

通信行业 2011 年下半年投资策略

—行业结构性变化将带来中兴净利润超预期增长

民生精品---深度研究报告/通信行业

2011 年 06 月 08 日

报告摘要:

● 通信行业投资今年不会超预期

2011 年,无论是无线网络、光通信还是网络优化,运营商的投资都不会超预期;因此,我们只能从通信行业的结构性变化中去寻找投资机会。

● SDR 软基站的发展将使得软件收入在通信设备行业收入中的占比大幅上升

SDR (即软件定义无线电)指在同一硬件平台上,通过软件配置来实现对多种标准、多种制式的灵活配置及转换,有利于多制式的兼容共赢和提升资源利用率。而且,SDR 能实现网络的平滑演进,从 GSM 升级到 WCDMA,从 HSPA 升级到 HSPA+甚至 DC-HSPA+,都只需简单的软件升级;未来需要时,也只需直接插入 LTE 基带板,加上软件升级就可将网络升级为 LTE。SDR 软基站正成为运营商网络发展的必然趋势;随着通信设备商卖出的 SDR 基站越来越多,未来对软件升级的需求就会越来越大,必将带来软件收入的爆发式增长。

● 软件收入爆发将带来中兴净利润超预期增长

作为 A 股最大的通信设备公司,中兴通讯自然将极大地受益于上述行业趋势的变化。中兴是全球首家引入 SDR 基站平台的厂商,同时也是率先实现 SDR 商用的厂商。据了解,中兴新出货基站中 SDR 软基站占比超过 90%,而且软基站在中兴已有存量基站中的占比也已经在 50%以上。这必将支持中兴的软件收入在未来大幅增长,从而带来净利润的超预期增长:首先,由于中兴的营业利润率非常低,因此一直以来营业外收入对中兴利润的贡献跟营业收入相比就差不多了;而在营业外收入中,软件产品增值税退税又占了大头。软件收入的高增长必然带来增值税退税的高增长,而增值税退税的增长几乎直接就是净利润的增长,再加上中兴净利润增长的高弹性,必然大幅提升中兴的净利润。经测算,假定中兴软件收入未来三年的复合增长率为 30%,那么仅软件产品增值税退税一项就会使得中兴的净利润每年多增长 10%以上。其次,同样是对网络进行升级,由于不同厂家硬件设备间的兼容性和互通性较强,因此软件升级相比硬件升级而言,会使得设备商在跟运营商的博弈中处于更为有利的位置。再有,由于软件产品的规模效应远比硬件产品明显,软件在中兴通信设备收入中占比的大幅上升,将提升公司的总体利润率。

● 下半年重点推荐中兴通讯

我们预计中兴 2011-13 年 EPS 分别为 1.45、2.01 和 2.59 元。公司股价近期随大盘下跌,使得公司的估值优势更加明显(不到 18 倍);鉴于中兴在 2012-13 年的复合增长率仍将保持约 35%,我们给予中兴 30 倍市盈率,维持 6 个月目标价 43.5 元。我们相信,我们预测的趋势在未来将会得到进一步印证。重申对中兴“强烈推荐”的投资评级。

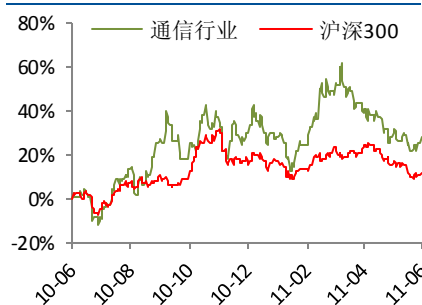
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PB			评级
	2011-3-11	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
中兴通讯	26.79	1.13	1.45	2.01	23.7	17.9	13.3	强烈推荐
东方国信	43.20	1.04	1.55	2.41	41.5	27.9	17.9	强烈推荐
中国联通	5.65	0.06	0.15	0.30	94.2	37.7	18.8	谨慎推荐
神州泰岳	30.10	1.04	1.24	1.66	28.9	24.3	18.1	谨慎推荐
烽火通信	27.27	0.85	1.11	1.4	32.0	24.6	19.5	谨慎推荐

资料来源:民生证券研究所

推 荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 黄文戈

执业证书编号: S1450210030004

电话: (8610)8512 7650

Email: huangwenge@mszq.com

相关研究

目录

一、通信行业投资今年不会超预期.....	3
(一) 全球通信设备投资增长缓慢.....	3
(二) 国内三大运营商资本开支略低于预期.....	3
(三) 投资机会将来自于行业的结构性变化.....	3
二、SDR 软基站的发展将使得软件收入在通信设备行业收入中的占比大幅上升.....	3
(一) SDR 软基站的发展将使得软件收入在通信设备行业收入中的占比大幅上升.....	3
(二) 例证一：联通网络升级到 HSPA+ 只需进行软件升级.....	4
(三) 例证二：2010 年中兴软件收入大幅增长.....	4
三、软件收入爆发将带来中兴净利润超预期增长.....	5
(一) 软件产品增值税退税将大幅增长.....	5
(二) 软件升级相比硬件升级可能带来利润率的提升.....	7
(三) 收入结构的改变将使得规模效应更加明显.....	7
四、下半年重点推荐中兴通讯.....	8
插图目录.....	9
表格目录.....	9

一、通信行业投资今年不会超预期

（一）全球通信设备投资增长缓慢

据市场研究机构 ABI Research 最新预计，2011 年全球移动运营商的资本开支有望增长 5%，达到 1190 亿美元。研究指出，无线网接入设备仍将在运营商资本开支中占很大比例；近 56% 的全球运营商资本支出来自于部署基站、升级和扩容。同时，核心网络的支出也在不断提高，2011 年的核心网络总投资预计将达到近 120 亿美元。

（二）国内三大运营商资本开支略低于预期

2011 年，中国移动资本开支预计为 1324 亿元，中国联通资本开支预计为 738 亿元，中国电信资本开支预计为 500 亿元；总计 2562 亿元，同比增长 7.9%。

就我们了解的实际情况看，今年无线网络投资和网优投入基本符合预期，而光通信方面的投入略低于预期。

（三）投资机会将来自于行业的结构性变化

应该说，通信行业今年的投资，无论是国外还是国内，都没有超出市场预期。3G 投资的高峰已经过去，4G 投资的高潮又尚未到来；因此我们认为通信设备行业今年并不存在整体性的机会，我们只能从通信设备行业的结构性变化中寻找投资机会。

二、SDR 软基站的发展将使得软件收入在通信设备行业收入中的占比大幅上升

（一）SDR 软基站的发展将使得软件收入在通信设备行业收入中的占比大幅上升

SDR（Software Defined Radio）即软件定义无线电，是指在同一硬件平台上，通过软件配置即可实现对多种标准、多种调制方式的灵活配置及转换；因此，采用 SDR 技术的基站设备能够实现多种标准制式共存于一个基站，有利于多制式的兼容共赢，具有高效的资源利用率。而且，SDR 技术能实现网络的平滑演进：数据业务的日益普及带动网络向更高带宽演进。但是，每次带宽提升都对运营商提出诸多挑战，首先是网络设备的大量替换，其次是网络架构的大幅调整。但有了 SDR 软基站，从 GSM 升级到 WCDMA，从 HSPA 升级到 21Mbit/s HSPA+ 甚至到 43.2Mbit/s 的 DC-HSPA+，都可以在硬件平台不变的情况下，只需简单的软件升级即可；未来需要时，也只需直接插入 LTE 基带板，再加上软件升级就可将网络升级为支持 LTE。

新一代 SDR 软基站，几乎不需要更改任何硬件就能保持网络的先进性（平滑演进），有效利用现网资源（保护运营商的投资），大大降低运营商 TCO。运营商可以随着市场环境的变化灵活快捷地调整网络的发展策略和方向，在有效控制投资风险的同时，保证网络的持续竞争力和持续盈利能力。因此，新一代 SDR 软基站及创新的建网模式正成为未来

运营商网络发展的必然趋势。

而这一趋势又必然使得通信设备商未来软件收入的增长远远快于网络硬件收入的增长。因为，随着交付运行的 SDR 软基站越来越多，未来对软件升级的需求就会越来越大，这必将带来通信设备行业软件收入的爆发式增长。其实，有一点很可能被大家忽略了；以华为为例，它既是中国最大的通信设备厂商，但同时又是中国最大的软件公司。

（二）例证一：联通网络升级到 HSPA+ 只需进行软件升级

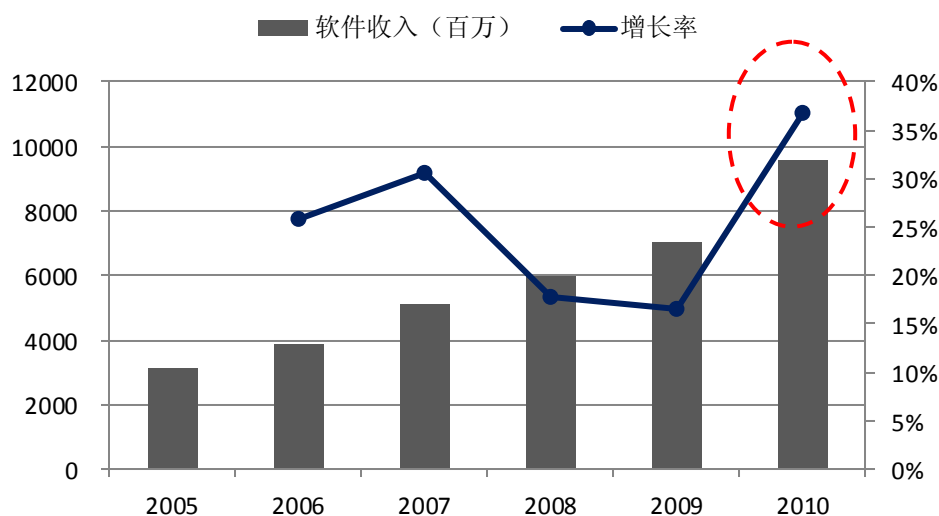
中国联通前期在国内 56 个城市部署 21Mbit/s 速率的 HSPA+ 网络，以此来进一步提升联通网络的宽带能力。去年一年联通对 WCDMA 全网实施了 HSPA 部署，实现了县级、乡镇以上的 HSPA 覆盖。但数据业务量的暴涨和用户数的增多已经迫使多个城市的 HSPA 网络亟需升级。综合无线环境中的测试结果，联通首批锁定 56 个城市特别是热点区域启动 HSPA+ 升级。而且，在首批 56 个城市部署 HSPA+ 后，下半年 HSPA+ 升级的范围有可能进一步扩大。

对于联通升级 HSPA+ 的具体方案，联通网络建设部表示联通在 2009 年部署 WCDMA 网络已经考虑到 HSPA+ 升级的需要；基于同一个架构，现网的 HSPA 设备全部支持 HSPA+，只需对核心网和无线网进行软件升级，同时把相关参数做一下优化，即可实现 HSPA+。

（三）例证二：2010 年中兴软件收入大幅增长

从中兴通讯的 2010 年年报中，我们读出了一个被市场忽略掉的重要信息：中兴通讯的软件收入大幅增长，增长率高居历年之首。（注：虽然年报中并未披露，但我们可以通过中兴每年的软件产品增值税退税来倒推中兴当年的软件收入。）

图 1：2010 年中兴软件收入大幅增长

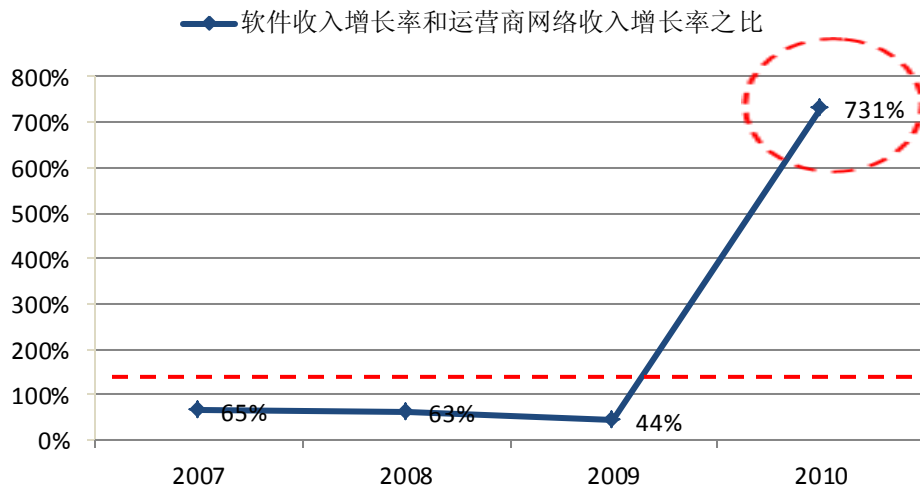


资料来源：公司年报，民生证券研究所

光是 36.7% 的增长似乎还不能说明太多问题，但如果我们把历年来中兴软件收入的增

长率跟运营商网络收入的增长率进行对比，我们就会发现这一增长背后隐含的重要意义。

图 2：2010 年中兴软件收入的增长率远高于运营商网络收入的增长率



资料来源：公司年报，民生证券研究所

以上对比显示，过去几年中兴的软件收入增长率都远低于运营商网络收入增长率；但在 2010 年，中兴的运营商网络收入增长率只有 5%，而软件收入增长率却高达 36.7%。而中兴的 SDR 软基站正是在 2008 年开始商用，在 2009 年开始放量，在 2010 年爆发。

三、软件收入爆发将带来中兴净利润超预期增长

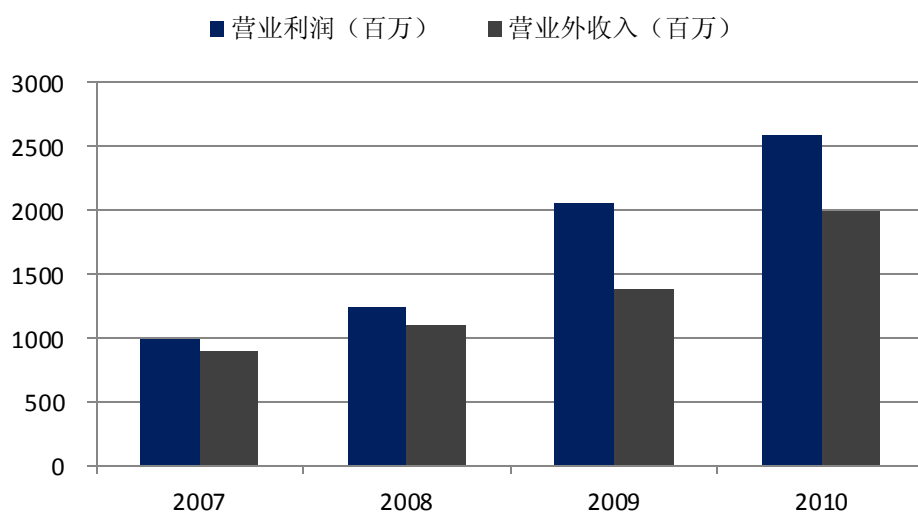
作为 A 股最大的通信设备公司，中兴通讯自然将极大地受益于这一行业趋势的变化。中兴是全球首家引入 SDR 基站平台的厂商，同时也是率先实现 SDR 商用的厂商。2011 年 2 月初，中兴荣获 Frost & Sullivan“2010 年度 SDR 设备供应商”最佳实践奖（Best Practice Award），以表彰其对 SDR 技术和无线通信产业发展的杰出贡献。据了解，中兴新出货基站中 SDR 软基站占比很高；以 CDMA 产品为例，在 2009 年软基站的占比就已经高达 91%。截至 2010 年底，中兴 SDR 软基站累计出货量已达 70 万台，为一年前的三倍。由于中兴的基站出货量在早期并不大，而是在近两年不断加速，因此我们判断软基站在中兴已有存量基站中的占比已经在 50% 以上。这意味着中兴卖出的基站在未来的软件升级需求会越来越强烈，这必将支持中兴的软件收入在未来大幅增长，从而带来净利润的超预期增长。

由于中兴的净利润率很低，2010 年在扣除掉对国民技术的投资收益后仍然只有约 4.1%，因此中兴净利润增长的弹性很大；这使得软件收入的爆发至少会从以下三方面大幅提升中兴的净利润。

