

## 中兴通讯 (000063.SZ)

## 通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

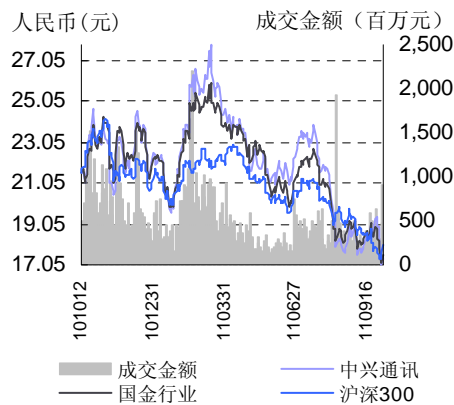
公司研究

市价(人民币): 17.31元  
目标(人民币): 27.26-34.08元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,790.52
流通港股(百万股)	629.59
总市值(百万元)	59,547.75
年内股价最高最低(元)	27.80/17.05
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



## 相关报告

1. 《全年焦点: 突破西欧、手机转型、降费用》, 2011.8.31
2. 《云和端将助飞中兴下一个黄金十年》, 2011.6.14
3. 《Q1 是业绩低点, 下跌可增仓》, 2011.4.20

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

## 跨越三道坎, 缔造公司帝国

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.342	1.134	1.094	1.363	1.893
每股净资产(元)	9.19	8.06	7.22	8.11	9.40
每股经营性现金流(元)	2.36	0.33	0.99	1.53	2.20
市盈率(倍)	33.43	24.08	15.83	12.70	9.15
行业优化市盈率(倍)	15.55	29.70	31.87	31.87	31.87
净利润增长率(%)	48.06%	32.22%	15.74%	24.67%	38.83%
净资产收益率(%)	14.61%	14.07%	15.14%	16.82%	20.14%
总股本(百万股)	1,831.34	2,866.73	3,440.08	3,440.08	3,440.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **提升效率是公司短中期跨越的第一道坎:** 人民币升值及通货膨胀的持续压力客观要求公司竞争优势逐步从依赖国内供应链的成本优势向以人均效率为主的绝对优势转移, 硬件的同质化和供应链全球化加速压缩硬成本的区域性优势, 定制化软件和差异化服务日益成为行业获取超额利润源泉, 而人均效率的比拼将是后者制胜的终极法宝; **短期而言, 优化产品结构和扁平组织架构是中兴公司提升效率的重要手段。**
- **进入一线设备商是公司中期跨越的第二道坎:** 通信设备的同质化、低成本化趋势将最终导致市场格局高度集中, 2G 八强格局, 3G 五强格局, 4G 三强格局的趋势日渐清晰, 中兴能否超越诺西进入前三, 是中兴国际化市场不可逾越的坎; 而如今正值全球运营商数据业务的井喷发展初期, 又恰逢欧美债务危机乌云密布, 低成本、高效率的网络升级方案将是运营商的最佳选择, 近两年就是中兴弯道超车的关键窗口期(敬请关注后续报告)。
- **从设备商到服务商的跨越是中兴长期面临的第三道坎:** 通信设备市场日趋饱和, 增量关键看云计算和端(含智能终端、物联网等)的空间, 云与端是相伴而生、相互促进的关系, 没有云的优势无法撬动端的空间, 中兴要想在新一轮 ICT 产业革命中胜出, 必须借助云计算发展机遇, 实现从设备商到服务商的蜕变, 这将是中兴最终实现 ICT 帝国过程中最艰巨的坎;
- **我们坚定看好中兴中长期发展趋势的主要逻辑:** 其一, 欧美债务危机有利于中兴以低成本战略突破欧洲超越诺西; 其二, 更看好后危机时代, 云计算将在全球加速普及, 将撬动万亿美金的科技消费空间, 而中兴是确定性受益者; 其三, 中兴凭借国内低廉而勤劳智慧的人力优势, 并配合国家战略的资金支持, 未来 10 年内实现公司帝国梦想是大概率事件。

## 投资建议

- 出于全球经济悲观预期和公司战略性突破期的谨慎考虑, 最新业绩预计为: 11-13 年公司收入分别为 884 亿元(增速 26%)、1047 亿元(19%)和 1342 亿元(28%), EPS 分别为 1.09 元(增速 16%)、1.36 元(25%)和 1.89 元(39%)。给予公司股价未来 6-12 个月合理区间为 27.26-34.08 元(相当于 20-25x12PE), 较昨天收盘价具有 50%以上涨幅空间, 并且我们再次强调 Q4 将是公司毛利率和净利润回升的双重拐点(详细分析敬请关注下周将发布的深度报告), 最佳买点已到, 建议坚定买入。

## 内容目录

<b>宏观环境：欧美经济趋势谨慎与人民币升值预期强烈</b>	<b>3</b>
主权债务高企和私人债务去杠杆化两大因素制约欧美经济中期增长速度	4
相对于欧元和美元，有利于人民币升值的因素较多	5
欧元与美元长期在区间震荡的格局较为明显	6
<b>“云管端” ICT 产业革命助推全球经济转型</b>	<b>7</b>
新一轮 ICT 产业革命将在全球经济转型中挑大梁	7
管道市场：整体增长有限，低成本、交付力、创新周期仍是竞争焦点	8
云计算市场：促进全球经济发展方式的转型，2013 年进入井喷增长期	9
终端市场：迎来 ICT 产业的“镀金时代”，万亿级美金市场空间	9
<b>中兴通讯面临的机遇</b>	<b>10</b>
机遇之一：网络转型时期，将是中兴通讯扩大国际市场份额的绝好机会	10
机遇之二：受益于国内宽带投资以及 TD-LTE 投资	11
机遇之三：中兴通讯是国内乃至全球云计算浪潮的最大受益者之一	12
<b>中兴通讯面临的挑战</b>	<b>13</b>
短期挑战：提升效率，实现从规模增长到质量增长的转移	13
中期挑战：从优秀到卓越，是中兴国际化市场不可逾越的坎	14
长期挑战：从造云者到用云者，实现从设备商到服务商的跨越；	15
<b>经营业绩分析：短期调整是中长期可持续增长的前提</b>	<b>16</b>
短期趋势：突破欧美市场、手机转型将导致短期毛利率下滑压力	16
中期趋势：超越诺西，进入设备商前三阵列	17
长期趋势：云和端将助飞中兴未来十年持续增长	18
<b>业绩预测及投资建议</b>	<b>19</b>
<b>附录：三张报表预测摘要</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1：美国私人债务仍处于去杠杆化阶段	4
图表 2：次贷危机发生后美国财政收入的变化	5
图表 3：欧元对人民币汇率走势	6
图表 4：美元对人民币汇率走势	6
图表 5：欧元与美元长期在区间震荡的格局较为明显	6
图表 6：云计算普及背景下 2008 年和 2020 年各产业影响力系数、敏感性系数散布图（增加值口径）	7
图表 7：云计算普及背景下 2008 年和 2020 年各产业影响力系数、敏感性系数散布图（总产值口径）	7
图表 8：宏观经济与电信行业的关系图	8

图表 9: 运营商收入增速与资本开支的关系图 .....	8
图表 10: 10/13 年全球通信设备区域需求结构 .....	8
图表 11: 10/13 年全球通信设备产品需求结构 .....	8
图表 12: 云计算产业周期: 联盟-分散-洗牌-集中, 2013 年进入井喷增长期 ..	9
图表 13: 2011 年到 2025 年全球云计算市场预测 .....	10
图表 14: 2015 年、2025 年全球云计算市场结构预测 .....	10
图表 15: 全球电信设备市场需求分析与预测 (十亿美金) .....	10
图表 16: 十二五国内运营商资本开支复合增速 6% .....	11
图表 17: 中兴通讯海内外收入占比趋势-半年统计 .....	11
图表 18: 移动设备投资趋势: 2012 年预计回落 .....	11
图表 19: 固网设备投资趋势: 2012 年快速增长 .....	11
图表 20: TD-LTE 投资对中兴通讯业绩影响分析 .....	11
图表 21: 中兴国内光通信收入规模分析预测 .....	12
图表 22: 中兴国内市场收入结构预测 .....	12
图表 23: 06-10 年人民币相对于美元升值 22% .....	13
图表 24: 06-11 年深圳最大工资年复合增速 14% .....	13
图表 25: 中兴与华为人均收入比较 (单位: 万元) .....	13
图表 26: 中兴较华为人均收入比与人均利润比趋势 .....	13
图表 27: 2010 年中兴终端收入占比仅为 1.96%, 华为为 3.44% .....	14
图表 28: 09-10 年中兴华为手机出货量份额比较 .....	15
图表 29: 09-10 年中兴华为手机出货量份额比较 .....	15
图表 30: 新型电信产业价值链——网状式 .....	15
图表 31: 11 年中期区域收入占比: 非洲下降 1%, 亚太提升 1%, 欧美提升 6%、中国下降 6% .....	16
图表 32: 11 年中期区域毛利率变动: 非洲下降 11%, 欧美地区下降 2.6%, 中国持平, 亚太下滑 2.4% .....	16
图表 33: 11 年中期产品收入占比: 系统下降 7.2%, 终端提升 4.5%, 企业网及其他提升 2.7% .....	17
图表 34: 11 年中期各业务毛利率: 系统下降 3.6%, 终端下降 3.1%, 企业网及其他上升 0.5% .....	17
图表 35: 中兴系统设备占全球各区域市场分析 .....	18
图表 36: 华为系统设备占全球各区域市场分析 .....	18
图表 37: 中兴通讯未来收入分析与预测 (百万) .....	19
图表 38: 中兴通讯未来 EPS 分析与预测 (元) .....	19
图表 39: 中兴国内业务收入分析与预测 (亿元) .....	19
图表 40: 中兴海外业务收入分析与预测 (亿元) .....	19
图表 41: 公司业务收入及毛利率分析与预测 (百万元) .....	20

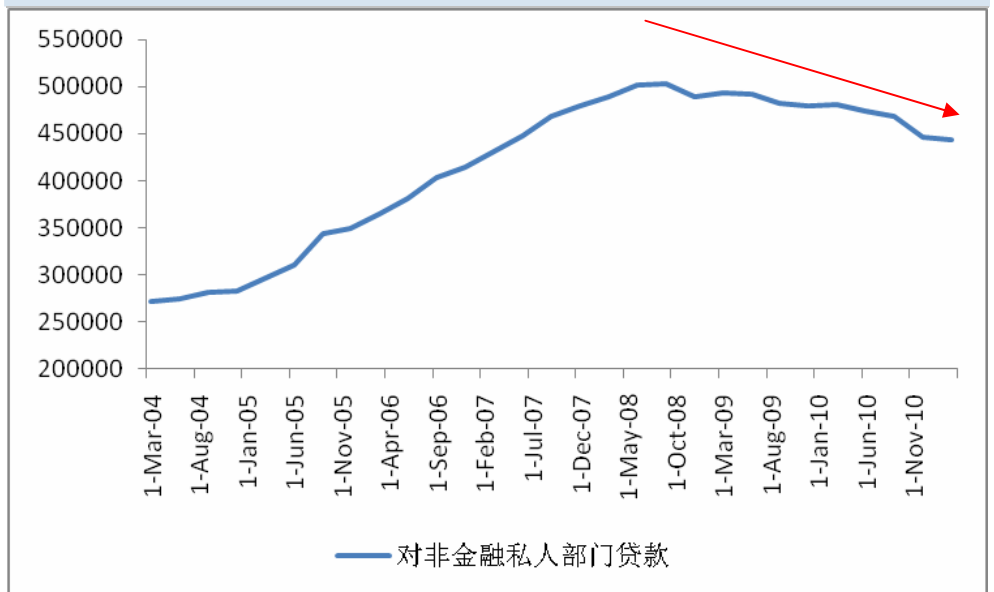
### 宏观环境: 欧美经济趋势谨慎与人民币升值预期强烈

- 当前世界经济如果从经济学定义的角度看，GDP 增速已经度过了金融危机最严重的低点，这意味着世界经济已经走出了危机。但是欧美经济依然深刻受到 2007 年金融危机的影响，经济仍然存在着巨大的风险，并制约到今后几年的增长。本章内容来自于国金研究所策略分析师刘峰的观点。

