

从 4G 产业链角度审视公司价值

公司深度

过去两年由于公司业绩严重低于市场预期,使得许多投资者对公司前景失去信心,导致股价一路下行。我们认为,4G 给投资者提供了另一个视角,就是如何从产业链角度去重新审视公司的价值。

◆国内 4G 盛宴大幅提升业绩,今明两年分别增厚 10 亿和 16 亿净利润

我们在去年 9 月份深度报告《国内 4G 渐行渐近,通信行业系统性机会隐现》中系统分析了 4G 牌照多方博弈格局,提出 2013 年下半年政府将发放 4G 牌照。此后我们出具的系列报告,又从多角度详细论证了牌照发放的可能性。今年两会期间,工信部部长苗圩在参加分组讨论时,明确表态今年年内将发放 4G 牌照,可以说到此为止,2013 年牌照发放已经没有悬念。

随着 4G 牌照发放,三大运营商又将掀起网络建设大潮,预计 2013-2014 年中国移动 TD-LTE 基站数分别达到 20 万、35 万,2014 年联通和电信 4G 基站合计达到 15 万。公司作为 4G 产业链上的龙头厂商,将充分享受这场 4G 盛宴。经测算,2013-2014 年国内 4G 项目分别为中兴通讯贡献约 10 亿和 16 亿净利润。

◆13 年海外业务亏损大幅收窄,14 年迎来良态上升期

我们估算,海外市场 2012 年亏损高达 45 亿左右。根据我们前期所做的多方调研,公司今后将不再执行激进的市场策略,13 年海外业务收入增长面临较大压力,但亏损同样有望大幅收窄。随着今年海外业务的调整并夯实基础,明年将迎来良态上升期。

◆执行力和运营效率提升,成本费用减少 15 亿

公司从 2012 年开始将采取措施针对市场产品及人员进行结构性优化,包括对长期亏损且在短期无法扭转的代表处进行撤并,以及投入产出效率较低并且没有发展潜力的产品予以整合,并对相关市场与产品人员进行结构性调整。

我们认为上述“精兵简政”措施将在 13 年体现良好效果,人员数量减少近 7000 人,预计成本费用将减少 15 亿左右。

◆上调评级为“买入”,目标价 17.28 元

我们把 2013 年定义为公司历史上业绩经营的困顿反转年,2014 年公司经营回归常态。结合未来两年主营盈利预测,认为给予 2014 年 18 倍的 PE 估值更为合理,目标价 17.28 元,上调为买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	70,264	86,254	83,637	91,973	103,977
营业收入增长率	16.58%	22.76%	-3.03%	9.97%	13.05%
净利润(百万元)	3,250	2,060	-2,715	2,576	3,298
净利润增长率	32.22%	-36.62%	-231.80%	-194.85%	28.04%
EPS(元)	0.94	0.60	-0.79	0.75	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.07%	8.50%	-12.85%	10.86%	12.47%
P/E	13	20	-15	16	12

买入(上调)

当前价/目标价: 11.93/17.28 元

目标期限: 6-12 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)
021-22169175
zhouliqian@ebsecn.com

宋嘉吉 (执业证书编号: S0930512070001)
021-22169315
songjiagi@ebsecn.com

联系人

顾建国
021-22169168
guig@ebsecn.com

市场数据

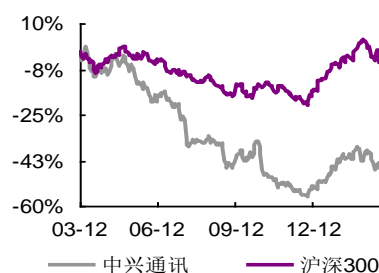
总股本(亿股): 34.40

总市值(亿元): 307.89

一年最低/最高(元): 7.60/18.28

近 3 月换手率: 45.63%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	20.90	32.66	-26.80
绝对	12.33	45.67	-32.27

相关研报

低毛利订单集中确认致亏损延续, Q1 有望扭亏为盈

.....2013-01-20
内忧外困致业绩亏损, 静待业绩拐点来临
.....2012-10-25

投资要件

关键假设

- 1、国内 4G 牌照 2013 年年内发放，2014 年三大运营商大规模建设 4G 网络；
- 2、人员数量减少近 7000 人，成本费用减少 15 亿左右。

我们区别于市场的观点

市场认为公司今年受益于中国移动 20 万 TD-LTE 基站建设增速较快，但明年增速会大大放慢。我们认为公司国内业务明年不会放缓，一方面随着今年 4G 牌照发放，联通和电信明年将大规模建设 4G 网络；另一方面由于收入结算因素，来自中移动的 TD-LTE 部分收入及利润将在明年确认。

关于公司海外业务经营情况，市场无法给予相应的判断。根据我们的研究，公司将对海外业务进行结构性优化，并需要持续一段时间，其中包括亏损订单消化、撤并长期亏损且在短期无法扭转的代表处，以及对于投入产出效率较低并且没有发展潜力的产品予以整合，预计今年亏损 5 亿左右。随着今年海外业务的调整并夯实基础，明年将迎来良态上升期。

股价上涨的催化因素

- 1、中国移动上半年启动 100 多个城市的 TD-LTE 主设备招标；
- 2、公司主营业务在上半年实现扭亏为盈；
- 3、中国联通和中国电信扩大 4G 试验网建设，规模超出预期。

估值和目标价格

我们把 2013 年定义为公司历史上业绩经营的困顿反转年，2014 年公司经营回归常态。结合未来两年主营盈利预测，认为给予 2014 年 18 倍的 PE 估值更为合理，目标价 17.28 元，上调为买入评级。

投资风险

- 1、海外业务 2013 年依然出现 10 亿以上亏损；
- 2、中兴由于涉嫌曾向伊朗出口禁运设备而遭遇美国巨额罚款。

目 录

1、 开源节流，LTE 拉动中兴走出业绩阴霾	5
1.1、 国内 4G 建设提供盈利增量，2014 年有望集中体现.....	5
1.2、 机构调整、人员优化效用将在 2013 年显现.....	6
2、 运营商网络——国内分享 4G 盛宴，海外亏损大幅收窄.....	8
2.1、 国内 4G 盛宴开启，公司业绩大幅提升.....	8
2.2、 全球 LTE 建设加速，海外亏损大幅收窄.....	13
3、 终端——LTE 提高竞争力，战略主攻中高端机.....	18
3.1、 LTE 有利于提升公司终端竞争力.....	18
3.2、 主攻中高端机，推出全新手机品牌 nubia	20
4、 企业网——智慧城市新战略驱动公司企业网业务增长.....	21
4.1、 企业网增长驱动力——智慧城市新战略	22
4.2、 “生态圈” 伙伴计划启动寻求企业网突围.....	24
5、 盈利预测.....	25
5.1、 关键假设及盈利预测.....	25
6、 估值水平与投资评级	26
6.1、 相对估值	26
6.2、 绝对估值	27
6.3、 估值结论与投资评级	28
6.4、 股价驱动因素	28
7、 风险分析.....	28

图表目录

图 1: 诺西近三个季度业绩反转明显	7
图 2: 诺西毛利率持续回升	7
图 3: 诺西通过裁员, 各项费用均有下降	7
图 4: 诺西员工人数持续减少	7
图 5: 2013-2014 年运营商资本开支保持高增长	9
图 6: 2013 年三大运营商无线资本开支增长 19%	10
图 7: 2013 年中国移动 TD-LTE 基站数达到 20 万个	10
图 8: TD-LTE 一期中兴通讯市场份额 23%	11
图 9: 2014 年 4G 项目为中兴通讯贡献 16 亿净利润	12
图 10: 光传输网络技术演进路线	13
图 11: 2013 年全球商用 LTE 网络将达 234 个	14
图 12: 2012 年 Q3 全球 LTE 用户数达 3800 万	14
图 13: 美日韩占全球 LTE 用户数 87%	14
图 14: 2013 年全球 LTE 设备市场增长 78%	16
图 15: 截止 2012 年底中兴获得 45 个 LTE 合同	16
图 16: 09 年中兴无线部分市场份额仅 7.6%	16
图 17: 智能手机市场份额大幅度提升	18
图 18: 全球发布 666 款 LTE 终端设备	19
图 19: 全球发布 221 款 LTE 智能手机	19
图 20: 中兴智能手机 Grand X LTE(T82)支持五个 LTE 频段	19
图 21: 中兴手机毛利率水平远低于苹果、三星	20
图 23: 企业网市场规模堪比电信设备市场	22
图 24: 智慧城市解决方案全景	22
图 22: 企业网设备毛利率远高于电信设备毛利率	22
图 25: 中兴通讯智能交通解决方案简图	23
表 1: 对症下药, 落实“开源节流”	5
表 2: 公司自 2012 年开始的内部改革	6
表 3: 工信部部长表示 2013 年内发放 4G 牌照	8
表 4: 三大运营商皆支持发放 4G 牌照	9
表 5: 新建方式和升级方式单载频主营业务利润相当	11
表 6: 中国移动 TD-LTE 项目 2013 年为公司贡献 10 亿净利润	12
表 7: 国内光传输设备市场增长 30%	13
表 8: 2013 年全球各地区 LTE 迎来大发展	15
表 9: 中兴通讯专注于亚太、非洲及部分欧洲地区市场	17
表 10: 中兴 LTE 终端销售业绩佳	20
表 11: 中兴发布多款高端手机	21
表 12: 中兴通讯在多地获得智慧城市项目	24

1、开源节流，LTE 拉动中兴走出业绩阴霾

近期，我们组织了中兴通讯广州 LTE 外场体验，同时密切关注两会期间工信部、三大运营商的言论，种种迹象均验证了我们此前在 LTE 系列报告《国内 4G 渐行渐近，通信行业系统性机会隐现》中的三大核心观点：

- 1) 全球角度看，在上游芯片、终端不断成熟的大背景下，各国 LTE 的商用步伐将在 2013 年得到极大地推动；
- 2) 从国内多方博弈的角度分析，4G 牌照预计在 2013 年下半年发放；
- 3) 国内通信产业链趋于成熟，各子行业有望依次受益：网络设计→射频器件→主设备→传输设备→网络优化→IT 支撑。

随着时间的推移，LTE 招标、建设将逐步落地，我们从对行业的整体判断逐步细化到对公司的预测分析，认为中兴通讯作为通信设备业龙头，有望凭借 4G 逐步走出业绩阴霾，经过今年的调整后于 2014 年正式步入良性运营的轨道。

公司业绩好转的逻辑可概括为“开源节流”：“开源”指 LTE 时代，公司产业链地位重新奠定，LTE 投资将提供收入、利润的弹性；“节流”指公司从去年开始进行的机构调整、人员优化将有效缩减费用。

表 1：对症下药，落实“开源节流”

公司在经营过程中应对政策

公司 2012 年经营中遇到的问题	应对策略
激进推进大国大 T 策略，在项目执行、管理上精细化程度不够，致订单亏损。	提高业务专业性，在国际上收缩战线，聚焦于优势国家。在国内把握 LTE 建设机遇，提升整体毛利率水平。
产品线过多，研发聚焦程度不足，效率较低。	淘汰非主流产品线，通过强化 IT 工具、数据库等手段加强管理力度。
国际法务能力不足，多次面临国际贸易、诉讼。	提高法务能力，在国际贸易争端上力争主动。
政企网沿用传统营销架构且产品研发进度较慢。	依据政企网行业特征，加大代理商培植力度并加强技术积累。

资料来源：光大证券研究所

1.1、国内 4G 建设提供盈利增量，2014 年有望集中体现

从产业格局的角度分析，我们认为中兴在 4G 时代的产业链地位较 3G 时代前进了一大步。3G 时代中兴 WCDMA 主要仅受益于中国联通，海外份额极低；CDMA2000 主要以中电信扩容为主；TD-SCDMA 实力业内领先，但全球产业链成熟度欠佳，中国移动受制于终端，推进并不积极。

进入 4G 时代，由于两种制式差异减小，中兴 LTE-FDD 已强于此前的 WCDMA，不仅国内能继续享有中国联通的份额，且海外也能取得一定的份额。TD-LTE 延续了其在 TD-SCDMA 中的地位，在首次招标中获得中移动 23% 市场份额，在海外市场也斩获日本软银、印度巴蒂、瑞典和黄等运营商 TD-LTE 订单，如再有一家国内运营商加入，则中兴的产业链地位将更加名至实归。

对国内 TD-LTE 而言，经过 2012 年中国移动在 14 个城市开展试商用以及终端产品（尤其是数据卡）的逐步成熟，大众消费者已开始接受 4G 的概念。今年 2 月广州移动将提供 4G 版的三星 GalaxyS3 全球通 388 套餐，更让消费者

者可亲身体验 4G 的不同，随着中国移动 2013 年 TD-LTE “双百”计划的推出，中国 4G 盛宴即将开启。

对于中兴通讯，国内业务是其利润的主要来源，而 LTE 设备又是国内业务中利润率较高的部分，因此国内 4G 建设带来的收入、净利润增量将是公司业绩好转的基础。我们按照 2013 年中国移动新建 18 万个 TD-LTE 基站（其中 D 频段新建和 F 频段升级各占 50%）估算，贡献的净利润约 12.5 亿元，按时间测算，当年有望确认 80% 约计 10 亿元，折合 EPS 为 0.29 元。

随着 4G 牌照的发放，2014 年中国联通和中国电信开始大规模投资 4G，假设基站总数为 15 万个，加上中移动继续新建约 15 万个基站，2014 年 4G 项目将为中兴通讯贡献约 76 亿收入和 16 亿净利润，折合 EPS 为 0.47 元。客观地说，从牌照发放、订单落地到收入确认将会有半年左右的滞后，因此我们判断 2014 年将是 4G 业绩的集中体现期。

根据光大证券宏观研究的观点，考虑到今年国内经济弱复苏的背景，通信业投资最为明确，通信设备也整体将受益。中兴通讯作为行业龙头，我们认为也会重新赢得市场青睐。

1.2、机构调整、人员优化效用将在 2013 年显现

除了在收入、利润上能够获得增量，公司从去年开始就强调内部改革，包括机构调整、剥离非主业、人员优化等多重途径。我们认为公司本轮费用控制的效用将从 2013 年二季度开始显现，按照人年均 20-25 万开支估算（除了企业支付给员工的工资外，还应包括五险一金、办公费用、差旅费用等支出），全年节省的成本、费用合计将达到 15 亿元左右。

表 2：公司自 2012 年开始的内部改革

公司改革动作及目的

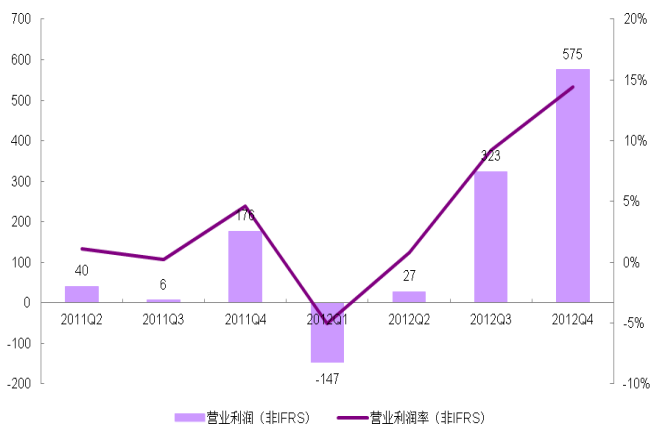
改革动作	目的
1、三季报公司高管集体降薪 50%，直至扭亏	增强管理层责任感，在业绩下滑时稳定军心
2、调整海外激进扩张战略，合并 20 多处海外办事处	海外人员费用较高，通过合并办事处可将优势人员集中于优势区域，提高费效比
3、调整欧洲、印度两个区域的管理层级	欧洲和印度亏损相对集中，意在通过加强管理实现扭亏
4、人员优化，总人数约在 6000-7000 人	控制成本，通过本轮人员优化有望在 2013 年节省费用总计约 15 亿元
5、出售中兴特种、中兴发展、长飞投资等子公司	剥离非主营业务，通过出售三家公司中兴共获得投资收益约 22 亿元，可补充现金流

资料来源：光大证券研究所

在过去的一年中，全球电信业进入了寒冬，依靠减员增效过冬的 IT 企业已经包括思科、摩托、诺西、阿朗等，其中诺西的经验值得借鉴。

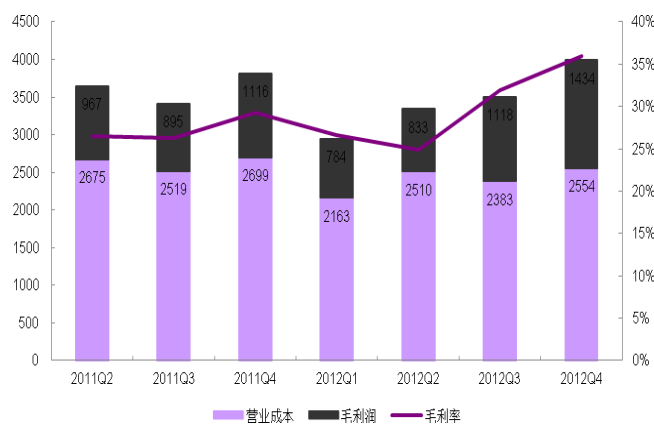
在刚刚过去的 2012 年第四季度，诺西的营业利润率（按照非国际财务报告准则）达到 14.4%，在前一个季度 9.2% 的基础上再次提升。在国际财务报告准则下，诺西的营业利润率达到 6.3%，同样创下成立以来的新高，比上一季度 5.2% 有所提升。

图 1：诺西近三个季度业绩反转明显
2011Q2-2012Q4 诺西营业利润情况（单位：百万欧元）



资料来源：Nokia

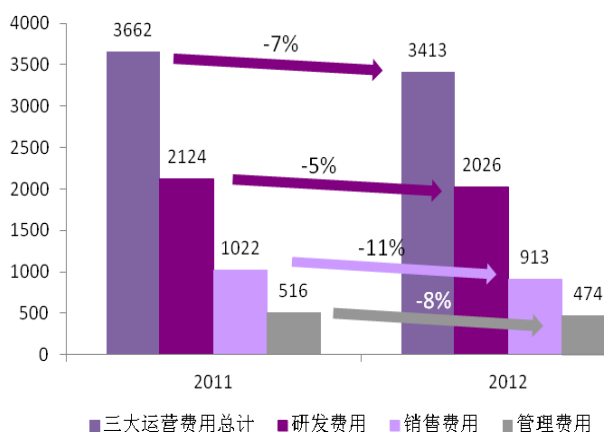
图 2：诺西毛利率持续回升
2011Q2-2012Q4 诺西毛利率情况



资料来源：Nokia

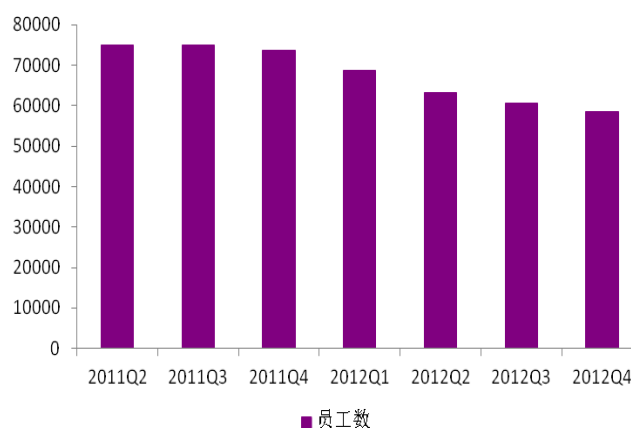
我们认为诺西的扭亏为盈主要归功于其对 2011 年底提出的“缩减业务阵线、专注于移动宽带领域”战略的有力执行。在业务方面，诺西集中于移动宽带设备和服务，在亚太区（主要是日本）的营收有显著增长，并通过收购摩托罗拉无线部门实现了在北美市场的增长；欧洲市场虽有下滑，但该地区竞争激烈、人力成本较高使得毛利率偏低，欧洲营收下滑反而有助于提升整体毛利率水平。

图 3：诺西通过裁员，各项费用均有下降
2011-2012 年 诺西各项费用情况（单位：百万欧元）



资料来源：Nokia

图 4：诺西员工人数持续减少
2011Q2-2012Q4 诺西员工人数



资料来源：Nokia

综上所述，我们认为裁员过冬是大企业面临行业景气不振时的必要选择。对于中兴而言，依靠 LTE 提振盈利水平，通过减员增效控制费用支出是走出业绩阴霾的两个必要条件，且缺一不可。

尽管如此，公司面对一方面来自外部行业增长出现的瓶颈，另一方面内部自身经营上的困难，如何通过事业、待遇和感情方面吸引和留住核心骨干员工，也是未来需要破解的一个难题。

2、运营商网络——国内分享 4G 盛宴，海外亏损大幅收窄

运营商网络市场，我们判断未来中兴通讯将定位于区域性跨国设备商，重点市场包括中国、亚太、非洲和部分欧洲地区，战略性放弃北美市场。

国内方面，今年年内 4G 牌照发放是大概率事件，运营商又将掀起网络建设大潮，作为龙头厂商的中兴通讯将充分享受这场 4G 盛宴。

海外方面，公司不再执行激进的市场策略，亏损将大幅收窄。公司将对海外业务进行结构性优化，其中包括亏损订单消化、撤并长期亏损且在短期无法扭转的代表处，以及对于投入产出效率较低并且没有发展潜力的产品予以整合。随着今年海外业务的调整并夯实基础，明年将迎来良态上升期。

2.1、国内 4G 盛宴开启，公司业绩大幅提升

2013 年是中国 4G 盛宴开启之年，我们在去年 9 月份深度报告《国内 4G 渐行渐近，通信行业系统性机会隐现》中系统分析了 4G 牌照多方博弈格局，提出 2013 年下半年政府将发放 4G 牌照。此后我们出具的系列报告，又从多角度详细论证了牌照发放的可能性。今年两会期间，工信部部长苗圩在参加分组讨论时，明确表态今年年内将发放 4G 牌照，可以说到此为止，2013 年牌照发放已经没有悬念。

表 3：工信部部长表示 2013 年内发放 4G 牌照

工信部部长苗圩 2012-2013 年对我国 4G 网络建设的历次表态

时间	事件
2012 年 4 月	工信部部长苗圩表示，正在进行的 TD-LTE 网络规模试验已取得进展，但是距离正式商用还需要经过大规模试验和试商过程，发放 4G 牌照或许还需 两到三年时间 。
2012 年 8 月	苗圩在杭州调研 TD-LTE 试验网建设 强调 TD-LTE 对扩大内需有重要的拉动作用 ，要加大力度，完善政策，进一步健全产业链，积极推动发展。
2012 年 9 月	苗圩在参加 2012 中国互联网大会透露 将在一年左右的时间内发放 4G 牌照 。
2013 年 3 月	苗圩在参加苗圩在参加今年两会分组讨论时明确表示 2013 年内将发放 4G 牌照 。

资料来源：光大证券研究所

中国移动在三大运营商之中对 4G 建设最为积极，2012 年在 14 个城市建设 2 万个 TD-LTE 基站，近期先后在杭州、温州、广州和深圳等地启动 4G 试商用，众多用户前去体验。今年 2 月，中国移动董事长奚国华在巴塞罗那 2013 年世界移动通信大会上发布 TD-LTE “双百”计划，一方面 TD-LTE 网络建设计划覆盖了全国地市级以上的 100 个城市，基站数量超过 20 万个，覆盖人口超过 5 亿，网络建成后将成为目前为止全球最大的 4G 网络；另一方面采购超过百万部 TD-LTE 终端，推动 TD-LTE 多模多频段终端尽快达到 3G 水平，为全面商用奠定坚实基础。

与先前相比，中国联通对于 4G 态度大为转变，董事长常小兵在今年全国“两会”期间接受记者采访时表示希望国家能够尽快发放 4G 牌照。我们认为

联通之所以态度发生转变，一方面中国移动近日启动的 4G 试商用对其带来竞争压力；另一方面他们知道政府今年年内发放 4G 牌照的决心已势不可挡。另外联通也在杭州、武汉、深圳、长沙、保定、郑州等 6 个城市建设 LTE 试验网，相信随着 4G 牌照的发放，联通也将大规模建设 4G 网络。

中国电信也在积极跟进 4G 建设，董事长王晓初表示中国电信 4G 网络建设的时间不会比中国移动晚。并且中国电信已在上海、南京、广东等省市进行的 LTE 试验网建设。

表 4：三大运营商皆支持发放 4G 牌照

三大运营商高管态度及 4G 发展情况

运营商	高管态度	4G 发展情况
中国移动	美国华发布 TD-LTE “双百”计划	近期在多地启动 4G 试商用；2013 年 TD-LTE 网络覆盖 100 个城市，基站数量超过 20 万个
中国联通	常小兵表示希望国家能够尽快发放 4G 牌照	杭州、武汉、深圳、长沙、保定、郑州等 6 个城市建设 LTE 试验网
中国电信	王晓初表示中国电信 4G 网络建设的时间不会比中国移动晚	上海、南京、广东等省市进行的 LTE 试验网建设

资料来源：光大证券研究所

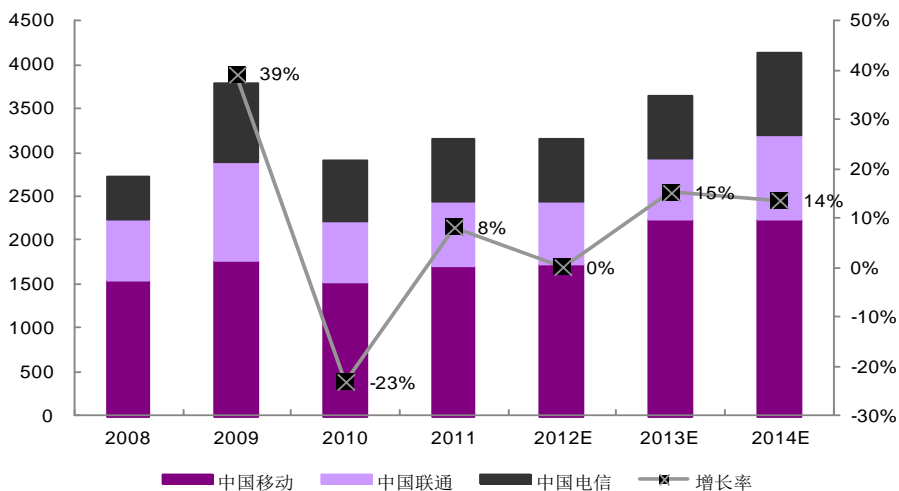
因此，我们认为随着联通和电信对于 4G 态度转变，阻碍 4G 牌照发放的力量已经消除，今年年内发放 4G 牌照已成定局。一旦政府发放三张 4G 牌照，中国移动将进一步加快 4G 网络建设，中国电信和中国联通也会积极跟进，4G 时代的到来将会引领移动通信产业的又一次繁荣。

2013-2014 年运营商资本开支较大幅度增长

由于 2012 年中国联通实际资本开支 700 亿左右，较年初预算少支出 300 亿，因此 12 年三大运营商实际资本开支合计同比 11 年几乎持平。

图 5：2013-2014 年运营商资本开支保持高增长

2008-2014 年三大运营商资本开支（单位：亿元）和增长率



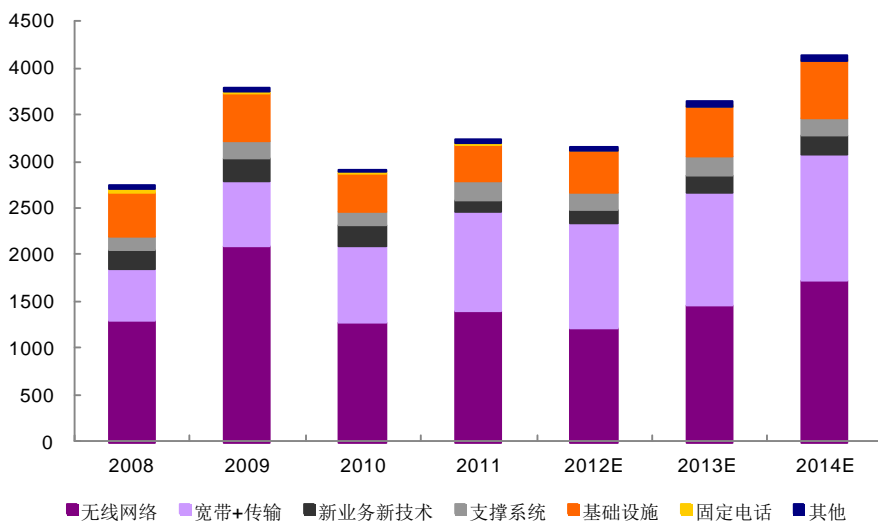
资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们预计 2013 年中国移动、中国联通、中国电信的资本开支分别为 2231 亿、700 亿和 720 亿，则三大运营商资本开支合计 3651 亿，同比增长 15%，增速比 2012 年有较大幅度提升。2014 年由于联通和电信 LTE 相关投资增加带动运营商整体资本开支在 13 年增长 15% 基础上再增长 14%。

对于通信主设备商而言，无线网络、传输、宽带的资本开支是其关注的重点。我们预计 2013 年无线网络、传输+宽带资本开支分别同比增长 19% 和 8%，无线网络资本开支增长较快主要由中国移动 TD-LTE 投资拉动。2014 年无线网络、传输+宽带资本开支分别同比增长 18% 和 11%，无线网络资本开支增长主要由联通和电信 4G 投资拉动。

图 6: 2013 年三大运营商无线资本开支增长 19%

2008-2014 年各专业资本开支 (单位: 亿元)



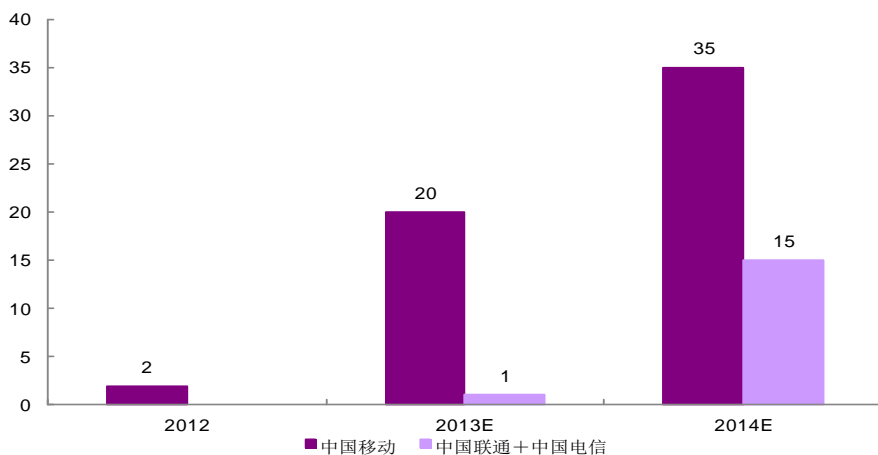
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2013-2014 年 4G 项目分别为中兴贡献 10 亿和 16 亿净利润

近两年中国通信设备市场最大的看点是 4G。2012 年中国移动启动了 TD-LTE 扩大规模试验网建设, 共建设 2 万个基站, 有 14 个城市入围该试验网建设。

图 7: 2013 年中国移动 TD-LTE 基站数达到 20 万个

2012-2014 年三大运营商 4G 建设数量 (单位: 万个)



资料来源: 光大证券研究所

2013年中国移动计划在超过100个以上的大型城市完成20万个TD-LTE基站建设；2014年中国移动计划TD-LTE基站数将达到35万个，我们判断其建设量会有进一步上调的可能。随着今年年内政府发放4G牌照，中国联通和中国电信也将积极建设4G网络，预计到2014年末，联通和电信的4G基站总数将达到15万个。

中国移动可采取新建或平滑升级方式建设TD-LTE网络，实际上对于设备厂商而言，无论新建还是平滑升级方式，单载频主营业务利润是相当的。我们以TD-LTE一期价格为例，若采取新建方式（D频段），则单价较高，毛利率较低，单载频主营业务利润水平与升级方式（F频段）相当。

表5：新建方式和升级方式单载频主营业务利润相当

新建方式和升级方式单载频主营业务利润比较

项目	新建方式 (D 频段)	升级方式 (F 频段)
单载频价格 (万元)	7.6	5.6
毛利率	50%	70%
单载频主营业务利润 (万元)	3.8	3.9

资料来源：光大证券研究所

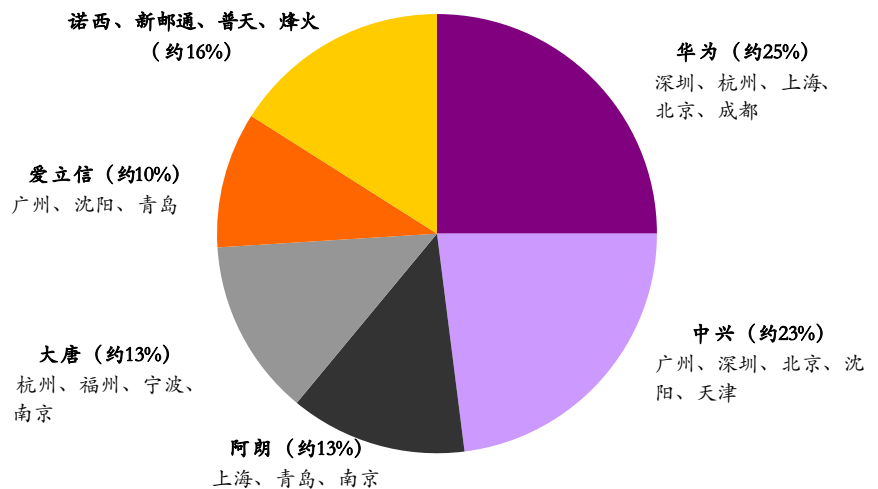
升级方式对TD厂商比较有利，因为TD-LTE从TD平滑升级而来，中兴通讯累计TD市场份额31%左右，我们判断若中国移动采取平滑升级方式（F频段）建设TD-LTE网络，则中兴通讯的市场份额在30%左右。

若中国移动采用新建方式建设TD-LTE网络，爱立信、诺西、上海贝尔等非TD厂商都会参与分一杯羹，市场集中度将有所降低，预计中兴通讯获得18%的市场份额。

考虑到国家将190M的D频段全部划分给TDD，以及工程实施难易程度，我们预计新建方式（D频段）与升级方式（F频段）比例是50:50，则中兴通讯综合市场份额24%，与TD-LTE一期23%市场份额差不多。

图8：TD-LTE一期中兴通讯市场份额23%

TD-LTE一期各厂商市场份额



资料来源：光大证券研究所

经测算,中国移动 18 万 TD-LTE 基站建设项目为公司带来 54 亿元收入,贡献净利润 12.5 亿元。由于项目进度因素,该项目难以在 2013 年全部结算,我们预计能确认 80% 收入,在 2013 年有望给公司贡献 43 亿收入和 10 亿净利润。

表 6: 中国移动 TD-LTE 项目 2013 年为公司贡献 10 亿净利润

中兴通讯 TD-LTE 项目收入和净利润测算

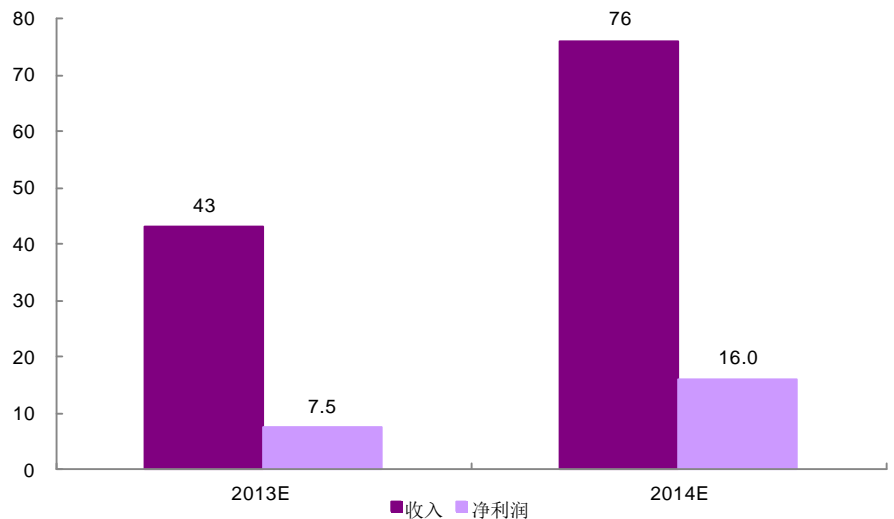
项目	D 频段	F 频段	合计
基站数 (万台)	18		
每基站载频数 (个)	2.8		
D 频段基站占比 (%)	50%	50%	100%
单载频价格 (万元)	5.3	3.9	4.6
主设备市场规模 (亿元)	134	98	232
中兴市场份额 (%)	18%	30%	24%
中兴 TD-LTE 收入 (亿元)	24	29	54
毛利率 (%)	50%	70%	60%
主营业务利润 (亿元)	12	21	33
净利润 (亿元)	3.6	8.8	12.5

资料来源:光大证券研究所

以此类推,考虑联通和电信 2014 年底将建成 15 万个 4G 基站,同样假设 4G 项目 80% 收入于当年确认,并考虑主设备价格下降 10%,经测算 2014 年 4G 项目将为中兴通讯贡献 76 亿收入和 16 亿净利润。

图 9: 2014 年 4G 项目为中兴通讯贡献 16 亿净利润

2013-2014 年 4G 项目为中兴贡献收入和净利润 (单位:亿元)

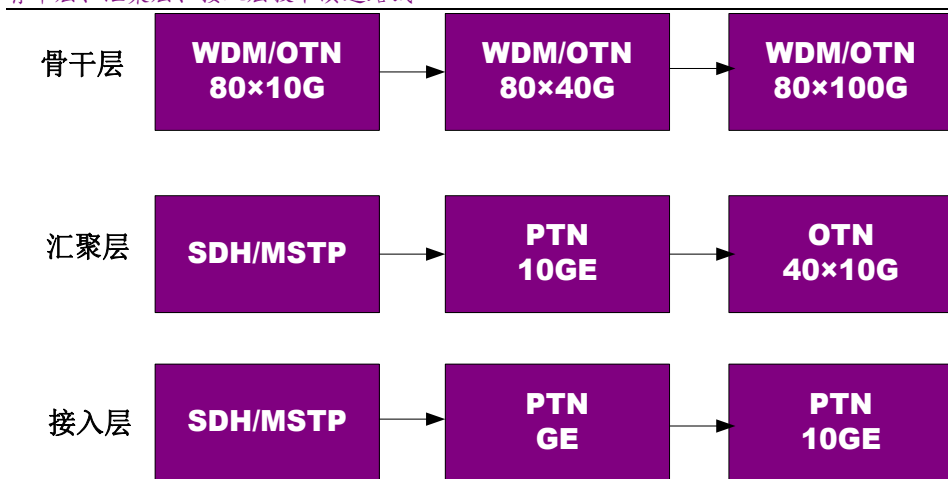


资料来源:光大证券研究所

LTE 规模部署驱动传输网技术升级

随着无线网络从 3G 升级到 LTE,光传输网络其实也面临着技术升级来适应无线网络的变化。接入层方面,由 SDH/MSTP 升级到 PTN/IP RAN; 汇聚层方面,OTN 下沉至汇聚层进行部署;骨干层方面,WDM/OTN 设备由 10G 向 100G 扩容。

图 10: 光传输网络技术演进路线
骨干层、汇聚层、接入层技术演进路线



资料来源: 光大证券研究所

虽然 2013 年传输+宽带资本开支同比增长 7%，但 2012 年运营商特别是中国移动主要进行光传输网络基础设施建设，而光传输设备招标却被推迟。根据三大运营商光传输设备招标计划，我们预计 2013 年国内光传输设备市场增长 30%左右。随着中国联通和中国电信部署 IPRAN 网络，2014 年国内光传输设备市场还将增长 20%。

表 7: 国内光传输设备市场增长 30%

2013 年三大运营商光传输设备集采情况

运营商	光传输设备集采情况
中国移动	OTN 集采规模高达 10 亿，也是中国移动史上最大规模 OTN 招标 PTN 四期集采预计 3 月份开始，4 月份公布招标结果，规模 50 亿，同比增长 50%左右
中国联通	IPRAN 第二次集采，规模 22 亿，同比增长 57%
中国电信	去年 IPRAN 采购规模很小，大概 1 亿左右，今年大规模部署 IPRAN 网络

资料来源: 光大证券研究所

中兴通讯是国内光传输行业龙头公司，一般占据 30%左右的市场份额，我们认为随着近两年运营商大规模集采光传输设备，并且竞争环境趋缓使得设备价格降幅不大，公司来自于光传输设备的收入和利润将保持较快的增长。

2.2、全球 LTE 建设加速，海外亏损大幅收窄

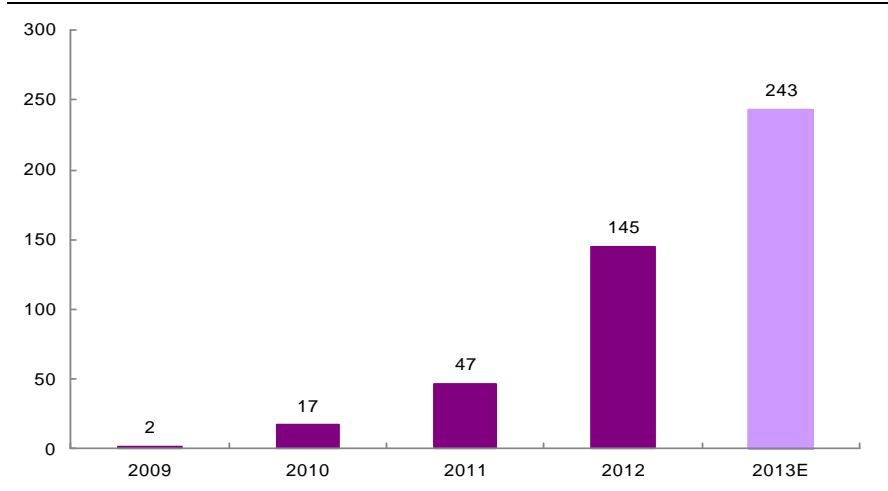
尽管 2012 年全球电信设备行业经历近年来最糟糕的一年，但展望 2013 年，我们依然非常有信心全球电信设备市场将重回增长轨道，全球 LTE 建设浪潮在 2013 年呈加速趋势。

全球 LTE 建设浪潮呈加速趋势

根据 GSA 最新的数据，截止 2012 年 12 月，全球 LTE 商用网络已经达到 145 个，其中 TD-LTE 商用网络达到 13 个，同时 GSA 将预计到 2013 年底全球 LTE 商用网络将达到 234 个，这一发展速度远远超过当年 WCDMA

的发展速度。

图 11：2013 年全球商用 LTE 网络将达 234 个
2009-2013 年全球商用 LTE 网络数量（单位：个）



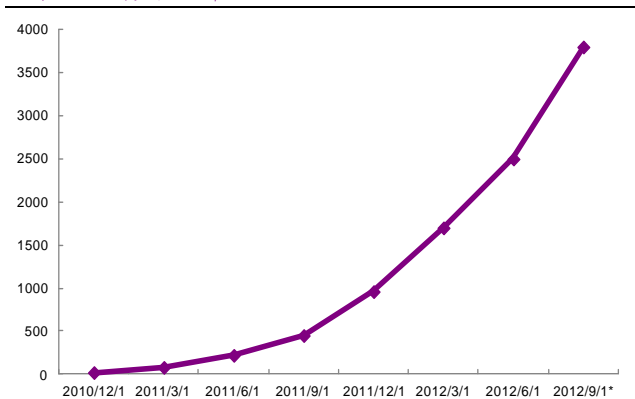
资料来源：GSA

伴随着 LTE 商用网络的建设完成，全球 LTE 用户数也呈现指数型增长，根据 Wireless Intelligence 数据显示，到 2012 年 3 季度末，全球 LTE 用户数预计达到 3800 万，而 1 年前这一数字只有 450 万。

从地区看，美国、日本、韩国 LTE 发展处于全球领先水平，截止到 2012 年 9 月，这三个国家的 LTE 用户数占全球总量的 87%，其中美国用户占 44%，韩国占 29%，日本占 14%。

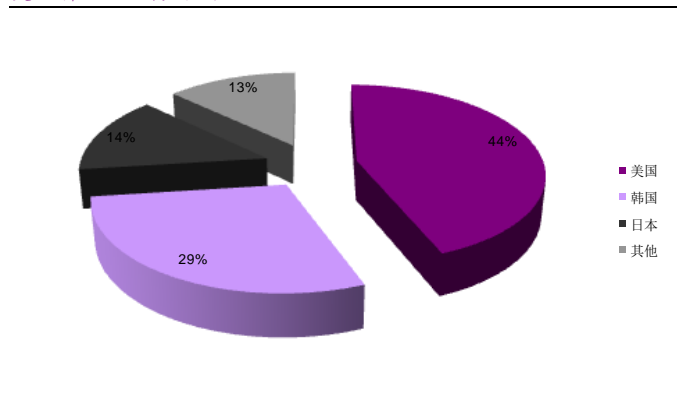
根据德勤预测，到 2013 年底全球 LTE 用户数将增长 300%，达到 2 亿左右，意味着 LTE 用户发展不仅仅来自美日韩三国，全球其他地区 LTE 用户数也将迎来爆发式增长。

图 12：2012 年 Q3 全球 LTE 用户数达 3800 万
全球 LTE 用户数（单位：万）



资料来源：Wireless Intelligence

图 13：美日韩占全球 LTE 用户数 87%
美日韩 LTE 用户数占比 (%)



资料来源：Wireless Intelligence

亚太地区：截止 2012 年 12 月亚太地区 LTE 商用网络达 35 个。日本第一大运营商 NTT DoCoMo 早在 2010 年 10 月开通 LTE 服务，到 2012 年 12 月，其 LTE 用户数超过 700 万户；韩国第一大运营商 SKT 于 2011 年 7 月开通 LTE 网络，到 2012 年 7 月已经完成了覆盖韩国 99%人口的 LTE 网络部署，截止 12 月 12 日，其 LTE 用户数于已经超过 700 万；中国移动 2013

年末将建设 20 万 TD-LTE 基站，设备投资超过 200 亿；新加坡、香港运营商也陆续开通 LTE 服务。

欧洲地区：截止 2012 年 12 月欧洲地区 LTE 商用网络达 59 个，由于欧洲债务危机，大部分欧洲运营商推迟 LTE 建设进度。随着 LTE 产业链进一步成熟，被推迟的 LTE 建设项目将重启，我们可以预期，2013 年欧洲地区 LTE 将迎来大发展。

北美地区：截止 2012 年 12 月北美地区 LTE 商用网络达 21 个。美国第一大移动运营商 Verizon 自 2010 年底推出 LTE 商用服务后，1 年半内用户数已经超过 1000 万，其 LTE 服务已经覆盖美国 470 多个市场。在竞争驱动下，其最大的竞争对手 AT&T 随后跟上，其 LTE 网络也已覆盖美国 116 个市场，追随者 Sprint、T-Mobile 等也正在加速启动 LTE 商用进程，其中 T-Mobile 投资高达 40 亿美元。

拉美地区：截止 2012 年 12 月拉美地区 LTE 商用网络达 15 个。巴西第三大移动运营商 Claro 和第一大运营商 Vivo 分别于 2012 年 12 月和 2013 年 4 月推出商用 LTE 服务，其他运营商随即跟随，投资额达数十亿美元；墨西哥美洲电信也将投资 10 亿美元购买 LTE 设备。

中东及非洲地区：截止 2012 年 12 月中东及非洲地区 LTE 商用网络达 15 个。该地区部署 LTE 网络主要在沙特、科威特、南非等富裕国家。

表 8：2013 年全球各地区 LTE 迎来大发展

全球各地区 LTE 部署情况

地区	LTE 商用网络数	LTE 部署情况
亚太	35	日本、韩国运营商率先部署 LTE 网络；新加坡、香港运营商也陆续进行部署；中国移动 2013 年底建设 20 万 TD-LTE 基站，设备投资超过 200 亿
欧洲	59	随着 LTE 产业链进一步成熟，被推迟的 LTE 建设项目将重启，2013 年欧洲地区 LTE 将迎来大发展
北美	21	美国运营商 Verizon 率先部署 LTE 网络，AT&T、Sprint、T-Mobile 先后启动 LTE 商用进程，其中 T-Mobile 2013 年投资 40 亿美元建设 LTE 网络
拉美	15	巴西运营商先后部署 LTE 网络，投资额达数十亿美元；墨西哥美洲电信也将投资 10 亿美元购买 LTE 设备
中东及非洲	15	LTE 网络主要部署在沙特、科威特、南非等富裕国家
总共	145	

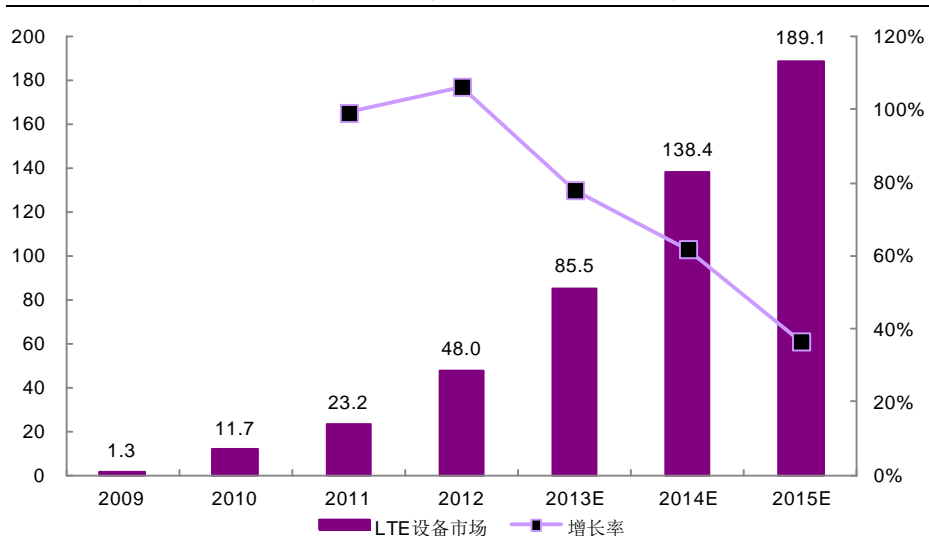
资料来源：光大证券研究所

根据 Gartner 数据显示，2013 年全球 LTE 设备市场规模将达 85.5 亿美元，同比 2012 年增长高达 78%，进一步从数据上验证 2013 年全球 LTE 设备市场

爆发式增长。随着全球各地区逐步开始部署 LTE 网络，到 2015 年该市场依然保持高速增长。

图 14: 2013 年全球 LTE 设备市场增长 78%

2009-2015 年全球 LTE 设备市场规模 (单位: 亿美元) 和增长率

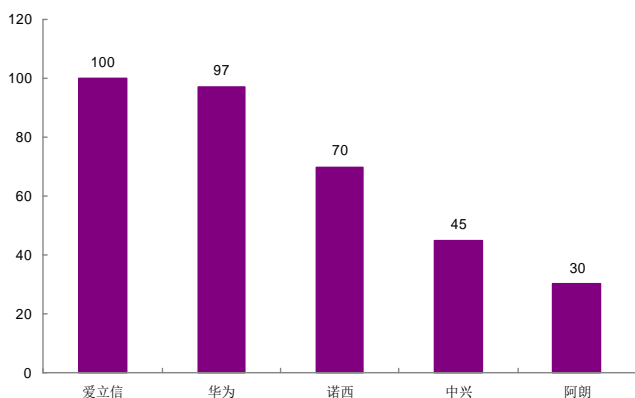


资料来源: Gartner

截止到 2012 年底，中兴通讯已经获得了 45 个 LTE 商用合同，并与全球 100 多个运营商合作并部署试验网。中兴通讯主要的 LTE 合作伙伴包括中国移动、CSL、TeliaSonera、Telenor、Hutchison、SoftBank、Bharti Airtel 等主流运营商。虽然中兴 LTE 合同数量不及爱立信、诺西等厂商，但相比 3G 时代公司在 4G 产业链中的地位大大提升，我们认为随着全球 LTE 建网高潮的来临，中兴通讯在无线领域市场份额进一步提升。

图 15: 截止 2012 年底中兴获得 45 个 LTE 合同

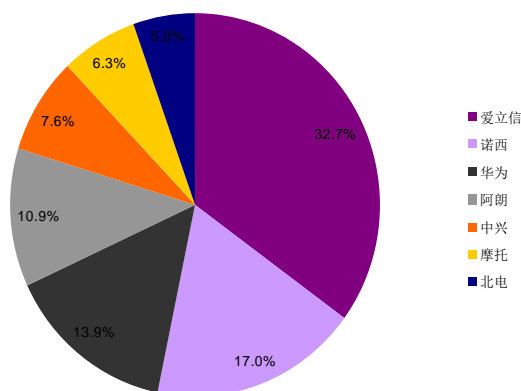
五大设备商 LTE 合同数 (单位: 个)



资料来源: Infonetics Research

图 16: 09 年中兴无线部分市场份额仅 7.6%

2009 年无线设备的市场份额 (%)



资料来源: Gartner

市场聚焦战略，海外业务亏损大幅收窄

运营商网络市场，中兴通讯采用市场聚焦战略，以中国、亚太、非洲和部分欧洲地区为重点市场，战略性放弃北美市场。由于公司不再执行激进的市场策略，亏损将大幅收窄。公司将对海外业务进行结构性优化，并需要持续一段时间，其中包括亏损订单消化、撤并长期亏损且在短期无法扭转的代表处，以

及对于投入产出效率较低并且没有发展潜力的产品予以整合。随着今年海外业务的调整并打下坚实基础，明年将迎来良态上升期。

亚太地区：印度和日本是中兴在亚太地区重要市场。在印度市场，中兴分别获得 Bharti Airtel、Aircel 和 BSNL 等运营商的网络合同。在日本市场，中兴与软银达成战略合作，成为软银建设 TD-LTE 网络主要供货商，TD-LTE 一期由中兴建设的基站规模为 1000 个，二期将增加到 4600 个，三期整体规模目前尚未确定，基站数估计将在数万个

中东及非洲地区：埃塞俄比亚和尼日利亚是中兴在中东及非洲地区两大市场。2012 年 10 月埃塞俄比亚政府与中兴签署一份两年期的电信合同，预计合同金额高达 6 亿美元；2012 年 3 月中兴通讯与非洲地区最大的跨国运营商 MTN 集团签订了 GSM/UMTS 网络建设合同，根据合同约定，中兴通讯获得了两个大区的基站替换及新建订单。

欧洲地区：在欧洲，中兴通讯成功进入 H3G、KPN、Telenor 等运营商。2011 年中兴为 H3G 奥地利部署一张覆盖全国的 LTE/DC-HSPA+ 商用网络；2012 年 8 月，中兴与 KPN 比利时签署了一份分组交换核心网络合同，未来中兴还为其提供统一无线接入的设备；2013 年 2 月，由中兴通讯独家部署的 Telenor 匈牙利 LTE 网络正式商用，该网络首期覆盖匈牙利全国 76 个区域。

表 9：中兴通讯专注于亚太、非洲及部分欧洲地区市场

中兴通讯近期海外设备合同情况

国家	运营商	设备合同情况
印度	Bharti Airtel	2012 年 4 月，公司获得其 4G 网络设备合同，为其加尔各答的 4G 网络提供规划，设计和网络部署提供服务
	Aircel	中兴是 Aircel 的 2G/3G 现网供应商，未来可能获得其 4G 合同
	BNSL	2012 年中兴获得 1015 万线 GSM 合同，价值 5 亿美元
日本	SoftBank	TD-LTE 一期由中兴建设的基站规模为 1000 个，二期将增加到 4600 个，三期整体规模目前尚未确定，基站数估计将在数万个
埃塞俄比亚	埃塞俄比亚电信	2012 年埃塞俄比亚政府与中兴签署一份两年期的电信合同，预计合同金额超过 6 亿美元
尼日利亚	MTN	中兴与 MTN 签订了 GSM/UMTS 网络建设合同，根据合同约定，中兴通讯获得了两个大区的基站替换及新建订单
比利时	KPN	2012 年 8 月，中兴与 KPN 签署了一份分组交换核心网络合同，未来中兴还为其提供统一无线接入的设备
匈牙利	Telenor	2013 年 2 月，由中兴通讯独家部署的 Telenor 匈牙利 LTE 网络正式商用，该网络首期覆盖匈牙利全国 76 个区域
奥地利	H3G	2011 年中兴为 H3G 奥地利部署一张覆盖全国的 LTE/DC-HSPA+ 商用网络

资料来源：光大证券研究所

我们认为今年公司海外业务亏损大幅缩减，主要有以下原因，第一、公司 2012 年新签海外订单毛利率处于合理水平，不太可能出现大幅亏损；第二、大部分低毛利率合同已在 2012 年确认，13 年确认的低毛利率合同大大

少于 12 年；第三、海外部分办事处进行调整撤并，一部分人员回流国内或另谋出路，海外业务费用支出大大减少。

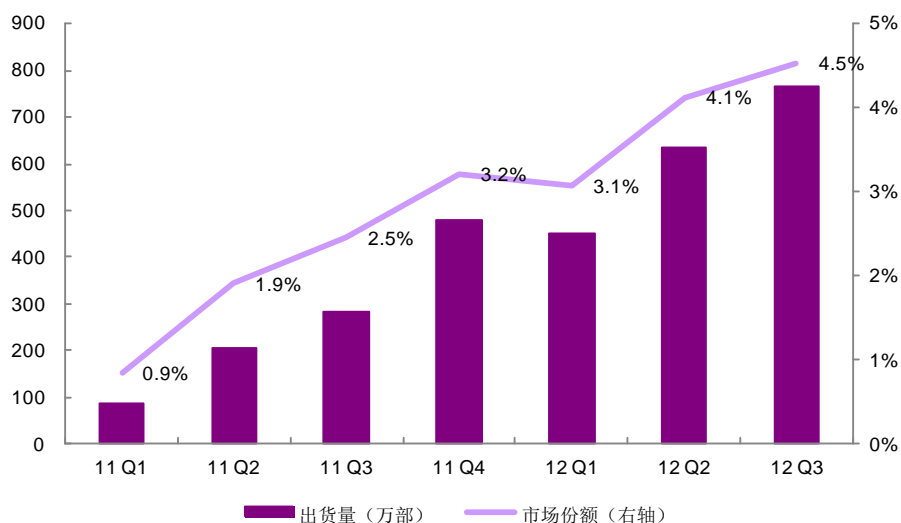
另一方面，公司将对海外业务进行结构性优化，并需要持续一段时间，其中包括亏损订单消化、撤并长期亏损且在短期无法扭转的代表处，以及对于投入产出效率较低并且没有发展潜力的产品予以整合。随着今年海外业务的调整并夯实基础，明年将迎来良态上升期。

3、终端——LTE 提高竞争力，战略主攻中高端机

根据 Gartner 数据显示，中兴 2012 年第三季度手机整体出货量 1665 万部，位居全球第四，其中智能手机出货量 766 万部，同比增长高达 72%，而市场份额也从去年同期的 2.5% 提升到 4.5%。我们认为中兴智能手机出现大幅度增长一方面得益于行业快速增长，2012 年第三季度全球智能手机行业增长高达 47%；另一方面中兴主打的千元智能机受到更多消费者认可，快速占领中低端市场。

图 17：智能手机市场份额大幅度提升

2011Q1-2012Q3 中兴通讯智能手机出货量（单位：万部）和市场份额



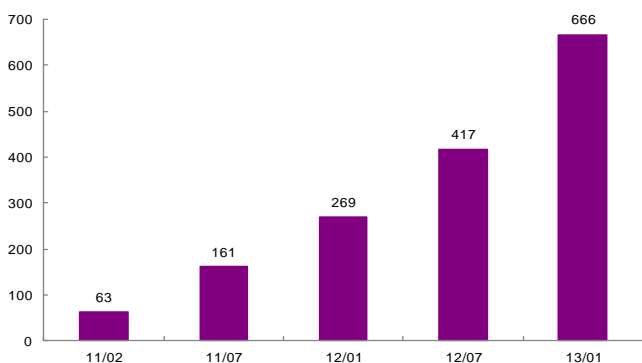
资料来源：Gartner

从区域看，中兴手机获得了重点市场的高度认可，来自中国、美国、欧洲三大区域市场收入占比达到 70%。从销售渠道看，中兴逐渐摆脱单一运营商渠道，产品从背后走到了前台，其社会渠道的销量占比首次突破了 15%。

3.1、LTE 有利于提升公司终端竞争力

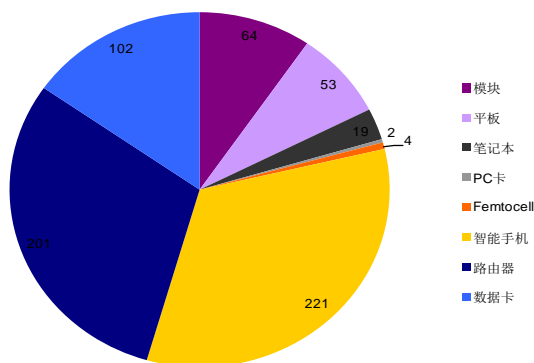
全球 LTE 发展如火如荼，根据 GSA 最新的数据，截止 2012 年 12 月，全球 LTE 商用网络已经达到 145 个，LTE 终端设备全球也发布了 666 款，其中包括 221 款智能手机和 53 款平板电脑，而一年以前 LTE 终端设备仅为 269 款。

图 18: 全球发布 666 款 LTE 终端设备
2011/02-2013/01 全球发布 LTE 终端设备数量 (单位: 款)



资料来源: GSA

图 19: 全球发布 221 款 LTE 智能手机
LTE 各类型终端设备数量 (单位: 款)



资料来源: GSA

相比其他竞争对手,中兴通讯在 LTE 领域具有全产业链优势,公司不仅生产销售 LTE 终端产品,也是全球五大 LTE 系统设备提供商,并拥有全球 7%LTE 相关专利。

中兴的 LTE 全产业链优势有利提升了终端产品竞争优势,中兴首款单芯片 LTE 智能手机 Grand X LTE (T82) 能支持全球五个主要 LTE 频段,反映出其在射频设计上的经验与技术积累;同时中兴也是业界最先支持 VoLTE 解决方案厂商。

图 20: 中兴智能手机 Grand X LTE(T82)支持五个 LTE 频段
中兴单芯片智能手机 Grand X LTE(T82)



资料来源: 互联网资料

中兴通讯的 LTE 产品策略可概括为三个全,即全制式(涵盖 3G 与 4G)、全形态(手机、平台、数据卡、MIFI)、全用户(个人、家庭和政企),直接对准 LTE 商用的核心需求。在应用设计上,中兴 LTE 终端注重在 LTE 高速网络下的应用体验,偏向视频、游戏,注重硬件、处理器、显示屏的材料选取,从而开启高端市场的大门。

中兴LTE终端产品取得了不错销售业绩，其中一款UFI890 LTE数据卡三个月内在Verizon的发货量达到100万台；另一款MF820 LTE数据卡在Telstra一周销量达8000台。

表 10：中兴LTE终端销售业绩佳

LTE终端情况汇总

LTE终端型号	合作运营商	销售情况	图例
UFI890	Verizon	三个月发货量达到100万台	
MF820	Telstra	一周销量达8000台	

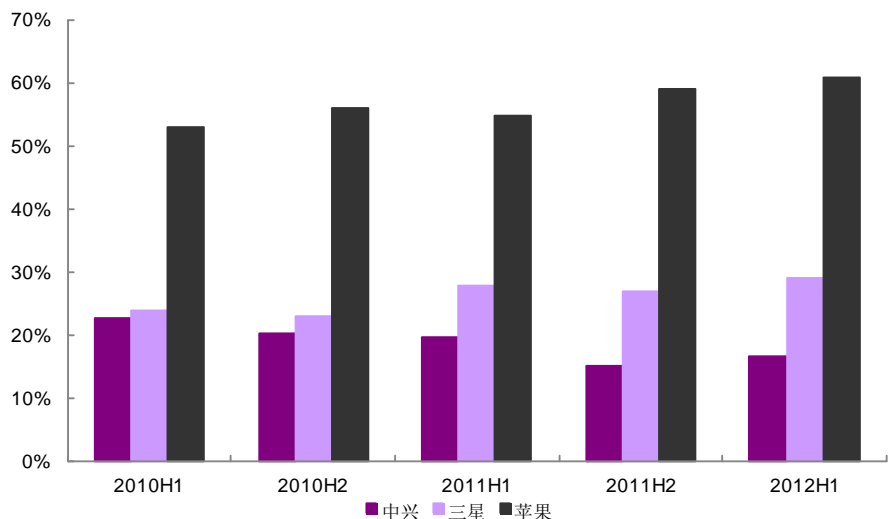
资料来源：互联网资料

3.2、主攻中高端机，推出全新手机品牌 nubia

智能手机市场虽然是一个增长迅速的市场，但却只有少数智能手机厂商能从这个市场获得真正不错利润，三星和苹果几乎占据了智能手机100%的利润。中兴虽然手机出货量已位居第四，但主要集中在中低端市场，毛利率水平与苹果、三星相去甚远。

图 21：中兴手机毛利率水平远低于苹果、三星

2010H1-2012H1 中兴、三星和苹果毛利率对比



资料来源：中兴、三星和苹果公司公告

进入2013年，中兴通讯在智能终端战略上再次进行了调整，将提高利润、主攻中高端机、增强海外市场等作为为了发展方向，意欲在市场规模铺开之后在市场利润上博得更多主动权。

2012年10月，中兴通讯在北京正式发布旗下高端手机品牌 Nubia，其主要定位于社会渠道的高端智能手机产品。随后中兴发布了 Nubia 品牌首款 5 寸 1080p 新机 NubiaZ5，该机已于 2013 年 2 月 1 日上市。中兴又将开发一款 6.3 英寸巨屏手机 NubiaZ7，该手机搭载主频 1.4GHz 8 核处理器并配备 1600 万像素摄像头等超豪华配置。截至 2012 年底，受制于上游器件供应，Nubia 发货约 3000 部，今年将逐步放量。

与 Nubia 品牌专注于社会渠道不同，中兴 Grand 高端品牌系列手机实行运营商和社会“双通道”策略，一方面与电信运营商保持深度合作，另一方面积极拓展社会渠道。近期，中兴将发布 Grand S 和 Grand Memo 旗舰手机。

表 11：中兴发布多款高端手机

近期中兴上市高端手机汇总

机型	处理器	屏幕	摄像头	价格	上市时间	销售渠道
nubia z5	四核 1.5G 处理器	5.0 英寸 1080p 夏普显示屏	1300 万像素	3456 元	2013 年 2 月	社会渠道
Grand S	四核 1.7G 处理器	5.0 英寸 FHD 全 高清大 屏	1300 万像素	3000-3500 元	未定	运营商和社会“双通道”
Grand Memo	四核 1.5G 处理器	5.7 寸 IPS 大 屏	1300 万像素	未定	未定	运营商和社会“双通道”
nubia z7	八核处理器	6.3 寸超 清屏	1600 万像素	未定	未定	社会渠道

资料来源：互联网资料

随着中兴手机市场份额不断提升并且其品牌逐渐被用户认可，我们认为中兴主攻中高端手机战略是正确的，这一方面能进一步缩小与国际一线品牌的差距，另一方面提升手机毛利率和净利率水平。未来中兴通讯的手机业务仍将延续过去几年的良好发展态势，预计 2013-2014 年中兴通讯来自手机业务的收入 350 亿和 410 亿，进一步巩固提升其全球前四大手机制造商的地位。

4、企业网——智慧城市新战略驱动公司企业网业务增长

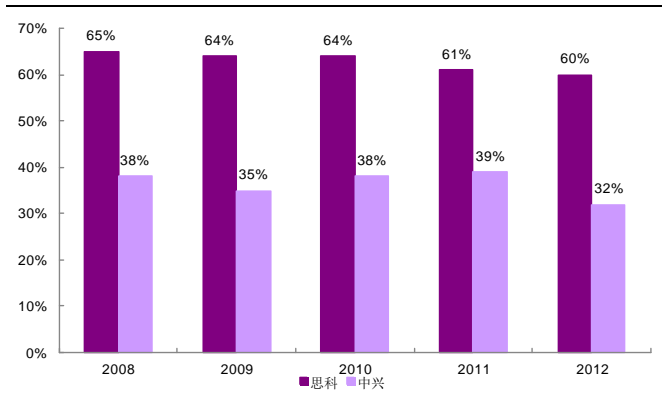
企业网即电信运营商以外其他行业所建的专用数据通信网络统称为企业网。从设备角度看，主要分为四大类：基础网络（包括主要涉及交换机、路由器）、数据中心（服务器、存储器）、信息安全（主要包括防火墙）、统一通信（主要包括视讯、呼叫中心）。

