

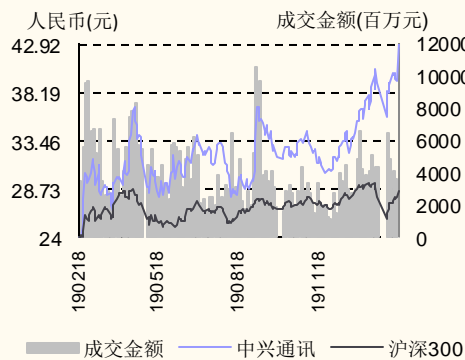
中兴通讯 (000063.SZ) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 43.12 元
目标价格 (人民币): 72.00-72.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	46.09
已上市流通 A 股(亿股)	34.72
流通港股(亿股)	7.56
总市值(亿元)	1,987.46
年内股价最高最低(元)	43.12/35.91
沪深 300 指数	4077
深证成指	11241



相关报告

- 《非经平滑利润谷底，核心优势巩固迎接新成长周期-中兴通讯三季报...》，2019.10.29
- 《进入新成长周期-《2019-08-28 公司点评》》，2019.8.28
- 《向好趋势不变，上调目标价至 40 元-中兴通讯一季报》，2019.4.30
- 《中兴通讯年报点评——重回新成长周期，上调目标价至 36 元-《2...》》，2019.3.28

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

孟林 联系人
menglin@gjzq.com.cn

“中兴”在 5G 黎明：我们为什么看好中兴通讯到 3000 亿市值

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	108,815	85,513	88,461	109,036	127,666
营业收入增长率	7.49%	-21.41%	3.45%	23.26%	17.09%
归母净利润(百万元)	5,069	-6,567	5,303	7,099	11,035
归母净利润增长率	-373.12%	-229.53%	N/A	33.88%	55.43%
摊薄每股收益(元)	1.209	-1.566	1.254	1.540	2.394
每股经营性现金流净额	1.47	-2.81	1.42	1.61	2.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.37%	-22.53%	18.16%	14.86%	18.77%
P/E	30.07	-12.51	28.21	27.99	18.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **疫情影响公司营收节奏不影响总量，全年 5G 投资存在较大超预期可能。**我们认为此次 2019-Ncov 疫情下通信产业链的复苏会好于 SARS 时期，二季度生产经营活动将全面恢复正常。公司全年业绩会呈现明显前低后高走势，但预期全年总量不受影响。5G 作为科技基建最核心方向，预期疫情后将持续出台举措推动 5G 使能经济发展和提升民生福利。全年 5G 投资存在较大超预期可能，预计 20 年三大运营商资本开支强度将比 19 年提升 5pp 左右。
- **有望成为全球设备商市场份额再平衡最大受益者。**1、看行业，从 9-1 模式到 1-9 模式，5G 投资周期属性减弱。第一波运营商投资之后，重点大颗粒行业如电力、制造、汽车、医疗等在 5G 设备上的支出将成为公司收入增长的新来源。2、看客户，全球 5G 看中国，中国 5G 全球市场份额将从 19 年 25% 上升至 20 年 60% 左右。2020 年中国无线和传输市场双双迎来规模建网，同时三大运营商 5G 组网从 NSA 向 SA 方式转变，有利于公司获取更多市场份额。3、看竞争，通信设备商东升西落大趋势不变，公司 5G 时代竞争力显著提升。无论华为为禁运解除与否，中兴全球市场份额向上趋势不会改变，3 年内全球无线市场份额有望达到 15%。4、看自己，禁运不利影响消除，核心竞争优势巩固。近期公司连续在运营商集采中大份额中标，无线和传输国内市场份额稳中有升，长期政企业务有望成为运营商管业务外第二条 S 曲线。
- **进入新成长周期，迎来业绩、估值戴维斯双击。**通过回顾 2G 至 4G 时期海内外设备商的股价表现，我们得出结论：设备商估值体现为周期下的成长，龙头享有估值溢价。我们预测 20-21 年，公司消费者业务营收略有下滑后将保持平稳，政企业务营收将加速增长；运营商业务预计保持 26% 复合增长，21 年运营商收入有望突破 1000 亿。

投资建议及估值

- 预计公司 19-21 年整体营收分别为 885/1090/1277 亿元，归母净利润分别为 53/71/110 亿元，对应 EPS 1.25/1.54/2.39 元。看好公司成为 5G 时代设备商市场再平衡的最大受益者，给予 21 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 72 元，目标市值 3311 亿，重申“买入”评级。

风险提示

- 疫情发展存在不确定性，对公司 20 年经营业绩可能会造成显著的季节性波动；公司国内运营商集采招投标份额不达预期，海外市场拓展不达预期；5G 投资不及预期，运营商资本支出不达预期。

内容目录

1.如何看待疫情对公司的影响？	4
1.1 疫情强化行业数字化进程，全年 5G 投资存在较大超预期可能	4
1.2 公司季节经营节奏有波动，全年经营预期不受影响	4
2.如何看公司当前的基本面？	5
2.1 看行业：从 9-1 模式到 1-9 模式，5G 投资周期属性减弱	5
2.2 看客户：全球 5G 看中国，2020 年中国无线和传输市场双双迎来规模建网	7
2.3 看竞争：中兴通讯有望成为 5G 时代设备商市场格局再平衡的最大受益者	8
2.4 看公司：核心竞争优势巩固，进入新成长周期	9
3.如何看待公司的估值？	11
4.盈利预测和估值	15
5.风险提示	16

图表目录

图表 1：三大运营商投资强度（资本开支占收比）走势预测	4
图表 2：通信设备产业链	5
图表 3：2003 年 SARS 疫情时期中国移动资本开支情况（单位：亿美元）	5
图表 4：中兴通讯 2020 年各季度营收预测（单位：亿人民币）	5
图表 5：5G 主题下的三波投资浪潮	6
图表 6：3GPP 会员数在 5G 时代出现了井喷	7
图表 7：国家电网通信网建设和信息化投资规模（亿元）	7
图表 8：三大运营商 2019-2021 年资本开支测算（单位：亿元）	7
图表 9：三大运营商历史资本开支结构走势和预测	8
图表 10：华为禁运长期存在假设下，通信设备商无线市场份额预测（%）	9
图表 11：全球 5G SEP（标准必要专利）排名	10
图表 12：4/5G 标准技术贡献排名(百分比)	10
图表 13：中兴通讯主营构成变化（按项目）	10
图表 14：中兴通讯主营构成变化（按地区）	10
图表 15：华为公司的业务演进 S 曲线	11
图表 16：爱立信历史市值及 PE	12
图表 17：爱立信历史 PE 及营收增长率	12
图表 18：诺基亚历史市值及 PE	12
图表 19：诺基亚历史 PE 及营收增长率	12
图表 20：中兴历史市值及 PE	13
图表 21：中兴历史 PE 及营收增长率	13
图表 22：诺基亚 PE 及净利润	13
图表 23：爱立信 PE 及净利润	13
图表 24：美光科技历史 PE 及净利润	13

图表 25: 中兴历史 PE 及净利润.....	13
图表 26: 美股通信设备行业龙头相对于行业平均值有明显的估值溢价	14
图表 27: 中兴通讯收入拆分和盈利预测.....	15
图表 28: 中兴通讯 PE-Band.....	16

1.如何看待疫情对公司的影响?

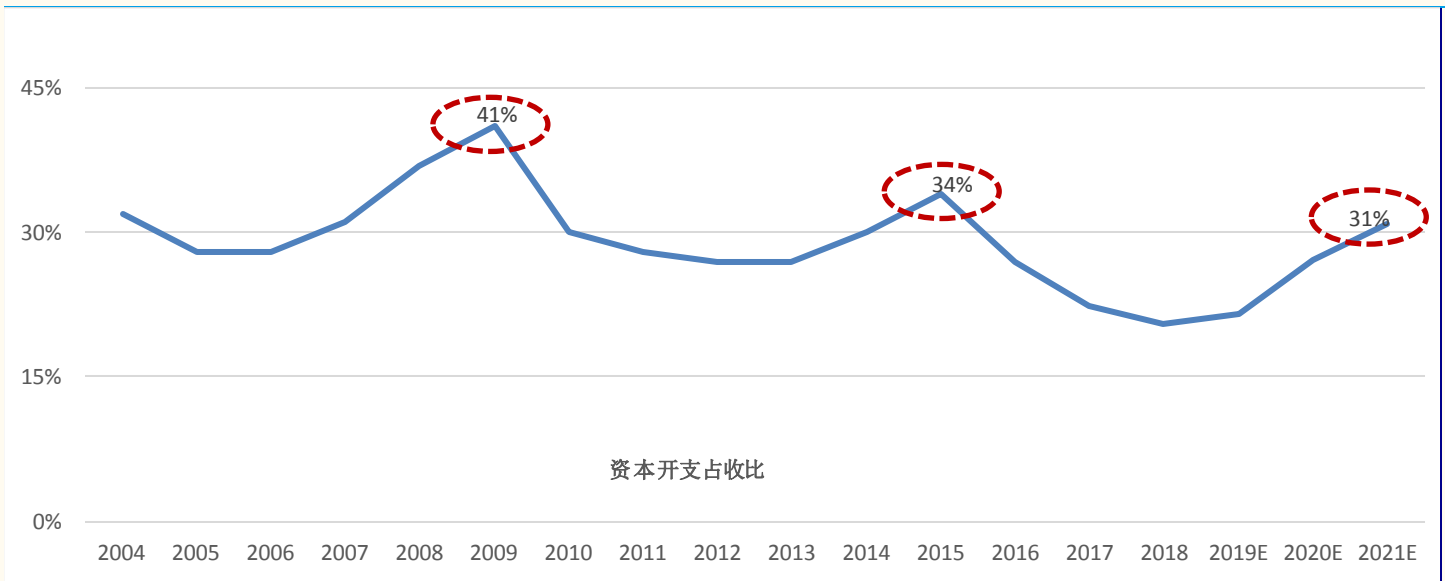
1.1 疫情强化行业数字化进程，全年 5G 投资存在较大超预期可能

2000 年全球进入 3G 时代以来，通信行业逐步告别短缺经济，供给不再成为行业的瓶颈，政策、技术和需求的合力决定了产业的发展。此次 2019-nCoV 疫情对供应链短期会造成一定冲击，但疫情过后的对冲政策和数字化需求的变化更值得我们关注。

在出现可见的成熟商业模式之前，我们判断 2020 年的 5G 建设仍将以政策驱动为主。疫情之后的政策演化将对 5G 建设产生怎样的影响？以史为鉴，在过去的 2/3/4G 时代，从三大运营商资本开支总量上看，最高一年是 4G 规模建设的 2015 年，当年三大运营商的资本开支接近 4400 亿。但从投资强度（资本开支/营收）指标看，最高的一年是 2009 年，达到史无前例的 41%。在 08 年底 09 年初，正是中国经济遭受金融危机影响最严重的时刻。通过发放 3G 牌照，三大电信运营商实际投入超过 1600 亿，并带动了全社会超过 7000 亿的投资，拉动了经济的增长。

正常情况下，考虑到产业链成熟度、商业模式和资本回报等诸多因素，我们预期 5G 第一轮投资高峰期运营商的投资强度（资本开支/运营收入）在 31% 左右，略低于 4G 时代 2015 年的高点 34%，但资本开支总额将超过 2015 年，达到 5000 亿左右水平。考虑到此次 2019-nCoV 疫情对经济发展造成了显著的下行压力，预期疫情后将持续出台举措推动 5G 使能经济发展和提升民生福利，20 年全年 5G 投资存在较大超预期可能。

图表 1：三大运营商投资强度（资本开支占收比）走势预测



来源：运营商年报，分析师预测，国金证券研究所

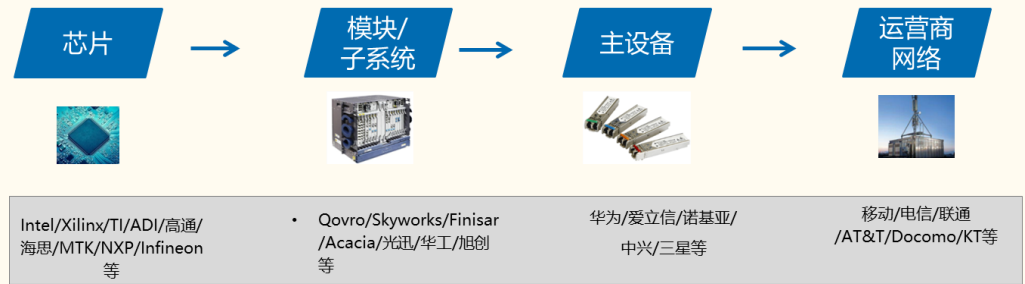
此次疫情中，云通信、在线办公、在线教育、远程医疗等应用的爆发，加深了产业各界对于 5G 商业前景的信心。需求的满足和突破是推动产业演进的源动力，随着行业的数字化进程加速，5G 向垂直行业应用的渗透融合，各行各业在 5G 设备上的支出将稳步增长，成为带动相关设备制造企业收入增长的重要力量。

1.2 公司季节经营节奏有波动，全年经营预期不受影响

通信行业产业链相对封闭，主要以 B 端需求为主，同时行业数字化程度较高，这些特点决定了通信行业整体受 SARS、2019-nCoV 等疫情影响很有限，疫情结束后生产经营活动可以快速恢复。但我们也必须看到，通信设备产业链很长，

仍然需要很多线下生产、安装、调试等工序，此次疫情爆发的重灾区武汉也是全国重要的物流枢纽和光通信基地，短期内整个产业链的生产经营活动会受到一定的压制。

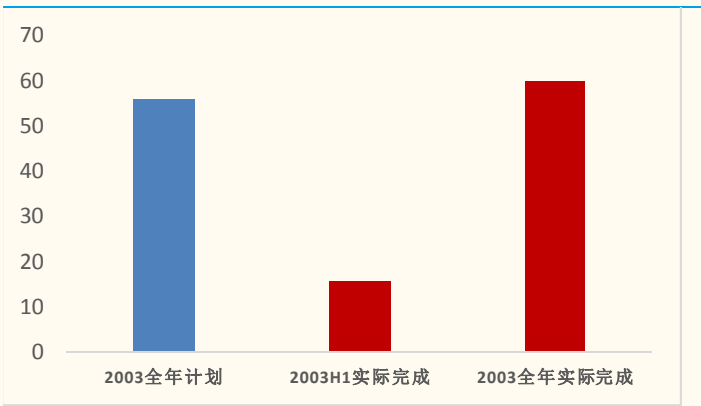
图表 2：通信设备产业链



来源：Wind，分析师整理，国金证券研究所

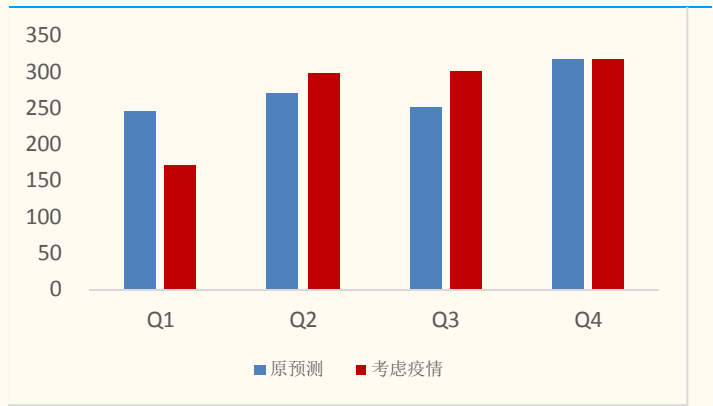
根据最新的疫情进展，我们推断三大运营商的 5G 集采将比预期推迟 2-4 周左右。这将显著影响公司上半年尤其是一季度的经营业绩，但我们对公司全年经营业绩抱有信心。参考 2003 年非典时期三大运营商的资本开支情况，以中国移动为例，2003 年全年计划完成资本开支 56 亿美元，受 SARS 疫情影响，上半年实际完成资本开支 16 亿美元，上半年完成率不到 30%，但全年仍超额完成计划，实际完成资本开支 60 亿美元。我们认为此次 2019-nCoV 疫情下通信产业链的复苏会好于 SARS 时期，二季度生产经营活动将全面恢复正常。因此，公司全年业绩会呈现明显前低后高走势，但预期全年总量不受影响。

图表 3：2003 年 SARS 疫情时期中国移动资本开支情况（单位：亿美元）



来源：中国移动，国金证券研究所

图表 4：中兴通讯 2020 年各季度营收预测（单位：亿人民币）



来源：分析师预测，国金证券研究所

2. 如何看公司当前的基本面？

综合分析公司当前的基本面，我们判断公司正处在新一轮上升周期的底部，未来有望成为全球设备商市场份额再平衡的最大受益者。

2.1 看行业：从 9-1 模式到 1-9 模式，5G 投资周期属性减弱

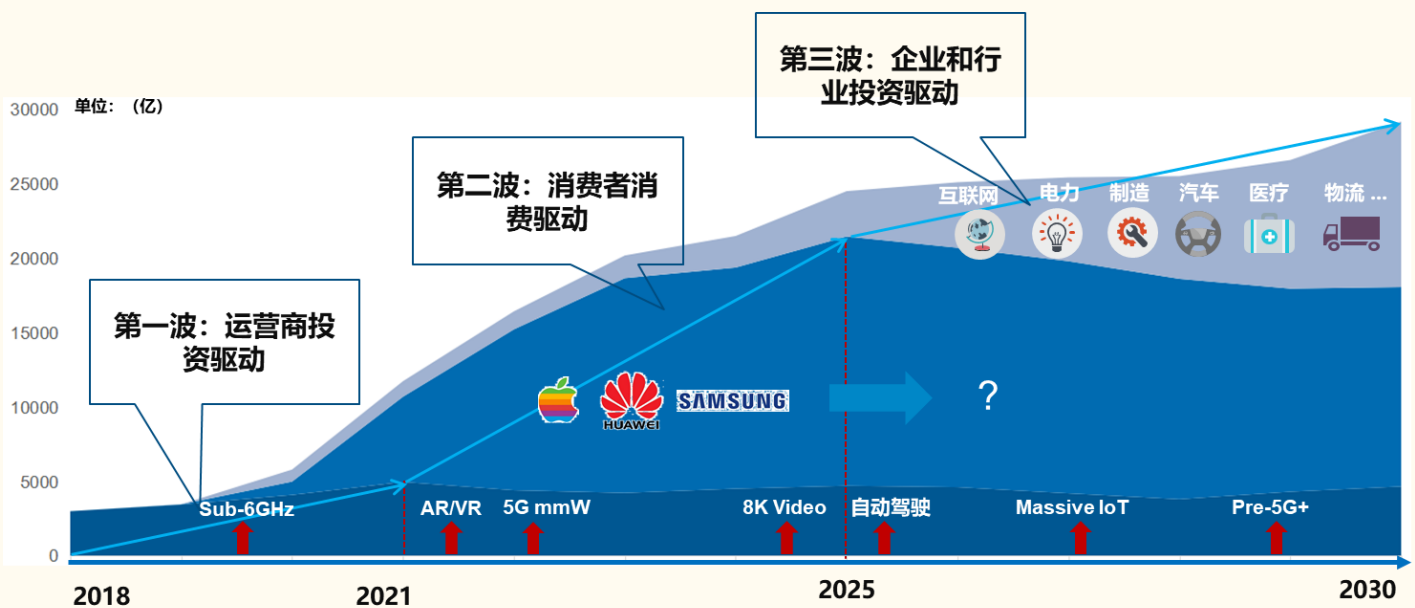
全球 ICT 产业正处在 4G 向 5G 过渡的初期阶段，这是公司所在行业最大的基本面。由于过去 2/3/4G 时代运营商资本开支呈现明显的周期属性，市场普遍担心 5G 投资高峰之后，公司业绩能否保持持续增长？我们认为要回答这个问题，需要看到 5G 与 2/3/4G 的本质不同。5G 是信息通信技术发展阶段中的重要转折点，5G 与 4G 相比技术上是演进，在商业模式和体验上是突破。5G 之前是 9-1 模式，5G 之后是 1-