### 主权债务高企和私人债务去杠杆化两大因素制约欧美经济中期增长速度

- 当前制约欧美经济的深层次因素包括主权债务高企和私人债务去杠杆化进程的持续进行。这两个进程，长期制约了欧美发达经济体投资和消费的增长。
- 金融危机之前，欧美发达经济体在各央行普遍宽松货币政策的推动下，产生了严重的房地产泡沫。上一轮网络泡沫破裂后，为刺激经济增长，美联储将美国基准利率调到了非常低的水平，一方面使得美国产生了包括房地产在内的严重的资产泡沫，另一方面也使得缺乏支付能力的按揭贷款的数量大幅度增长，超过了银行所能承受的风险范围。私人债务在这一轮资产泡沫中也放大到了非常高的水平，其中主要是房屋按揭贷款；美国的居民储蓄率降到了历史最低点，家庭承受经济金融波动的能力大幅度降低。
- 尽管经济已经度过了金融危机最恐慌的阶段，GDP 也在温和恢复，但是私人债务的仍然处于比较高的水平，私人债务的总额还在继续降低，私人债务占 GDP 的比重仍然没有恢复到历史的较低水平。就私人债务总体而言，仍然处于去杠杆化的阶段（见图表 1）。

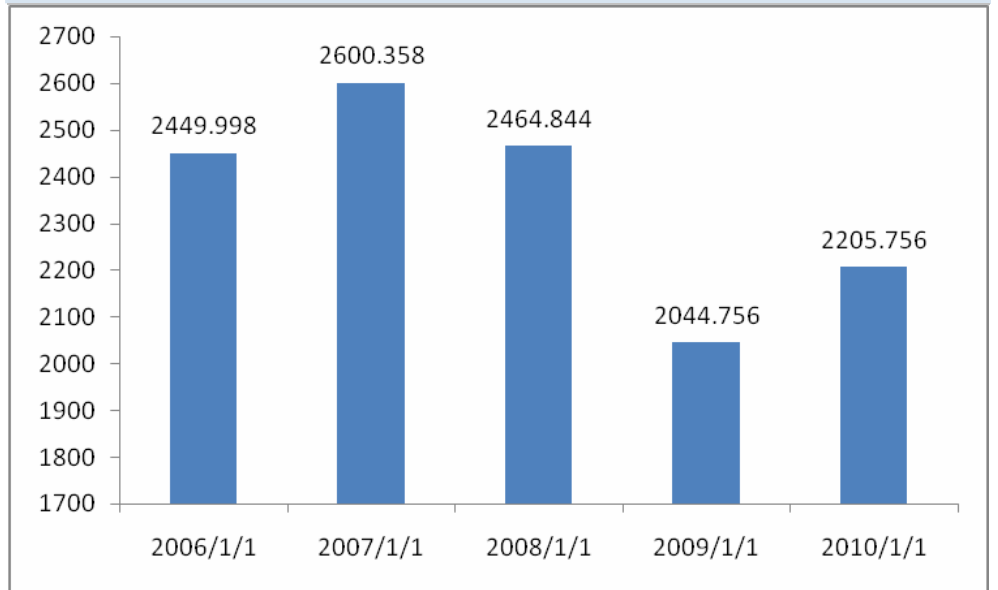
图表1: 美国私人债务仍处于去杠杆化阶段



来源：国金证券研究所

- 对于消费在经济占据最大比重的美国 and 欧洲来讲，过高的私人债务水平以及私人债务去杠杆化的持续，不可避免的影响到欧洲和美国经济的增长。
- 从当前欧洲和美国私人债务回落的速度看，至少还要 2-3 年的恢复，私人债务占 GDP 的比重才能恢复到历史的较低水平。
- 从公共债务的角度看，目前欧美公共债务去杠杆化的进程刚刚开始。金融危机发生以后，受金融危机的冲击，欧元区诸国和美国等发达经济体的财政收入大幅度恶化，财政收入水平大幅度降低。

图表2: 次贷危机发生后美国财政收入的变化



来源: 国金证券研究所

- 政府财政支出由于受逆周期的财政政策的影响, 为对抗经济下滑, 继续大幅度的增长。目前欧元区公共债务水平占 GDP 的比重达到了 80%, 美国公共债务占 GDP 的比重达到 90%。美国自 2007 年金融危机发生后已经连续数次提高美国政府债务占 GDP 的比重。8 月 2 日美国国会再次通过了新增 2.1 万亿政府负债上限的新的法规, 美国政府负债占 GDP 的比重将继续提高。尽管欧洲财政当局在 2010 年重申了各国年度新增赤字不能超过当年新增 GDP 总额 3% 的财政纪律, 但是欧洲依然有若干国家的财政在继续恶化。
- 过高的财政负债水平一方面压低了经济增长的速度, 据海外有关课题研究, 在主权债务占 GDP 的比重超过 90% 以后, 相关国家的经济增速会降低 1%。过高的负债水平也提高了相关主权国家的信用风险, 迫使这些国家以更高的利率发行新的国债, 从而进一步增加这些国家财政还本付息的压力。
- 在公共债务恢复到合理和安全水平之前, 欧元区和美国的经济增长将明显受到高负债水平的压力。由于财政支出的刚性, 预计欧美公共债务的去杠杆化, 比私人债务去杠杆化的进程要更慢。

#### 相对于欧元和美元, 有利于人民币升值的因素较多

- 首先中国经济增长速度远远快于欧元区和美国。尽管当前中国经济增速已经有所回落, GDP 增速的区间回落到 9.5—10% 的水平, 但是与欧洲和美国预计未来经济增速在 1.5%—2% 的区间相比, 中国经济增速仍然是非常快的。较快的 GDP 增速是支持人民币保持强势的一个重要因素。
- 美国和欧洲央行为应对各自经济区的问题不断扩大央行的资产负债表规模, 也使得欧元和美元各自相对人民币的汇率都呈现出了弱势。近期, 人民币升值的趋势更加明显。
- 同时, 人民币国际化的进程也深远影响到人民币汇率的变化。央行先后启动跨境贸易人民币结算和对外直接投资人民币结算管理以来, 人民币结算的规模不断增长, 境外对人民币的需求也在不断增长。目前跨境贸易人民币结算和对外直接投资人民币的结算量占到总结算量的比例是个位数, 预计未来最终将达到 80%。这意味着未来对人民币需求的大幅度增长。这也是有利于人民币汇率相对于欧元和美元逐渐提升的一个长期系统性因素。

图表3: 欧元对人民币汇率走势



来源: 国金证券研究所

图表4: 美元对人民币汇率走势



### 欧元与美元长期在区间震荡的格局较为明显

- 困扰欧元的主要因素仍然以希腊为代表的主权信用危机严重影响到市场对于欧元的信心。2011年欧元区经济增速同比为，而美国同比为 1.6%。欧元区相对于美国更低的经济增速，也构成了对欧元与美元汇率的不利因素。近期，欧洲央行也采取了从市场买入债券的公开市场操作，扩大了欧洲央行的资产负债表规模，这也使得欧元出现了走弱的迹象。
- 但是有利于欧元的因素也非常明显。首先欧元区的货币政策更加审慎。欧元区至今已经连续 2 次加息。反映出欧洲央行在对通胀目标的控制方面更加负责的态度。而美国不断提高财政赤字上限，尽管属于财政政策的范畴，但美国完成国债的发行势必要继续依靠美国央行放松货币来支持。从这个角度看，也从本质上也反映出美国货币政策继续趋向宽松的趋势。
- 从财政政策看，欧元区财政纪律的约束更加主动，欧元区的主要大国也将在未来逐渐达到欧洲财政局 3%赤字水平的财政纪律约束。这将逐渐降低欧元区整体主权债务的风险，尽快降低欧元区公共负债的水平。从而使得欧洲经济增长环境尽快恢复。综合平衡，欧元与美元长期在区间震荡的格局较为明显。

图表5: 欧元与美元长期在区间震荡的格局较为明显



来源: 国金证券研究所

## “云管端” ICT 产业革命助推全球经济转型

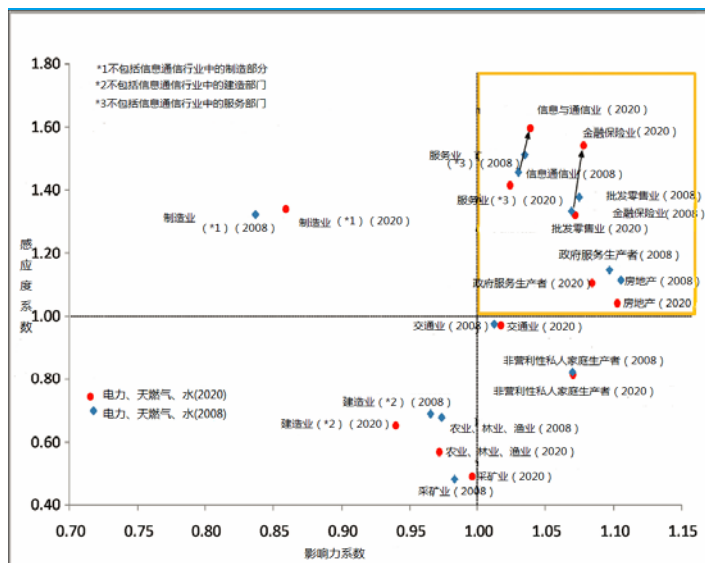
### 新一轮 ICT 产业革命将在全球经济转型中挑大梁

**影响力系数：**反映了一个产业的规模增长时，对整个经济增长的促进作用。如 2008 年 ICT 日本产业影响力系数约为 1.03 说明 ICT 产业（增加值口径）每增长 1%，则整体经济增长 3%；

**敏感性系数：**反映了若整体经济的规模增长时，某个产业的受惠程度。如 2008 年日本 ICT 产业敏感性系数约为 1.44 说明国民经济（增加值口径）每增长 1%，ICT 产业则增长 3%；

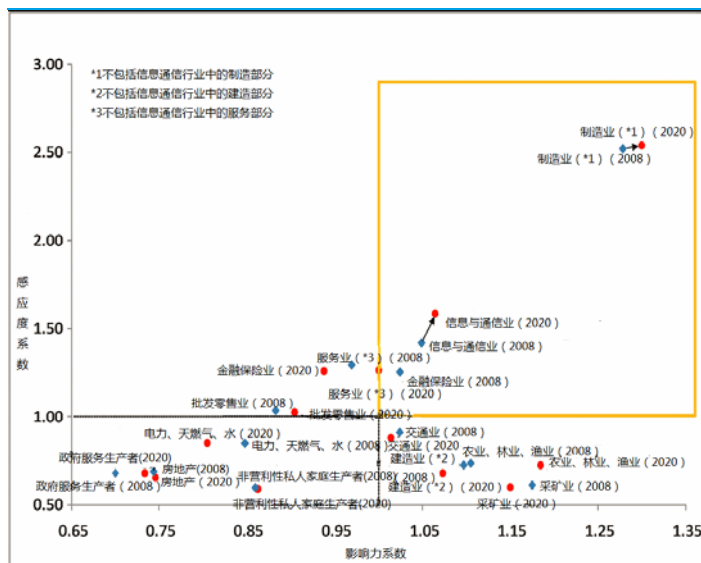
- “云管端”技术是新型工业化和新型城市化的基础设施：新型城市化和新型工业化需要先进的信息技术设施作支撑。如同粗放型经济增长时代铁公基建设是先导，在“智慧增长时代”，先进的信息基础设施将成为经济发展的前提和基础。要想富，先造“云”、建“管道”、普及“物联网”。ICT 产业将代替“铁公基”、房地产和重化工业成为国民经济的基础和支柱，并成为整体经济增长的最大受益者。
- 日本内务省 2010 年发表的一篇《ICT 产业经济分析调查》，用投入产出表技术分析了在云计算技术普及后的 2020 各个产业相对于 2008 年的变化。结果显示，通过增加值口径及总产值口径计算，ICT 产业是唯一一个确定的赢家。
- **ICT 产业与整体经济互惠互益：**无论图 6（增加值口径）或右图 7（总产值口径），信息与通讯业（ICT 产业）是唯一一个影响力系数和敏感性系数同时大于 1（即处于黄色边框区域），说明 ICT 产业既对经济有很大的拉动作用，同时经济增长又能为 ICT 产业创造需求和市场空间。和整体经济如此良性互动的，仅此一家，别无分店。
- **“云”普及后，拉动力更强，收益更大：**无论以那种口径统计，ICT 的敏感性系数和影响力系数都在 2020 年云计算等新技术普及后扩大了，也就是说新一轮 ICT 产业革命将使 ICT 产业对国民经济的牵引作用更大，而且也更能从整体经济的增长中获益。