（一）软件产品增值税退税将大幅增长

由于中兴的营业利润率非常低，因此一直以来中兴的营业外收入对中兴利润的贡献跟营业收入相比就少不了多少。

图 3：中兴历年营业利润跟营业外收入对比

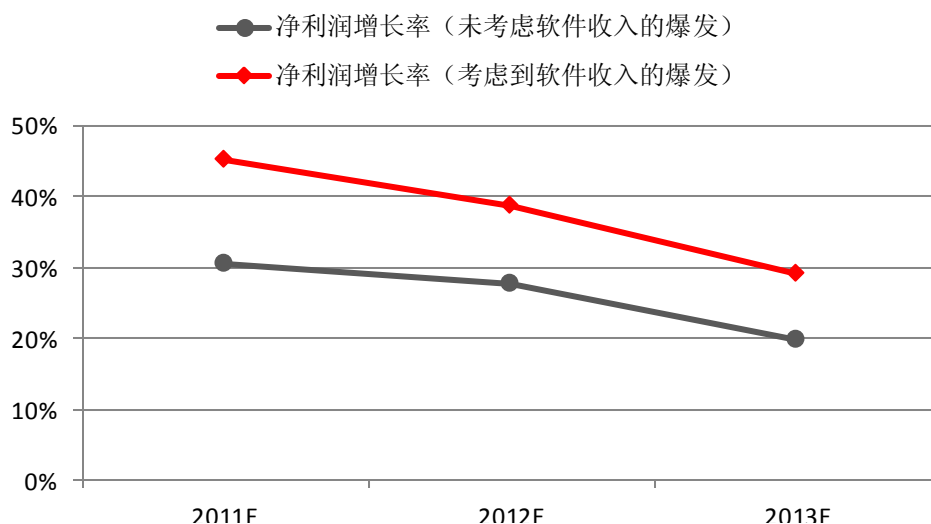


资料来源：公司年报，民生证券研究所

而在中兴的营业外收入中，软件产品的增值退税又占了大头，约 70%。软件产品增值税退税系中兴集团之子公司根据国务院《鼓励软件企业和集成电路产业发展的若干政策》的有关精神及国家税收管理机构批复的软件产品销售增值税实际税率超过 3% 部分即征即退的增值稅款。今年初颁布的“新 18 号文”使得这一鼓励政策会长期持续下去。

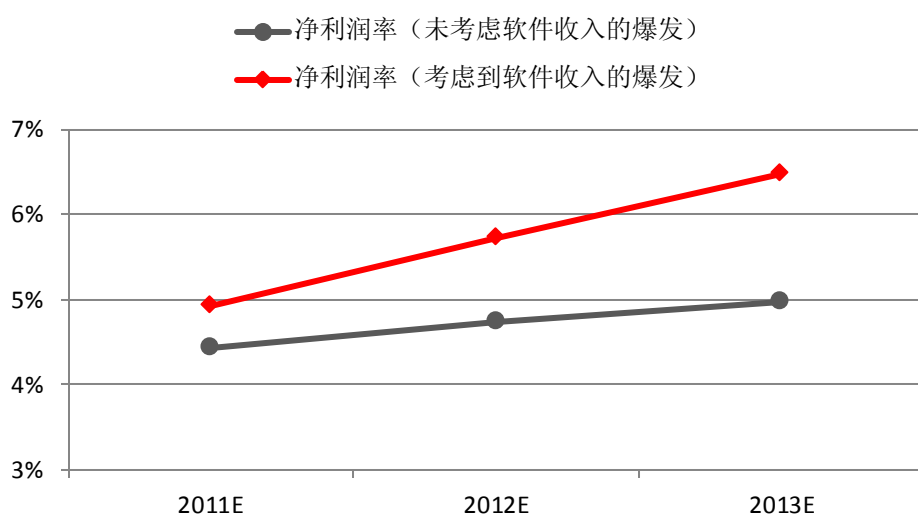
中兴软件收入的高增长必然带来软件增值税退税的高增长。而软件增值税退税的增长，作为营业外收入，几乎直接就是净利润的增长（仅扣除所得税）；再加上中兴净利润增长的高弹性，必然大幅提升中兴的净利润。经测算，在其它因素不变的情况下，假定中兴软件收入未来三年的复合增长率为 30%（由于中兴软件收入的占比还非常低，因此这一假设并不激进），那么仅仅软件增值税退税一项就会使得中兴的净利润每年多增长 10% 以上。

