竞争的加剧，运营商网络向 4G 演进趋势明确，投资有加速的趋势。

虽然 FDD 是运营商，尤其是发达市场的运营商偏好的 LTE 类型，但 Ovum 依然这些拥有未使用的 TDD 频谱的运营商，密切观察 LTE TDD 市场的发展。原因很简单：由于数据流量大增，所有的频谱都很珍贵。运营商应当确保 LTE FDD/TDD 目前能与网络设备结合，也要确保一旦 TDD 体系成熟时，LTE TDD 也能够与各种用户装置融合。Ovum 认为，如果 LTE TDD 变成被广泛的采用，到了 2014、15 年，LTE FDD

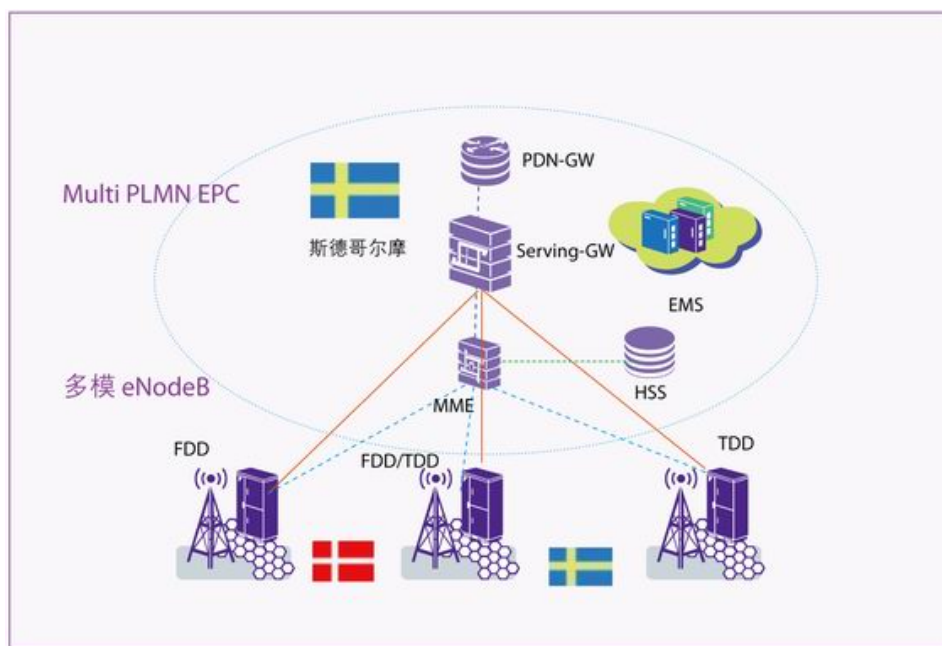
运营商很有可能想要提升 LTE TDD 的成本效益，为他们的网络添加额外的能力。如前表所指出的，AERO2、Hi3G、Telefonica 等运营商虽然有 FDD 频谱，但是也需要使用 TD-LTE 作为 LTE FDD 的一个网络负载上的补充。

技术上来说，TDD/FDD LTE 在核心网侧是可以完全相同的，仅双工部分不同。在接入网侧，二者的基带部分也完全相同。与 3G 时代无线网分成完全迥异的三个标准制式不同，TDD/FDD LTE 设施的 90% 相同，大部分仅通过软件改动即可兼容共用。

高通的统计数据也显示：截至 2011 年 1 月 12 日，全球宣布部署 LTE 的运营商网络已达到 180 个，这其中有 17 个已经发布了 LTE 多模发展战略。

中兴通讯在 FDD/TDD LTE 融合方面，已经有相当多的技术积累，与和记黄埔旗下 Hi3G 签署的 4G 标准协议即是 LTE FDD/TDD 双模的。根据合同约定，中兴通讯将在瑞典和丹麦为 Hi3G 建设 LTE FDD/TDD 双模商用网络，为用户提供 100Mbps 的数据吞吐量。该项目是全球首家采用 2.6GHz LTE FDD 和 LTE TDD 融合组网的商用局，意在最大效能使用现有频谱资源，将加速 LTE FDD 与 TDD 的产业融合。中兴通讯在满足现有 3G 网络与 LTE 互操作性、网络负载平衡等功能的基础上，为 Hi3G 提出了 TDD LTE/FDD LTE/UMTS 多模融合组网方案，有效提高系统的安全性、稳定性、保证了热点地区网络的吞吐量。