图表6：云计算普及背景下 2008 年和 2020 年各产业影响力系数、敏感性系数散布图（增加值口径）



来源：日本内务省，国金证券研究所整理

图表7：云计算普及背景下 2008 年和 2020 年各产业影响力系数、敏感性系数散布图（总产值口径）

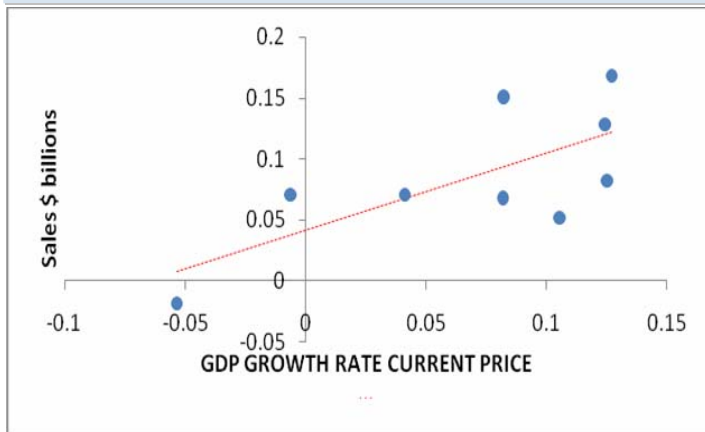


- 每一次技术革命都会有一些国家抓住机遇，实现跨越式发展，如电气化革命之于美、德。一方面，这些国家当时已经有了一定的技术和产业基础；另一方面，时代背景下的技术需求也是产业取得突飞猛进式发展的必要条件。在新一轮 ICT 技术革命前，中国出于自身经济升级转型的需要，将为新型 ICT 技术的应用催生庞大的市场，成为中国 ICT 产业腾飞的必要条件。

管道市场：整体增长有限，低成本、交付力、创新周期仍是竞争焦点

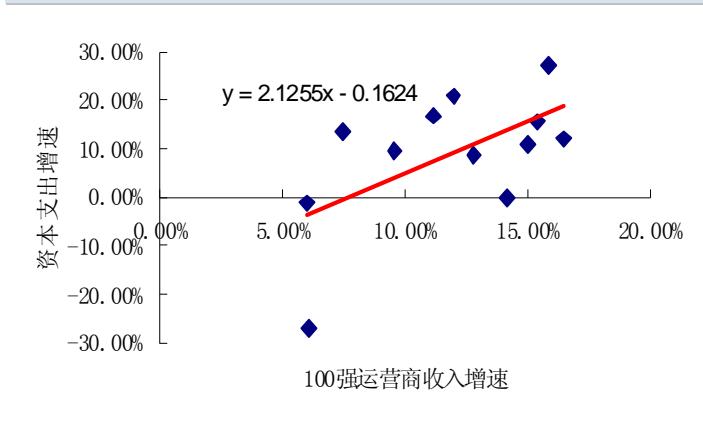
- **欧美债务危机将影响全球经济复苏，进而对全球电信行业产生影响：**国金研究所策略分析师刘峰认为，综合考虑美国和欧元区私人负债和公共负债去杠杆化的进度，根据欧美目前的经济恢复速度，在 2013 年中期以前，很难看到欧美经济有大的起色。电信产业和全球经济有明显的正相关性，经济复苏的阴影，将影响运营商增加资本开支的信心和决心，参考历史经验，我们认为，未来 2-3 年欧美运营商电信设备开支趋势趋于负面。

图表8：宏观经济与电信行业的关系图



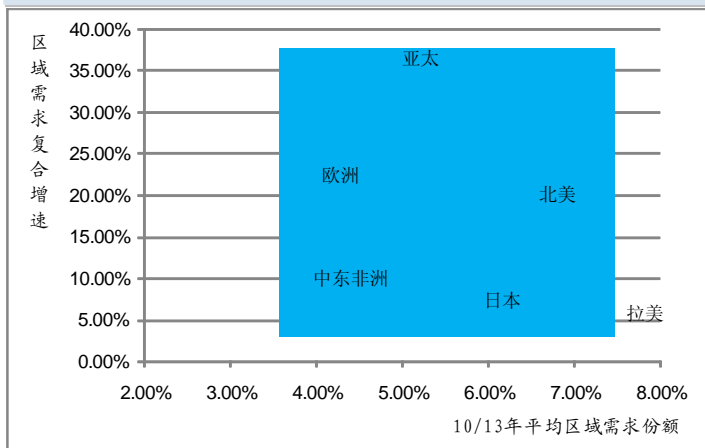
来源：Bloomberg,国金证券研究所

图表9：运营商收入增速与资本开支的关系图



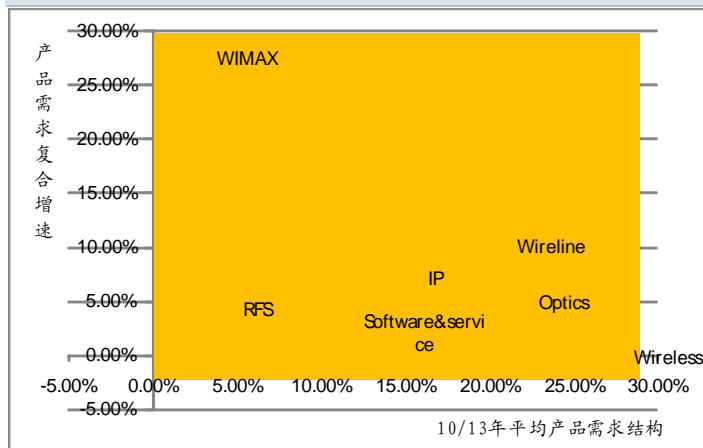
- **如何保证收入、提高投资效益、网络向 IP 演进是运营商主要关注点：**随着智能手机，IPAD 等移动终端的普及，用户对于移动宽带，数据类业务的需求持续增加，迫切要求网络升级，但运营商收入水平增长缓慢，数据业务大量是对原有语音业务的替代，在营业收入和用户需求的双重压力下，运营商将越来越关注投资效益。无论是增加收入，还是降低成本，运营商都依赖于设备商能提供成本低、周期短、效率高的网络升级方案来迎合数据业务的井喷发展，降低运营成本。基于如此，我们认为，低成本、快速交付力、持续创新能力仍运营商选择核心设备商的关键指标。

图表10：10/13 年全球通信设备区域需求结构



来源：国金证券研究所

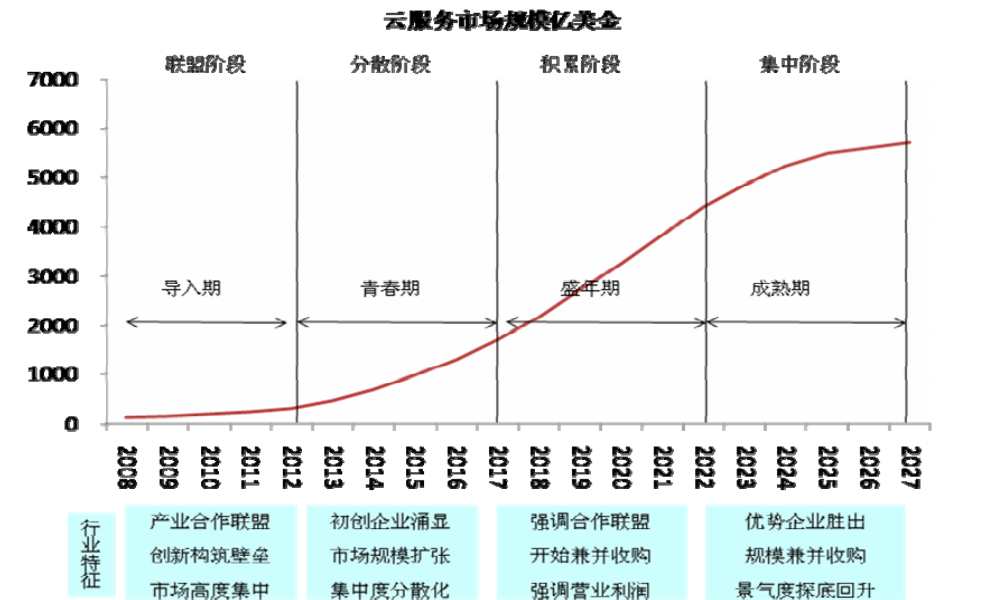
图表11：10/13 年全球通信设备产品需求结构



**云计算市场：促进全球经济发展方式的转型，2013年进入井喷增长期**

- 每次产业革命的过程中，都会有某样关键的生产要素成本大幅度下降。比如，经过工业革命，和从前用动物和人力相比，机械的动力成本几乎呈了免费的。1872-1845年工业革命的纺织机、蒸汽机时代，机械动力替代人力问题；1845-1892年是钢铁、铁路时代，解决运输效率问题，1892-1948年电气化、化学时代，解决能源短缺问题；1948-1980年工业计算机、汽车时代，解决自动化生产问题；信息技术时代的标志：1980-1995年个人计算机，解决信息处理和存储问题；1995-2010年互联网技术，解决信息传输成本大幅下降，2010-2025年云计算革命，解决海量信息处理边际成本递减问题。
- 目前全球云计算已经由概念期进入导入期，受政策、行业标准、市场需求、重量级玩家和技术等多重因素的推动，国内云计算市场至2013年将超过1000亿元规模，年复合增长率高达91%；全球未来十年云计算将进入爆发式增长，市场规模有望扩大25倍以上。

**图表12：云计算产业周期：联盟-分散-洗牌-集中，2013年进入井喷增长期**

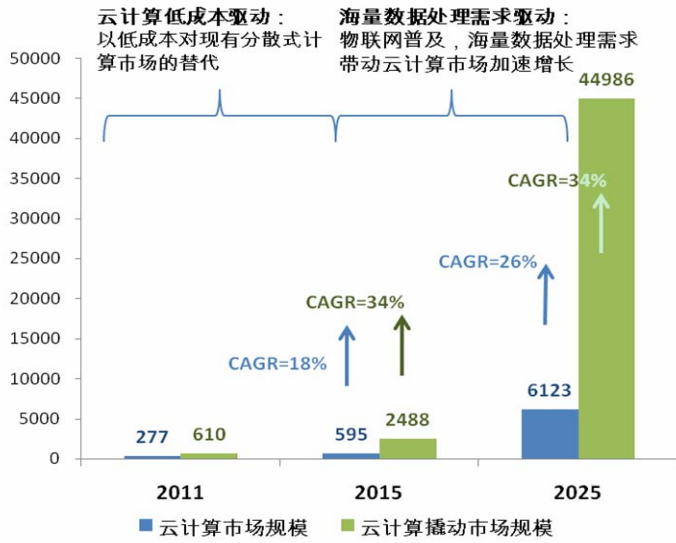


来源：国金证券研究所

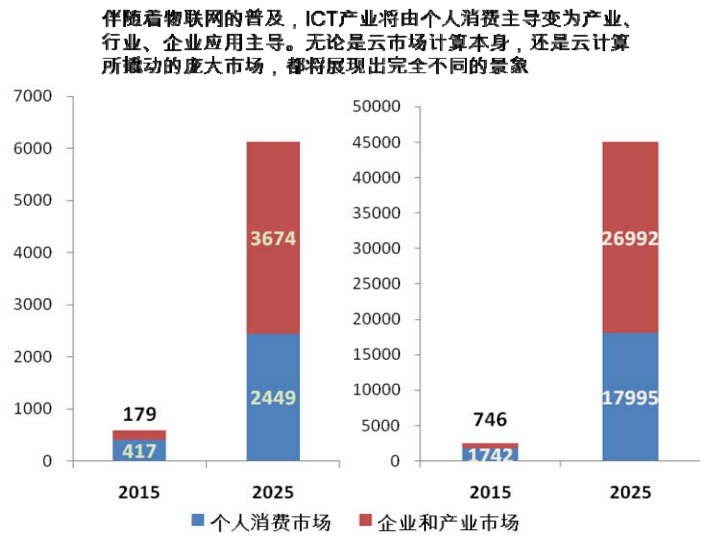
**终端市场：迎来 ICT 产业的“镀金时代”，万亿级美金市场空间**

- 通过对比电气化时代对电所演绎的增长故事，并结合信息自身的特性，我们估计未来15年，以云计算、物联网、智能管道为代表的新一代信息技术革命将带来四万五千亿美元的市场空间，迎来 ICT 产业的“镀金时代”。
- 短期内（2011-2015），云计算市场规模主要尤其低成本推动，以存量替代为主。云计算市场规模以年均17%的速度增长，快于IT开支约5%的增速。同时大量云计算基础设施建设带动下游行业，使云计算撬动市场规模以32%的速度高速增长。到2015年，云计算市场规模达到近600亿美元，占IT开支的比重从2009年的约5%提升至11.7%。
- 长期内（2016-2025）。随着云计算、物联网、智能管道全部技术、商业模式和产业链发育成熟，终端的泛在和普遍地接入将产生海量的数据，对计算和管道资源的要求进一步提高。我们预计2016年到2025年，云计算市场规模增速将提升至年均26%，到2025年市场规模达到6123亿美元。同时撬动智能管道和“泛终端”等相关产业以34%的年均速度增长，到2025年市场规模达到4万5千亿美元。

