

业绩增长稳健，国内市场广阔叠加 5G 技术领先，5G 商用扬帆起航

买入（维持）

2019 年 06 月 15 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	85513	97841	116430	137608
同比（%）	-21.4%	14.4%	19.0%	18.2%
归母净利润（百万元）	-6984	4651	7362	10418
同比（%）	-252.9%	166.6%	58.3%	41.5%
每股收益（元/股）	-1.67	1.11	1.76	2.48
P/E（倍）	-18.18	27.30	17.24	12.19

投资要点

- **业绩增长稳健，公司业务步入正轨**；公司在 2018Q3 开始恢复盈利，2019 Q1 实现收入 222.02 亿元人民币，实现净利润 8.63 亿元，预计 2019 上半年实现归属于上市公司普通股股东的净利润为 12 亿元至 18 亿元。同时，公司全产业链发力，在无线、有线、终端业务，5G 应用领域等，均取得有效突破，公司在三大运营商采购中频繁中标，我们认为中兴艰难的 2018 年已过，2019 年业绩将稳健增长。
- **兼具技术与市场优势，未来发展前景广阔**；复盘移动通信设备的发展史，我们发现竞争的本质在于技术与市场：爱立信、诺基亚拥有 2G 市场与技术，造就了百年帝国，朗讯与北电失去市场又未拥有核心技术，泯灭在通信制式的迭代中；中国厂商在 3G 时代迅速崛起，投入高额研发费用，拥有国内增量市场，逐渐走向世界；华为与中兴在 4G 时代进入第一梯队，北欧设备商优势不断削弱；5G 时代，我国设备商在研发与市场上占优，未来 5G 天秤将向我国倾斜。中兴 5G 技术走在行业前列，未来发展前景广阔。
- **5G 正式商用，中兴行业领先，受益于运营商资本支出**；预计 5G 在直接产出方面，2025 年将增长到 3.3 万亿元，在间接产出方面，2025 年将带动 6.3 万亿元，5G 市场广阔。2019 年 6 月 6 日，工信部发放 5G 商用牌照，我国 5G 正式商用，运营商资本开支有望提前，预计 5G 资本支出可能达到 1.2 万亿元。公司作为行业龙头，创新能力突出，拥有一系列 5G 领先专利，是 5G 端到端解决方案唯二的供应商之一，将率先受益于 5G 行业发展。
- **盈利预测与投资评级**：解禁之后，中兴业务重回正轨，经营情况向好。中国厂商在技术标准和增量市场上占优，5G 时代，我国有望领跑全球。中兴作为国内第二大通信设备商，充分受益于运营商资本支出，享受 5G 红利。我们预计 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 1.11、1.76、2.48 元，对应 PE 为 27、17、12 倍；给予“买入”评级。
- **风险提示**：近期中美贸易摩擦加剧，华为事件可能波及影响；通信技术的迭代；市场竞争激烈，新进入者的威胁；5G 正式商用不及预期；运营商资本开支不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.28
一年最低/最高价	11.85/38.50
市净率(倍)	4.27
流通 A 股市值(百万元)	103968.45

基础数据

每股净资产(元)	7.09
资产负债率(%)	76.41
总股本(百万股)	4192.67
流通 A 股(百万股)	3433.57

相关研究

- 1、《中兴通讯 (000063)：保持研发及市场投入，看好 4G 重耕及 5G 建设大周期下的持续高增长》2019-04-30
- 2、《中兴通讯 (000063)：业务全面重回正轨，4G 扎实业绩根基、5G 更广增长空间》2019-03-28
- 3、《中兴通讯：业绩符合预期，发达市场、政企业务发力，5G 时代发展获三重红利》2018-03-16

内容目录

1. 业绩增长稳健，公司业务步入正轨	4
1.1. 艰难的 2018 年已过，2019Q1 环比改善明显	4
1.2. 公司业务齐全，全产业链协同发力，效果显著	7
1.3. 合规工作全面加强，经营更加稳健	8
2. 兼具技术与市场优势，未来发展前景广阔	9
2.1. 通信发展史是技术标准和增量市场之争	9
2.2. 我国有望实现 5G 时代引领，公司作为行业龙头将持续受益	10
3. 5G 商用元年，公司将持续受益产业发展红利	13
3.1. 运营商 5G 支出带来新一轮投资浪潮，业绩释放即将来临	13
3.2. 行业龙头地位依旧稳固，作为 5G 端到端解决方案供应商率先受益	15
3.3. 创新能力卓越，专利数量行业领先	16
4. 盈利预测与投资评级	18
4.1. 关键假设	18
4.2. 盈利预测	18
4.3. 估值与评级	19
5. 风险提示	19

图表目录

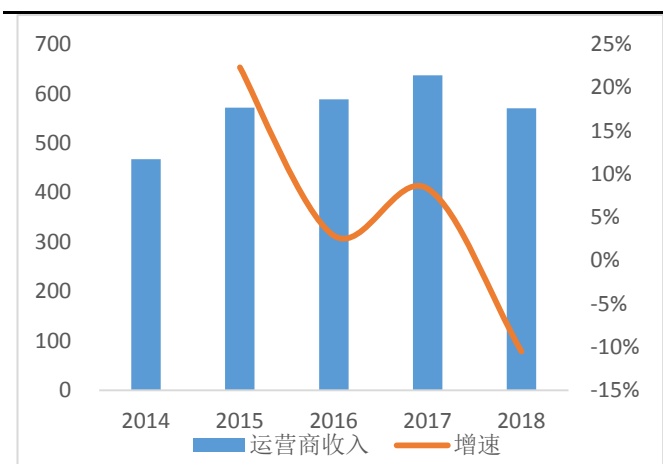
图 1: 中兴近年运营商网络营业收入 (亿元)	4
图 2: 中兴近年政企业务营业收入 (亿元)	4
图 3: 中兴近年消费者业务营业收入 (亿元)	4
图 4: 中兴分季度营业收入 (亿元)	5
图 5: 中兴分季度归母净利润 (亿元)	5
图 6: 中兴分季度经营活动净现金流 (亿元)	5
图 7: 中兴分季度的短期借款 (亿元)	5
图 8: 中兴分季度的销售费用 (亿元)	5
图 9: 中兴分季度的管理费用 (亿元)	5
图 10: 中兴分季度的财务费用 (亿元)	6
图 11: 中兴分季度的资产负债率	6
图 12: 中兴近年运营商业务占比逐渐上升	7
图 13: 中兴运营商毛利率上升, 消费者业务毛利率下滑	7
图 14: 2018 年中兴事件的发展示意图	9
图 15: 设备商的并购图谱	9
图 16: 四大设备商历年运营商网络收入比较 (亿元)	10
图 17: 全球设备商的网络运营商收入占比 (%)	10
图 18: 1G/2G/3G/4G 发展历程	11
图 19: 2019 年度 5G 竞争评分	11
图 20: 美国运营商收入 (亿元)	11
图 21: 中国运营商收入 (亿元)	11
图 22: 美国 Sprint ARPU 值 (美元/户/月)	12
图 23: 中国联通 ARPU 值 (元/户/月)	12
图 24: 中美 4G 时代移动电话使用量对比 (每百人)	12
图 25: 我国移动用户数增长情况 (万户)	12
图 26: 5G 标准基本专利拥有人的专利族数量 (族)	13
图 27: 5G 标准技术提案公司与提案数量 (件)	13
图 28: 2020-2030 年中国 5G 直接和间接经济产出统计情况及预测 (亿元)	14
图 29: 运营商历年资本开支情况 (亿元)	14
图 30: 三大运营商 4G 基站历年新增数 (万站)	15
图 31: 5G 基站预测 (万站)	15
图 32: 2010-2018 年中兴研发支出情况 (亿元)	16
图 33: 2015-2018 年中兴研发人员占比 (%)	16
表 1: 2018 年 8 月-2019 年 3 月中兴主要中标情况统计	7
表 2: 2018 年 8 月-2019 年 6 月中兴主要技术成就统计	17
表 3: 中兴通讯业务拆分	18
表 4: 中兴通讯可比公司估值	19

1. 业绩增长稳健，公司业务步入正轨

1.1. 艰难的 2018 年已过，2019Q1 环比改善明显

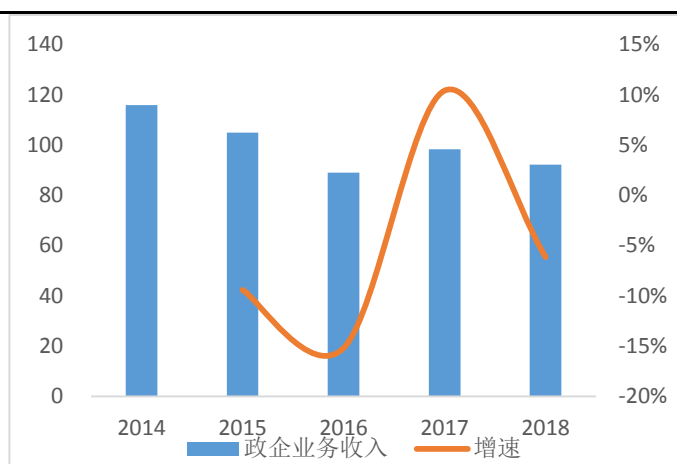
公司主营业务主要分为运营商网络、消费者业务和政企业务，2018 年整体收入为 855 亿元（同比下滑 21.41%）。分业务板块来看，其中运营商板块营收 571 亿（同比下滑 10.51%），政企业务营收 92 亿元（同比下滑 6.13%），消费者业务 192 亿元（同比下滑 45.43%）。2018 年亏损 69.49 亿元，原因系美国制裁处罚了 10 亿美元，以及 2018 年 4-6 月期间由于禁运带来的经营停滞损失。