图 4：TDD LTE/FDD LTE 双模组网拓扑图



资料来源：ZTE，东方证券研究所预测

我们认为，随着 FDD/TDD LTE 融合发展，中兴的产品线大大缩短，产品线的缩短有利于期间费用率的降低，可以产生巨大的规模效应。

4. 投资建议

股价回调充分，三季报不达预期的利空已经释放。公司三季报不达预期已经在前期的股价中反映，我们认为公司三季报的风险因素已经充分释放，考虑到四季度国内业务收入的确认，以及 LTE 建设的长期机遇，我们认为中兴目前股价是中长期来看非常好的买点。

我们预测公司 2011–2013 年的 EPS 分别为 1.00 元，1.26 元和 1.56 元。考虑到公司成长性和历史估值水平，给予公司 11 年 30 倍 PE 的估值水平，目标价 30 元，维持公司买入评级。

5. 风险提示

大盘系统性风险

资本开支低于预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	15383	19770	24092	28942	营业收入	70264	90303	110043	132193
交易性金融资产	123	123	123	123	营业成本	47335	62040	75594	90506
应收账款	18954	24359	29684	35659	毛利	22929	28262	34449	41687
存货	12104	15872	19339	23152	%营业收入	32.6%	31.3%	31.3%	31.5%
预付账款	450	590	718	860	营业税金及附加	1149	1477	1800	2162
其他流动资产	17225	21623	26194	31466	%营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
流动资产合计	65528	83995	102171	122630	销售费用	8755	10972	13205	15863
可供出售金融资产	343	343	343	343	%营业收入	12.5%	12.2%	12.0%	12.0%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	9502	11947	14559	17490
长期股权投资	918	932	946	959	%营业收入	13.5%	13.2%	13.2%	13.2%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1198	863	1176	1641
固定资产合计	7670	8980	10599	12562	%营业收入	1.7%	1.0%	1.1%	1.2%
无形资产	891	847	804	764	资产减值损失	315	596	587	659
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	655	121	119	134	投资收益	497	14	14	14
其他非流动资产	8147	8147	8147	8147	营业利润	2506	2421	3135	3887
资产总计	84152	103364	123128	145538	%营业收入	3.6%	2.7%	2.8%	2.9%
短期贷款	6715	10227	14483	22708	营业外收支	1771	2172	2675	3329
应付款项	25498	33435	40740	48772	利润总额	4360	4593	5811	7216
预收账款	2745	3527	4299	5164	%营业收入	6.2%	5.1%	5.3%	5.5%
应付职工薪酬	3098	4062	4950	5926	所得税费用	884	931	1178	1463
应交税费	-321	-381	-471	-573	净利润	3476	3662	4633	5754
其他流动负债	10480	13577	16517	19792	归属于母公司所有者	3250.2	3423.8	4331.5	5379.4
流动负债合计	48214	64448	80517	101788	的净利润				
长期借款	1719	2253	2746	3287	少数股东损益	226	238	301	374
应付债券	4000	4000	4000	619	EPS（元/股）	0.94	1.00	1.26	1.56
递延所得税负债	89	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	5168	5168	5168	5168		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	59190	75870	92431	110862	经营活动现金流净额	942	4591	4930	6185
归属于母公司所有者	23094	25388	28290	31894	取得投资收益收回现金	17	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	1868	2106	2408	2782	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	24962	27494	30698	34676	固定资产投资	-3038	-2258	-2751	-3305
负债及股东权益	84152	103364	123128	145538	其他	-75	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-3113	-2258	-2751	-3305
EPS	0.945	0.995	1.259	1.564	债券融资	0	0	0	-3381
BVPS	8.06	8.86	8.22	9.27	股权融资	3913	0	0	0
PE	19.58	18.59	14.69	11.83	银行贷款增加（减少）	378	4047	4748	8767
PEG	1.07	1.02	0.80	0.65	筹资成本	1253	-1993	-2606	-3416
PB	2.30	2.09	2.25	2.00	其他	-2506	0	0	0
EV/EBITDA	13.30	14.11	11.08	8.87	筹资活动现金流净额	3038	2054	2142	1969
ROE	14.1%	13.5%	15.3%	16.9%	现金净流量	867	4387	4322	4849

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn