

强烈推荐-A (维持)

中兴通讯 000063.SZ

目标估值: 25.2 元
当前股价: 19.55 元

九问九答, 剖析公司之最核心问题

基础数据

上证综指	3103
总股本 (万股)	418463
已上市流通股 (万股)	342430
总市值 (亿元)	818
流通市值 (亿元)	669
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	-5.7
资产负债率	70.5%
主要股东	深圳市中兴新通讯设
主要股东持股比例	30.34%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中兴通讯 (000063.SZ): 5G 物联网纯龙头, 一带一路真白马》2017-05-16
- 2、《中兴通讯 (000063): 股权激励开启新征程, 业绩基数树未来信心》2017-04-25
- 3、《中兴通讯 (000063): M-ICT 时代, 通信龙头价值再发现》2017-03-17

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

研究助理

余俊
yujun@cmschina.com.cn

中兴通讯作为中国通信企业全球化的代表, 在产业、技术和市场三个维度引领全球通信行业发展。目前市场对支撑中兴通讯股价长期向上的驱动力尚存疑虑, 我们试着从看好公司的核心逻辑、估值水平、业绩保障、5G 崛起、内生改善、研发投入等多个角度全面解读公司的基本面和未来长期成长空间, 力争一文解答市场对于公司最关心的疑问。

- 对于我们看好公司的核心逻辑, 最简单可以用 **业绩确定下的估值低估、治理结构更佳下的内生改善、格局有利下静待 5G 崛起** 三句话精炼概括。
- **估值处于历史底部区间, 未来估值具有较大修复空间。** 通过对公司历史估值的比较, 在去除亏损年份后, 其平均估值在 30 倍, 估值中枢为 25-30 倍。公司目前 TTM 估值 21 倍, 动态 PE 19 倍, 仍然处于非常靠近底部的位置。对比中国制造其他行业龙头和通信行业内其他龙头企业, 动态估值均在 25 倍以上, 公司作为 A 股研发投入最大的通信蓝筹白马, 目前仍被低估。面向未来 5G 大周期, 公司内生改善, 核心技术能力突出, 我们认为未来估值仍有较大的修复空间。
- **股权激励保障业绩, 5G 周期打开空间。** 在资本开支下行周期下, Pre 5G 和 5G 有线传输投资先行, 存在结构性机会; 无线投资由于移动 900M FDD 30 万基站等物联网的投资预期, 也将平滑 4G 后周期带来的投资下降, 信息基础设施建设有追加投资可能性。新股权激励保障未来三年业绩。5G 无论投资规模还是竞争格局, 现有设备商都高度受益, 中兴在持续高研发投入下, 已具备产品、市场和客户的多重优势, 5G 时代将达到一个全新的高度。
- **新领导层更迭带来新期盼, 手机部门降本增效成果显著。** 新领导层上任后更加聚焦主业, 逐步剥离非核心业务, 聚焦 M-ICT 2.0 核心业务, 更加注重合规管理和法律风险控制。去年对业绩拖累较大的手机部门, 在今年全面进行降本增效改革后, 成果显著, 北美等海外市场今年以来销售情况理性, 回收 ODM、削减渠道和广告费用、裁员等手段给今年成本端带来较大的缩减, 手机业务今年有望大幅扭亏。
- **投资建议:** 未来 5G 技术我国将力争主导, 以此角度, 我们认为在当前 800 亿左右市值对应当前股价 PE 仅 19 倍, 被显著低估。公司在 5G、SDN/NFV、核心芯片、物联网和云计算等核心技术的价值值得重新发现。预计 2017-2018 年净利润分别约为 43.9 和 49.4 亿元, 摊薄后 EPS 分别 1.05 元和 1.18 元, 对应 2017-2018 年 PE 分别为 18X 和 16X。给予 2017 年 24 倍 PE, 对应 12 个月目标价 25.2 元, 维持“强烈推荐-A”。
- **风险提示:** 美国商务部处罚金额带来财务风险, 研发竞争力下降, 运营商资本开支持续下降。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	100186	101233	111006	124674	153271
同比增长	23%	1%	10%	12%	23%
营业利润 (百万元)	320	1166	1277	1872	3712
同比增长	431%	264%	10%	47%	98%
净利润 (百万元)	3208	-2357	4394	4935	6208
同比增长	22%	-173%	-286%	12%	26%
每股收益 (元)	0.77	-0.56	1.05	1.18	1.48
PE	25.3	-34.7	18.6	16.6	13.2
PB	2.1	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、关于中兴通讯投资的九个核心问题.....	3
1、目前看好公司的核心逻辑是什么？.....	3
2、中兴估值目前到底处于什么样的水平？.....	4
3、2017-2018 年运营商资本开支仍存在压力，如何看公司的业绩和增长？.....	4
4、5G 时代公司会有更好的表现机会吗？.....	5
5、为什么现在可以给中兴一个更高的估值？.....	6
6、如何看手机部门优化及减亏的进展？.....	6
7、如何能够体现公司的内生改善？.....	7
8、中兴过去的研发投入在怎样一个水平？.....	8
9、中兴的芯片和核心光器件能力如何？.....	9
二、投资建议：低估值龙头价值重发现，维持“强烈推荐-A”评级.....	11

