

通信行业：3G 导入期的选择

2010 年通信行业投资策略报告

通信服务
通信设备

同步大市-A
领先大市-A

报告日期

2009-11-30

报告关键点：

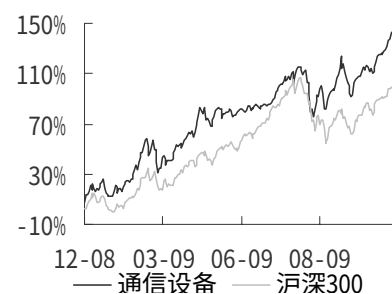
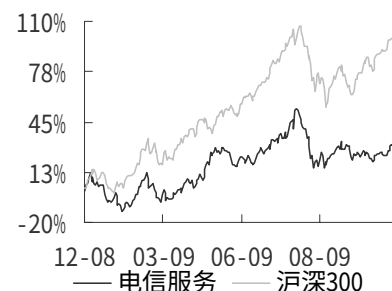
- 3G在2010年尚处于导入期；
- 通信设备我们依次看好无线网络优化、光通信和无线通信系统；
- 我们看好中国联通、三维通信、烽火通信和中兴通讯，并认为移动增值业务存在交易性机会。

报告摘要：

- 3G尚处于导入期：**3G的高速率，加上触摸屏技术的进步，使得手机上网将成为3G的“杀手级”应用。不过新需求的触发和新习惯的形成往往都需要一定的时间，就像当年的手机短信。我们认为，2010年3G在中国不会爆发，仍将处于导入期。因此，对运营商而言，整个行业在明年缺乏整体性的机会；但中国联通将利用WCDMA在网络和终端上的优势，比另外两家运营商争取到更多的3G用户，并实现ARPU值的提升。而跟3G相关的移动增值业务，明年也很难有实质性的表现；但我们建议大家密切关注可能投资或参股某些移动增值业务的A股上市公司，这极可能带来交易性的机会。在众多的移动增值业务中，我们看好移动社区、移动商务、手机游戏、彩像业务和移动位置服务。
- 通信设备行业投资逻辑：**从无线通信来看，如果说09年通信设备行业的主题是3G建设，那么10年的主题就是3G优化，11年的主题将是3G扩容、升级。从光通信来看，一方面，虽然“光进铜退”是大的趋势，但运营商从自身的利益出发，大规模建设FTTx的愿望并不强烈；因为现有的ADSL设备升级后，下载速率可以提高到8M/秒，已基本能满足大多数用户近期的宽带需求；所以FTTx近期不太可能爆发。而FTTx不普及，骨干网在短期内也就不用扩容。另一方面，09年新建基站很多，这是09年光通信系统需求大幅上升的重要原因；由于三大运营商的3G网络覆盖已基本成型，所以未来几年移动传输网对光通信系统的需求也不会增长。综上所述，我们对国内通信投资的基本判断是，2009年是个高点；2010年我们依次看好无线网络优化、光通信和无线通信系统。从海外市场来看，未来两年全球电信设备市场基本上是一个存量市场，没有什么增长；机会只会来自于抢占更大的市场份额。而目前通信设备业正由技术驱动型产业逐步转变为以成本竞争为核心竞争力的产业，这给具有劳动力成本优势的中国企业以巨大的机会。再加上北电和摩托罗拉等通信设备巨头的没落，中国企业完全可能夺取更大的市场份额。
- 公司推介：**我们看好中国联通、三维通信、烽火通信和中兴通讯。2010年市场将会清楚地看到中国联通利用WCDMA的网络和终端优势从中国移动抢到中高端用户的趋势；这将引发市场对中国联通的价值发现和重估。三维通信将受益于3G网络室内覆盖需求的高增长和综合实力较强带来的市场份额的提升。烽火通信将受益于光通信行业持续稳定的增长和自身规模效应的显现。对中兴通讯来说，国内市场09年是个高点，10年主要看海外市场的增长。

首选股票	目标价	评级
600050 中国联通	11.06	买入-B
002115 三维通信	26.28	买入-B
600498 烽火通信	27.30	买入-B
000063 中兴通讯	49.8	买入-B

12 个月行业表现



研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

前期研究成果

中国联通深度报告：买入联通正当时

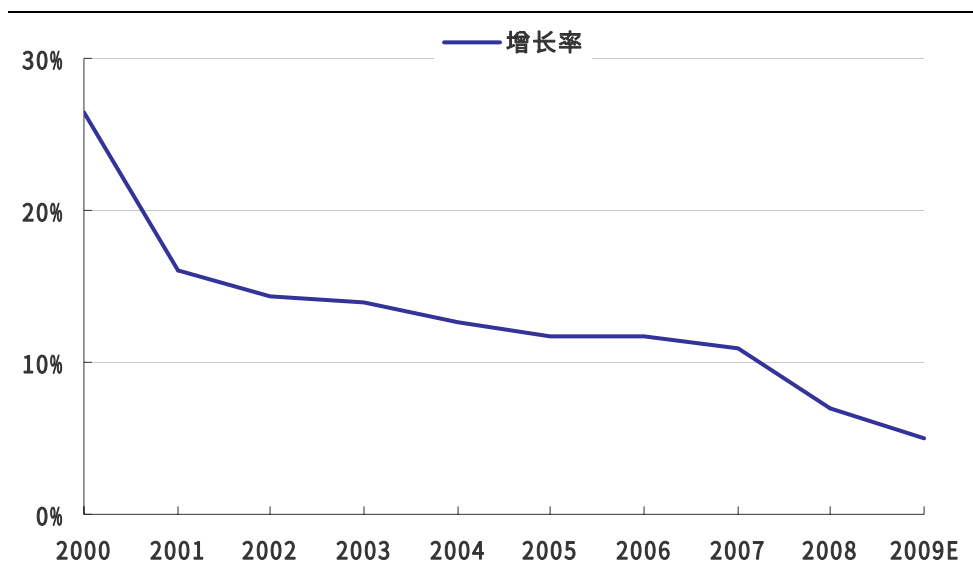
2009-04-20

1. 3G 尚处于导入期

1.1. 通信服务业概况

2009 年，固网语音收入持续下滑，固网宽带收入继续上升；移动语音和移动增值业务收入增长缓慢。整个通信服务业的收入增长预计不到 5%，远低于 GDP 的增长。

图 1 中国通信服务业收入增长趋缓



数据来源：工业和信息化部、安信证券研究中心

同时，由于巨额的 3G 投资还未创造出效益，再加上电信重组带来的竞争加剧，造成整个行业利润率的下降。

2009 年是中国的 3G 元年，但是 3G 并没有爆发。那么在 2010 年会怎么样呢？

1.2. 3G 将处于导入期

中国的 3G 在 2010 年也不会爆发，仍将处于导入期。

1.2.1. 3G 的杀手级应用

3G 在中国的发展远低于市场预期的原因，除去网络和终端准备不够充分外，主要是 3G 似乎缺少“杀手级”的应用。很明显，视频通话、手机流媒体、手机音乐等应用并不足以吸引用户从 2G 转到 3G。

我们认为，既然 3G 跟 2G/2.5G 最大的区别在于传输速率（相差几十倍），那么就应该以此为出发点来分析 3G 独特的应用亮点。由于对网络速率的要求不同，有的应用跟 3G 无关，有的应用只有在 3G 下才能存在，有的应用是虽然在 2G/2.5G 也可以实现、但速度的改变会带来用户体验的质的变化。

在我们看来，3G 真正带来的革命性的东西（即非它不可的东西），一个是视频，一个是手机上网。

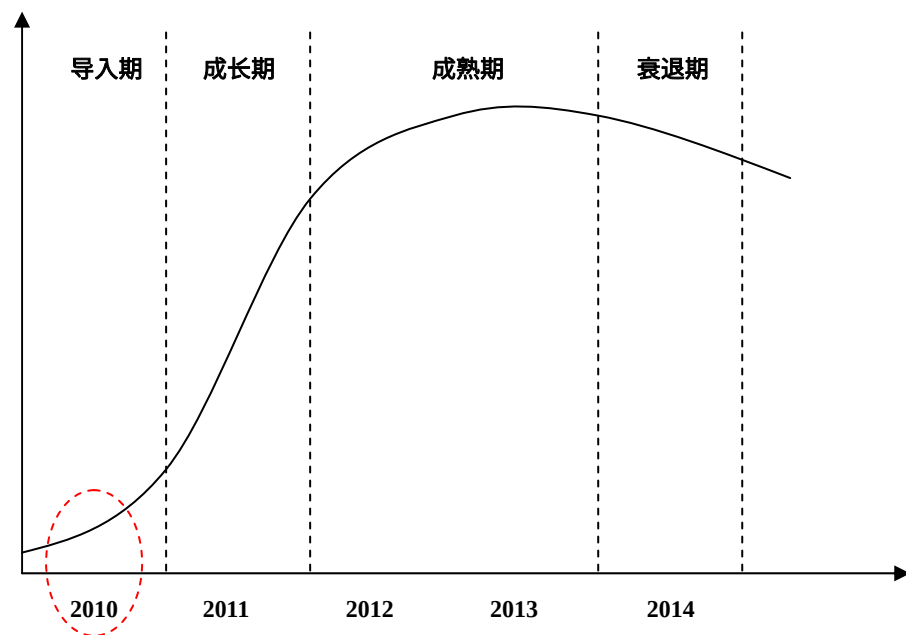
高速率使得视频通话和手机流媒体成为可能。但由于私密性和使用习惯的原因，视频通话很难成为主流，日韩和欧美的 3G 发展也证明了这一点；而在手机上观看视频或电视，由于应用的时候并不太多，也不会成为 3G 的“杀手级”应用。

手机上网虽然在2G时代就已经有了，但主要是WAP应用，受的局限性很大；而且，网络速度的低下使得上网体验非常差。3G的高速率，使得使用手机快速上网成为可能；再加上以iphone 为代表的手机触摸屏技术的进步，使得通过手机上网变得非常方便。这两个变化将满足并激发人们随时随地上网的需求，开创另一种“长尾效应”。此前所谓的“长尾效应”，是指互联网的发展，使得过去一向不被重视、少量多样、在统计图上像尾巴一样的小众商品，也能创造出比最受重视的畅销商品更大的商机。我们这里所说的“长尾效应”，是指手机上网使得人们可以利用很零碎的时间来上网，而之前这些时间都是没法被利用的，可以看作是时间的“长尾效应”。举例来说，我们很多时候都会碰到身边没带电脑但却需要上网的情况；很多时候想查一个小东西，却又不愿花几分钟去启动电脑；也会有好些时候坐在车上或躺在沙发上上网，感觉拿着电脑很不方便……因此我们相信，手机上网将成为既语音通话和短信业务之后又一不可或缺的手机应用。

1.2.2. 3G 将处于导入期

虽然手机上网成为 3G 的“杀手级”应用这一趋势是不可阻挡的，但它需要有个过程。一般来说，产品生命周期可分为四个阶段：导入期、成长期、成熟期、衰退期。新需求的触发和新习惯的形成往往都需要一定的时间，就像当年的手机短信一样。

图 2 3G 在中国的产品生命周期图



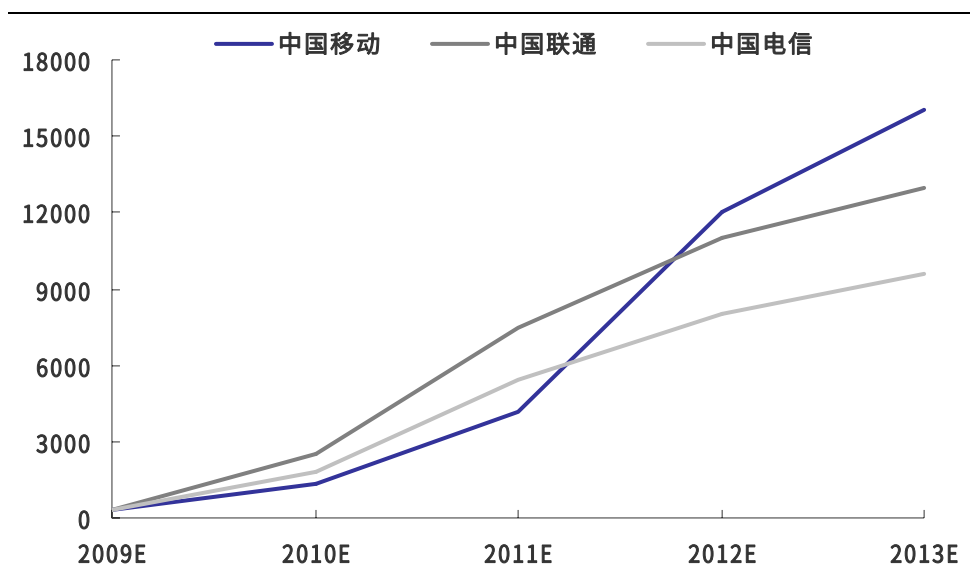
数据来源：安信证券研究中心

我们预计，2010 年 3G 在中国将仍处于导入期，2011 年才会进入高速成长期。

1.3. 对运营商的影响

虽然明年 3G 尚处于导入期，整个行业缺乏整体性的机会；但我们相信，中国联通将利用 WCDMA 在网络和终端上的优势，在 2010 年比中国移动和中国电信发展更多的 3G 用户。市场将会清楚地看到中国联通从中国移动抢到中高端用户的趋势，从而引发对中国联通的价值发现和重估（相关逻辑详见我们的联通深度分析报告“买入联通正当时”）。

图 3 三大运营商未来的竞争格局（3G 用户数：万）



数据来源：安信证券研究中心

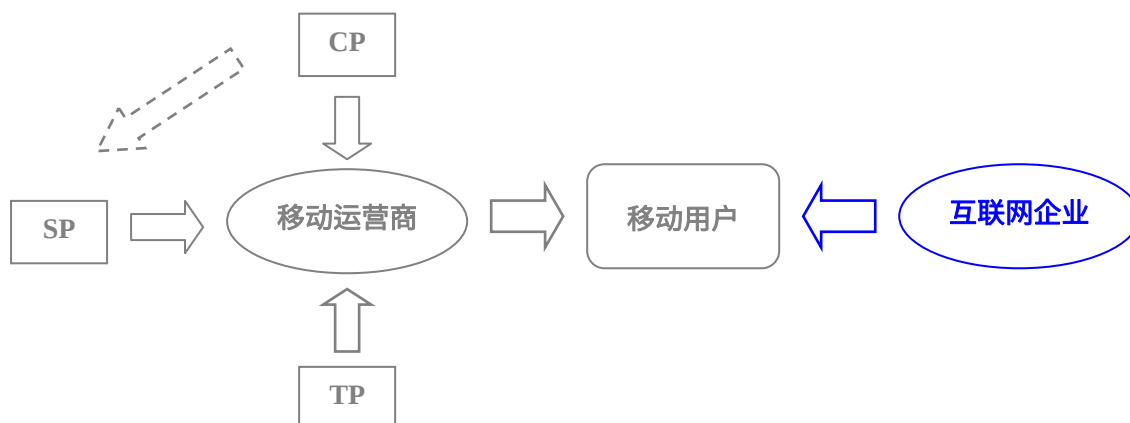
1.4. 对移动增值业务的影响

由于明年 3G 尚处于导入期，所以跟 3G 相关的移动增值业务很难有实质性的表现；而且现有 A 股上市公司中，移动增值服务商的可选标的也很少。但我们建议大家密切关注可能投资或参股某些移动增值业务的 A 股上市公司，这极可能带来交易性的机会。那么，3G 商用将给移动增值业务带来什么样的投资机会呢？

1.4.1. 手机上网将改变移动增值业务的格局

在 2G 时代，由于上网速度很慢，手机上网的功能也不方便，严重妨碍了自由地浏览互联网网页；再加上移动运营商在小额收费上的优势，移动运营商占据了绝对的主导地位，移动增值服务商完全处于从属地位。移动增值业务也主要局限于娱乐类应用。举例来说，中移动推出门户网站“移动梦网”，各移动增值服务商通过在梦网上提供彩铃、铃声、游戏下载等获取收入。由于内容和服务在“移动梦网”上所排的位置将在很大程度上决定流量和下载次数，所以跟移动运营商的关系成为了各移动增值服务商的核心竞争力。

图 4 手机上网将改变移动增值业务的格局



数据来源：安信证券研究中心

但在3G时代，手机上网的流行，使得人们可以使用手机快速、方便地浏览各类互联网网站；这将彻底改变2G时代移动增值业务主要局限于娱乐、移动运营商一枝独大的行业格局。我们认为，手机上网将使得移动增值业务模式分为两大类：一类是传统的在运营商平台上展开的移动增值服务，另一类是跟运营商结合不紧密、从原有互联网直接延伸过来的移动增值服务。

1.4.2. 我们看好哪些移动增值业务

在互联网上，一个好的商业模式不一定能找到合适的盈利模式。同理，由于手机上网和通过电脑上网在屏幕大小、使用习惯等方面的不同，一个在互联网上有着成功盈利模式的商业模式，放到移动互联网上并不一定能盈利。移动新闻和移动搜索虽然都有着广阔的市场需求，但它们在互联网上原有的盈利模式在移动互联网上却并不成立，所以不存在太大的投资机会。我们看好移动社区和移动商务。

日本的经验表明，手机音乐和手机游戏是这类移动增值业务的最大收入来源。但由于国内的版权意识太弱，无线音乐下载的可替代性，再加上运营商直接跟各大唱片商签约，我们认为移动增值服务商在手机音乐上的空间会很小。由于中国跟日本在动漫文化上的差异，我们认为日本流行的漫画下载在中国的市场空间有限，但我们看好动漫元素跟其它手机应用的结合。虽然手机视频是3G带来的革命性应用，但由于国内的内容控制和难以找到合适的盈利模式，我们并不看好这一移动增值业务在中国的发展。我们看好手机游戏和彩像业务。

此外，我们还十分看好移动位置服务。移动位置服务可以帮助用户随时获得他所在位置周围的各类生活信息--餐馆、商场、影院、超市、房屋代理等等，并可帮助用户订票、订座、打折等等，极大地方便人们的日常生活；这一改变将会是革命性的。运营商在移动位置服务中将处于核心地位，盈利模式主要为来自众多商家的广告。各地的生活信息提供商将负责收集商家信息，同时负责争取商家广告。移动位置服务的技术平台提供商和生活信息提供商将成为很好的投资标的。

