

强烈推荐-A (维持)

中兴通讯 000063.SZ

目标估值: 31-37.2 元

当前股价: 22.68 元

2017 年 08 月 10 日

从估值角度深度剖析公司投资价值

基础数据

上证综指	3276
总股本 (万股)	418463
已上市流通股 (万股)	342430
总市值 (亿元)	949
流通市值 (亿元)	777
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): 出售诺基亚部分股权不再并表, 今年投资收益有望大超市场预期》2017-07-28
- 2、《中兴通讯 (000063): 九问九答, 剖析公司之最核心问题》2017-06-02
- 3、《中兴通讯 (000063): M-ICT 时代, 通信龙头价值再发现》2017-03-17

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

研究助理

余俊

yujun@cmschina.com.cn

中兴通讯估值提升、内生改善、5G 大周期面临历史性机遇的逻辑逐步被市场所认可。当经历一波快速上涨之后, 中兴估值最高超过 22 倍, 市场对于中兴通讯观点经历了从疑虑到一致认可, 如今重又出现分歧, 并对公司当前所处的估值水平充满疑虑。我们将从估值的历史数据、同行数据、中国龙头代表公司、全球通信巨头四个维度比较, 全面的分析中兴通讯目前估值水平是否存在高估风险。

- **面向 5G 大周期, 全球通信巨头估值显著提升。**面向 5G 大周期, 海外投资者已经对诺基亚和爱立信给出了更高的估值溢价, 中兴通讯在技术研发水平提升、内控增强、全球竞争力提升的背景下, 目前估值对应 2017 年 PE 20 倍, 对比诺基亚和爱立信近 30 倍的 PE 估值水平, 具有很强的安全边际。此外, 通过与海外两家巨头的横向对比, 无论是 PE、PB、PS, 还是市研率、EV/EBITDA, 中兴通讯都处在一个具有相对比较优势的位置, 估值仍处在相对底部区间。
- **以史为鉴, 中兴通讯仍然处于估值中枢下限。**从 2007 年至 2017 年期间, 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 29.2 倍, 中兴通讯 PE 估值中枢在 25-30 倍区间, PB 估值中枢在 2.3-3.5 倍之间。目前股价对应 TTM PE 24.2 倍, 动态 PE 20.3 倍, 虽然在经历了一轮近 50% 的上涨以后, 估值提升较快, 但是仍然处于历史估值中枢的下限位置, 距离历史估值均值 (29.2 倍) 及上限 (80 倍) 仍有较大的空间。
- **行业对比, 通信龙头显著低估。**中兴通讯是中国通信走向全球的龙头企业, 在市场份额、技术研发、行业地位等各个方面都具备绝对的行业优势。其估值在与烽火通信、星网锐捷、大唐电信、海能达等通信企业进行估值比较时, PE、PB 等估值均处于行业最低水平。
- **科技蓝筹白马崛起, 中兴通讯最被低估。**近年来, 机械设备、电子、计算机、通信等多个领域中的中国制造企业不断崛起。比较这四个领域的历史估值和当前估值可以发现, 唯有通信行业目前估值明显超出历史估值。然而, 作为通信龙头的中兴通讯依然处于估值洼地, 无论是从 PE、PB 还是从市销率 PS、市研率 PR 等角度比较, 公司都最受市场低估。
- **投资建议: 维持“强烈推荐-A”, 目标价 31.0 元-37.2 元。**未来 5G 技术我国将力争主导, 中兴通讯是 A 股龙头, 当前 930 亿市值对应动态 PE 20X 倍, 距离历史平均估值 29 倍、估值中枢 25-30 倍, 尚处于底部区间。预计 2017-2019 年净利润分别约为 45.7 亿元、51.8 亿元、63.8 亿元, 对应 EPS 分别 1.09 元、1.24 元、1.52 元, 当前股价对应 PE 分别为 20X、18X、14X。随着中兴在 5G 产业布局和内生优化的核心逻辑不断验证, 考虑到今明两年 5G 大产业周期渐近, 公司内生效率仍在不断优化, 给予 2018 年 25-30 倍 PE, 12 个月目标价至 31.0 元-37.2 元, 维持“强烈推荐-A”。
- **风险提示: 海外市场拓展不及预期, 5G 推进速度不及预期, 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	115202	128970	154707
同比增长	23%	1%	14%	12%	20%
营业利润 (百万元)	320	1166	1516	2237	3985
同比增长	431%	264%	30%	48%	78%
净利润 (百万元)	3208	-2357	4569	5181	6381
同比增长	22%	-173%	-294%	13%	23%
每股收益 (元)	0.77	-0.56	1.09	1.24	1.52
PE	29.3	-40.3	20.8	18.3	14.9
PB	2.4	2.7	2.3	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

当前核心观点:	5
一、面向 5G 大周期, 全球通信巨头估值显著提升	7
1、5G 崛起, 全球通信企业估值提升	7
2、横向对比国际同行, 中兴估值仍具有比较优势	11
3、全球电信设备商格局业已确立, 中兴通讯迎头赶上	13
二、以史为鉴, 中兴通讯仍然处于历史估值中枢下限	17
三、行业内对比, 通信龙头显著低估	20
四、科技蓝筹白马崛起, 中兴通讯最被低估	22
五、投资建议: 维持“强烈推荐-A”, 目标价 31.0 元-37.2 元	25

图表目录

图 1: 5G 技术标准发展规划	7
图 2: 全球 5G 时间表	8
图 3: 电信经济周期理论模型	8
图 4: 全球通信企业近期股价表现	9
图 5: 爱立信近三年彭博预测估值 (BF) 情况	9
图 6: 诺基亚近三年彭博预测估值 (BF) 情况	10
图 7: J.P. Morgan 估值预测	10
图 8: 国际通信企业 PE 比较	11
图 9: 国际通信企业 PB 比较	11
图 10: 国际通信企业市研率比较	11
图 11: 国际通信企业市销率比较	11
图 12: 国际通信巨头 EV/EBITDA 比较	12
图 13: 全球通信设备厂商竞争格局变迁	13
图 14: 四大设备商 2009-2016 年营业收入	14
图 15: 四大设备商 2016 业务占比	14
图 16: 四大设备商运营业务收入比较	15
图 17: 四大设备商运营业务毛利率比较 (华为年报未披露)	15
图 18: 四大设备商 2009-2016 毛利率比较	16
图 19: 四大设备商 2009-2016 研发费用率比较	16
图 20: 中兴通讯历史 PE	17
图 21: 中兴通讯十年内 PE Band	18
图 22: 中兴通讯十年内 PB Band	18
图 23: 中兴通讯与指数 PE 比较	18
图 24: 中兴通讯与指数目前 PE 所处十年历史位置	19
图 25: 中兴通讯与沪深 300 指数 PE 比值	19
图 26: 通信企业 PE 比较	20
图 27: 通信企业 PB 比较	20
图 28: 绝对估值分位比较通信企业 PE	21
图 29: 中国制造行业 PE 比较	22
图 30: 中国制造行业 PB 比较	22
图 31: 绝对估值分位比较中国制造行业 PE	22
图 32: 中国制造各企业 PE 比较	23
图 33: 绝对估值分位比较中国制造企业 PE	23

图 34: 中国制造各企业市研率比较	24
图 35: 中兴通讯历史 PE Band.....	27
图 36: 中兴通讯历史 PB Band.....	27
表 1: 国际通信企业对比.....	11
表 2: 国际通信企业研发投入比较	12
表 3: 国际通信企业销售收入比较	12
表 4: 通信行业企业对比.....	21
表 5: 中国制造企业对比.....	24
附: 财务预测表.....	28

当前核心观点：

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。

我们在 3 月 16 日发布首篇深度报告《M-ICT 时代，通信龙头价值再发现》，强调中兴通讯作为中国通信技术走向全球的龙头公司，在全球运营商通信设备市场竞争格局确立，中国通信技术逐步引领全球的新态势下，在 5G、物联网、SDN 等多个新技术领域已经成为全球的领导者。美国制裁靴子落地，管理层战略调整，聚焦核心业务，整体经营更加注重内生品质和核心竞争力的打造。估值当时在 15 倍左右，存在显著低估，未来估值提升逻辑清晰。中兴通讯随后走出一波快速估值修复行情，估值来到 18-19 倍，上涨 25%；6 月 2 日，在市场对公司未来空间心存疑虑之时，我们针对市场对中兴的核心疑虑问题，发布第二篇深度解答报告《中兴通讯（000063）：九问九答，剖析公司之最核心问题》，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。随后中兴通讯走出第二波快速上涨行情，区间上涨幅度最高达到 25%，估值从 18-19 倍上涨到近 22 倍，股价 24.5 元创两年新高，历史上仅次于 2015 年牛市顶峰，市值超过千亿。

此前，我们在《九问九答》中，提出就未来中兴通讯的投资逻辑可以按照“短期-中期-长期”三阶段逻辑把握投资节奏：

1) 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 倍，并在当前白马行情下达到 20-25 倍的 PE，这一阶段在股权激励业绩的保障下确定性很强。

2) 中期：即第二阶段，以 5G 的大产业周期为核心驱动。根据历史经验，中兴通讯的估值中枢上限会达到 30-35 倍，5G 的进展、产业格局的变化，以及对未来投资拉动的预期会成为催化剂，我们认为，5G 主题投资将会在发牌前的某个时点爆发，即明后年，而此期间的重要的行业性事件有可能成为驱动力，并催化中兴的估值在 5G 投资正式落地前达到这一轮的高点。

3) 长期：第三阶段为业绩兑现期，在 5G 发牌或规模试验的背景下，商用投资带动下开始新一轮资本开支爆发，企业的收入和利润实现高增长，并且在行业集中度提升，及综合实力变强等逻辑带动下，实现其 5G 景气周期下的业绩兑现。

经历一波快速上涨之后，中兴估值最高超过 22 倍，市场对于中兴通讯观点经历了从疑虑到一致认可，如今重又出现分歧，并对公司当前所处的估值水平充满疑虑。我们将**从估值的历史数据、同行数据、中国龙头代表公司、全球通信巨头等多个维度比较，全面的分析中兴通讯目前估值水平是否存在高估风险。**我们认为公司无论是跟历史周期比较，还是国内外同行公司比较，目前估值仍然处在合理位置，未来还有进一步提升空间。面向未来来看，公司治理结构正逐步改善，管理、市场、产品和技术均较上一个 4G 周期有了显著的进步；面向即将到来的 5G 和物联网时代，公司过去 7 年超过 500 亿的研发投入带来了技术上的深厚积累，在物联网、5G 专利数，核心标准卡位上，都处于全球前三的位置，5G 竞争格局对于中兴有利，市场规模也较 4G 更大，我们有信心中兴将在未来 5 年的 5G 周期规模逐步进入全球前三。

未来 5G 技术我国将力争主导，中兴通讯是 A 股龙头，当前 930 亿市值对应动态 PE 20

倍,距离历史平均估值 30 倍、估值中枢 25-30 倍,尚处于底部区间。公司在 5G、SDN/NFV、芯片、物联网和云计算等核心领域的价值值得重发现。预计 2017-2019 年净利润分别约为 45.7 亿元、51.8 亿元、63.8 亿元,摊薄后 EPS 分别 1.09 元、1.24 元、1.52 元,当前股价对应 PE 分别为 21X、18X、14X。随着中兴在 5G 产业布局和内生优化的核心逻辑不断验证,考虑到今明两年 5G 大产业周期渐近,我国将力争产业链主导,且公司内生效率仍在不断优化,给予 2018 年 25-30 倍 PE,12 个月目标价至 31.0 元-37.2 元,维持“强烈推荐-A”。

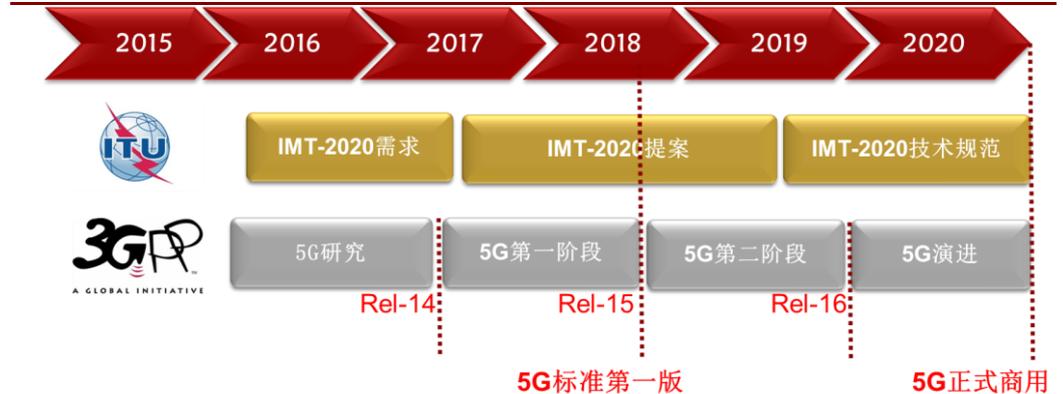
一、面向 5G 大周期，全球通信巨头估值显著提升

5G 产业渐近， Polar 码、MWC、NSA 等事件性驱动 5G 主题预热。主设备商，作为 5G 标准的参与方，以及产业推进的主力军，将是未来最确定受益的领域，因此率先受到资本市场的关注。今年以来，国际主要通信设备商爱立信、诺基亚股价、估值获得双升，即使当前处于后 4G 的资本开支空档期，但国际资本市场仍然给予了主设备商更高的估值溢价，背后的逻辑值得深思。我国通信产业起步较晚，历史上话语权微薄，后期凭借国内市场规模、工程师红利、持续研发投入等，逐步实现在世界范围内的追赶、同步及赶超。此间，中兴通讯作为中国通信企业全球化的代表和 A 股的龙头，在产业、技术和市场三个维度引领产业发展。

1、5G 崛起，全球通信企业估值提升

2016 年 11 月以来，随着 Polar 码的确立，全球 5G 技术的发展进入了新的关键发展阶段。2016 年开始的 Rel-14 版本周期将开启 5G 第一阶段工作的标准化，这一阶段的工作包括 5G 新空口的研究以及信道建模等工作，2018 年开始的 Rel-16 版本周期将是 5G 第二阶段的标准化，包括 5G 新空口的使用。随后在 2020 年左右，5G 将正式进入产业化阶段。在全球范围内看，北美、欧洲和亚太地区(中国，日本，韩国)的各大运营商均对 5G 表现出浓厚的兴趣，包括 AT&T、Verizon、NTT Docomo、KT 和中国移动在内的主流运营商都有发展 5G 系统的计划，集中测试和预商用的时间均在 2016-2018 年。

图 1：5G 技术标准发展规划



资料来源：招商证券

进入 2017 年，各国政府也把 5G 作为占据下一个信息技术战略制高点的关键部分，竞相制定 5G 发展计划，5G 已经成为中美日韩欧等全球主流经济体的兵家必争之地。5G 在各国政府、运营商、设备商及芯片厂商等共同推动下，呈现加速发展的态势，3GPP 在各方的压力下，也加快了技术标准的推进速度。在 3GPP RAN 第 75 次全体大会上，3GPP 正式通过了 5G 加速的提案。3GPP 将在 R15 版本内，加速 5G 新空口(NR)标准进程，将 5G NR 非独立组网(选项 3)特性提前至 2017 年 12 月完成，相对于原计划提前半年，其他特性的时间进程保持不变。另外，大会还确定分别于 2018 年 6 月完成、2018 年 9 月冻结独立 5G 新空口标准。**5G 正以超出市场预期节奏在向前推进。**

图 2: 全球 5G 时间表

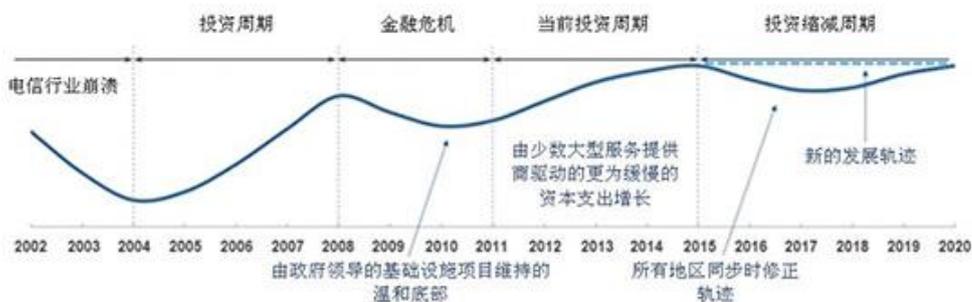
国家/地区	关注点
中国	<ul style="list-style-type: none"> 中国移动计划2018年5G试商用，到2020年实现正式商用，中国联通也计划在2020年提供商用服务。 中国电信已在广东省开展商用试点工作，同样目标是在2020年提供商用服务。
美国	<ul style="list-style-type: none"> AT&T正在等待5G标准的完成，然后进行标准5G的商用，并预期在2018年底之前进行商业部署。 Verizon已经发布了自己的5G技术规范，并将在今年进行固定无线的5G试点。 T-Mobile计划在2019年开始部署，到2020年将实施“全国性”部署。 Sprint表示在2019年末实施商业部署。
日本	<ul style="list-style-type: none"> KDDI, Softbank 和 NTT DoCoMo 都计划在2020年实施商业部署。
韩国	<ul style="list-style-type: none"> KT计划在2018年的平昌冬奥会上进行5G外场测试，并将商业部署计划提前到2019年。 SKT今年将进行现场测试，并计划于2019年下半年进行商业部署。
欧洲	<ul style="list-style-type: none"> 大规模商业引入的计划在2020年。 到2025年，主要城市和运输路线将会覆盖5G。

资料来源: 《中国 5G 报告: 发展展望与区域报告》、招商证券

5G 的崛起将为全球通信产业带来极大的发展机会: Ovum 数据显示, 2017 年至 2021 年, 全球通信提供商资本开支累积将超过 2.1 万亿美元, 其中超过 8000 亿美元将投到设备商身上; 全球通信提供商收入将从 2015 年的 28510 亿美元增长至 2021 年的 34270 亿美元, CAGR 为 3.1%; 中国方面, 根据《5G 经济社会影响白皮书》, 预计到 2030 年, 5G 将带动直接总产出 6.3 万亿元, 同时增加 800 万个就业机会。

根据 IHS Markit 的最新研究报告, 全球移动运营商的资本支出将继续保持平稳, 直到 2019 年才会开始回升。与此它们认为, LTE 部署带动的投资周期为 2011 年到 2015 年, 2016 年将迎来一个增长停滞阶段的开始。然而, 这一市场正逐渐回归整体经济健康状态, 今年应该会出现低个位数的增长。从 IHS 发布的电信经济周期模型上看, 2017 年已经基本处于投资缩短周期中的相对底部位置。后期, 随着 5G 技术的加速突破、相关应用场景的逐渐成熟, 产业投资有望实现回升。

图 3: 电信经济周期理论模型



资料来源: IHS、招商证券

去年 11 月以来, 在美国纳斯达克上市的全球通信巨头爱立信和诺基亚经历了一轮快速的股价和估值提升浪潮, 两家国际通信巨头在不到九个月时间内, 股价最高涨幅均超过 60%, 这与它们本身所处行业后 4G 周期投资下降的情况出现逆周期的表现特点, 与此同时, A 股的中兴通讯也走出了一波超过 50% 的涨幅。结合去年底以 Polar 码的确定作为启动时间节点, 5G 今年以来的 MWC 2017 会议、3GPP 提前非独立组网标准确立时间等一系列主题对全球通信企业股价和估值催化作用显著。

图 4: 全球通信企业近期股价表现

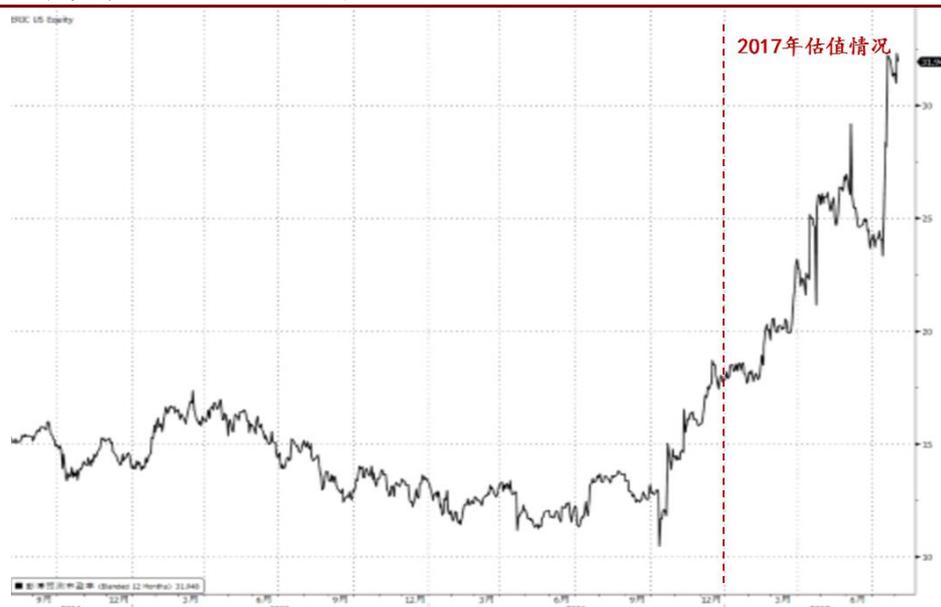


资料来源: Wind、招商证券

爱立信、诺基亚的股价上涨主要根植于通信巨头的估值提升，2016 年年底以来，爱立信、诺基亚的估值呈现出明显的上升趋势。纵观爱立信、诺基亚近年来的股价、估值表现，结合电信经济周期理论模型分析，一般而言，当市场投资步入低谷或具有上行趋势时，市场普遍对通信企业抱有积极预期，估值提升；当市场投资到达顶峰或具有下行趋势时，市场预期普遍较为消极，估值下调。

近年来，爱立信、诺基亚采取集中化的发展战略，深入布局通信领域，集中化发展战略有助于其集中发展主业，提升在通信领域的行业地位，增加收入并改善经营业绩；同时，5G 周期带来了市场预期的提升，同时也将给二者带来更多的发展机会，实现盈利。以上两点相互促进，是当下市场对二者在 5G 大背景下发展及估值预期提升的主要逻辑。

图 5: 爱立信近三年彭博预测估值 (BF) 情况



资料来源: Bloomberg、招商证券

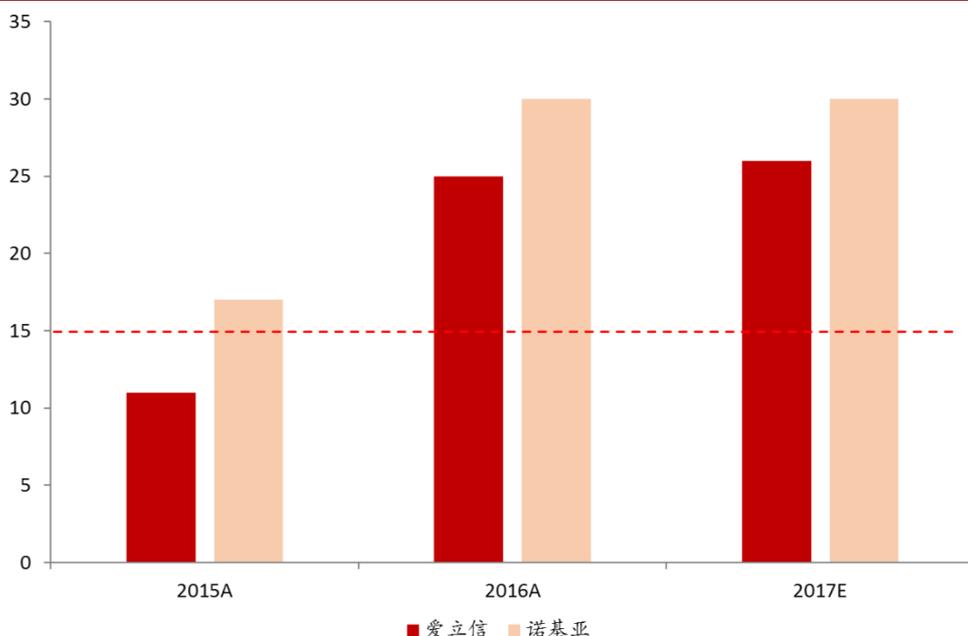
图 6: 诺基亚近三年彭博预测估值 (BF) 情况



资料来源: Bloomberg、招商证券

后期, 基于对 5G 发展的良好预期, 国际投行对通信产业的估值也普遍继续具有提升态势预期。根据 J.P. Morgan 2017 年 5 月份发布的预测报告, 爱立信 2015-2016 年的 PE 分别为 11 倍/25 倍, 2017 年动态估值 26 倍; 诺基亚 2015-2016 年的 PE 分别为 17 倍/30 倍, 2017 年动态估值 30 倍。面临即将到来的 5G 大周期投资机会, 海外投资者提前给出了超出历史估值 (过去十年约在 15 倍左右) 的估值溢价。全球投资者对于即将到来的 5G 大投资机会, 对行业内仅剩的四家主设备公司给出了超越历史平均的更高预期。

图 7: J.P. Morgan 估值预测

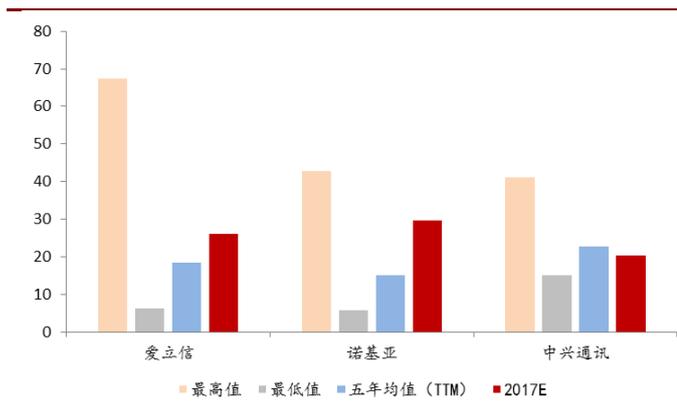


资料来源: J.P. Morgan、招商证券

2、横向对比国际同行，中兴估值仍具有比较优势

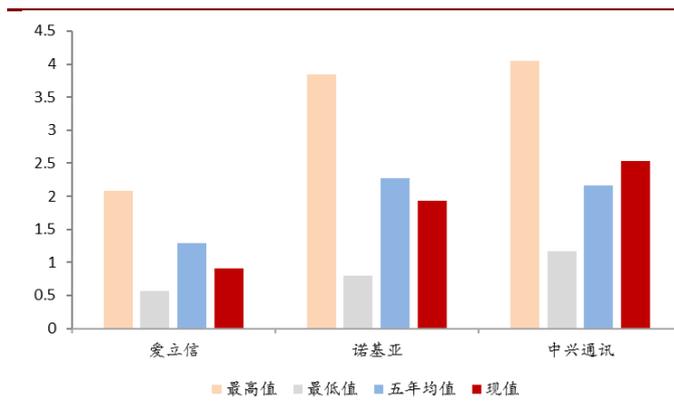
通过横向对比在美股上市的爱立信和诺基亚的各项估值指标，无论是 PE、PS，还是市研率、EV/EBITDA，中兴通讯都处在一个具有相对比较优势的位置。在与世界通信巨头进行估值比较时，剔除利润为负的情况后，中兴通讯近 5 年历史的 PE (TTM) 均值 (22.7 倍) 处于相对较高的行业位置，领先于爱立信 (18.2 倍) 和诺基亚 (15 倍)。但是从 2017 年动态估值来看，爱立信、诺基亚的动态估值明显高于其五年均值，中兴通讯的预测估值则与五年均值处在相近水平。

图 8: 国际通信企业 PE 比较



资料来源: Wind、招商证券

图 9: 国际通信企业 PB 比较



资料来源: Wind、招商证券

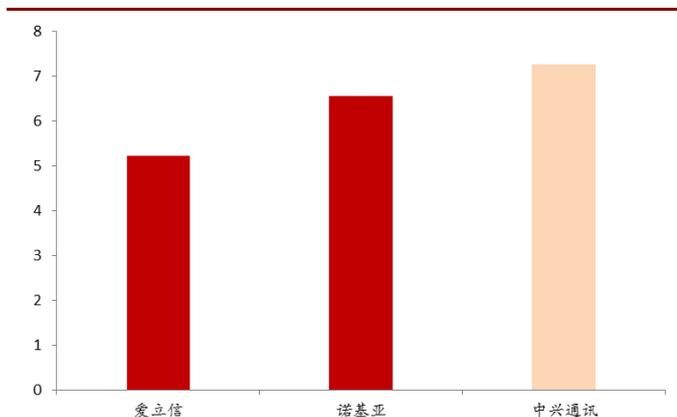
表 1: 国际通信企业对比

代码	公司	股价	总市值	EPS			PE			EV/EBITDA					
		2017/8/7	2017/8/7	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	PR	PS	PB	2016	2017E	2018E
ERIC.O	爱立信(\$)	6.3	205.1	0.3	0.2	0.4	25.0	26.1	17.9	5.2	0.7	0.9	7.1	6.0	6.3
NOK.N	诺基亚(\$)	6.5	380.5	0.2	0.2	0.3	29.6	29.6	21.7	6.6	1.4	1.9	10.6	10.8	7.5
算术平均							27.3	27.9	19.8	5.9	1.1	1.4	8.9	8.4	6.9
000063.SZ	中兴通讯	22.1	927.0	-0.56	1.09	1.24	-39.5	20.3	17.8	7.3	0.9	2.5	15.3	10.9	9.2

资料来源: Wind、J.P. Morgan、招商证券

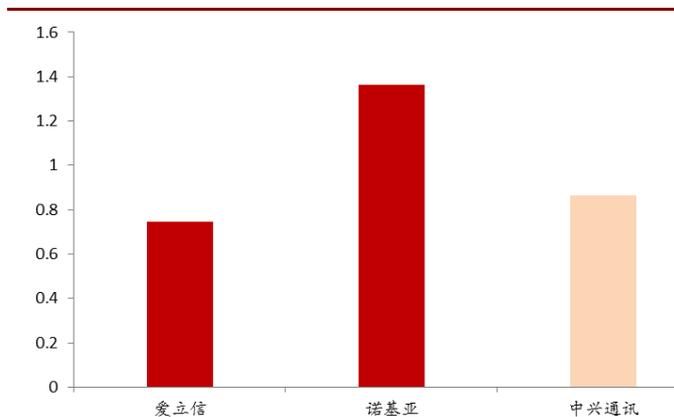
在市研率 PR 和市销率 PS 层面，中兴通讯目前和诺基亚、爱立信基本持平。市研率方面三者差距较小，中兴通讯略高；市销率方面中兴通讯与爱立信相近，略低于诺基亚。

图 10: 国际通信企业市研率比较



资料来源: Wind、招商证券

图 11: 国际通信企业市销率比较



资料来源: Wind、招商证券

在市研率、市销率相近的情况下，中兴通讯在研发投入和销售收入上的增速远远领先于爱立信和诺基亚。研发投入方面，爱立信、诺基亚和中兴通讯五年的 CAGR 分别为 -6.42%、-2.58%、9.65%；销售收入方面，爱立信、诺基亚和中兴通讯五年的 CAGR 分别为 -6.09%、-8.95%、4.71%。在市研率、市销率相当的情况下，可以看出中兴通讯研发投入、销售收入的增长更为持续，因此中兴在理论上将具备更大的市值增长空间。

表 2: 国际通信企业研发投入比较

研发投入及增速 (亿元)	2012	2013	2014	2015	2016
爱立信	314.46	304.57	290.72	268.8	241.19
爱立信 (增速)		-3.15%	-4.55%	-7.54%	-10.27%
诺基亚	397.75	220.49	185.87	150.84	358.33
诺基亚 (增速)		-44.57%	-15.70%	-18.85%	137.56% (合并阿朗)
中兴通讯	88.29	73.84	90.09	122	127.62
中兴通讯 (增速)		-16.37%	22.01%	35.42%	4.61%

资料来源: Wind、招商证券

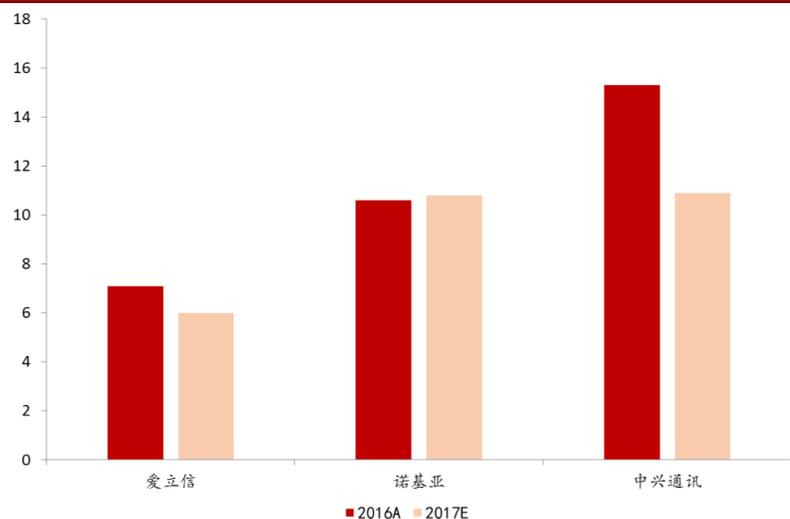
表 3: 国际通信企业销售收入比较

销售收入及增速 (亿元)	2012	2013	2014	2015	2016
爱立信	2182	2148	1825	1905	1697
爱立信 (增速)		-1.56%	-15.04%	4.38%	-10.92%
诺基亚	2510	1070	949	887	1725
诺基亚 (增速)		-57.37%	-11.31%	-6.53%	94.48% (合并阿朗)
中兴通讯	842.19	752.34	814.71	1001.86	1012.33
中兴通讯 (增速)		-10.67%	8.29%	22.97%	1.05%

资料来源: Wind、招商证券

在企业价值倍数 EV/EBITDA 方面，爱立信、诺基亚的 2017 年预测值与其 2016 年数值相近；彭博筛选的 15 家与中兴同业、市值相近的公司中，EV/EBITDA 均值为 10.7，2017 年预测值为 10.9，二者数值也较为相近；中兴通讯 2017 年的预测 EV/EBITDA 约为 10.9。中兴通讯有望继续向国际通信巨头靠拢，继续实现自身的估值提升。

图 12: 国际通信巨头 EV/EBITDA 比较

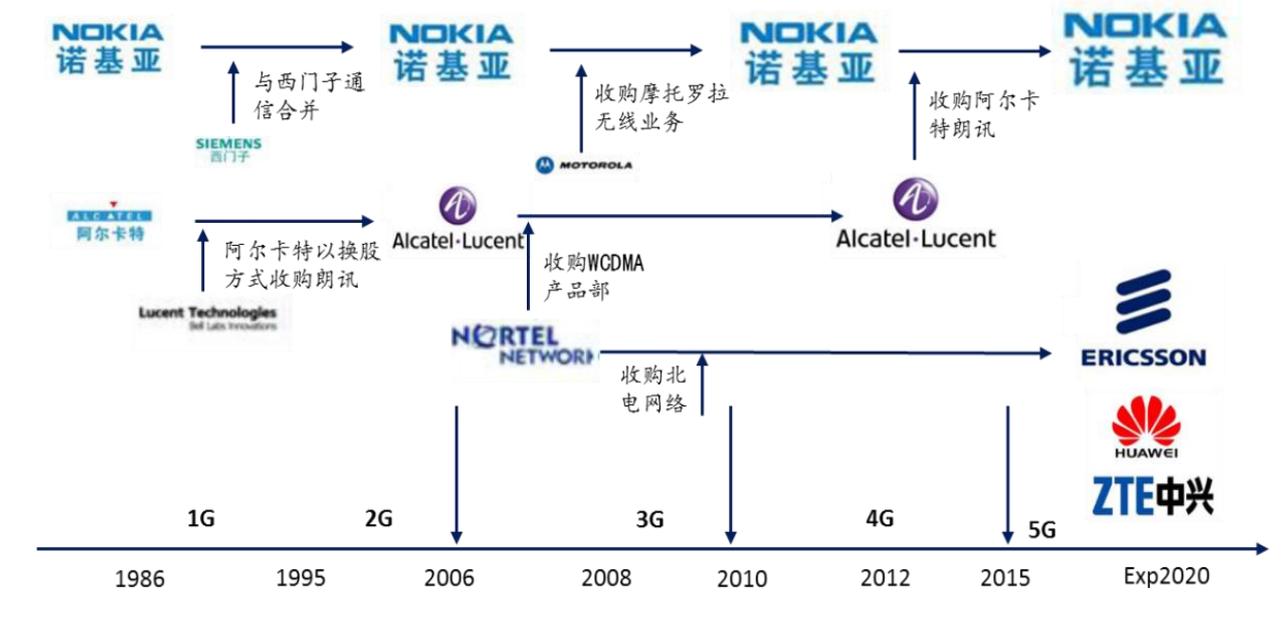


资料来源: Wind、J.P. Morgan、Bloomberg、招商证券

3、全球电信设备商格局业已确立，中兴通讯迎头赶上

全球通信设备产业经过 4 代移动通信技术的充分竞争和洗牌，通信设备厂商也由 2G 时代的十余家全球性巨头混战，演进到 3G 时代的七家设备厂商高度竞争，进入 4G 后周期时代后，在诺基亚 2015 年完成对阿尔卡特朗讯的收购后，仅剩中国的中兴、华为，海外的爱立信及诺基亚四家设备厂商四足鼎立，竞争格局更加呈现寡头化和集中化。

图 13：全球通信设备厂商竞争格局变迁

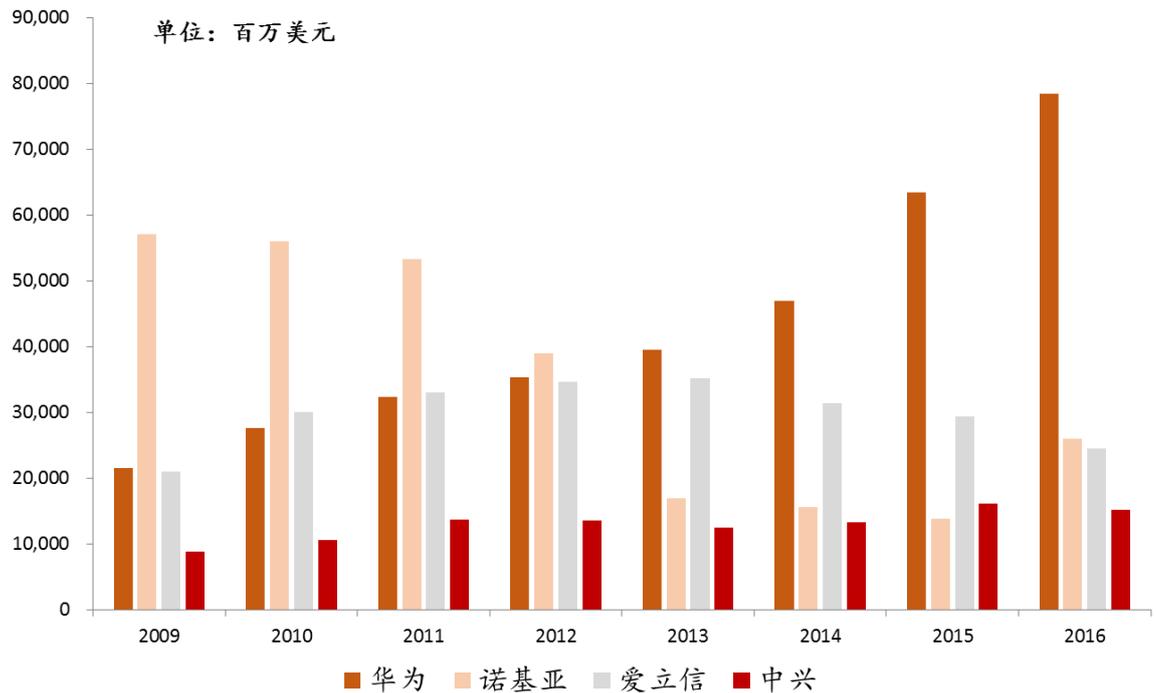


资料来源：Wind、招商证券

在仅剩的四家通信主设备公司里，以华为、中兴通讯为代表的中国公司开始从跟随到同步，并逐步引领全球通信设备发展，而海外另外两家巨头爱立信和诺基亚在经历了一轮洗牌以后，尽管仍然在通信主设备市场占据重要的一席之地，但是过去几年逐年下滑也是不争的事实。在华为已经成为全球第一大通信设备厂商的情况下，中兴在过去几年保持稳定增长，2015 年收入已经突破千亿，毛利率、研发投入等财务指标稳健增长，尤其是研发投入，去年 128 亿元，过去 7 年总研发投入超过 500 亿，物联网、5G 等技术储备全球领先。未来面临中国市场份额提升和海外高端市场突破两个机遇，5G 更是公司迈向全球一流通信设备厂商，弯道超车的历史性机会，我们认为在工程师红利、背靠中国市场、强大供应链等诸多利好的共同驱动下，在 5G 周期公司将有机会成为全球通信前三的企业，规模利润再创新高。

1) 从营业收入上看，以中兴、华为为代表的中国企业在过去的十年里保持高速增长的态势，近几年复合增长率较高；而爱立信、诺基亚等在最近几年增速放缓甚至出现下滑，中兴华为全球份额逐步提升。

图 14: 四大设备商 2009-2016 年营业收入



资料来源: Wind、招商证券

2) 从业务结构上看, 中兴、华为覆盖运营商、消费者、政企行业三个市场, 爱立信和诺基亚则专心致力于运营商市场。近年来, 中兴的消费者业务占比呈现上升趋势; 政企网业务收入相对稳定。在未来 5G 业务需求巨大的前提下, 发展运营商市场的同时稳抓消费者与政企行业市场, 使中兴具有一定的发展优势。

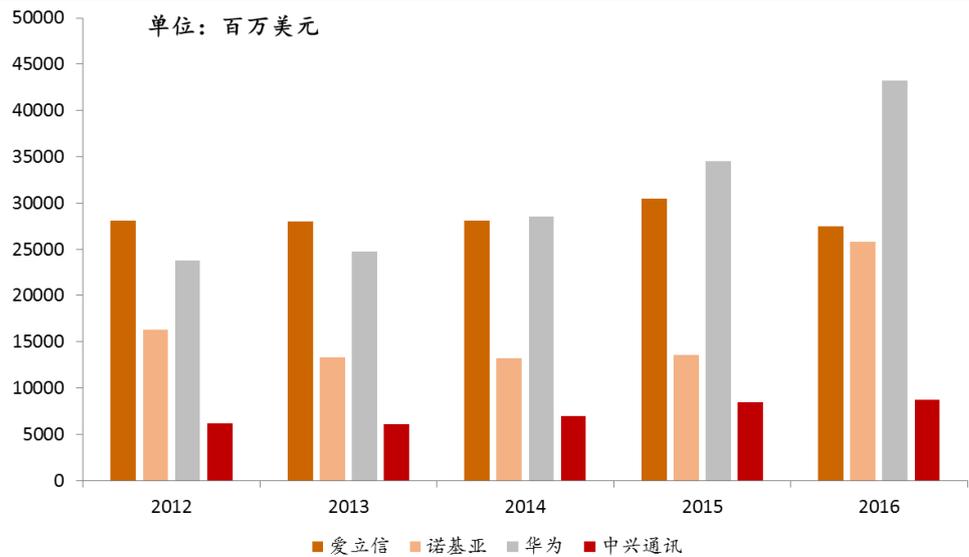
图 15: 四大设备商 2016 业务占比

2016年业务收入占比	华为	爱立信	诺基亚	中兴
运营商市场	56%		92%	58%
消费者市场	34%	100%		33%
政企行业市场	9%		8%	9%

资料来源: 公司公告、招商证券

在集中受益 5G 崛起的运营商业务方面, 爱立信近年来收入平稳; 诺基亚于 2012-2015 年间呈下滑趋势, 2016 年因并购阿朗, 实现运营商业务收入显著增长; 华为、中兴的运营商业务收入在近五年内呈现出明显的上涨趋势。