图表13: 2011年到2025年全球云计算市场预测



图表14: 2015年、2025年全球云计算市场结构预测



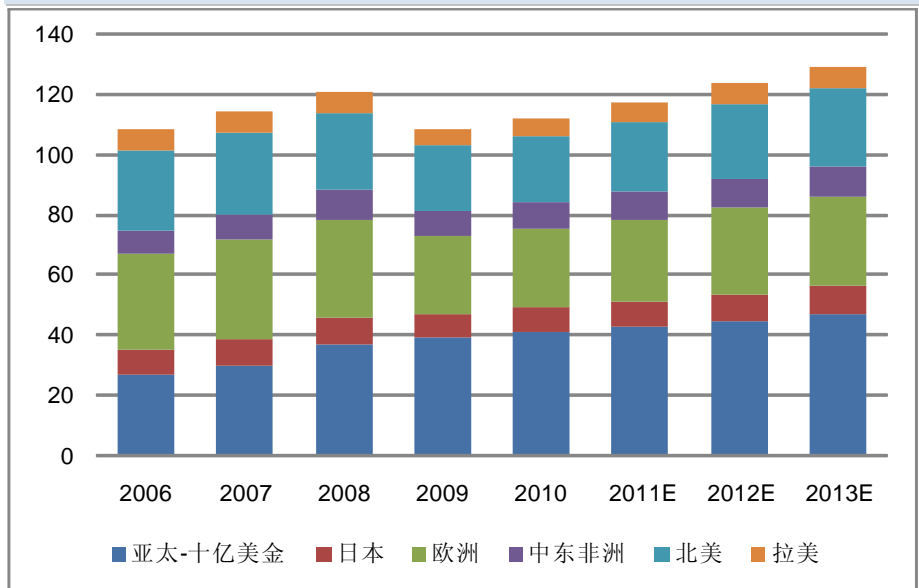
来源：国金证券研究所

### 中兴通讯面临的机遇

机遇之一：网络转型时期，将是中兴通讯扩大国际市场份额的绝好机会

- 每个技术转型时期都将带来行业的重新洗牌。全球网络正在经历从窄带到宽带，从语音到数据的革命性变革，这也是中兴华为等新兴厂家进入市场的绝佳机会。中兴通过 10 年的海外耕耘，已经证明了技术和服务能力，持续的研发投入和以客户为导向的运作机制将为今后的进一步发展奠定基础。经济危机下的融资能力和成本结构也将成为中兴进一步扩展海外市场的助力。中兴，华为近 10 年的海外开拓已经取得信任，海外已经衰落设备商原有的网络基础不再是障碍，反而成为搬迁目标。

图表15: 全球电信设备市场需求分析与预测 (十亿美金)

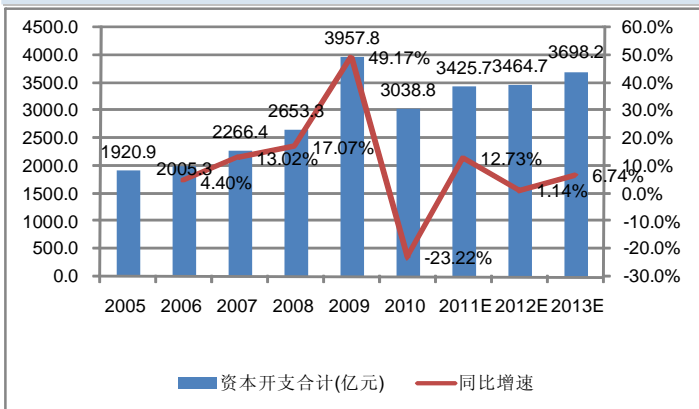


来源：国金证券研究所

机遇之二：受益于国内宽带投资以及 TD-LTE 投资

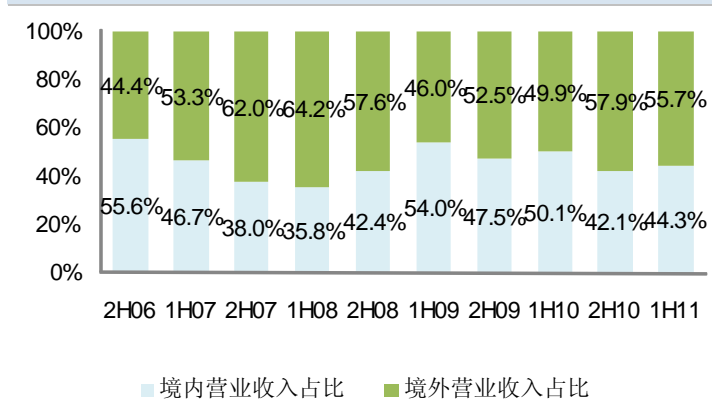
- 十二五期间国内运营商资本支出结构性变化对中兴更为有利：我们预计十二五期间我国电信资本开支总体规模将达 2 万亿元，年复合增速预计 6%，虽然投资增速有所减缓，但是其投资结构将更有利于国内厂商，我们预计，未来几年宽带网络、TD-LTE 将成为运营商投资重点，中兴通讯在宽带网络综合竞争力仅次于华为，市场份额约 35%，在 TD-LTE 综合优势与华为并驾齐驱，市场份额有望 35-40%之间，可以预见，十二五期间，国内电信设备市场份额将进一步向中兴华为集中。
- TD-LTE 对中兴通讯业绩影响：我们预计 2013 年中移动将大规模投资 TD-LTE 网络建设，保守 35%的市场份额计算，13-15 年 TD 业务将对中兴贡献净利润分别为 6.3 亿元、15.1 亿元和 15.8 亿元，对当年业绩拉动分别为 9%、16%和 15%。

图表16：十二五国内运营商资本开支复合增速 6%

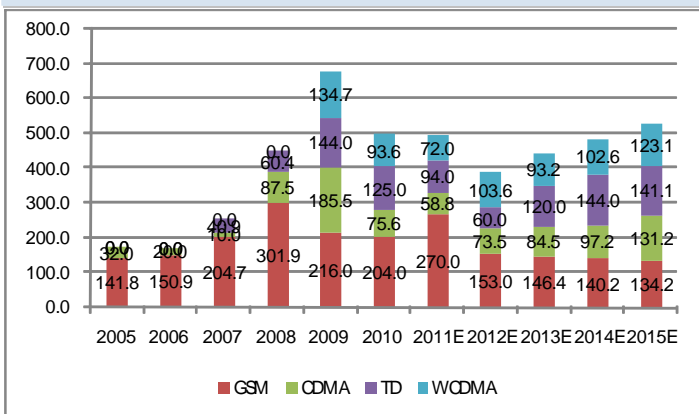


来源：国金证券研究所

图表17：中兴通讯海内外收入占比趋势-半年统计

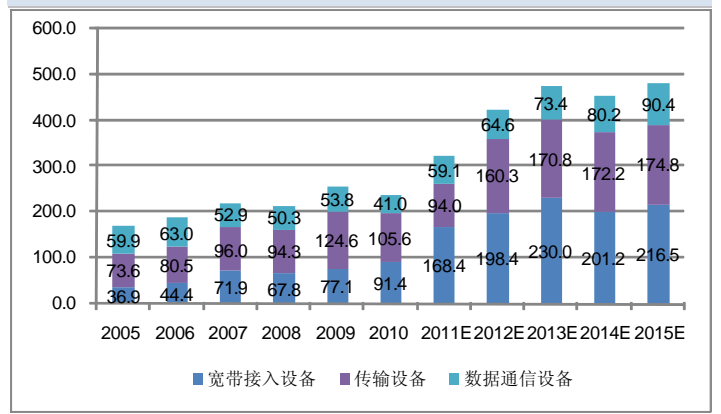


图表18：移动设备投资趋势：2012 年预计回落



来源：国金证券研究所

图表19：固网设备投资趋势：2012 年快速增长

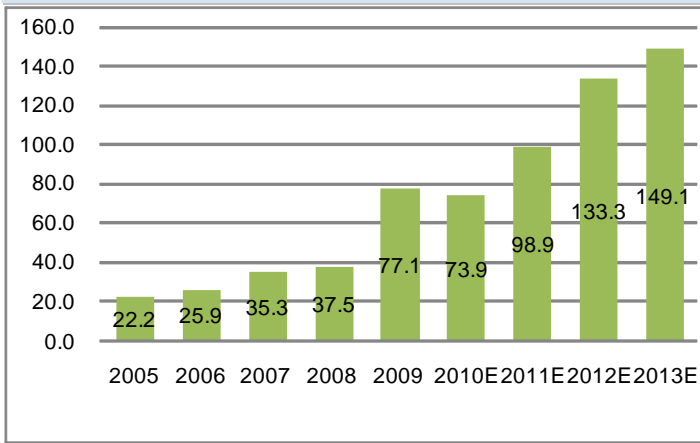


图表20：TD-LTE 投资对中兴通讯业绩影响分析

年份	中国移动计划	基站规模	单价(万/台)	基站投资(亿元)	份额	收入-亿元	净利率	净利-亿元	对当年利润贡献比
2011年	北京、上海、广州、深圳、南京、厦门等六城市试验网	1500	15.0	2.3	20%	0.5	0%	0.0	0%
2012年	40个以上的TD-LTE试验网, 10个以上的商用网络	20000	13.5	27.0	30%	8.1	10%	0.8	2%
2013年	60个以上的试验网, 20个以上商用网络	60000	12.2	72.9	30%	21.9	15%	3.3	5%
2014年	全球规模商用	150000	10.9	164.0	30%	49.2	20%	9.8	11%
2015年	国金预测	150000	10.4	155.8	30%	46.7	20%	9.3	8%
2016年	国金预测	150000	10.0	150.0	30%	45.0	20%	9.0	6%
累计		531500		421.99875	30%	171.4		32.3	