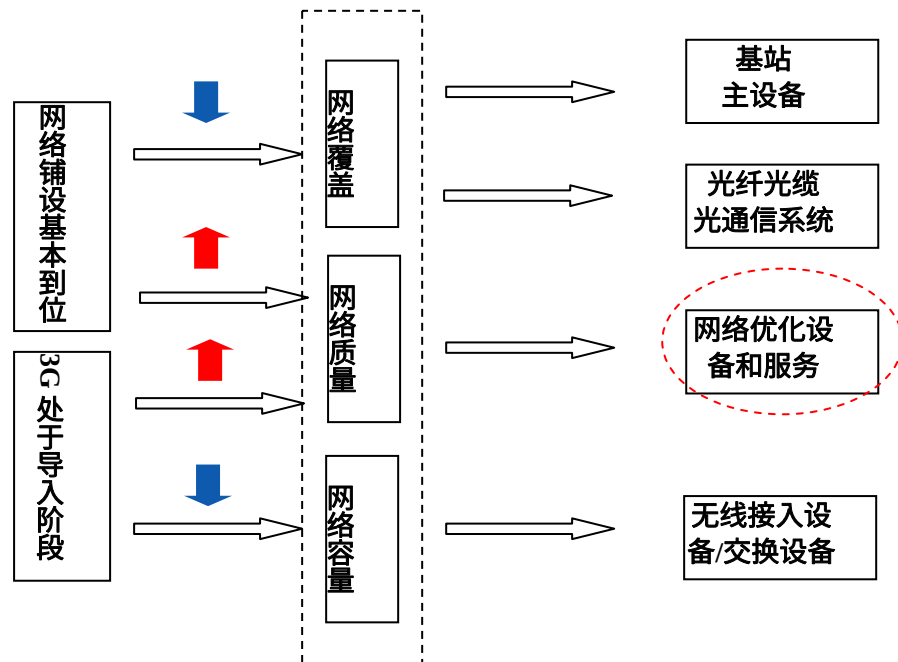
2. 通信设备行业投资逻辑

由于移动宽带和固网宽带是国内运营商未来投资的重点，所以通信设备行业我们主要讨论无线通信和光通信。此外，由于华为、中兴等企业正在国际市场上崛起，所以我们同时也关注海外市场对通信设备的需求。

2.1. 无线通信

如果说 09 年通信设备行业的主题是 3G 建设，那么 10 年的主题就是 3G 优化，11 年的主题将是 3G 扩容、升级。

图 5 无线通信业的投资逻辑



数据来源：安信证券研究中心

我们衡量一个无线通信网络的优劣，主要看网络覆盖、网络容量和网络质量 3 个方面。

2.1.1. 网络覆盖

2009 年 3G 网络已基本铺设到位。

中国电信 3G 网络已覆盖全国各地，普及到县，覆盖范围包括全国 342 个地级城市，2055 个县及县级市，以及东部沿海省市发达乡镇在内的 6000 多个乡镇。

中国联通已经完成了两期 WCDMA 网络建设，第一期是 56 个重点城市，第二期是 228 个城市，加上 8 月份追加投资的新增 50 个城市，WCDMA 网络将覆盖 334 个城市。年底前，全国所有城市的城区、东部地区发达乡镇和所有县城、中西部发达县城都将开通 3G 网络。

2009 年中国移动启动 TD 三期建设。三期工程新建 200 个地市 TD 网络，加上一期的 10 个城市和二期的 28 个城市，建成后 TD 网络覆盖地市将达到 238 个，具备商业运营条件。

由于三大运营商的 3G 网络都已基本铺设到位，所以 2010 年它们对基站主设备和基站间进行通信的光纤光缆和光通信设备的需求会下降。

2.1.2. 网络容量

运营商在进行网络建设时，会为网络未来的发展留出一定的余量。比如中国联通的 WCDMA 网络，2009 年共建成交换容量约 3800 万户，SGSN 容量约 3400 万户。

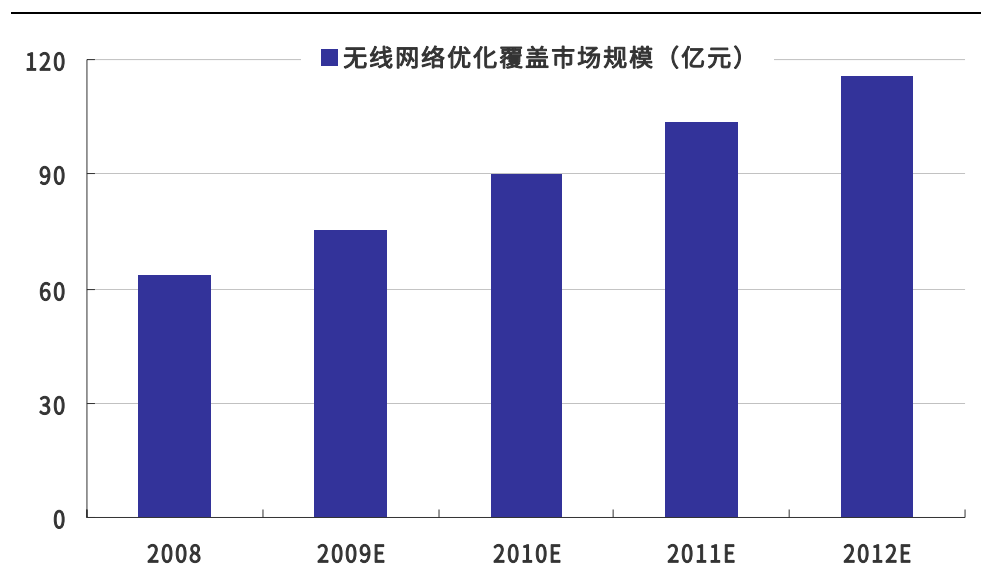
由于 3G 在 2010 年处于导入期，用户的增长不会很快，所以对网络扩容的需求不大；从而对无线接入设备和交换设备的需求也不会很大。

2.1.3. 网络质量

网络铺设到位，接下来需要的就是网络优化。以中国联通的 WCDMA 为例，室外覆盖已经完成了 90% 以上，但室内覆盖却还差很远。由于 3G 在 2010 年处于导入期，所以通过网络优化提升用户体验更是运营商的重中之重。

而且，3G 对网络优化覆盖的需求远大于 2G。因为，就技术特性而言，由于 3G 的工作频率（2000MHz 左右）远高于 2G 的工作频率（900MHz），根据无线电波的传播特性，3G 信号的空间传播及穿透阻挡物的能力大大低于 2G 信号。因此 3G 网络的信号覆盖（尤其是室内覆盖）所需设备投入相对大于 2G 网络。就业务特性而言，用户对 3G 网络覆盖要求比 2G 更高。从国外 3G 业务的使用情况来看，室内用户更喜欢使用 3G 丰富的多媒体业务，良好的网络覆盖效果，特别是室内覆盖效果是 3G 获得成功的关键。因此 3G 用户会要求 3G 具备更完善的网络覆盖。

图 6 无线网络优化覆盖市场增长迅速



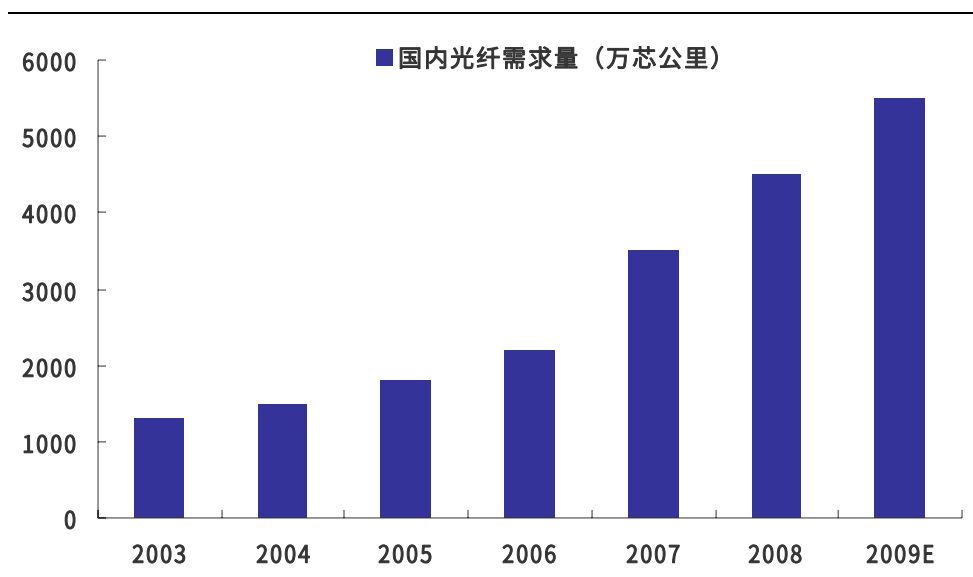
数据来源：BAYES、安信证券研究中心

从上图我们可以看到，光是无线网络优化中的优化覆盖分市场 2010 年就已经增长到 90 亿元。

2.2. 光通信

中国光纤光缆需求量在过去几年增长非常迅速；但我们认为，增速在明年会大大减缓。

图 7 中国光纤光缆需求增长情况



数据来源：安信证券研究中心

让我们来看一下光通信市场的细分情况：

骨干网和城域网：全国骨干网都已经建得差不多了，城域网的建设仍在继续。

FTTx：FTTx 最终会带来骨干网和城域网的进一步扩容，它将是光通信行业发展的根本动力。

移动传输网：虽然移动数据对带宽的需求和消耗远不如固网宽带，但由于铺设光缆比较麻烦，所以移动传输网在一开始都会留出很大的余量，短期内不会扩容。

其它需求：广电、电力等专用网络建设，一般会占到总体市场需求的 15%左右。

出口：由于中国光纤光缆出口量占总产量的比例不到 10%，所以国际市场光纤需求对国内的影响并不大。

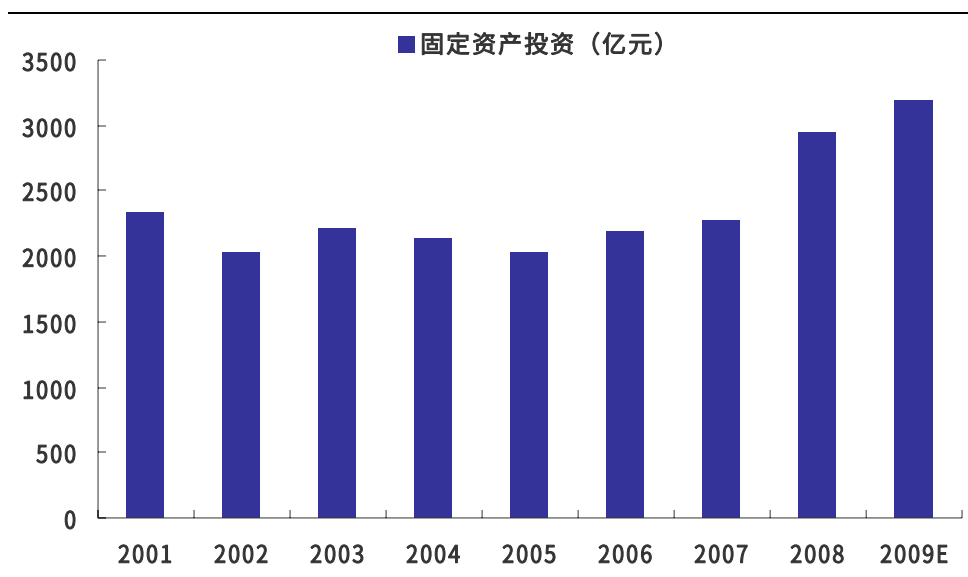
虽然“光进铜退”是一个大的发展趋势，但运营商从自身的利益出发，大规模建设 FTTx 的愿望并不强烈。因为现有的 ADSL 设备升级后，下载速率可以提高到 8M/秒，已基本能满足大多数用户近期的宽带需求。所以，运营商目前的做法只是新建的楼宇上 FTTx；原有楼宇的改造并无计划。所以不能指望 FTTx 能很快爆发。FTTx 不普及，骨干网在短期内就不用扩容。

09 年新建基站很多，这是 09 年光纤光缆需求大幅上升的重要原因；由于三大运营商的 3G 网络覆盖已基本成型，所以未来几年移动传输网对光纤光缆的需求不会增长。

2.3. 国内通信设备市场

经过以上对无线通信和光通信的分析，我们对国内通信投资的基本判断是，2009 年是个高点。

图 8 中国通信业固定资产投资情况



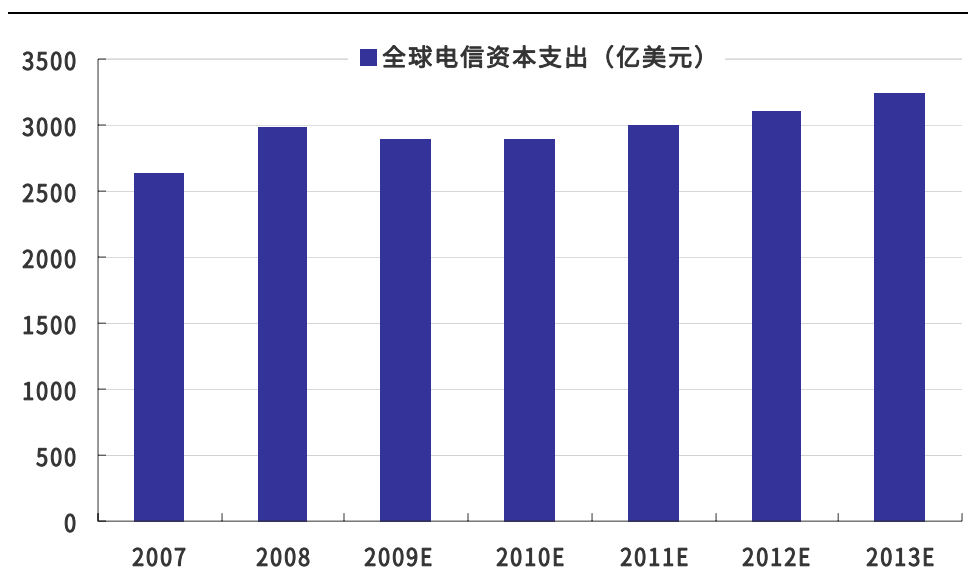
数据来源：工业和信息化部、安信证券研究中心

依照相同的逻辑，在国内通信设备市场，2010 年我们依次看好无线网络优化、光通信和无线通信系统。

2.4. 海外市场

据 Infonetics Research 统计，2008 年全球运营商的总资本开支达到 2980 亿美元，比上年增长 12.9%；增长的主要原因是美元的贬值，而非各国实际投资的增加。Infonetics Research 预计 2009 年全球运营商资本支出将下降 2.8%，2010 年将基本持平，2011 年才能缓慢复苏，进入新一轮的投资增长周期。

图 9 全球电信资本支出



数据来源：Infonetics Research、安信证券研究中心

这意味着未来两年海外电信设备市场基本上是一个存量市场，没有什么增长；机会只会来自于抢占更大的市场份额。而目前通信设备业正由技术驱动型产业逐步转变为以成本竞赛为核心竞争力的产业，这给具有劳动力成本优势的中国企业以巨大的机会。

再加上北电和摩托罗拉等通信设备巨头的没落，中国企业完全可能夺取更大的市场份额。

3. 公司推介

2010 年，我们看好中国联通、三维通信、烽火通信和中兴通讯。

3.1. 中国联通

经过近一年的努力，WCDMA 的网络建设、手机终端、销售渠道和营销方案都已准备就绪。从过去两月的销售情况看，联通 3G 用户数的增长（尤其是 3G 手机用户数）远远快过中国移动和中国电信。

我们相信，2010 年市场将清楚地看到中国联通利用 WCDMA 的网络和终端优势从中国移动抢到中高端用户的趋势；中高端用户的快速增加，将带来联通用户 ARPU 值的上升。这将引发市场对中国联通的价值发现和重估。

3.2. 三维通信

三大运营商的 3G 网络在 2009 年已基本铺设到位，2010 年通过网络优化提升用户体验将是运营商的重中之重。而且，无论是从技术特性还是业务特性而言，3G 对网络优化覆盖的需求都远大于 2G。三维通信将受益于 3G 网络室内覆盖需求的高增长。

此外，随着移动运营商采购模式的逐步转变，移动通信网络覆盖市场的集中度进一步提升，综合实力较弱的区域型厂商很难获得生存空间。而三维通信在技术、市场、管理和资金等方面的综合实力较强，这将带来市场份额的提升；这一趋势在过去两年就已逐渐显现。

3.3. 烽火通信

未来几年光通信行业的增长将主要来自城域网的持续建设和 FTTx。FTTx 作为光通信行业发展的根本动力，虽然短期内不会爆发，但会长期稳定增长。我们预计，中国的光通信市场在未来两年将保持约 20% 的复合增长率。

公司的规模效应正逐步显现，加上公司的盈利对费用率非常敏感，公司盈利还有较大的提升空间。

3.4. 中兴通讯

对中兴通信而言，无论是无线通信系统还是光通信系统，国内市场在 09 年都会是一个高点。

海外市场的增长将是中兴通信 2010 年的最大看点。我们认为，中兴通讯具有低成本的竞争优势，且全球市场占有率尚不到 3%，还有较大成长空间。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-30

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E			
600050	中国联通	买入-B	买入-B	0.93	0.20	0.28	7	32	23	28.1%	6.0%	7.0%	6.46	11.06	20070824
002115	三维通信		买入-B	0.42	0.62	0.88	48	33	23	15.9%	21.4%	23.1%	20.35	26.28	20091130
600498	烽火通信	买入-B	买入-B	0.40	0.68	0.91	53	31	23	8.4%	11.7%	13.6%	20.81	27.3	20090804
000063	中兴通讯	买入-B	买入-B	0.91	1.39	1.66	43	28	24	12.6%	16.4%	16.8%	39.41	49.8	20090819

让数据和事实说话

市场将在 2010 年实现对联通的价值发现

报告关键点：

- WCDMA网络、终端、渠道和营销均已准备就绪；
- 新增中高端用户将提升联通用户的ARPU值；
- 数据和事实将引发市场对联通的价值发现和重估。

报告摘要：

- 联通3G已准备就绪：**联通的WCDMA网络建设已接近尾声；一期二期的284个城市主体工程已基本完成建设和工程优化，三期追加的50个城市也将在年底前完工。年底前，全国所有城市的城区、东部地区发达乡镇和所有县城、中西部发达县城都将开通WCDMA网络。其次，近40款覆盖高中低端的WCDMA手机已经完成送检和定制工作，并正陆续推出；谈判历经半年之久的“杀手级”终端iphone也已经开始在国内上市。此外，联通在打造“沃”品牌营业厅的同时，也竭力开拓新的营销渠道，比如手机经销商、连锁超市、专业卖场等。最后，铺天盖地的营销广告攻势过去两个月已经在全国展开，一场真正的3G大战即将开始。应该说联通已经一切就绪，需要的只是时间来证明。
- ARPU值将上升：**由于联通在2009年已经准备就绪，所以我们相信2010年联通将利用WCDMA在网络和终端上的优势，比另外两个运营商发展更多的3G用户。因此，市场将会清楚地看到联通从移动抢到中高端用户的趋势（而这一趋势在WCDMA正式商用的头两个月已经开始显现）。我们预计，中高端用户的快速增加，将带来联通用户ARPU值的上升。
- 价值发现和重估：**过去的一年，市场虽然认可了联通可能出现收入爆发式增长和折旧费用率大幅下降这一逻辑；但由于联通一直未能准备好，市场一直看不到联通3G用户数快速增长的数据，所以联通的价值发现之旅并不顺利。2010年持续快速增长的3G用户数和ARPU值的上升，将彻底打消市场的疑虑，从而实现对联通的价值发现和重估。
- 盈利预测：**在不考虑营业外收入的情况下，我们预测09-11年联通的EPS分别为0.20、0.28和0.44元人民币。而可比的07-08年EPS为0.25和0.225元；可见，联通的盈利在10年会有所改善，11年会有质的飞跃。

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： 11.06 元

期限： 6 个月 上次预测： 11.06 元

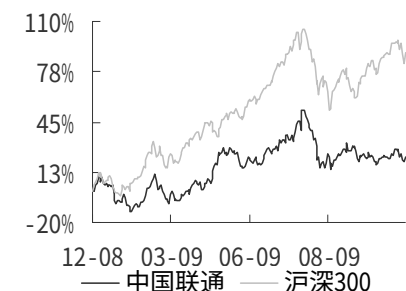
现价： 6.53 元

报告日期： 2009-11-30

市场数据

总市值(百万元)	138,413.77
流通市值(百万元)	138,413.77
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12 个月最高/最低	4.63/8.16 元
十大流通股股东(%)	63.97%
股东户数	1,169,344

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.75)	(14.83)	(69.29)
绝对收益	3.30	0.43	22.61

研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	151,542	188,183	230,435
Growth(%)	4.1%	52.1%	-0.8%	24.2%	22.5%
净利润	5,632.9	19,741.4	4,264.4	5,895.6	9,387.8
Growth(%)	166.4%	250.5%	-78.4%	38.3%	59.2%
毛利率(%)	38.8%	37.0%	35.9%	38.6%	41.5%
净利润率(%)	5.6%	12.9%	2.8%	3.1%	4.1%
每股收益(元)	0.27	0.93	0.20	0.28	0.44
每股净资产(元)	4.38	9.86	10.46	11.29	12.61
市盈率	24.6	7.0	32.5	23.5	14.7
市净率	1.5	0.7	0.6	0.6	0.5
净资产收益率(%)	10.0%	16.1%	5.7%	7.3%	10.5%
ROIC(%)	11.8%	42.1%	6.2%	5.9%	8.7%
EV/EBITDA	5.3	5.2	5.4	4.8	3.7
股息收益率	0	0	0	0	0

前期研究成果

中国联通：等待 3G 用户数据	2009-11-01
中国联通：最后的利空和迟到的利好	2009-08-25
中国联通：WCDMA 市场即将引爆	2009-08-13

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-11-30		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	151,542	188,183	230,435	成长性					
减: 营业成本	61,478.3	96,190.6	97,131.4	115,473.7	134,857.5	营业收入增长率	4.1%	52.1%	-0.8%	24.2%	22.5%
营业税费	2,368.5	4,163.8	4,091.6	5,080.9	6,221.8	营业利润增长率	67.6%	-47.7%	212.6%	38.3%	59.2%
销售费用	18,241.1	17,078.8	18,185.1	26,076.5	30,347.9	净利润增长率	166.4%	250.5%	-78.4%	38.3%	59.2%
管理费用	5,786.6	12,558.3	12,123.4	15,054.7	18,434.8	EBITDA 增长率	10.6%	69.8%	25.1%	19.2%	24.4%
财务费用	-214.3	2,169.3	671.0	634.1	659.3	EBIT 增长率	41.3%	-25.2%	132.0%	36.6%	57.8%
资产减值损失	1,890.3	15,190.8	2,417.4	2,467.3	2,660.7	NOPLAT 增长率	110.0%	286.4%	-62.7%	36.6%	57.8%
加: 公允价值变动收益	-568.9	-	-	-	-	投资资本增长率	7.9%	153.8%	42.3%	7.5%	-1.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.0%	124.9%	6.1%	7.9%	11.7%
营业利润	10,348.3	5,412.8	16,922.3	23,396.1	37,253.2	利润率					
加: 营业外净收支	2,807.2	2,069.5	-	-1.0	-	毛利率	38.8%	37.0%	35.9%	38.6%	41.5%
利润总额	13,155.5	7,482.2	16,922.3	23,395.1	37,253.2	营业利润率	10.3%	3.5%	11.2%	12.4%	16.2%
减: 所得税	3,836.1	1,701.8	4,230.6	5,848.8	9,313.3	净利率	5.6%	12.9%	2.8%	3.1%	4.1%
净利润	5,632.9	19,741.4	4,264.4	5,895.6	9,387.8	EBITDA/营业收入	31.6%	35.3%	44.5%	42.7%	43.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.1%	5.0%	11.6%	12.8%	16.5%
货币资金	7,331.5	9,487.5	12,123.4	15,054.7	18,434.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	352	401	663	646	570
应收帐款	5,393.6	23,963.9	12,455.5	15,467.1	18,939.9	流动营业资本周转天数	-138	-146	-161	-102	-97
应收票据	71.9	44.7	83.0	103.1	126.3	流动资产周转天数	67	62	77	62	61
预付帐款	992.7	1,487.8	1,584.9	1,700.4	1,835.2	应收帐款周转天数	21	17	21	18	18
存货	2,528.4	1,170.7	2,661.1	3,163.7	3,694.7	存货周转天数	9	5	5	6	5
其他流动资产	518.0	5.7	5.7	5.7	5.7	总资产周转天数	513	579	872	776	672
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	290	351	614	603	507
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	10.0%	16.1%	5.7%	7.3%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	9.7%	3.3%	4.1%	6.4%
固定资产	99,443.2	241,181.8	316,607.5	358,822.4	371,194.9	ROIC	11.8%	42.1%	6.2%	5.9%	8.7%
在建工程	13,393.3	35,738.3	21,443.0	12,865.8	7,719.5	费用率					
无形资产	7,077.5	18,550.4	16,942.8	15,301.3	13,349.6	销售费用率	18.2%	11.2%	12.0%	13.9%	13.2%
其他非流动资产	7,759.1	15,406.9	3,014.9	1,811.8	1,089.9	管理费用率	5.8%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	144,509	347,037	386,942	424,316	436,410	财务费用率	(0)	0	0	0	0
短期债务	-	10,780.0	80,930.2	86,122.2	54,026.5	三费/营业收入	23.7%	20.8%	20.4%	22.2%	21.5%
应付帐款	32,810.0	70,735.1	47,900.4	56,946.0	66,505.1	偿债能力					
应付票据	834.2	1,039.9	1,330.6	1,581.8	1,847.4	资产负债率	35.7%	39.8%	42.7%	43.6%	38.8%
其他流动负债	13,552.8	30,732.3	18,656.0	22,419.6	27,028.3	负债权益比	55.5%	66.0%	74.5%	77.3%	63.3%
长期借款	1,660.9	997.3	997.3	997.3	997.3	流动比率	0.34	0.29	0.18	0.20	0.26
其他非流动负债	492.4	12,005.2	4,982.5	4,982.5	4,982.5	速动比率	0.29	0.28	0.16	0.18	0.24
负债总额	51,572	138,041	165,234	185,062	169,216	利息保障倍数	(47)	3	26	38	58
少数股东权益	38,513	138,679	147,106	158,757	177,309	分红指标					
股本	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	33,227.5	49,140.4	53,404.8	59,300.4	68,688.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	92,937	208,997	221,708	239,254	267,194	股息收益率	0	0	0	0	0
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	9,319.4	5,780.4	4,264.4	5,895.6	9,387.8	EPS(元)	0.27	0.93	0.20	0.28	0.44
加: 折旧和摊销	26,145.0	49,264.0	49,874.6	56,397.0	62,161.2	BVPS(元)	4.38	9.86	10.46	11.29	12.61
资产减值准备	1,890.3	15,190.8	2,417.4	2,467.3	2,660.7	PE(X)	24.6	7.0	32.5	23.5	14.7
公允价值变动损失	568.9	-	-	-	-	PB(X)	1.5	0.7	0.6	0.6	0.5
财务费用	796.5	-381.7	1,973.9	671.0	634.1	P/FCF	-9.1	-1.5	-5.8	-11.9	-7.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.4	0.9	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	3,686.5	13,986.4	8,427.3	11,650.7	18,552.1	EV/EBITDA	5.3	5.2	5.4	4.8	3.7
营运资金的变动	-11,849.8	4,046.6	-14,421.5	10,986.4	12,088.4	CAGR(%)	23.5%	-6.1%	45.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	32,630	59,430	51,233	88,031	105,509	PEG	1	(1)	1	(0)	(0)
投资活动产生现金流量	(24,778)	(24,755)	(20)	(0)	(0)	ROIC/WACC	2	5	1	1	1
融资活动产生现金流量	(13,418)	(38,063)	61,283	4,558	(32,755)	REP	1	0	2	2	1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

借 3G 网络优化的东风

2010 年将继续高增长

报告关键点：

- 将受益于3G网络室内覆盖需求的高增长；
- 较强的综合实力将带来市场份额的继续提升；
- 我们给予公司“买入-B”的投资评级。

报告摘要：

- 受益于3G网优市场的高增长：**2009年，三大运营商的3G网络已基本铺设到位，接下来需要的就是网络优化。以中国联通的WCDMA为例，室外覆盖已经完成了90%以上，但室内覆盖却还差很远。由于3G在2010年尚处于导入期，所以通过网络优化提升用户体验将是运营商的重中之重。而且，3G对网络优化覆盖的需求远大于2G。因为，就技术特性而言，由于3G的工作频率（2000MHz左右）远高于2G的工作频率（900MHz），根据无线电波的传播特性，3G信号的空间传播及穿透阻挡物的能力大大低于2G信号；因此3G网络的信号覆盖（尤其是室内覆盖）所需设备投入相对大于2G网络。就业务特性而言，用户对3G网络覆盖要求比2G更高。从国外3G业务的使用情况来看，室内用户更喜欢使用3G丰富的多媒体业务，良好的网络覆盖效果，特别是室内覆盖效果是3G获得成功的关键。
- 市场份额将继续提升：**移动运营商实施集采之前，大约有100多家厂商从事移动通信网络覆盖业务，但具有系列产品研发生产和系统集成能力的厂商不足30家。随着移动运营商采购模式的逐步转变，移动通信网络覆盖市场的集中度进一步提升，综合实力较弱的区域型厂商很难获得生存空间，市场份额逐步向具有较强研发能力、资本实力和全国性系统集成服务能力的企业集中。而三维通信在技术、市场、管理和资金等方面的综合实力较强，这将带来市场份额的提升；而且这一趋势在过去两年已经逐渐显现。07-08年，公司的市场份额已经由不到4%上升到5.59%，09年这一上升趋势仍在继续。
- 投资风险：**行业竞争加剧带来的毛利率下降和3G商用不如人意从长期来说对行业景气度的影响。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们预测，09-11年三维通信每股收益分别为0.62元、0.87元和1.13元。我们给予公司2010年30倍的动态市盈率，则目标价为26.28元人民币。首次覆盖，我们给予公司“买入-B”的投资评级。