图 1：中兴近年运营商网络营业收入（亿元）



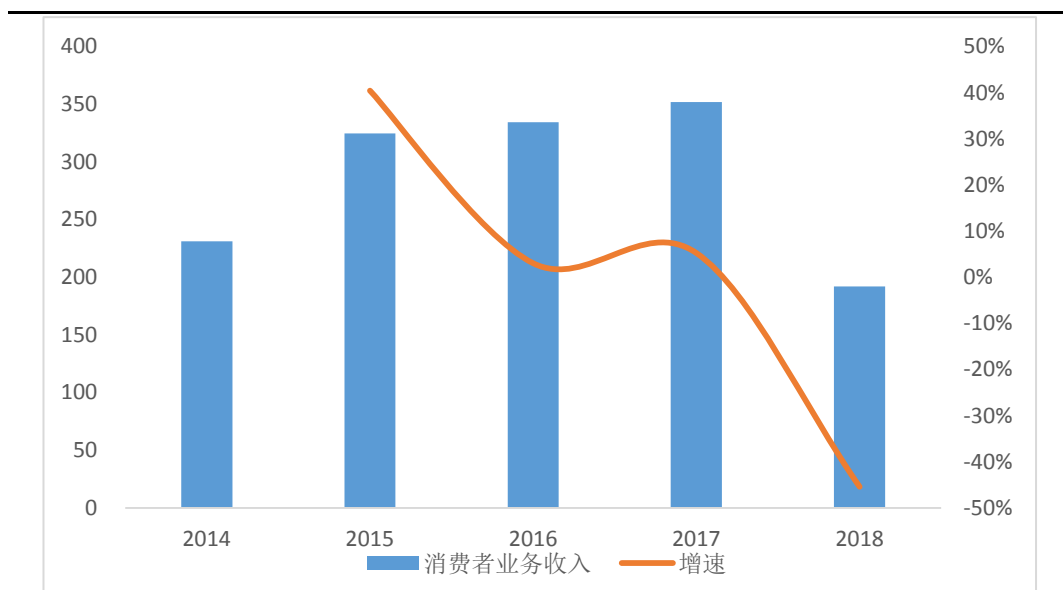
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：中兴近年政企业务营业收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：中兴近年消费者业务营业收入（亿元）

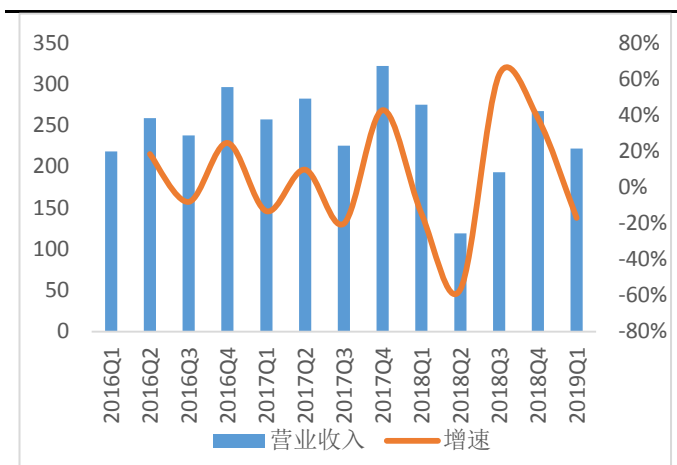


数据来源：wind，东吴证券研究所

公司业绩在禁运解除后快速恢复。公司在 2018 年 7 月解除禁运，2018Q3 即开始恢复盈利，2019 Q1 实现营业收入 222.02 亿元，虽然同比减少 19.34%，但归属于上市公司普通股股东的净利润为 8.63 亿元，同比增加 115.95%，且相比 2018Q4 单季度的 2.76 亿元大幅改善。

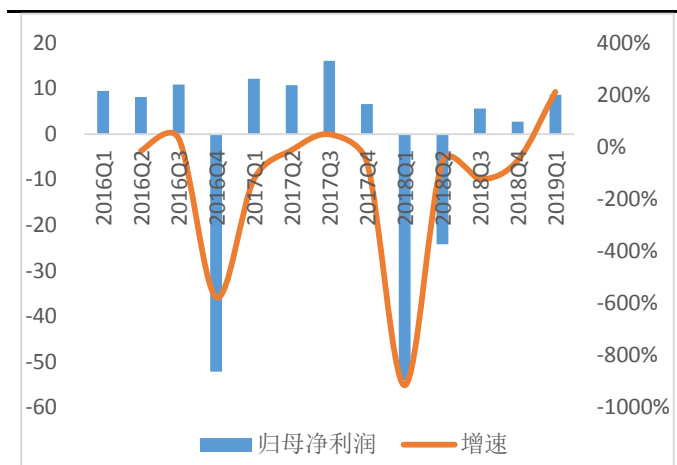
同时，2019 年半年度业绩预告显示，预计公司 2019 年 1-6 月归属于上市公司普通股股东的净利润为 12 亿元至 18 亿元。我们认为艰难的 2018 年已过，2019 年业绩将逐渐恢复。

图 4：中兴分季度营业收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

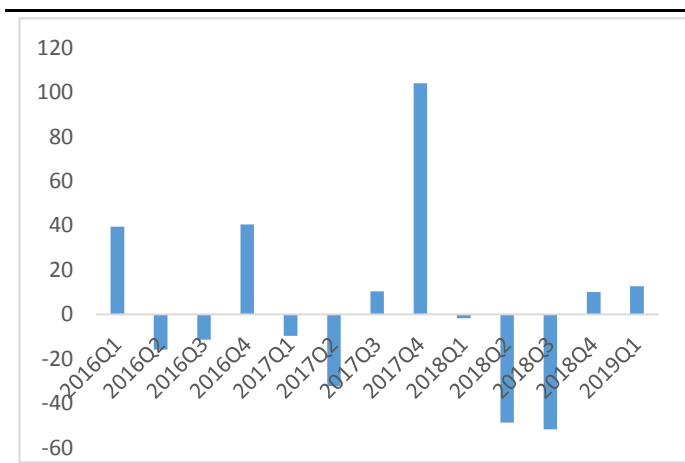
图 5：中兴分季度归母净利润（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

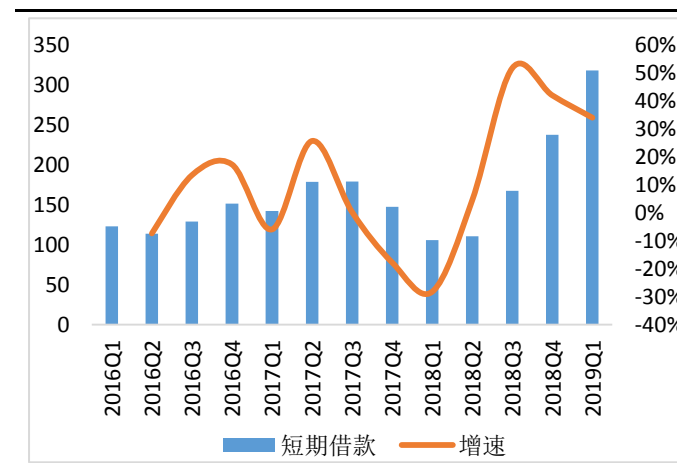
2018 年二季度因为业务停滞，导致当季及下季经营活动现金流出过大，4 季度开始好转。2019 年第一季度经营活动产生的净现金流为 12.60 亿元，同比增长 836.19%，公司经营活动改善明显。

图 6：中兴分季度经营活动净现金流（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

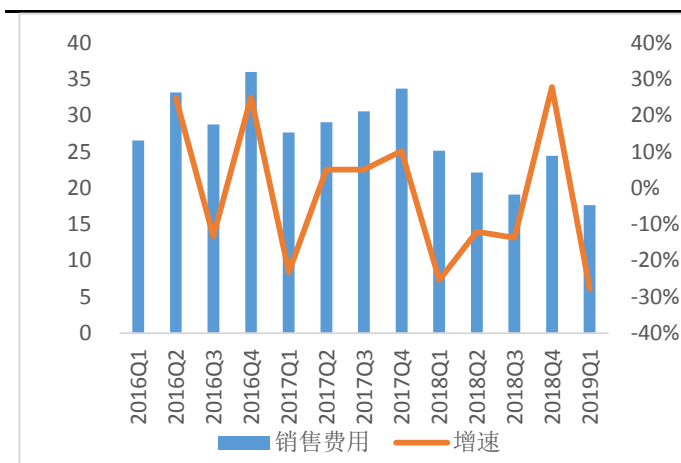
图 7：中兴分季度的短期借款（亿元）



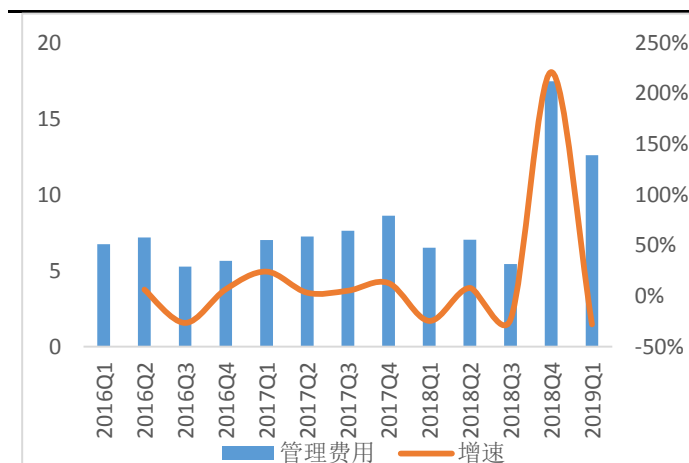
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：中兴分季度的销售费用（亿元）