图表目录

图 1：龙头企业研发占营收比例.....	8
图 2：龙头企业市研率和市销率对比.....	9
图 3：中兴通讯历史 PE Band.....	12
图 4：中兴通讯历史 PB Band.....	12
表 1：中国制造企业对比.....	4
表 2：中国半导体设计公司排名.....	9
表 3：中兴微电子产品布局及发展现状.....	10

一、关于中兴通讯投资的九个核心问题

1、目前看好公司的核心逻辑是什么？

答：对于我们看好公司的核心逻辑，最简单可以用以下三句话精炼概括：

业绩确定下的估值低估、治理结构更佳下的内生改善、格局有利下静待 5G 崛起。

业绩确定下的估值低估：这体现了公司在行业周期下行情况下的难能可贵。估值低估是一个很明显的优势，在今天更加注重公司业绩、寻求合理估值标的偏好下，公司目前 19 倍的估值也是非常具有安全边际。尽管相比我们推荐之初 15 倍的估值，已经有了近 30% 的涨幅，但是我们通过对公司历史估值的比较，以及横向纵向的市场比较，目前的估值无论是对于代表中国制造的其他行业白马蓝筹标的，还是对于通信同行其他龙头比较来说，仍然具有非常高的比较优势。**业绩确定**来自于公司新股权激励计划带来的市场信心，以 2016 年归母净利润 38.25 亿元作为基数，2017-2019 年每年增速不低于 10%、20% 和 30%，ROE 每年不低于 10%。此外，公司通过手机部门的降本增效改革也对业绩扭亏有着重要的作用，这将在国内三大运营商整体资本开支下滑的背景下，坚定了市场对弱周期下业绩的信心。

治理结构更佳下的内生改善：内生改善是我们认为支撑公司估值向上的核心逻辑。公司在经历了去年的美国出口禁运事件以后，公司从董事长到部门主管等管理层进行了大换血，新领导层更加务实高效，更加注重法律合规和规范管理，整个公司治理结构得到进一步。对于未来公司战略也是坚定聚焦核心主业，聚焦上游核心一体化能力，聚焦重点市场和客户，重视核心技术研发的持续性。内生改善表面上体现在公司领导层的更换，实质上更是公司整体战略的调整。从技术、市场、供应链、聚焦主业等多个维度公司战略都在发生积极的变化。

格局有利下静待 5G 崛起：格局有利指的是整个通信产业的竞争格局到了 4G 后周期时代，前景已经非常确定。通信设备厂商从 2G、3G 时代的超过十余家，到目前仅剩四家竞争。从目前市场格局来看，过去三年，中国两家通信公司的运营商收入都在逐步提升，而国外两家公司却在逐年下降，此消彼长。背靠中国强大需求的市场，中国人民勤勉踏实的作风，优秀的工程师红利，顺应中国大国崛起的国运，每年高额研发投入，使得中国通信技术成为所有高科技领域，最接近甚至引领全球的行业，中国企业完全统治全球运营商设备市场指日可待。**（同理，我们也非常看好专网领域【海能达】复制公网设备巨头路径，抢占全球市场份额的逻辑）。**5G 崛起在于对未来 5G 周期的长期看好，5G 不论是投资规模还是竞争格局都发生了很大的变化，中国通信技术在经历了 2G 空白、3G 跟随、4G 同步的发展路径之后，在 5G、物联网时代，将逐步引领全球。公司在 5G 时代，由于前期大量研发投入积累，5G 技术已经位列最前沿位置，专利数全球领先，核心编码也取得重要突破。在 Pre5G、5G 网络部署和实验组网阶段，已经和全球主流的运营商如中国移动、日本软银、德国电信、西班牙电信等结成全面战略合作关系，5G 时代占据重要先机。

对于投资逻辑，我们认为可以按照短期-中期-长期逻辑把握节奏。

短期：以公司基本面改善，估值修复为主，主要以管理层更迭、裁员和罚款落地为起点，顺应白马蓝筹行情。估值从 15 倍逐步提升到 20-25 倍；

中期：以 5G 主题投资拉动，在 5G 发牌前一年左右，把握今年下半年或者明年上半年主题机会，超越历史估值均值，从 25 倍提升到 20-40 倍；

长期：在 5G 商用投资带动下开始新一轮资本开支，收入和利润重回高增长，行业集中度提升，公司综合实力变强，强者恒强，充分享受 5G 景气周期，预计业绩大幅增长。

2、中兴估值目前到底处于什么样的水平？

答：我们于 3 月 16 日发布深度报告《中兴通讯（000063）：M-ICT 时代，通信龙头价值再发现》当时估值 15 倍，处于历史底部，截止目前，上涨近 30%，对应 2017 年动态 PE 19 倍，但是相对公司的历史估值水平“仍然便宜”。

我们从公司历史估值、代表中国制造蓝筹白马、通信同行业内公司、全球通信巨头估值四个维度，对公司的估值进行了系统的比较分析，发现公司目前估值仍然处于底部区间。

对比公司的历史估值，我们做了个统计，从 2007 年至 2017 年，中兴通讯整体估值保持较为平稳的波动态势。在剔除利润为负的情况后，十年内中兴通讯 PE（TTM）的历史均值为 30.1 倍，最高值 79 倍，最低值 15 倍，估值中枢为 25-30 倍。公司目前 TTM 估值 21 倍，动态 PE 19 倍，仍然处于非常靠近底部的位置。

对比通信设备板块，目前板块动态 PE 约在 40 倍左右，其中白马股都在 25 倍-50 倍的区间，比如烽火通信 25 倍、光迅科技 35 倍、海能达 40 倍、中际装备 42 等。目前，在流动性紧张和资本运作加强监管的趋势下，中小创的估值下行、白马龙头的估值提升是趋势。类比其他细分行业的白马龙头，我们分别分析了电子行业的安防龙头海康威视、苹果产业链龙头立讯精密，计算机行业的人工智能龙头科大讯飞，IT 设备龙头紫光股份，机械行业龙头中国中车、三一重工，动态估值基本在 22-67 倍，相比之下，中兴通讯处于显著低估，估值仍有较大的提升空间。

表 1：中国制造企业对比

代码	公司	股价	总市值	EPS				PE			PB	PS
		2017/5/31	2017/5/31	2015A	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E		
600031.SH	三一重工	6.97	533.8	0.02	0.04	0.30	0.43	180.6	23.2	16.3	2.3	1.9
002230.SZ	科大讯飞	29.79	413.7	0.34	0.39	0.45	0.59	75.7	66.9	50.4	0.0	11.7
601766.SH	中国中车	10.27	2,776.6	0.43	0.41	0.46	0.51	25.2	22.5	20.0	2.5	1.3
002475.SZ	立讯精密	27.73	587.9	0.86	0.57	0.88	1.19	49.1	31.6	23.3	0.0	3.8
002415.SZ	海康威视	27.95	2,579.5	0.64	0.80	1.02	1.27	34.8	27.3	21.9	12.5	7.6
000938.SZ	紫光股份	51.80	539.9	0.74	1.07	1.29	1.52	48.4	40.1	34.1	0.0	1.7
	算术平均							49.2	31.7	23.4	2.5	4.7
	中值							28.7	21.8	16.9	2.4	2.3
000063.SZ	中兴通讯	19.55	811.0	0.77	-0.57	1.05	1.18	-34.3	18.6	16.6	2.2	0.8

资料来源：Wind、招商证券

3、2017-2018 年运营商资本开支仍存在压力，如何看公司的业绩和增长？

答：单纯从运营商投资周期来看，2017-2018 年处于后 4G 时期，运营商投资意愿不强，再加上联通混改等因素，资本市场对我国电信资本开支预期会存在较大压力。但是对于中兴的业绩来说，并没有想象的那么悲观。理由如下：

- 1) 有线传输投资存在结构性亮点。尽管今年三大运营商资本开支总预算继续下降 13% 但传输网有可能成为新的增长点。根据中国移动年初资本开支预算，在整体资本开支下滑 6% 的情况下，传输网同比增长 4.8%，成为 Capex 预算的亮点部分。我们

判断，在中移动加大对传输网改造，提前布局 5G 有线传输网络的背景下，中国电信和中国联通也将提高对传输网部分的投资，全年三大运营商传输网追加投入存较大概率。我们判断移动下半年将会加大 900M 重耕和 FDD-LTE、NB-IoT 建设，也会带动 PTN 的投资需求。至 2019 年，5G 周期正式拉开序幕，运营商将提前开展承载网建设，预计今年来自于骨干网和城域网的 OTN 建设将大幅增长，并且 100G OTN 下沉至城域网的趋势明显，后续 OTN 的招标也值得重点关注。

- 2) **无线存在压力，但中移动 FDD 存在改善预期。**首先 4G 到 5G 的周期不像之前的换代那么明显划断，5G 与之前通信技术最大的不同是应用场景从人与人的连接转向了人与物的连接，物联网投资的出现是未来最大的增量。而物联网从去年开始已经逐步部署，去年中国电信在物联网投资的 30 万+基站弥补了很多投资下滑的缺口，今年和明年，中国移动在 900M FDD 物联网超过 30 万个基站的投资也在目前的资本开支预算之外。另外，国家各部委也屡次提及要加大信息基础设施建设，这都将是追加资本开支的变量。
- 3) **内控改善，手机终端部门减亏带来正向利润贡献。**公司内部加强成本管理，对于重点亏损比较大的业务部门，降本增效成果显著。公司继续聚焦主业，对于对整体业绩有影响，与未来主要业务相关度比较低的部门逐步剥离，在继续保证研发高投入的前提下，减少非必要成本开支，提高整体运营效率。预计今年通过手机等部门的降本增效改革，能够新增盈利 15 亿以上，给整体业绩带来较大的弹性。
- 4) **新股权激励计划兜底业绩保障。**在去年因罚款原因全年亏损的情况下，公司上一期股权激励未达标提前终止。在不到一个月后，公司以高效的姿态出台新股权激励方案，其中以 2016 年归母净利润 38.25 亿元作为基数，2017-2019 年每年增速不低于 10%、20%和 30%，ROE 每年不低于 10%，在国内三大运营商整体资本开支下滑的背景下，坚定了市场对弱周期下业绩的信心。

4、5G 时代公司会有更好的表现机会吗？

答：对于未来通信行业的格局，我们有一个整体的判断，5G 时代将是中国两家龙头华为和中兴正式全面掌控的时代。5G 时代，中兴将跨入一条更加宽广的赛道：

- 1) **5G 投资规模比 4G 更大。**首先，5G 比 4G 基站投资总规模更大，站点更密，基站数量更多；其次，峰值投资规模高于 4G 和 3G，从 5G 未来的市场规模来看，我们做过一个统计，2G 时代三大运营商资本开支峰值额在 2000 亿+，3G 时代峰值在 3000 亿+，4G 时代峰值在 4000 亿+，从更加丰富的应用场景和高频特性来看，5G 整个投资规模将继续扩大，我们预计峰值投资额将在 5000 亿以上。5G 对于更少的设备厂商来说，无疑有了更宽的赛道空间。再者，5G 时代在主设备和核心器件的有效投资占比会提升，一方面铁塔和机房等由铁塔公司共建共享，运营商投资可聚焦前端主设备和后端 IT 配套，另一方面是 5G 技术升级带来的设备和器件价值提升，简言之，一个基站中，设备和器件的投资占比可能提升。
- 2) **竞争格局更加集中化，中国企业在 5G 的话语权提升，全球参与度会提升。**首先 2G 时代的十几家巨头群雄逐鹿，到目前只剩下四家设备提供商，整个行业的竞争格局已定。而从这四家竞争者来看，中兴和华为在运营商设备市场还在保持每年的快速增长，而爱立信和新诺基亚仍然步履艰难，连续 2-3 年运营商收入下滑，它们在处境艰难下，仍然存在被进一步整合的可能性。其次在 5G 标准的制定过程中，中国企业相比之前话语权更重。5G 拥有多个应用场景，技术的融合度非常高，它

与 3G 时代三大标准，4G 时代两大标准不同，而 5G 是一个融合标准，中国的工程师红利可以更加充分的发挥。

- 3) **中兴自身在 5G 时代的储备深厚。**从中兴自身来说，经过在过去几年的大规模研发投入，无论在物联网还是在 Pre5G 和 5G 的技术储备、专利数上，都有了长足的进步。公司过去连续 7 年国际 PCT 专利数位列全球前三，其中三年维持第一。在物联网尤其是 NB-IOT 提案数里，位于 3GPP 组织内第一位。在中国国家 5G 实验里，是全球 7 家合作公司之一，5G 全系列产品参与中国 5G 国家试验第二阶段测试，多项技术方案验证取得新突破。在 Pre5G、5G 网络部署和实验组网阶段，已经和全球主流的运营商如中国移动、日本软银、德国电信、西班牙电信等结成全面战略合作关系，5G 时代占据重要先机。在今年二月，中兴通讯在巴塞罗那世界移动大会上发布 5G 全系列高低频预商用基站产品，并表示将在 2018 年第三季度开始 5G 的商用预部署，2019 年第一季度实现 5G 规模商用部署。

5、为什么现在可以给中兴一个更高的估值？

答：正如前面所提，目前估值在经历了一个 25%-30% 的提升以后，目前仍处在底部区间。而支撑我们对公司估值提升充满信心的原因，主要来源于以下三个方面：

- 1) 公司目前在底部区间，而每一次通信技术换代，都会带来公司业绩和估值的双重提升。**5G 将拥有更宽的赛道，内外因使得中兴在 5G 中份额也将得到提升。**虽然 5G 商用目前看起来为时尚早，但是各大运营商和设备、芯片巨头已经开始大力推动 5G 各产业商用提前部署，物联网的衔接也使得前 5G 时代已经到来，3GPP 对于 5G 第一阶段技术标准非独立组网部分在 17 年底就将完成，按照历史的经验，目前这个阶段公司估值提升合情合理。
- 2) **内生改善打开估值空间。**新领导层上任励精图治，一些此前市场疑虑的问题正在逐步得到解决，治理结构的改善和公司更加聚焦核心主业的定位使得公司效能提升。加大上游核心芯片和光器件的投入使得公司在未来更加具有一体化供应能力。在近 13% 的高研发投入占营收比下，公司超千亿收入仅 3% 的净利率存在很大的改善空间。
- 3) **资本开支下行周期业绩有保障。**未来两年处于 4G 和 5G 衔接的阶段，运营商资本开支下行，通信行业其他公司业绩不确定性增加，而公司作为龙头通过基本面改善给予未来三年 10%、20% 和 30% 的业绩承诺，在不确定的市场环境下给出确定性的业绩表现，估值应有更佳的表现。
- 4) 今年市场风格对于蓝筹白马估值都有明显提升，贵州茅台、海康威视、立讯精密、紫光股份等行业龙头估值都已经接近或者超过 25 倍，中兴通讯作为 A 股通信行业最具备蓝筹白马属性的标的，身处高研发投入的信息技术领域，理应给出更高的市场估值。

6、如何看手机部门优化及减亏的进展？

答：客观来说，手机业务是公司近年来发展较差的部门，去年发生了数额不菲的亏损，对公司整体业绩拖累较大，但是今年以来经过公司对手机部门的重点降本增效改革，已经取得了不错的成绩。

- 1) 手机部门发展战略发生了重大的调整。由于行业竞争激烈以及成本控制问题，去年手机终端部门发生了较大的亏损，对整体业绩影响巨大。去年殷总亲自接管手机部门以后，对手机部门定位和未来发展战略进行了重大调整，制定的首要工作目标就是止血，并给出了止血-发展-超越的三步走发展战略目标。在担任公司董事长后，果断更换前手机部门主管领导，选用发展最好的北美事业部总经理程立新执掌手机部门。在巩固运营商渠道优势的基础上，控制过度扩张线下门店渠道的节奏，聚焦精品手机型号，用更加务实的态度面对手机市场的激烈竞争。
- 2) 从收入方面来看，受益于供应链保障性更强，产能较去年释放更加充分（去年一季度末二季度初受美国出口禁运事件影响）。公司去年手机业务销售大概 240 亿左右，海外占比 70%，国内占比 30%，手机销售主要是通过运营商渠道实现，尤其是海外运营商是公司手机的主要销售渠道。今年以来，海外手机销售情况非常乐观，据我们草根调研了解，占据整个海外 50%以上份额的北美地区到目前完成了全年目标量的 80%，形势非常喜人。美国目前四大运营商渠道都跟公司建立了很好的合作关系，公司也成为北美市场仅次于苹果、三星和 LG 的第四大手机厂商。欧洲也成为排名前五的市场品牌。
- 3) 从成本端来看，降本增效成为手机部门的主要战略目标。手机之前 40%以上销售通过 ODM 代工，现在已经全部收回来了，ODM 部分的设计和生均由自己负责。另外，手机部门去年已经裁员 20%，更少的人力负责更多的手机设计生产，降本增效成果显著。此外广告和渠道费用在经历了过去三年的高速增长后，今年预计也会大幅度的下降。

综合来看，我们判断今年手机终端业务将会有有一个较大幅度的减亏，预计减亏 15 亿元以上，乐观判断，若顺利，二季度或三季度出现单季度扭亏，这部分对公司整体的业绩将是一个很大的弹性因素。

7、如何能够体现公司的内生改善？

答：我们认为，四大个方面可以体现中兴的内生改善：管理层换届、合规管理体系升级、非核心部分精简及非核心子公司出售或清理和手机部门降本增效改革。

- 1) 首先，公司在去年经历了领导层大换血，各个关键部门也先后更换了主管。领导层更迭给了公司重塑企业文化、重新审视公司发展战略、严格内部管理的契机。新管理层在美国出口禁运事件后重新搭建，更加注重合规管理和法律风险；研发出身的董事长殷一民和总裁赵先明更加明白技术的领先性对于未来公司竞争的重要性，未来公司更加注重核心技术投入，继续沿着 M-ICT 2.0 战略演进。
- 2) 与此同时，新领导层更加聚焦主业，上任后不断剥离非主营方向业务，非 M-ICT 核心、盈利能力较差或者股权关系较为复杂的子公司，一年以来陆续清理各类子公司十余家。未来更加聚焦于上游电芯片、高速光器件和核心路由器、SDN/NFV 等核心技术，在物联网、5G 时代力争更加具有产业一体化能力，不再受制于人。非核心业务子公司的清理给了公司更加清晰的思路和股权结构，管理体系更加透明合理。
- 3) 在产品和市场方面，公司过去几年也发生了较为喜人的变化，运营商主流产品在各个市场和竞争对手展开正面竞争，并在阶段性市场取得良好的成绩，在客户上，国内中国移动成为公司的最大单一客户，海外跟全球主流运营商如日本软银、西班牙

电信和德国电信等也逐步建立全面合作关系，为未来 5G 时代全面部署欧美主流市场打下坚实的基础。

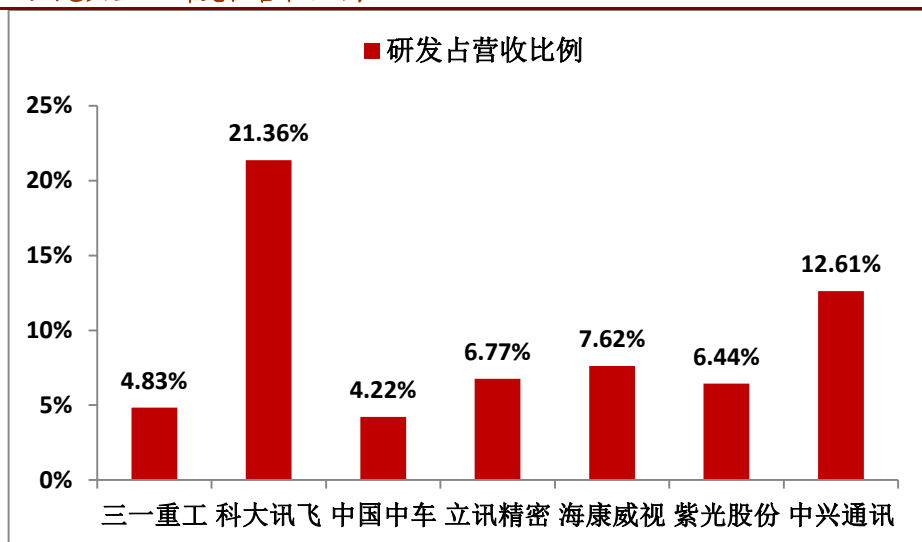
- 4) 此外，对于目前盈利能力较差甚至亏损的部门，如消费者业务进行全面改革，从整体战略到人员配置再到供应链进行重新审视。不再以盲目扩张规模为目标，而是更加注重盈利能力和长效性；手机产品更加聚焦精品化，外销型号从几百款收缩至几十款；通过回收 ODM、重塑供应链、人员重新配置进行降本增效改革，目前已经取得不错的成效，今年手机部门亏损有望大幅减少。