9 模式，2B 将是未来最重要的应用场景。与传统 2/3/4G 不同，过去移动通信服务 90% 的应用场景着眼于消费者的需求，10% 的连接场景应用在物，5G 时代将发生根本性改变，未来 90% 的应用场景将发生在 2B 市场，业务模式也将从满足人的通信需求向使能垂直行业和企业过渡。

我们认为，基于 5G 主题，通信行业存在三波大的投资机会：运营商投资驱动、消费者消费驱动以及企业和行业投资驱动。

由于 5G 主要面向多样化的垂直应用场景，其总体投资周期将比 4G 更长。我们判断第一轮投资高峰过后，运营商的资本开支不会出现明显的回落，随着 5G 在无人驾驶、智慧电网、智能制造等大颗粒场景的逐渐成熟，会推动运营商将资本开支维持在相对高位。从建网节奏看，运营商的第一波投资将主要基于移动增强宽带 eMBB 场景，采用 sub-6GHz 频段在热点区域进行覆盖，后续将根据 AR/VR 以及各种垂直应用场景的成熟情况，按需部署。

图表 5：5G 主题下的三波投资浪潮



来源：Wind, Qualcomm, 运营商年报, 华为, 国金证券研究所

第一波运营商投资之后，重点大颗粒行业如电力、制造、汽车、医疗、物流等将成为 5G 设备非运营商投资的主体。根据标准制定组织 3GPP 公布的数据，与 3G、4G 相比，5G 的会员数出现了井喷，究其原因就在于垂直行业玩家的参与。随着 5G 向垂直行业应用的渗透融合，各行各业在 5G 设备上的支出将稳步增长，成为带动相关设备制造企业收入增长的主要力量。

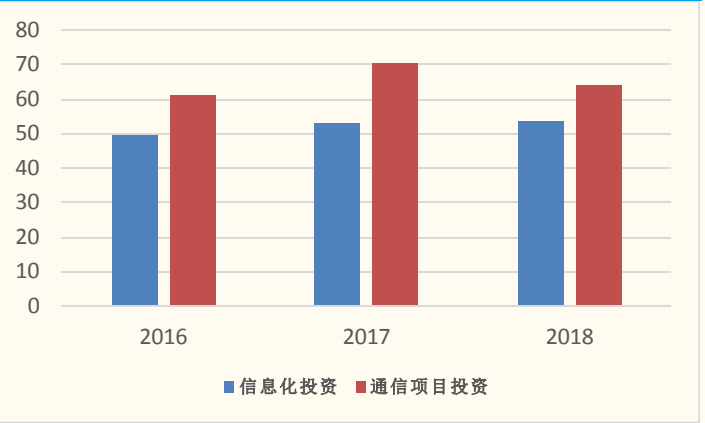
以电力行业为例，智能电网领域 5G 网络市场空间达百亿级，应用和服务市场空间达千亿级。由于现有公网通信系统无法满足需求，目前电网企业按照国家电力监管要求，核心生产系统均通过自建专用通信网的方式实现互联，仅在用户终端抄表等环节部分使用公网接入。按照国家电网社会责任报告，2016-2018 年国家电网在通信网络方面的直接投资都在 60 亿以上。无论未来电网企业是利用 5G 技术自建通信网络，还是与运营商合作共建或购买 5G 切片网络服务，我们认为随着电网智能化水平的提高，对于通信网络的投资将会水涨船高，5G 网络的市场空间将达百亿级。基于 5G 的应用和服务市场空间将更加广阔，预计将达到千亿级。

图表 6：3GPP 会员数在 5G 时代出现了井喷



来源：3GPP，国金证券研究所

图表 7：国家电网通信网建设和信息化投资规模（亿元）



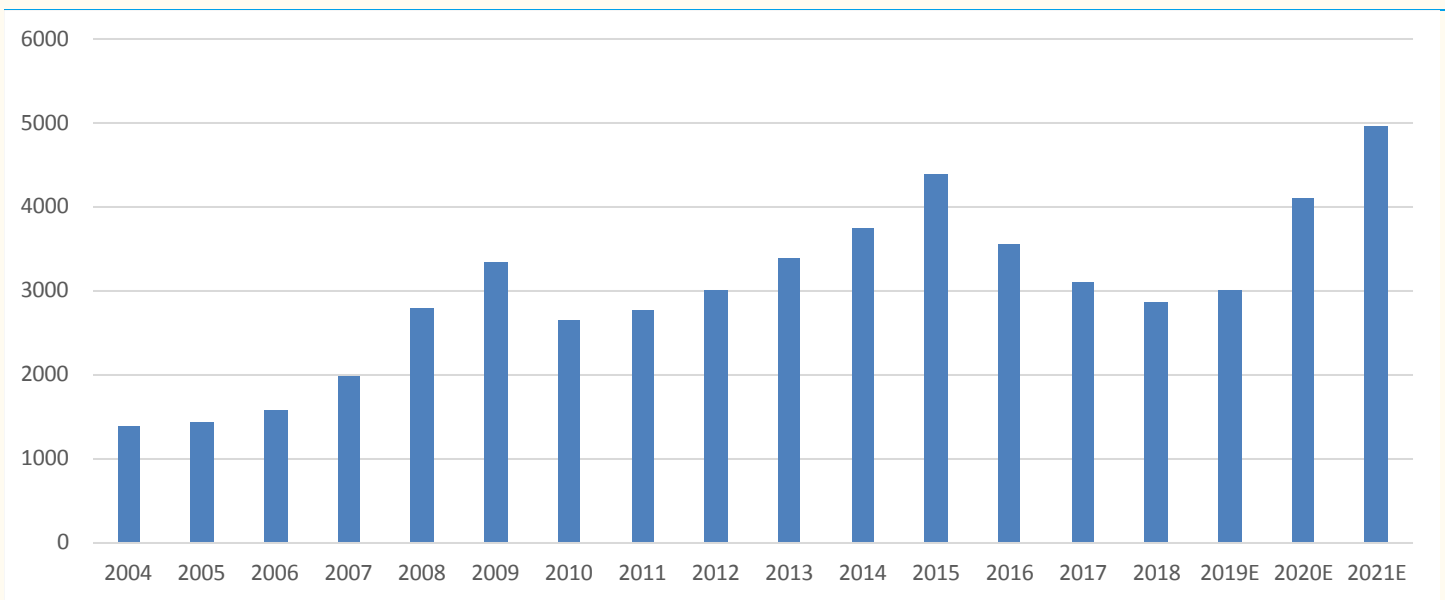
来源：国家电网社会责任报告，国金证券研究所

2.2 看客户：全球 5G 看中国，2020 年中国无线和传输市场双双迎来规模建网

全球 5G 看中国，背靠中国大市场是中兴通讯未来发展最大保障。中国 5G 的建设规模将决定整个产业链在此次上升周期的总体受益程度。2019 年中国 5G 基站的建站规模在 15 万左右，约占全球 5G 建站总规模的 25%。预计 2020 年开始，中国将成为全球 5G 建设的主战场，建站规模占到全球 5G 总规模的 60% 左右。根据我们全球 5G 产业链的调研情况，海外市场韩国、美国、中东 5G 部署相对较为领先，欧洲市场预计未来三年总体规模有限，日本市场有望从 20 年开始加速。

除了市场份额之外，判断中兴通讯在第一波 5G 建设浪潮的受益程度最重要取决于两个变量：运营商资本开支走势和结构变化。

图表 8：三大运营商 2019-2021 年资本开支测算（单位：亿元）

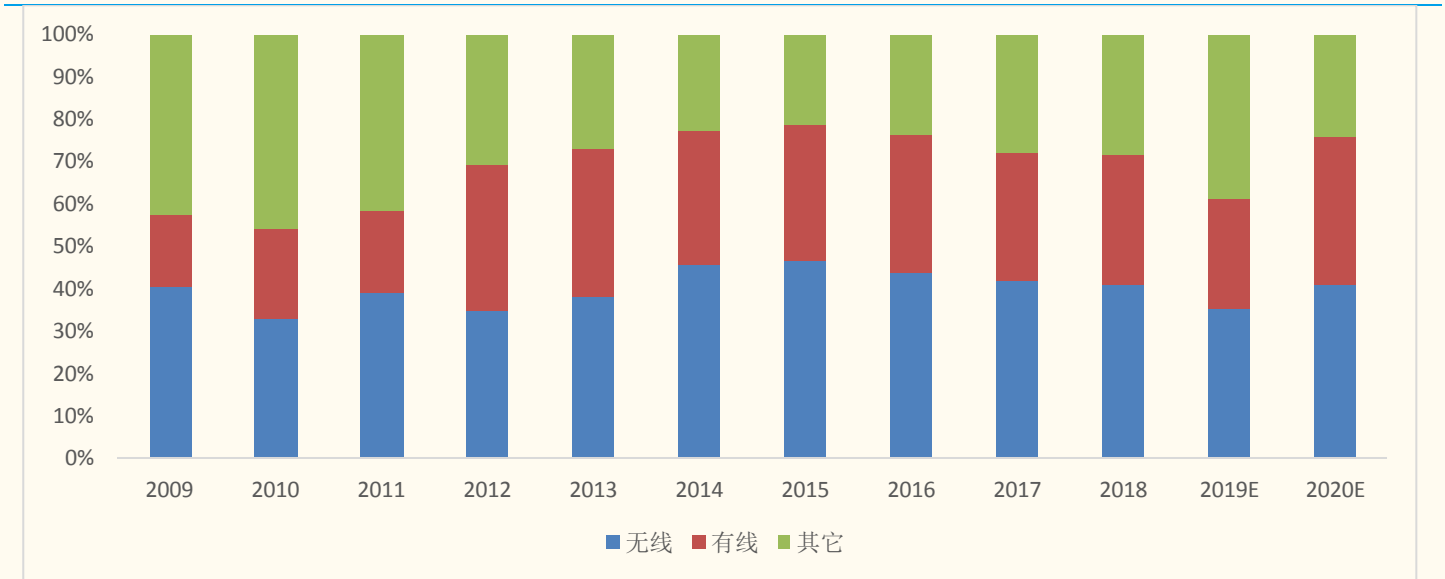


来源：运营商年报，分析师预测，国金证券研究所

从总量上看，我们预计运营商资本开支 2019 年开启新一轮上升周期，并于 2021 年到达第一轮投资高峰。考虑到产业链成熟度、商业模式和资本回报等诸多因素，我们预期第一轮投资高峰期运营商的投资强度（资本开支/运营收入）在 31% 左右，略低于 4G 时代 2015 年的高点 34%，但在资本开支总额上将超过 2015 年，达到 5000 亿左右水平。

除了无线外，中兴通讯的传输业务也将迎来大发展。**2020年三大运营商传输“补课”，建设力度可能超预期。**根据业界经验，承载网建设一般提前无线侧建设1-2年，但由于种种原因预期中的5G承载网规模建设并未在今年出现。随着设备商、运营商年底招标大幕拉开，2020年承载网规模建设将正式落地。与无线网络建设高峰期可以维持2-3年不同，传输网的大规模建设往往集中在一年完成。4G时代，移动在2013年开始规模建网，电信、联通在2015年开始规模建网。与4G时代不同，这次三家运营商的传输网升级将更为集中。根据对三大运营商历史资本开支结构的分析，我们预测2020年传输网的投资在整体资本开支的占比将上升至35%。从绝对投资金额看，YoY同比上升幅度超过50%。

图表 9：三大运营商历史资本开支结构走势和预测



来源：运营商年报，分析师预测，国金证券研究所

20年三大运营商5G组网方式变化有利于中兴通讯获取更多市场份额。由于19年5G主要是非独立组网方式建网，设备商市场份额要沿用4G时代的市场格局。2020年三大运营商将重点加快独立组网建网，SA将在2020年下半年规模建设，这将给设备商市场格局带来新的变化。

2.3 看竞争：中兴通讯有望成为5G时代设备商市场格局再平衡的最大受益者

全球通信设备产业从2G时代的十余家巨头混战，到3G时代七家厂商高度竞争，再到4G时代后期，以2016年诺基亚成功收购阿尔卡特朗讯为标志，以华为、爱立信、诺基亚和中兴通讯为代表的全球通信设备商四足鼎立的格局初步形成。

由于在技术标准话语权与新兴市场份额争夺两个维度上的双双失利，全球设备商市场份额向中国转移成为趋势。诺基亚、爱立信、阿朗运营商网络收入在4G时代全部出现大幅下滑，而中国的华为、中兴运营商网络业务收入连年上涨，华为2013年战胜爱立信成为全球最大通信设备商。

中兴5G时代地位较4G时代显著提升。中兴在4G时代发展明显慢于华为，尤其是海外市场拓展不利，重要原因在于欧洲设备商竞争激烈，中兴在4G核心技术中的话语权较少。通信技术标准话语权的争夺是主设备商市场份额此消彼长的决定性因素，5G时代，中兴加强了技术研发投入，在5G低频基站、高可用SDN虚拟化解决方案、TECS电信级云网、TITAN光纤入户方案等多项领域取得突破。相比之下，爱立信与诺基亚由于新兴市场拓展不利，大幅减少了研发投入，在5G话语权方面逐步落后于华为、中兴。

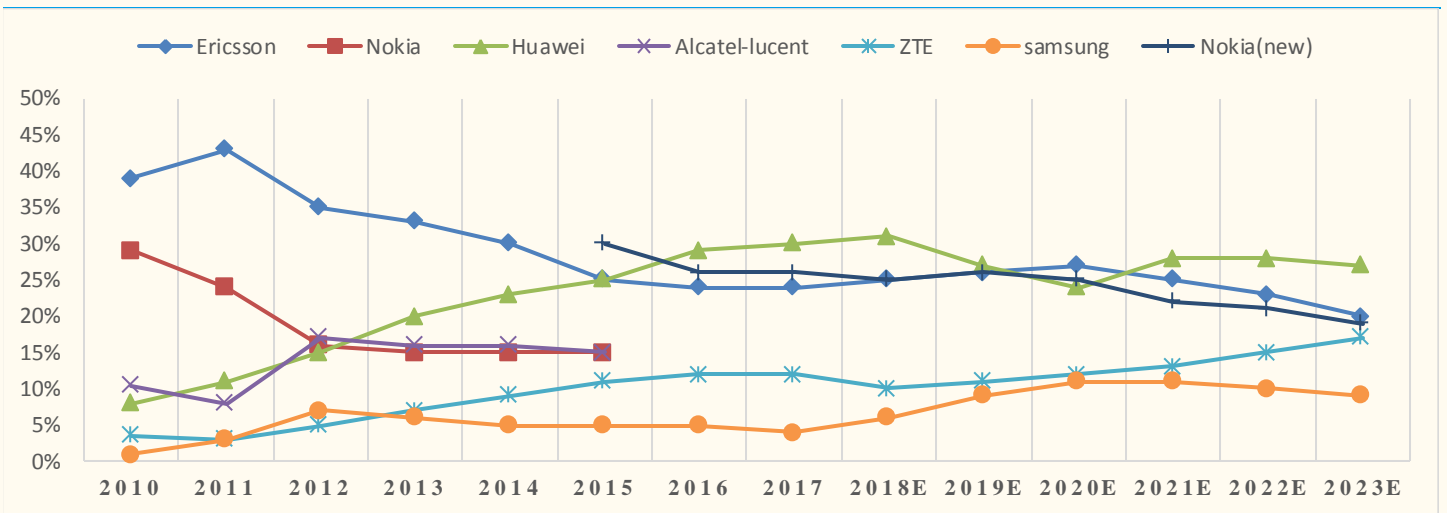
全球运营商市场存在再平衡客观需求，无论华为禁运解除与否，中兴全球市场份额向上趋势不会改变。

华为 5G 技术和商业已处于全球绝对领先地位。但我们判断，在美国市场缺席的情况下，从全球设备商市场份额再平衡角度看，华为公司在运营商市场份额已接近顶部。回顾移动通信行业的发展历史，每一次大的代际升级都会引发设备商市场格局的重大调整和价值重新分配。以 3G 到 4G 转换期为例，全球通信设备商霸主爱立信在无线领域的市场占有率于 2011 年达到最高点 43%，此后市场份额一路下滑。而当时排名第三和第四的华为和诺基亚在 2012 年的市场份额则迅速提升，其中华为市场份额从 11% 提升至 16%，诺基亚市场份额从 8% 提升至 17%。

2018 年华为公司在全球无线市场份额在 30% 左右，如果分母去掉美国市场，则公司全球市场份额在 40% 左右，接近爱立信在 2011 年顶部时的全球市场份额水平。

我们认为，目前的中兴与 4G 时期的诺基亚在运营商业上具有高度可比性，中兴盈利水平处于四大设备商的最低水平，在获取市场方面更易获得设备商青睐；同时，中兴市场份额处于卡口位置，更易在运营商再平衡中获益，其市场份额有望在 5G 时期提升至第二位。

图表 10：华为禁运长期存在假设下，通信设备商无线市场份额预测 (%)



来源：Secure 5G，分析师整理，国金证券研究所

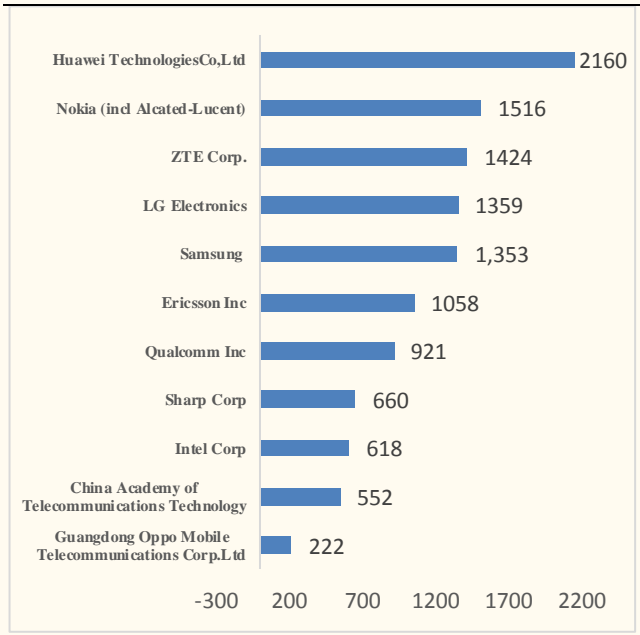
无论华为禁运解除与否，中兴全球市场份额向上趋势不会改变。华为运营商业 2 年内不会出现断供风险，但可能丢掉美国盟友 30% 以上 5G 市场份额，主要将由爱立信、诺基亚和三星填补。禁运长期存在假设下，华为国内市场压力加大，可能会蚕食部分爱立信、诺基亚、中兴市场，但考虑到华为国内市场份额已经够高，预期总体影响在 5% 以内。

2.4 看公司：核心竞争优势巩固，进入新成长周期

禁运不利影响消除，公司核心竞争优势巩固。中兴通讯在 5G 技术上的时间、性能和成本等三个领先未受到禁令动摇，经过近 1 年半时间的恢复，公司在 5G 研发等领域的核心能力不断巩固。由于长期以来聚焦 5G 和对 5G 的坚定投资，中兴和华为在一道成为可以提供 5G 端到端解决方案的唯二设备商，在主要竞争对手中保持领先优势。与 4G 时代相比，中兴在全球主要 ICT 科技公司中对 5G 标准的贡献度大幅提升，5G 战略布局专利位于全球前列。

