

在不确定性中寻找亮色

2010 年中期投资策略报告

报告关键点:

- 3G需求不足导致联通未来业绩的不确定性;
- 海外市场变化和三网融合推进力度带来通信设备行业的不确定性;
- 我们看好卫星导航定位和手机销售渠道两个子行业,推荐四维图新和天音控股。

报告摘要:

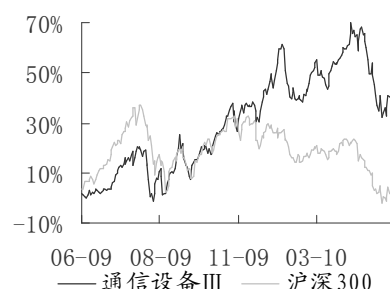
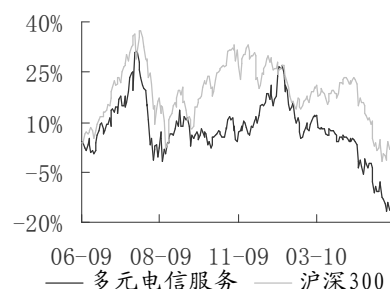
- 3G需求不足:** 联通3G发展低于预期主要不是因为联通的市场策略和执行能力的问题,而是因为3G需求不足和3G发展中存在的悖论。虽然联通降低3G门槛、改进套餐结构和加大补贴力度将带来中低端3G用户的激增;但即使是月新增3G用户数达到200万,今年的EPS也只有几分钱,2011年也就两毛左右。真正影响联通价值的是,联通凭借WCDMA的优势在不能携号转网的情形下究竟能从移动抢到多少中高端用户(尤其是高端),而这取决于3G需求能否加速增长;关于这点尚存在较大的不确定性。
- 通信设备行业存在的不确定性:** 无线通信,在2009年无疑已是运营商投资的高点。光通信,在2009年的增量很大来自于3G网络的建设,今年这块需求会下来;FTTx是光通信的最终推动力,但它的进程要取决于三网融合的推进力度。海外市场,中国企业有望获得更大的市场份额,但同时面临着较大的政策和市场风险。因此,通信设备行业在下半年也存在着较大的不确定性。
- 卫星导航定位(子行业一):** 从国外卫星导航技术的发展来看,卫星导航首先应用于军事领域,进而其他专业领域,近年来在消费应用领域发展迅猛;而且,卫星导航在消费应用领域的市场需求远高于专业领域。在专业应用领域,由于北斗一代自身的缺陷和出于国家安全的考虑,使得卫星导航在我国军事方面的应用一直处于两难境地;因此,目前国内的专业应用主要还是地理数据采集和高精度测量等。北斗二代的建成,将在军事/国防和涉及国家经济、公共安全的重要行业带来很大的市场机会;但由于北斗二代要到2012年底才能建成覆盖亚太地区的网络,此前的窗口期内,相关上市公司很难有实质性的机会。在消费应用领域,相比日本和欧美,我国才刚刚开始,正处于爆发期;尤其是GPS手机需求的高速增长,会给相关上市公司带来巨大的机会。
- 手机销售渠道(子行业二):** 三大运营商对用户的争夺将从三方面给手机销售渠道带来毛利率的上升。首先,运营商给予用户资费补贴,可以看作是运营商在帮渠道商做促销;渠道商可以大大加快存货周转速度并减少折扣,尤其是在电信和联通的资费补贴社会渠道化后。其次,在3G时代,不同的机型对应着三种不同制式的网络;卖出一个手机的同时,渠道商就为某个运营商争取到了一个客户,弱势运营商将因此而给予渠道商销售补贴。再有,三种不同制式的竞争还将提升渠道商相对手机厂商的议价能力,从而进一步提升渠道商的毛利率。
- 公司推介:** 我们看好四维图新和天音控股。获益于GPS手机需求的爆发,四维图新的收入将保持高增长;再加上规模效应的显现,未来3年其盈利的复合增长率将会达到50%。天音控股毛利率提升的空间还很大,盈利增长的弹性更高。

通信服务 同步大市-B
通信设备 领先大市-B

报告日期 2010-05-28

首选股票	目标价	评级
002405 四维图新	45.0	买入-B
000829 天音控股	22.8	买入-A

12 个月行业表现



研究员

黄文戈 行业分析师
010-66581635 huangwg@essence.com.cn
证书编号 S1450210030004

前期研究成果

天音控股: 毛利率的提升才刚开始
2010-05-10
何时买入中国联通
2010-05-04
中国联通深度报告: 买入联通正当时
2009-04-20

1. 3G 需求不足

1.1. 3G 发展低于预期的原因

中国联通 WCDMA 正式商用已经半年多了，但新增 3G 用户数据却不尽人意，较大地低于市场的预期。有很多人认为这主要是因为联通的市场策略和执行能力有问题，但我们认为真正的原因是 3G 需求不足和 3G 发展中存在的悖论。

● 3G 需求不足

我们早在 2009 年 8 月初的“3G 时代移动增值服务深度分析报告”中就曾指出，手机音乐、手机游戏、手机支付、手机定位等业务其实都跟 3G 无关，都是“伪 3G 业务”。3G 跟 2G 的最大区别其实就是传输速率。所以，3G 真正带来的革命性的东西（即非它不可的东西），一个是手机视频，一个是手机上网。

高速率使得在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：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……因此我们认为，手机上网才是 3G 真正的“杀手级”应用。

但是，当手机上网遭遇到“不能携号转网”会怎么样呢？而且中移动还拥有更好的服务和品牌？

其实，人们使用手机最基本的需求还是通话和收发短信，手机上网只能算作“奢侈品”，而非必需品。换句话说，人们只有在已经满足了通话这样的基本需求之后，才会考虑手机上网这种新的应用。但由于中国目前还没有实施携号转网，所以换号对大多数人（尤其是高端用户）来说意味着通话这样的基本需求可能会受到妨碍；而对手机上网的需求尚未强烈到让用户去换号。因此我们看到，很多用户会购买 WCDMA 手机，但却继续使用移动的 GSM 业务。

因此，我们认为，3G 需求不够强烈是联通 3G 用户增长低于预期的主要原因。这是联通的市场策略和执行能力所不能解决的问题；也不是靠所谓的 3G 应用的增加、更多的市场宣传和手机性价比的提升所能解决的。

● 3G 发展中的悖论

3G 在中国的发展存在着一个悖论：一边是，很多高端用户有消费能力，但对手机上网的需求却不够强烈，并且换号成本很高、不愿轻易换号；另一边是，很多年轻低端用户对移动数据需求量很大，并且换号成本低、号码忠诚度差，但却没有消费能力。高端用户不好争取，发展低端用户又很可能出现增量不增收的情况。

而且，智能手机最能体现 3G 的高速率的价值，但目前智能手机的价格又较贵，在很大程度上超出了低端用户的承受能力。

我们认为，3G 发展中的悖论是可以通过联通调整市场策略和随着智能手机价格的逐渐下降而被解决的。

1.2. 联通市场策略的改变

联通在初期主打中高端用户，树立 WCDMA 的高端品牌形象，这一市场策略无可厚非。而且经过半年的推广，这一效果应该说已经达成了。现在联通正调整市场策略，以解决 3G 发展中存在的悖论。

为了后面讨论问题的方便，我们把手机用户按联通的 3G 套餐资费划分为 3 类：186 元套餐以上的用户为高端用户，96 元套餐以上的用户为中端用户，96 元套餐以下的用户为低端用户。

● 降低 3G 门槛

过去半年，联通 3G 的最低套餐是 96 元。也就是说只发展中高端用户，不对低端用户开放。但从 5 月 1 日开始，联通新增了 66 元套餐，甚至还新增了 36 元的数据套餐。这一举措必然会给联通带来很多的低端用户。

● 改进套餐结构

联通应该在过去半年也发现了用户的 3G 需求并没有那么强烈，这主要表现在大多数用户的上网流量并不大、远远低于套餐中的流量限制；甚至部分用户是因为联通语音通话便宜（本地、长途、漫游统一 0.15 元/分钟，而且漫游接听也免费）才签约的 WCDMA，他们基本都不用手机上网等 3G 服务。

因此，联通在原有基本套餐（称为 A 套餐）的基础上，推出了 B 套餐（针对 66 到 186 元的套餐用户）。B 套餐大大增加了语音通话的时长，减少了数据流量。以 96 元的套餐为例，原来包含 240 分钟通话和 300MB 数据流量，现在增加一种选择，即包含 450 分钟通话和 80MB 数据流量。

这一举措更加重视用户基本的通话需求，对用户 3G 需求的看法也更为客观，将有利于 WCDMA 用户的发展。

● 加大补贴力度

联通在过去半年对手机补贴采取了非常谨慎的态度，总共手机补贴只有 6 亿元左右。这主要是因为 WCDMA 具有天然的产业链优势。一方面，WCDMA 手机款式众多，这为消费者提供了更多的选择，在很大程度上避免了产品同质化带来的价格战；二是因为规模效应，WCDMA 手机的性价比比 CDMA2000 和 TD-SCDMA 高很多，这在很大程度上形成了对消费者的间接“补贴”。

之前，联通只对 186 元套餐以上的用户进行补贴，补贴力度为承诺消费金额的 20% 左右。但高端用户对价格不太敏感，所以对高端用户进行补贴不一定能见效，换句话说高端用户不太会因为补贴而换号转网。

联通已明确表示将加大手机补贴的力度（今年 30-50 亿元）和范围（向中低端用户开放）。我们认为，由于中低端用户对补贴的敏感度远超高端用户，所以加大补贴力度将会为联通争取到更多的中低端用户。

1.3. 盈利场景分析

按联通管理层提出的今年新增 1000 万 ARPU 值在 100 元以上的 3G 用户这一目标，

接下来的每个月联通都需发展约 90 万用 96 元套餐以上的中高端用户；由于联通从 5 月 1 日开始降低 3G 门槛，推出 66 元套餐，我们再假设联通每月能发展 100 万低端用户。这样我们就得出联通月增 190 万 3G 用户的基本假设。我们同时假设中高端用户的平均 ARPU 为 140 元，低端用户的平均 ARPU 为 70 元。假设联通每年手机补贴为 50 亿元。

如果新增 3G 用户中 75% 来自中移动，且联通 WCDMA 优势的窗口期只持续到 2011 年底，则有

表 1 联通未来盈利的敏感性分析（新增 3G 用户数对 EPS 的影响）

每月新增 3G 用户数	2010	2011	2012
140 万	0.02	0.15	0.26
190 万	0.03	0.19	0.32
240 万	0.04	0.23	0.38

数据来源：安信证券研究中心

表 2 联通未来盈利的敏感性分析（手机补贴对 EPS 的影响）

手机补贴	2010	2011	2012
30 亿	0.06	0.22	0.34
50 亿	0.03	0.19	0.32
80 亿	0	0.15	0.28

数据来源：安信证券研究中心

1.4. 最大的不确定性

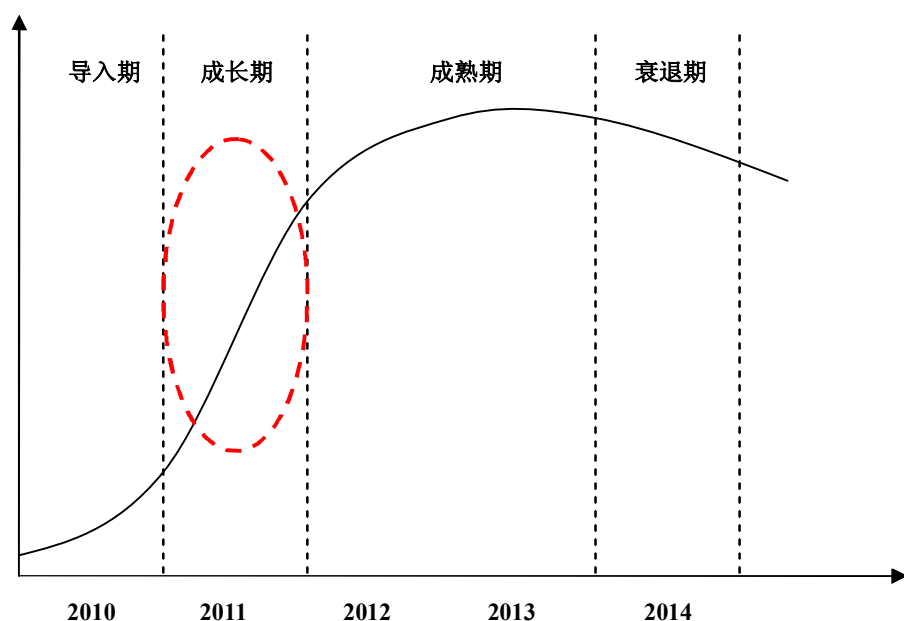
现在我们相对能够肯定的就是联通 2010 年的业绩会非常差，2011 年业绩会回升，2012 年业绩会比较好。但 2011 年业绩究竟能回升到什么程度、2012 年业绩究竟能好到什么程度，我们现在还很难确定。

我们一直认为真正影响联通价值的是，联通凭借 WCDMA 的优势在不能携号转网的情形下究竟能从中移动抢到多少中高端用户（尤其是高端用户）；而这取决于 3G 需求能否加速增长、强烈到超出转网带来的对基本通话需求的影响。关于这一点，尚存在着较大的不确定性。

● 可能性一：

市场有一种观点认为，3G 需求随着更多的市场宣传、3G 应用的增加和智能手机性价比的提升，会出现爆发式增长。因为几乎所有的新产品和服务上市都会经历一个较慢的导入期，然后再进入一个爆发期。

图 1 3G 在中国的产品生命周期图



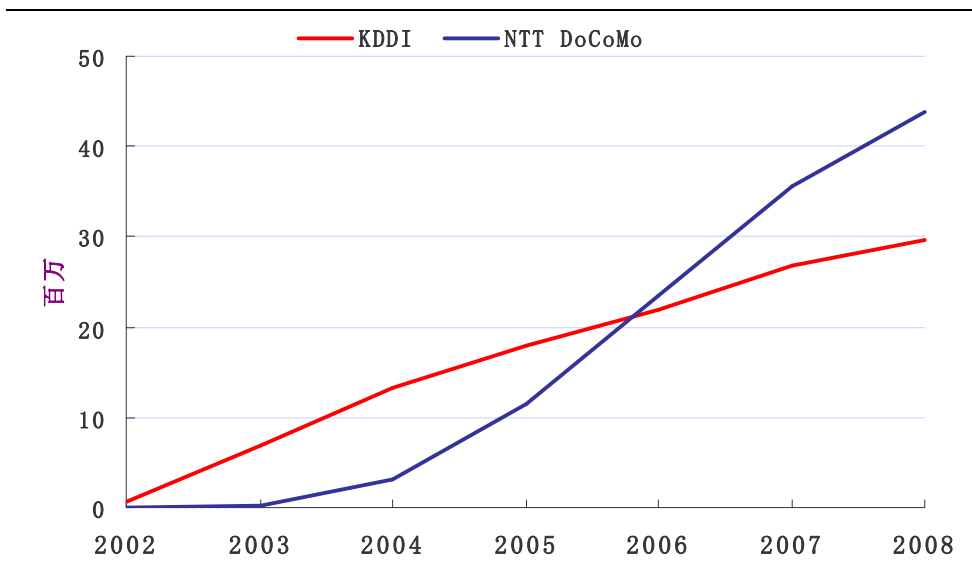
数据来源：安信证券研究中心

如果真能这样，那么联通的价值将来会提升很多。

● 可能性二：

就像日本当年一样，3G 需求并没有出现爆发式增长。

图 2 NTT DoCoMo公司和KDDI公司3G用户发展情况对比

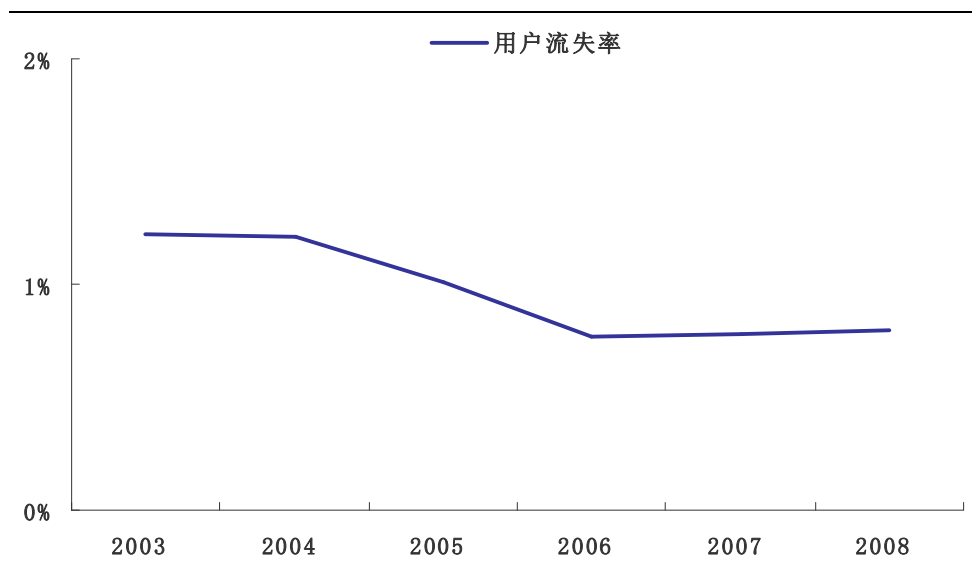


数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

NTT DoCoMo 是日本 2G 时代最大的移动运营商，拥有大部分的手机用户，3G 选择了 WCDMA 制式。而 KDDI 位居第二，3G 选择了 CDMA2000 制式。不过，当时 CDMA2000 手机终端的款式、重量、待机时间以及网络的覆盖率均远远优于 WCDMA。这跟中国目前的情形非常相似，而且当时日本也没有实行携号转网政策。