评级：**买入-B**

上次评级：

目标价格：**26.28 元**

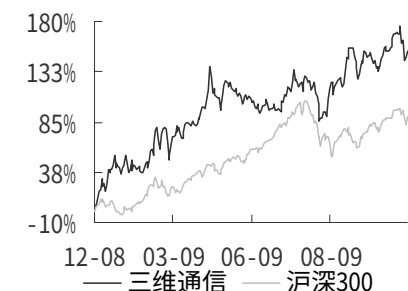
期限：6 个月 上次预测：
现价：20.35 元

报告日期：**2009-11-30**

市场数据

总市值(百万元)	2,728.94
流通市值(百万元)	1,426.11
总股本(百万股)	134.10
流通股本(百万股)	70.08
12 个月最高/最低	7.82/22.38 元
十大流通股股东(%)	44.62%
股东户数	11,952

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.18)	(1.88)	59.79
绝对收益	5.87	13.38	151.69

研究员

黄文戈 行业分析师

010-66581635 huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	268.1	445.8	766.9	1,090.0	1,417.0
Growth(%)	27.6%	66.3%	72.0%	42.1%	30.0%
净利润	41.9	56.5	82.8	117.3	151.7
Growth(%)	38.3%	34.9%	46.4%	41.6%	29.4%
毛利率(%)	38.5%	36.5%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润率(%)	15.6%	12.7%	10.8%	10.8%	10.7%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.62	0.87	1.13
每股净资产(元)	2.60	2.95	3.88	5.04	6.55
市盈率	65.1	48.3	33.0	23.3	18.0
市净率	7.8	6.9	5.3	4.0	3.1
净资产收益率(%)	13.0%	15.9%	21.2%	23.1%	23.0%
ROIC(%)	31.2%	25.7%	28.2%	24.8%	24.6%
EV/EBITDA	37.4	37.2	22.1	15.9	12.4
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-11-30		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	268.1	445.8	766.9	1,090.0	1,417.0	成长性					
减:营业成本	164.9	283.2	506.2	719.4	935.3	营业收入增长率	27.6%	66.3%	72.0%	42.1%	30.0%
营业税费	4.0	4.7	7.7	10.9	14.2	营业利润增长率	66.3%	42.7%	99.7%	47.5%	31.2%
销售费用	28.0	43.1	69.0	98.1	127.5	净利润增长率	38.3%	34.9%	46.4%	41.6%	29.4%
管理费用	32.9	59.2	79.0	109.0	141.7	EBITDA 增长率	38.2%	59.2%	97.2%	43.1%	29.5%
财务费用	0.9	5.2	2.5	3.6	2.8	EBIT 增长率	40.6%	53.7%	85.6%	47.4%	30.0%
资产减值损失	2.2	0.5	1.7	0.2	0.3	NOPLAT 增长率	28.0%	48.2%	65.1%	41.6%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	80.0%	50.6%	60.9%	29.5%	22.4%
投资和汇兑收益	0.2	0.8	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	153.2%	13.5%	31.5%	30.1%	29.9%
营业利润	35.4	50.6	101.0	149.0	195.5	利润率					
加:营业外净收支	11.4	19.2	23.0	30.7	42.5	毛利率	38.5%	36.5%	34.0%	34.0%	34.0%
利润总额	46.8	69.8	124.0	179.7	238.0	营业利润率	13.2%	11.3%	13.2%	13.7%	13.8%
减:所得税	1.6	6.8	13.6	23.4	35.7	净利润率	15.6%	12.7%	10.8%	10.8%	10.7%
净利润	41.9	56.5	82.8	117.3	151.7	EBITDA/营业收入	15.6%	14.9%	17.1%	17.2%	17.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.5%	12.5%	13.5%	14.0%	14.0%
货币资金	180.5	115.5	61.4	87.2	113.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	48	83	76	58	51
应收帐款	117.9	149.8	241.6	343.4	446.5	流动营业资本周转天数	163	141	160	182	182
应收票据	12.0	9.7	16.8	23.9	31.1	流动资产周转天数	529	446	327	330	340
预付帐款	19.6	22.5	23.0	23.7	24.6	应收帐款周转天数	111	103	88	92	96
存货	210.1	266.0	485.4	689.9	896.8	存货周转天数	223	192	176	194	202
其他流动资产	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	661	587	420	397	399
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	277	268	245	244	235
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	7.1	10.0	10.0	10.0	ROE	13.0%	15.9%	21.2%	23.1%	23.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	8.2%	10.8%	11.3%	11.5%
固定资产	46.3	159.4	164.9	186.0	213.7	ROIC	31.2%	25.7%	28.2%	24.8%	24.6%
在建工程	63.1	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	10.3	12.2	11.5	10.8	10.2	销售费用率	10.4%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	23.9	26.4	7.6	8.0	8.2	管理费用率	12.3%	13.3%	10.3%	10.0%	10.0%
资产总额	685.2	768.7	1,022.8	1,383.9	1,755.7	财务费用率	0.3%	1.2%	0.3%	0.3%	0.2%
短期债务	78.0	107.0	108.5	142.2	126.8	三费/营业收入	23.0%	24.1%	19.6%	19.3%	19.2%
应付帐款	152.8	142.6	219.1	311.4	404.8	偿债能力					
应付票据	38.5	37.9	55.5	78.8	102.5	资产负债率	49.2%	48.6%	49.2%	51.1%	50.0%
其他流动负债	31.7	49.4	84.7	126.1	179.9	负债权益比	96.8%	94.5%	96.8%	104.7%	99.9%
长期借款	19.7	15.0	15.0	15.0	15.0	流动比率	1.78	1.66	1.77	1.73	1.79
其他非流动负债	14.0	19.1	19.1	19.1	19.1	速动比率	1.09	0.88	0.73	0.71	0.73
负债总额	337.0	373.5	503.1	707.8	877.4	利息保障倍数	42.63	10.69	40.82	42.49	70.44
少数股东权益	21.7	28.1	55.7	94.8	145.4	分红指标					
股本	80.0	120.0	134.1	134.1	134.1	DPS(元)	0.12	-	-	-	-
留存收益	246.6	247.1	329.9	447.1	598.9	分红比率	38.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	348.2	395.2	519.7	676.0	878.3	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	45.2	63.0	82.8	117.3	151.7	EPS(元)	0.31	0.42	0.62	0.87	1.13
加:折旧和摊销	5.9	12.7	27.8	35.3	45.1	BVPS(元)	2.60	2.95	3.88	5.04	6.55
资产减值准备	2.2	0.5	1.7	0.2	0.3	PE(X)	65.1	48.3	33.0	23.3	18.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	6.9	5.3	4.0	3.1
财务费用	4.7	1.7	6.5	2.5	3.6	P/FCF	-71.6	-51.0	-17.1	-69.8	-54.0
投资收益	-0.2	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	10.2	6.1	3.6	2.5	1.9
少数股东损益	3.3	6.5	27.6	39.1	50.6	EV/EBITDA	37.4	37.2	22.1	15.9	12.4
营运资金的变动	-35.7	-43.7	-173.0	-143.1	-133.1	CAGR(%)	51.2%	47.5%	30.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	15.6	33.0	-30.8	52.1	117.2	PEG	1.3	1.0	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-61.1	-98.4	-43.2	-56.4	-72.8	ROIC/WACC	3.2	2.6	2.9	2.5	2.5
融资活动产生现金流量	176.3	0.5	13.1	30.1	-18.3	REP	1.8	2.4	1.6	1.4	1.2

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

外延内生双增长

烽火通信 2010 年业绩展望

报告关键点：

- 公司将持续受益于光通信行业持续稳定的增长；
- 公司规模效应渐显；由于公司盈利对各种费用率非常敏感，所以盈利尚有提升空间。

报告摘要：

- 受益于光通信市场持续稳定的增长：**过去三年，国内光通信市场出现爆发式增长；这—是因为骨干网和城域网的扩容，二是因为移动传输网、尤其是新建3G网络的需求。现在骨干网已建得差不多，短期内不会有扩容的需求；无线数据对带宽的消耗并不大，移动传输网的建设在09年已经是高点。因此，未来几年光通信行业的增长将主要来自城域网的持续建设和FTTx。FTTx作为光通信行业发展的根本动力，虽然短期内不会爆发，但会长期稳定增长。我们预计，中国的光通信市场在未来两年将保持约20%的复合增长率。
- 规模效应渐显：**分析公司过去几年的盈利状况，我们可以看到公司的利润率一直很低，05-08年的营业利润率分别为1.5%、1.4%、4.3%和4.9%；这使得公司的盈利对毛利率和各种费用率非常敏感，它们一个百分点的变化，就可能会造成盈利百分之几十的波动。从公司09年前3季度的财务数据看，毛利率与去年同期相比基本保持稳定；销售费用率下降了2个多百分点，而08年销售费用率就已经比07年下降了3个多百分点。可见，公司的规模效应正在逐步显现。盈利对费用率的敏感和规模效应，将促进公司盈利的提升。
- 投资风险：**因运营商集采压价和原材料成本上升带来的毛利率的下降。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们上调公司09-11年的赢利预测为0.68元、0.91元和1.12元。我们给予公司2010年30倍的动态市盈率，则目标价为27.30元人民币。我们维持公司“买入-B”的投资评级。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **27.30 元**

期限： 6 个月 上次预测： 22.76 元

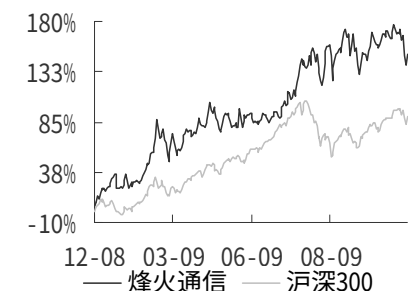
现价： 20.81 元

报告日期： **2009-12-01**

市场数据

总市值(百万元)	9,193.86
流通市值(百万元)	4,160.15
总股本(百万股)	441.80
流通股本(百万股)	199.91
12 个月最高/最低	8.33/23.26 元
十大流通股东(%)	40.85%
股东户数	17,367

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.41)	(14.40)	57.26
绝对收益	(3.36)	0.86	149.16

研究员

黄文戈 行业分析师

010-66581635 huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,347.1	3,427.0	4,824.1	6,040.9	7,408.5
Growth(%)	22.1%	46.0%	40.8%	25.2%	22.6%
净利润	105.7	175.3	277.3	372.6	458.7
Growth(%)	103.8%	65.8%	58.2%	34.3%	23.1%
毛利率(%)	30.6%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润率(%)	4.5%	5.1%	5.7%	6.2%	6.2%
每股收益(元)	0.24	0.40	0.68	0.91	1.12
每股净资产(元)	5.91	6.31	7.70	8.92	10.41
市盈率	87.0	52.5	30.8	22.9	18.6
市净率	3.5	3.3	2.7	2.3	2.0
净资产收益率(%)	6.0%	8.4%	11.7%	13.6%	14.3%
ROIC(%)	8.8%	13.1%	19.7%	16.5%	16.9%
EV/EBITDA	44.6	33.6	18.8	13.7	11.2
股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

烽火通信：毛利率和销售费用率的变化是关键

2009-08-06

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-11-30		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,347.1	3,427.0	4,824.1	6,040.9	7,408.5	成长性					
减:营业成本	1,628.6	2,473.6	3,473.4	4,349.5	5,334.1	营业收入增长率	22.1%	46.0%	40.8%	25.2%	22.6%
营业税费	16.2	25.4	33.8	42.3	51.9	营业利润增长率	268.3%	64.4%	117.5%	43.1%	24.5%
销售费用	328.3	351.6	410.1	483.3	592.7	净利润增长率	103.8%	65.8%	58.2%	34.3%	23.1%
管理费用	257.8	368.0	506.5	604.1	740.9	EBITDA 增长率	52.1%	33.0%	98.5%	40.6%	24.9%
财务费用	-8.8	-13.6	-12.8	-8.0	-8.3	EBIT 增长率	168.5%	65.4%	128.5%	46.1%	24.9%
资产减值损失	127.0	103.5	100.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	104.2%	49.7%	62.2%	36.7%	23.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.8%	7.7%	63.4%	20.4%	18.7%
投资和汇兑收益	103.3	48.6	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	7.9%	6.8%	13.3%	15.7%	16.7%
营业利润	101.5	167.0	363.2	519.8	647.3	利润率					
加:营业外净收支	75.9	59.4	57.0	64.6	72.2	毛利率	30.6%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
利润总额	177.5	226.3	420.2	584.4	719.5	营业利润率	4.3%	4.9%	7.5%	8.6%	8.7%
减:所得税	21.0	-8.4	50.4	87.7	107.9	净利率	4.5%	5.1%	5.7%	6.2%	6.2%
净利润	105.7	175.3	277.3	372.6	458.7	EBITDA/营业收入	7.5%	6.9%	9.7%	10.9%	11.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	3.9%	4.5%	7.3%	8.5%	8.6%
货币资金	1,359.0	1,197.1	576.5	562.9	611.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	95	71	56	49	45
应收帐款	1,015.2	1,221.6	2,048.6	2,565.3	3,146.1	流动营业资本周转天数	134	91	104	128	127
应收票据	109.2	194.7	264.3	331.0	405.9	流动资产周转天数	579	463	384	370	367
预付帐款	30.9	76.5	80.0	84.3	89.7	应收帐款周转天数	159	112	118	133	134
存货	1,608.7	2,011.5	2,626.4	3,288.9	4,033.5	存货周转天数	221	211	190	192	193
其他流动资产	-0.0	0.0	-	-	0.0	总资产周转天数	704	558	460	439	431
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	258	185	179	196	191
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	38.0	39.3	40.0	40.0	40.0	ROE	6.0%	8.4%	11.7%	13.6%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.1%	4.2%	5.5%	6.2%	6.3%
固定资产	620.8	723.8	773.4	867.1	990.4	ROIC	8.8%	13.1%	19.7%	16.5%	16.9%
在建工程	91.2	94.8	168.0	235.0	302.7	费用率					
无形资产	91.0	86.6	79.9	74.2	68.9	销售费用率	14.0%	10.3%	8.5%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	7.4	8.5	8.8	7.9	7.4	管理费用率	11.0%	10.7%	10.5%	10.0%	10.0%
资产总额	4,971.6	5,654.4	6,666.0	8,056.7	9,696.5	财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
短期债务	206.9	6.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	24.6%	20.6%	18.7%	17.9%	17.9%
应付帐款	720.2	905.0	1,284.7	1,608.7	1,972.9	偿债能力					
应付票据	565.4	963.4	1,141.9	1,430.0	1,753.7	资产负债率	47.5%	50.7%	52.6%	54.6%	56.0%
其他流动负债	598.4	720.4	1,095.2	1,324.7	1,606.3	负债权益比	90.4%	102.8%	111.0%	120.4%	127.3%
长期借款	233.7	-	-	-	-	流动比率	1.95	1.64	1.60	1.56	1.53
其他非流动负债	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	速动比率	1.11	0.86	0.78	0.74	0.72
负债总额	2,361.0	2,865.9	3,507.5	4,401.4	5,429.7	利息保障倍数	-10.49	-11.28	-27.37	-63.61	-76.88
少数股东权益	276.7	328.7	421.2	545.4	698.3	分红指标					
股本	410.0	410.0	410.0	410.0	410.0	DPS(元)	0.11	0.11	-	-	-
留存收益	1,923.9	2,050.0	2,327.3	2,699.9	3,158.6	分红比率	46.6%	28.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,610.6	2,788.5	3,158.5	3,655.3	4,266.8	股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	156.5	234.7	277.3	372.6	458.7	EPS(元)	0.24	0.40	0.68	0.91	1.12
加:折旧和摊销	94.1	90.3	116.5	144.7	181.1	BVPS(元)	5.91	6.31	7.70	8.92	10.41
资产减值准备	127.0	103.5	100.0	100.0	100.0	PE(X)	87.0	52.5	30.8	22.9	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.3	2.7	2.3	2.0
财务费用	12.1	0.2	8.1	-12.8	-8.0	P/FCF	56.5	-55.9	-7.8	-36.3	-40.0
投资收益	-103.3	-48.6	-50.0	-50.0	-50.0	P/S	3.9	2.7	1.8	1.4	1.2
少数股东损益	50.8	59.4	92.4	124.2	152.9	EV/EBITDA	44.6	33.6	18.8	13.7	11.2
营运资金的变动	-39.4	-140.5	-516.3	-413.9	-442.1	CAGR(%)	47.0%	37.6%	24.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	248.3	238.9	7.2	269.5	392.3	PEG	1.9	1.4	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	72.8	-142.3	-192.0	-252.1	-320.5	ROIC/WACC	1.0	1.5	2.3	1.9	2.0
融资活动产生现金流量	17.3	-258.3	-208.7	8.0	8.3	REP	4.6	2.8	1.3	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

增长来自海外市场

中兴通讯 2010 年业绩展望

报告关键点：

- 国内市场的2009年是一个高点；
- 海外市场的增长将会是2010年的最大看点；中兴具有低成本竞争优势，且全球市场占有率尚不到3%，还有较大成长空间。

报告摘要：

- 国内市场：**09年上半年，公司国内市场实现收入149.5亿元，同比增长111.7%；在海外市场基本零增长的情形下，使得公司营业收入比上年同期增长40.44%。在无线通信系统方面，由于三大运营商的3G网络在2009年都已基本铺设到位，所以2010年对基站主设备的需求不会增加；再加上2010年3G尚处于导入期，所以对网络扩容的需求并不大，从而对无线接入设备和交换设备的需求也不会很大。在光通信系统方面，虽然“光进铜退”是一个大的发展趋势，但运营商从自身利益出发，大规模建设FTTx的愿望并不强烈；所以FTTx在短期内不太可能爆发。而FTTx不普及，骨干网和城域网扩容的需求就不强烈。另外，09年新建基站很多，这是09年通信系统需求大幅上升的重要原因；由于三大运营商的3G网络覆盖已基本成型，所以未来几年移动传输网对光通信系统的需求不会有太大增长。综上所述，我们认为，对中兴通讯来说，国内市场的需求在2009年是个高点。
- 海外市场：**由于未来两年海外电信设备市场基本上是一个存量市场，没有什么增长；机会只会来自于抢占更大的市场份额。而目前通信设备业正由技术驱动型产业逐步转变为以成本竞赛为核心竞争力的产业，这给具有劳动力成本优势的中兴通讯以巨大的机会。再加上北电和摩托罗拉等电信巨头的没落，中兴完全可能抢占到更大的市场份额，毕竟中兴在全球电信设备市场的占比还不到3%。我们预计，公司未来2年在海外市场还能保持约30%的复合增长率。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们上调公司09-11年的赢利预测为1.39元、1.66元和1.93元。我们给予公司2010年30倍的动态市盈率，则目标价为49.80元人民币。我们维持公司“买入-B”的投资评级。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **49.80 元**

期限： 6 个月 上次预测： 38.10 元

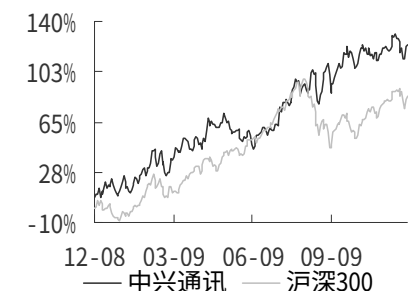
现价： 39.41 元

报告日期： **2009-11-30**

市场数据

总市值(百万元)	72,172.96
流通市值(百万元)	57,826.57
总股本(百万股)	1,831.34
流通股本(百万股)	1,467.31
12 个月最高/最低	23.26/41.26 元
十大流通股东(%)	61.37%
股东户数	31,734

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.97)	(8.27)	31.68
绝对收益	2.98	14.90	122.24

研究员

黄文戈
行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	34,777.2	44,293.4	61,362.3	73,086.6	84,448.2
Growth(%)	49.8%	27.4%	38.5%	19.1%	15.5%
净利润	1,252.2	1,660.2	2,540.0	3,040.0	3,530.6
Growth(%)	63.3%	32.6%	53.0%	19.7%	16.1%
毛利率(%)	33.9%	33.4%	33.5%	33.5%	33.5%
净利润率(%)	3.6%	3.7%	4.1%	4.2%	4.2%
每股收益(元)	0.68	0.91	1.39	1.66	1.93
每股净资产(元)	7.04	8.29	9.72	11.38	13.31
市盈率	57.5	43.3	28.3	23.7	20.4
市净率	5.6	4.7	4.0	3.5	3.0
净资产收益率(%)	11.3%	12.6%	16.4%	16.8%	16.7%
ROIC(%)	25.1%	35.9%	31.4%	27.7%	32.3%
EV/EBITDA	6.6	7.2	16.8	12.9	10.3
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%

前期研究成果

中兴通讯：两条线索看中兴

2009-08-20

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-11-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	34,777.2	44,293.4	61,362.3	73,086.6	84,448.2	成长性					
减:营业成本	23,004.5	29,492.5	40,805.9	48,602.6	56,158.0	营业收入增长率	49.8%	27.4%	38.5%	19.1%	15.5%
营业税费	280.3	415.9	613.6	730.9	844.5	营业利润增长率	151.4%	24.4%	85.2%	26.9%	21.0%
销售费用	4,395.1	5,312.5	7,363.5	8,770.4	10,133.8	净利润增长率	63.3%	32.6%	53.0%	19.7%	16.1%
管理费用	1,777.6	2,099.7	8,590.7	10,232.1	11,822.7	EBITDA 增长率	31.2%	36.8%	-39.8%	24.6%	17.6%
财务费用	494.4	1,308.3	1,195.9	1,355.7	1,374.5	EBIT 增长率	35.6%	39.2%	-46.5%	22.3%	14.8%
资产减值损失	789.1	419.4	619.6	628.8	745.9	NOPLAT 增长率	70.2%	65.5%	22.2%	18.1%	12.5%
加:公允价值变动收益	115.6	-128.3	-12.6	-	-	投资资本增长率	15.7%	39.8%	33.7%	-3.4%	-7.0%
投资和汇兑收益	59.4	122.7	146.3	160.3	172.7	净资产增长率	13.8%	17.8%	17.3%	17.1%	16.9%
营业利润	1,000.8	1,245.4	2,306.8	2,926.3	3,541.5	利润率					
加:营业外净收支	727.0	1,017.2	1,128.0	1,184.5	1,232.9	毛利率	33.9%	33.4%	33.5%	33.5%	33.5%
利润总额	1,727.7	2,262.5	3,434.7	4,110.8	4,774.4	营业利润率	2.9%	2.8%	3.8%	4.0%	4.2%
减:所得税	276.3	350.6	515.2	616.6	716.2	净利率	3.6%	3.7%	4.1%	4.2%	4.2%
净利润	1,252.2	1,660.2	2,540.0	3,040.0	3,530.6	EBITDA/营业收入	15.0%	16.1%	7.0%	7.3%	7.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.5%	14.8%	5.7%	5.9%	5.8%
货币资金	6,483.2	11,480.4	11,822.7	16,507.4	22,166.8	运营效率					
交易性金融资产	123.6	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	29	28	30	31
应收帐款	7,788.8	10,730.3	14,458.0	17,220.4	19,897.4	流动营业资本周转天数	67	58	49	44	29
应收票据	1,656.3	1,578.5	2,017.4	2,402.8	2,776.4	流动资产周转天数	263	297	267	262	268
预付帐款	311.4	355.9	396.7	445.3	501.5	应收帐款周转天数	67	69	69	73	74
存货	5,363.4	8,978.0	10,173.5	11,717.9	13,077.9	存货周转天数	46	62	61	60	61
其他流动资产	8,760.0	9,553.0	9,553.0	9,553.0	9,553.0	总资产周转天数	336	366	318	310	316
可供出售金融资产	43.5	251.1	-	-	-	投资资本周转天数	87	87	86	81	67
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	137.0	168.4	200.9	220.1	237.2	ROE	11.3%	12.6%	16.4%	16.8%	16.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	3.8%	5.1%	5.1%	5.1%
固定资产	3,038.1	4,103.1	5,430.4	6,740.9	8,000.8	ROIC	25.1%	35.9%	31.4%	27.7%	32.3%
在建工程	931.1	817.1	490.9	295.1	177.7	费用率					
无形资产	224.8	589.1	491.0	433.8	383.3	销售费用率	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
其他非流动资产	4,053.0	1,785.0	1,944.8	2,051.1	2,154.0	管理费用率	5.1%	4.7%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	39,173.1	50,865.9	57,638.7	68,373.3	79,833.4	财务费用率	1.4%	3.0%	1.9%	1.9%	1.6%
短期债务	2,893.9	3,882.5	3,843.4	3,783.2	3,696.2	三费/营业收入	19.2%	19.7%	27.9%	27.9%	27.6%
应付帐款	9,170.3	11,049.0	14,533.6	17,310.5	20,001.5	偿债能力					
应付票据	3,946.4	6,318.1	7,825.8	9,321.0	10,770.0	资产负债率	67.1%	70.1%	69.1%	69.5%	69.5%
其他流动负债	1,398.6	2,083.4	4,645.7	7,587.4	10,943.0	负债权益比	203.9%	235.0%	223.7%	228.1%	227.6%
长期借款	2,085.2	1,292.5	1,292.5	1,292.5	1,292.5	流动比率	1.46	1.42	1.29	1.28	1.28
其他非流动负债	3,260.8	4,393.0	873.3	873.3	873.3	速动比率	1.17	1.11	0.99	0.98	0.99
负债总额	26,284.7	35,682.4	39,834.6	47,531.0	55,462.5	利息保障倍数	9.52	5.00	2.93	3.16	3.58
少数股东权益	751.2	934.0	1,313.5	1,767.8	2,295.4	分红指标					
股本	959.5	1,343.3	1,831.3	1,831.3	1,831.3	DPS(元)	0.08	0.13	0.21	0.25	0.29
留存收益	11,003.3	12,751.4	14,659.2	17,243.1	20,244.2	分红比率	11.5%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	12,888.4	15,183.5	17,804.1	20,842.3	24,370.9	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,451.5	1,911.9	2,540.0	3,040.0	3,530.6	EPS(元)	0.68	0.91	1.39	1.66	1.93
加:折旧和摊销	616.8	700.1	794.4	1,073.6	1,384.6	BVPS(元)	7.04	8.29	9.72	11.38	13.31
资产减值准备	789.1	419.4	619.6	628.8	745.9	PE(X)	57.5	43.3	28.3	23.7	20.4
公允价值变动损失	-115.6	128.3	-12.6	-	-	PB(X)	5.6	4.7	4.0	3.5	3.0
财务费用	173.8	382.7	897.0	1,195.9	1,355.7	P/FCF	18.5	34.7	-14.7	19.2	15.1
投资收益	-59.4	-122.7	-146.3	-160.3	-172.7	P/S	2.1	1.6	1.2	1.0	0.9
少数股东损益	199.3	251.7	379.5	454.2	527.6	EV/EBITDA	6.6	7.2	16.8	12.9	10.3
营运资金的变动	-5,837.9	1,379.7	2,203.1	2,279.5	2,704.8	CAGR(%)	34.0%	28.5%	16.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	88.4	3,647.9	7,573.6	8,671.6	10,095.2	PEG	1.7	1.5	1.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,757.6	-1,987.7	-1,490.5	-2,053.6	-2,379.9	ROIC/WACC	2.2	3.2	2.8	2.4	2.8
融资活动产生现金流量	3,828.3	3,642.7	-4,550.4	-1,668.9	-1,810.1	REP	1.7	1.3	1.6	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034