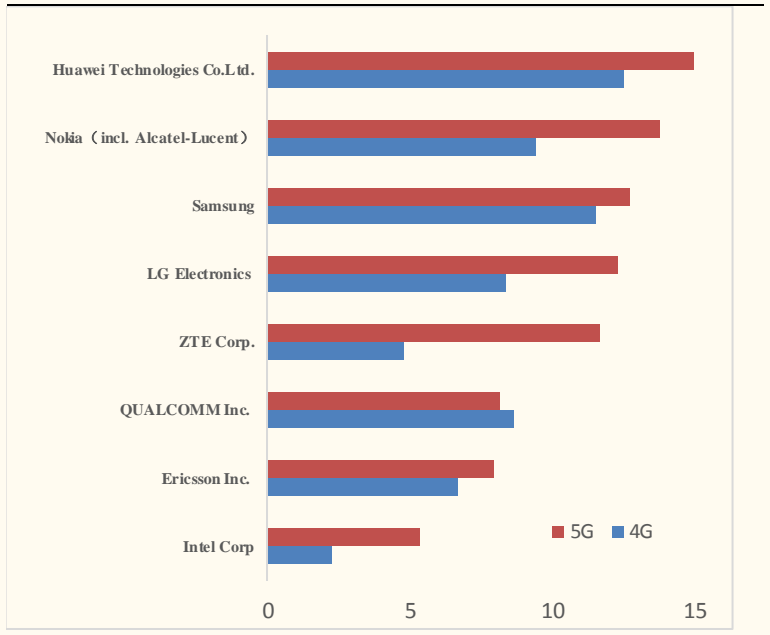
截至 2019 年 9 月，公司在全球已获取 35 个 5G 商用合同，5G 基站发货超过 5 万个，与全球 60 多家运营商展开 5G 深度合作。在核心器件和芯片自研工作取得突破。核心通信芯片全部实现自研，成功量产各类芯片 100 余种，产品覆盖无线接入、固网接入、承载、终端等领域。实现基带芯片从 28nm 到 7nm、数字中频芯片从 40nm 到 7nm 设计能力的飞跃，预计将在 21 年推出 5nm 基带芯片。GaN 高功放性能业界领先，5G 关键技术商用 Massive MIMO 实践业界领先，NFV 全球超过 450 个商用和 PoC 案例。

图表 11：全球 5G SEP（标准必要专利）排名



来源：IPlytics，国金证券研究所

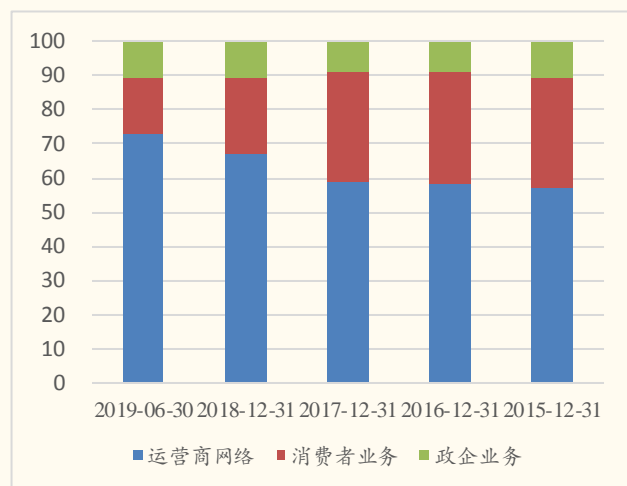
图表 12：4/5G 标准技术贡献排名(百分比)



来源：IPlytics，国金证券研究所

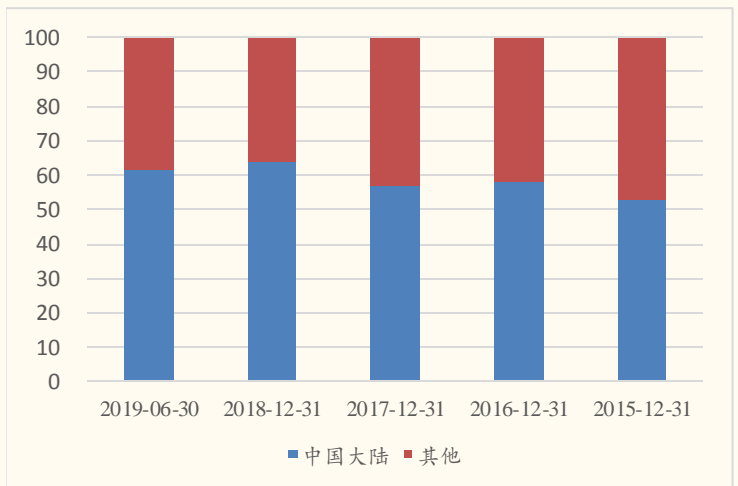
除无线主设备外，公司在国内传输市场份额亦稳中有升。近期公司连续较大份额中标中国移动高端路由器/交换机项目、中国移动 2019 年 NFV 网络设备集采项目、中国移动 SDH 设备扩容项目等多个项目，其中高端路由器、骨干网 OTN 等领域市场获得较大突破。

图表 13：中兴通讯主营构成变化（按项目）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：中兴通讯主营构成变化（按地区）



来源：Wind，国金证券研究所

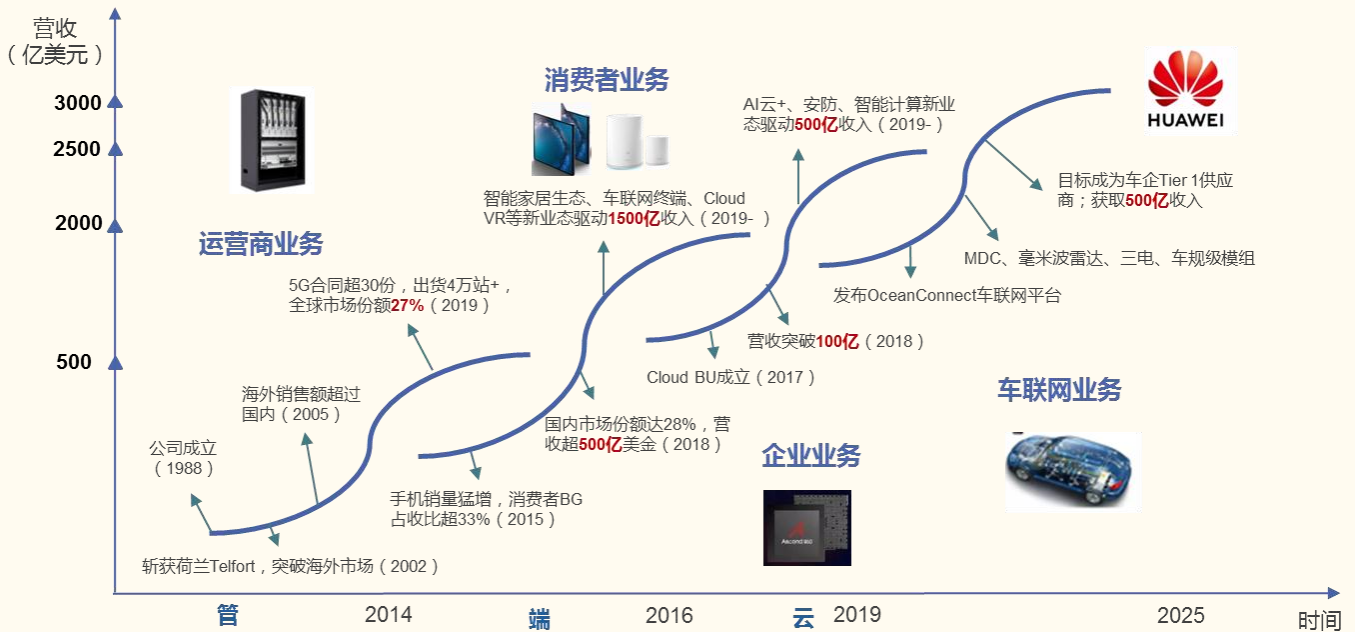
18 年禁运之后，公司的业务结构和发展方向发生了较大的变化。海外发展态势良好、占据北美出货份额第四的消费者业务受到重创。公司战略聚焦 5G，运营商营收占比从 2015 年的不到 60% 到 2019 年 H1 已超过 70%；海外营收占比从 2015 年的 47% 下滑到 2019 年 H1 的 38%。

运营商业之外，公司的长期增长点在哪？作为对比，我们用 S 曲线对华为公司进行了分析，公司实现不断增长的秘诀在于，在第 1 条 S 曲线下滑前，开始第 2 条 S 曲线的布局，即在现有业务保持发展状态下，提前谋求转型。从结构

上看，华为公司的业务演进可以用四条 S 曲线完美的进行表征，这四条曲线分别是运营商业务、消费者业务、企业业务和车联网业务。

公司的运营商业务中短期主要看国内 5G 市场，长期海外市场拓展也值得期待，消费者业务未来发展将趋向平稳。参照华为公司业务演进 S 曲线，我们认为公司最可能打造的第二条 S 曲线在于公司将通信领域长期积累的 ICT 技术、能力和方案在行业数字化市场进行复制。以公司重点投入研发的金融级交易型数据库 GoldenDB 为例，19 年 Q3 实现了在中国金融行业首个大型股份制银行核心业务下移实践。该产品目前申请专利超过 100 件，未来有望在金融行业市场拿下 30% 以上市场份额。

图表 15：华为公司的业务演进 S 曲线



来源：互联网公开资料，分析师整理，国金证券研究所

定增落地新征程开启。公司于1月16日公告，定增认购协议已签订，共募集约115亿资金，用于面向5G网络演进的技术研究和产品开发以及补充流动资金。此次公告标志着公司历时近两年的定增尘埃落地，公司资本结构将进一步优化，现金流状况得到大幅改善。随着20-22年进入5G规模投入期，中国5G基站全球市场份额有望从约25%提升至60%水平，公司将迎来新一轮成长期。

