

通信

2017年03月17日

中兴通讯 (000063)

——基本面拐点叠加估值修复，目标价 21.60

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据： 2017年03月16日

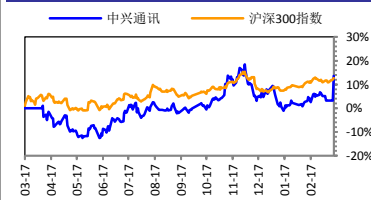
收盘价(元)	16.81
一年内最高/最低(元)	17.68/13.07
市净率	2.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	57441
上证指数/深证成指	3268.94/10624.42

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	7.62
资产负债率%	65.65
总股本/流通A股(百万)	4186/3417
流通B股/H股(百万)	-/756

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170316》 2017/03/16

《继续防守反击，关键是结构！——申万宏源策略一周回顾展望(17/3/6-17/3/12)》 2017/03/13

证券分析师

顾海波 A0230515090007
guh@swsresearch.com
何俊锋 A0230515110002
hejf@swsresearch.com

联系人

贾金健
(8621)23297818x010-66500586
ji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 运营商 800M/900MHz 频谱重耕及广电 700MHz 建网预测新增投资超过 2000 亿，有望抵消 4G 新建基站投资下滑的影响，公司未来两年运营业务收入将平稳回落。去年工信部相继批准中国电信和中国联通将 800M/900M 频段用于 LTE 组网，推测中国移动可能于 2017 年获批 900M 频段重耕，低频重耕大概率将成为未来三年 5G 之外网络建设的主旋律。中国广电也在积极进行 700M 频段的 LTE 组网技术验证，可能于 2017 年获得牌照后启动全国组网。经测算低频重耕总投资约 2200~3000 亿元，公司的运营业务收入将平稳回落，预计 17/18 年下滑幅度分别为 -5% / -10%。
- 换帅后消费者终端业务拐点出现，重点区域高增速及亏损业务剥离将带来毛利率提升，扭亏为盈就在今年，有望带来 20 亿净利润增量。公司元老殷一民去年挂帅终端业务后于近日升任董事长，终端业务战略地位有望提升。近两年终端业务持续扩张，在美国、欧洲等重点市场排名、份额持续上升。公司通过剥离亏损产品线和优化产品结构，不断降低费用率，有望充分受益于 17 年全球手机市场回暖，消费类业务 17 年实现扭亏为盈大有希望。
- 物联网、5G 两大领域全球领先，公司中长期成长空间有保障。M-ICT 时代，运营商在战略转型的过程中将更加依赖中兴、华为等设备商龙头。中兴积极参与物联网及 5G 的标准制定，专利布局及相关技术全球领先，中长期成长空间广阔。
- 拓展新业务空间，从无线充电到整车制造，光芯片、半导体集成电路成为重点发展方向。继进入新能源汽车无线充电市场两年后跨界进入整车制造领域，新业务有望完成五年 200 亿目标。公司积极布局上游芯片，光芯片、半导体集成电路是公司重点发展方向，去年投入 10 亿成立南京光电子总部，重点研发硅光芯片和器件的核心技术。
- 美国商务部制裁事件靴子落地，和解利于公司业务发展。公司于美国政府达成和解避免了出口限制生效对中兴供应链和终端业务造成的巨大打击。基于公司账面充沛的现金流，我们认为罚款事件的负面影响不大，靴子落地后公司的发展前景更加确定，同时此次事件将提升公司合规管理能力，有利于公司海外市场的进一步扩展。
- 调整盈利预测，由增持上调至买入评级。业绩拐点已现，基于国内低频重耕的有序推进，以及消费者业务结构调整的逐步落地，调整盈利预测，预计 2017/18 年归母净利润为 45.0/55.0 亿元，下调幅度分别为 12%/6%，对应 PE16/13，通过历史 PE 比较及 PEG 估值，我们认为当前被低估（历史估值区间是 22~30），美国处罚事件的和解带来估值修复可能，未来将随业绩回升增速加快而回复到合理估值水平，我们计算 2017 年 20 倍 PE 为合理估值水平，目标价格 21.6 元。
- 风险提示：广电 700M 投资进度慢于预期，中国移动低频重耕 FDD-LTE 牌照不能按时发放，公司的消费类业务扭亏目标未能实现。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	100,186	71,564	101,662	98,852	99,064
同比增长率(%)	22.97	4.44	1.47	-2.76	0.21
净利润(百万元)	3,208	2,859	3,825	4,530	5,540
同比增长率(%)	21.81	9.78	19.24	18.43	22.30
每股收益(元/股)	0.77	0.69	0.91	1.08	1.32
毛利率(%)	31.0	31.6	30.8	32.5	32.5
ROE(%)	10.8	9.0	11.2	11.7	12.5
市盈率	22		19	16	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

业绩拐点已现，基于国内低频重耕的有序推进及消费类业务结构调整的逐步落地，预计 2017/18 年归母净利润为 45.0/55.0 亿元，下调幅度分别为 12%/6%，对应 PE16/13，通过历史 PE 比较及 PEG 估值，我们认为当前被低估，美国处罚事件的和解带来估值修复可能，未来将随业绩回升增速加快而恢复到合理估值水平，我们计算 2017 年 20 倍 PE 为合理估值水平，目标价 21.60，上调至买入评级。

关键假设点

运营商业务：参考中国联通披露的 2017 年 CAPEX 同比减少 271 亿及中电信在近日国办会议发言谈到今年开支约 1000 亿（基本持平），假设中移动 CAPEX 为 1700 亿（-5%）。考虑运营商 800M/900MHz 频谱重耕及广电 700MHz 建网，经测算三年低频重耕总投资约 2200~3000 亿元，参考历史招标结果假设公司获得份额超过 30%，公司的运营业务收入将平稳回落，预计 17/18 年营收为 549/494 亿元，下滑幅度分别为 -5% / -10%。

消费者业务：殷一民重新职掌终端业务后将带动公司终端业务转型，拐点将出现，考虑亏损业务剥离，预计消费类业务 16/17/18 年增速为 0.1%/-5%/10%，考虑重点区域高增速及亏损业务剥离将带来毛利率提升，17/18 年毛利率将上升至 20%/22%。

政企业务：公司推出智慧城市 3.0 概念并打造“沈阳模式”标杆，云计算方面也拿下了外交部数字通信中心等重大项目，将受益于智慧城市 IT 投资加速和云计算市场景气，预计 16/17/18 年增速均为 20%，毛利率基本稳定，保守估计为 40%/39%/38%。

有别于大众的认识

市场认为低频重耕远不足以抵消 4G 建设逐渐饱和的影响，运营商业务将明显下滑。我们认为除运营商的 800M/900M 重耕外，广电 17 年极有可能拿到 4G 牌照开启 700M 全国组网，经测算三大运营商重耕带来 840 亿投资，广电 700M 带来 1360 亿投资，若自建骨干网还将带来 800 亿投资，共计 2200~3000 亿，公司的运营业务收入将平稳回落。

市场认为公司终端业务增长乏力，国内困局难以突破。我们认为换帅后消费者终端业务将拐点出现，殷总去年挂帅终端业务后于近日升任董事长，公司终端业务战略地位有望提升。考虑到公司海外业务增长强势，换帅转型有望突破国内困局，同时公司通过剥离亏损产品线优化终端业务结构，不断降低费用率，我们认为公司将充分受益于 17 年全球手机市场的回暖，公司终端业务有望 2017 年实现扭亏为盈。

股价表现的催化剂

移动低频重耕获准，广电新一批试点城市数超预期。

核心假设风险

广电 700M 投资进度慢于预期，中国移动低频重耕 FDD-LTE 牌照不能按时发放，公司的消费类业务扭亏目标未能实现。

目录

1.公司 M-ICT 战略清晰，经营状况持续改善	6
1.1 转型中的通信设备业龙头	6
1.2“3+1” 业务全覆盖，经营状况持续改善.....	7
1.2.1“3+1” 业务全覆盖，运营商业务比重过半	7
1.2.2 营收再创新高，财务数据逐年改善	8
2.通信设备业迎来三千亿投资,运营商业务将平稳回落.....	10
2.1 三大运营商开启低频重耕潮，带来千亿投资	11
2.2 广电 700M 建网或可带来千亿市场增量	12
2.3 百亿增量份额带来运营商业务平稳回落	15
3.公司迎来基本面改善拐点	15
3.1 终端业务拐点已现，换帅转型带来突破良机.....	15
3.2 产业资本持续增持体现价值洼地.....	19
3.3 智慧城市和云计算支撑政企业务持续发展	20
3.4 物联网、5G 两大领域全球领先，中长期成长空间有保障	21
3.5 从无线充电到整车制造，新兴业务目标五年 200 亿	23
3.6 美国商务部制裁事件靴子落地，和解利于公司业务发展.....	24
4.盈利预测与估值	25
4.1 关键假设	25
4.2 投资评级与估值	26

图表目录

图 1: 中兴通讯发展史	6
图 2: 中兴通讯股权结构 (2016H)	6
图 3: 中兴通讯“3+1”业务全覆盖	7
图 4: 2014~2016H 公司业务结构	8
图 5: 2014~2016H 公司业务毛利率	8
图 6: 公司营收三年增长创历史新高	8
图 7: 公司归母净利润连续四年增长	8
图 8: 2013 年以来公司期间费用率不断下降	9
图 9: 2014 年以来公司综合毛利率保持在 31% 以上	9
图 10: 国内营收占比不断提高, 欧美有所下降	9
图 11: 16 年以来欧美和非洲增速为负	9
图 12: 分业务近三年营业收入变化情况 (亿元)	9
图 13: 分业务近三年毛利率变化情况	9
图 14: 低频建网时间集中在未来三年	10
图 15: 2010-2015 年 2G 用户数占比不断下降	11
图 16: 800MHz 有利于广覆盖、VOLTE、物联网	12
图 17: 中国电信计划 2017 年建成低频 4G 网	12
图 18: 有线电视用户规模增速放缓, 市场竞争压力持续加大	13
图 19: 相同网络容量情况下, 700MHz 建网成本 CAPEX 是 2.1GHz 的 30%	13
图 20: 广电为发展无线业务积极准备	14
图 21: 广电拉动运营商建网投资回升	14
图 22: 中国移动一期 LTE 招标中兴占比 26%	15
图 23: 中国移动二期 LTE 招标中兴占比 34%	15
图 24: 中兴终端业务今年发展情况	16
图 25: 中兴手机 2016H1 销售情况	17
图 26: IDC 预计 2017 年全球智能手机出货增长 4.2%	18
图 27: 2017 年各手机品牌出货量增速预测	18
图 28: 2017 年机顶盒市场将重新加速	19

图 29: 中兴股价紫光系买入后仅上涨不到 10%.....	19
图 30: 中国智慧城市 IT 投资市场规模.....	20
图 31: 全球 IaaS2020 年前 CAGR 为 30.6%.....	21
图 32: 中国公有云 IaaS2020 年前 CAGR 为 36.6%.....	21
图 33: 三大运营商均将于今年开始物联网规模商用.....	22
图 34: 2017 年以来各方积极加快 5G 布局.....	22
图 35: 物联网专利数排名 (2016 年).....	22
图 36: 2011~2016Q3 新能源汽车产销量翻倍增长.....	23
图 37: 2015 年上市商用车企前五营收超 200 亿元.....	24
图 38: 商务部事件后中兴股价走势低于板块.....	25
图 40: 中兴通讯 PE Band.....	26
图 40: 通信行业估值情况.....	27
表 1: 低频建网市场规模测算为 2200~3000 亿元.....	10
表 2: 不同频率下 LTE 小区的覆盖半径及穿透损耗比较.....	12
表 3: 2015 年中兴智能手机市场份额为 TOP10.....	16
表 4: 中兴智能手机在全球主要国地区市场份额.....	17
表 5: 中兴通讯 PEG 估值.....	26
表 6: 通信行业重点公司估值情况.....	27

1. 公司 M-ICT 战略清晰，经营状况持续改善

1.1 转型中的通信设备业龙头

中兴通讯是全球四大综合性通信设备制造商和通信系统解决方案提供商之一，可以提供从核心网到无线、IP、传输的一揽子解决方案，具有极高的技术门槛和壁垒。

中兴通讯股份有限公司由深圳市中兴新通讯设备有限公司、中国精密机械进出口深圳公司、骊山微电子公司、深圳市兆科投资发展有限公司等九家公司发起设立。1997 年 11 月公司股票在深圳证券交易所挂牌交易(股票简称“中兴通讯”，证券代码 000063.SZ)。此后公司进入快速发展期，并在 2004 年港交所 H 股上市。2005 年，公司确立了 MTO 战略，借助全球 3G 建设红利，成为全球实力最强大的通信设备商之一。2010 年以后，公司由于扩张过于激进，业绩开始下滑，发展出现瓶颈。经过战略调整后，公司着力构建 M-ICT 核心竞争力，聚焦“运营商市场深度经营，政企价值市场，消费者市场融合创新”三大主要战略方向，围绕新兴领域积极布局，加大创新与转型力度，实现公司可持续发展战略。