很明显，最初 3 年内 KDDI3G 用户数的增长远远快于 NTT DoCoMo。但是，KDDI 最初的 3G 用户主要是来自自身的 2G 用户呢还是从 NTT DoCoMo 抢过来的？

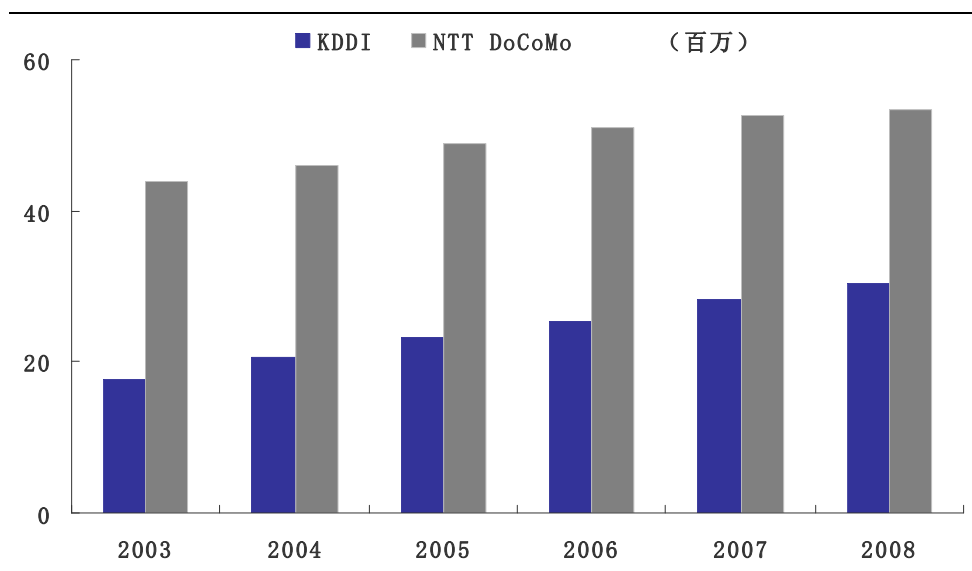
图 3 NTT DoCoMo 用户流失率



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

我们看到，NTT DoCoMo 的用户流失率一直很低，最高的时候也才 1.25%。

图 4 NTT DoCoMo 和 KDDI 的总用户数



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

我们以 2003 和 2004 年为例，NTT DoCoMo 的用户流失率分别为 1.22% 和 1.21%，NTT DoCoMo 的总用户数分别为 4386 万和 4593 万，那么 NTT DoCoMo 流失的用户数就分别为 53.5 万和 55.5 万。而 KDDI 在 2003 和 2004 年的新增 3G 用户数分别为 615 万和 640 万。可见，当时 KDDI 并没有从 NTT DoCoMo 抢到多少用户；它更多地是把自己的 2G 用户转化成了 3G 用户。这说明 3G 需求尚不足以吸引 NTT DoCoMo 的用户转网。

而 NTT DoCoMo 也没能把自己的 2G 用户转化为 3G 用户，一直到 2005 年以后，随着终端数量的逐渐丰富、终端功能的有效提高和网络覆盖问题的逐步解决，NTT DoCoMo 的 3G 业务才迅速发展起来，其 3G 用户数量才超过了 KDDI。

如果中国的情形跟日本当时一样，那么移动的高端用户也不大可能因为 3G 需求而转到联通；他们更可能会一直使用移动的 GSM 网络，直到 TD 的网络和终端成熟。如果是这样的话，中国的 3G 需求就不会爆发，联通也就抢不到多少移动的高端客户，那联通的价值也就不大了。

当然，3G 目前在中国的发展有两点跟当时的日本不同。一是以 iPhone 为代表的手机触摸屏技术的进步和智能手机的发展，使得通过手机上网变得更加方便、用户体验也更好；二是目前 3G 网络已经由当时的 3G 发展到现在的 3.5G，网络速率较当时已经有了较大的提升。

但是，这两点不同能否使得 3G 的需求强烈到使移动的高端用户忽略转网络通话带来的不便呢？目前还很难判断，有待进一步的观察。

2. 通信设备行业存在的不确定性

由于移动宽带和固网宽带是国内运营商投资的重点，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. 无线网络

2009 年中国的 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 网络已覆盖 334 个城市。目前，全国所有城市的城区、东部地区发达乡镇和所有县城、中西部发达县城都已开通 3G 网络。

2009 年中国移动进行了 TD 三期建设。三期工程新建了 200 个地市 TD 网络，加上一期的 10 个城市和二期的 28 个城市，TD 网络覆盖地市已达到 238 个，具备商业运营条件。

2010 年，除了中国移动的 TD 网络还会投资很大以外，电信和联通在 3G 网络上的投资都会缩减。因此，2009 年已经是运营商无线网络投资的高点。

2.2. 光通信

让我们先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，城域网的建设在不断进行中。

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，很长时间不会扩容。

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。

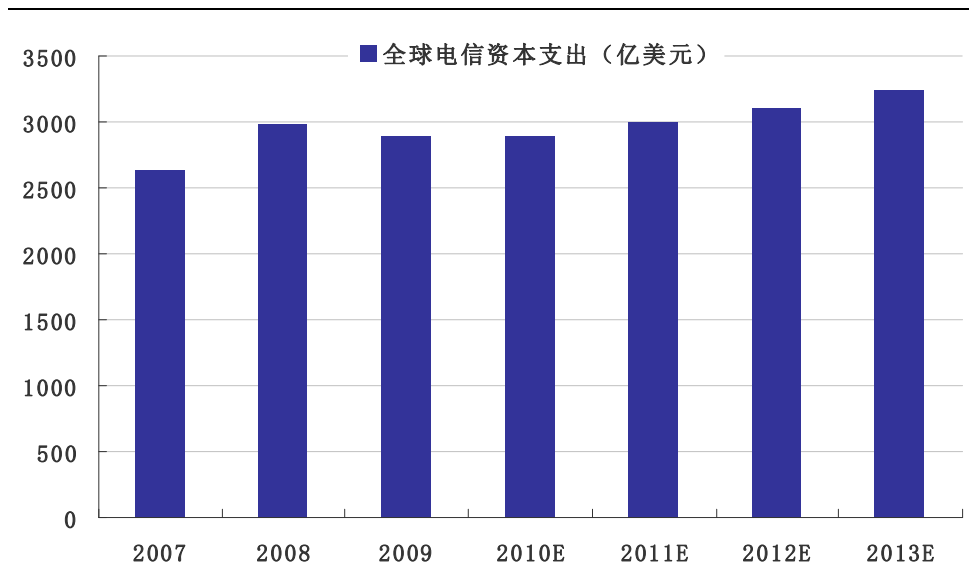
2009 年新建基站很多，这是 2009 年光通信行业大幅增长的重要原因；由于三大运营商的 3G 网络覆盖已基本成型，所以今年移动传输网对光通信产品的需求会出现负增长。

由于 FTTx 是光通信行业发展的根本动力，因此未来两年光通信行业的增长在很大程度上将取决于三网融合的推进力度。如果政府推进的力度大，那么运营商必定会加快 FTTx 的建设，广电系统也会加快光纤网络的双向改造，这都将给光通信带来很大的市场机会。但如果推进力度不大，那这一需求就不会呈爆发式增长。

2.3. 海外市场

Infonetics Research 预计，2010 年年全球运营商资本支出将基本持平，2011 年才能缓慢复苏，进入新一轮的投资增长周期。

图 5 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，中国企业完全可能争取到更大的市场份额。

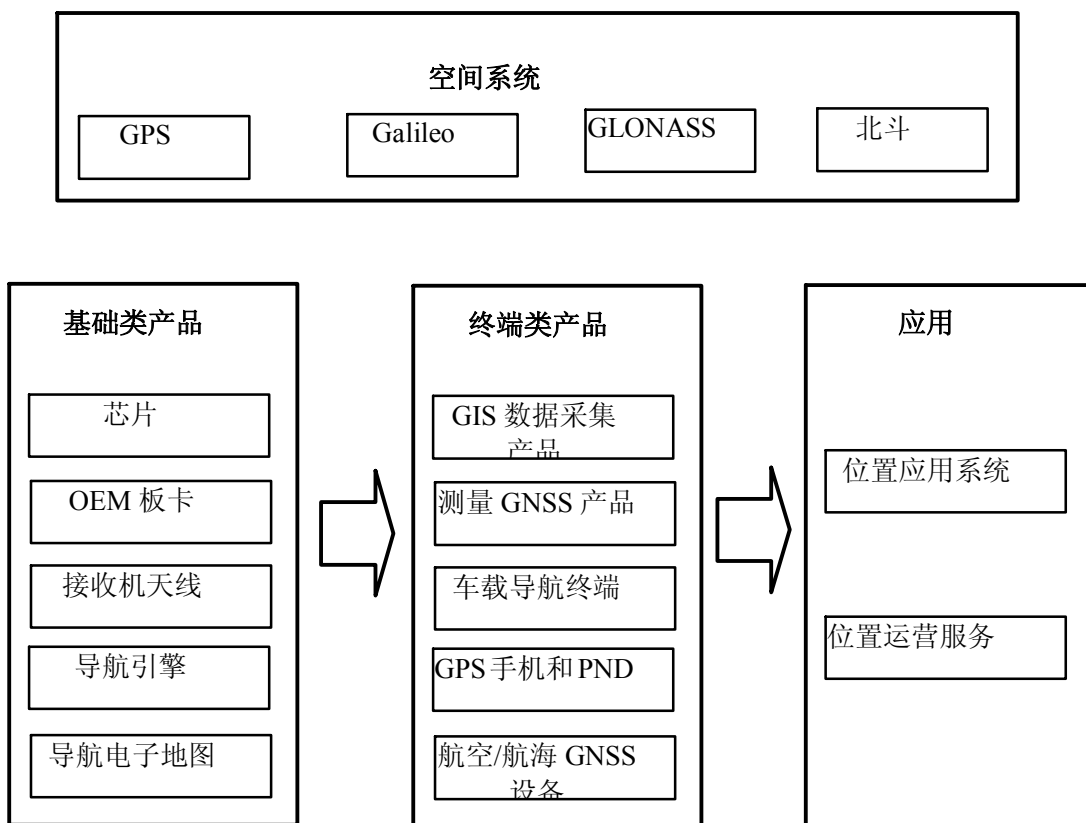
不过，海外市场的政策风险和市场风险又给中国企业的海外拓展带来了较大的不确定性。比如前一阵印度“封杀”中国通信设备就对中兴通讯带来了很大的负面影响。再有，中国通信设备企业在国外的拓展往往采取设备垫资和卖方信贷的方式，这很可能面临一些国家的市场信用风险。

3. 子行业一：卫星导航定位

3.1. 产业链分析

首先，让我们来看一下卫星导航定位的产业链。

图 6：卫星导航定位产业链



数据来源：安信证券研究中心

其次，让我们再来看一下 A 股的相关上市公司都有哪些。

表 3：A 股相关上市公司在产业链中所处的位置

公司	主营业务
北斗星通	OEM 板卡（高精度测绘）、船载终端、位置应用系统、位置运营服务
合众思壮	GIS 数据采集产品、高精度测量产品、PND
四维图新	导航电子地图
国腾电子	基于北斗系统的芯片、天线、各类终端和位置应用系统
华力创通	北斗系统模拟仿真
超图软件	GIS 软件平台
数字政通	基于 GIS 应用的电子政务平台

数据来源：安信证券研究中心

3.2. 投资机会分析

卫星导航定位系统的应用可以分为专业应用和消费应用两个领域。

表 4 卫星导航定位系统应用分类

专业应用	军用
	测量和绘图
	航空 / 航海
	时间和同步
	机械控制
消费应用	车辆导航
	车辆监控
	信息服务
	娱乐
	通讯

数据来源：安信证券研究中心

从国外卫星导航技术的发展来看，卫星导航技术首先应用于军事领域，进而其他专业领域，近年来在消费应用领域发展迅猛。而且，卫星导航技术在消费应用领域的市场需求远高于专业领域。

● 专业应用

而卫星导航定位系统的专业应用主要又可分为两类：地理数据采集 / 高精度测量；军事/国防和涉及国家经济、公共安全的重要行业。

一方面由于北斗一代自身的缺陷，另一方面出于国家安全的考虑，使得卫星导航定位在我国军事方面的应用一直处于两难境地。因此，目前国内的专业应用主要还是集中在地理数据采集和高精度测量等，市场已基本饱和。

● 消费应用

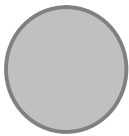
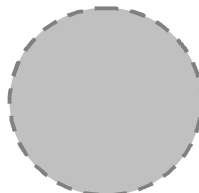
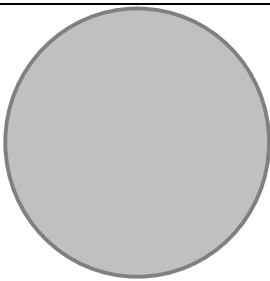
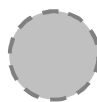
日本的车载导航市场始于 1992 年，新车中装配车载导航仪的比例，即新车装配率，由 1992 年的 0.4%，提高到 1996 年的 12.2%，2001 年达到 36%，到 2007 年则达到 79%。

消费电子导航市场在欧美的发展情况和在日本有所不同。由于日本于 1992 年就开始车载导航系统的开发与销售，而且车载导航的快速发展与日本汽车工业的快速发展基本同步，所以车载导航系统普及程度很高，压缩了消费电子导航市场在日本的发展空间，PND 等产品的销量较小。相比之下，消费电子导航市场在欧美发展却非常迅猛，增长速度惊人，西欧市场上消费电子导航设备销量从 2002 年的 11 万台猛增到 2007 年的 1800 万台，美国市场也从 2002 年的 8 万台增加到 2007 年的 1200 万台。这主要是由于消费电子导航产品在欧美启动较晚，出现的时间与车载导航应用的时间较为接近，而欧美庞大的汽车保有量为消费电子导航产品提供了足够的市场空间。

卫星导航定位在我国消费应用才刚刚开始。而且，由于中国消费者对手机的依赖和喜好，使得 GPS 手机将成为卫星导航定位在中国最大的亮点。

● 投资机会

图 7：卫星导航定位在中国的投资机会分析

	GPS	北斗系统
专业应用		
消费应用		

数据来源：安信证券研究中心

我们近期看好 GPS 系统的消费应用，长期看好北斗系统的专业应用。

3.3. 北斗系统带来的投资机会

发展北斗系统是保障我国国家安全和国计民生的战略国策。首先，美国 GPS 系统虽然成熟且提供免费服务，但是并不保证在“非常时期”提供服务，中国国防需要北斗系统来提升精确打击、战略协同和综合保障能力；其次，以通信和电力为代表的国家命脉行业需要自主的北斗系统来提供通信、授时服务，以保证全网同步稳定运营；再有，由于 GPS 顶层算法不公开，中国卫星设备和服务商无法占据产业价值链的有利位置，出于扶持国内卫星产业发展的考虑，也需要加快发展北斗卫星系统。

北斗一代系统属于试验系统，只包括四颗卫星，仅覆盖中国部分地区。正在开发的北斗二代系统将是一个真正的全球卫星导航定位系统，由 35 颗卫星组成，其中五颗是地球同步轨道，其余 30 颗是中低轨道卫星，能覆盖全球。与 GPS 仅有 24 颗中低轨道卫星相比，北斗二代有相当程度的改进。

目前，北斗二代已发射 3 颗同步卫星；预计在 2012 年底初步建成覆盖亚太地区的卫星网络，在 2020 年实现全球覆盖。

2007 年 11 月 16 日，国家发改委和国防科工委联合发布了《关于促进卫星应用产业发展的若干意见》，明确提出对于涉及国家经济、公共安全的重要行业领域须逐步过渡到采用北斗卫星导航兼容其它卫星导航系统的服务体制，鼓励其他行业和领域采用北斗卫星导航兼容其它卫星导航系统的服务体制。这将大大激发北斗系统在专业应用领域的市场需求。

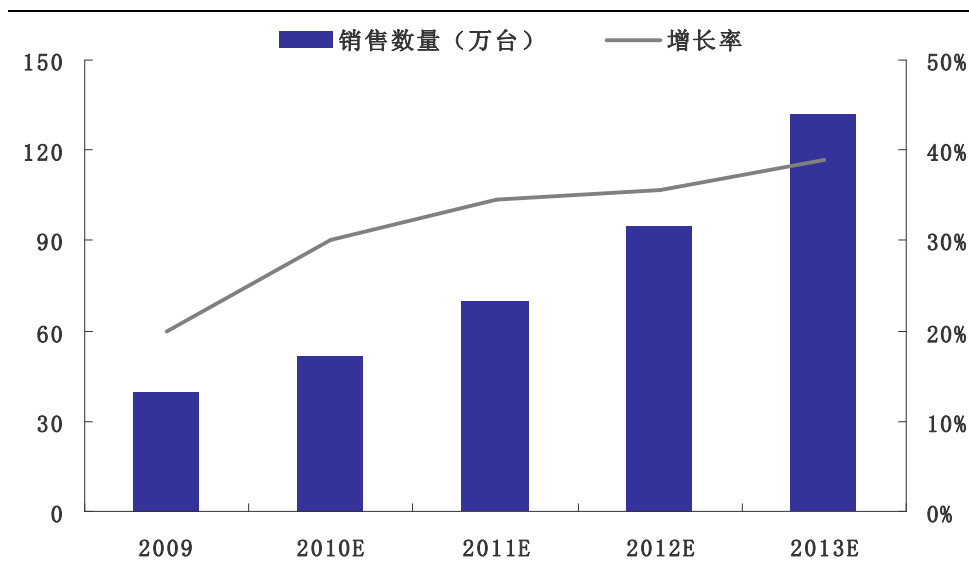
不过，虽然北斗二代系统组网正按计划稳步推进，但从现在到 2012 年底前，存在一个“窗口期”；更多的专业应用会受到限制，相关上市公司很难有实质性的机会。

另外，出于终端性价比和成熟度方面的考虑，我们并不十分看好未来北斗系统在消费应用上的机会。

3.4. GPS 带来的投资机会

随着成本的降低和选择的多样化，车载导航系统将逐步从中高端车型走向低端。2008年我国的车载导航系统新车装配率仅为3.7%，相比之下，2007年日本新车装配率就已经达到79%，西欧13%，北美10.2%。中国车载导航市场仍处于发展的前期，未来增长空间广阔。我们预计，到2012年，国内汽车市场的新车装配率将达到13.6%；到2013年，国内汽车车载导航系统销售量将达到132万台，较2008年增长3.8倍，年均复合增长率将达到33.43%。

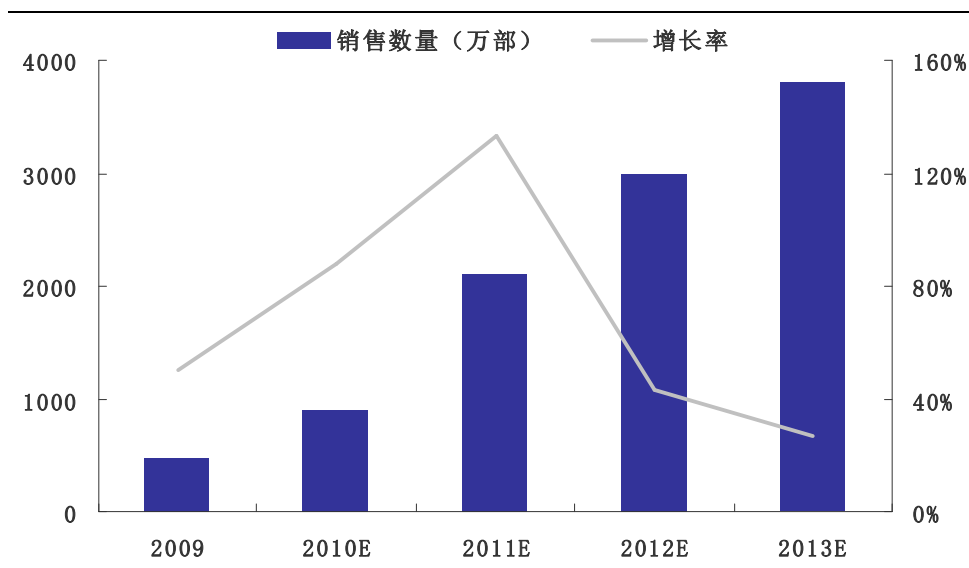
图 8：2009-2013 年中国车载导航系统市场规模



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

由于中国消费者对手机的特别偏爱和依赖，我们相信导航手机将成为继音乐手机、拍照手机和智能手机之后市场的一大热点，并逐渐上升为手机界一项行业标准；这将给相关上市公司带来极大的成长机会。我们预计，GPS手机在未来五年将处于高速发展时期，到2013年，中国GPS手机市场总体规模将达到3800万部，2009-2013年年均复合增长率将达到65%。

图 9：2009-2013 年中国 GPS 手机市场规模

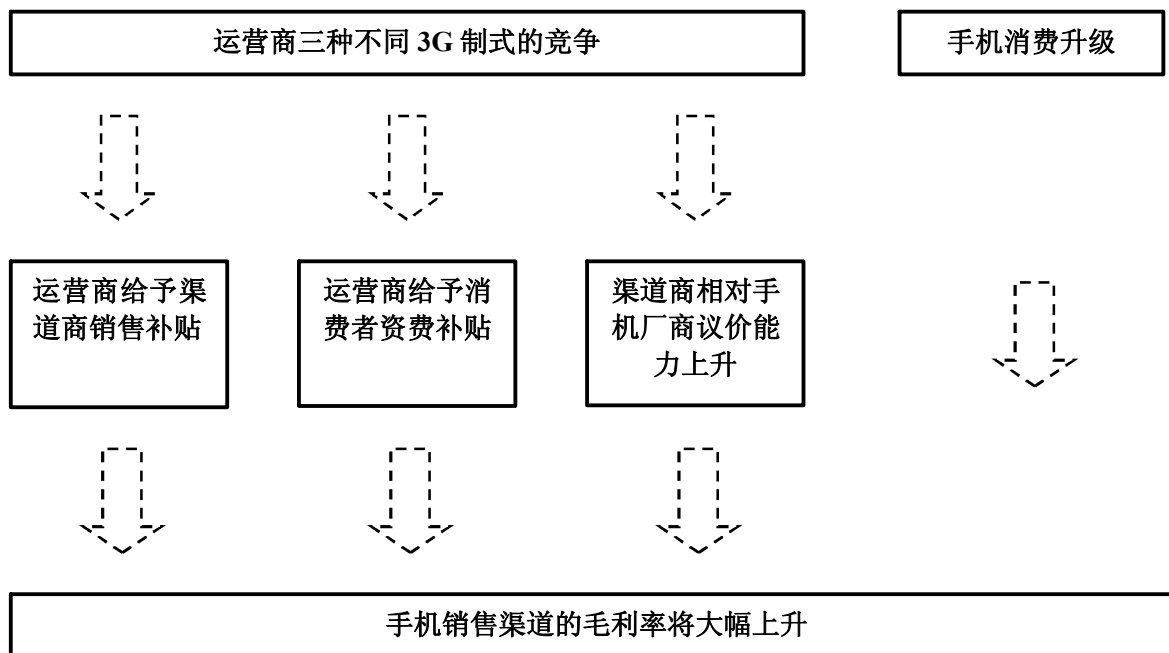


数据来源：安信证券研究中心

4. 子行业二：手机销售渠道

我们看好手机销售渠道的原因是它们将获益于运营商三种不同 3G 制式的竞争。

图 10 手机销售渠道的投资逻辑



数据来源：安信证券研究中心

首先，运营商三种不同 3G 制式的激烈竞争，使得它们都不得不对消费者给予大量的资费补贴；之前以移动和电信为主，现在联通也明确表示要加大补贴力度。不过，现在除了移动以外，电信和联通的资费补贴主要都是在自有营业厅进行，并未向社会渠道开放。但越来越激烈的竞争必然会迫使电信和联通通过社会渠道来进行资费补贴、争取用户，因为社会渠道远比自有营业厅多得多，是手机销售的主战场。而且，移动现有的 TD 手机款式还不够多，整个促销力度也还不够大。但我们认为，从下半年开始，三大运营商都将全面通过社会渠道进行资费补贴销售，这是竞争的必然结果。而这必将提升手机销售渠道的毛利率，因为运营商对用户的资费补贴，可以看作是运营商在帮渠道商做促销，渠道商可以大大降低销售折扣并加快存货周转速度（存货时间越长，降价越多）。另一方面，运营商因为激烈竞争而对用户进行的高额资费补贴会系统性地抬升用户购买手机的整体价位。因为有了资费补贴，消费者会感觉手机相对便宜了很多，从而会有购买更高价位手机的倾向。而高端手机往往有着更高的毛利。

其次，在 2G 时代，手机销售渠道商跟运营商的关系不大；因为不同的机型都对应着相同的 GSM 网络，买了一个手机你既可以入中国移动的网也可以入中国联通的网。而在 3G 时代，不同的机型对应的是三种不同制式的网络；卖出一个手机的同时，渠道商就为一个运营商争取到了一个客户。这必将从根本上提升手机销售渠道的地位，从而为其带来新的盈利模式。在 2G 时代，运营商基本是靠自己争取用户，渠道商能做的就是卖手机，靠销售产品挣钱。但在 3G 时代，运营商更多地需要依靠渠道商来争取客户，为了在竞争中胜出必然要给予渠道商一定的利益；因此，渠道商在靠销售产品挣钱的同时，还能靠运营商的销售补贴来挣钱。而且，电信重组以后，三个移动运营商三种不同制式网络的竞争态势将会长期存在，即使今后过渡到 4G 也是如此。所以我们认为手机分销渠道会从运营商三张网络的竞争中长期获益。由于中移动的 TD-SCDMA 在终端和网络上都远远不如联通的 WCDMA 和电信的 CDMA2000，这导致一方面移动的 3G 用户增长缓慢，另一方面联通和电信也正从移动抢到不少中高端用户。为了实现今年新增 1000 万 TD 用户这一目标，也为了保住自己的用户，中移动

在对用户进行高额资费补贴的同时，也将不得不对手机销售渠道进行销售补贴。

再有，一般来说手机厂商跟渠道商的关系往往是此强彼弱的。以诺基亚跟天音控股的关系为例，诺基亚在 2G 时代是相对强势的，天音控股的话语权较弱，这就影响了天音控股销售诺基亚手机的毛利率。但在 3G 时代，由于诺基亚的主要强项是 WCDMA 手机，而在 CDMA2000、尤其是 TD-SCDMA 手机终端上是很弱的；由于移动和电信不断加大补贴和促销力度，这必将吸引很多消费者购买非 WCDMA 手机、并促使渠道商大力销售后两种制式的手机，所以 3G 时代诺基亚手机在中国的销量和市场份额必然会大幅下降。诺基亚为了保住在中国手机市场的份额，对渠道商不可能再像过去那么强势，渠道商的议价能力将得到提高，这必然会提升渠道商的毛利率。

综上所述，我们认为，运营商 3 种不同制式之间的竞争必将大大提升手机销售渠道的毛利率。

5. 公司推荐

2010 年下半年，我们看好四维图新和天音控股。中国联通和通信设备行业的投资机会还有待进一步观察。

5.1. 四维图新

中国的卫星导航产业起步于 2002 年，过去发展较慢，相比国际市场尚处于发展初期。从细分市场看，目前我国车载导航市场处于快速增长阶段，消费电子导航市场处于爆发期，电子地图服务市场则处于市场导入期。在这三大细分市场中，当前我们最看好消费电子导航市场，特别是 GPS 手机的快速增长。由于中国消费者对手机的特别偏爱和依赖，我们相信导航手机将成为继音乐手机、拍照手机和智能手机之后市场的一大热点；这将给公司带来极大的成长机会。而基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图服务和动态交通信息服务将成为公司未来新的利润增长点。

而且，公司的规模效应非常明显。一方面导航电子地图数据库每年的更新和维护成本基本稳定，公司增加产品销量的边际成本很低；另一方面，公司的研发费用和开发支出占到总收入的 40% 多，而这部分费用也是相对固定的。因此，随着销售收入的大幅增长，费用率会大幅下降，从而带来利润率的上升。

我们预计公司的盈利在未来 3 年将实现约 50% 的复合增长率。

5.2. 天音控股

公司前两季毛利率的上升主要源于会计政策的调整，毛利率提升的空间还很大。前两季影响实际毛利率上升约 2% 的主要因素是手机消费升级和经济回暖带来的手机销售价格的上升。

三大运营商之间的用户争夺大战在下半年将真正开始，这将进一步提高天音控股的毛利率。面临相同的成长机会，由于天音控股的毛利率远低于爱施德，因此盈利增长的弹性远大于爱施德；我们认为未来两年天音控股的增长很可能会更快。

由于存货增加 37%，2010 年 1 季度公司多计提了约 8400 万元的资产减值损失，“隐藏”了近 5 分钱的利润。由于存货不可能一直增加，因此多计提的部分，早晚会“还”回来，回补冲减营业成本的金额总有一天会上升。假如存货不再继续增加的话，第 2 季度的毛利率还将上升，并释放出 5 分钱的利润，而且以后每个季度都是如此。因此，即便不考虑因运营商竞争而带来的毛利率上升，假设毛利率就这样不变，我们看到天音控股也能完成我们之前预期的 2010 年 0.57 元的 EPS。而毛利率每提升 1 个百分点，2010 年 EPS 就将上升 0.14 元。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-05-28

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	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
002405	四维图新		买入-B	0.34	0.50	0.79	106.1	72.4	45.4	29.8%	27.5%	30.5%	36.10	45.00	20100528	
000829	天音控股	买入-A	买入-A	0.30	0.57	0.98	51.1	26.9	15.7	14.6%	22.5%	27.7%	15.36	22.80	20100104	

GPS 手机需求是最大看点

中国特色的卫星导航定位应用

报告关键点:

- 消费电子导航市场、尤其是GPS手机的高速增长,将带来公司收入的高增长;
- 规模效应将带来公司利润率的大幅上升;
- 我们高度看好公司未来的发展,预计公司未来3年EPS的复合增长率在50%左右。

报告摘要:

- 未来几年收入高增长:** 公司主要从事导航电子地图产品的研发、生产、销售和服务,产品主要应用于三大领域:车载导航、消费电子导航和电子地图服务。全球导航电子地图产业从上世纪90年代末开始,历经10多年的成长,目前仍处于快速发展阶段。而中国的导航产业起步于2002年,过去发展较慢,相比国际市场尚处于发展初期。从细分市场看,目前我国车载导航市场处于快速增长阶段,消费电子导航市场处于爆发期,电子地图服务市场则处于市场导入期。在这三大细分市场中,当前我们最看好消费电子导航市场,特别是GPS手机的快速增长。由于中国消费者对手机的特别偏爱和依赖,我们相信导航手机将成为继音乐手机、拍照手机和智能手机之后市场的一大热点,并逐渐上升为手机界一项行业标准;这将给公司带来极大的成长机会。而基于移动通信技术的LBS服务、互联网地图服务和动态交通信息服务将成为公司未来新的利润增长点。
- 规模效应明显:** 一方面导航电子地图数据库每年的更新和维护成本基本稳定,公司增加产品销量的边际成本很低;另一方面,公司的研发费用和开发支出占到总收入的40%多,而这部分费用也是相对固定的。因此,随着销售收入的大幅增长,费用率会大幅下降,从而带来利润率的上升。
- 核心竞争优势:** 规模效应导致的先入企业优势和技术、研发优势。
- 风险分析:** 公司主要面临三大经营风险:一是消费者对内置导航电子地图的相关产品和服务的需求增长低于预期;二是公司知识产权被侵犯,他人盗版公司的电子地图产品;三是竞争加剧造成公司产品和服务的价格下降。
- 盈利预测、估值及投资评级:** 我们预测,四维图新2010-2012年每股收益分别为0.50、0.79和1.09元人民币。由于公司未来3年EPS的复合增长率在50%左右,如果我们按PEG为1给予公司2010年50倍的动态市盈率,则公司的合理股价应该在25元左右。但目前在中小板和创业板中能有这样确定高增长的公司非常少;而且在中小板和创业板中不少公司的增长率不到30%,但动态市盈率却高达50-60倍。所以,如果按照目前市场给予其它可比公司的估值水平,我们可以给予四维图新80-100倍的动态市盈率,那么公司合理的股价区间就应该是40-50元人民币。首次覆盖,我们给予公司“买入-B”的投资评级。

财务和估值数据摘要

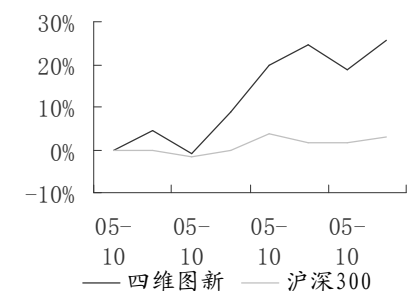
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	325.6	428.1	606.8	848.4	1,069.0
Growth(%)	75.8%	31.5%	41.7%	39.8%	26.0%
净利润	121.9	136.2	200.5	319.8	437.5
Growth(%)	50.0%	11.7%	47.3%	59.5%	36.8%
毛利率(%)	92.7%	91.3%	91.0%	91.0%	91.0%
净利润率(%)	37.4%	31.8%	33.1%	37.7%	40.9%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.50	0.79	1.09
每股净资产(元)	1.01	1.25	1.91	2.74	3.89
市盈率	118.5	106.1	72.4	45.4	33.2
市净率	35.8	29.0	18.9	13.2	9.3
净资产收益率(%)	30.1%	29.8%	27.5%	30.5%	29.4%
ROIC(%)	137.8%	134.6%	131.8%	130.3%	94.4%
EV/EBITDA	114.2	88.6	59.3	37.2	26.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: **买入-B**
 上次评级:
 目标价格: **45.00 元**
 期限: 6个月 上次预测:
 现价: 36.10元
 报告日期: **2010-05-28**

市场数据

总市值(百万元)	14,448.29
流通市值(百万元)	1,617.28
总股本(百万股)	400.23
流通股本(百万股)	44.80
12个月最高/最低	26.01/37.40 元
十大流通股股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	33.14	38.33	21.85
绝对收益	25.48	25.48	25.48

研究员

黄文戈 行业分析师
 010-66581635 huangwg@essence.com.cn
 证书编号 S1450210030004

前期研究成果

四维图新: 导航电子地图市场爆发在即
 2010-04-26

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-5-28
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	325.6	428.1	606.8	848.4	1,069.0	成长性					
减: 营业成本	23.6	37.1	54.6	76.4	96.2	营业收入增长率	75.8%	31.5%	41.7%	39.8%	26.0%
营业税费	4.8	5.9	9.1	12.7	16.0	营业利润增长率	41.8%	33.6%	65.0%	58.9%	38.6%
销售费用	20.9	28.5	36.4	50.9	64.1	净利润增长率	50.0%	11.7%	47.3%	59.5%	36.8%
管理费用	179.2	224.4	294.6	369.8	426.0	EBITDA 增长率	40.3%	28.6%	73.3%	58.1%	37.8%
财务费用	-2.2	-7.6	-6.5	-9.4	-13.4	EBIT 增长率	41.0%	28.8%	69.8%	59.4%	38.4%
资产减值损失	0.2	7.4	0.1	1.0	-0.7	NOPLAT 增长率	46.2%	17.9%	46.0%	59.9%	36.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.8%	49.1%	61.7%	88.7%	15.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.2%	23.4%	54.0%	43.9%	41.7%
营业利润	99.0	132.4	218.3	347.0	480.8	利润率					
加: 营业外净收支	35.3	40.6	30.0	49.0	61.0	毛利率	92.7%	91.3%	91.0%	91.0%	91.0%
利润总额	134.4	173.0	248.3	396.0	541.8	营业利润率	30.4%	30.9%	36.0%	40.9%	45.0%
减: 所得税	12.8	24.6	37.3	59.4	81.3	净利润率	37.4%	31.8%	33.1%	37.7%	40.9%
净利润	121.9	136.2	200.5	319.8	437.5	EBITDA/营业收入	32.6%	31.9%	39.0%	44.1%	48.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	29.7%	29.1%	34.9%	39.8%	43.7%
货币资金	305.2	339.6	593.9	726.2	1,129.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	33	58	80	84
应收帐款	38.8	79.5	13.6	193.4	243.7	流动营业资本周转天数	-33	-20	11	50	70
应收票据	-	-	4.0	5.6	7.0	流动资产周转天数	365	327	317	340	402
预付帐款	4.6	9.0	9.0	9.1	9.2	应收帐款周转天数	31	40	21	41	71
存货	0.7	0.8	19.4	27.2	34.3	存货周转天数	1	1	6	10	10
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	519	469	432	444	504
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	106	110	121	154	173
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.6	2.7	20.0	20.0	20.0	ROE	30.1%	29.8%	27.5%	30.5%	29.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.7%	24.6%	24.7%	27.2%	26.2%
固定资产	37.4	41.3	155.8	221.3	276.7	ROIC	137.8%	134.6%	131.8%	130.3%	94.4%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	32.9	32.0	29.9	28.0	26.3	销售费用率	6.4%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	38.2	44.5	7.6	8.0	8.2	管理费用率	55.0%	52.4%	48.6%	43.6%	39.8%
资产总额	513.0	603.3	853.9	1,239.8	1,756.4	财务费用率	-0.7%	-1.8%	-1.1%	-1.1%	-1.3%
短期债务	6.0	0.1	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	60.8%	57.3%	53.5%	48.5%	44.6%
应付帐款	46.6	40.9	16.5	23.0	29.0	偿债能力					
应付票据	-	-	0.1	0.2	0.3	资产负债率	21.3%	17.4%	10.1%	10.9%	10.9%
其他流动负债	42.4	52.1	96.0	128.2	168.8	负债权益比	27.0%	21.1%	11.3%	12.3%	12.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.68	4.55	7.50	7.15	7.47
其他非流动负债	14.2	10.8	1.2	1.2	1.2	速动比率	3.67	4.54	7.28	6.95	7.29
负债总额	109.2	105.0	86.5	135.7	191.9	利息保障倍数	-43.52	-16.38	-32.59	-35.91	-34.82
少数股东权益	10.5	18.0	28.6	45.4	68.4	分红指标					
股本	344.2	344.2	402.2	402.2	402.2	DPS(元)	-	0.12	-	-	-
留存收益	49.1	136.1	336.6	656.4	1,093.9	分红比率	0.0%	35.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	403.8	498.3	767.4	1,104.0	1,564.5	股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	121.6	148.4	200.5	319.8	437.5	EPS(元)	0.30	0.34	0.50	0.79	1.09
加: 折旧和摊销	44.2	71.0	25.0	36.8	48.8	BVPS(元)	1.01	1.25	1.91	2.74	3.89
资产减值准备	0.2	7.4	0.1	1.0	-0.7	PE(X)	118.5	106.1	72.4	45.4	33.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	35.8	29.0	18.9	13.2	9.3
财务费用	0.0	2.0	-3.0	-6.5	-9.4	P/FCF	135.1	180.5	109.0	150.9	40.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	44.4	33.8	23.9	17.1	13.6
少数股东损益	-0.3	12.2	10.6	16.8	23.0	EV/EBITDA	114.2	88.6	59.3	37.2	26.3
营运资金的变动	-1.2	-16.2	71.6	-139.9	-2.8	CAGR(%)	40.4%	45.9%	42.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	175.2	208.8	301.3	225.1	492.4	PEG	2.9	2.3	1.7	-0.5	-0.3
投资活动产生现金流量	-217.6	-135.9	-169.2	-102.1	-102.1	ROIC/WACC	13.8	13.5	13.2	13.1	9.5
融资活动产生现金流量	-2.3	-58.5	93.3	9.4	13.4	REP	8.4	5.8	4.2	2.2	2.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

爱施德下周上市对天音控股的影响

将大幅提高天音控股的 PE

报告关键点:

- 面临相同的成长机会，由于天音控股的毛利率远低于爱施德，因此盈利增长的弹性远大于爱施德；我们认为未来两年天音控股的增长很可能会更快。
- 爱施德45元的发行价对应的动态市盈率仅为34倍，远低于中小板的其它公司，还有较大上升空间；而天音控股的动态PE只有25倍，被严重低估。

报告摘要:

- 面临相同的成长机会:** 我们在前面的报告中指出，三大运营商对用户的争夺将从三方面给手机销售渠道带来毛利率的上升。首先，运营商给予用户资费补贴，可以看作是运营商在帮渠道商做促销；渠道商可以大大加快存货周转速度并减少折扣，尤其是在电信和联通的资费补贴社会渠道化后。其次，在3G时代，不同的机型对应的是三种不同制式的网络；卖出一个手机的同时，渠道商就为一个运营商争取到了一个客户，弱势运营商将因此而给予渠道商销售补贴。再有，三种不同3G制式的竞争还将提升渠道商相对手机厂商的议价能力，从而进一步提升渠道商的毛利率。
- 天音控股盈利增长的弹性更大:** 不过，上述毛利率的提升，对天音控股和爱施德盈利增长的影响是不同的。我们知道，欧美手机厂商一般会给予渠道商价保返利政策（即对调价造成的存货跌价损失进行补贴）。而韩国手机厂商一般不会对渠道商实行价保政策；这样一来，渠道商的风险加大了，手机厂商自然要给予它较高的利润空间；当然，高风险、高收益要求渠道商具备更强的营销和渠道管控能力。天音控股主要是分销欧美手机，而爱施德则专注于三星手机的分销；这导致天音控股的毛利率和净利润率远低于爱施德，比如2009年天音控股的毛利率和净利润率分别为11.2%和1.6%，而爱施德则分别为15.1%和5.5%。因此，在其它条件不变的情况下，面临相同的成长机会，天音控股盈利增长的弹性会远远大于爱施德。虽然天音控股的经营效率也许不如爱施德，但未来两年它的盈利增长很可能会更快。
- 盈利预测、估值和投资评级:** 爱施德的发行价为45元，按市场对爱施德的平均盈利预测，该价格对应2010年的动态市盈率仅为34倍；考虑到爱施德的高成长性，这一动态市盈率在中小板远远不算高，至少还有30%的上升空间。而目前天音控股的股价对应的动态市盈率只有25倍；再加上未来两年天音控股的盈利增长会更快，因此我们维持6个月目标价22.8元不变，并重申“买入-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,309.7	17,421.4	20,905.7	23,414.4	25,053.4
Growth(%)	6.0%	6.8%	20.0%	12.0%	7.0%
净利润	138.7	284.6	541.0	922.9	1,143.2
Growth(%)	-43.5%	105.2%	90.1%	70.6%	23.9%
毛利率(%)	9.8%	11.2%	17.5%	19.0%	19.5%
净利润率(%)	0.9%	1.6%	2.6%	3.9%	4.6%
每股收益(元)	0.15	0.30	0.57	0.98	1.21
每股净资产(元)	2.25	2.63	3.39	4.69	6.31
市盈率	104.8	51.1	26.9	15.7	12.7
市净率	6.8	5.8	4.5	3.3	2.4
净资产收益率(%)	8.9%	14.6%	22.5%	27.7%	25.6%
ROIC(%)	42.1%	52.9%	-219.3%	81.2%	240.6%
EV/EBITDA	30.0	21.7	12.7	6.9	4.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

22.80 元

期限:

6 个月 上次预测: 22.80 元

现价: 15.36 元

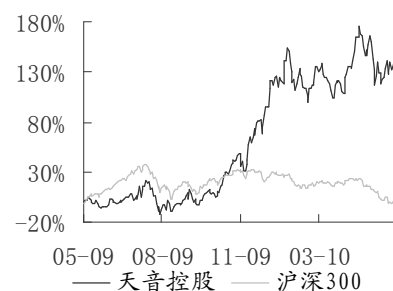
报告日期:

2010-05-25

市场数据

总市值(百万元)	14,544.40
流通市值(百万元)	14,543.43
总股本(百万股)	946.90
流通股本(百万股)	946.84
12 个月最高/最低	5.37/17.53 元
十大流通股东(%)	53.68%
股东户数	56,056

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.94	20.24	146.73
绝对收益	(2.85)	5.71	148.95

研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

证书编号

S1450210030004

前期研究成果

天音控股: 毛利率的提升才刚开始

2010-05-10

天音控股: 3G 的发展将会锦上添花

2010-04-06

天音控股: 四季度业绩超过公司预期 100%

2010-01-29

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-5-25		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,309.7	17,421.4	20,905.7	23,414.4	25,053.4	成长性					
减: 营业成本	14,711.3	15,462.2	17,247.2	18,965.7	20,168.0	营业收入增长率	6.0%	6.8%	20.0%	12.0%	7.0%
营业税费	69.1	71.0	83.6	93.7	100.2	营业利润增长率	-42.7%	89.9%	104.2%	70.9%	23.7%
销售费用	928.1	1,024.2	1,128.9	1,170.7	1,202.6	净利润增长率	-43.5%	105.2%	90.1%	70.6%	23.9%
管理费用	142.4	158.4	167.2	175.6	187.9	EBITDA 增长率	-21.2%	22.8%	90.7%	60.0%	21.4%
财务费用	203.3	84.4	87.3	62.0	41.8	EBIT 增长率	-22.8%	22.1%	88.5%	62.3%	21.6%
资产减值损失	12.2	267.3	1,255.5	1,347.6	1,374.4	NOPLAT 增长率	-21.8%	14.4%	76.0%	62.1%	21.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.9%	-142.4%	-538.0%	-58.9%	-166.3%
投资和汇兑收益	-2.0	104.3	-	-	-	净资产增长率	8.8%	17.1%	28.9%	38.3%	34.3%
营业利润	241.4	458.2	935.9	1,599.2	1,978.5	利润率					
加: 营业外净收支	-0.4	1.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	9.8%	11.2%	17.5%	19.0%	19.5%
利润总额	240.9	460.0	936.9	1,598.2	1,979.5	营业利润率	1.5%	2.6%	4.5%	6.8%	7.9%
减: 所得税	52.5	96.4	215.5	367.6	455.3	净利率	0.9%	1.6%	2.6%	3.9%	4.6%
净利润	138.7	284.6	541.0	922.9	1,143.2	EBITDA/营业收入	2.8%	3.3%	5.2%	7.4%	8.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	2.7%	3.1%	4.9%	7.1%	8.1%
货币资金	2,272.3	3,243.6	6,495.2	9,239.8	12,452.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	6	7	7	7
应收帐款	911.8	1,346.0	1,099.7	1,231.7	1,317.9	流动营业资本周转天数	11	-5	2	10	-6
应收票据	152.3	253.4	286.4	320.7	343.2	流动资产周转天数	122	139	152	163	181
预付帐款	367.4	788.9	875.2	970.0	1,070.8	应收帐款周转天数	20	20	19	16	16
存货	1,796.3	2,305.8	816.5	-299.3	-1,511.8	存货周转天数	40	46	41	37	37
其他流动资产	0.0	52.0	52.0	52.0	52.0	总资产周转天数	132	151	161	170	189
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	20	5	10	17	2
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	105.9	1.0	-	-	-	ROE	8.9%	14.6%	22.5%	27.7%	25.6%
投资性房地产	3.7	3.5	-	-	-	ROA	3.1%	4.3%	7.1%	10.2%	10.7%
固定资产	214.7	385.7	422.7	454.3	473.7	ROIC	42.1%	52.9%	-219.3%	81.2%	240.6%
在建工程	112.7	3.9	2.9	2.4	2.0	费用率					
无形资产	34.1	35.0	32.8	30.7	28.7	销售费用率	5.7%	5.9%	5.4%	5.0%	4.8%
其他非流动资产	88.0	112.8	35.6	36.0	36.2	管理费用率	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
资产总额	6,059.2	8,535.3	10,119.0	12,038.2	14,265.3	财务费用率	1.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
短期债务	961.0	320.0	3,071.6	3,456.6	3,938.5	三费/营业收入	7.8%	7.3%	6.6%	6.0%	5.7%
应付帐款	434.1	393.1	448.9	493.6	524.9	偿债能力					
应付票据	2,265.1	4,348.4	2,362.6	2,598.0	2,762.7	资产负债率	64.9%	70.8%	68.3%	63.1%	58.2%
其他流动负债	160.6	127.9	186.4	209.8	234.8	负债权益比	185.0%	242.8%	215.2%	171.1%	139.2%
长期借款	74.8	101.1	101.1	101.1	101.1	流动比率	1.43	1.35	1.42	1.54	1.68
其他非流动负债	22.6	21.4	21.4	21.4	21.4	速动比率	0.93	0.92	1.08	1.21	1.35
负债总额	3,933.1	6,045.7	6,908.8	7,597.4	8,300.3	利息保障倍数	2.19	6.43	11.72	26.81	48.29
少数股东权益	583.4	662.4	842.8	1,150.4	1,531.5	分红指标					
股本	950.5	946.9	946.0	946.0	946.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	604.6	880.4	1,421.4	2,344.3	3,487.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,126.0	2,489.7	3,210.2	4,440.7	5,965.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	188.4	363.6	541.0	922.9	1,143.2	EPS(元)	0.15	0.30	0.57	0.98	1.21
加: 折旧和摊销	26.4	37.0	60.6	72.5	84.5	BVPS(元)	2.25	2.63	3.39	4.69	6.31
资产减值准备	12.2	128.7	1,255.5	1,347.6	1,374.4	PE(X)	104.8	51.1	26.9	15.7	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	5.8	4.5	3.3	2.4
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	24.8	16.5	10.8	6.5	5.4
投资收益	2.0	-104.3	-	-	-	P/S	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	49.7	79.0	180.3	307.6	381.1	EV/EBITDA	30.0	21.7	12.7	6.9	4.6
营运资金的变动	129.0	1,117.8	-1,460.2	-189.1	-150.2	CAGR(%)	86.9%	61.2%	32.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	546.2	975.2	664.6	2,523.6	2,874.8	PEG	1.2	0.8	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-157.9	14.8	-100.6	-102.1	-102.1	ROIC/WACC	4.7	5.9	-24.6	9.1	27.0
融资活动产生现金流量	196.8	-652.7	2,656.4	323.1	440.0	REP	3.5	-5.8	-0.4	2.0	-0.8

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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，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。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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