3.如何看待公司的估值？

通信行业存在着明显的十年一个周期的产业代际演进现象，从根本上说这是技术、需求和政策合力推动的结果。熊彼特认为经济周期的根本来源在于重大技术创新，革命性的技术创新将带来新的主导产业，从而引起经济的长波波动。按照熊彼特的理论推演，移动通信技术就是全球第三次科技革命的产物。

作为通信行业中设备商龙头的中兴通讯该如何估值？通过回顾2G至4G（2000-2018）时期海内外设备商的股价表现，我们得出结论：设备商估值体现为周期下的成长，龙头享有估值溢价。

我们发现在每次通信设备投资高峰期，主设备商都会迎来市值的高速增长。市值由净利润和PE共同驱动，进一步的，我们发现每次通信设备投资高峰来临时，主设备商PE都会迎来50%-100%的增长。欧美市场在2G投资的末期迎来互联网泡沫，PE出现几倍的增长；互联网泡沫破裂后，欧美投资者对通信类股票较为谨慎，欧美3G建设期（2002-2008年，早于中国市场8-10年）主设备商

PE 波动较小，4G 时期（2010 年以后）市场逐渐恢复，主设备商 PE 再次迎来高点。

爱立信在欧美 3G 建设高峰期 2005 年 PE 迎来阶段性高点，4G 建设期 2010 年 PE 和 2013 年迎来两次高点，4G 时期的两次 PE 涨幅均超过 100%。

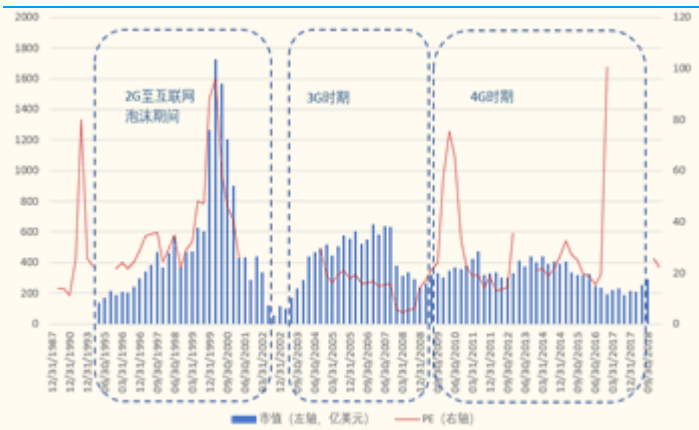
PE 与营收增长率对比方面，由于互联网泡沫破裂的影响，虽然爱立信 3G 时期营收实现高速增长，PE 变化较小；4G 时期，随着通信设备投资的复苏，爱立信 PE 增长先于营收增长率增长，Pre 5G 时期，在营收持续放缓的背景下，爱立信 PE 仍然达到高点。

诺基亚市值与 PE 表现与爱立信整体相似，每次通信设备投资高峰时期，主设备商都将迎来 PE 大幅增长，而且相比爱立信，诺基亚在 3G 建设时期的 PE 涨幅更为明显。

诺基亚在互联网泡沫期间，PE 与营收增长率同时达到高点，4G 及 Pre 5G 时期，PE 启动早于营收增长率。

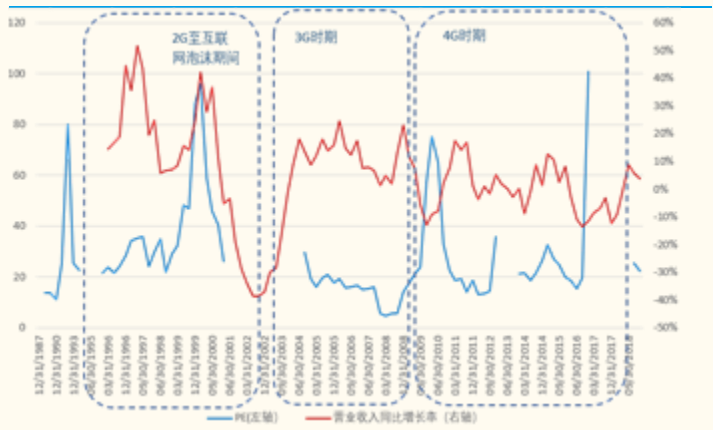
中兴通讯 PE 和营收增长率走势也基本保持同步，在 3G 和 4G 时代的最高 PE 都在 40 倍左右。

图表 16：爱立信历史市值及 PE



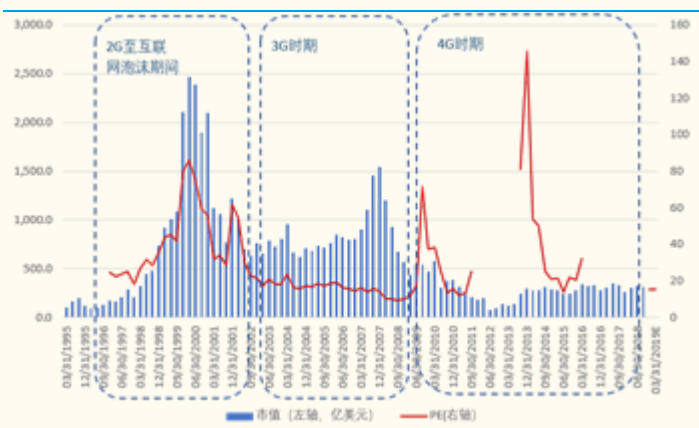
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 17：爱立信历史 PE 及营收增长率



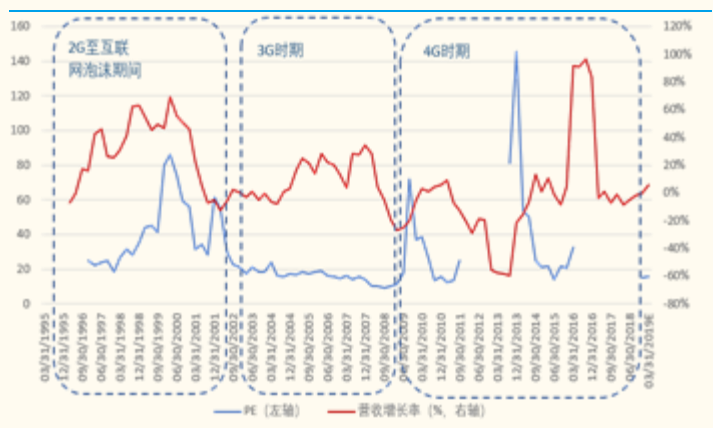
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 18：诺基亚历史市值及 PE



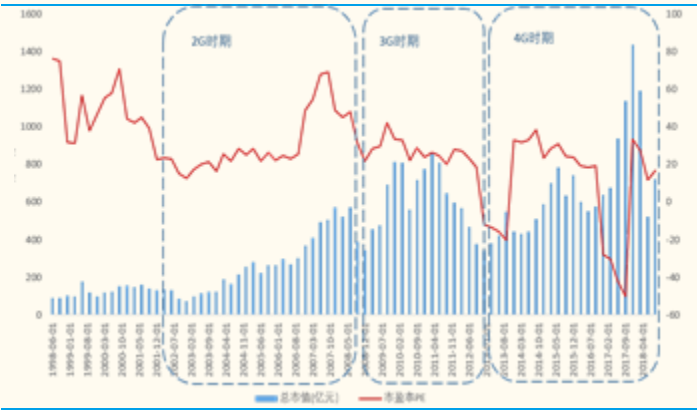
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 19：诺基亚历史 PE 及营收增长率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 20：中兴历史市值及 PE



来源：Wind，国金证券研究所

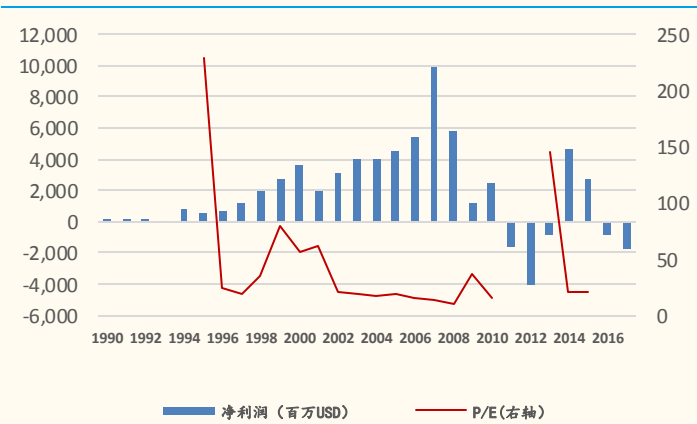
图表 21：中兴历史 PE 及营收增长率



来源：Wind，国金证券研究所

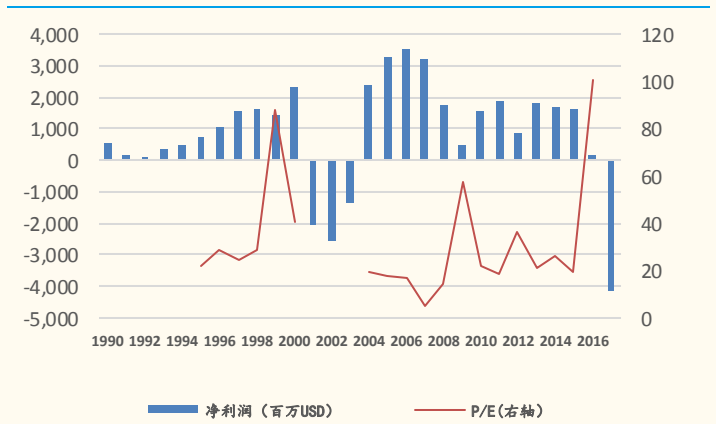
PE 与公司净利率对比方面，在 2G/4G 时代，诺基亚、爱立信 PE 与净利润走势基本保持一致。