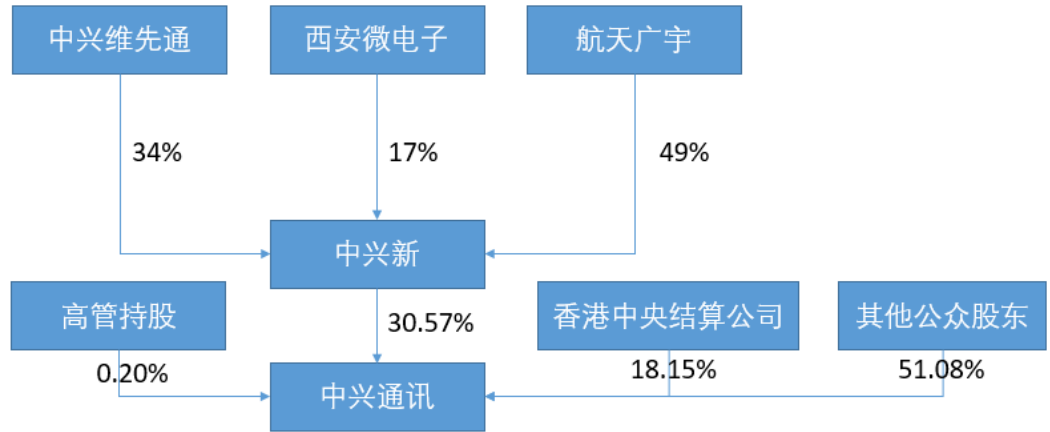
图 1：中兴通讯发展史



资料来源：申万宏源研究

公司股权结构较为分散，有利于公司长期发展。公司控股股东为中兴新，中兴维先通、西安微电子、航天广宇三方分别持有中兴新 49%，34%，17% 的股权。中兴维先通是一家民营企业，航天广宇属于国有独资企业，西安微电子属于国有大型微电子单位，从公司股权结构上看，公司采取国家背景和市场化机构联合控股的方式，中兴新的任何股东均无法控制公司财务及经营决策，故公司不存在实际控制人以及实际控制人通过信托或其他资产管理方式控制公司的情况。避免了控股股东一家独大的局面，有利于公司多元化经营和未来长期发展。

图 2：中兴通讯股权结构（2016H）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 “3+1”业务全覆盖，经营状况持续改善

1.2.1 “3+1”业务全覆盖，运营商业务比重过半

2014年，中兴通讯启动M-ICT万物移动互联战略，聚焦“运营商市场深度经营，政企价值市场，消费者市场融合创新”三大领域，并布局“新兴蓝海业务”。2015年披露的营收构成也调整为三大板块，包括运营商网络，政企业务和消费者业务。运营商网络大类包括3G/4G、Wimax等各种制式的无线接入产品，核心网、承载网等网络侧传输产品，以及云计算、云存储等IT增值类业务；消费者业务包括智能手机、功能手机、PAD以及数据卡等相关融合类终端产品；政企业务大类包括智慧城市、轨道交通、网络会议以及能源及基础设备。

图 3：中兴通讯“3+1”业务全覆盖

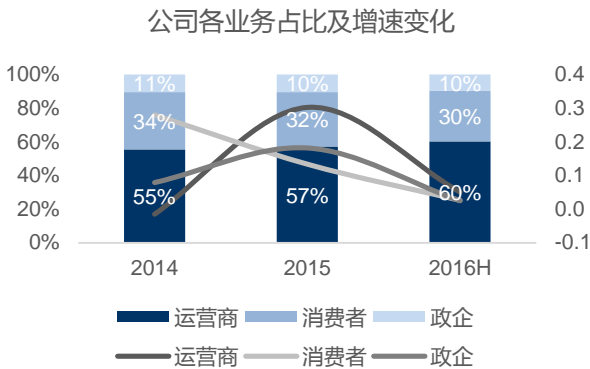
消费者产品		运营商网络			政企业务		其他
终端产品	无线产品	接入产品	核心网产品	承载产品	云计算及IT	服务	能源及基础设施
智能手机	UMTS/GSM	MSAN	移动核心网	WDM/OTN	增值业务	维护保障服务	电源
PAD	CDMA2000	xPON	固网核心网	NG-SDH/MSTP	云计算设备及服务	管理服务	基建
功能手机	TD-SCDMA	DSL	IMS	PTN	服务器	技术服务	
数据卡	WIMAX	CPE		路由器	存储	IT集成服务	
融合类终端	LTE			BRAS	IPTV	知识服务	
模块与芯片	微波				应用商店与融合业务		
	WIFI				OSS/BSS		
	RFID						

资料来源：公司网站、申万宏源研究

2015年公司运营商业务收入占比为57%，是公司最大收入来源，受网络建设周期影响较大，随着14年国内4G规模建设步入上升通道；2015年消费者业务营收占比32%，

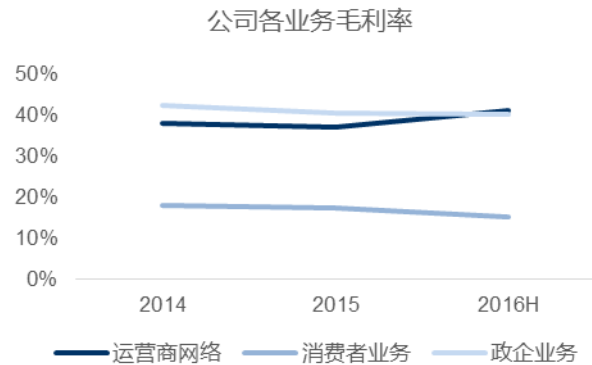
14 年转型以来，增速均领先于市场，但由于智能手机市场饱和，竞争激烈，加上公司较为依赖运营商渠道分销，毛利率远低于公司其他业务；政企业务营收占比比较稳定，2015 年和 2016H 均为 10%，毛利率较高，在 40%左右，可以看出，政企业务利润丰厚，但由于市场分散，整合困难，规模提升上存在阻碍。因此公司未来看点一是在于运营商能否提供更多的建网投资，二是消费者业务能否占有更多市场份额和提升毛利率。

图 4：2014~2016H 公司业务结构



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 5：2014~2016H 公司业务毛利率

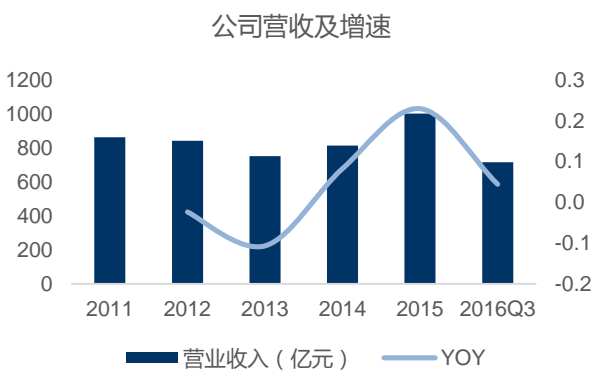


资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2.2 营收再创新高，财务数据逐年改善

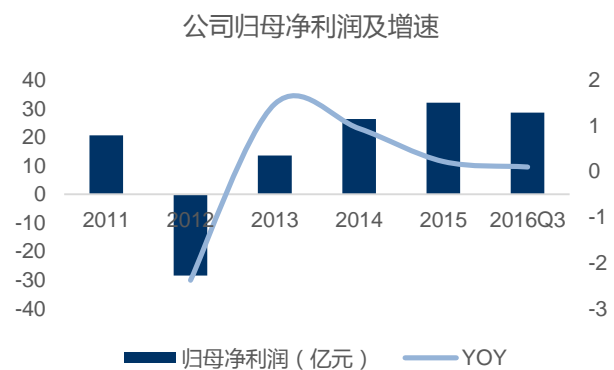
2016 年前三季度，公司深耕 M-ICT 战略，公司营业收入 715.64 亿元人民币，创历史新高，实现归属于上市公司普通股股东的净利润 28.59 亿元人民币，同比增长 9.8%。

图 6：公司营收三年增长创历史新高



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 7：公司归母净利润连续四年增长



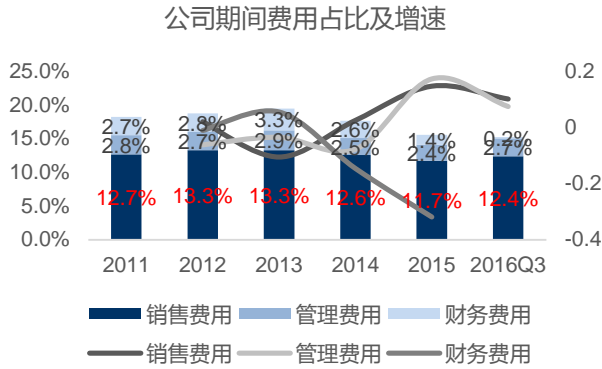
资料来源：公司公告、申万宏源研究

2016 年前三季度公司整体期间费用为 15.3%，同比降低 0.6%。其中财务费用下降幅度较大，从 1.7%下降到 0.2%，主要是由于汇兑损失减少（人民币贬值整体趋势），负债率下降较大，银行利息支出下降。在公司综合毛利保持稳定的前提下，费用率的下降成为公司利润增长的重要支撑。

公司应收账款占营业收入的比例大幅下降，带动公司现金流回款持续走好。2016 年前三季度公司应收账款 288 亿元，占营收比例为 40.25%，同比降低近 3%，主要原因是

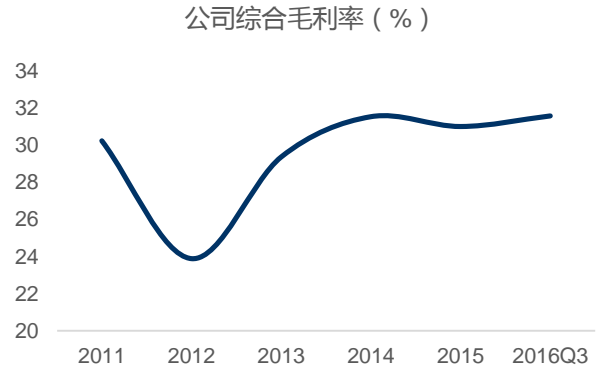
公司加大销售收款力度，证明公司在运营管理机制上做出积极调整。销售商品收到的现金流持续高于营业收入，公司产品销售政策稳定，现金流稳定增长。

图 8：2013 年以来公司期间费用率不断下降



资料来源：公司公告、申万宏源研究

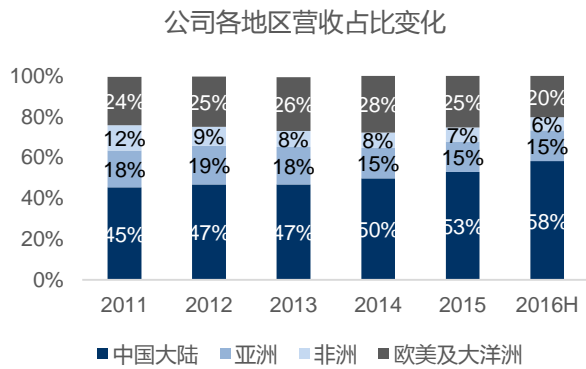
图 9：2014 年以来公司综合毛利率保持在 31%以上



资料来源：公司公告、申万宏源研究

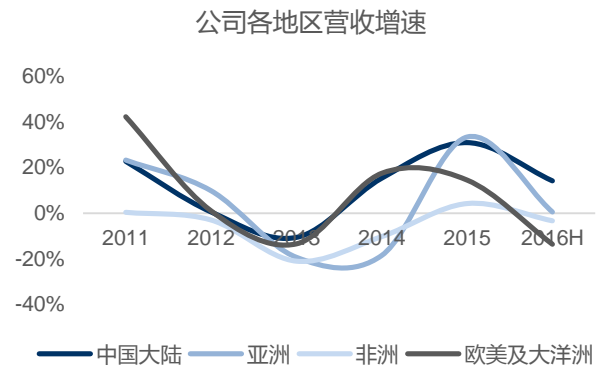
按地区来看，得益于国内近年来 4G 建设和光纤接入改造，同时在智慧城市、大数据和云计算、高端路由器等领域也取得长足进步，公司国内市场份额占比连续提升，2016 年上半年实现营收 278.03 亿元，占比达 58.03%；国际市场公司上半年实现营收 199.54 亿元，同比减少 7.35%，主要是公司因为汇兑原因主动放弃南美业务所致，欧洲地区宽带业务还有手机业务仍在增长。

图 10：国内营收占比不断提高，欧美有所下降



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 11：16 年以来欧美和非洲增速为负

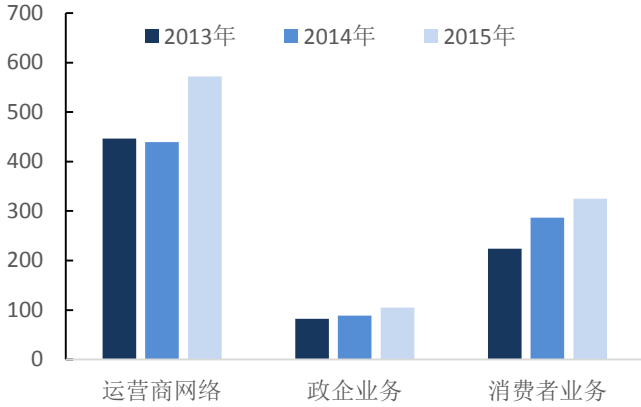


资料来源：公司公告、申万宏源研究

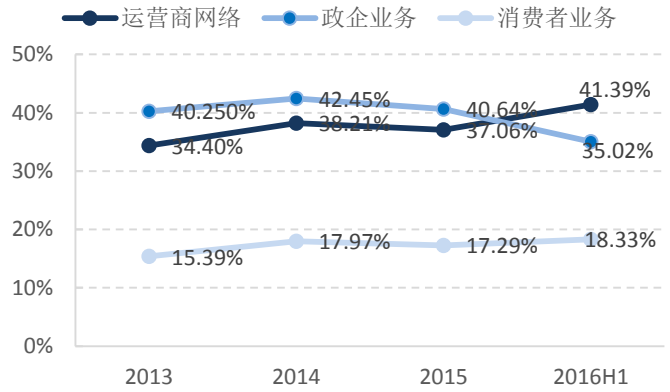
分业务看，受益于运营商资本开支加大，公司运营商网络营业收入 2015 年迎来快速增长；受益于智慧城市项目快速增长以及数据中心、ICT 业务增加，近三年公司政企业务稳定增长；消费者业务增长较快，主要是因为国际手机产品以及国内外家庭终端产品市场景气。毛利率方面，公司消费者业务毛利率近年来稳定上升，体现了公司正不断开拓高端市场与新产品市场。政企业务毛利率略有下降，主要是由于市场竞争加剧所致。运营业务毛利率整体呈上升趋势，体现了公司优质客户不断增加，客户结构得到改善。

图 12：分业务近三年营业收入变化情况 (亿元)

图 13：分业务近三年毛利率变化情况



资料来源：公司公告、申万宏源研究

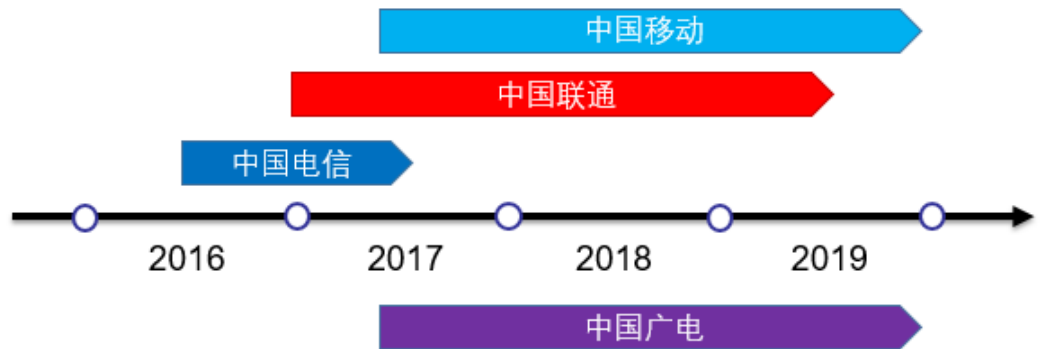


资料来源：公司公告、申万宏源研究

2. 通信设备业迎来三千亿投资, 运营商业务将平稳回落

随着 2016 年 6 月和 12 月工信部批准中国电信和中国联通将 800M/900M 频段用于 LTE 组网, 中国移动可能于 2017 年获准, 低频重耕成为未来三年网络建设主旋律。另外, 中国广电也在积极进行 4G 组网测试, 很大可能于 2017 年获得移动通信牌照, 从而开启 700M 全国组网。经测算, 重耕可带来 840 亿元投资, 700M 会带来 1360~2160 亿元投资, 共计 2200~3000 亿元, 极大利好通信设备商。

图 14: 低频建网时间集中在未来三年



资料来源：申万宏源研究

表 1: 低频建网市场规模测算为 2200~3000 亿元

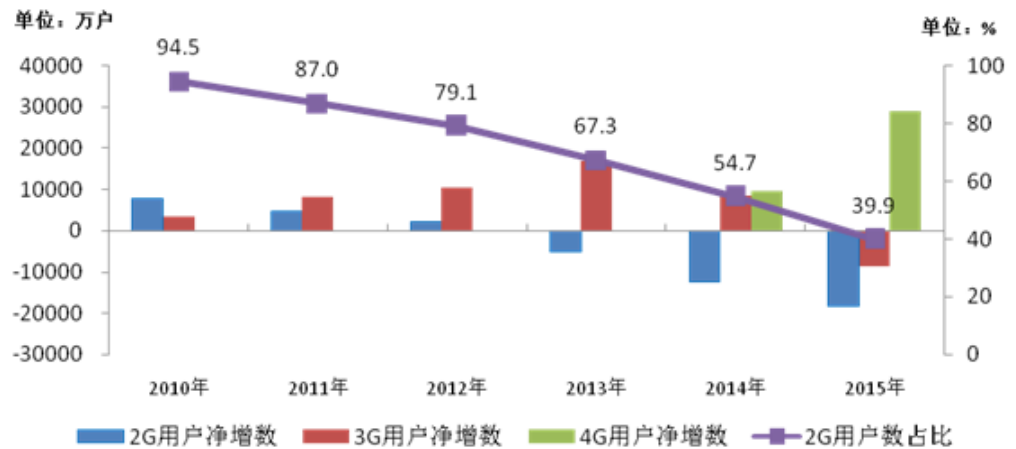
	基站侧				骨干网	
	中国电信	中国联通	中国移动	中国广电	自建	租借
建站数 (万)	30	24	30	68		
单站价格 (万元)	10 (考虑设备复用和议价能力)				20	
投资额度 (亿元)	300	240	300	1360	800	不计
共计	2200				800/0	

资料来源：申万宏源研究

2.1 三大运营商开启低频重耕潮，带来千亿投资

频谱重耕指的是将现有某种或者某些通信网络占用的频率迁移出来，让其他制式来使用，从而获取更高的网络价值。GSM、CDMA 1X 等 2G 系统由于制式的落后，采取 TDMA 或 IS95 的技术，因此只能提供话音和吞吐量较低的数据流量，但却占有了 1GHz 以下的优质频段。在当前移动互联网时代，流量替代话音成为大势所趋，随着 4G 渗透率的逐渐提高和 VOLTE 技术的成熟，将主要承载话音业务的 2G 网络频谱资源释放以承建更多的 4G 网络成为可行。

图 15： 2010-2015 年 2G 用户数占比不断下降



资料来源：工信部、申万宏源研究

今年 6 月份，工信部发文允许中国电信将其 800MHz 频段用于 LTE，同意联通在全国 14 个省市在 900MHz 上开展 FDD LTE 试验，今年 12 月份，同意联通调整 900MHz、1800MHz 和 2100MHz 频段频率用于全国范围的 LTE 组网。

2016 年 7 月 15 日，在“第八届智能终端产业高峰论坛”上，中国电信董事长杨杰表示：“中国电信启动 800MHz LTE 全网重耕，2017 年上半年全网覆盖，打造国内第一张低频 LTE 网络，使天翼 4G 覆盖达到 CDMA 1x 水平，在全国范围再次实现网络覆盖领先。”

图 16: 800MHz 有利于广覆盖、VOLTE、物联网



资料来源：中国电信、申万宏源研究

图 17: 中国电信计划 2017 年建成低频 4G 网



资料来源：中国电信、申万宏源研究

联通已宣布“2016 年底 2017 年初将推进重点城市的 NB-IoT 商用部署，2018 年则将开始全面推进国家范围内的商用部署”，出于建设 NB-IOT 物联网的需要（NB-IOT 仅支持 FDD 和 1800M 以下频段），估计 2017 年上半年，移动会获得 FDD 牌照，并且允许重耕既有 900/1800MHz 频率。

中国电信 17 年重耕基站数为 30 万站，届时将达到 115 万 4G 基站；中国联通目前拥有 54 万 2G 基站，中国移动在 2014 年 5G 测试技术峰会上披露拥有 83 万 2G 基站，14 年以来不计增量，从网络建设成本看，由于可以复用部分设备，单基站设备按 10 万元算，若中国联通和移动分别重耕 24/30 万站，则需投资 840 亿元。

2.2 广电 700M 建网或可带来千亿市场增量

700M 是移动网络覆盖黄金频段。700M Hz 频段包含了 698MHz 至 790MHz 之间频率，因为处于低频段，具有信号覆盖广、穿透力强等特性，适合大范围网络覆盖，组网成本低，因此被国际公认为“数字红利”频段。经测试，700M Hz 频段覆盖面积是手机使用频段 2.6GHz 的 10 倍。室外环境下，700M Hz 的平均信号强度比 2.6GHz 强 20dB，室内环境下，比 2.6GHz 强 20-30dB。根据通信原理，700M Hz 良好的传播特性和覆盖能力，用 700M Hz 覆盖网络其建设运营成本要比普通手机网络低 80%。

表 2: 不同频率下 LTE 小区的覆盖半径及穿透损耗比较

传播环境	小区半径/km			穿透损耗/dB	
	2.6 GHz	2.1 GHz	700 MHz	2.6 GHz	700 MHz
密集城区	0.21-0.33	0.26-0.4	0.66-1.01	22	20
一般城区	0.39-0.58	0.47-0.71	1.20-1.79	20	18
郊区	1.47-2.25	1.8-2.76	4.61-7.06	15	13
农村	3.16-4.83	4.42-5.93	9.48-14.51	12	10

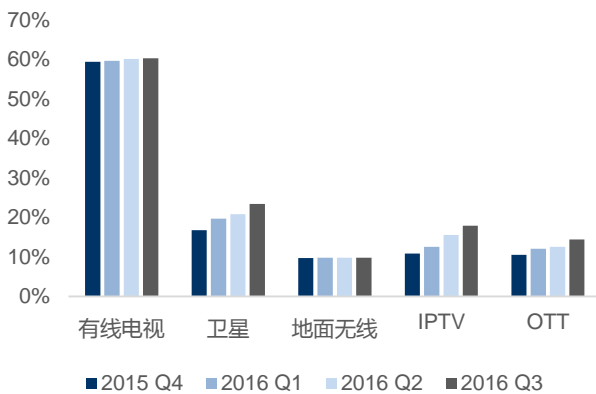
资料来源：《关于开放 700MHz 频段用于发展 LTE 的探讨》、申万宏源研究

全球加速释放 700MHz 红利已成趋势，国内布局略显落后，700MHz 整体利用率较低。用 700MHz 发展移动通信是多国共识，全球范围内 700MHz 最早是划归广播电视的。但随着广播电视技术的进步，从模拟逐渐转向了数字，700M 频段也就空了出来，大部分国家都是选择了拍卖的方式。但在国内情况比较特殊，频段由政府分配，广电为了继续保有 700M 频段拖延模转数进程，从原定 2015 年拖到 2020 年，由于广电和工信部分属不同体系，运营商只能对 700M 望洋兴叹。

广电高度重视无线业务发展，相关准备工作已在进行，700M 优质频段是广电打开移动通信市场的主要优势所在，必将成为投资重点。按照广电总局对地面数字电视广播覆盖网的发展规划，2020 年数字化的转换任务完成后无线电管理机构有权回收 700MHz 资源。国际发展形势以及技术变革也对广电 700MHz 使用时间窗口形成巨大压力。三网融合形势下，三大运营商发力 IPTV，广电有线电视业务面临挑战，同时网络新媒体对传统电视台也形成巨大威胁，广电变革势在必行。

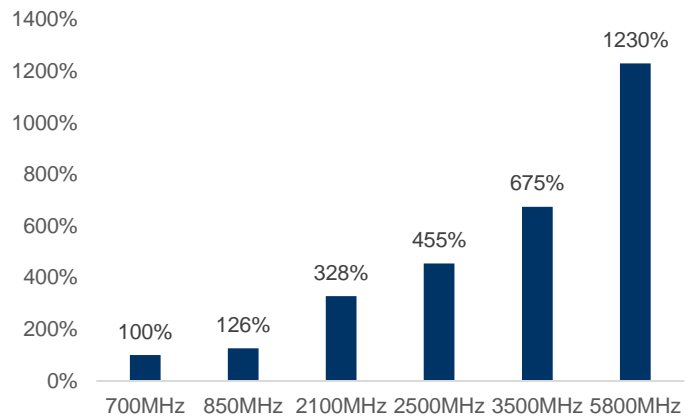
2016 年广电系动作频频，在组织架构、内容、平台、传播模式以及战略合作等方面，从上层顶层设计，到下层省市试点，都在尝试着变革与突破，做着积极的准备工作：政府指导加快推进省网整合；四大省市广电网络公司开展融合网项目试点；与中信集团战略合作，共同投资、建设、运营中国移动多媒体交互广播电视网。虽然广电还未获得 4G 牌照，但一直在积极进行 700M 组网的试点。

图 18: 有线电视用户规模增速放缓，市场竞争压力持续加大



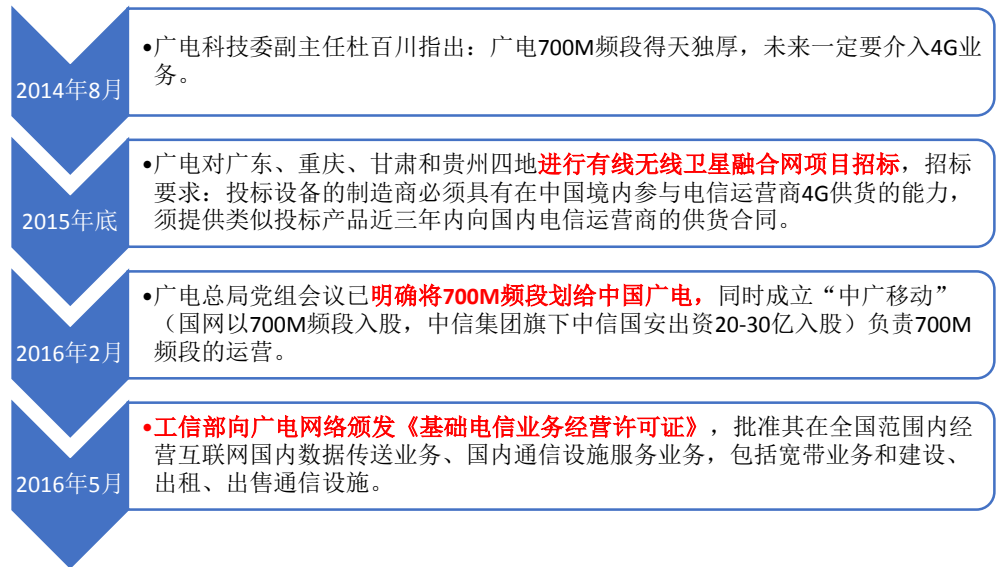
资料来源：中国广电、申万宏源研究

图 19: 相同网络容量情况下，700MHz 建网成本 CAPEX 是 2.1GHz 的 30%



资料来源：BBC R&D、申万宏源研究

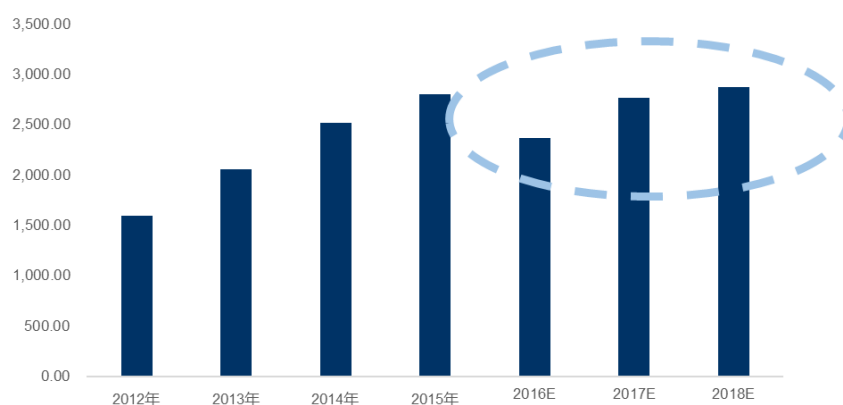
图 20：广电为发展无线业务积极准备



资料来源：申万宏源研究

广电可能在 17 年拿到牌照，建网投资额共 1360-2160 亿元。随着广电步伐的步步推进，我们认为拿到广电有极大可能于 2017 年拿到 4G 牌照，随后于三年内建立起覆盖全国的完善网络。在接入侧，700M 理想状况下覆盖半径约为 900M 的 $(9/7)^2$ 倍，则比照移动近 90 万 2G 基站，广电应建立 54 万站，考虑到地形和站址选择等的问题，实际应需要 68 万站才能保证和移动同等质量的覆盖，考虑到广电设备全部需要新集采且议价能力弱于三大运营商，我们按照单站设备 20 万算，则需投资 1200 亿元。至于骨干网，我们判断可能采取自建和租用（如中信的奔腾一号骨干网）两种形式，若为自建，则会带来超 800 亿元的投资，届时广电建网总投资额度将超过 2000 亿元。考虑广电投资增量，运营商未来两年在移动网络建网投资上将呈上升趋势，按主设备投资占网络总投资 40% 比例算，主设备商市场将迎来 544-864 亿的增量。

图 21：广电拉动运营商建网投资回升

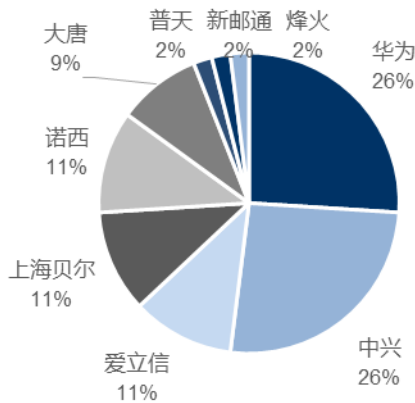


资料来源：申万宏源研究

2.3 百亿增量份额带来运营商业务平稳回落

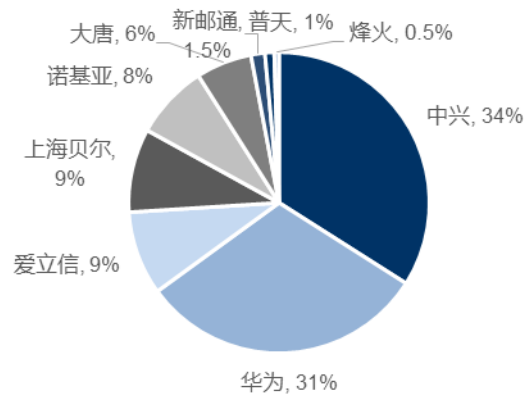
从以往的 4G 招标来看，中兴通讯市场份额在 30% 左右。中国移动一期和二期 LTE 市场份额分别为 26%，34%，中国电信一期 32.2%，位列第一，后续多期采购中位列第二。中国联通一期 LTE 建设中，中兴、华为、大唐等 8 家设备商中标，联通二期 LTE 份额占据第二。中兴和三大运营商均有良好的合作关系，运营为了防止华为的垄断也必将继续维持给予中兴通讯的份额。

图 22：中国移动一期 LTE 招标中兴占比 26%



资料来源：中国移动、申万宏源研究

图 23：中国移动二期 LTE 招标中兴占比 34%



资料来源：中国移动、申万宏源研究

中兴是 2016 年广电有线无线卫星融合网项目招标唯一核心网、无线、终端都入围的厂家，参与了广电无线双向网的标准制定及后续的投标工作，也积极配合广东江门、深圳、上海、杭州等地广电网络部署无线双向网实验局，我们估计在广电主设备招标中兴通讯份额将会略高于以往份额，占到 35%，即 190-302 亿元。

低频重耕新增投资超过 2000 亿，有望抵消 4G 新建基站投资下滑的影响，公司运营商业务将平稳回落。参考中国联通披露的 2017 年资本开支 450 亿（同比减少 271 亿）及中国电信在近日国办会议发言谈到今年开支约 1000 亿（基本持平），假设中国移动资本开支为 1700 亿（同比减少 5%）。考虑运营商 800M/900MHz 频谱重耕及广电 700MHz 建网，经测算三年低频重耕总投资约 2200~3000 亿元；考虑《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》的 1.2 万亿投资规模，假设 2017/2018 按 53:47 分配剩余投资，则 17/18 年行业总投资下滑幅度分别为 -6.8% / -11.3%，参考历史招标结果假设公司低频重耕获得份额约 30%，公司的运营商业务收入将平稳回落，预计 17/18 年营收为 549/494 亿元，下滑幅度分别为 -5% / -10%。

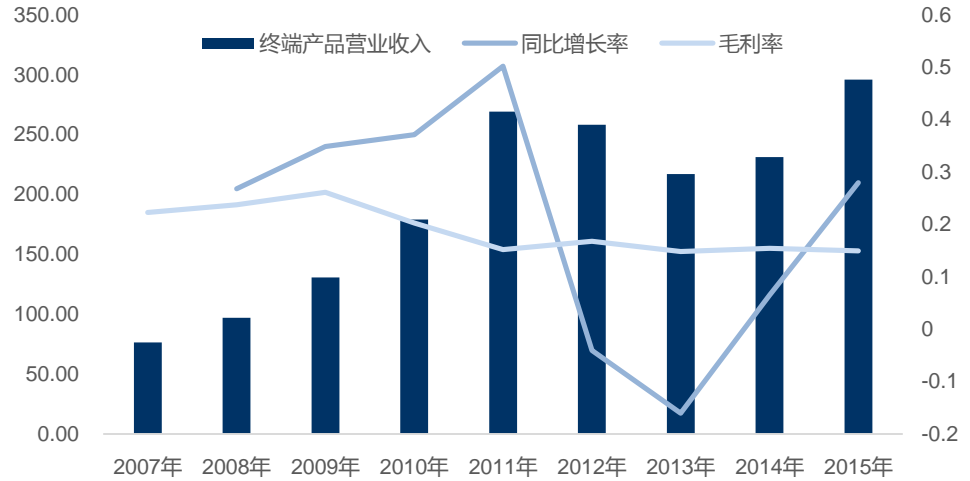
3. 公司迎来基本面改善拐点

3.1 终端业务拐点已现，换帅转型带来突破良机

2015 年以来中兴终端业务在经历转型阵痛之后拐点已经出现，业绩提升明显。公司 2012 年与 13 年终端业务持续下降，主要是由于在智能机和公开市场转型过程存在一定的延迟，从 14 年开始业绩回升，15 年增长势头明显。由于市场竞争加剧及公司当年以低端

机抢占市场份额的战略，公司终端业务毛利率在 11 年下降近 5 个百分点，之后毛利率趋于平稳，下跌势头已经基本停止。2015 年中兴终端总出货量超过 1 亿部，智能手机发货量 5600 万部，位列全球 top10，增速达到 16%，高于行业 11% 的增速，市场份额排名全球第十。

图 24：中兴终端业务今年发展情况



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 3：2015 年中兴智能手机市场份额为 TOP10

排名	2014 年		2015 年	
	公司	市场份额	公司	市场份额
1	三星	27.80%	三星	24.80%
2	苹果	16.40%	苹果	17.50%
3	联想	7.90%	华为	8.40%
4	华为	6.20%	小米	5.60%
5	LG	5.40%	联想	5.40%
6	小米	5.20%	LG	5.30%
7	酷派	4.20%	TCL	4.00%
8	索尼	3.90%	OPPO	3.80%
9	TCL	3.30%	VIVO	3.30%
10	中兴	3.10%	中兴	3.10%

资料来源：TrendForce、申万宏源研究

公司手机业务在海外重点区域的增速较快，产品结构、客户结构优化，毛利率有望企稳回升。海外业务占公司终端收入比重超过 70%，近两年表现抢眼。在已经饱和的美国市场表现最为突出，2015 年全年销售共计 1500 万部智能手机，增长率从 2013 年 11% 增长到 2015 年的 30%，在美国预付费市场中排名第二，市场份额达 20%，而在美国整体手机市场中，中兴位列前四，市场份额从 2014 年的 4% 增长至 8%，在土耳其、墨西哥、南非等人口大国中均排名前五。产品方面，凭借 AXON 和 Blade 两条核心产品线，中兴通讯在欧洲市场稳步发展，公司手机布局重点大国突破和海外品牌提升的聚焦精品战略不断取得突破，产品结构及客户结构的优化有望带来毛利率提升。

表 4：中兴智能手机在全球主要国地区市场份额

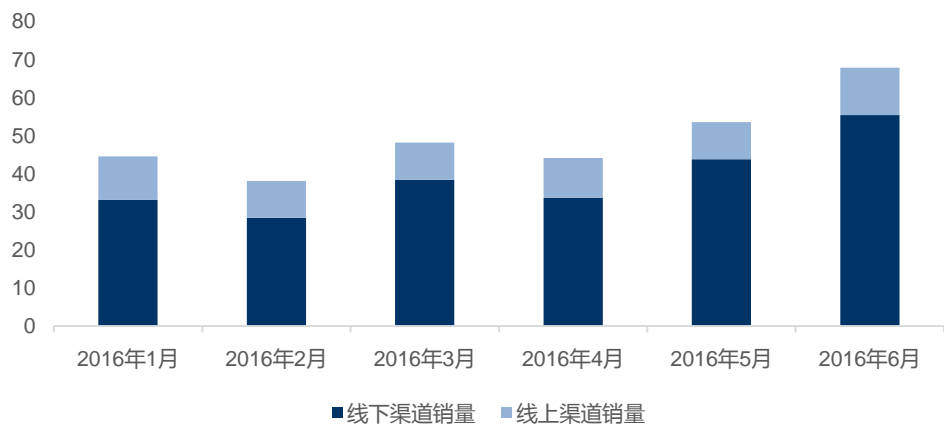
国家	排名	份额	增长情况
美国	4	8.0%	2015 年中兴在美国销售 1500 万部的智能手机， 同比增长超过 30%
欧洲	5	4.0%	2015 年的排名第 7 。市场份额持续上涨中，仅 2015 年中兴手机在德国销量翻了 4 倍，2016 年中兴在西班牙的市场份额从 3% 增至 4.4%。
俄罗斯	2	9.4%	2015 年 7 月市占率约为 3%，到 2016 年 8 月猛增至 9.4% ，超越苹果上升到第二位
中国	10	3%	从 2015 年 13 名左右在 2016 年进入了前 10 ，转型有望带来新突破

资料来源：申万宏源研究

殷总挂帅终端部门后升任董事长，终端业务或成公司发展重点，转型带来国内市场新突破。2016 年 10 月，中兴内部发文宣布曾任中兴通讯总裁职务的殷一民被任命为公司手机业务负责人，以执行董事身份兼任终端事业部总经理，已经履职近 3 年的现手机负责人曾学忠将作为执行副总裁协助殷一民。实际上过去三年中兴通讯放弃机海战略，重新梳理产品线，手机业务已经从低谷在慢慢爬升。2017 年 3 月 14 日，中兴宣布选举殷总为第七届董事会董事长。殷总作为中兴手机业务创始人之一，有丰富全球运营经验，更能有效调动公司整体资源进行渠道建设，殷总被选举为董事长有望提升公司终端业务战略地位，带动终端业务海外继续发展的同时突破国内困局。

重点规划渠道建设，线上、公开渠道占比将上升。公司一方面强化与三大运营商、电商战略合作伙伴京东的深入合作，另一方面布局线下渠道，打造线下形象门店。目前，国内手机终端厂商的公开渠道、运营商渠道、线上渠道比例大致在 4:4:2，中兴手机终端为 3:6:1，过于依赖运营商渠道，未来中兴计划平衡为 1:1:1 的格局。截止到 2016 年 8 月，中兴在坚持门店自建的同时，与运营商合作已经在建近 700 家校园门店；与迪信通、国美、苏宁等国内连锁巨头合作，在全国范围内已签约 200 多家经销商。从 2016H1 的业绩来看，“开放市场渠道、运营商渠道、电商渠道”三位一体的渠道模式正在奏效。

图 25：中兴手机 2016H1 销售情况



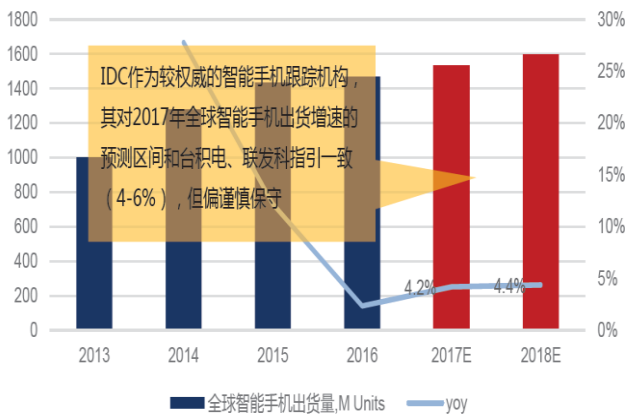
资料来源：赛诺咨询、申万宏源研究

精简人员剥离亏损产品线，聚焦关键市场、高价值客户，终端业务结构不断优化。中兴表示 2017 年终端产品战略将会聚焦三个方面：聚焦关键市场（中国、美国和欧洲市场）、聚焦有价值的客户和渠道、聚焦产品用户体验。公司更加注重成本控制，消息称今年年初

公司计划全球手机事业裁减 600 名员工，约占手机业务员工的 10%。与 2012 年的大裁员相比，公司此次裁员规模较少以及更注重策略，实际上裁员的同时公司仍从外招聘了不少员工，可见此次精简人员是因为公司更加注重人员效率，而并非简单的减少成本。

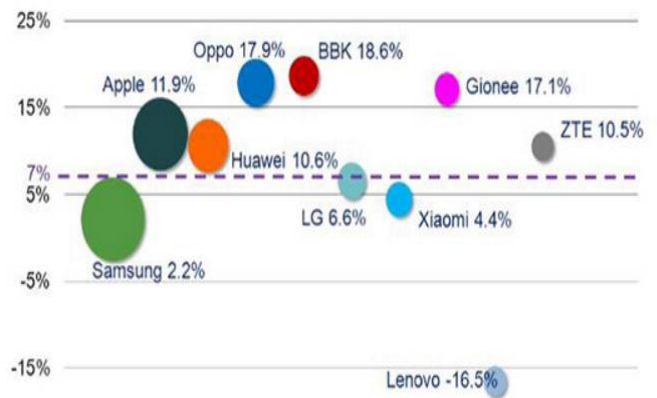
全球手机市场回暖，中兴扩张势头正猛，公司终端业务今年有望扭亏为盈。 IDC2016 年 11 月 29 日数据预测 2016 年全球智能手机出货将会达到 14.5 亿台，同比增长 0.6%，相比于 2014 年和 2015 年的增速 27.8%和 10.5%，几乎停止增长。但中兴在全球市下·场继续保持扩张。2016 年前三季度出货量排名升至 TOP6；2016 年二季度中兴手机在北美市场继续保持市场份额 TOP4，在欧洲智能手机出货量同样为 TOP4，其中在俄罗斯上升到 TOP2；在国内市场也达到了 66%的增长。根据 IDC 预测，17 年全球手机市场增速将回升至 4.2%，中兴将充分受益于全球市场的回暖，考虑到公司海外业务增长强势，换帅转型有望突破国内困局，同时公司通过剥离亏损产品线优化终端业务结构，不断降低费用率，中兴终端业务有望在今年扭亏为盈。

图 26:IDC 预计 2017 年全球智能手机出货增长 4.2%



资料来源：IDC、申万宏源研究

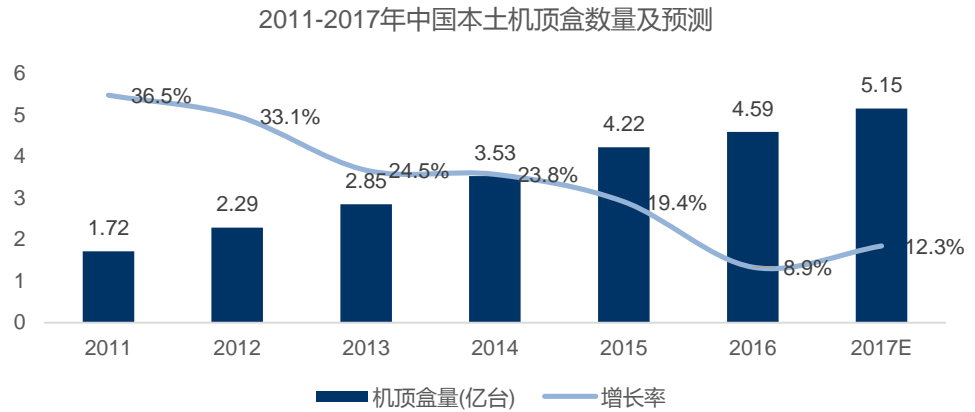
图 27: 2017 年各手机品牌出货量增速预测



资料来源：DigiTimes Research、申万宏源研究

公司元老殷一民去年挂帅终端业务后于近日升任董事长，终端业务战略地位有望提升。手机终端方面，2015 和 2016 年终持续扩张，在美国、欧洲等重点市场排名、市场份额持续上升。公司通过剥离亏损产品线和优化产品结构，不断降低费用率，有望充分受益于 17 年全球手机市场的回暖。其他终端受益于 IPTV 的快速发展和机顶盒的高清升级，预计将达 15%的年增速，但根据出货量和单价我们估算营收占比仅一成左右。考虑亏损业务剥离，预计 16/17/18 年终端业务增速为 0.1%/-5%/10%，考虑重点区域高增速及亏损业务剥离将带来毛利率提升，17/18 年毛利率将上升至 20%/22%。

图 28：2017 年机顶盒市场将重新加速



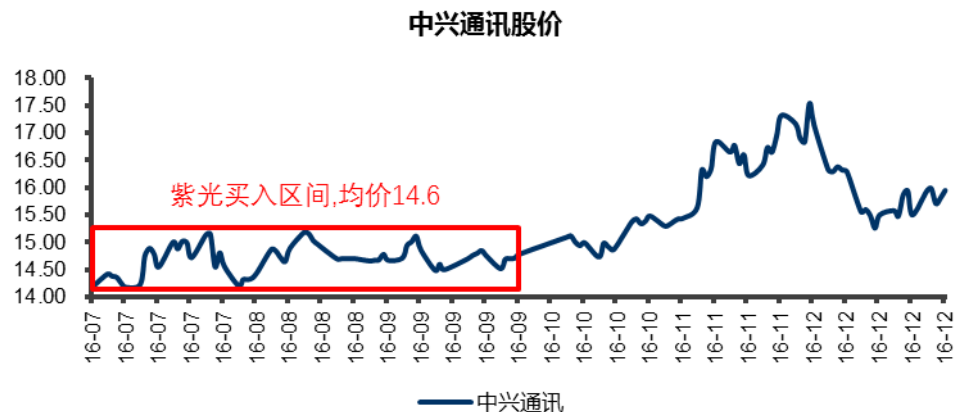
资料来源：中商产业研究院、申万宏源研究

3.2 产业资本持续增持体现价值洼地

紫光系持续增持，公司成产业资本眼中的估值洼地。中兴的股东名册中，继中报西藏紫光春华投资增持 0.53% 进入前十大股东后，紫光系继续增持，三季度中通过西藏紫光和北京紫光通信集团合计持有中兴通讯 1.37% 的股份，随后 11 月 7 日，紫光系举牌中兴通讯港股，增持后紫光系持有 3866.32 万股中兴通讯 H 股，占中兴通讯 H 股的 5.12%，至此紫光系合计持有中兴通讯 9556.22 万股，持股比例达 2.3%。代表国家半导体强国战略的紫光系持续增持公司，一方面是出于财务投资的考虑，说明公司处于价值低洼地，另一方面则是处于业务合作的考虑。

首先是财务投资。紫光集团非常看好中兴通讯在资本市场的后续表现，特别是在智慧城市和运营商两大领域。运营商方面，国内 LTE 的升级扩容、固网宽带的持续升级，国外市场的全面突破，都将会产生持续的正面影响；智慧城市方面，银川模式、柳州模式、沈阳模式也已经得到了广泛认可，也将会带来持续收益。而当前中兴通讯市盈率仅 19，处在历史低位，紫光系增持中兴 A 股是在半年报和三季度之间，均价约 14.6，现价按 16 算，则涨幅不到 10%，比照紫光系举牌中芯国际和中兴通讯港股后 30% 的涨幅仍大有空间。

图 29：中兴股价紫光系买入后仅上涨不到 10%



资料来源：wind、申万宏源研究

其次是业务合作。中兴微电子在 15 年 IC 设计营收以 50 亿元排名全国第三，仅次于华为海思和紫光系展讯，在 IC 设计领域，中兴微电子和紫光系虽然有些竞争，但更多的还是互补合作。中兴微电子虽然有面向移动通信市场的芯片，但市场竞争力并不强，但中兴微电子在系统侧的积累，则对紫光系有所帮助。

3.3 智慧城市和云计算支撑政企业务持续发展

面向政府业务，中兴推出面向场景的一系列创新解决方案，例如结合管理、技术方案和商业模式创新的智慧城市 2.0 解决方案、无线政务解决方案、基于大数据的公共安全解决方案等。面向企业业务，中兴主要聚焦“交通、能源、金融、公共事业、互联网”关键行业，并围绕关键行业的场景和业务流程，结合中兴通讯 ICT 的技术和产品优势，打造领先和最有竞争力的解决方案。

智慧城市长期高投入，IT 投资年增速近 20%，中兴凭借“银川模式”、“沈阳模式”等成功标杆案例将占得先机。全球有大量国家和地区已经意识到智慧城市的重要性和紧迫性。中国的智慧城市热潮始于 2013 年或更早，近年来国家先后公布了 500 多个智慧城市试点，并将智慧城市作为国家战略纳入“十三五”规划（2016-2020 年），计划投资 8000 亿元，而赛迪方略预测，中国智慧城市 IT 投资将在 2018 年达到 4200 亿元，未来两年增速约 20%。中兴通讯是最早进入智慧城市领域和全球极少数拥有城市级成功经验的厂商之一，16 年以银川模式为智慧城市 2.0 模板，在国内多个城市实现成功复制，此外中兴的“沈阳模式”有望成为智慧城市 3.0 的样板案例，将进一步提升来自物联网、互联网、行业的数据的价值，推动城市经济从要素驱动向创新驱动转变。

图 30：中国智慧城市 IT 投资市场规模

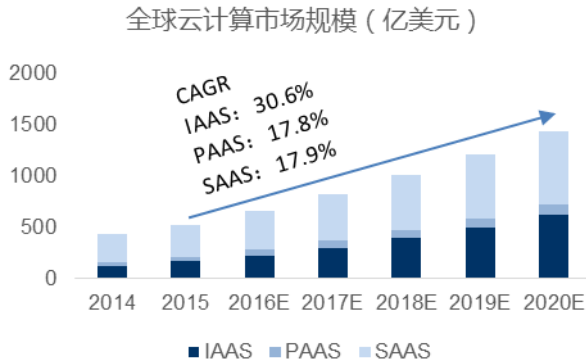


资料来源：赛迪方略、申万宏源研究

中兴项目经验丰富，专利、技术优势明显，云计算业务有望保持高增速。中兴是云计算设备及服务的主要供应商，承担 ITU-T 云焦点组核心工作并拥有国内唯一的副主席职位。去年 9 月中兴成功拿下外交部数字通信中心的项目，考虑到外交部云计算数据中心对安全保密性要求极高，此项目示范意义极大，体现了中兴在底层承载网络的自研特性上的优势。Gartner 预测未来 5 年全球云计算市场规模中 IaaS 达到 720 亿美元，年复合增速为 30.6%；

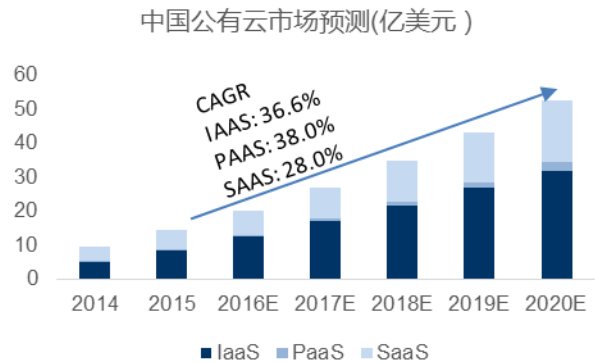
IDC 预测未来 5 年中国公有云市场规模中 IaaS 达到 32 亿美元，年复合增速为 36.6%。随着云计算尤其是 IaaS 的快速发展和加大投入，公司企业级设备将直接受益。

图 31: 全球 IaaS2020 年前 CAGR 为 30.6%



资料来源: Gartner、申万宏源研究

图 32: 中国公有云 IaaS2020 年前 CAGR 为 36.6%



资料来源: IDC、申万宏源研究

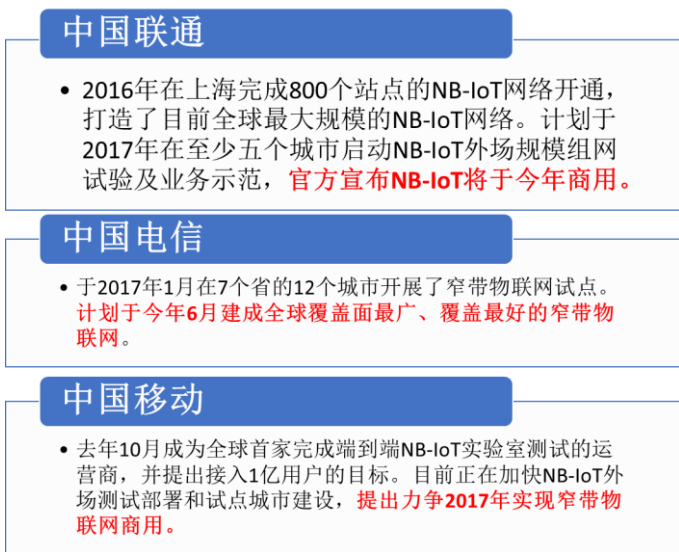
3.4 物联网、5G 两大领域全球领先，中长期成长空间有保障

M-ICT 时代，运营商在战略转型的过程中将更加依赖中兴、华为等设备商龙头。万物互联时代正逐渐到来，而 5G 则是实现物联网的重要网络基础，对于因受 OTT 业务冲击而陷入利润负增长困境的运营商来说，物联网和 5G 是其转型之路上的两个重要战略高地，同时也是其资本开支的重点领域。全球运营商都在积极布局 5G、物联网以寻求先发优势，这个过程中加强与以中兴、华为为代表的设备商龙头的合作是十分关键的，这也给设备商带来了机会。

物联网方面，NB-IoT 将于今年开始规模商用，市场发展将进入加速期。物联网市场空间巨大，从物联网终端的数量看，Gartner 估计 2020 年全球物联网设备数量将达 208 亿，超过 2016 年的三倍。从市场规模上看，IDC 称 2015 年物联网市场规模到 2020 年将达到 1.7 万亿美元。从标准制定节奏看，去年 6 月份，在 3GPP RAN 全会第 72 次会议上 NB-IoT 标准核心协议冻结，标志着 NB-IoT 将逐渐进入规模商用阶段，运营商已经加快了物联网布局，2017 将是 NB-IoT 爆发元年。

5G 方面，国内投资浪潮预计将于 18 年开始，公司作为全球第四的主设备商将确定受益。目前各国正在加快研发与试验，美国的 Verizon 和 AT&T 近日就表示要安装部署 5G 设备；韩国运营商 KT 计划在 2017 年 9 月前完成其 5G 网络的部署；日本 NTTDoCoMo 宣布将于 2017 年在东京地区推出一个 5G 试验网络。我国预计将于 2020 年开始 5G 商用，明年将会开始相关的预商用部署与投资。

图 33：三大运营商均将于今年开始物联网规模商用



资料来源：申万宏源研究整理

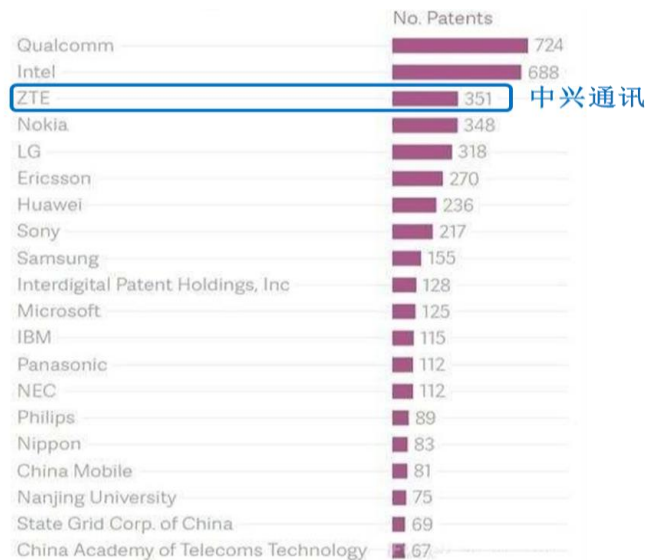
图 34：2017 年以来各方积极加快 5G 布局



资料来源：申万宏源研究整理

中兴积极参与物联网及 5G 的标准制定，专利布局领先，中长期成长空间广阔。物联网领域，中兴积极参与了 Lora、NB-IoT 等标准制定，技术优势明显，具有先发优势。根据“英国知识产权办公室”的报告数据，中兴通讯在从 2003 年到 2013 年之间全世界的物联网专利技术专利排行榜上名列第一。根据专利咨询机构 LexInnova 的数据，截至去年中兴在物联网专利方面排名全球第三，仅次于高通和英特尔。

图 35：物联网专利数排名（2016 年）



资料来源：LexInnova、申万宏源研究

5G 领域，中兴同样在标准制定和产品研发方面处于全球第一阵营，中长期看成长动力充足。中兴于 2014 年全球首家提出“Pre5G”理念，将 5G 核心技术 Massive MIMO 提前在 4G 时代商用，并支持到 5G 的平滑演进，目前在全球 30 个国家部署了超过 40 个 Pre5G 网络，包括中国移动、日本软银等全球高端市场。近日，中兴推了出面向预商用的 5G 高低

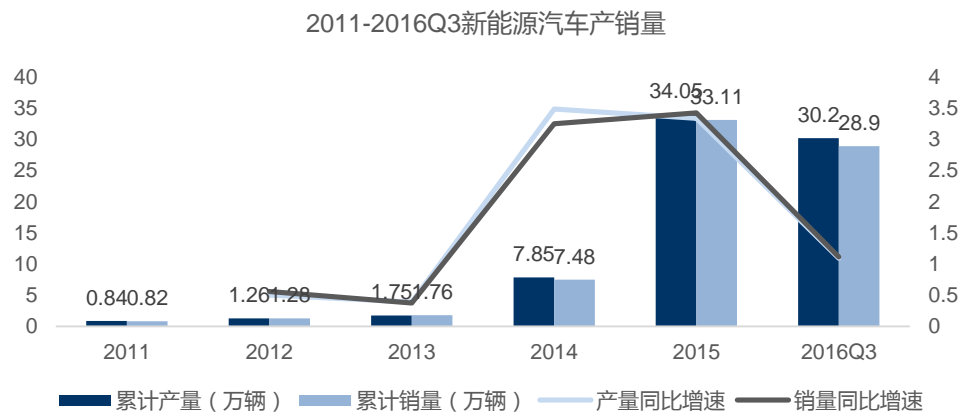
频全系列产品 and 完整解决方案，为 5G 预商用做好了准备。目前，中兴通讯已完成 5G 单点技术和原型验证，进入解决方案验证和产品研发阶段。公司和产业界各方紧密合作，已与国内三大运营商、德国电信、西班牙电信、日本软银、韩国 KT 等多个运营商签订 5G 战略合作协议，在 5G 领域开展全方位的技术和产业合作。

在刚落幕的 MWC2017 上，中兴发布了最新的 5G 全系列高低频预商用基站产品、面向 5G 的下一代 IT 基带产品 (IT BBU) 及创造了单站 2.6Gbps 新速率记录的 Pre5G FDD Massive MIMO 产品，以及首款千兆终端，体现了其 5G 领域全球领先的实力。此外，中兴通讯宣布将于 2018 年第三季度预商用 5G。

3.5 从无线充电到整车制造，新兴业务目标五年 200 亿

新能源汽车市场高度景气。中国新能源汽车 15 年销量达到 33.11 万辆，同比增 343%；16 年前三季度销量达 28.9 万辆，同比增 111%，仍在持续放量。而根据国务院 2012 年 7 月发布的《节能与新能源汽车发展规划（2012 年至 2020 年）》，到 2015 年新能源汽车累计产销量达到 50 万辆（实际达到 45 万辆），2020 年达到 500 万辆。

图 36：2011~2016Q3 新能源汽车产销量翻倍增长



资料来源：中汽协、申万宏源研究

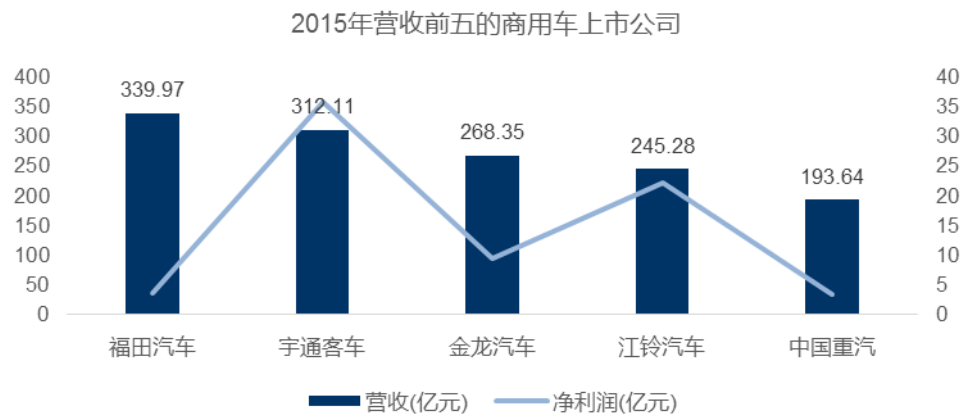
专注无线充电已经两年。立足于新能源汽车这一国家新兴战略产业发展方向，中兴通讯以其多年积累的强大研发实力与产学研体系，研发出自主知识产权并在世界领先的新能源汽车大功率无线充电系列产品。2014 年 9 月 17 日，国内首例采用中兴新能源汽车大功率无线充电系统的公交商用示范线在湖北襄阳启动，目前运行良好。截至 2015 年底中兴通讯已在云南、河南、四川、广东等地，与超过 20 个省、市就无线充电展开合作，在全国各地已成功应用。中兴通讯从无线充电预研到产品化花了近 5 年时间，主要涉及磁场的整形控制，提升充电效率。无线充电是一个系统工程，包括通讯、计费、鉴权等方向公司有一定的积累，同时在研发过程中公司与多家高校开展联合实验工作，与东风汽车、宇通客车、蜀都客车等汽车展开合作工作并申请多项专利。

跨界进入新能源汽车整车制造。2016 年 7 月，中兴通讯经收购珠海广通客车 70% 的股份，组建了中兴智能汽车有限公司，并在珠海金湾区拿下 1200 亩土地，计划在 2017 年

元月分两期建设新能源汽车基地,一期到 2017 年年底计划实现新能源汽车产能为 1 万辆,其他商用客车产能为 2 万辆的目标。中兴方面表示:项目达产后,预计产值可达 1000 亿元,可以实现再造一个“中兴通讯”的目标。

中兴智能汽车高层表示,中兴通讯进入新能源汽车的逻辑有两点,一是未来汽车趋势是电动化、智能化,这是中兴通讯的优势。二是未来汽车就是带着四个轮子的智能手机,运输系统会融入智慧城市、智慧交通、物联网,包括大数据、云计算,都会进行无缝融合。新能源汽车是中国制造业升级重要方向,也是中国汽车产业超越欧美的战略机会。中兴智能汽车副总经理田锋曾表示中兴通讯希望用五年时间在商用汽车市场做到前五,按照 15 年上市商用车企营收来看,若能成功,五年后营收将超过 200 亿元。稳健考虑,汽车业务暂未在盈利预测中分析。

图 37: 2015 年上市商用车企前五营收超 200 亿元



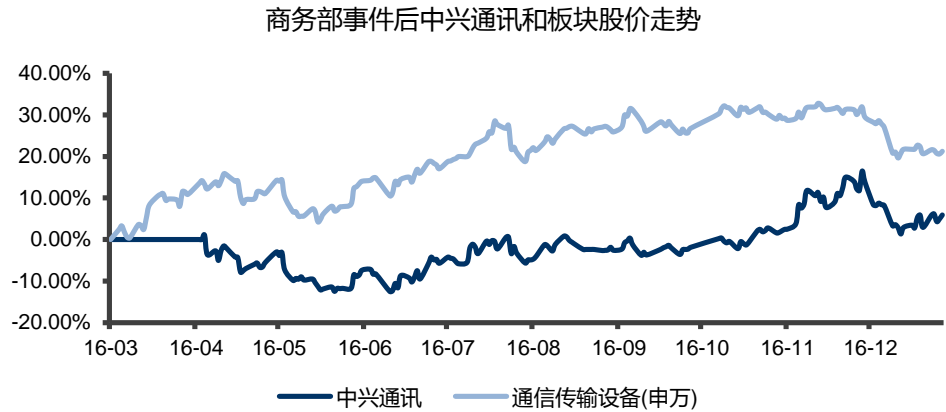
资料来源: wind、申万宏源研究

3.6 美国商务部制裁事件靴子落地, 和解利于公司业务发展

2017 年 3 月 7 日中兴通讯晚间发布公告称与美国政府就“出口管制调查事件”达成和解,根据和解协议,中兴通讯同意支付 8.92 亿美元罚金,此外, BIS 还对公司处以暂缓执行的 3 亿美元罚款,在公司于七年暂缓期内履行与 BIS 达成的协议要求的事项后将被豁免支付。

回顾整个事件,美国商务部于 2016 年 3 月 7 日以中兴通讯违反美国出口管制法规为由,决定将中兴通讯及旗下 3 家公司列入“实体名单”,自 2016 年 3 月 8 日起,美国出口管制条例下的产品供应商须申请出口许可才可以向中兴供应该等产品,并实行否决性假设的许可审查政策。中兴通讯因美国商务部事件于 2016 年 3 月 7 日开市起开始停牌直至 4 月 7 日,复盘后股价开始下跌,至 12 月 30 涨幅为 5.91%,而所属板块通信传输设备(申万)涨幅为 21.24%,中兴表现较差,说明近一年来市场已经逐渐消化了制裁事件的影响。

图 38： 商务部事件后中兴股价走势低于板块



资料来源：wind、申万宏源研究

和解避免了出口限制生效对中兴供应链和终端业务造成的巨大打击。市场之前担心的是如果出口限制生效，那么美国零部件制造商和软件公司将不得与中兴展开业务往来，最终导致中兴的大部分供应链被切断。除此之外，虽然美国商务部的声明中并没有限制中兴在美国的销售行为，但即使中兴通过诸多国内代理商重新拿到元件，因无法解释元件来源，终端可能无法在美销售，中兴智能手机出货量中美国占比超过四分之一，终端市场的影响甚至超过供应链危机。此次和解虽然罚款金额较大，但整体来说是利于公司未来发展的。

我们认为，罚款事件的负面影响不大，靴子落地后公司发展前景更加确定。8.92 亿美元（约 61.82 亿元人民币）罚款计提到 2016 年，公司账上现金超过 300 亿，缴纳罚款后不会影响公司正常经营。2017Q1 快报显示，得益于运营类业务和消费类业务的营收增长和费用优化，公司净利润增长加速。我们预测，制裁事件的和解将会对公司在欧美市场的消费类业务带来积极影响，有望显著提升收入增速。

此次事件将提升公司合规管理能力，有利于公司海外市场的进一步扩展。制裁发生后，在新任董事长赵总的领导下，公司进行了大幅度的变革以创建领先的出口合规体系，并采取了一系列有力措施，包括组建新 CEO 和公司管理层团队；成立新的合规管理委员会；重组法律及合规管理部；任命美国律师为首席出口合规官；完善《出口管制合规手册》；采用了新的自动化管控工具；加强全球出口管制培训。公司目前一半营收来自国际市场，在吸取了这次经验教训后，合规管理强化将有利于公司进一步拓展海外市场。

4. 盈利预测与估值

4.1 关键假设

1) 运营类业务：参考中国联通披露的 2017 年 CAPEX 同比减少 271 亿及中电信在近日国办会议发言谈到今年开支约 1000 亿(基本持平)，假设中移动 CAPEX 为 1700 亿(-5%)。考虑运营商 800M/900MHz 频谱重耕及广电 700MHz 建网，经测算三年低频重耕总投资约 2200~3000 亿元，参考历史招标结果假设公司获得份额超过 30%，公司的运营类业务收入将平稳回落，预计 17/18 年营收为 549/494 亿元，下滑幅度分别为 -5% / -10%。

2) 消费者业务：殷一民重新职掌终端业务后将带动公司终端业务转型，拐点将出现，考虑亏损业务剥离，预计消费类业务 16/17/18 年增速为 0.1%/-5%/10%，考虑重点区域高增速及亏损业务剥离将带来毛利率提升，17/18 年毛利率将上升至 20%/22%。

3) 政企业务：公司推出智慧城市 3.0 概念并打造“沈阳模式”标杆，云计算方面也拿下了外交部数字通信中心等重大项目，将受益于智慧城市 IT 投资加速和云计算市场景气，预计 16/17/18 年增速均为 20%，毛利率基本稳定，保守估计为 40%/39%/38%

4.2 投资评级与估值

采用 PEG 估值法算得中兴通讯 PEG 值为 0.84，公司估值处于安全水平。不考虑处罚因素，公司 16 年 EPS 为 0.91 元/股，按 18 年 EPS 为 1.32 元/股算，公司 2016-2018 三年复合增长率为 20%，而公司 16 年估值仅为 16.79，2016 年 PEG 值为 0.84 明显小于 1，处于安全边界内。

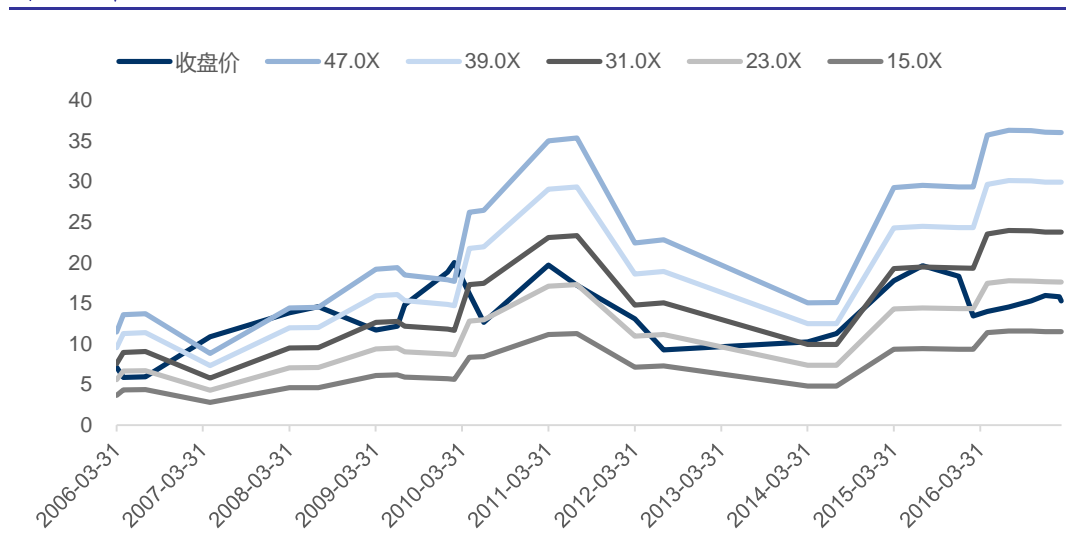
从中兴通讯 PE Band 看，公司 PE 处于近 10 年来的低位，同样处于被低估的水平（除 13 年亏损的异常数值后）。公司近十年 PE 最高的时候超过 60（2007 年 8 月），大多数时候处于 22 到 30 这个区间，考虑到公司基本面改善的拐点已经出现，目前 2017 年 16x 的 PE 值说明公司仍存在被低估的可能性。

表 5：中兴通讯 PEG 估值

公司名称	EPS (元/股)			EPS 增长率 (%)			16-18 年复合增长率 (%)	PE (2017E)	PEG (2016E)
	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E			
中兴通讯	0.91	1.08	1.32	17	19	21	20	16	0.84

资料来源：申万宏源研究

图 39：中兴通讯 PE Band



资料来源：wind、申万宏源研究

从整个通信行业估值情况看，最近处于上升通道，中兴通讯作为行业龙头估值有望回升。根据通信行业市值较大的重点公司估值情况看，17/18 年 PE 平均值为 47.75/36.68，

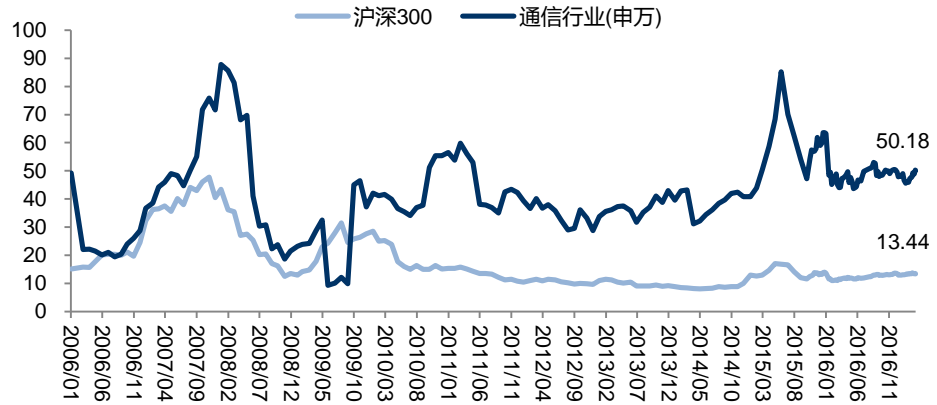
中位数为 43.72/36.18，考虑各公司未来两年复合增速后，中兴通讯估值水平与同行业相比仍处于底部。排除罚款影响，中兴通讯未来两年复合增长率为 20%，考虑到从同行业公司横向比较及纵向历史估值看中兴均处于低点，以及公司基本面拐点已现，公司估值水平有望回升，我们给予公司 20 倍的估值，属于合理水平。

表 6：通信行业重点公司估值情况

股票代码	公司	总市值 (亿元)	每股收益				市盈率				2016-18 年 CAGR
			15EPS	16EPS	17EPS	18EPS	15PE	16PE	17PE	18PE	
600050.SH	中国联通	1642.74	0.16	0.08	0.15	0.20	41.29	94.76	19.32	14.46	55.7%
000938.SZ	紫光股份	592.97	0.74	0.95	1.71	2.18	122.12	59.45	33.92	26.68	51.2%
300017.SZ	网宿科技	415.13	1.19	1.64	2.42	3.51	57.01	31.83	31.51	21.76	46.1%
600522.SH	中天科技	339.41	0.99	0.51	0.68	0.83	38.08	21.92	29.07	23.83	28.4%
000839.SZ	中信国安	431.57	0.22	0.18	0.24	0.27	91.67	60.19	64.06	56.76	22.2%
600804.SH	鹏博士	300.77	0.53	0.61	0.75	0.90	46.83	34.61	56.51	46.62	20.7%
600498.SH	烽火通信	274.86	0.64	0.86	1.11	1.37	48.21	30.19	51.07	41.28	26.6%
300136.SZ	信维通信	306.60	0.39	0.56	0.90	1.33	114.41	57.32	69.97	47.65	54.5%
002465.SZ	海格通信	257.28	0.28	0.33	0.43	0.56	72.88	35.83	64.24	49.86	29.7%
002583.SZ	海能达	238.18	0.16	0.25	0.41	0.61	96.17	54.35	85.06	57.51	55.3%
000063.SZ	中兴通讯	607.95	0.78	(0.56)	1.08	1.32	22.70	(27)	14	12	20.0%
中位数								35.22	43.72	36.18	
平均值								42.97	47.45	36.68	

资料来源：Wind, 申万宏源研究

图 40：通信行业估值情况



资料来源：wind、申万宏源研究

运营商 800M/900MHz 频谱重耕及广电 700MHz 建网将拉动行业投资，低频重耕会带来较大规模的终端和基站设备升级，公司的运营商业务（基站 / 终端）趋势向好，2017Q1 快报显示得益于运营商业务和消费类业务的营收增长和费用优化，公司净利润增长加速。公司新业务布局加速，光芯片、半导体集成电路成为重点发展方向。公司积极参与物联网及 5G 的标准制定，专利布局及相关技术全球领先，中长期成长空间广阔。考虑消费者业务结构

调整、亏损业务剥离的逐步落地，调整盈利预测，预计 2017/2018 年业绩为 45.0/55.0 亿元¹，下调幅度分别为 12%/6%，对应 EPS 为 1.08 元/1.32 元，对应 PE 分别为 16X/13X。

基于国内低频重耕落地的确定性，考虑公司新管理层重视利润导向考核，以及公司基本面出现拐点，公司利润增长超市场预期是大概率事件，我们认为美国处罚事件的和解带来估值修复可能，未来将随业绩回升增速加快而回复到合理估值水平，考虑到公司步入成熟期增速有所下降，我们认为 2017 年 20 倍 PE 为合理估值水平，由此得出基于历史估值的目标价 21.60 元，由增持上调至买入评级。

¹ 2016 年估值预测模型采用罚款前归母净利润

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	81,471	100,186	101,662	98,852	99,064
A 产品	-	1	-	-	-
B 产品	-	1	-	-	-
C 产品	-	1	-	-	-
D 产品	-	1	-	-	-
营业总成本	81,694	100,378	102,044	96,970	95,847
营业成本	55,760	69,100	70,372	66,715	66,853
A 产品	-	1	-	-	-
B 产品	-	1	-	-	-
C 产品	-	1	-	-	-
D 产品	-	1	-	-	-
营业税金及附加	1,331	1,304	1,323	1,286	1,289
销售费用	10,259	11,772	11,945	11,615	11,640
管理费用	2,031	2,383	2,418	2,352	2,357
财务费用	2,101	1,431	1,487	1,469	1,322
资产减值损失	1,202	2,187	131	112	445
公允价值变动损益	148	-184	13	0	0
投资收益	134	696	1,517	0	0
营业利润	60	320	1,148	1,883	3,217
营业外收支	3,478	3,983	4,268	4,141	4,151
利润总额	3,538	4,304	5,415	6,024	7,367
所得税	810	563	1,345	1,205	1,473
净利润	2,728	3,740	4,070	4,819	5,894
少数股东损益	94	116	245	289	354
归属于母公司所有者的净利润	2,634	3,208	3,825	4,530	5,540

资料来源：申万宏源研究

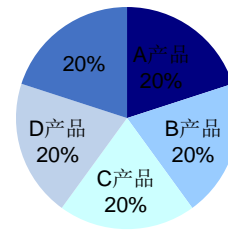
合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	82,226	95,292	82,560	86,776	92,868
现金及等价物	18,116	28,025	29,768	36,143	42,569
应收款项	30,082	32,325	32,697	31,703	31,454
存货净额	19,592	19,732	20,095	18,931	18,844
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,201	2,942	2,942	2,942	2,942
固定资产	7,611	8,336	7,822	7,308	6,794
无形资产及其他资产	12,421	12,697	12,563	12,429	12,295
资产总计	106,214	120,894	105,887	109,455	114,899
流动负债	65,925	67,638	53,230	51,210	51,286
短期借款	17,172	12,525	7,908	7,908	7,908
应付款项	32,956	38,176	38,878	36,858	36,935
其它流动负债	452	439	439	439	439
非流动负债	13,997	9,907	9,845	10,614	10,087
负债合计	79,922	77,545	63,075	61,823	61,373
股本	3,438	4,151	4,151	4,151	4,151
资本公积	8,725	10,493	10,493	10,493	10,493
盈余公积	1,769	2,023	2,325	2,683	3,122
未分配利润	11,412	13,678	17,201	21,372	26,474
少数股东权益	1,414	4,367	4,612	4,901	5,255
股东权益	26,293	43,349	38,782	43,601	49,495
负债和股东权益合计	106,214	120,894	101,857	105,425	110,869

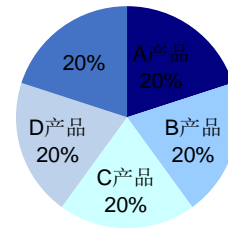
关键假设

	2012	2013E	2014E	2015E
--	------	-------	-------	-------

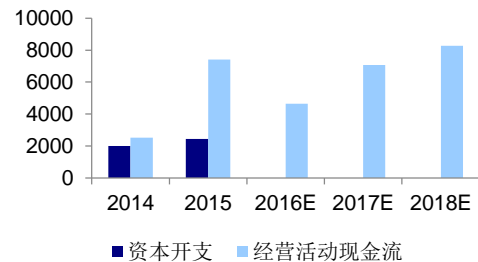
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

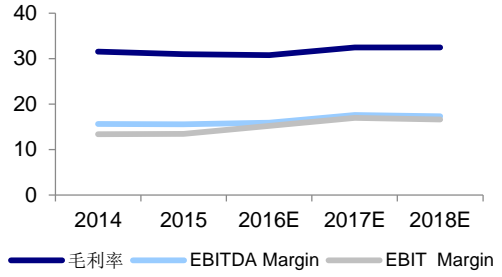
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,728	3,740	4,070	4,819	5,894
加：折旧摊销减值	3,028	4,301	779	760	1,093
财务费用	1,629	1,761	1,487	1,469	1,322
非经营损失	-195	-768	-1,530	0	0
营运资本变动	-4,442	-1,532	-164	26	-34
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	2,513	7,405	4,642	7,075	8,276
资本开支	1,996	2,445	0	0	0
其它投资现金流	83	858	1,457	48	-8
投资活动现金流	-1,623	-1,575	1,457	48	-8
吸收投资	254	3,009	0	0	0
负债净变化	-2,121	-6,099	-2,942	769	-526
支付股利、利息	1,859	2,058	1,487	1,469	1,322
其它融资现金流	0	-174	0	0	0
融资活动现金流	-3,726	3,582	-4,429	-701	-1,849
净现金流	-2,888	9,387	1,671	6,423	6,419

资料来源：申万宏源研究

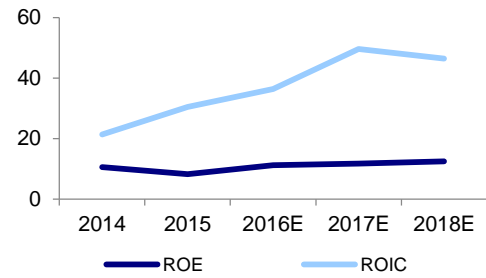
重要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.77	0.91	1.08	1.32
每股经营现金流	0.60	1.77	1.11	1.69	1.98
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	5.94	9.31	8.16	9.25	10.57
关键运营指标(%)					
ROIC	21.3	30.5	36.4	49.6	46.4
ROE	10.6	8.2	11.2	11.7	12.5
毛利率	31.6	31.0	30.8	32.5	32.5
EBITDA Margin	15.6	15.5	15.9	17.6	17.3
EBIT Margin	13.4	13.4	15.2	17.0	16.6
收入同比增长	8.3	23.0	1.5	-2.8	0.2
净利润同比增长	94.0	21.8	19.2	18.4	22.3
资产负债率	75.3	64.1	59.6	56.5	53.4
净资产周转率	3.27	2.57	2.98	2.55	2.24
总资产周转率	0.77	0.83	0.96	0.90	0.86
有效税率	23.8	15.6	34.5	20.0	20.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	24.8	20.3	17.0	14.4	11.8
P/B	2.6	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/Sale	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	4.1	3.4	2.8	2.6

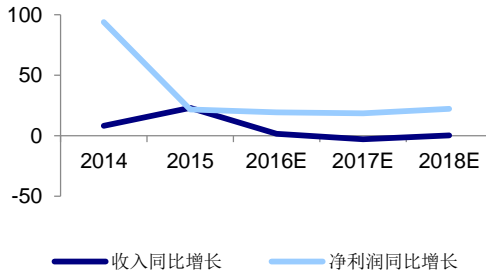
资料来源：申万宏源研究



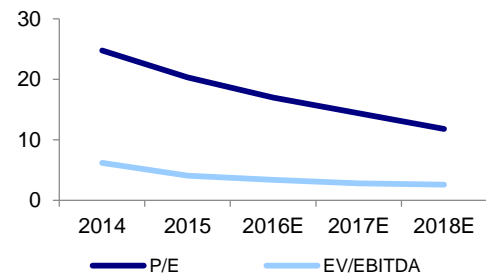
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。