图 9：中兴分季度的管理费用（亿元）



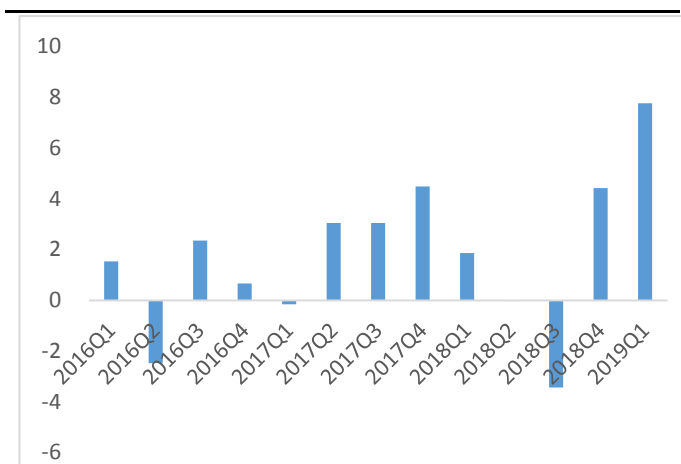
数据来源：wind，东吴证券研究所



数据来源：wind，东吴证券研究所

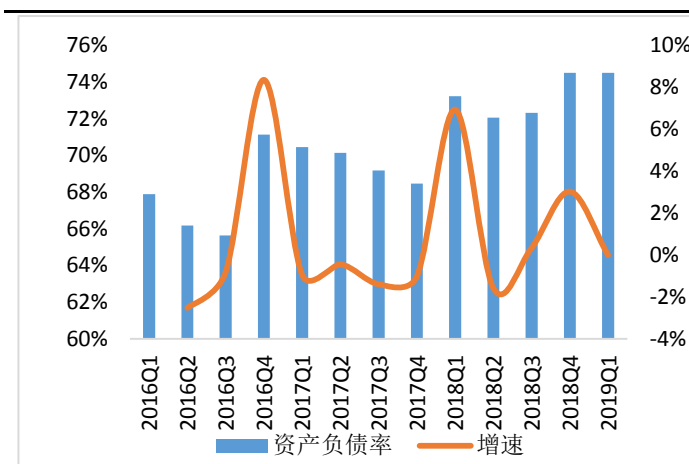
公司近期因生产经营借款导致资产负债率上升，同时导致财务费用增加，2019Q1 财务费用为 7.77 亿元，较去年同期增加 317.94%。

图 10: 中兴分季度的财务费用（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

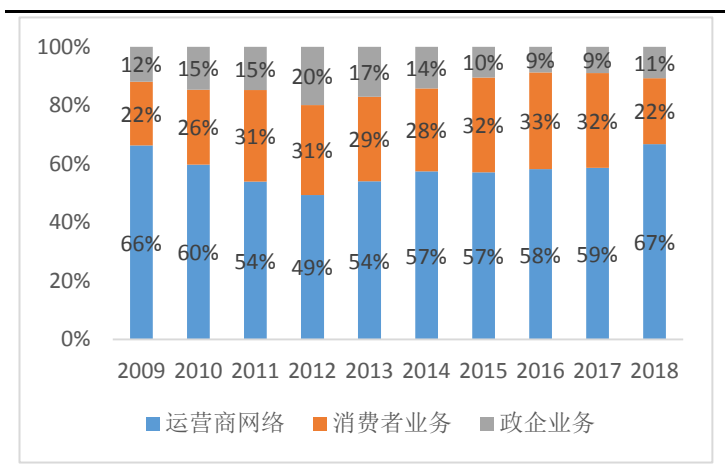
图 11: 中兴分季度的资产负债率



数据来源：wind，东吴证券研究所

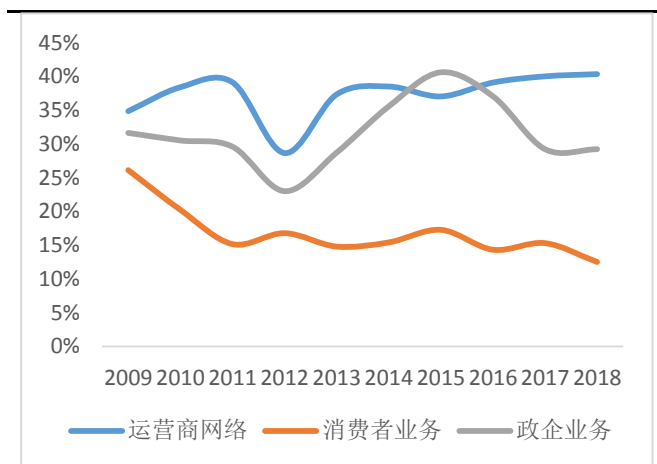
运营商网络是公司的主要利润来源，近年运营商网络收入占比逐渐提高，毛利率同步上升。

图 12：中兴近年运营商业务占比逐渐上升



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 13：中兴运营商毛利率上升，消费者业务毛利率下滑



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 公司业务齐全，全产业链协同发力，效果显著

公司业务齐全，在无线、有线、终端业务，5G 应用领域等均具备较强实力。通过全产业链协同发力，在各领域均取得有效突破，效果显著。

无线方面，技术不断实现突破，商用合同业界领先：5G 关键技术 Massive MIMO 商用实践业界领先；NFV 全球超过 420 个商用和 PoC 案例；5G 端到端商用产品和解决方案、全系列 NR 产品实现全频段、全场景覆盖；Common Core 实现 2/3/4/5G/fixed 全接入和全融合，同时支持 SA 和 NSA；自研系列化 AI Engine 支持 5G 全场景智能化；全球获得超过 320 个 LTE/EPC 商用合同，全球 4G 基站累积发货份额接近 20%。

有线方面，在 5G 承载、光通信、光接入等领域竞争力持续提升：5G 承载完成 20 多个实验局和测试，核心技术指标及试商用进度保持行业领先；光接入旗舰 TITAN 容量和集成度业界第一，创新架构支持固移融合和嵌入式边缘计算，在中国、意大利、日本等地规模应用；光网络产品传输性能领先，在波分单载波 400G 测试中，刷新 400G 超长距陆地高速传输距离记录。

表 1：2018 年 8 月-2019 年 3 月中兴主要中标情况统计

时间	中标情况
2018 年 8 月 29 日	中兴全份额中标中移物联网业务网关项目
2018 年 9 月 6 日	2017-2018 年中国联通数据设备集中采购招标结果出炉，中兴通讯 ZXR10 M6000-S 智能全业务路由器以优异的表现获得 BNG 标段 50% 新建份额；ZXR10 T8000 高端核心路由器中标
2018 年 9 月 10 日	中兴、华为中标 2018 年中国联通总部行业网关备份短信中心建设工程项目。
2018 年 9 月 18 日	中国联通物联网（NB）扩容工程项目中标结果出炉，中兴将为全国 28 个省份提供 NB 业务的服务。

2018年11月23日	中兴宣布已与英国电信公司 JT Global 签署了首个 5G 网络协议。
2019年1月31日	中国移动公布中国移动 2019 年 5G 规模组网建设及应用示范工程无线主设备租赁单一来源采购结果，中兴中标 80 站 5G 基站。
2019年2月14日	联通大手笔扩容 4G 网，招标涉及 L900 及 L1800 基站 41.6 万站、L1800 整合、软件功能等，中兴中标，获得第二名。
2019年2月20日	中国移动公布 2018 年 PC 服务器（第二批次-计算型服务器 2 档）集采结果，中兴中标。
2019年3月6日	中国移动 18 省无线网优集采项目中标候选人公布，中兴拿下 12 省份额。
2019年3月8日	中兴中标中国移动物联网专网核心网五期工程集采。

数据来源：C114、飞象网、OFweek，东吴证券研究所

终端业务，聚焦重点客户和重点市场，率先完成 5G 终端测试：目前已率先完成国内三大运营商的 5G 端到端调通，并在加拿大、澳大利亚、西班牙、奥地利、意大利、芬兰等多个国家开展 5G 终端测试；携手中国联通、芬兰 Elisa、奥地利和记等运营商合作伙伴，在 MWC2019 发布首款 5G 旗舰中兴天机 Axon 10 Pro 5G 版，取得 5G 手机领先商用；5G 室内外 CPE 等系列化 5G 终端产品，也将陆续在全球主要大国登陆；Blade V10 于国内及重点国家上市。

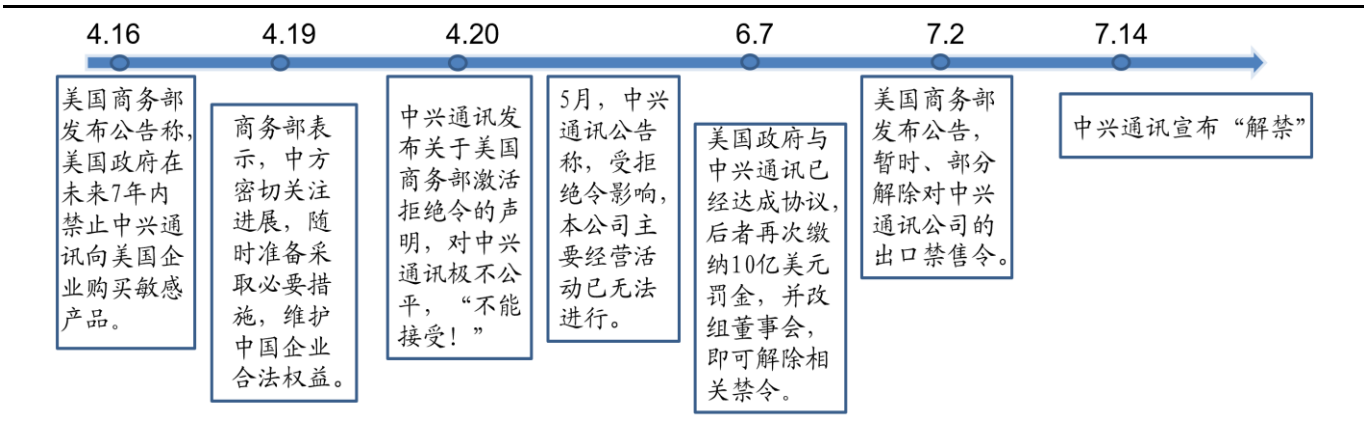
5G 行业应用领域，聚焦技术前沿，与合作伙伴合作密切：在智能制造、车联网、新媒体、智能电网、智慧港口、智慧机场、环保、旅游和医疗等领域，开展“5G+”行业赋能的研究探索、示范建设、商业孵化等，在 5G 时代助力垂直行业数字化转型。与三一重工签署战略合作协议共同探索 5G 与工业的深度融合；携手天津联通打造全球首个 5G&MEC 智慧港口应用示范；与南京禄口机场空港科技签署战略合作协议，联手打造 5G 智慧机场；与中国电信合作建设雄安 5G 应用外场试点，包括无人驾驶、智慧安防、白洋淀智慧治水、全景 VR 高清直播、16 路高清视频直播、双城 4K 高清视频会议六大业务。

1.3. 合规工作全面加强，经营更加稳健

中兴事件的起因：2018 年 4 月，美国以中兴违反限制向伊朗出售美国技术的制裁条款由，对中兴实施禁运。

中兴事件的结果：公司缴纳 10 亿美元罚款；撤换整个董事会与高层管理人员；公司受到美国持续密切的监管。

图 14：2018 年中兴事件的发展示意图



数据来源：搜狐新闻，东吴证券研究所整理

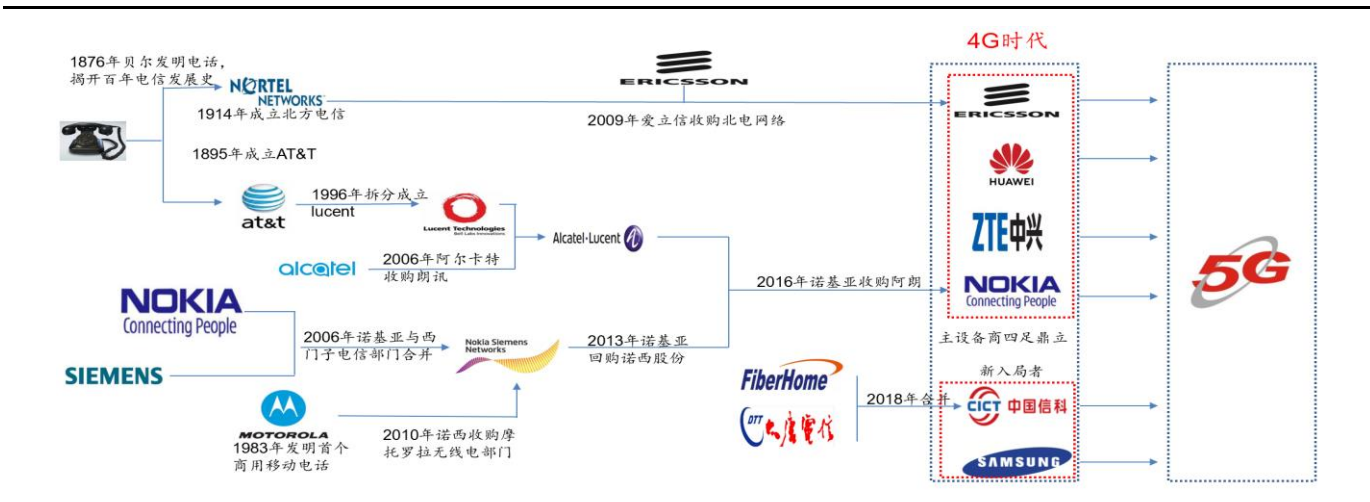
我们认为后续再次针对中兴进行禁止或处罚可能较小。中兴在与美国商务部签订和解协议后，从上到下加强了合规工作，同时中兴接受为 10 年的美方选派的助理合规官，负责协调、审查以及评估中兴，其子公司和分支公司的生意运作是否违反美国出口控制法，将受到美国商务部监管，再次出现违规事件的可能性较低。

2. 兼具技术与市场优势，未来发展前景广阔

2.1. 通信发展史是技术标准和增量市场之争

复盘通信设备发展史，技术标准与市场优势是生存的不二法门。1876 年亚历山大·贝尔发明了固定电话，自此打开了通信发展史的大门。从网络制式的更替与设备商的兴衰中，我们发现主设备商竞争主要围绕着技术标准和增量市场两个维度展开，无论哪个维度缺失，设备商都有被替代的可能。5G 时代，中国拥有庞大的移动用户数，为中兴提供海量的市场空间。公司研发费用不断提升，5G 专利走在世界前列，具备市场与技术双重优势，有望在激烈的竞争中胜出。

图 15：设备商的并购图谱

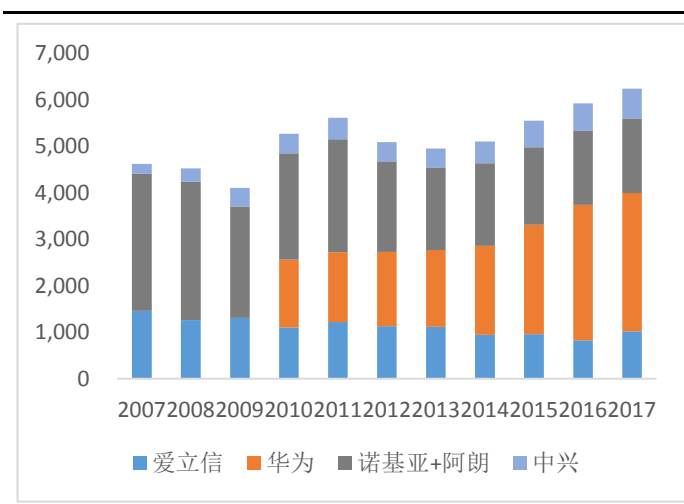


数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

美国厂商是第一代模拟移动通信的霸主。上世纪九十年代初最早由 AT&T 和摩托罗拉公司开发，并为移动通信领域定义了基本标准，主要市场也集中在美国，美国通信厂商快速成长。2G 时代欧洲厂商迅速崛起，其中欧洲提出 GSM，并成为移动通信标准，凭借技术优势，欧洲众多通信企业迅速崛起，如爱立信、诺基亚、西门子，由于没有掌握技术标准，美国厂商市场地位逐渐下滑。

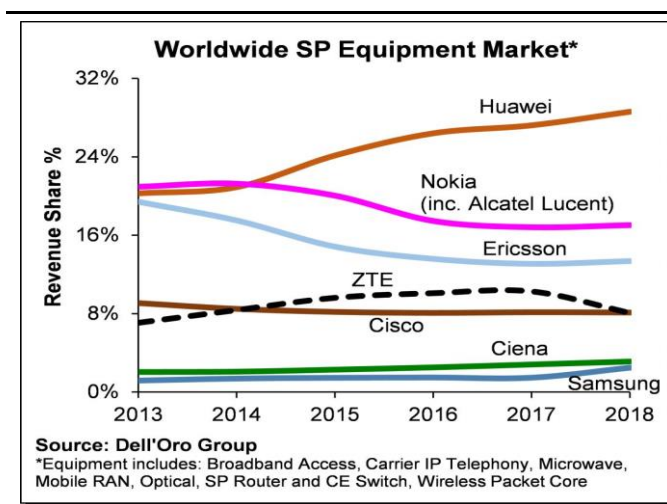
从 3G 时代起，中兴等中国厂商通过逐步掌握网络制式的技术标准，并以我国有庞大的人口基数作为后盾，占据市场优势，成功进入世界通信设备商前列。4G 时代，我国海量的市场需求，叠加技术标准地位的上升，中兴等中国厂商优势更加突出。

图 16：四大设备商历年运营商网络收入比较（亿元）



数据来源：wind，公司年报，东吴证券研究所

图 17：全球设备商的运营商网络收入占比（%）



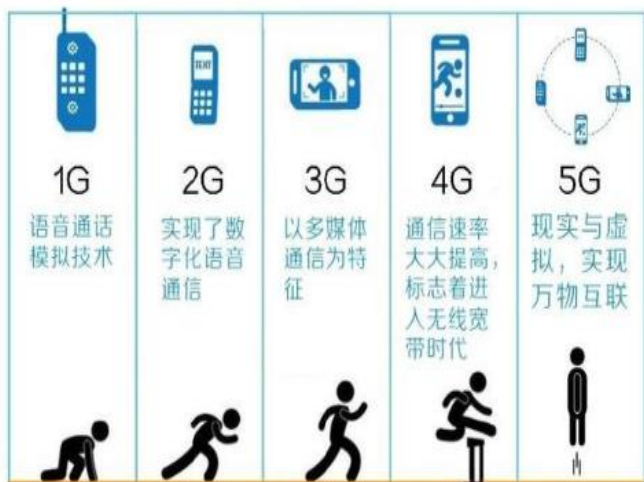
数据来源：Dell'Oro Group，东吴证券研究所

2.2. 我国有望实现 5G 时代引领，公司作为行业龙头将持续受益

在移动通信技术标准上，中国先后经历了 1G 空白、2G 跟随、3G 突破、4G 同步的发展历程。在 5G 时代，凭借广阔市场与领先技术，中国力量进一步走向舞台的中心并有望实现 5G 引领。

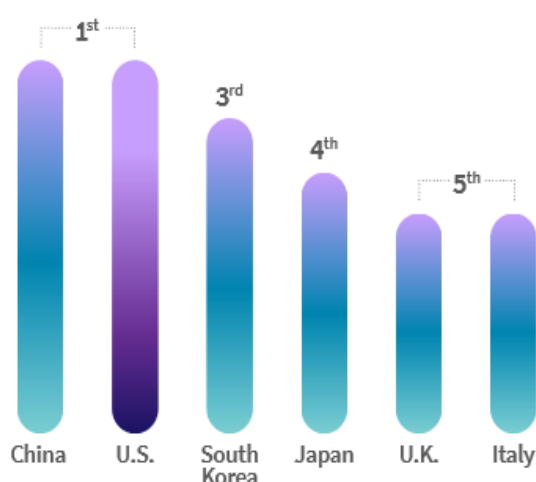
CTIA 将民营企业的 5G 实验及引入进度、频率分配情况、政府战略等转换成数值，对比了各国的“5G 应对水平”。从 2019 年度的评分来看，中国和美国并列第一，均为 19 分，我国通信业经过漫长探索后，迎来 5G 时代的同步发展。

图 18: 1G/2G/3G/4G 发展历程



数据来源: 新浪财经, 东吴证券研究所

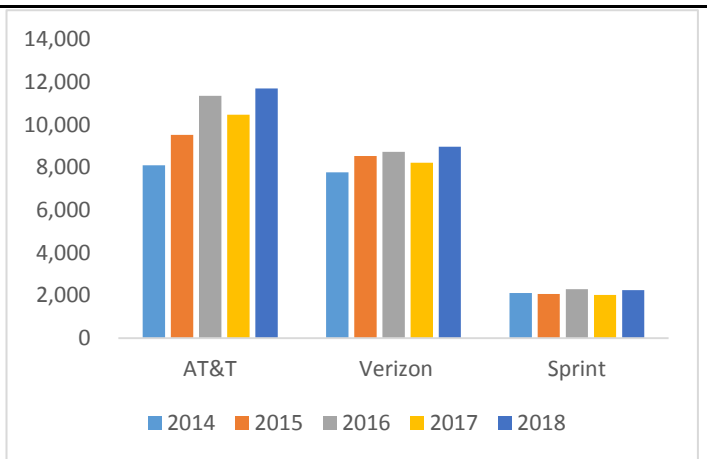
图 19: 2019 年度 5G 竞争评分



数据来源: CTIA, 东吴证券研究所

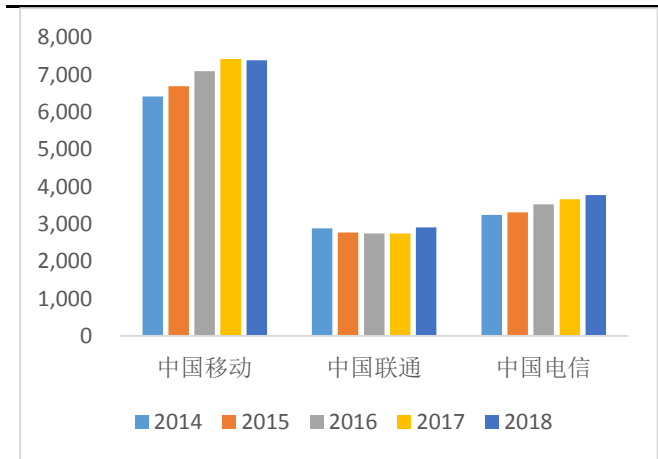
对比国内外运营商, 我国通信市场仍具有较大的提升空间: 我国运营商的 ARPU 值不到美国的六分之一, 随着社会化的进程, 我国运营商的 ARPU 值将不断提升。我国移动电话普及率低于美国等发达国家, 移动用户数仍具备增长空间。

图 20: 美国运营商收入 (亿元)



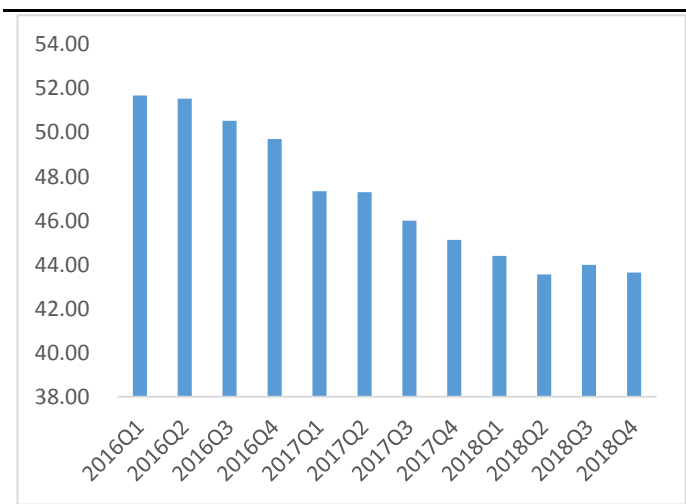
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 中国运营商收入 (亿元)



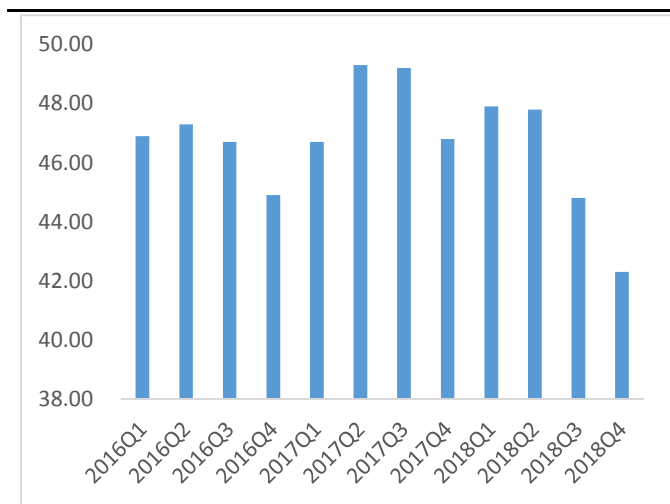
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 美国 Sprint ARPU 值 (美元/户/月)



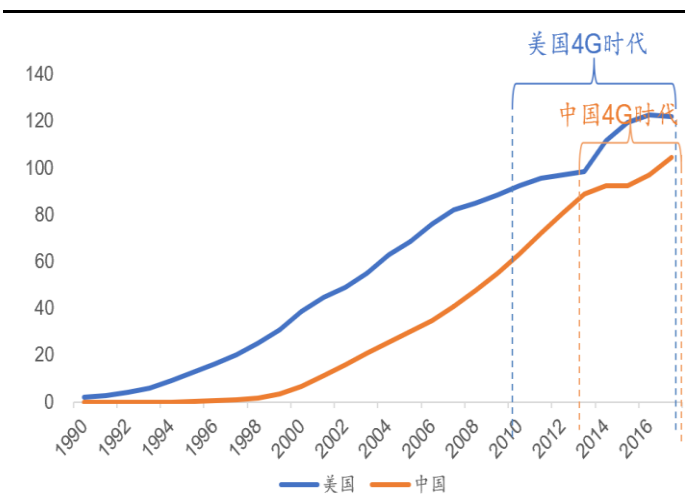
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 中国联通 ARPU 值 (元/户/月)



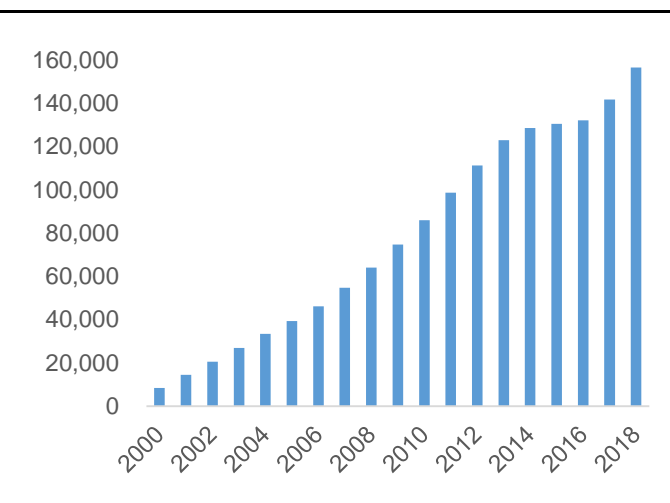
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 24: 中美 4G 时代移动电话使用量对比 (每百人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 25: 我国移动用户数增长情况 (万户)

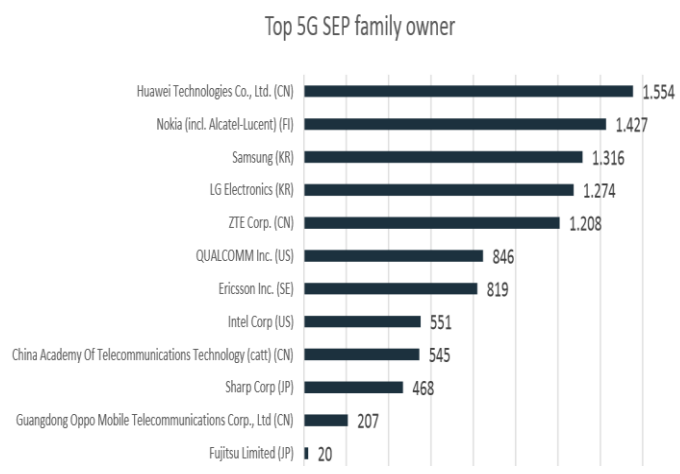


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

根据安永预计, 到 2025 年, 中国 5G 用户将达到 5.76 亿, 占总人口的 40% 左右, 占全球 5G 用户数中占 41% 左右。中国 5G 研发起步早, 并且市场广阔, 全面商用后, 中国可能成为全球最大的 5G 市场。中兴作为国内的龙头通信厂商必将受益。

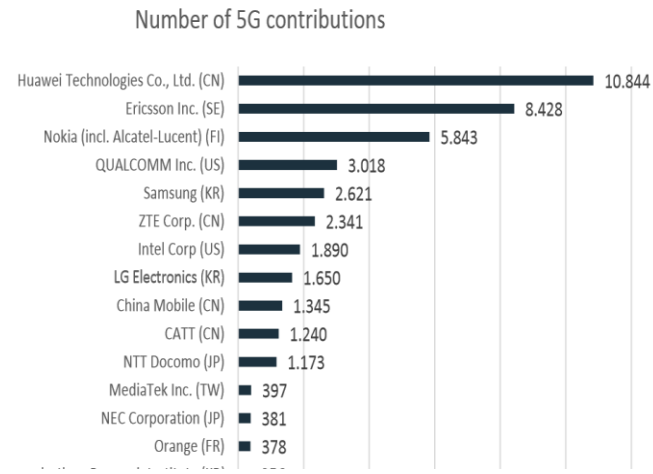
公司 5G 技术在全球处于领先地位。根据 IPltyics 发布的最新 5G 专利报告显示, 以中兴为代表的中国企业在 5G 专利榜单中名列前茅, 专利声明总量为 3,542 族, 占总声明量的 30.3%。

图 26: 5G 标准基本专利拥有人的专利族数量 (族)



数据来源: lytics, 东吴证券研究所

图 27: 5G 标准技术提案公司与提案数量 (件)



数据来源: lytics, 东吴证券研究所

3. 5G 商用元年, 公司将持续受益产业发展红利

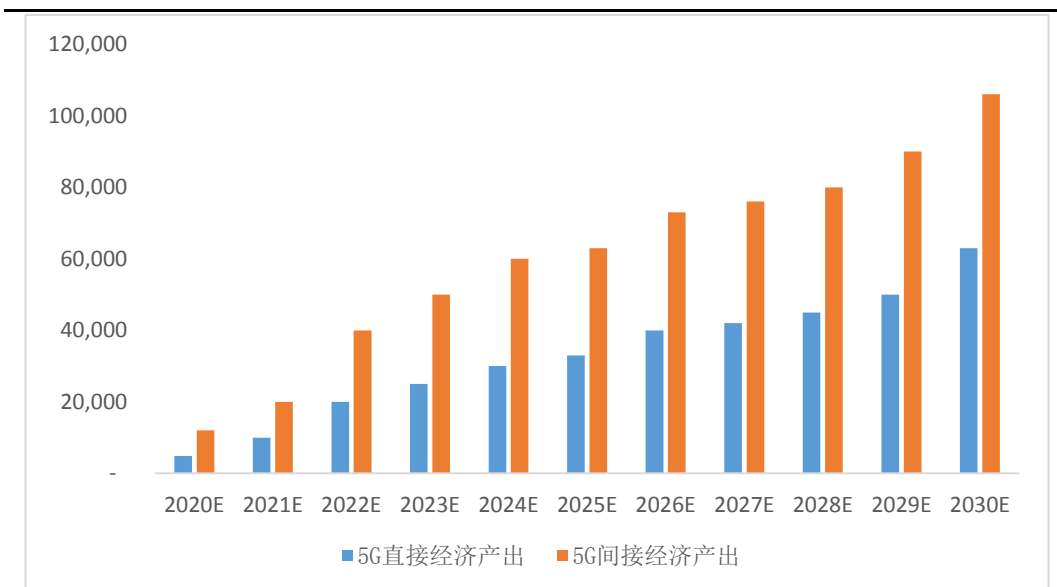
随着商用进程深化, 5G 技术将推进物联网、云计算、大数据及 AI 等关联领域裂变式发展, 赋能垂直行业并深度融合, 形成 5G 大生态, 中兴聚焦前沿技术产业, 将受益于 5G 行业发展。

3.1. 运营商 5G 支出带来新一轮投资浪潮, 业绩释放即将到来

相较当前的 4G 网络, 5G 网络的速度预计至少快 10 倍, 最多甚至达 100 倍。5G 网络可为包括虚拟现实在内的技术串流高带宽视频, 除了消费级应用以外, 还可以用于支持城市的联网基础设施, 包括无人驾驶汽车等。行业研究机构 IHS Markit 在最近的一份研究报告中估计, 到 2035 年, 5G 预计将能够使得全球经济产出达到 12.3 万亿美元。

前瞻产业研究院发布的《5G 产业发展前景预测与产业链投资机会分析报告》数据显示, 在直接产出方面, 按照 2020 年 5G 正式商用算起, 预计当年将带动约 4840 亿元直接产出, 2025 年、2030 年将分别增长到 3.3 万亿、6.3 万亿元, 十年间的年均复合增长率为 29%。在间接产出方面, 2025 年和 2030 年, 5G 将分别带动 6.3 万亿和 10.6 万亿元, 年均复合增长率为 24%。5G 行业拥有海量的市场空间, 利于通信设备商长期稳定的发展。

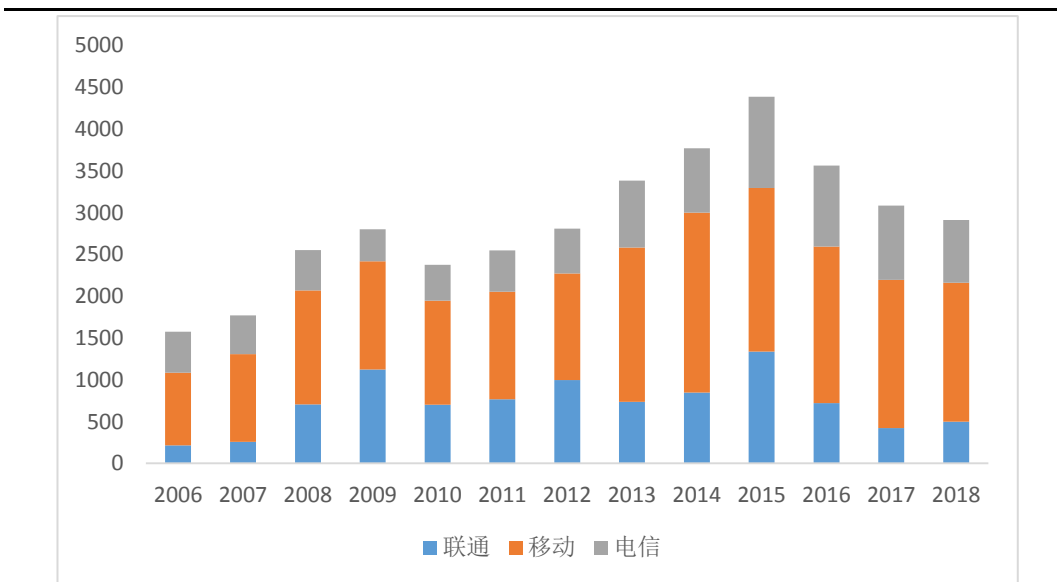
图 28：2020-2030 年中国 5G 直接和间接经济产出统计情况及预测（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

我们预计，2019-2025 年，中国 5G 资本支出可能达到 1.2 万亿元人民币。5G 商用初期，运营商网络设备支出将占据大部分份额，利好设备商。预计在 2020 年，运营商 5G 网络设备支出超过 2200 亿元，占 5G 设备支出比重超过 80%。

图 29：运营商历年资本开支情况（亿元）

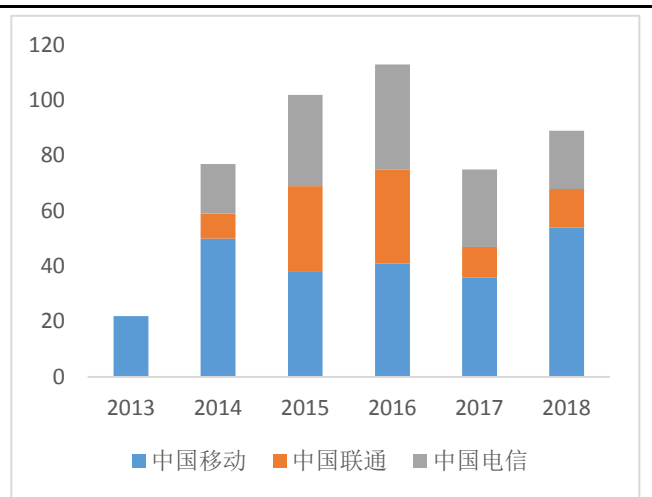


数据来源：wind，东吴证券研究所

工信部于 2019 年 6 月 6 日正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，中国正式进入 5G 商用元年。我们预计运营商将开启大规模的商用集采，资本支出有望加码，以应对下半年的 5G 规模建设。

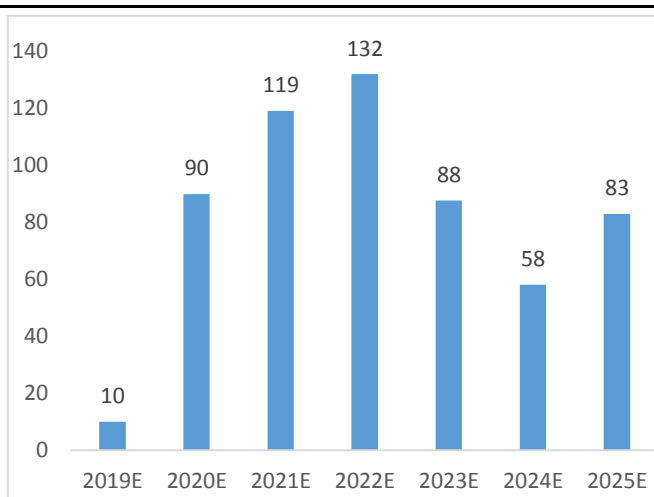
截止 2018 年年底,中国移动基站总数为 241 万站,中国电信、中国联通分别为 138、99 万站,总数为 478 万站。鉴于 5G 将使用更高频通信,频段越高,基站覆盖范围越小、基站更密集,所以我们保守预计整个 5G 周期内基站数量大约为 4G 的 1.2 倍,5G 基站数量在 580 万左右。我们以历年 4G 基站增速为基准,预测今后几年 5G 基站新增数,预计 2019、2020 年国内建设 10、90 万个基站左右,今后几年是 5G 投资建设高峰期。

图 30: 三大运营商 4G 基站历年新增数 (万站)



数据来源: 运营商年报, wind, 东吴证券研究所

图 31: 5G 基站预测 (万站)



数据来源: 运营商年报, 东吴证券研究所

正式商用牌照发放后,运营商的 5G 无线、传输等集采有所提前,我们预计中国 5G 建设周期相对 4G 较长,同时伴随 4G 低频重耕,综合全球来看网络建设持续时间更长。随着 5G 商用的正式来临,运营商资本支出的上升,公司的业绩即将释放。

3.2. 行业龙头地位依旧稳固, 作为 5G 端到端解决方案供应商率先受益

公司在 4G、5G 技术与市场上表现优秀,研发支出持续投入。根据 Ovum 发布的咨询报告称,在 Massive MIMO、系列化基站、微波、承载、核心网和终端等 5G 六大产品系列中,严格意义上全球只有两家设备商能够提供完整的 5G 端到端解决方案,具有完整产品系列的规模优势,中兴通讯是其中之一,中兴作为 5G 端到端解决方案供应商率先受益。

4G 时代表现优异。国内市场上,在中国移动、中国电信的 4G 设备集采中,中兴表现良好;国际市场上,中兴在欧洲最高端市场德国赢得超过 10 亿美元的服务合同。成功进入跨国运营商 MTN 最核心的本土市场南非,占据了 20% 的重点份额。在西班牙电信等高端客户上取得规模突破。

5G 时代拔得头筹。2017 年中兴与中国移动在上海 NWC 联合展示 5G 外场直播,

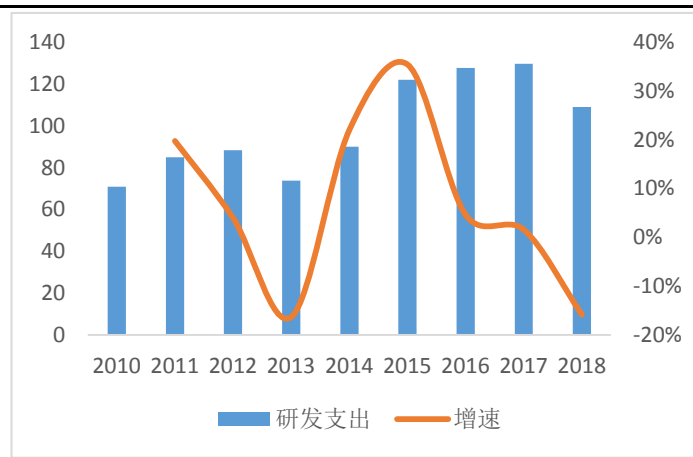
期间演示了 5G 低频网络覆盖下的超高速率，使用 100MHz 带宽，单用户峰值吞吐量达 2Gbps 以上。此外，还进行了关键技术 FlexE (Flexible Ethernet) 的测试并发布了 5G Flexhaul 新品 ZXCTN609。

重要客户关系稳固。2019 年初中国联通启动 41.6 万站无线网络整合项目，900MHz 频段重耕，中兴通讯以份额第二中标。中兴通讯是中国电信市场的主导通信设备供应商之一，与三大运营商具有长期稳定的合作关系，随着行业拐点显现，公司凭借领先技术积累和产品布局，有望进一步加深三大运营商的合作关系。

海外市场持续突破。2019 年 4 月，中兴通讯与欧洲电信运营商 Orange 在瓦伦西亚实现首次使用独立架构 (SA) 的 5G 通话，包括语音和数据，达成了 5G 移动网络演进上的重要里程碑。基于 SA 的 5G 通话是 5G SA 模式在欧洲的首秀，也是中兴通讯首次与欧洲四大运营商之一的 Orange 达成 5G 领域的合作，5G 时代中兴有望进入海外运营商供应体系。

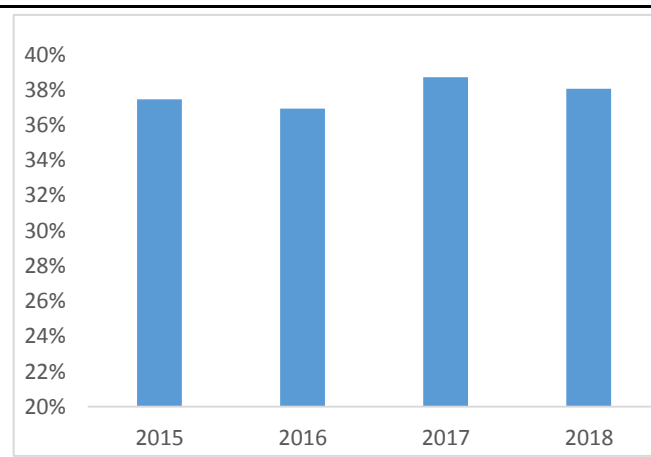
研发支出聚焦前沿。公司研发布局聚焦 5G 无线、核心网、承载、介入、芯片等核心领域。如中兴通讯发布的 ES600S MEC 服务器，大幅提升边缘计算处理能力，提前布局边缘计算表明中兴在 5G 时代全期将持续具备竞争力。2019 年 1 月 17 日，公司董事会审议通过议案，定向募集资金，主要用于面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发项目，保持在 5G 时代的技术引领地位。

图 32：2010-2018 年中兴研发支出情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 33：2015-2018 年中兴研发人员占比 (%)



数据来源：wind，公司年报，东吴证券研究所

3.3. 创新能力卓越，专利数量行业领先

截至 2018 年年末，公司累计申请的专利数超过 7.3 万件，其中，全球授权专利累计超过 3.5 万件，5G 战略布局专利超过 3,000 件。中兴已成为 ITU (国际电信联盟)、3GPP (第三代合作伙伴计划)、IEEE (电气和电子工程师协会)、NGMN (下一代移动网络) 等 70 多个国际标准化组织和论坛的成员，有 30 多名专家在全球各大国际标准化组织担

任主席和报告人等重要职务，累计向国际标准化组织提交文稿 45,000 多篇。其中，5G NR/NexGenCore 国际标准提案 7,000 多篇。

依托国内市场的同时，中兴也锐意进取，不断创新。信通院知识产权中心对在 ETSI（欧洲电信标准化协会）网站上声明的 5G 标准必要专利信息进行了提取、合并、去重和统计，截至 2018 年 12 月 28 号,ETSI 上进行 5G 标准必要专利声明的企业共计 21 家，声明专利量累计 11,681 件。中国企业除华为外，中兴以 1,029 件专利排名第 6，占比 9%。

表 2：2018 年 8 月-2019 年 6 月中兴主要技术成就统计

时间	技术成就
2018 年 8 月 16 日	中兴通讯顺利通过了由云计算开源产业联盟组织的多云管理平台解决方案认证。
2018 年 9 月 26 日	中兴通讯联合中国联通网络技术研究院在南京完成 5G IPRAN 承载技术实验室测试。
2018 年 9 月 27 日	在 IMT-2020(5G) 推进组组织的中国 5G 技术研发试验第三阶段测试中，中兴通讯率先完成多项 SA 模式下 3.5GHz 系统基站测试。
2018 年 10 月 18 日	中兴通讯携手中国电信在雄安新区实现了首个 5G 外场端到端全业务通讯。
2018 年 12 月 19 日	中兴通讯携手中国电信广州研究院率先完成全球首个 SA 架构下 4G 与 5G 网络协同双向互操作测试。
2018 年 12 月 28 日	中兴通讯顺利完成全球首个 3.5GHz NSA 组网方式的 5G 终端与系统网络端到端调通。
2019 年 1 月 8 日	中兴通讯 TECS OpenPalette 通过 CSA STAR Tech PaaS 平台安全能力增强级认证。
2019 年 1 月 9 日	中兴通讯和中国移动研究院完成业界首个支撑精准定位应用的“超高精度同步网”演示。
2019 年 1 月 18 日	全球第一个 5G 电话使用的是中兴 5G 智能手机终端。
2019 年 2 月 18 日	中兴通讯携手山东电信在青岛完成首个 5G SA 组网高清视频试商用项目。
2019 年 2 月 21 日	中兴通讯联合中国移动辛姆巴公司推出的全球首例基于 X-Site 场景的 4T4R 站点解决方案
2019 年 2 月 26 日	中兴通讯联合意大利 Wind Tre、Open Fiber 打通了首个跨越地中海的基于 5G 智能手机的 5G NSA 视频电话。
2019 年 2 月 27 日	中兴通讯发布并演示业界首个基于 AI 的 5G 网络切片商用运营系统。
2019 年 3 月 11 日	中兴通讯独家承建的孟加拉国家数据中心，喜获 Uptime Tier IV 建造认证。
2019 年 3 月 13 日	广州移动携手中兴通讯开启全球首个 5G DAS 系统
2019 年 4 月 4 日	Orange 与中兴通讯在西班牙完成欧洲首个 100% 5G 语音与数据通话
2019 年 4 月 10 日	中兴通讯与英特尔联合发布 Light Cloud 方案，
2019 年 4 月 19 日	中兴通讯发布业界首个 5G 手机+轻量化 AR 眼镜+AR 云平台解决方案
2019 年 4 月 23 日	中国联通网络技术研究院联合中兴通讯完成了基于 5G 毫米波基站的 16 路高清视频上行业务演示
2019 年 4 月 23 日	中兴通讯携新一代千兆双频 MESH AP ZXHN Z507 亮相，产品拥有全 GE 及双频 1200M Wi-Fi 接口，具备千兆家庭网络覆盖能力
2019 年 5 月 7 日	中兴通讯携手 GE Digital 打造 5G+IIoT 整体解决方案
2019 年 5 月 15 日	中国联通携手中兴通讯展示 5G 高精度定位网设备
2019 年 5 月 15 日	中兴通讯联合亮亮视野发布了基于 5G 手机的 AR 安防、AR 远程指导系统解决方案
2019 年 5 月 16 日	海南移动联合中兴通讯等发布 4K 超高清 IPTV 平台商用
2019 年 5 月 17 日	中兴通讯在南京建首个网络安全实验室

2019年5月21日	中兴通讯发布面向 DCI 的交互式 600G OTN 新品
2019年5月27日	中兴通讯联手国网辽宁物资公司打造东北首个 5G 智能仓库
2019年6月4日	中兴通讯 GoldenDB 数据库以 50 项评测全部满分的优异表现通过“第八批大数据产品能力测评”分布式事务数据库能力认证。

数据来源：C114、飞象网、OFweek，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设

1. 运营商业务方面，中兴是国际四大设备商之一，在欧洲占有一定的市场份额，国内仅次于华为。目前 5G 商用合同已达 30 份，作为世界唯二的端到端解决方案的设备商之一，中兴拥有一系列的世界领先专利，充分受益于运营商 5G 资本支出，因此我们预计运营商业务 2019-2021 年增速分别为 15%、23%、22%。

2. 消费者业务方面，国内市场逐渐萎缩，主要市场在北美。禁运之前，在美国市场占有率为 10%，禁运事件导致中兴消费者业务大幅下滑，禁运之后，业绩逐步上升。当前手机市场空间已经到达行业天花板，未来增长空间在于 5G 手机的迭代，中兴已推出 5G 智能手机，与全球 20 多家知名运营商进行了 5G 合作和测试，走在世界前列，我们预计中兴消费者业务 2019-2021 年增速为 10%、5%、2%。

3. 政企业务方面，中兴一直遵循“渠道为王”的经营理念，与客户关系一直稳定，受禁运事件影响不大。随着 5G 的到来，企业对容量、数据的要求不断加大，因而我们预估政企业务 2019-2021 年增速较大，分别为 20%、22%、22%。

4. 安全合规方面，公司在美国禁运事件后已全面加强安全合规工作，我们预计公司未来再次遭遇禁运处罚的可能性较低。

4.2. 盈利预测

我们预计，中兴通讯 2019-2021 年营收分别为 978.41 亿元、1164.30 亿元及 1376.08 亿元，营收增速分别为 14.4%、19.0%和 18.2%，毛利率分别为 33.07%、34.39%与 35.11%。

表 3：中兴通讯业务拆分

业务类型	营收及毛利	2018A	2019E	2020E	2021E
运营商业务	营业收入（百万元）	57075.8	65637.17	80733.72	98495.14
	同比增速	-10.51%	15.00%	23.00%	22.00%
	毛利率	40.37%	40.23%	41.00%	41.00%
消费者业务	营业收入（百万元）	19209.6	21130.56	22187.09	22630.83

	同比增速	-45.43%	10.00%	5.00%	2.00%
	毛利率	12.53%	12.70%	13.00%	13.20%
政企业务	营业收入（百万元）	9227.8	11073.36	13509.5	16481.59
	同比增速	-6.13%	20.00%	22.00%	22.00%
	毛利率	29.24%	29.50%	30.00%	30.00%
合计	营业收入	85513.15	97841.09	116430.31	137607.56
	净利润	-6949.34	5082.832	8045.9065	11386.007

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.3. 估值与评级

回顾通信发展史，我们认为设备商的竞争在于技术标准和增量市场的把握，当前我国的 Polar 码已成为 5G 信令信道编码标准，同时我国拥有庞大的用户市场，我国设备商全面占优，未来行业地位将进一步凸显。中兴作为上市设备商行业龙头，拥有一系列先天优势，在 5G 的赛道上，有望实现超越。

随着 5G 商用的来临，运营商资本支出将带来新一轮的投资浪潮，2019-2025 年，中国 5G 资本支出可能达到 1.2 万亿元人民币。中兴作为国内第二大设备商，4G 时代积累充足的行业经验，5G 时代率先规模测试，拥有领先的技术优势，已摆脱禁运事件的影响，生产经营符合预期，在之后的 5G 发展中将充分受益。

我们认为解禁之后公司营收将逐步恢复。预计 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 1.11、1.76、2.48 元，对应 PE 为 27、17、12 倍；给予“买入”评级。

表 4：中兴通讯可比公司估值

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			EPS			市净率 PB (MRQ)
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
000063.SZ	中兴通讯	1178	692	27	17	12	1.11	1.76	2.48	5.4
600498.SH	烽火通信	324	172	32.71	25.54	19.80	0.89	1.14	1.47	3.2
000938.SZ	紫光股份	526	182	25.40	20.38	16.43	1.05	1.31	1.62	2.0

数据来源：紫光股份取自 wind 一致预期（截止至 2019.6.15），东吴证券研究所

5. 风险提示

1、近期中美贸易摩擦加剧，华为被美方列入实体名单，禁止美企向华为出售相关技术和产品。公司与华为同处一个行业，有可能受到波及。

2、通信技术的迭代，市场的占有作为设备商发展的关键维度，任何维度的缺失都将是公司的致命打击。欧美因为安全问题限制中兴产品的销售，使得中兴可能在海外发展不顺，市场仅限于国内，影响收入。目前，技术标准仍然掌握在高通、华为手中，中兴作为参与者，核心话语权仍然不足，可能影响公司的市场地位。

3、经过激烈的市场竞争，目前主流的设备商仅有四家，中兴作为规模靠后的厂商，同时又受到三星、中国信科的挑战，市场份额有可能丢失。

4、5G 正式商用不及预期；运营商资本开支不及预期。

中兴通讯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	92847.7	83564.7	99340.2	119698.8	营业收入	85513.2	97841.1	116430.3	137607.6
现金	24289.8	16739.0	20365.9	26715.7	减:营业成本	57367.6	65485.0	76392.3	89292.8
应收账款	23589.6	26805.8	31898.7	37700.7	营业税金及附加	637.7	831.6	1024.6	1210.9
存货	25011.4	23323.4	27208.2	31802.9	营业费用	9084.5	12719.3	13971.6	16512.9
其他流动资产	19956.8	16696.6	19867.3	23479.5	管理费用	4961.5	4198.9	4934.0	5772.8
非流动资产	36503.1	37696.9	35030.0	31504.0	财务费用	280.6	1016.3	851.3	829.8
长期股权投资	3015.3	2070.0	1124.7	1174.7	资产减值损失				
固定资产	10194.1	12588.5	11113.7	7776.2	加:投资净收益	294.5	300.0	300.0	300.0
在建工程					其他收益	-14087.7	-3514.7	-5223.2	-5731.5
无形资产	8558.5	8303.2	8056.4	7817.9	营业利润	-612.0	10375.1	14333.2	18556.8
其他非流动资产	14735.2	14735.2	14735.2	14735.2	加:营业外净收支	-6738.3	-4100.0	-4400.0	-4500.0
资产总计	129350.7	121261.6	134370.1	151202.8	利润总额	-7350.2	6275.1	9933.2	14056.8
流动负债	89376.8	79618.7	89688.0	101886.2	减:所得税费用	-400.9	1192.3	1887.3	2670.8
短期借款	24983.3	17914.0	18000.0	18000.0	少数股东损益	-382.7	432.0	683.9	967.8
应付账款	27443.1	30499.9	35580.0	41588.4	归属母公司净利润	-6983.7	4650.8	7362.0	10418.2
其他流动负债	36950.4	31204.8	36108.0	42297.8	EBIT	14771.9	14891.4	20384.6	25086.6
非流动负债	7013.3	7043.3	7073.3	7103.3	EBITDA	17279.2	16408.0	22174.1	27145.8
长期借款	2366.6	2366.6	2366.6	2366.6					
其他非流动负债	4646.7	4676.7	4706.7	4736.7					
负债合计	96390.1	86662.0	96761.3	108989.5	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3810.7	3983.6	4257.1	4644.2	每股收益(元)	-1.67	1.11	1.76	2.48
归属母公司股东权益	29149.9	30616.0	33351.7	37569.0	每股净资产(元)	6.95	7.30	7.95	8.96
负债和股东权益	129350.7	121261.6	134370.1	151202.8	发行在外股份(百万股)	4193	4193	4193	4193
					ROIC(%)	23.5%	23.2%	33.7%	40.8%
					ROE(%)	-24.0%	15.2%	22.1%	27.7%
					毛利率(%)	32.9%	33.1%	34.4%	35.1%
					销售净利率(%)	-8.1%	5.2%	6.9%	8.3%
					资产负债率(%)	74.5%	71.5%	72.0%	72.1%
					收入增长率(%)	-21.4%	14.4%	19.0%	18.2%
					净利润增长率(%)	-252.9%	166.6%	58.3%	41.5%
					P/E	-18.2	27.3	17.2	12.2
					P/B	4.4	4.1	3.8	3.4
					EV/EBITDA	12.9	13.0	10.1	8.7

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