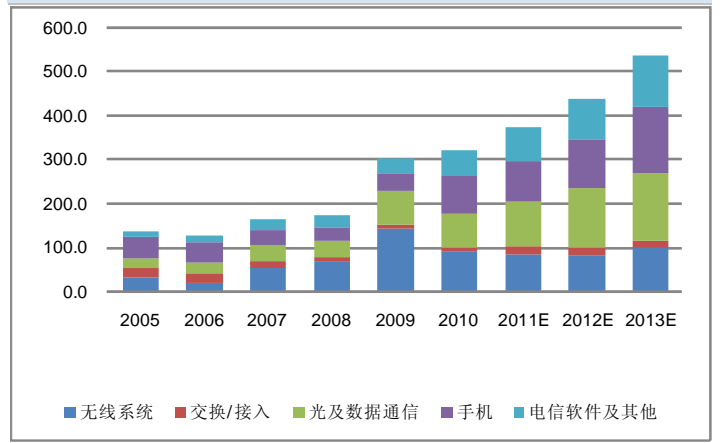
来源：国金证券研究所

图表21: 中兴国内光通信收入规模分析预测



来源: 国金证券研究所

图表22: 中兴国内市场收入结构预测



### 机遇之三: 中兴通讯是国内乃至全球云计算浪潮的最大受益者之一

- 在企业网设备方面, 中兴、华为也将以空前的力度开拓云计算市场, 这是因为: 1、中兴从前并不涉及企业网业务, 华为企业网业务从前在 H3C 执行, 在出售 H3C 之后, 华为从 2009 年开始重新涉足企业网, 因此中兴、华为目前在企业网并没有存量的包袱。云计算无论对其交换机还是服务器、存储器都是增量。2、由于云计算是集中式计算方式, 因此计算能力的采购与建设也是集中方式, 中兴、华为在这样的方式中很容易集中力量击败规模较小的设备厂商, 云计算是中兴、华为企业网的重大机会。
- 中兴作为云计算的新进入者, 短期而言, 受益于云计算的集中采购和集中建设模式下, 中兴通讯具备市场优势; 中期内中兴通讯在云计算关键技术上的投入带来的突破、以及融合性的创新能力、规模生产能力都是中兴通讯的中长期优势; 长期来看, 云计算集中化、规模化、低成本的服务模式将是中兴实现从卖设备到卖服务的重大转型机遇。

## 中兴通讯面临的挑战

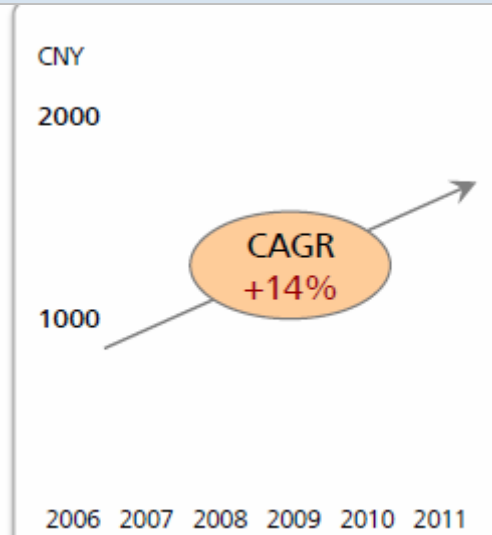
### 短期挑战：提升效率，实现从规模增长到质量增长的转移

- **产品结构亟待调整：**人民币单边升值加大汇兑风险，国内通货膨胀以及人力成本持续上升弱化成本优势等外部环境日趋恶劣的压力，客观要求，公司的发展模式不得不从过去追求规模向追求质量的转变，逐步降低或剥离低毛利率、低附加值、非战略性的业务占比，这不但有助于降低公司潜在的市场风险，也有助于提升公司综合盈利能力。
- **提升效率已成当务之急：**较华为而言，无论从人均收入、人均利润的绝对值，或是人均收入比率相对值而言，均出现差距逐年拉大的趋势。华为总裁任正非“谁来呼唤炮火，应该让听得见炮声的人来决策”的呐喊也充分体现了华为对于市场的极端重视，一系列的组织变革也在制度上保证了前线人员的决策权和资源调动能力。相比之下，中兴更多采用事业部制，多年形成的业务单元的在公司内部的相对强势地位容易引发各产品线之间或者各事业部之间的局部利益矛盾冲突，从而影响到客户需求交付速度以及公司整体协调作战能力，局部利益与整体利益之间的矛盾急需通过组织架构调整到考核机制的改革得以完善。

图表23：06-10年人民币相对于美元升值22%

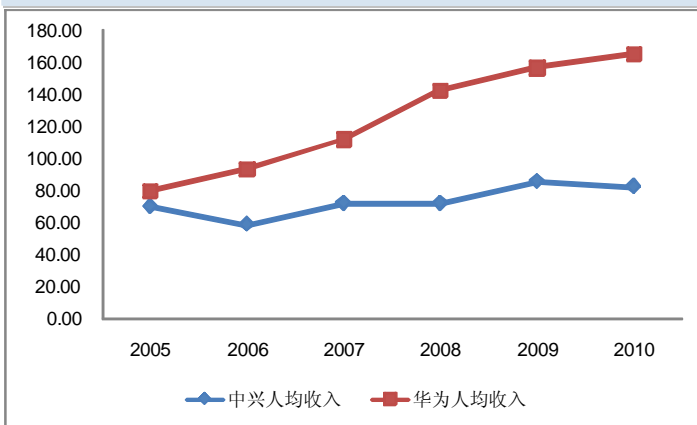


图表24：06-11年深圳最大工资年复合增速14%



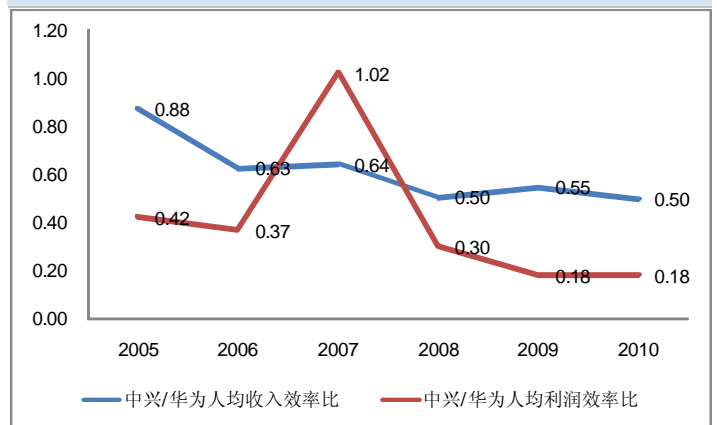
来源：国金证券研究所

图表25：中兴与华为人均收入比较 (单位：万元)



来源：国金证券研究所

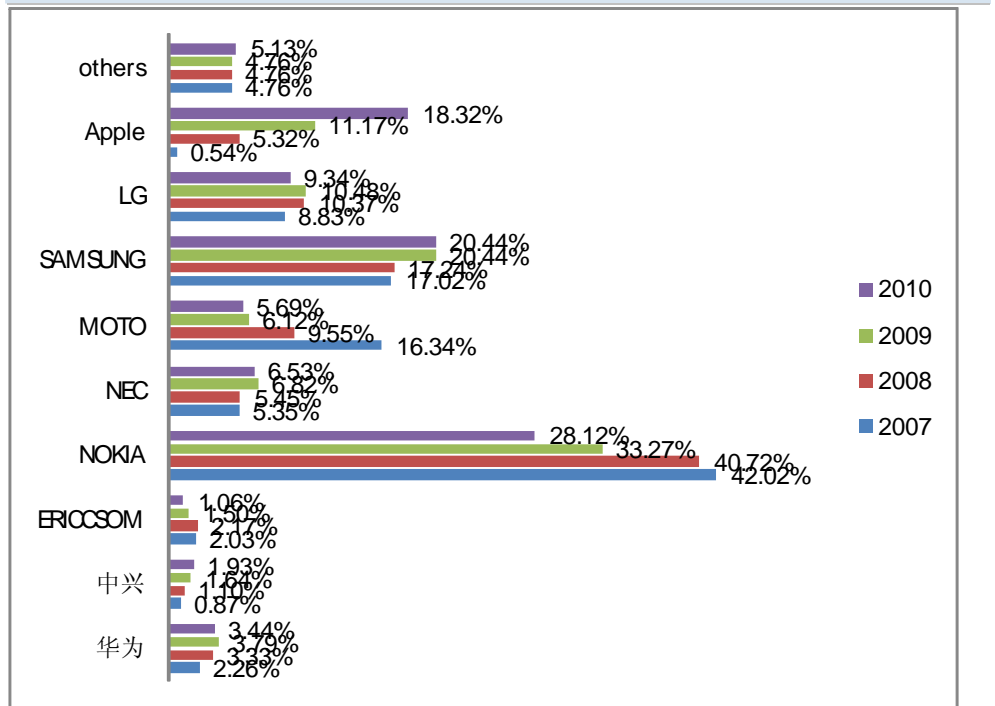
图表26：中兴较华为人均收入比与人均利润比趋势



中期挑战：从优秀到卓越，是中兴国际化市场不可逾越的坎

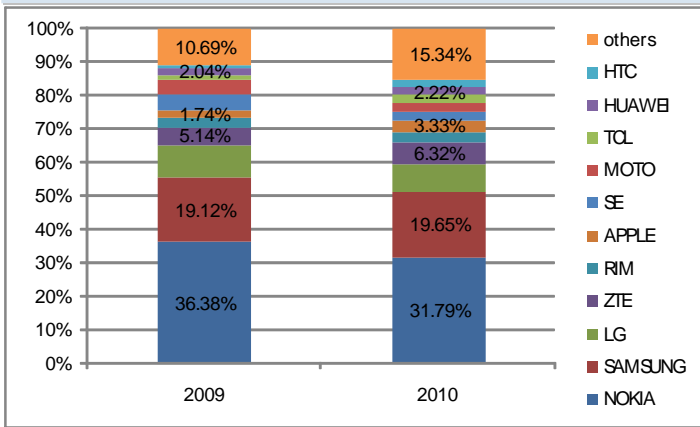
- **全线突破欧洲，超越诺西：**打开全球设备商的版图，2010年中兴系统设备占全球份额为 10.9%，亚太地区份额 22%，中东非洲达到 18%，拉美为 5.9%，由于北美市场相对封闭，份额仅为 0.55%，而作为世界人口密度最大，人均 GDP 名列前茅，政策壁垒较薄弱的欧洲，中兴目前总体份额却只有 2.31%；无疑，欧洲将是中兴未来最重要的潜在市场；翻开欧洲运营商版图，我们可以清晰看到三个阵营：德电 法电 沃达丰为主的第一阵营；KPN SFR H3G 以及 Telenor 为主的第二阵营；以及其他第三阵营的运营商；其中，第二第三阵营，中兴已经实现规模突破；比如 telenor 匈牙利，H3G 奥地利 以及德国 KPN 等；但对于蛋糕最大的一线运营商，中兴份额较低，如何打破爱立信、华为、诺西在西欧市场的三角格局，可能性较大的突破口是替代诺西的份额，可以肯定地讲，未来 2-3 年中兴能否超越诺西，是中兴国际化品牌从优秀到卓越不可逾越的坎。
- **品牌的提升。**中兴 20 年左右的企业历史，与国外厂商的百年老店相比，虽然正处于壮年期，但在品牌，企业文化，公司治理等方面需要进一步提升。目前，中兴通讯品牌化战略首先从智能终端开始，今后中兴将主攻美国智能终端市场，公司意识到只有在美国市场进入主流供应商名单，才能进入手机行业第一集团。同时，中兴通讯与欧洲公司 Brightpoint European Regional Services, S.L. 签署分销协议，负责将中兴通讯的产品分销到其网络和渠道合作商。这意味着中兴通讯除了通过为运营商定制手机等终端外，也将通过其他分销渠道面向大众销售，并独立使用中兴通讯品牌，由此将提升中兴通讯终端在欧洲市场的品牌知名度。

图表27：2010年中兴终端收入占比仅为1.96%，华为为3.44%



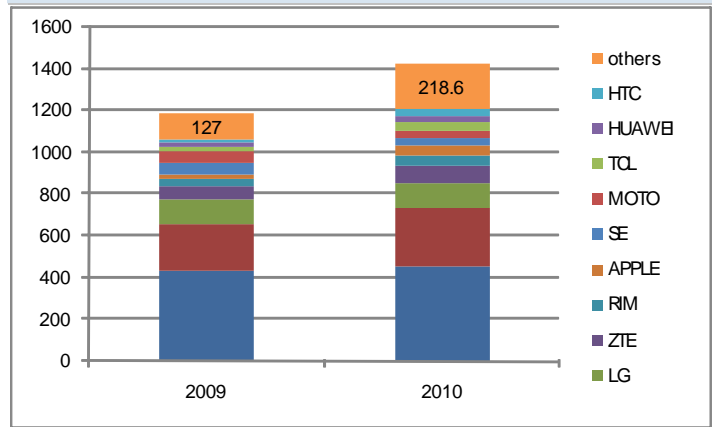
来源：国金证券研究所

图表28: 09-10年中兴华为手机出货量份额比较



来源: 国金证券研究所

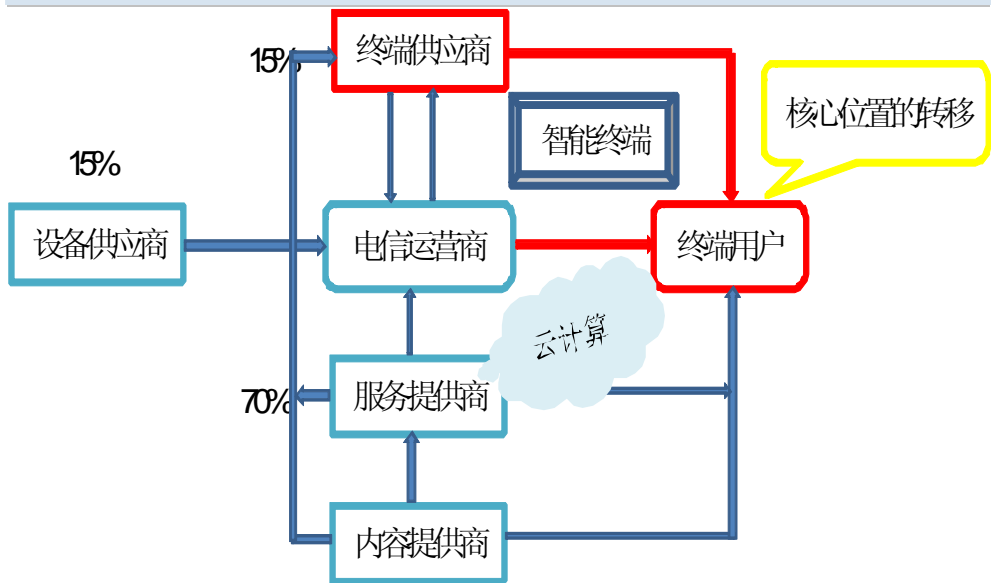
图表29: 09-10年中兴华为手机出货量份额比较



长期挑战: 从造云者到用云者, 实现从设备商到服务商的跨越;

- 产业价值链结构、重心、价值发生转移: 随着互联网的普及和网络的 IP 化, 吸引了诸如媒体、IT 等其他行业的加入争夺利益, 原有的整合关系被打破, 终端和业务不再受运营商控制, 而是直接面向用户, 从而使得电信产业价值链转变为网状模式, 运营商的核心地位已渐渐被取代。

图表30: 新型电信产业价值链——网状式



来源: 国金证券研究所

- 根据 Visionmobile 的研究, 从整个产业链的价值构成来看, 内容和服务占据了整个价值链 70% 的收入, 终端厂商占 15%, 网络设备厂商占 15%, 价值链的重心将向平台和服务倾斜, 终端和网络越来越成为获取用户的工具和手段, “网络+服务”或“终端+平台”的模式必将成为 ICT 产业的争夺焦点; 从 ICT 技术长期发展趋势看, 网络架构日趋扁平化、融合化, 硬件设备越来越同质化和标准化, 单纯靠卖硬件获取超额利润时代一去不返, 定制化软件和差异化服务成为利润的主要增长点。云计算的出现将是一个产业重新整合的过程, 通过全新的商业模式, 为最终用户提供服务。
- 中兴在云服务领域的突破路径: IAAS 是基础, PAAS 是关键。IAAS 服务提供商需要具备庞大的 IT 基础设施、充足的网络资源和良好信誉, 因而, 中兴完全可以和政府合作方式, 或者在新兴市场运营商合作, 投资建立大型的云计算数据中心。除此之外, 中兴还需在 PAAS 层面有所作为, 可以这么说, PAAS 就是未来互联网应用的操作系统, 未来的互联网应用将不

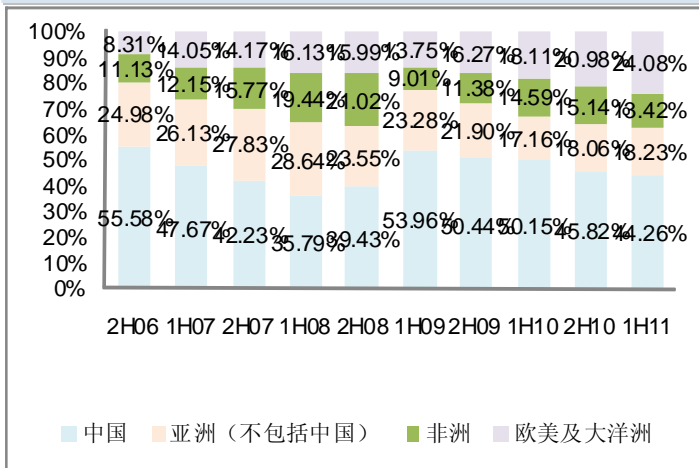
再需要基于 PC 进行开发，而是完全基于 PAAS 平台开发，中兴华为已错过了智能终端操作系统的最佳机遇，如果不能及早推出自主创新的 PAAS 平台，中国的云计算最终仍会受制于跨国厂商。

### 经营业绩分析：短期调整是中长期可持续增长的前提

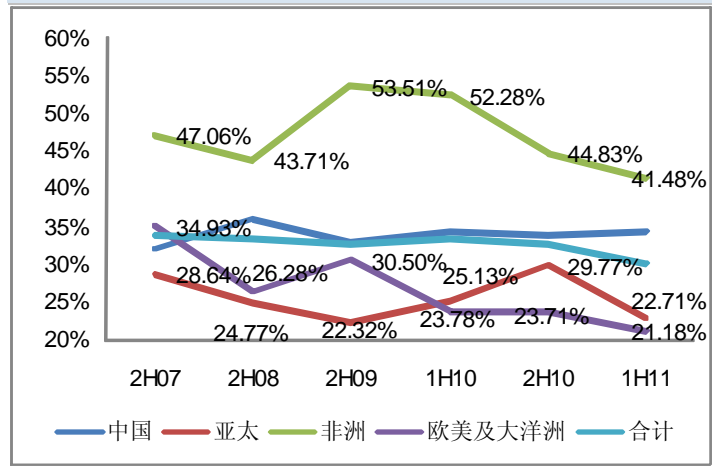
#### 短期趋势：突破欧美市场、手机转型将导致短期毛利率下滑压力

- 我们认为 2011 年是中兴战略性突破年：系统设备要全线突破西欧的主流运营商和拉美的跨国运营商，终端设备要实现从低端功能机向智能机转型、由定制为主向品牌化的升级战略目标，夺市场和业务转型均会导致公司毛利率短期有压力，我们认为，份额第一，判断公司收入增长和市场结构优化远胜于对公司短期业绩的关注更为重要。
  - 欧美市场已获实质性突破：中报显示，欧美市场收入同比增长 62%，收入占比提升 6%，上半年公司已经实质性突破了欧洲二线、三线的运营商，也突破法国电信一流运营商，下半年有望突破德国电信和沃达丰；在美洲市场，除北美封闭性市场尚无实质性突破外，西班牙电信已获得实质性突破，美洲电信有望在下半年突破，拉丁美洲的 2 家跨国运营商均有望在今年获得全线突破，从全年增速看，我们预计欧美业务增速将接近 100%。
  - 激进市场扩张战略是毛利率下降主因：从区域业务毛利率变动看，中兴除国内业务毛利率持平外，其他区域市场均出现下降，其中非洲下降 11%，欧美地区下降 2.6%，亚太下滑 2.4%，分析其原因主要有两点：其一，中兴近年提出了进入前三超越诺西的战略，不惜血本加速替代诺西在欧美市场份额，导致了欧美市场收入占比越高短期亏损越大；其二，诺西面临生死存亡之战，不得不在新兴市场如非洲和亚太市场加速反扑，导致了亚太和非洲的产粮区域竞争更加激烈。

图表31：11 年中期区域收入占比：非洲下降 1%，亚太提升 1%，欧美提升 6%、中国下降 6%



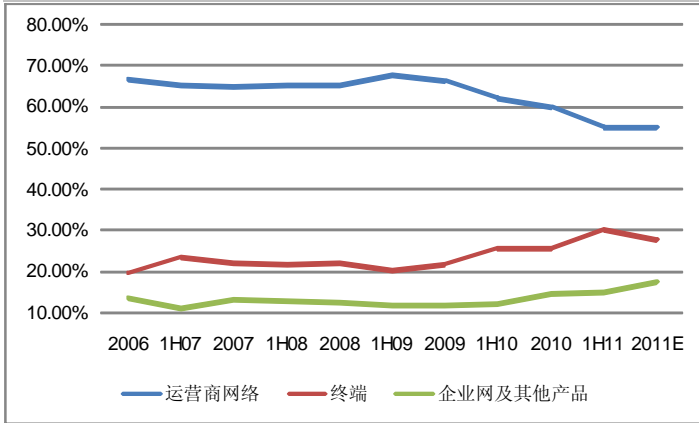
图表32：11 年中期区域毛利率变动：非洲下降 11%，欧美地区下降 2.6%，中国持平，亚太下滑 2.4%



来源：国金证券研究所

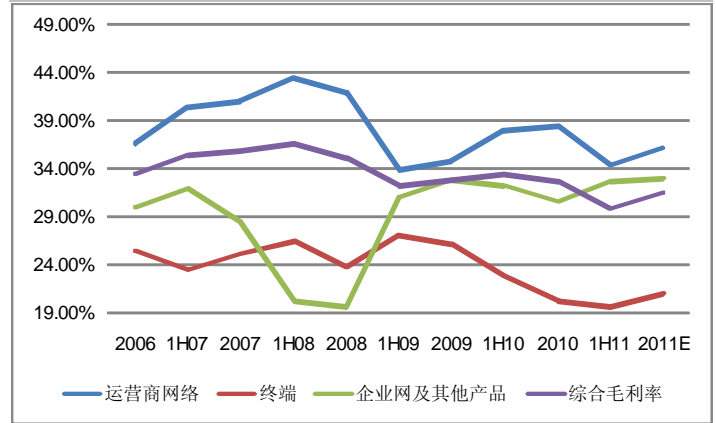
- 业务结构看：1H11 中兴的运营商网络收入占比较去年同期下降 7.2%，而终端提升 4.5%，企业网及其他提升 2.7%。从业务毛利率变动看，运营商网络下降 3.6%，终端下降 3.1%，企业网及其他上升 0.5%。运营商网络毛利率下降主要源于中兴以低价在欧美市场加速扩张带来的成本上升，终端设备毛利率下降主要源于功能手机加速外包、智能手机规模效应尚未释放导致生产制造成本上升所致。

图表33: 11年中期产品收入占比: 系统下降7.2%, 终端提升4.5%, 企业网及其他提升2.7%



来源: 国金证券研究所

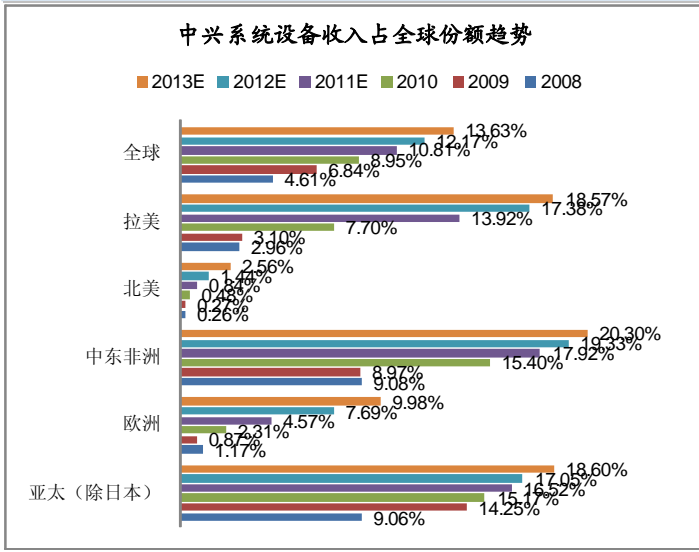
图表34: 11年中期各业务毛利率: 系统下降3.6%, 终端下降3.1%, 企业网及其他上升0.5%



### 中期趋势: 超越诺西, 进入设备商前三阵列

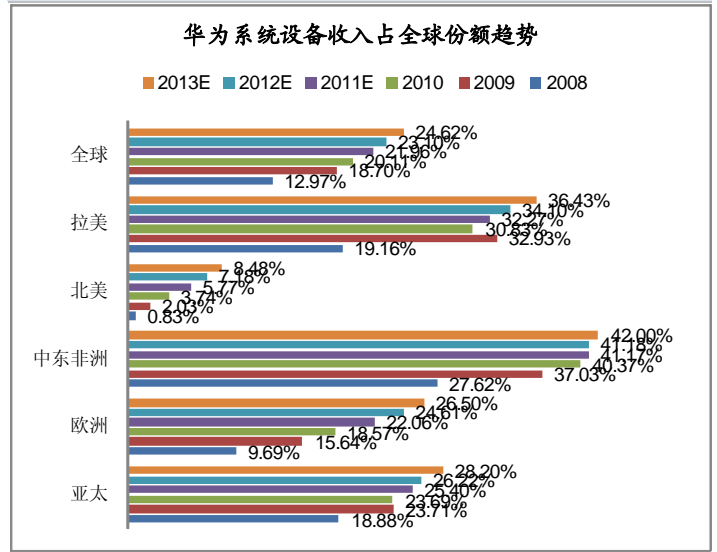
- **中兴欧洲突破, 万事俱备, 只欠东风; 我们认为, 今年底或者明年中, 中兴无线产品突破一线运营商欧洲子网将成为大概率事件; 中兴公司冲入通信行业前三的梦想, 将因为在欧洲绽放胜利之花而实现!**
  - **天时:** 欧债危机愈演愈烈的大背景下, 运营商无论是增加收入, 还是降低成本, 都依赖于设备商能提供成本低, 周期短, 效率高的网络升级方案来迎合数据业务的井喷发展; 现网供应商, 有的研发能力周期长, 导致运营商网络演进不断已经落后于竞争对手; 有的网络升级造价昂贵, 运营商感觉到难以为继; 显然: 对于要维持投资稳定, 提高收入, 降低成本的运营商而言, 在未来两年, 数据业务有望爆炸性增长的情况下, 引入新的供应商, 以更低的采购成本获取更为高效的网络, 摆脱经营困境已经势在必行! 基于此点, 我们认为, 中兴未来纳入欧洲一线运营商采购名单的可能性在不断提高;
  - **地利:** 基于诺西现网设备陈旧, 版本更新周期长, 维护成本高企, 导致现网设备被不断搬迁; 我们认为, 诺西已经进入了一个死结; 要维护市场份额, 一方面依赖于商务策略, 另一方面依赖于贴近于客户的先进技术方案; 对于商务策略, 诺西既没有足够现金流支持 (收购摩托占用了大量资金, 前段时间传闻被私募收购以及 IPO 意向也从侧面证实了其现金流短缺的事实), 也没有成本优势; 对于产品技术先进性方面及研发周期方面, 诺西也没有改善的可能; 因此, 在两方面条件都不具备的条件下, 诺西市场份额只能不断降低; 这就为其它厂家提供了扩展空间; 未来一段时间, 诺西也许将面临一场生死抉择!
  - **人和:** 中兴在激烈的拼杀中脱颖而出的关键因素是持续技术创新能力、低成本优势和全面产品体系。首先, 市场化研发的创新体系使得中兴在技术上已经可以与国际巨头平分秋色; 中兴通讯的 LTE 核心专利与华为、爱立信以及诺基亚基本持平, 远远超过阿朗, 在系统设备方面, 中兴首推业内 SDR 基站, 保证了 GSM, UMTS 和 LTE 未来的平滑演进, 迄今为止 SDR 出货量已经达到 70 万台; 其次, 中兴成本优势仍将持续相当时间, 较西方同行而言, 成本优势比较突出; 即使考虑到人民币升值, 中国人力成本上涨等因素; 中兴的研发, 生产成本也仅为西方厂商 40%左右; 最后, 中兴多产品线齐头并进, 可以为运营商提供诸如 FMC 等解决方案, 这些将有效提高运营商投资效率, 保护运营商未来的投资。

图表35: 中兴系统设备占全球各区域市场分析



来源: 国金证券研究所

图表36: 华为系统设备占全球各区域市场分析



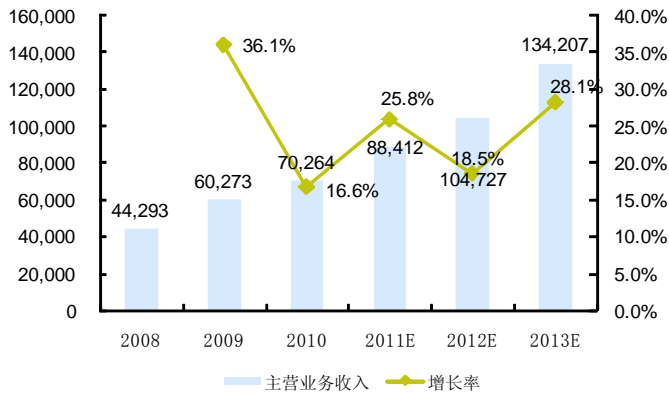
长期趋势: 云和端将助飞中兴未来十年持续增长

- 中兴在云计算时代何以致胜: 1、云计算的诞生根本原因是带宽升级速度快于处理器和存储器的升级速度, 云计算的经济价值在于边际成本递减, 长期竞争焦点是低成本竞争, 低成本的关键是处理、带宽和存储的融合技术, 技术的多元化和融合化是中兴华为能在云计算时代制胜的核心要素; 2、云计算投资主体, 从区域看, 未来十年中国将占据全球 1/3 投资量, 中兴华为受益最大, 从投资主体看, 运营商、大中型企业、政府军队是三大投资主体, 运营商市场无疑中兴华为绑定优势更为明显, 企业网市场将中兴华为下一步拓展的蓝海, 集中化 IT 给中兴华为带来千载难逢的机遇, 规模化、低成本正是中兴华为在过去 5 年在全球电信市场独树一帜的法宝。3、说到底, 云计算的最大受益者是中兴华为, 集中化、规模化、低成本化正是中兴华为惯用的绝招。
- 如何认识中兴在端市场的机会: 1、短中期看, 受益于智能终端和平台电脑在全球范围的迅速普及, 公司凭借低成本技术优势、产品交叉补贴的市场优势等快速提升运营商定制化市场份额; 2、长期看, 中兴将受益物联网以及 M2M 投资兴起, 从市场空间而言, 物联网及 M2M 市场将一个数倍于智能终端规模, 中兴的核心优势是定制化研发、低成本制造、快速响应, 这正是物联网市场所期待的。
- 总之一句话, 当您深刻认识到未来信息化时代无论是云计算还是智能终端、还是物联网等, 竞争的终点都是低成本的时候, 您不会怀疑中兴华为仍面临未来黄金十年甚至更长的发展空间。

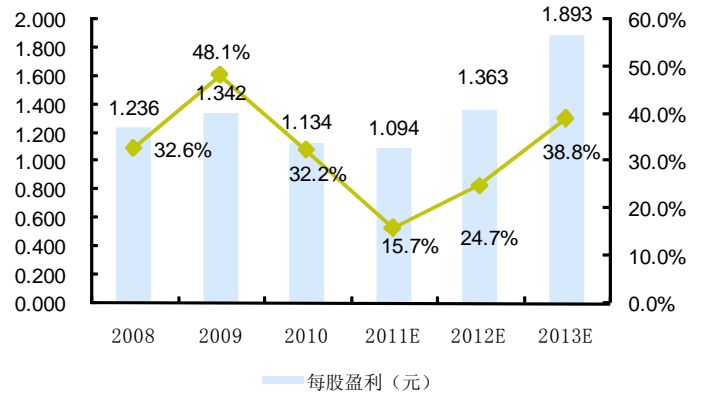
### 业绩预测及投资建议

- 出于对 2012 年全球宏观经济的谨慎预期，并兼顾公司在 10-12 年期间处于战略性突破西欧和手机转型的关键窗口期，我们下调了 11-12 年收入增长以及盈利能力，但我们认为 13 年将公司产品结构优化和挺进前三的收获拐点，一方面全球 LTE 以及国内 TD-LTE 投资将处于井喷增长拐点，另外云计算（包含企业网和业务软件等）业务收入规模超过 200 亿元以上，将对公司业绩产生实质性影响（敬请关注我们后续发表有关中兴的深度分析报告）；
- 综上所述，我们预计 11-13 年公司主营收入分别为 884 亿元(增速 26%)、1047 亿元(19%)和 1342 亿元(28%)，EPS 分别为 1.09 元(增速 16%)、1.36 元（25%）和 1.89 元（39%）。我们给予公司未来 6-12 个月合理价格区间为 27.26- 34.08 元（折合港币 31.90-39.88 元），相当于 20x12PE-25x12PE，较昨天收盘价具有 57%以上涨幅空间。

图表37：中兴通讯未来收入分析与预测（百万）



图表38：中兴通讯未来 EPS 分析与预测（元）



来源：国金证券研究所

图表39：中兴国内业务收入分析与预测（亿元）

国内收入分类	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
无线系统	143.1	120.0	111.2	100.6	122.0	
交换/接入	9.4	9.0	18.3	16.6	15.1	
光及数据通信	77.1	75.1	87.6	117.3	131.2	
手机	40.3	59.4	88.9	103.3	122.4	
电信软件及其他	34.3	58.6	75.6	92.1	117.5	
合计(亿元)	304.0	322.0	381.6	430.0	508.2	
同比增速		74.07%	5.90%	18.53%	12.67%	18.21%

来源：国金证券研究所

图表40：中兴海外业务收入分析与预测（亿元）

国际业务收入结构	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
无线通信系统	112.3	108.6	130.2	156.3	171.9	214.9	
交换/接入	15.3	21.6	18.9	24.6	30.7	39.9	
数据与光通信	45.8	40.1	66.8	86.8	104.1	140.6	
手机	66.8	90.4	119.9	155.8	187.0	243.1	
电信软件系统及其他	28.1	37.9	49.3	69.0	103.6	155.3	
国际销售合计	268.3	298.7	385.1	492.5	597.3	793.8	
增速		46.57%	11.34%	28.92%	27.90%	21.28%	32.90%

图表41: 公司业务收入及毛利率分析与预测 (百万元)

项 目	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>运营商网络</b>												
销售收入 (百万元)	22,567.50	12,853.25	28,963.80	18,796.81	39,982.30	19,000.33	41,990.20	20,522.96	48,479.21	54,128.19	66,374.19	77,689.45
增长率 (YOY)	47.11%	29.32%	28.34%	46.24%	38.04%	1.08%	5.02%	8.01%	15.45%	11.65%	22.62%	17.05%
毛利率	41.06%	43.41%	41.98%	33.93%	34.88%	38.04%	38.43%	34.42%	35.59%	36.57%	37.05%	37.05%
销售成本 (百万元)	13,301.51	7,273.61	16,804.61	12,419.05	26,036.47	11,772.90	25,852.90	13,458.30	31,227.84	34,333.51	41,780.89	48,877.09
增长率 (YOY)	36.86%	22.76%	26.34%	70.74%	54.94%	-5.20%	-0.71%	14.32%	20.79%	9.95%	21.69%	16.98%
毛利 (百万元)	9,265.99	5,579.65	12,159.19	6,377.76	13,945.83	7,227.42	16,137.30	7,064.66	17,251.37	19,794.69	24,593.30	28,812.35
增长率 (YOY)	64.81%	39.01%	31.22%	14.30%	14.69%	13.32%	15.71%	-2.25%	6.90%	14.74%	24.24%	17.16%
占总销售额比重	64.89%	65.15%	65.39%	67.82%	66.34%	62.20%	59.76%	54.97%	54.83%	51.69%	49.46%	47.89%
占主营业务利润比重	74.29%	77.10%	78.11%	71.52%	70.66%	70.82%	70.38%	63.69%	62.75%	58.93%	56.70%	55.04%
<b>终端</b>												
销售收入 (百万元)	7,645.10	4,294.62	9,692.60	5,583.00	13,071.50	7,790.25	17,927.40	11,214.73	24,469.34	29,033.73	36,548.30	43,857.962
增长率 (YOY)	69.16%	19.54%	26.78%	30.00%	34.86%	39.54%	37.15%	43.96%	36.49%	18.65%	25.00%	20.00%
毛利率	25.00%	26.38%	23.73%	26.98%	26.14%	22.71%	20.26%	19.63%	21.00%	23.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	5,733.83	3,161.70	7,392.55	4,076.71	9,654.61	6,020.79	14,295.31	9,013.21	19,330.78	22,355.97	27,776.71	33,332.05
增长率 (YOY)	69.88%	14.89%	28.93%	28.94%	30.60%	47.69%	48.07%	49.70%	35.22%	15.65%	24.25%	20.00%
毛利 (百万元)	1,911.28	1,132.92	2,300.05	1,506.29	3,416.89	1,769.46	3,632.09	2,201.52	5,138.56	6,677.76	8,771.59	10,525.91
增长率 (YOY)	67.03%	34.77%	20.34%	32.96%	48.56%	17.47%	6.30%	24.42%	41.48%	29.95%	31.36%	20.00%
占总销售额比重	21.98%	21.77%	21.88%	20.14%	21.69%	25.50%	25.51%	30.04%	27.68%	27.72%	27.23%	27.04%
占主营业务利润比重	15.32%	15.66%	14.78%	16.89%	17.31%	17.34%	15.84%	19.85%	18.69%	19.88%	20.22%	20.11%
<b>企业网、电信软件及其他产品</b>												
销售收入 (百万元)	4,564.60	2,581.12	5,637.00	3,334.80	7,218.80	3,757.26	10,346.30	5,598.91	15,463.87	21,564.85	31,284.05	40,669.269
增长率 (YOY)	43.94%	51.79%	23.49%	29.20%	28.06%	12.67%	43.32%	49.02%	49.46%	39.45%	45.07%	30.00%
毛利率	28.39%	20.30%	19.65%	30.97%	32.87%	32.17%	30.54%	32.63%	33.00%	33.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	3,268.57	2,057.15	4,529.33	2,302.02	4,845.98	2,548.47	7,186.54	3,772.22	10,360.80	14,448.45	21,273.16	27,655.10
增长率 (YOY)	47.03%	77.90%	38.57%	11.90%	6.99%	10.71%	48.30%	48.02%	44.17%	39.45%	47.23%	30.00%
毛利 (百万元)	1,296.03	523.97	1,107.67	1,032.79	2,372.82	1,208.79	3,159.76	1,826.69	5,103.08	7,116.40	10,010.90	13,014.17
增长率 (YOY)	36.68%	-3.71%	-14.53%	97.11%	114.22%	17.04%	33.16%	51.12%	61.50%	39.45%	40.67%	30.00%
占总销售额比重	13.13%	13.08%	12.73%	12.03%	11.98%	12.30%	14.72%	15.00%	17.49%	20.59%	23.31%	25.07%
占主营业务利润比重	10.39%	7.24%	7.12%	11.58%	12.02%	11.84%	13.78%	16.47%	18.56%	21.19%	23.08%	24.86%
销售总收入 (百万元)	34,777.20	19,728.98	44,293.40	27,714.61	60,272.60	30,547.84	70,263.90	37,336.60	88,412.43	104,726.77	134,206.55	162,216.68
销售总成本 (百万元)	22,303.91	12,492.45	28,726.49	18,797.77	40,537.06	20,342.16	47,334.75	26,243.73	60,919.41	71,137.93	90,830.76	109,864.25
毛利 (百万元)	12,473.29	7,236.53	15,566.91	8,916.84	19,735.54	10,205.68	22,929.15	11,092.86	27,493.01	33,588.84	43,375.79	52,352.43
平均毛利率	35.87%	36.68%	35.14%	32.17%	32.74%	33.41%	32.63%	29.71%	31.10%	32.07%	32.32%	32.27%
营业收入增速			27.36%	40.48%	36.08%	10.22%	16.58%	22.22%	25.83%	18.45%	28.15%	20.87%

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>44,293</b>	<b>60,273</b>	<b>70,264</b>	<b>88,412</b>	<b>104,727</b>	<b>134,207</b>	货币资金	11,480	14,497	15,383	20,767	16,782	21,977
增长率		36.1%	16.6%	25.8%	18.5%	28.1%	应收账款	13,968	20,028	23,260	26,305	30,010	36,885
主营业务成本	-29,493	-40,623	-47,335	-60,919	-71,138	-90,831	存货	16,872	20,713	26,312	32,496	34,409	38,820
% 销售收入	66.6%	67.4%	67.4%	68.9%	67.9%	67.7%	其他流动资产	356	355	573	733	835	1,032
毛利	14,801	19,649	22,929	27,493	33,589	43,376	流动资产	42,676	55,594	65,528	80,301	82,036	98,713
% 销售收入	33.4%	32.6%	32.6%	31.1%	32.1%	32.3%	% 总资产	83.9%	81.3%	77.9%	84.6%	83.9%	85.5%
营业税金及附加	-416	-693	-1,149	-1,238	-1,466	-1,879	长期投资	1,785	4,046	6,801	7,298	7,408	7,519
% 销售收入	0.9%	1.1%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	4,920	6,047	7,670	6,492	7,564	8,549
营业费用	-5,313	-7,044	-8,755	-10,609	-12,253	-15,568	% 总资产	9.7%	8.8%	9.1%	6.8%	7.7%	7.4%
% 销售收入	12.0%	11.7%	12.5%	12.0%	11.7%	11.6%	无形资产	1,084	1,402	2,408	795	714	645
管理费用	-6,094	-8,350	-9,502	-11,494	-13,206	-16,585	非流动资产	8,190	12,748	18,624	14,585	15,685	16,714
% 销售收入	13.8%	13.9%	13.5%	13.0%	12.6%	12.4%	% 总资产	16.1%	18.7%	22.1%	15.4%	16.1%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	2,979	3,562	3,523	4,152	6,664	9,344	<b>资产总计</b>	<b>50,866</b>	<b>68,342</b>	<b>84,152</b>	<b>94,886</b>	<b>97,722</b>	<b>115,426</b>
% 销售收入	6.7%	5.9%	5.0%	4.7%	6.4%	7.0%	短期借款	5,664	6,846	7,901	8,467	1,403	1,417
财务费用	-1,308	-785	-1,198	-1,438	-1,870	-2,244	应付款项	18,760	26,083	31,219	37,926	43,608	54,777
% 销售收入	3.0%	1.3%	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%	其他流动负债	5,572	8,166	9,094	10,442	11,139	12,578
资产减值损失	-419	-738	-315	-631	-757	-832	流动负债	29,997	41,095	48,214	56,835	56,149	68,771
公允价值变动收益	-128	13	84	0	0	0	长期贷款	1,293	2,396	1,719	1,719	1,719	1,719
投资收益	123	12	497	1,000	0	0	其他长期负债	4,393	6,902	9,257	9,306	9,415	9,527
% 税前利润	5.4%	0.4%	11.4%	19.7%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>35,682</b>	<b>50,393</b>	<b>59,190</b>	<b>67,861</b>	<b>67,284</b>	<b>80,017</b>
营业利润	1,245	2,064	2,590	3,083	4,037	6,268	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,250</b>	<b>16,825</b>	<b>23,094</b>	<b>24,852</b>	<b>27,885</b>	<b>32,328</b>
营业利润率	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%	3.9%	4.7%	少数股东权益	934	1,124	1,868	2,173	2,553	3,081
营业外收支	1,017	1,261	1,771	2,000	2,300	2,530	<b>负债股东权益合计</b>	<b>50,866</b>	<b>68,342</b>	<b>84,152</b>	<b>94,886</b>	<b>97,722</b>	<b>115,426</b>
税前利润	<b>2,263</b>	<b>3,325</b>	<b>4,360</b>	<b>5,083</b>	<b>6,337</b>	<b>8,798</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	5.1%	5.5%	6.2%	5.7%	6.1%	6.6%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-351	-629	-884	-1,017	-1,267	-1,760	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.5%	18.9%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.236	1.342	1.134	1.094	1.363	1.893
净利润	1,912	2,696	3,476	4,067	5,070	7,038	每股净资产	10.608	9.187	8.056	7.225	8.106	9.398
少数股东损益	252	238	226	305	380	528	每股经营现金净流	2.503	2.361	0.328	0.993	1.530	2.197
归属于母公司的净利润	<b>1,660</b>	<b>2,458</b>	<b>3,250</b>	<b>3,762</b>	<b>4,690</b>	<b>6,511</b>	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.408	0.476	0.599
净利率	3.7%	4.1%	4.6%	4.3%	4.5%	4.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.65%	14.61%	14.07%	15.14%	16.82%	20.14%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.26%	3.60%	3.86%	3.96%	4.80%	5.64%
净利润	1,912	2,696	3,476	4,067	5,070	7,038	投入资本收益率	9.81%	9.37%	7.31%	8.11%	14.29%	17.67%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,134	1,685	1,386	1,505	1,778	2,011	主营业务收入增长率	27.36%	36.08%	16.58%	25.83%	18.45%	28.15%
非经营收益	892	304	340	-1,384	-1,229	-1,352	EBIT增长率	41.22%	19.60%	-1.12%	17.87%	60.49%	40.22%
营运资金变动	-575	-360	-3,966	-773	-356	-141	净利润增长率	32.59%	48.06%	32.22%	15.74%	24.67%	38.83%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,363</b>	<b>4,324</b>	<b>1,237</b>	<b>3,415</b>	<b>5,263</b>	<b>7,557</b>	总资产增长率	34.03%	34.36%	23.13%	12.76%	2.99%	18.12%
资本开支	-1,859	-2,053	-3,038	1,583	287	434	<b>资产管理能力</b>						
投资	-218	-253	-92	0	0	0	应收账款周转天数	70.3	76.6	85.4	80.0	80.0	78.4
其他	90	5	17	1,000	0	0	存货周转天数	88.7	82.2	82.6	78.2	77.5	73.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,988</b>	<b>-2,301</b>	<b>-3,113</b>	<b>2,583</b>	<b>287</b>	<b>434</b>	应付账款周转天数	107.4	101.3	109.8	101.0	100.5	94.6
股权募资	43	46	3,913	0	0	0	固定资产周转天数	33.8			20.8	20.3	17.7
债权募资	4,430	2,286	378	606	-7,065	14	<b>偿债能力</b>						
其他	-613	-475	-548	-1,220	-2,471	-2,811	净负债/股东权益	-6.64%	-9.03%	-8.53%	-25.71%	-32.95%	-42.95%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,861</b>	<b>1,857</b>	<b>3,743</b>	<b>-614</b>	<b>-9,536</b>	<b>-2,797</b>	EBIT利息保障倍数	2.3	4.5	2.9	2.9	3.6	4.2
<b>现金净流量</b>	<b>5,236</b>	<b>3,880</b>	<b>1,867</b>	<b>5,384</b>	<b>-3,985</b>	<b>5,194</b>	资产负债率	70.15%	73.74%	70.34%	71.52%	68.85%	69.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	28	35	60
买入	0	0	9	12	20
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.22	1.24	1.26

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-28	买入	22.74	53.87 ~ 62.35
2 2010-08-20	买入	18.49	25.88 ~ 31.05
3 2010-10-28	买入	23.05	N/A
4 2010-12-22	买入	23.74	45.06 ~ 45.06
5 2011-01-27	买入	20.85	N/A
6 2011-03-18	买入	26.02	45.00 ~ 45.00
7 2011-04-20	买入	24.03	45.00 ~ 45.00
8 2011-06-14	买入	22.03	45.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B