图 4：软件产品增值税退税大幅增长对中兴净利润增长率的影响



资料来源：民生证券研究所

图 5：软件产品增值税退税大幅增长对中兴净利润率的影响



资料来源：民生证券研究所

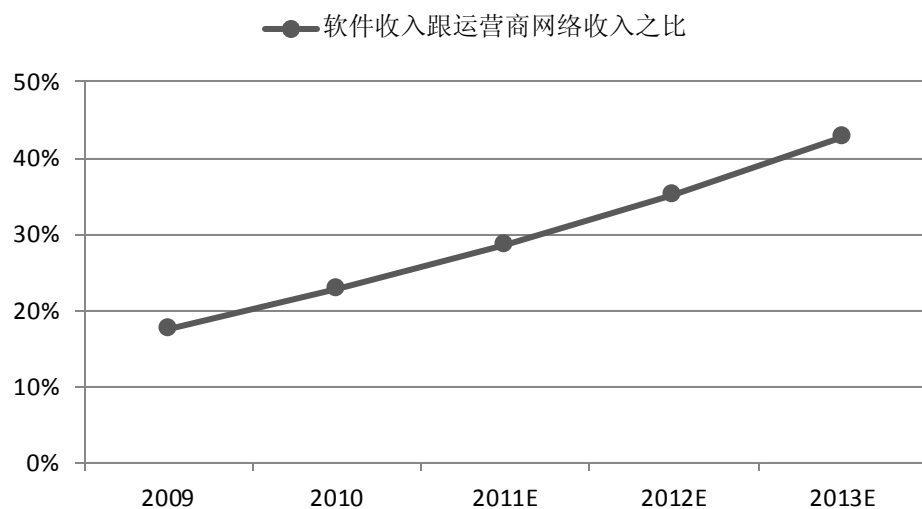
（二）软件升级相比硬件升级可能带来利润率的提升

一般来说，为了打入市场或抢占更多的市场份额，最初设备商都会以较低的价格向运营商提供核心设备；而在以后网络扩容和升级时，再以较高的市场价格来销售产品。但同样是对网络进行升级，软件升级相比硬件升级而言，会使得设备商在跟运营商的博弈中处于更为有利的位置：因为不同厂家硬件设备间的兼容性和互通性较强，这使得硬件升级面临的竞争激烈程度会强于软件升级；而 SDR 软件升级由于具有不完全竞争的排他性，因此使得设备商可能以较高的价格来销售软件产品，从而带来利润率的上升。

（三）收入结构的改变将使得规模效应更加明显

由于软件产品的研发成本是相对固定的，而边际生产成本又接近于零，因此随着销售收入的上升，规模效应会比硬件产品更加明显。中兴软件收入的爆发，将使得软件收入的占比大幅上升，从而提升公司的总体利润率。

图 6：中兴软件收入的占比将大幅上升



资料来源：公司年报，民生证券研究所

四、下半年重点推荐中兴通讯

基于以上分析，我们预计中兴 2011-13 年的 EPS 分别为 1.45、2.01 和 2.59 元。公司股价近期随大盘下跌，使得公司的估值优势更加明显，当前股价对应的市盈率还不到 18 倍。鉴于中兴在 2012-13 年的复合增长率仍将保持约 35%，我们给予中兴 30 倍市盈率，维持 6 个月目标价 43.5 元人民币。我们相信，我们预测的趋势在未来将会得到进一步印证。重申对中兴“强烈推荐”的投资评级。

插图目录

图 1: 2010 年中兴软件收入大幅增长	4
图 2: 2010 年中兴软件收入的增长率远高于运营商网络收入的增长率	5
图 3: 中兴历年营业利润跟营业外收入对比	6
图 4: 软件产品增值税退税大幅增长对中兴净利润增长率的影响	6
图 5: 软件产品增值税退税大幅增长对中兴净利润率的影响	7
图 6: 中兴软件收入的占比将大幅上升	8

表格目录

分析师与联系人简介

黄文戈，通信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院MBA。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。