8、中兴过去的研发投入在怎样一个水平？

答：过去几年，中兴在研发投入上可以说是不遗余力、逐年提升，研发费用从 2013 年的不足 74 亿，上升到 2016 年的 128 亿，三年复合增长率超过 20%，占收入比重近 13%。目前公司的研发投入在 A 股全部 3000 家公司里面排名第一，在全国所有的企业里面也是仅次于华为排名第二，公司目前研发人员近 4 万人，占据公司所有员工的 40%。持续的研发投入也是公司能够保持在竞争异常激烈的通信设备商第一集团的主要原因。在未来物联网和 5G 时代，公司已经成为作为 IMT-2020 的核心成员，并担任了多个 5G 工作组的主席职位，在 5G 和物联网多个技术组织里面提案数和专利数位居前二，如 5G 核心编码 Polar 码权重是仅次于华为的第二，未来 5G 时代将会有越来越多的中国通信技术占据核心位置。

除研发的绝对数值冠绝 A 股以外，公司的研发费用占营收比例一项也是在 A 股排名前列，其中在所有通信 A 股上市公司中位列前 5%。对比中国制造龙头企业，中兴通讯 12.61% 的研发营收占比也是远远领先其他行业龙头，仅低于偏软件类公司科大讯飞 21.36% 的比例，考虑到公司每年超过千亿的收入体量，这样的研发投入水平尤其难能可贵。

图 1：龙头企业研发占营收比例

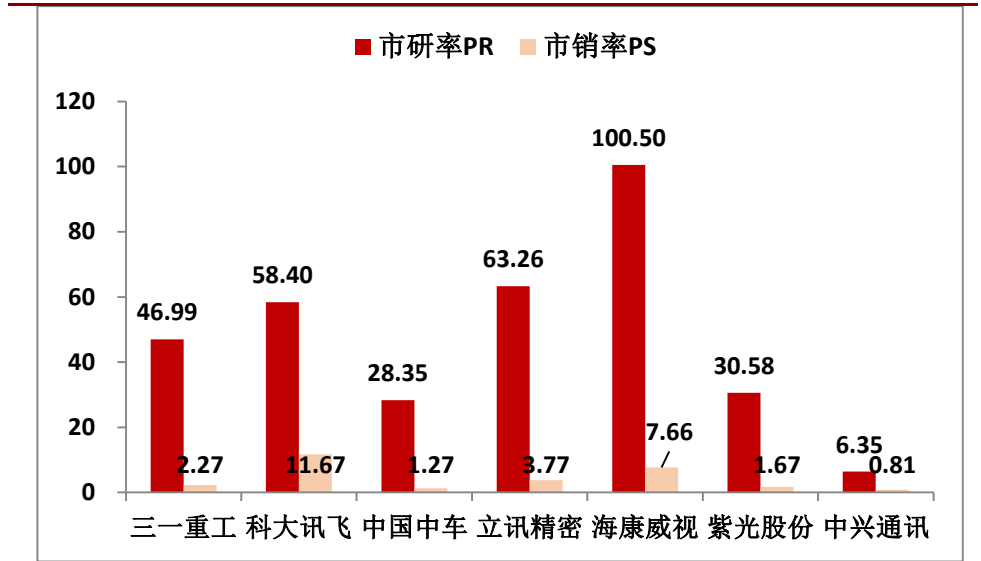


资料来源：Wind，招商证券整理

从市销率和市研率的角度来看，中兴都处于一个非常低估的位置，当前市值与其收入规模和研发投入相比，与其他中国制造龙头企业都有较大的差距。而对于未来面向 5G 的竞争格局来看，持续的研发投入是当前产品提升核心竞争力和下一代产品弯道超车或继续提高集中度的保障。正是因为公司持续的高研发投入，才能保证公司在竞争激烈的通信设备市场保持高竞争力，尽管目前公司只有 3% 的净利润率，但仍保持高研发投入率。

也正因此,未来5G时代公司净利率有显著改善的可能性,从而带来业绩和市值弹性。

图 2: 龙头企业市研率和市销率对比



资料来源: Wind, 招商证券整理

9、中兴的芯片和核心光器件能力如何？

答: 中兴微电子发展迅猛, 增速远超华为、展讯, 2015 年业务规模跻身国内行业前三, 2016 年稳定在行业前三。深圳中兴微电子技术有限公司注册于 2003 年, 之前一直对内提供技术支撑服务, 2014 年底首次以独立子公司身份亮相, 经过十多年的技术积累, 公司研发人员超过 2000 人, 在全球设有 11 个研发机构, 申请 IC 专利超过 2000 件(其中 PCT 国际专利超过 600 件), 2015 年销售规模达到 51 亿, 2016 年达到 56 亿元, 稳定在国内 IC 设计公司前三。2015 年, 国家集成电路产业基金 24 亿投资中兴微电子, 进一步增强了公司研发实力。中兴微电子 13 到 15 年销售额复合增速接近 100%, 远超华为、展讯等竞争对手, 显示出其强大的研发实力和竞争力。

表 2: 中国半导体设计公司排名

2013 年			2016 年		
排名	公司	销售额 (亿元)	排名	公司	销售额 (亿元)
1	深圳海思半导体	129.2	1	深圳海思半导体	260
2	展讯通信	64.6	2	清华紫光展锐	125
3	大唐半导体	24.4	3	中兴微电子	56
4	锐迪科微电子	23.4	4	华大半导体	47.6
5	北京南瑞智芯	21.5	5	智芯微电子	35.6
6	格科微电子	18.5	6	格科微	34
7	福州瑞芯微电子	18.5	7	汇顶科技	30
8	士兰微电子	18.0	8	士兰微电子	27.6
9	华大半导体	17.9	9	大唐半导体	24.3
10	珠海全志科技	16.0	10	敦泰科技	23.5
11	中兴微电子	12.9			

资料来源: 中国半导体行业协会、招商证券

公司芯片产品“云管端”布局完整，是国内外少有的可提供全面系统芯片解决方案的厂商。目前中兴微自研芯片研发并成功商用的有 100 多种，覆盖通讯网络、个人应用、智能家庭和行业应用等“云管端”全部领域，在国内处于行业前列。根据规划，中兴微电子将立足管道、拓展终端，同时布局大数据、云、物联网和可穿戴市场，成为“云、管、端”全球领先的综合性设计公司。2016 年三季度中兴芯片发货量同比翻倍，其 80G OLT 处理器、500G 分组交换套片、100G 网络处理器等芯片成功商用。

表 3: 中兴微电子产品布局及发展现状

细分产品	发展现状
通讯系统芯片	从光传输，承载，有线固网，固网终端到无线基带，中频，射频等已有 80 多款芯片的商用，已经成为全球范围内少数可提供全面系统芯片解决方案的厂商之一。其中， 高端路由器领域实现软件和核心芯片全面自主研发 ，成为继思科和华为后，全球范围量产高端路由器芯片的少数高科技企业之一。
无线基站芯片 固网 ONU 终端芯片	可提供多制式、多频段的创新融合方案，芯片销量高速增长 大幅提升了国产替代率， 销售规模跻身全球前三 。
终端芯片	中兴微电子在 LTE 技术上始终走在产业前端，并在 TD-LTE 多模技术上，积累了大量核心专利，完成 LTE-A 技术演进并实现了五模商用，终端芯片市场由原来的单一的国内市场， 成功突破巴西、印尼、印度、俄罗斯等国际市场 ，客户和销量增长迅速。

来源：中兴通讯、招商证券

在核心光器件方面，公司在经历 2016 年美国出口禁运事件以后，开始重视核心高端光芯片和器件自研和生产能力，**成立南京光电子基地，布局硅光芯片，发力光通信产业链核心价值端**。2016 年 10 月，中兴投入 10 亿在南京成立光电子总部，重点研发硅光芯片和器件的核心技术。硅光技术是未来通信领域以及互联网设备领域的基础性关键技术，对现有传统光器件技术具有颠覆性影响。中兴通讯将光电子项目作为“十三五”期间企业发展的重点战略，旨在通过掌握硅光芯片和器件的核心技术，形成国际领先优势。中兴作为全球第四大通信厂商，在光芯片领域，具有向上游光芯片器件领域延展的诉求，特别在 16 年 3 月受到美国商务部制裁后，核心芯片及光器件自产能力的缺失已成为悬在公司头上的“达摩克里斯之剑”，公司加快向上游布局意义重大。此次成立南京光电子总部，标志着中兴吹响了发力光通信产业链核心价值端的号角。

二、投资建议：低估值龙头价值重发现，维持“强烈推荐-A”评级

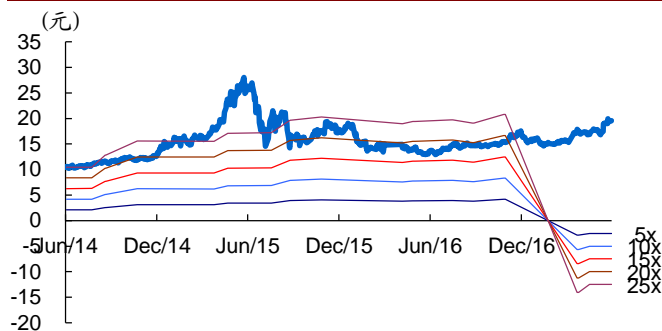
未来 5G 技术我国将力争主导，以此角度，我们认为在当前 800 亿左右市值对应当前股价 PE 仅 19 倍，被显著低估。公司在 5G、SDN/NFV、核心芯片、物联网和云计算等核心技术的价值值得重新发现。预计 2017-2018 年净利润分别约为 43.9 和 49.4 亿元，摊薄后 EPS 分别 1.05 元和 1.18 元，对应 2017-2018 年 PE 分别为 18X 和 16X。给予 2017 年 24 倍 PE，对应 12 个月目标价 25.2 元，维持“强烈推荐-A”。

风险提示：美国商务部处罚金额带来财务风险，研发竞争力下降，运营商资本开支持续下降。

参考报告:

- 1、《中兴通讯 (000063.SZ)：5G 物联网纯龙头，一带一路真白马》 2017-05-16
- 2、《中兴通讯 (000063)：股权激励开启新征程，业绩基数树未来信心》 2017-04-25
- 3、《中兴通讯 (000063)：收入利润同创一季新高，全年稳定增长值得期待》 2017-04-18
- 4、《中兴通讯 (000063)：业绩符合预期，M-ICT 龙头再起航》 2017-03-27
- 5、《中兴通讯 (000063)：M-ICT 时代，通信龙头价值再发现》 2017-03-17
- 6、《中兴通讯 (000063)：靴子落地，新起点轻装上阵》 2017-03-09
- 7、《中兴通讯 (000063)：限制出口事件取得重大进展，压制因素有望突破》 2017-02-15
- 8、《中兴通讯(000063)：中标欧洲运营商大单，海外业务再下一城》 2016-12-28
- 9、《中兴通讯 (000063)：产业资本眼中价值洼地，低估值龙头价值重发现》 2016-11-10

图 3：中兴通讯历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：中兴通讯历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	95292	112852	115355	137374	160677
现金	28025	32350	40239	51286	56941
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3463	1984	2220	2493	3065
应收款项	25251	25998	26953	30397	37514
其它应收款	2970	4430	3885	3990	5058
存货	19732	26811	23139	26803	33839
其他	15851	21279	18918	22406	24260
非流动资产	25602	28789	28246	28864	29948
长期股权投资	561	666	700	730	760
固定资产	7692	7516	7589	7826	8131
无形资产	4224	4354	4254	4154	4054
其他	13124	16253	15704	16153	17003
资产总计	120894	141641	143601	166238	190625
流动负债	67638	91747	84198	97250	111441
短期借款	7908	15132	11000	14000	12000
应付账款	22933	25244	27006	31138	37027
预收账款	4036	8092	7716	9514	12695
其他	32762	43279	38475	42597	49720
长期负债	9907	9009	12010	16030	21030
长期借款	6016	5018	8018	12018	17018
其他	3891	3990	3992	4012	4012
负债合计	77545	100756	96208	113281	132472
股本	4151	4185	4186	4186	4186
资本公积金	19130	19233	20802	23678	25027
留存收益	15701	12305	16699	18778	21778
少数股东权益	4367	5163	5706	6316	7162
归属于母公司所有者权益	38981	35722	41688	46641	50991
负债及权益合计	120894	141641	143601	166238	190625

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7405	5260	9915	5500	6780
净利润	3208	(2357)	4394	4935	6208
折旧摊销	2114	2467	1228	1163	1196
财务费用	1761	1981	943	985	1218
投资收益	(696)	(1640)	(1100)	(1193)	(1281)
营运资金变动	742	3985	3871	(924)	(1474)
其它	276	825	580	534	913
投资活动现金流	(1575)	(3019)	(690)	(1680)	(2330)
资本支出	(2469)	(4002)	(2400)	(2600)	(2800)
其他投资	894	983	1710	920	470
筹资活动现金流	3582	1227	(1336)	7227	1205
借款变动	(4716)	1649	(3064)	7000	3000
普通股增加	713	34	1	0	0
资本公积增加	10182	103	1569	2875	1349
股利分配	(1719)	(2075)	0	(2856)	(3208)
其他	(879)	1516	157	208	63
现金净增加额	9411	3468	7889	11047	5655

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100186	101233	111006	124674	153271
营业成本	69100	70101	77161	86495	105790
营业税金及附加	1304	868	1332	1371	1686
营业费用	11772	12458	12602	14026	16720
管理费用	14584	15250	16371	18572	22792
财务费用	1431	208	943	985	1218
资产减值损失	2187	2853	2420	2546	2634
公允价值变动收益	(184)	30	120	140	160
投资收益	696	1640	980	1053	1121
营业利润	320	1166	1277	1872	3712
营业外收入	4443	4362	4717	4898	4910
营业外支出	460	6295	465	494	520
利润总额	4304	(768)	5529	6276	8102
所得税	563	640	591	731	1047
净利润	3740	(1408)	4938	5545	7055
少数股东损益	532	950	543	610	847
归属于母公司净利润	3208	(2357)	4394	4935	6208
EPS (元)	0.77	(0.56)	1.05	1.18	1.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	23%	1%	10%	12%	23%
营业利润	431%	264%	10%	47%	98%
净利润	22%	-173%	-286%	12%	26%
获利能力					
毛利率	31.0%	30.8%	30.5%	30.6%	31.0%
净利率	3.2%	-2.3%	4.0%	4.0%	4.1%
ROE	8.2%	-6.6%	10.5%	10.6%	12.2%
ROIC	2.4%	2.8%	2.9%	3.1%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	71.1%	67.0%	68.1%	69.5%
净负债比率	15.3%	15.6%	13.2%	15.7%	15.2%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8
存货周转率	3.5	3.0	3.1	3.5	3.5
应收帐款周转率	4.0	4.0	4.2	4.3	4.5
应付帐款周转率	3.3	2.9	3.0	3.0	3.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	-0.56	1.05	1.18	1.48
每股经营现金	1.78	1.26	2.37	1.31	1.62
每股净资产	9.39	8.54	9.96	11.14	12.18
每股股利	0.50	0.00	0.68	0.77	0.96
估值比率					
PE	25.3	-34.7	18.6	16.6	13.2
PB	2.1	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	734.2	795.4	605.1	518.9	340.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，6年证券行业经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，5年证券研究经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

余俊 招商证券通信行业分析师 工学硕士，7年民航空管从业经历

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。