企业网市场规模堪比电信设备市场，毛利率远高于电信设备

随着企业信息化程度的提升，全球企业网设备规模已经接近电信设备投资规模。根据 Gartner 的数据，2012 年全球电信网络设备投资规模在 847 亿美元左右，而企业网设备市场规模则已达到 406 亿美元左右，企业网在设备的投资规模就将近电信公网的一半。同时盈利能力方面，以思科和 Juniper

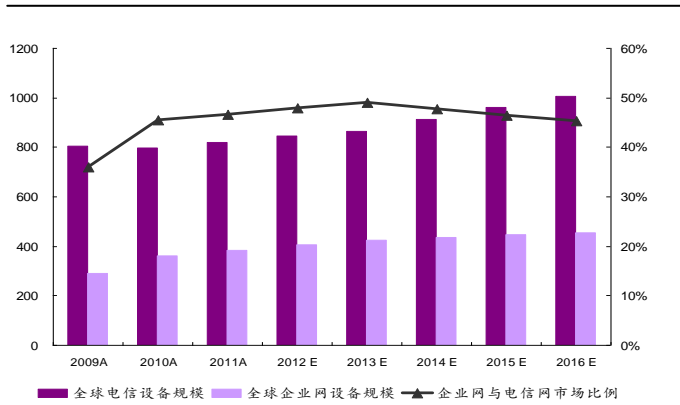
为代表的企业网设备供应商的毛利率常年维持在60%以上，显著高于电信网络设备商毛利率。因此在运营商网络设备投资减速、设备商盈利下滑的背景下，无论从规模增长还是盈利能力提升方面考虑，企业网都是设备商转型的最佳选择。

图 22：企业网设备毛利率远高于电信设备毛利率
2008-2012 中兴电信设备与 Cisco 企业网设备毛利率对比



资料来源：cisco.光大证券研究所

图 23：企业网市场规模堪比电信设备市场
2009-2016 全球电信设备和企业网市场规模（单位：亿元）



资料来源：Gartner.光大证券研究所

4.1、企业网增长驱动力——智慧城市新战略

城乡一体化和城市化进程加速，给城市管理带来了各方面的挑战，比如交通拥堵、食品安全、公共安全、环境污染、政务低效、能源危机等，作为城市管理者主体的城市政府，其核心需求在于：用现代科技手段更好地协调处理人与自然，人与人之间的关系。具体来说，就是要对城市交通、市政、安全、经济产业和公众服务等各方面做出统筹规划，保证城市经济高效低成本运营，实现经济社会科学管理、民生服务高品质，实现城市运营的“智慧化”。

中兴通讯“ZTE I-City 智慧城市”解决方案涵盖维稳定、促增长、保民生三大领域，包含电子政务、智能交通、平安城市、应急指挥等十二项重点应用，分别兼顾城市功能中的某一个方面。中兴通讯携手中国全通、北京首信等合作伙伴一起，推动智慧城市的建设，实现城市管理质的飞跃。

图 24：智慧城市解决方案全景

智慧城市解决方案全景



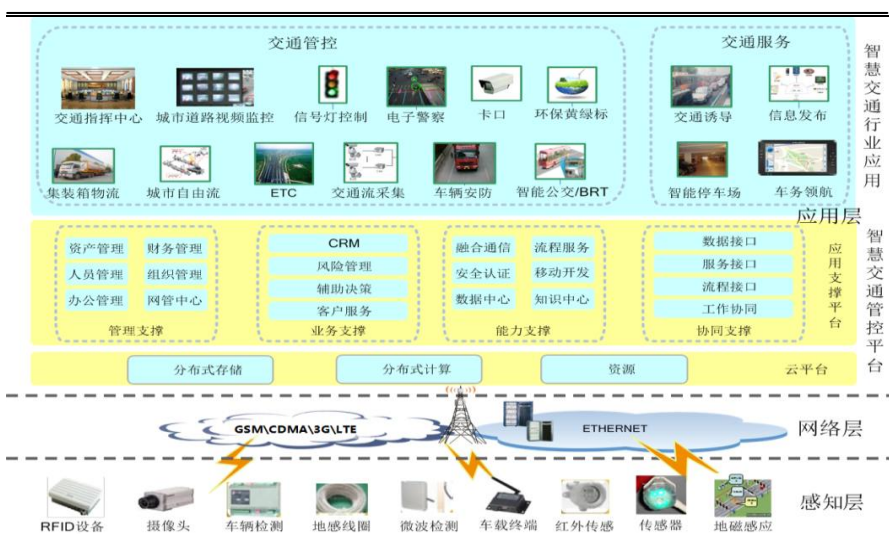
资料来源：公司网站

智慧交通是相对于传统交通的拔高，融汇了先进的传感器技术和先进的计算平台技术，包括先进的处理能力的技术。由于技术进一步的发展，给智慧交通的产生带来了条件。智能交通的定义是提高运输效率，提高环保，提高畅通。

中兴通讯智慧交通系统，采用感知层、网络层、综合管控平台和各种交通行业应用的四层架构，以统一的智能交通管控平台为依托，以现有交通信息网络、城市道路交通信息系统和各地市交通监控中心的信息资源为基础，加强对全市主干路网交通信息和营运车辆的动态信息采集、汇总、融合。并通过对应用的互联、数据中心建设和应用整合三步走平台建设方式，实现交通业务的延续、优化和创新。

图 25：中兴通讯智能交通解决方案简图

中兴通讯智能交通解决方案



资料来源：公司网站

住建部副部长仇保兴日前在政协提案办理协商会上表示，住建部将在3个月内公布第二批智慧城市试点名单。第二批试点城市数量为50个，这样智慧城市试点城市总数达到140个。

国家开发银行相关负责人表示在会上表示，在“十二五”后三年，与住建部合作投资“智慧城市”的资金规模可达800亿元，并根据已签订的合作协议扎实稳步推进项目遴选、调查、放款等工作。从目前已有数据看“十二五”期间在智慧城市上的直接投资就达到3000亿，总投资规模能达到5000亿。

另外，智慧交通、数字城市管理、城市安防、医疗信息化、绿色建筑等延伸领域，未来也将分享这一“盛宴”。来自安信国际的预测，“十二五”期间，中国将有600至800个城市打造“智慧城市”，市场总规模将达到2万亿元。

中兴通讯开展智慧城市业务以来，承接了很多城市的“智慧城市”项目，积累了很多经验。

表 12：中兴通讯在多地获得智慧城市项目

中兴通讯智慧城市项目

项目城市	项目介绍
北京	2011 中兴与首信网络合作展开北京市物联数据政务专网的项目，这是北京市智慧城市的重点项目，涵盖医疗卫生、交通运输、市政市容、能源环境及公共安全等领域。网络采用了第四代 TD-LTE 技术，在建网方案、工程实施及网规网优化等方面，中兴做出巨大努力。
宁波	中兴通讯于 12 年 6 月与宁波政府正式签署的智慧交通云项目中，双方建立宁波智慧交通研发中心。研究中心依托原交通管理各自的资源网络和业务网络，构建宁波政府公有云、公安/交警等部门私有云及县级区域中心云的三级智慧交通云，整合城市智能交通系统、建立统一的技术规范、数据标准、数据交换格式等。项目预计于 2015 年基础建成。
重庆	在重庆智慧交通即全国首例电子车牌项目中，中兴通信已为用户实现在 300 多个数据采集点网络部署，未来将达到 1000 个数据采集点。
苏州	在苏州(太仓)智慧园区，为用户搭建了园区智慧运营平台，通过桌面云的方式可使入驻企业节约 IT 投入
其他	此外，在深圳、南京、上海、西安等城市，中兴通讯公司建设承建智慧园区。除了在国内市场，中兴通信智慧城市之火已经在委内瑞拉、法国马赛等国外城市点燃。

资料来源：公开信息

4.2、“生态圈”伙伴计划启动寻求企业网突围

和中兴以往业务相比，企业网市场的商业运作模式需要借助渠道的力量，目前公司拥有渠道伙伴 1600 多家，绝大部分都是传统的代理、分销类合作伙伴，很少基于产品、方案联合开发的伙伴。但企业网市场的网络和信息化建设已经不能完全依靠硬件产品来支撑，硬件加载行业应用软件形成的综合方案成为市场更大卖点。基于此，中兴必须加强与各个行业内的 ISV（独立软件开发商）形成互通有无、分工合作的信息化“生态圈”，才能更好良性发展。

2012 年 12 月，中兴企业网“生态圈”伙伴计划正式启动，该计划中的伙伴将在定制产品、融合方案、市场支撑、服务创新、资本融资等多个方面得到中兴的支持。相对于传统合作伙伴，“生态圈”伙伴更侧重于与中兴联合开发产品与方案；传统渠道伙伴主要以代理、分销产品为主。也即，前者是供货方，后者是分销商。“生态圈”伙伴能同时获得中兴的销售渠道资源，渠道也同样能获得中兴、以及合作伙伴的产品。

受益于智慧城市投资拉动以及“生态圈”伙伴计划的启动，公司未来企业网业务将会出现较快的增长，我们预计 2013-2014 年中兴通讯来自企业网的收入分别为 40 亿和 50 亿。

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

我们对中兴通讯按国内和海外两部分进行收入拆分：

国内：2013-2014年国内业务收入分别为420亿和500亿，其中运营商网络收入分别为240亿和280亿，主要受益于国内运营商大规模建设4G网络；手机收入分别为140亿和170亿，主要还是由智能终端销售拉动；企业网收入分别为40亿和50亿。

海外：2013-2014年海外业务收入分别为500亿和540亿，其中运营商网络及企业网收入分别为290亿和300亿，增长相对比较平稳；手机收入分别为210亿和240亿，主要来自于美国、日本和欧洲智能终端的增长。

收入分项		2013年	2014年
国内	运营商网络	240	280
	手机	140	170
	企业网	40	50
海外	运营商网络及企业网	290	300
	手机	210	240
合计		920	1040

我们根据上述收入假设以及下面关键假设对公司2013-2014年盈利情况进行预测：

- 1、受益于国内运营商大规模投资 4G 网络以及智能终端增长，我们预计 2013-2014 年公司营业收入分别同比增长 10%和 13%。其中 14 年收入增速加快主要是来自中移动的 TD-LTE 部分收入将在明年确认，以及联通和电信明年大规模投资 4G。
- 2、公司 2013-2014 年毛利率分别大幅提升 4.6 个百分点和 5.4 个百分点，主要原因：第一、海外低毛利率合同相比去年大幅减少；第二、由于国内建设 4G 网络，高毛利率无线收入占比进一步提升；第三、行业竞争环境趋缓，PTN、PON 等产品毛利率开始提升。
- 3、公司内部秉持一切从紧的原则，继续加强内部费用管控，人员数量减少近 7000 人，使得公司 2013 年期间费用率下降 3.6 个百分点，2014 年期间费用率继续下降 0.7 个百分点。
- 4、公司出售中兴力维 81%股权获得约 8.5 亿投资收益，以及其他资产 2.5 亿，共 11 亿投资收益，将增厚 13 年 EPS 0.23 元。

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	863	836	920	1040
运营商网络	465	415	432	479
手机	269	289	350	410
软件/服务	128	132	138	151
营业收入增速	23%	-3%	10%	13%
运营商网络	11%	-11%	4%	11%
手机	50%	7%	21%	17%
软件/服务	24%	3%	4%	10%
综合毛利率	30.3%	22.8%	27.4%	28.2%
运营商网络	39.2%	24.5%	34.4%	36.5%
手机	15.2%	17.0%	17.8%	17.8%
软件/服务	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
期间费用率	28.1%	28.9%	25.3%	24.6%
归属于母公司净利润	20.6	-27.2	25.8	33.0
净利润增速	-37%	-232%	-195%	34%
净利润率	2.4%	-3.2%	2.8%	3.2%
EPS	0.60	-0.79	0.75	0.96