图表 22：诺基亚 PE 及净利润



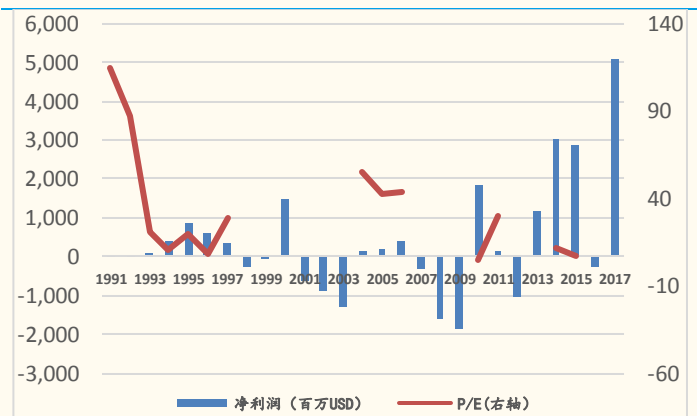
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 23：爱立信 PE 及净利润



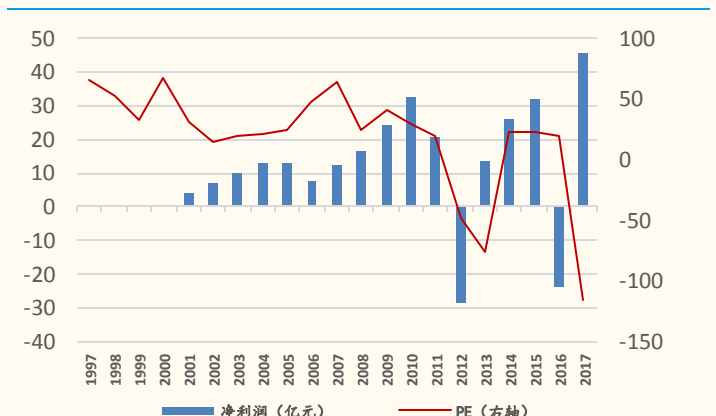
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 24：美光科技历史 PE 及净利润



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 25：中兴历史 PE 及净利润



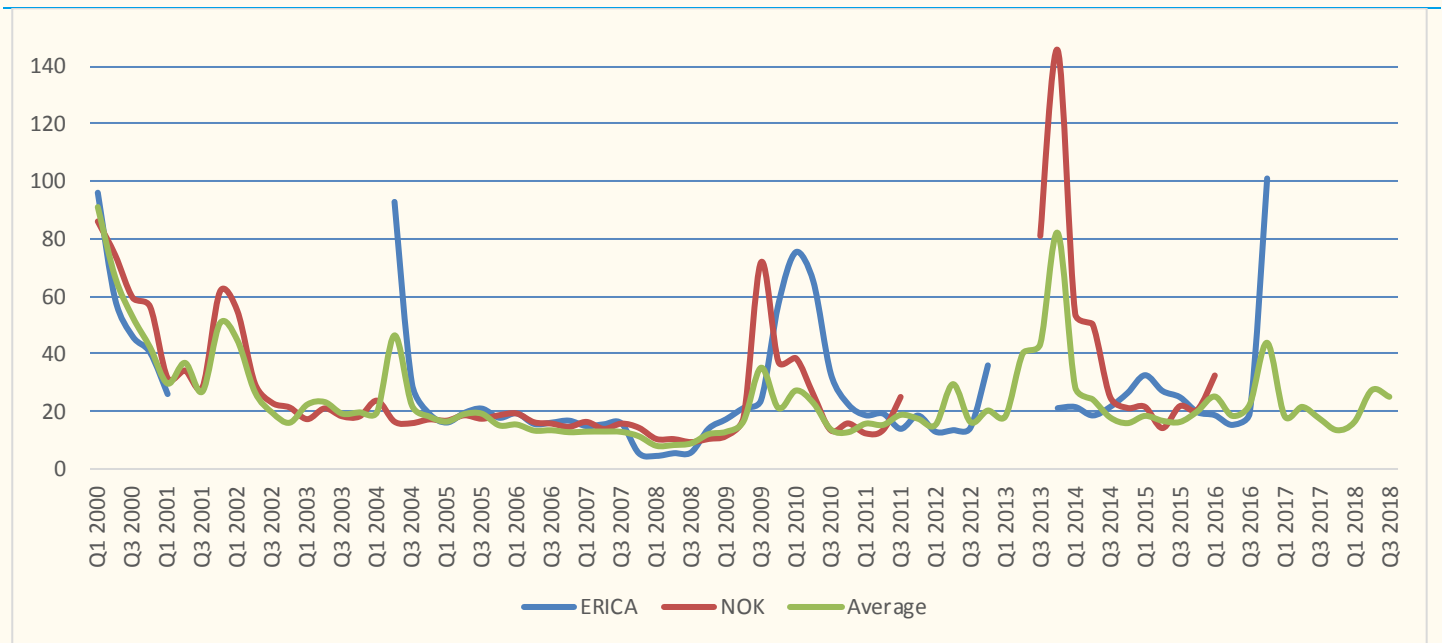
来源：Wind，国金证券研究所

而在 3G 时代，诺基亚、爱立信 PE 与净利润则出现了背离走势，体现出很强的周期性，这主要是由于 2000 年互联网泡沫时代两家公司估值过高，而 3G 商用又不达预期所致。我们对比了半导体产业的美光科技，利润高点对应 PE 低点，利润低点对应 PE 高点，体现出非常强的周期性。中兴通讯 PE 与净利润走势基本一致，只是 PE 高点往往领先净利润高点 1-2 年出现。从三家公司对比看，诺基亚、爱立信与中兴通讯体现的周期和成长属性有很大不同，中兴通讯更多体现为成长。我们认为这主要与三家公司在行业中地位变化方向有关，3G 末期后，爱立信、诺基亚的市场份额逐步下降，而中兴通信全球设备市场份额则在不断提升。

海外通信设备企业估值对比，龙头享有估值溢价：诺基亚和爱立信作为通信设备行业龙头，在 2G、3G 时期，具有较高的市场份额和超过平均水平的盈利能力。由于通信设备行业的周期性，同时也拥有较高的业绩弹性及明显的估值溢价。

2000 年-2016 年，在剔除出现奇异值的无效年份后，诺基亚相对行业的估值溢价率达 25.27%，爱立信相对行业的估值溢价率达 16.40%。（注：我们根据 Bloomberg 的通讯设备分类，选取美股 8 家上市公司（包括 CSCO、SIMO、MSI、UTSI 等）作为行业标本，选取 8 家公司 PE 的平均值表征行业平均 PE 水平，并且剔除奇异值）。

图表 26：美股通信设备行业龙头相对于行业平均值有明显的估值溢价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

行业向好时龙头公司有更高的估值溢价：在 3/4G 时代，电信主设备商的市场格局及话语权均出现较大变化。诺基亚和爱立信在 3G 时代延续了 2G 时代的高速增长，同样具有较高估值。然而在 4G 时代，两者溢价减弱（剔除奇异年份）。

我国通信设备投资整体晚于欧美国家，投资更大，通信设备投资的周期性更为明显。作为主设备商龙头上市公司的中兴通讯，每次通信设备投资高峰期都会迎来 PE 提升，且幅度超过诺基亚与爱立信。参考历史表现，随着 20-22 年 5G 进入三年规模建网期，公司有望迎来估值和业绩戴维斯双击。

4.盈利预测和估值

综上，我们认为，2019年是中兴通讯基本面的底部，20年公司将迎来新一轮上升期。分业务来看：**1) 运营商业务**，预计国内运营商资本开支20-21年将保持复合25%左右增长，结构上偏向无线和传输，预计公司市场份额同比4G时代将稳中有升，国内运营商收入20-21年将保持复合26%左右增速。公司可达的海外运营商市场，5G规模建设预计从21年开始，海外运营商业务20、21年收入预计增速分别为10%、20%左右。**2) 消费者业务**，禁运前占营收大头的海外市场尤其是北美市场预计短期内难以恢复，国内手机市场竞争加剧，预计公司消费者业务营收略有下滑后会保持平稳，同时通过业务结构优化，毛利有望小幅提升。**3) 政企业务**，随着国内行业数字化进程加速，公司在5G行业应用、数据库等领域具备较强竞争力，预计20-21年政企营收将加速上升。

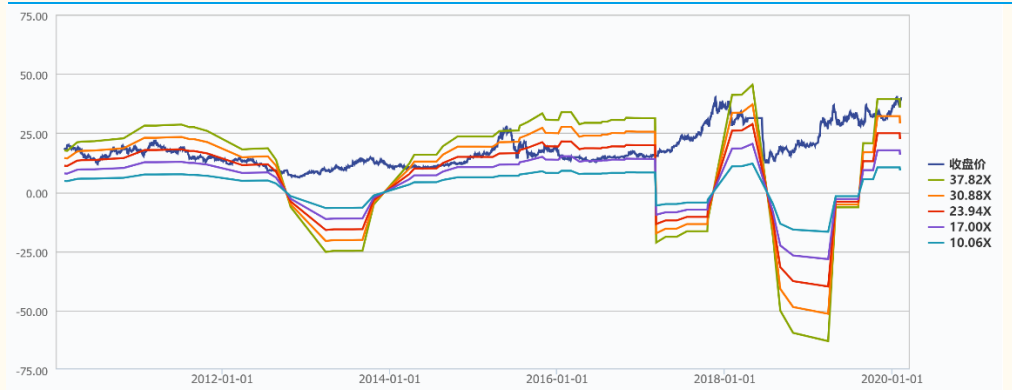
基于上述测算，我们预计公司19-21年整体营收分别为885/1090/1277亿元，归母净利润53/71/110亿元，EPS 1.25/1.54/2.39元。我们看好公司成为5G时代设备商市场再平衡的最大受益者，综合考虑海外对标公司和公司历史估值，给予21年30倍PE估值，对应目标价72元，目标市值3311亿，维持“买入”评级。