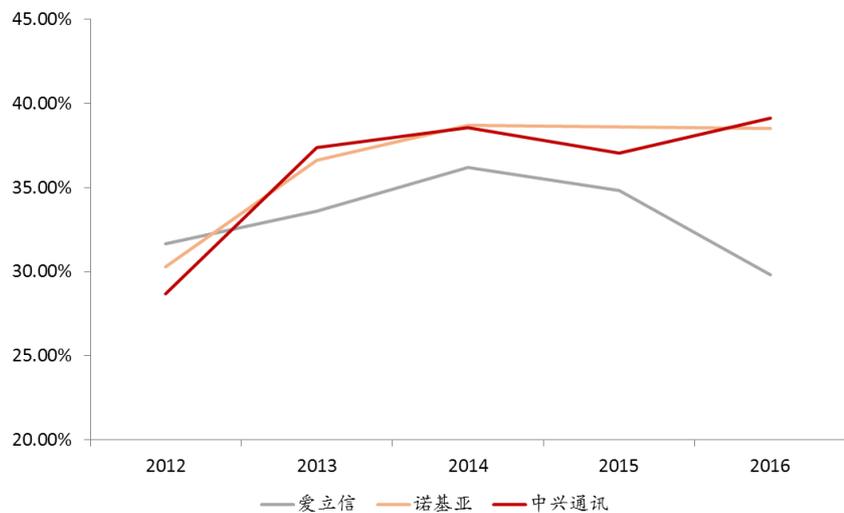
图 16: 四大设备商运营商业收入比较



资料来源: 公司公告、招商证券

运营商业毛利率方面, 爱立信在近年内有下滑趋势, 且在三家厂商中处于相对劣势; 诺基亚、中兴通讯的毛利率水平相近, 但近年来诺基亚毛利率保持平稳, 中兴的毛利率处在上行趋势, 目前毛利率已经超过海外两家竞争对手。后期, 中兴通讯有望通过技术研发、市场拓广等进一步实现其自身毛利率的提升。

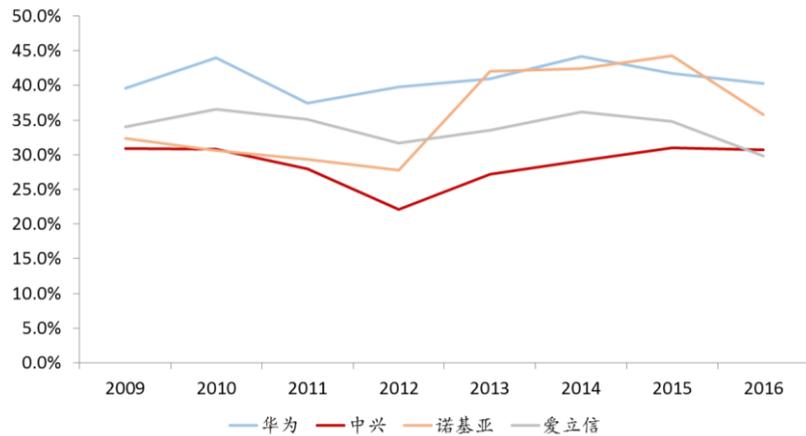
图 17: 四大设备商运营商业毛利率比较 (华为年报未披露)



资料来源: 公司公告、招商证券

3) 从整体毛利率看, 四大设备商中中兴通讯的毛利率处于较低水平, 但自 2012 年以来呈现出较为明显的上升态势; 而爱立信和诺基亚的毛利率则在近年来不断下降, 目前已基本处于与中兴相近的水平。

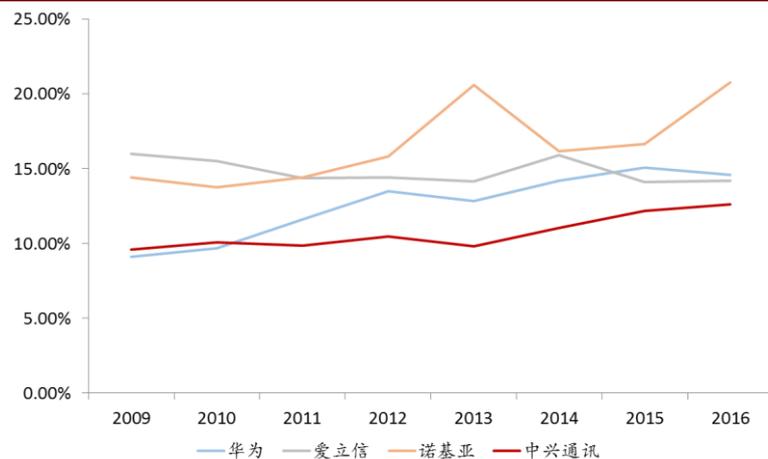
图 18: 四大设备商 2009-2016 毛利率比较



资料来源: 公司公告、招商证券

4) 研发费用率方面, 在四家厂商中, 中兴通讯的研发费用率仍旧处于相对较低水平。但从其研发费用率的变化趋势可以看出, 在 2013 年至 2016 年间, 中兴通讯的研发费用率上涨趋势明显, 目前已经与主要竞争对手差别不大, 后期有望与国际通信巨头达到相似水平。

图 19: 四大设备商 2009-2016 研发费用率比较



资料来源: Wind、招商证券

从营业收入、业务结构、毛利率、研发费用率四个角度来看, 在全球电信设备商格局已基本确立的背景下, 中兴通讯有望通过业务优化、研发投入等逐渐迎头赶上海外通信巨头, 其后期发展有望实现进一步的突破。

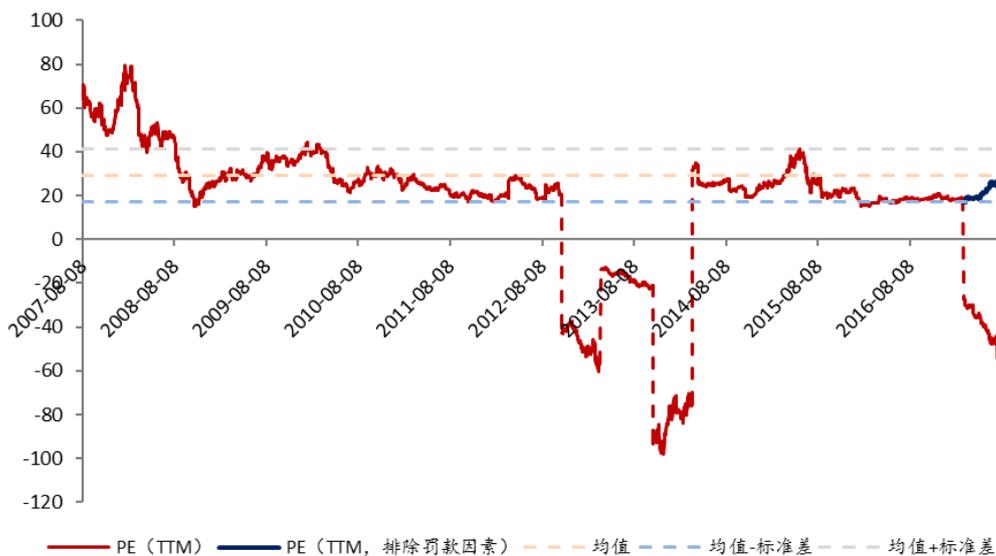
综上所述, 在全球仅剩四家通信主设备商的竞争格局下, 面向 5G 大周期, 美股已经对诺基亚和爱立信给出了更高的估值溢价, 中兴通讯在技术研发水平提升、内控增强、全球竞争力提升的背景下, 目前估值对应 2017 年 PE 20 倍, 对比诺基亚和爱立信近 30 倍的 PE 估值水平, 具有很强的安全边际。此外, 通过与海外两家巨头的横向对比, 无论是 PE、PB、PS, 还是市研率、EV/EBITDA, 中兴通讯都处在一个具有相对比较优势的位置, 估值仍处在相对底部区间。

二、以史为鉴，中兴通讯仍然处于历史估值中枢下限

中兴通讯是中国通信走向全球的代表企业，近年来在产业、技术、市场三个维度上实现巨大突破。平行对比通信企业及中国制造龙头企业，中兴通讯估值皆处于较低水平。后期，基于长期格局有利下静待 5G 崛起、中期治理结构更佳下的内生改善和短期业绩确定下的估值低估三个方面，我们持续看好中兴通讯的发展态势。目前，公司股价处于 2015 年中期后至今的历史高位，相比 2016 年中期的历史低点，中兴通讯的估值从 15 倍左右上升至 24 倍左右 (TTM)。我们认为，这是短期阶段中兴估值修复的集中释放。后期，在估值释放基本完成后，公司的内生改善和 5G 的行业发展机会将会相继成为推动公司估值提升的核心要素。

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 29.2 倍，均值±一倍标准差分别为 41 倍和 17 倍。除 2008 年左右受牛市影响，中兴通讯的估值基本保持在均值±一倍标准差的范围内。目前，排除去年罚款亏损，其 PE (TTM) 约为 24.2 倍；基于 2017 年利润预测，其动态 PE 约为 20.3 倍；目前仍处在历史的底部区间。

图 20：中兴通讯历史 PE

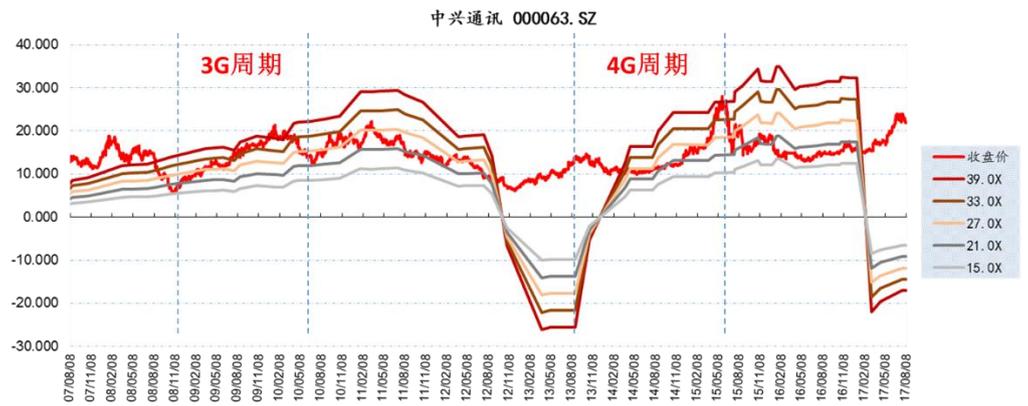


资料来源：Wind、招商证券

参考过去十年估值情况来看，中兴通讯 PE 估值中枢在 25-30 倍区间，PB 估值中枢在 2.3-3.5 倍之间。目前股价对应 TTM PE 24.2 倍，动态 PE 20.3 倍，虽然在经历了一轮近 50% 的上涨以后，估值提升较快，但是仍然处于历史估值中枢的下限位置，离历史估值中枢中值 (29.2 倍) 及上限 (80 倍) 仍有较大的空间。

分析中兴通讯历史估值的发展趋势，除受除流动性因素、政策事件驱动的影响外，通信产业的周期性发展同样能够有效驱动公司估值水平的提升。在 2008-2009 以及 2014-2015 年间，伴随 3G、4G 商用的相继实现，公司估值水平呈现出明显的上升趋势。后期，在 5G 周期即将来临的大背景下，中兴通讯的公司估值有望实现进一步的提升。

图 21: 中兴通讯十年内 PE Band



资料来源: Wind、招商证券

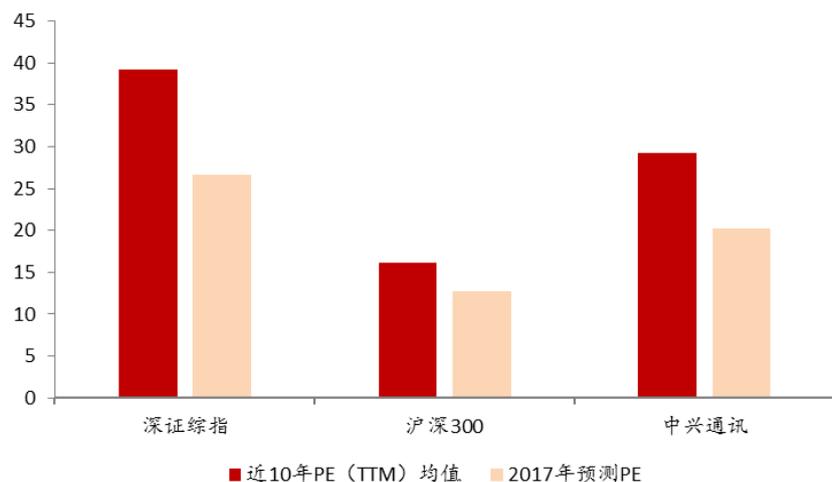
图 22: 中兴通讯十年内 PB Band



资料来源: Wind、招商证券

目前, 中兴通讯、深证综指、沪深 300 指数的 17 年预测 PE 都在一定程度上低于其近十年的历史平均 PE (TTM)。其中, 中兴通讯的比较差距较为明显, 历史均值为 29.2 倍, 17 年预测 PE 仅为 20.3 倍, 估值水平相对处于历史低位。

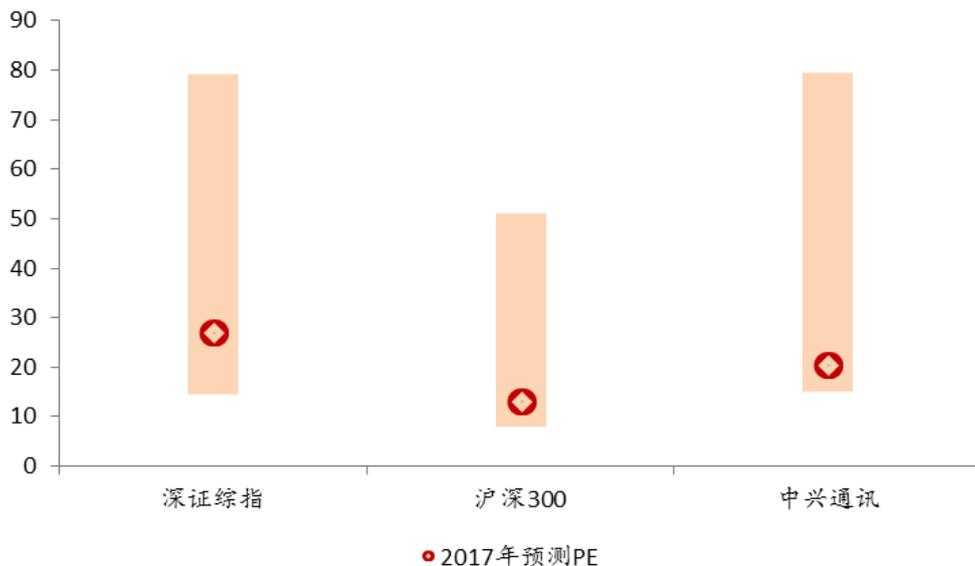
图 23: 中兴通讯与指数 PE 比较



资料来源: Wind、招商证券

2007 年到 2017 年，剔除利润为负的情况，中兴通讯 PE (TTM) 的最高值、最低值分别为 79.6 倍和 15.0 倍，17 年预测 PE 为 20.3 倍；深证综指 PE (TTM) 的最高值、最低值分别为 79.2 倍和 14.6 倍，17 年预测 PE 为 26.7 倍；沪深 300 指数 PE (TTM) 的最高值、最低值分别为 51.1 倍和 8.0 倍，17 年预测 PE 为 12.8 倍。相比深证综指和沪深 300 指数，中兴通讯估值的历史底部位置更为明显。

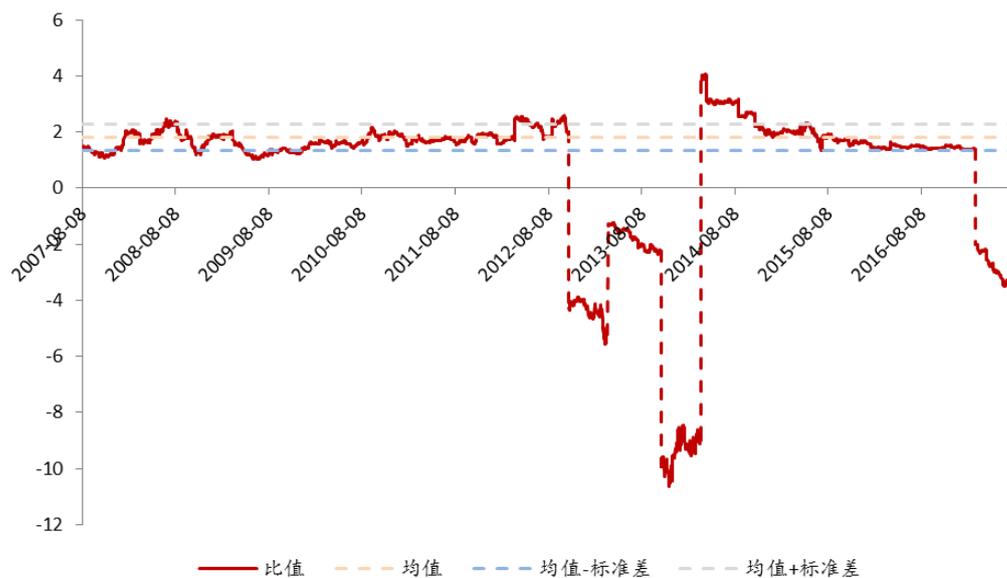
图 24: 中兴通讯与指数目前 PE 所处十年历史位置



资料来源: Wind、招商证券

比值上看，剔除负值后，中兴通讯与沪深 300 指数过去十年的 PE (TTM) 比值均值约为 1.8，均值±一倍标准差分别为 2.3 和 1.3。按照 2017 年的 PE 预测值计算，目前二者的比值约为 1.6，低于历史均值水平。

图 25: 中兴通讯与沪深 300 指数 PE 比值



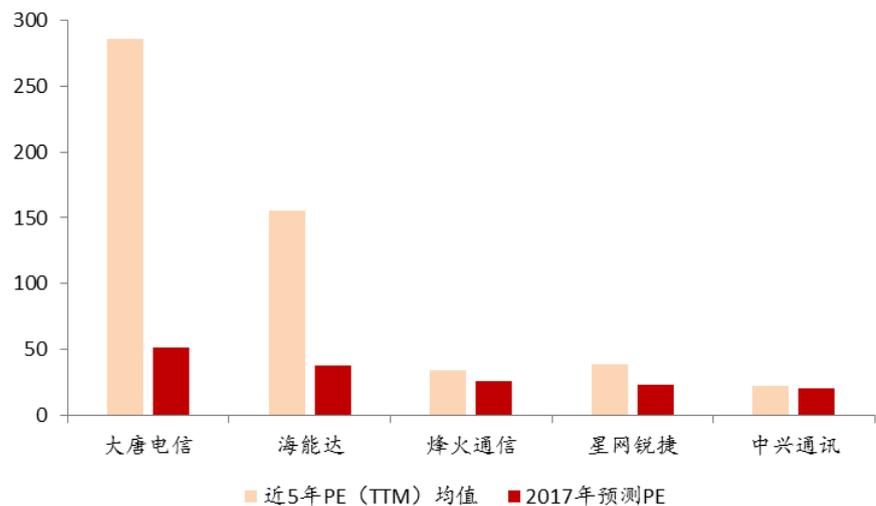
资料来源: Wind、招商证券

三、行业内对比，通信龙头显著低估

中兴通讯是中国通信设备龙头企业，作为中国通信走向全球的行业代表，近年来扎实积累、发展迅速。目前，在市场份额、技术研发、产业地位等各个方面都树立起了绝对的行业领先优势。

然而，我们发现在与烽火通信、星网锐捷、大唐电信、海能达等通信设备企业进行估值比较时，其历史 PE (TTM)、动态 PE 等皆处于行业落后地位。剔除利润为负的情况后，考察近 5 年 PE (TTM)，大唐电信、海能达、烽火通信、星网锐捷和中兴通讯的均值分别为 285.6 倍、155.2 倍、34.2 倍、38.8 倍和 22.7 倍。排除大唐电信的业绩波动，以及海能达的快速增长等因素，仍较烽火通信、星网锐捷等通信设备的蓝筹要低。

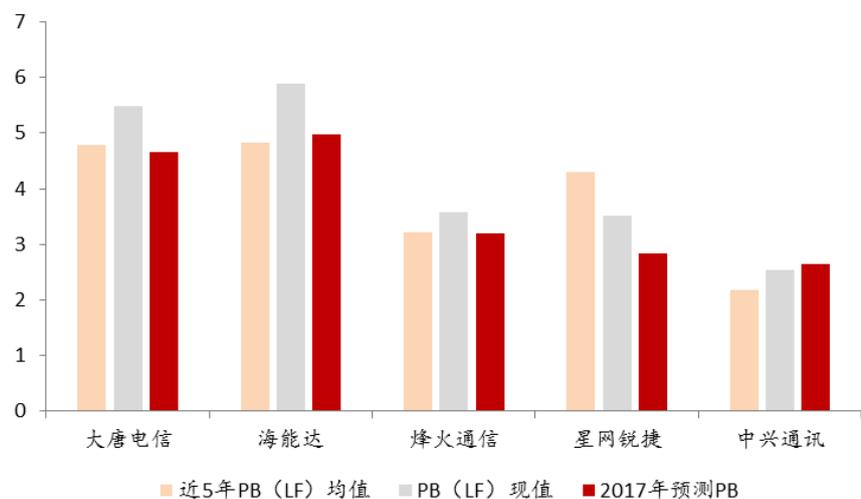
图 26: 通信企业 PE 比较



资料来源: Wind、招商证券

上述现象在进行公司 PB (LF) 比较时同样明显，横向对比通信板块，中兴通讯作为行业龙头的优势地位仍然有待于得到进一步的认证。

图 27: 通信企业 PB 比较

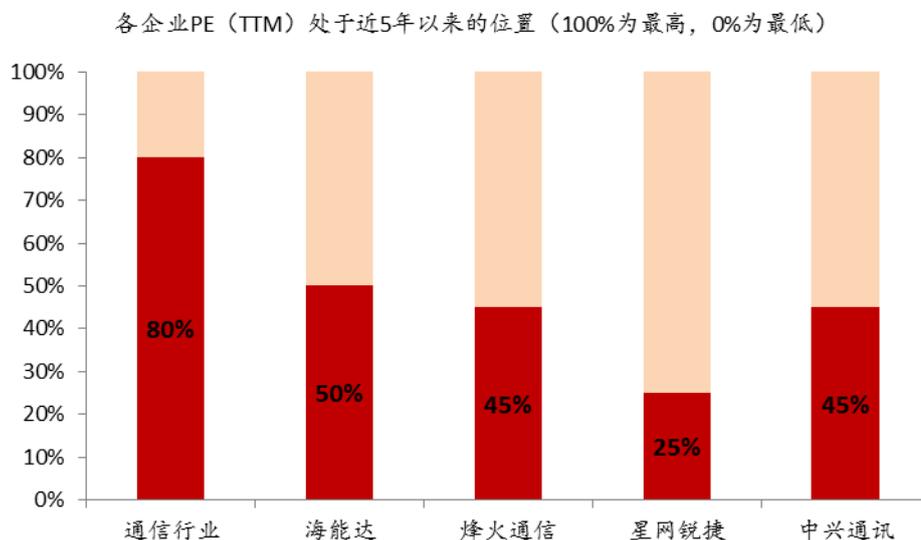


资料来源: Wind、招商证券

同样，我们采用绝对估值分位比较通信企业 PE，展现各企业当前 PE 在历史估值中所

处位置（中兴通讯因 2016 利润为负，采用 2017 预测 PE）。目前，通信行业的整体估值已经处于约为 80%的历史高位，而剔除利润为负的情况后，通信个股皆处在 50%以下分位点，中兴通讯目前在 45%分位点上，后期估值提升依旧具备长期潜力。

图 28: 绝对估值分位比较通信企业 PE



资料来源: Wind、招商证券

表 4: 通信行业企业对比

代码	公司	股价	总市值	EPS				PE			PB	PS
		2017/8/7	2017/8/7	2015A	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E		
600498.SH	烽火通信	25.2	263.1	0.64	0.86	0.95	1.21	29.3	26.5	20.8	3.6	1.4
002396.SZ	星网锐捷	18.3	98.5	0.49	0.61	0.78	0.98	30.0	23.4	18.6	3.5	1.7
600198.SH	大唐电信	13.5	118.7	0.03	-1.94	0.26	0.53	-6.9	51.8	25.2	5.5	1.7
002583.SZ	海能达	15.4	268.5	0.16	0.25	0.40	0.60	61.5	38.2	25.6	5.9	7.5
	算术平均							28.5	35.0	22.6	4.6	3.1
	中值							30.0	32.3	23.0	4.5	1.7
000063.SZ	中兴通讯	22.1	927	0.77	-0.56	1.09	1.24	-39.5	20.3	17.8	2.5	0.9

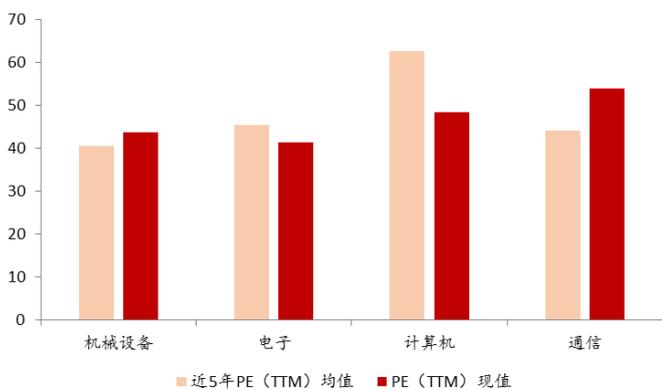
来源: Wind、招商证券

四、科技蓝筹白马崛起，中兴通讯最被低估

近十年是中国经济飞速发展的关键时期，同时也是中国制造走向全球的黄金阶段。在政策支持、技术发展的背景下，中国在机械设备（三一重工、中国中车）、电子（海康威视）、计算机（紫光股份、科大讯飞）、通信（中兴通讯）等领域逐渐涌现出大量代表国家实力的龙头制造企业。

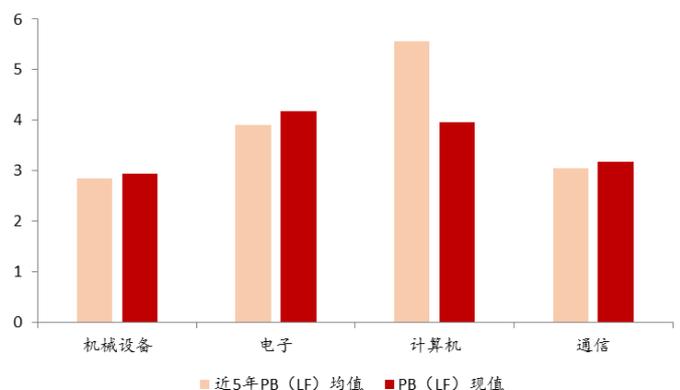
机械设备、电子、计算机、通信四个领域近 5 年的 PE (TTM) 均值分别为 40.6 倍、45.4 倍、62.6 倍和 44.1 倍；目前 PE (TTM) 分别为 43.8 倍、41.4 倍、48.5 倍和 53.8 倍。在比较其历史估值与目前估值后，我们发现通信领域的目前估值要明显高于其近 5 年的历史估值均值。

图 29: 中国制造行业 PE 比较



资料来源: Wind、招商证券

图 30: 中国制造行业 PB 比较

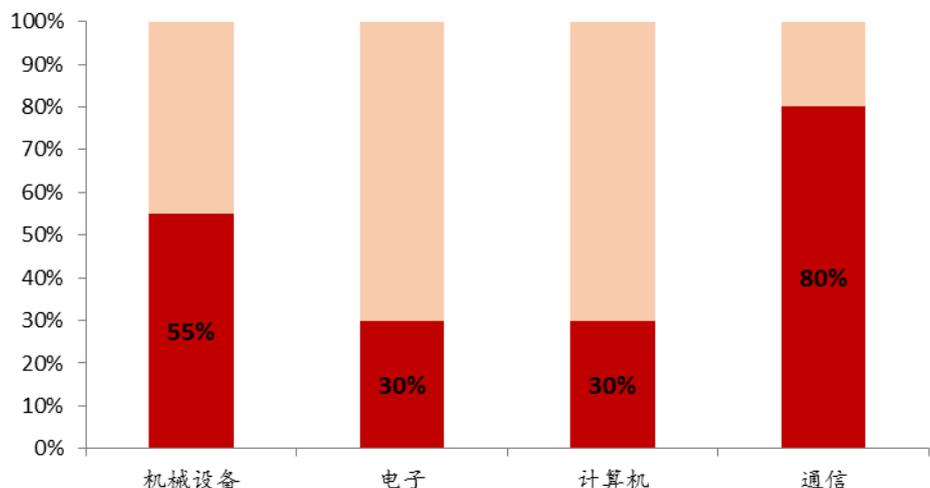


资料来源: Wind、招商证券

同时，基于绝对估值分位比较，通信行业的当前 PE 约处于近五年 PE 总体的 80% 分位点，相对处于历史高位，高于机械设备（55% 分位点）、电子（30% 分位点）和计算机（30% 分位点）。

图 31: 绝对估值分位比较中国制造行业 PE

各行业 PE (TTM) 处于近 5 年以来的位置 (100% 为最高, 0% 为最低)



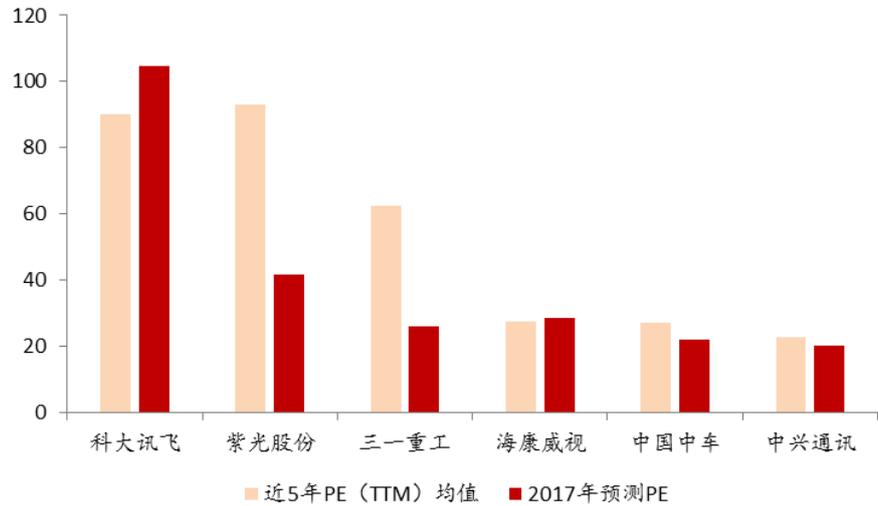
资料来源: Wind、招商证券

市场对于通信行业的良好预期主要来源于近期 5G、物联网等细分产业的革新升级。此外，近年来，中国通信产业在世界范围内逐渐实现由跟随到引领，市场份额、行业影响、

科研能力、主导地位等不断提升，这在一定程度上加强了市场对通信业的整体预期，并进一步带来了通信行业的估值提升。

然而，与通信产业蒸蒸日上的发展趋势相对应，以中兴通讯为代表的通信企业却仍然处于相对不利的估值洼地。无论是从历史 PE 均值 (TTM) 还是从预测 PE 角度出发，中兴通讯的估值水平相对三一重工、紫光股份等其他行业龙头，都依旧具有一定的差距。

图 32: 中国制造各企业 PE 比较

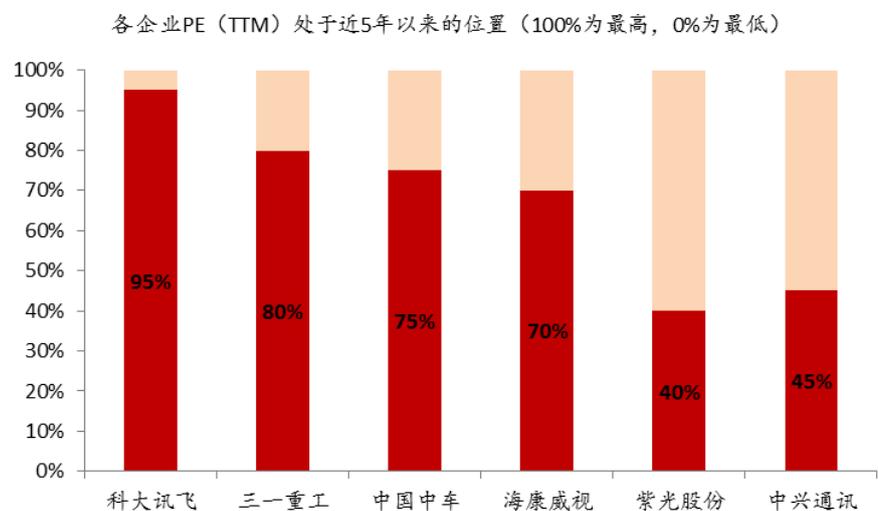


资料来源: Wind、招商证券

同时，中兴通讯作为中国通信的白马企业，其估值水平与某些其他“漂亮 50”公司相比，仍然存在上升空间。例如，同样位列“中国漂亮 50”的贵州茅台和同仁堂，估值分别为 31.6 和 45.7，中兴通讯的估值相比而言处于较低水平。

此外，绝对估值分位比较中国制造企业 PE，清晰的展现出各企业当前 PE (中兴通讯因 2016 利润为负，采用 2017 预测 PE) 在近 5 年整体 PE (TTM) 中所处位置。在剔除利润为负的情况后，受中国制造走向全球的积极影响，科大讯飞、三一重工等都处于超过 80% 的相对估值高位；而中兴通讯目前仅处于 45% 的相对中分位点，估值提升空间明显。

图 33: 绝对估值分位比较中国制造企业 PE

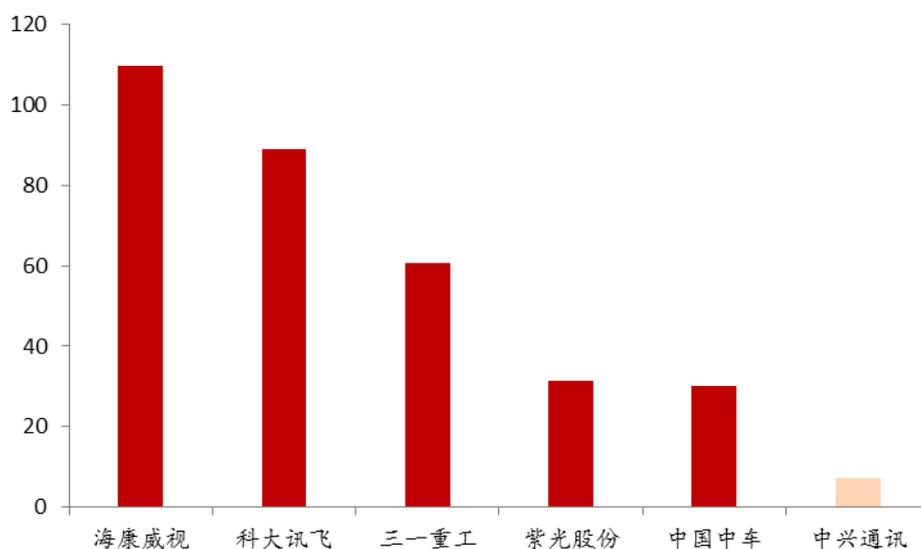


资料来源: Wind、招商证券

这样的估值差距,主要源于市场还并未充分认识中兴通讯等通信企业的龙头地位。后期,随着中国通信业主导地位的逐步确立,市场价值的相继发现;中国通信的国际影响力将逐步得到认可,中兴通讯作为通信行业龙头的地位也将逐步得到论证。在这种背景下,公司有望实现与中国制造其他企业的估值统一。

从市研率的角度来看,中兴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 34: 中国制造各企业市研率比较



资料来源: Wind、招商证券

表 5: 中国制造企业对比

代码	公司	股价	总市值	EPS				PE			PB	PS
		2017/8/7	2017/8/7	2015A	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E		
600031.SH	三一重工	8.9	680.8	0.02	0.04	0.34	0.44	230.3	26.2	20.3	2.9	2.5
000938.SZ	紫光股份	54.1	563.4	0.74	1.07	1.30	1.53	50.5	41.6	35.2	2.4	1.7
002230.SZ	科大讯飞	45.5	632.3	0.34	2.07	0.44	0.57	26.1	124.2	94.3	8.4	17.8
601766.SH	中国中车	10.1	2,728.8	0.43	0.41	0.46	0.51	24.9	22.2	19.7	2.5	1.3
002415.SZ	海康威视	28.9	2,669.9	1.45	1.23	1.02	1.29	23.6	28.4	22.5	11.1	7.5
	算术平均							71.1	48.5	38.4	5.4	6.2
	中值							26.1	28.4	22.5	2.9	2.5
000063.SZ	中兴通讯	22.1	927.0	0.77	-0.56	1.09	1.24	-39.5	20.3	17.8	2.5	0.9

来源: Wind、招商证券

五、投资建议：维持“强烈推荐-A”，目标价 31.0 元-37.2 元

目前估值在经历了一个 50% 的提升以后，尽管估值来到 20 倍的水平，我们从历史估值、海外同行、国内同行、科技蓝筹四个维度进行比较分析后，得出结论中兴通讯目前仍处在估值中枢的底部区间。我们认为未来公司估值仍然还有进一步提升至 30 倍，甚至更高的空间，支撑我们对公司估值提升充满信心的主要来源于以下三方面：

- 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，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、管理层换届让市场对公司有了新的期盼。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，公司千亿收入，目前净利率 3% 存在很大的改善空间。物联网、5G 技术的厚积薄发对于未来更有想象空间。
- 3、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、紫光股份等各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。

此前，我们在《九问九答》中，提出就未来中兴通讯的投资逻辑可以按照“短期-中期-长期”三阶段逻辑把握投资节奏，我们认为未来仍可以参照以下节奏把握未来公司投资时点：

- 1) 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 倍，并在当前白马行情下达到 20-25 倍的 PE，这一阶段在股权激励业绩的保障下确定性很强。
- 2) 中期：即第二阶段，以 5G 的大产业周期为核心驱动。根据历史经验，中兴通讯的估值中枢上限会达到 30-35 倍，5G 的进展、产业格局的变化，以及对未来投资拉动的预期会成为催化剂，我们认为，5G 主题投资将会在发牌前的某个时点爆发，即明后年，而此期间的重要的行业性事件有可能成为驱动力，并催化中兴的估值在 5G 投资正式落地前达到这一轮的高点。
- 3) 长期：第三阶段为业绩兑现期，在 5G 发牌或规模试验的背景下，商用投资带动下开始新一轮资本开支爆发，企业的收入和利润实现高增长，并且在行业集中度提升，及综合实力变强等逻辑带动下，实现其 5G 景气周期下的业绩兑现。

经历一波快速上涨之后，中兴估值最高超过 22 倍，市场对于中兴通讯观点经历了从疑虑到一致认可，如今重又出现分歧，并对公司当前所处的估值水平充满疑虑。我们将从估值的历史数据、同行数据、中国龙头代表公司、全球通信巨头等多个维度比较，全面的分析中兴通讯目前估值水平是否存在高估风险。我们认为公司无论是跟历史周期比较，还是国内外同行公司比较，目前估值仍然处在合理位置，未来还有进一步提升空间。面向未来来看，公司治理结构正逐步改善，管理、市场、产品和技术均较上一个 4G 周期有了显著的进步；面向即将到来的 5G 和物联网时代，公司过去 7 年超过 500 亿的研发投入带来了技术上的深厚积累，在物联网、5G 专利数，核心标准卡位上，都处于全球

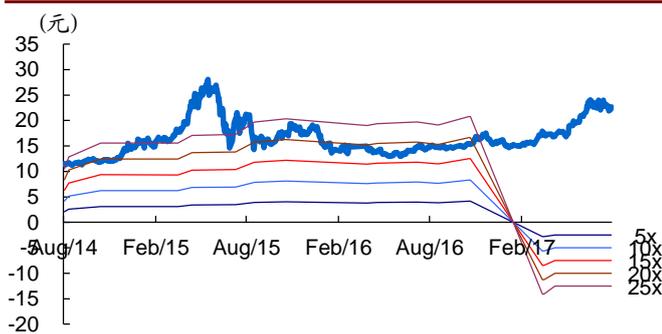
前三的位置，5G 竞争格局对于中兴有利，市场规模也较 4G 更大，我们有信心中兴将在未来 5 年的 5G 周期规模逐步进入全球前三。

未来 5G 技术我国将力争主导，中兴通讯是 A 股龙头，当前 930 亿市值对应动态 PE 20 倍，距离历史平均估值 30 倍、估值中枢 25-30 倍，尚处于底部区间。公司在 5G、SDN/NFV、芯片、物联网和云计算等核心领域的价值值得重发现。预计 2017-2019 年净利润分别约为 45.7 亿元、51.8 亿元、63.8 亿元，摊薄后 EPS 分别 1.09 元、1.24 元、1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 20X、18X、14X。随着中兴在 5G 产业布局和内生优化的核心逻辑不断验证，考虑到今明两年 5G 大产业周期渐近，我国将力争产业链主导，且公司内生效率仍在不断优化，给予 2018 年 25-30 倍 PE，12 个月目标价至 31.0 元-37.2 元，维持“强烈推荐-A”。

参考报告:

- 1、《中兴通讯(000063): 出售努比亚部分股权不再并表, 今年投资收益有望大超市场预期》2017-07-28
- 2、《中兴通讯(000063): 中报业绩超预期, 收入利润同步稳定增长》2017-07-20
- 3、《中兴通讯(000063): 股权激励授予, 夯实未来发展基础》2017-07-07
- 4、《中兴通讯(000063): 国家领导人参观 5G 产品, 国内首个 5G 基站开通》2017-06-26
- 5、《中兴通讯(000063): 政企业务取得重要突破, 5G 外场测试再进一步》2017-06-14
- 6、《中兴通讯(000063): 九问九答, 剖析公司之最核心问题》2017-06-02
- 7、《中兴通讯(000063): 5G 物联网纯龙头, 一带一路真白马》2017-05-16
- 8、《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
- 9、《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
- 10、《中兴通讯(000063): 业绩符合预期, M-ICT 龙头再起航》2017-03-27
- 11、《中兴通讯(000063): M-ICT 时代, 通信龙头价值再发现》2017-03-17
- 12、《中兴通讯(000063): 靴子落地, 新起点轻装上阵》2017-03-09
- 13、《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
- 14、《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
- 15、《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 35: 中兴通讯历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 36: 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	118408	142479	165902
现金	28025	32350	40176	53167	61058
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3463	1984	2304	2579	3094
应收款项	25251	25998	27972	31444	37865
其它应收款	2970	4430	4032	4127	5105
存货	19732	26811	24277	27973	34287
其他	15851	21279	19647	23189	24492
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	146654	171343	195850
流动负债	67638	91747	87050	100164	112522
短期借款	7908	15132	11000	14000	12000
应付账款	22933	25244	28335	32498	37517
预收账款	4036	8092	8096	9930	12863
其他	32762	43279	39619	43736	50142
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	99060	116194	133552
股本	4151	4185	4190	4190	4190
资本公积金	19130	19233	20802	23678	25027
留存收益	15701	12305	16874	20913	25844
少数股东权益	4367	5163	5727	6368	7238
归属于母公司所有者权益	38981	35722	41867	48781	55061
负债及权益合计	120894	141641	146654	171343	195850

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7405	5260	9848	5723	7256
净利润	3208	(2357)	4569	5181	6381
折旧摊销	2114	2467	1228	1163	1196
财务费用	1761	1981	943	978	1194
投资收益	(696)	(1640)	(1100)	(1193)	(1261)
营运资金变动	742	3985	3605	(970)	(1190)
其它	276	825	603	565	936
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	(1332)	8948	2965
借款变动	(5747)	611	(3064)	7000	3000
普通股增加	713	34	5	0	0
资本公积增加	10182	103	1569	2875	1349
股利分配	(688)	(1038)	0	(1142)	(1451)
其他	(879)	1516	157	215	67
现金净增加额	9411	3468	7826	12991	7892

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	115202	128970	154707
营业成本	69100	70101	80957	90273	107191
营业税金及附加	1304	868	1382	1419	1702
营业费用	11772	12458	12704	14130	16528
管理费用	14584	15250	16380	18581	22734
财务费用	1431	208	943	978	1194
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	1101
营业利润	320	1166	1516	2237	3985
营业外收入	4443	4362	4717	4891	4922
营业外支出	460	6295	478	530	570
利润总额	4304	(768)	5755	6598	8337
所得税	563	640	621	776	1085
净利润	3740	(1408)	5134	5822	7251
少数股东损益	532	950	565	640	870
归属于母公司净利润	3208	(2357)	4569	5181	6381
EPS (元)	0.77	(0.56)	1.09	1.24	1.52

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	23%	1%	14%	12%	20%
营业利润	431%	264%	30%	48%	78%
净利润	22%	-173%	-294%	13%	23%
获利能力					
毛利率	31.0%	30.8%	29.7%	30.0%	30.7%
净利率	3.2%	-2.3%	4.0%	4.0%	4.1%
ROE	8.2%	-6.6%	10.9%	10.6%	11.6%
ROIC	2.4%	2.8%	3.2%	3.4%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	71.1%	67.5%	67.8%	68.2%
净负债比率	15.3%	15.6%	13.0%	15.2%	14.8%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.5	3.0	3.2	3.5	3.4
应收帐款周转率	4.0	4.0	4.3	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	1.09	1.24	1.52
每股经营现金	1.78	1.26	2.35	1.37	1.73
每股净资产	9.39	8.54	9.99	11.64	13.14
每股股利	0.25	0.00	0.27	0.35	0.46
估值比率					
PE	29.3	-40.3	20.8	18.3	14.9
PB	2.4	2.7	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.2	15.3	10.9	9.2	6.3

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。