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

选取 A 股市场中的烽火通信以及海外同类公司爱立信、诺基亚和阿朗作为可比对象,由于诺基亚和阿朗处于亏损,比较 PE 值意义不大。2013-2014 年烽火通信和爱立信的平均 PE 分别为 19、16 倍。我们预计中兴通讯 2013-2014 EPS 分别为 0.75 元、0.96 元,相应 PE 分别为 16、12 倍,低于行业平均估值水平。

公司 简称	收盘价 3月14日	EPS				PE			
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
烽火通信	25.76	0.92	1.05	1.31	1.62	28	25	20	16
爱立信 (SEK)	85.55	3.80	1.80	4.52	5.49	22	48	18	15
诺基亚 (EUR)	2.7	-0.31	-0.84	-0.10	0.08	NA	NA	NA	NA
阿朗 (EUR)	1.16	0.48	-0.61	-0.17	-0.04	2	NA	NA	NA
平均						25	36	19	16
中兴通讯	11.93	0.6	-0.79	0.75	1.02	20	NA	16	12

6.2、绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	1.17
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	12.12%
税率	14.00%
Kd	5.86%
Ve	32,502.1
Vd	24,376.4
目标资本结构	30.00%
WACC	10.24%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-14,844.00	-19.57%
第二阶段	38,932.94	51.33%
第三阶段 (终值)	51,762.19	68.24%
企业价值 AEV	75,851.13	100.00%
加: 非经营性资产价值	3,124.09	4.12%
减: 少数股东权益 (市值)	3,271.24	-4.31%
减: 债务价值	24,376.43	-32.14%
总股本价值	51,327.54	67.67%
股本 (百万股)	3,440.08	-
每股价值 (元)	14.92	-
PE (隐含)	-18.90	-
PE (动态)	-11.34	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
9.24%	17.17	18.49	20.02	21.81	23.95
9.74%	14.93	16.02	17.27	18.73	20.43
10.24%	12.97	13.88	14.92	16.11	17.50
10.74%	11.25	12.02	12.89	13.88	15.01
11.24%	9.72	10.38	11.11	11.94	12.88

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	15	10	—	24	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	15	13	—	20	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	15	12	—	20	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	18	12	—	29	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	14	12	—	17	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	15	7	—	20	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

6.3、估值结论与投资评级

我们把 2013 年定义为公司历史上业绩经营的困顿反转年，2014 年公司经营回归常态，特别是海外业务继续大幅亏损可能性较小，国内业务部分 LTE 订单延迟至 14 年确认，因此认为给予 2014 年主营业务 18 倍的 PE 估值更合理。

根据我们盈利预测，2013-2014 年主营业务 EPS 分别 0.52 元和 0.96 元，目标价 17.28 元，买入评级。

6.4、股价驱动因素

1、中国移动上半年启动 100 多个城市的 TD-LTE 主设备招标

随着中国移动 100 多个城市的 TD-LTE 主设备招标，中兴通讯等主设备厂商 2013-2014 年业绩确定性更高，将极大点燃资本市场对于 4G 主题投资的热情。

2、公司主营业务在上半年实现扭亏为盈

中兴通讯近两年股价一路下滑主要原因是业绩严重低于市场预期，随着公司主营业务扭亏为盈，将成为公司股价上涨的重要催化剂。

3、中国联通和中国电信扩大 4G 试验网使得建设规模超出预期

4G 牌照发放最大的阻力来自中国联通和中国电信，目前来看阻碍牌照发放的力量已经消除。随着这两大运营商扩大 4G 试验网建设使得规模超出预期，中国联通和中国电信有进一步提高资本开支的可能，通信设备厂商将全面受益。

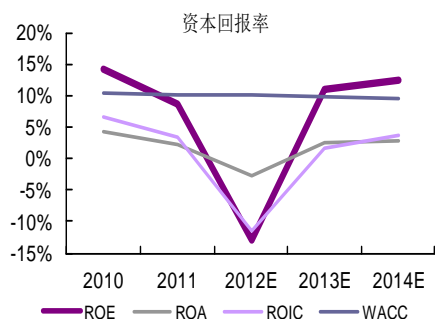
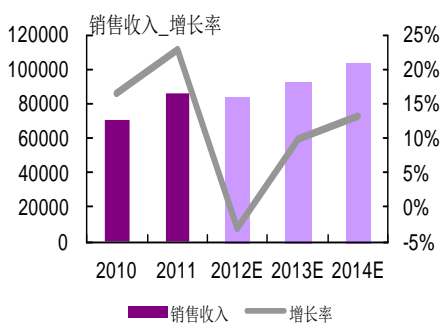
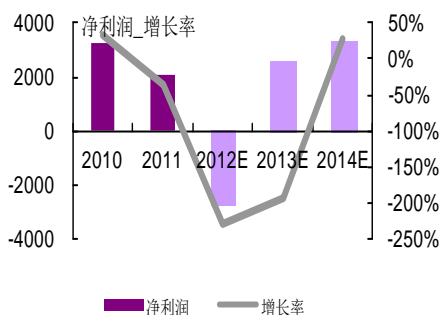
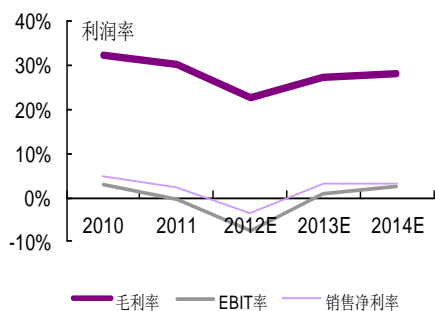
7、风险分析

1、公司海外业务 2013 年依然出现 10 亿以上亏损

按照我们的测算，公司 2012 年海外亏损高达 45 亿左右，2013 年海外亏损预计在 5 亿左右。但是如果出现海外法务专利纠纷，或者贸易保护加剧，也不排除 2013 年海外业务依然出现 10 亿以上的亏损。

2、中兴由于向伊朗出口设备可能遭遇美国巨额罚款

中兴涉嫌曾向伊朗出售禁运设备遭遇美国方面调查，违反了美国对伊朗的制裁法令，可能将遭受巨额罚款。



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	70,264	86,254	83,637	91,973	103,977
营业成本	47,335	60,157	64,583	66,748	74,666
折旧和摊销	1,063	1,406	1,059	1,204	1,346
营业税费	1,149	1,463	1,673	1,839	1,976
销售费用	8,755	10,953	10,873	11,037	12,477
管理费用	9,502	10,924	12,127	10,853	11,645
财务费用	1,198	2,356	1,153	1,423	1,422
公允价值变动损益	84	-89	0	0	0
投资收益	497	1,065	1,100	1,100	0
营业利润	2,590	430	-6,253	571	1,108
利润总额	4,360	2,635	-3,451	3,238	4,123
少数股东损益	226	183	-252	209	248
归属母公司净利润	3,250.25	2,060.17	-2,715.39	2,575.64	3,297.82

2010	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	84,152	105,368	104,542	112,091	125,747
流动资产	65,528	84,477	83,355	89,692	102,705
货币资金	15,383	21,472	20,909	22,993	25,994
交易型金融资产	123	96	0	0	0
应收帐款	17,564	23,873	21,381	22,349	24,986
应收票据	1,290	3,224	3,764	4,599	5,199
其他应收款	1,390	2,119	2,384	2,538	2,870
存货	12,104	14,988	16,583	17,190	19,806
可供出售投资	343	820	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	918	514	544	634	634
固定资产	6,524	7,004	8,005	8,843	9,527
无形资产	891	1,195	1,328	1,415	1,089
总负债	59,190	79,079	81,603	86,367	97,035
无息负债	45,814	56,378	57,800	58,646	63,703
有息负债	13,376	22,701	23,803	27,721	33,331
股东权益	24,962	26,289	22,939	25,723	28,713
股本	2,867	3,440	3,440	3,440	3,440
公积金	10,608	10,128	10,128	10,260	10,260
未分配利润	9,222	10,546	7,448	9,892	12,633
少数股东权益	1,868	2,057	1,805	2,014	2,262

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	942	-1,812	170	1,049	1,930
净利润	3,250	2,060	-2,715	2,576	3,298
折旧摊销	1,063	1,406	1,059	1,204	1,346
净营运资金增加	5,398	5,566	-2,546	5,241	7,595
其他	-8,769	-10,844	4,373	-7,972	-10,309
投资活动产生现金流	-3,113	-3,419	-300	-1,210	-2,200
净资本支出	-3,038	-3,974	-2,200	-2,200	-2,200
长期投资变化	918	514	-110	-110	0
其他资产变化	-993	42	2,010	1,100	0
融资活动现金流	3,038	11,400	-433	2,245	3,271
股本变化	1,035	573	0	0	0
债务净变化	501	9,325	1,102	3,918	5,610
无息负债变化	8,296	10,564	1,422	846	5,057
净现金流	829	5,757	-563	2,084	3,001

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.58%	22.76%	-3.03%	9.97%	13.05%
净利润增长率	32.22%	-36.62%	-231.80%	-194.85%	28.04%
EBITDA/EBITDA 增长率	9.62%	-69.40%	-255.36%	-140.96%	84.76%
EBIT/EBIT 增长率	-1.50%	-123.21%	-426.98%	-114.46%	183.13%
估值指标					
PE	13	20	-15	16	12
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	20	-13	34	20
EV/EBIT	16	35	-11	81	31
EV/NOPLAT	20	43	-13	92	36
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	32.63%	30.26%	22.78%	27.43%	28.19%
EBITDA 率	4.37%	1.09%	-6.12%	2.28%	3.73%
EBIT 率	2.86%	-0.54%	-7.39%	0.97%	2.43%
税前净利润率	6.21%	3.06%	-4.13%	3.52%	3.97%
税后净利润率 (归属母公司)	4.63%	2.39%	-3.25%	2.80%	3.17%
ROA	4.13%	2.13%	-2.84%	2.48%	2.82%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.07%	8.50%	-12.85%	10.86%	12.47%
经营性 ROIC	6.53%	3.23%	-11.39%	1.49%	3.54%
偿债能力					
流动比率	1.36	1.33	1.27	1.28	1.27
速动比率	1.11	1.09	1.02	1.03	1.03
归属母公司权益/有息债务	1.73	1.07	0.89	0.86	0.79
有形资产/有息债务	6.07	4.45	4.21	3.88	3.65
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.94	0.60	-0.79	0.75	0.96
每股红利	0.30	0.11	0.00	0.16	0.21
每股经营现金流	0.27	-0.53	0.05	0.30	0.56
每股自由现金流(FCFF)	-1.31	-1.64	-0.98	-1.42	-1.62
每股净资产	6.71	7.04	6.14	6.89	7.69
每股销售收入	20.43	25.07	24.31	26.74	30.23

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007年加入光大证券研究所，现为所长助理兼TMT研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2011年分别获新财富及水晶球最佳分析师第二名、第一名，2010年获新财富最佳分析师第一名，2009年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

宋嘉吉，东南大学微电子与固体电子学专业硕士、电子科学与技术专业学士，2010年加盟光大证券研究所，现从事通信行业研究，熟悉光纤光缆、北斗导航、网络优化等领域，2011年新财富、水晶球团队核心成员。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。
市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebsecn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebsecn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	-	guchao@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebsecn.com