图表 27：中兴通讯收入拆分和盈利预测

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
运营商网络	营业收入(亿)	572.23	588.8	637.82	570.76	668.15	876.8	1043.00
	增速(%)	22.36%	2.90%	8.33%	-12.30%	17.06%	31.23%	18.96%
	毛利率(%)	37.06%	39.12%	40.04%	40.37%	42.50%	44.00%	45.50%
消费者业务	营业收入(亿)	324.67	334.49	352.02	192.10	130.00	120.00	120.00
	增速(%)		3.02%	5.24%	-50.00%	-32.33%	-7.69%	0.00%
	毛利率(%)	17.29%	14.34%	15.32%	12.53%	16.50%	16.50%	16.50%
政企业务	营业收入(亿)	104.97	89.04	98.31	92.28	86.46	93.56	113.66
	增速(%)		-15.18%	10.41%	5.20%	-6.30%	8.21%	21.48%
	毛利率(%)	40.64%	37.09%	29.25%	29.24%	35.00%	33.00%	35.00%
收入合计(亿)		1001.87	1012.33	1088.15	855.13	884.61	1090.36	1276.66
综合毛利率(%)		31.03%	30.75%	31.07%	32.92%	37.95%	40.03%	41.84%

来源：公司公告，分析师预测，国金证券研究所

图表 28：中兴通讯 PE-Band



来源：wind，国金证券研究所

5.风险提示

- 疫情发展存在不确定性，可能对公司 20 年经营业绩造成显著的季节性波动；
- 公司在国内运营商集采中招投标文件额不达预期，海外市场拓展不达预期；
- 5G 投资不及预期，运营商资本支出不达预期；
- 中美贸易摩擦加剧，导致公司业务受影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	101,233	108,815	85,513	88,461	109,036	127,666	货币资金	32,350	33,408	24,290	16,640	18,907	21,454
增长率		7.5%	-21.4%	3.4%	23.3%	17.1%	应收账款	32,413	30,028	23,597	25,884	30,196	34,531
主营业务成本	-70,101	-75,006	-57,368	-54,894	-65,389	-74,251	存货	26,811	26,234	25,011	26,266	32,182	37,559
% 销售收入	69.2%	68.9%	67.1%	62.1%	60.0%	58.2%	其他流动资产	21,279	18,560	19,949	24,358	24,606	24,352
毛利	31,133	33,809	28,146	33,568	43,647	53,415	流动资产	112,852	108,231	92,848	93,149	105,891	117,896
% 销售收入	30.8%	31.1%	32.9%	37.9%	40.0%	41.8%	% 总资产	79.7%	75.2%	71.8%	69.2%	70.1%	69.9%
营业税金及附加	-868	-942	-638	-796	-981	-1,123	长期投资	6,719	10,411	7,373	8,740	9,526	10,312
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	10,637	12,775	10,626	12,901	14,742	16,727
销售费用	-12,458	-12,104	-9,084	-9,855	-12,539	-15,065	% 总资产	7.5%	8.9%	8.2%	9.6%	9.8%	9.9%
% 销售收入	12.3%	11.1%	10.6%	11.1%	11.5%	11.8%	无形资产	5,941	6,987	11,477	16,010	19,339	22,032
管理费用	-2,488	-3,057	-3,651	-3,185	-3,108	-3,690	非流动资产	28,789	35,732	36,503	41,441	45,262	50,726
% 销售收入	2.5%	2.8%	4.3%	3.6%	2.9%	2.9%	% 总资产	20.3%	24.8%	28.2%	30.8%	29.9%	30.1%
研发费用	-12,762	-12,962	-10,906	-13,137	-13,161	-13,188	资产总计	141,641	143,962	129,351	134,590	151,153	168,622
% 销售收入	12.6%	11.9%	12.8%	14.9%	12.1%	10.3%	短期借款	17,064	18,536	24,983	17,653	10,281	10,544
息税前利润 (EBIT)	2,556	4,744	3,866	6,596	13,858	20,349	应付款项	58,737	50,237	38,578	37,581	43,894	47,520
% 销售收入	2.5%	4.4%	4.5%	7.5%	12.7%	15.9%	其他流动负债	15,946	18,822	25,815	34,253	35,972	38,640
财务费用	-208	-1,043	-281	-768	-409	-545	流动负债	91,747	87,595	89,377	89,487	90,147	96,704
% 销售收入	0.2%	1.0%	0.3%	0.9%	0.4%	0.4%	长期贷款	5,018	3,002	2,367	7,512	6,425	5,882
资产减值损失	-2,853	-2,534	-2,077	-2,354	-5,136	-6,430	其他长期负债	3,990	7,985	4,647	4,350	2,450	2,450
公允价值变动收益	30	58	-861	50	80	60	负债	100,756	98,582	96,390	101,349	99,021	105,035
投资收益	1,640	2,540	294	700	600	500	普通股股东权益	35,722	40,968	29,150	29,200	47,761	58,796
% 税前利润	-213.6%	37.8%	-4.0%	10.2%	6.5%	3.5%	其中：股本	4,185	4,193	4,193	4,228	4,609	4,609
营业利润	1,166	6,753	-612	6,923	9,293	14,335	未分配利润	10,282	14,668	6,983	12,286	19,385	30,420
营业利润率	1.2%	6.2%	n.a	7.8%	8.5%	11.2%	少数股东权益	5,163	4,412	3,811	4,041	4,371	4,791
营业外收支	-1,933	-34	-6,738	-76	-87	-123	负债股东权益合计	141,641	143,962	129,351	134,590	151,153	168,622
税前利润	-768	6,719	-7,350	6,847	9,206	14,212	比率分析						
利润率	n.a	6.2%	n.a	7.7%	8.4%	11.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-640	-1,333	401	-1,315	-1,777	-2,757	每股指标						
所得税率	n.a	19.8%	n.a	19.2%	19.3%	19.4%	每股收益	-0.444	1.209	-1.566	1.254	1.540	2.394
净利润	-1,408	5,386	-6,949	5,533	7,429	11,455	每股净资产	8.537	9.771	6.953	6.907	10.362	12.756
少数股东损益	448	317	-383	230	330	420	每股经营现金净流	1.423	1.469	-2.809	1.421	1.614	2.400
归属于母公司的净利润	-1,856	5,069	-6,567	5,303	7,099	11,035	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	4.7%	n.a	6.0%	6.5%	8.6%	回报率						
							净资产收益率	-5.20%	12.37%	-22.53%	18.16%	14.86%	18.77%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-1.31%	3.52%	-5.08%	3.94%	4.70%	6.54%
							投入资本收益率	7.43%	5.65%	6.05%	9.12%	16.25%	20.50%
净利润	-1,408	5,386	-6,949	5,533	7,429	11,455	增长率						
少数股东损益	448	317	-383	230	330	420	主营业务收入增长率	1.04%	7.49%	-21.41%	3.45%	23.26%	17.09%
非现金支出	5,283	5,137	4,549	4,415	7,555	9,236	EBIT 增长率	-25.41%	85.57%	-18.49%	70.60%	110.11%	46.84%
非经营收益	209	-959	416	-1,408	-189	-164	净利润增长率	#####	-373.12%	#####	N/A	33.88%	55.43%
营运资金变动	1,872	-3,405	-9,792	-2,530	-7,358	-9,467	总资产增长率	17.16%	1.64%	-10.15%	4.05%	12.31%	11.56%
经营活动现金净流	5,956	6,159	-11,775	6,009	7,437	11,060	资产管理能力						
资本开支	-3,904	-5,855	-4,507	-4,126	-5,498	-7,334	应收账款周转天数	92.4	84.4	98.0	100.0	105.0	115.0
投资	201	-822	809	-317	-706	-726	存货周转天数	121.2	129.1	163.0	175.0	180.0	185.0
其他	683	1,743	2,732	700	600	500	应付账款周转天数	125.4	118.9	137.2	131.0	125.0	125.0
投资活动现金净流	-3,019	-4,935	-966	-3,743	-5,604	-7,560	固定资产周转天数	27.1	29.2	38.0	38.6	33.2	29.9
股权募资	2,533	102	181	-6,252	11,461	0	偿债能力						
债权募资	1,496	100	5,886	-2,541	-10,459	-280	净负债/股东权益	-25.25%	-26.41%	4.11%	20.51%	-7.49%	-10.59%
其他	-2,837	-2,428	-1,861	-1,122	-569	-673	EBIT 利息保障倍数	12.3	4.5	13.8	8.6	33.9	37.4
筹资活动现金净流	1,192	-2,226	4,206	-9,915	433	-953	资产负债率	71.13%	68.48%	74.52%	75.30%	65.51%	62.29%
现金净流量	4,129	-1,001	-8,535	-7,649	2,267	2,547							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	11	16	20	50
增持	0	4	7	7	24
中性	0	0	0	0	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.27	1.30	1.26	1.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

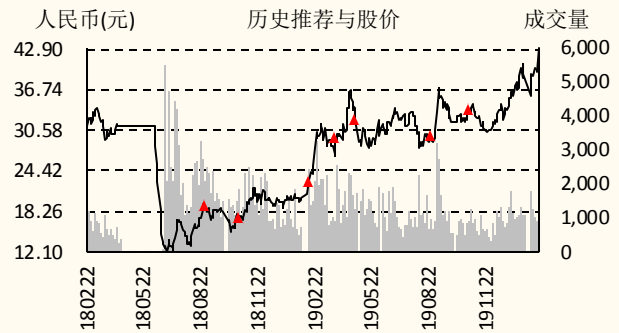
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-29	买入	15.43	19.50~19.50
2	2018-08-31	买入	18.95	N/A
3	2018-10-26	买入	17.44	25.00~25.00
4	2019-02-14	买入	22.95	32.00~32.00
5	2019-03-28	买入	26.67	36.00~36.00
6	2019-04-30	买入	33.85	40.00~40.00
7	2019-08-28	买入	29.71	40.00~40.00
8	2019-10-29	买入	33.64	40.00~40.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH