

中兴通讯 (000063)

估值处于低位，盈利能力将持续增强

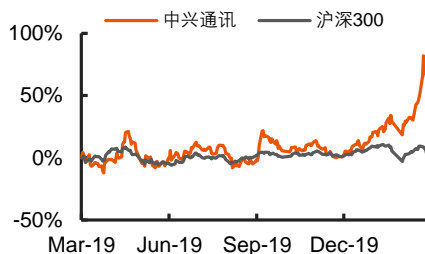
推荐 (首次)

现价: 50 元

主要数据

行业	通信
公司网址	www.zte.com.cn
大股东/持股	中兴新通讯有限公司/24.88%
实际控制人	
总股本(百万股)	4,609
流通 A 股(百万股)	3,472
流通 B/H 股(百万股)	756
总市值 (亿元)	2,145.77
流通 A 股市值(亿元)	1,736.02
每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	74.7

行情走势图



证券分析师

朱琨 投资咨询资格编号
S1060518010003
021-20662947
ZHUKUN368@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **公司管理进一步改善，毛利率持续向好：**2018 年以前，公司的总体毛利率基本稳定在 31%左右。2018 年，随着公司业务结构的开始调整以及管理结构的改善，总体毛利率也开始提升。2018 年，公司总体毛利率达到了 32.9%；2019 年 H1，公司总体毛利率达到了 39.2%，运营商网络、消费者业务和政企业务的毛利率均有所提升，分别为 44.7%、16.5%和 37.0%。
- **立足中国市场，运营商网络业务市场份额稳步提升：**公司的运营商网络业务主要分为无线产品和有线产品两个部分。无线产品部分，公司在国内的市场份额一直在稳步提升，从 2015 年的 16.0%一直提升道 2018 年的 27.2%。稳居中国三大运营商无线基站市场的第二大供应商；有线产品部分，公司的光网络产品和 PON（宽带接入产品）的市场占有率都处于较高水平，除去 2018 年，从 2016 年、2017 年和 2019 年 H1 的数据来看，公司的市场份额在稳步提升，说明公司的这两个产品在国内市场具有较强的市场竞争力。
- **投资建议：**预计 2019 年-2021 年公司归母净利润规模分别为 47.4 亿元、57.1 亿元和 70.2 亿元；归母净利润率分别为 5.0%、5.3%和 5.6%。公司盈利能力将持续增强。对比行业平均水平，给予公司 2020 年 45 倍的 PE 估值。6 个月目标价 55.8 元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、运营商资本开支执行不及预期的风险，国内三大运营商 5G 资本开支执行不及预期，将使得 5G 基站出货量不及预期，从而将使得公司业绩增长不及预期；2、芯片断供的风险，虽然公司已经在全力推进主要芯片的自主可控工作，但是不可能实现全部芯片的自主可控，若是一些非主要芯片出现断供的情况，将使得公司 5G 基站设备出货量不及预期，从而将使得公司业绩增长不及预期；3、公司治理结构改善不及预期，近两年，公司的治理结构改善取得了显著的成效，公司毛利率水平已经有所提升，若是公司的治理结构改善停滞或者出现倒退，将使得公司实际毛利率水平不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	108815	85513	95560	107164	126414
YoY(%)	7.5	-21.4	11.7	12.1	18.0
净利润(百万元)	4568	-6984	4741	5708	7022
YoY(%)	-293.8	-252.9	167.9	20.4	23.0
毛利率(%)	31.1	32.9	38.0	38.9	38.2
净利率(%)	4.2	-8.2	5.0	5.3	5.6
ROE(%)	11.9	-21.1	14.7	11.2	12.4
EPS(摊薄/元)	0.99	-1.52	1.03	1.24	1.52
P/E(倍)	50.4	-33.0	48.6	40.4	32.8
P/B(倍)	7.3	10.1	8.2	5.1	4.4

正文目录

一、	毛利率持续向好，市场份额逐步提升	5
1.1	业务结构有所调整，运营商网络收入占比提升	6
1.2	公司管理进一步改善，毛利率持续向好	7
1.3	立足中国市场，运营商网络业务市场份额稳步提升	8
二、	国内 5G 部署将加速，公司份额或进一步提升	11
2.1	国内 5G 部署或加速，2020 年基站出货量或达 100 万站	11
2.2	基于保守场景的公司无线产品收入规模预测	14
三、	流量增长和技术升级将驱动有线产品收入增长	15
3.1	视频流量增长将驱动运营商扩容城域网和长途骨干网	15
3.2	家庭宽带向千兆升级将驱动 PON 网络市场增长	16
3.3	5G 网络部署将成为全球 OTN 市场新增长点	17
3.4	公司有线产品收入规模预测	17
四、	盈利能力将持续增强，首次覆盖给予“推荐”评级	21
4.1	2019 年-2021 年总体收入和毛利率预测	21
4.2	2019 年-2021 年归母净利润预测	22
4.3	对比同行业公司，给予公司 2020 年 45 倍 PE 估值	22
五、	风险提示	23

图表目录

图表 1	中兴通讯全球销售网点	5
图表 2	2014 年-2019 年 H1 公司收入区域结构	5
图表 3	2015 年-2019 年公司营业收入规模	6
图表 4	2015 年-2019 年公司归母净利润规模	6
图表 5	2015 年-2019 年 H1 公司各项业务收入占比情况	6
图表 6	2015 年-2019 年 H1 公司运营商网络业务结构拆分	7
图表 7	2015 年-2019 年 H1 公司总体毛利率情况	7
图表 8	2015 年-2019 年 H1 公司分业务毛利率情况	7
图表 9	2016 年-2019 年 H1 华为公司毛利率情况	8
图表 10	2016 年-2019 年 H1 华为公司分业务毛利率情况	8
图表 11	2015 年-2019 年公司国内外市场无线产品收入规模	8
图表 12	2014 年-2018 年全球无线基站市场份额情况	9
图表 13	2015 年-2018 年公司中国无线基站市场份额	9
图表 14	2015 年-2019 年公司国内外市场有线产品收入规模	9
图表 15	2015 年-2019 年公司有线产品细分结构	10
图表 16	2013 年-2019H1 年公司有线产品全球市场占有率情况	10
图表 17	2016 年-2019 年 H1 公司光网络设备国内占有率	10
图表 18	2016 年-2019 年 H1 公司宽带接入设备国内占有率	10
图表 19	中国移动 2020 年 5G 建设可研费用规模	11
图表 20	中国移动 2020 年 5G 建设勘察设计费用规模	11
图表 21	中国三大运营商 4G 基站数目	12
图表 22	中国 4G 室外基站和室内信源占比情况	12
图表 23	2020 年-2025 年中国 5G 室外基站建设进度预测	13
图表 24	中国 5G 室外基站份额预测	13
图表 25	中国 5G 室外基站出货量保守估算	14
图表 26	中国 5G 室外基站的平均销售单价	14
图表 27	2020 年-2023 年中国 5G 基站市场规模预测	14
图表 28	2020 年-2023 年公司 5G 国内市场收入规模预测	14
图表 29	2020 年-2023 年公司 5G 市场收入规模预测	15
图表 30	2019 年-2022 年全球互联网流量增长情况	15
图表 31	2022 年互联网流量构成情况	15
图表 32	PON 网络上行工作原理	16
图表 33	PON 网络下行工作原理	16
图表 34	PON 网络技术演进示意图	16
图表 35	基于光传送网的 5G 端到端承载网示意图	17
图表 36	2019 年-2022 年公司有线产品收入规模预测	17

图表 37	2022 年公司有线产品收入结构	18
图表 38	光网络设备市场占有率情况	18
图表 39	2019 年-2022 年公司光网络设备收入规模预测	19
图表 40	交换和路由设备市场占有率情况	19
图表 41	2019 年-2022 年公司交换和路由设备收入规模预测	20
图表 42	宽带接入设备市场占有率情况	20
图表 43	2019 年-2022 年公司宽带接入设备收入规模预测	20
图表 44	2019 年-2021 年公司总体收入预测	21
图表 45	2019 年-2021 年公司毛利率预测	21
图表 46	2019 年-2021 年公司主要费用预测	22
图表 47	2019 年-2021 年公司归母净利润规模预测	22
图表 48	同行公司估值对比	22

一、 毛利率持续向好，市场份额逐步提升

中兴通讯是全球领先的综合性通信制造业上市公司。公司拥有行业内完整的、端到端的产品线和融合解决方案；可以提供全系列的无线、有线、终端产品和专业通信服务，满足全球不同运营商和企业客户的差异化需求以及快速创新的追求。

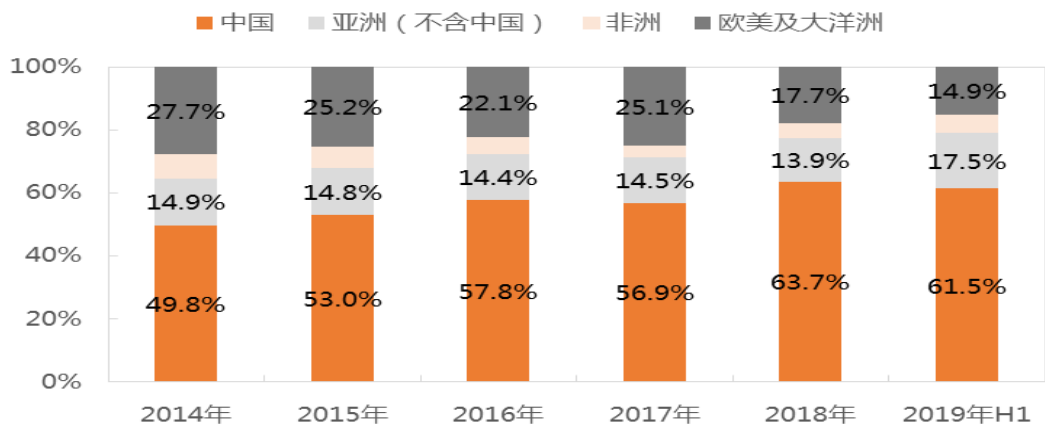
图表1 中兴通讯全球销售网点



资料来源：公司官方网站，平安证券研究所

公司在美国、加拿大、瑞典、中国等地设立了研发机构。凭借不断增强的创新能力、突出的灵活定制能力、日趋完善的交付能力赢得了全球客户的信任与合作；通过为全球多个国家和地区的电信运营商和企业客户提供创新技术与产品解决方案，让全世界用户具备语音、数据、多媒体、无线宽带等全方位沟通能力。

图表2 2014年-2019年H1 公司收入区域结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

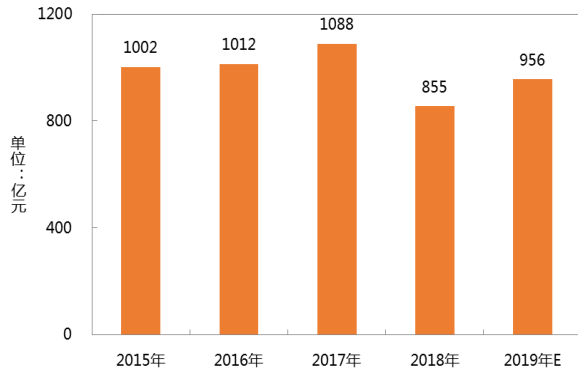
中国市场是中兴通讯营业收入的主要来源，2017年H1、2018年H1和2019年H1的收入规模分别为323.2亿元、257.5亿元和274.2亿元。

由于受到美国政府制裁的原因，公司在欧美及大洋洲区域的收入规模持续下滑，2017年H1、2018年H1和2019年H1的收入规模分别为120.1亿元、81.4亿元和66.6亿元。

在亚洲除中国以外的区域，公司收入在逐步恢复，2017年H1、2018年H1和2019年H1的收入规模分别为80.5亿元、42.6亿元和78.1亿元。

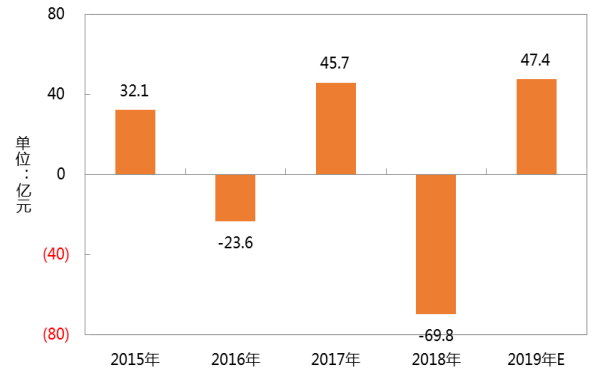
未来几年，随着中国运营商资本开支回归增长通道以及5G移动通信系统规模化部署的开始，公司的营收规模也有望保持一个较好的增速。

图表3 2015年-2019年公司营业收入规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2015年-2019年公司归母净利润规模



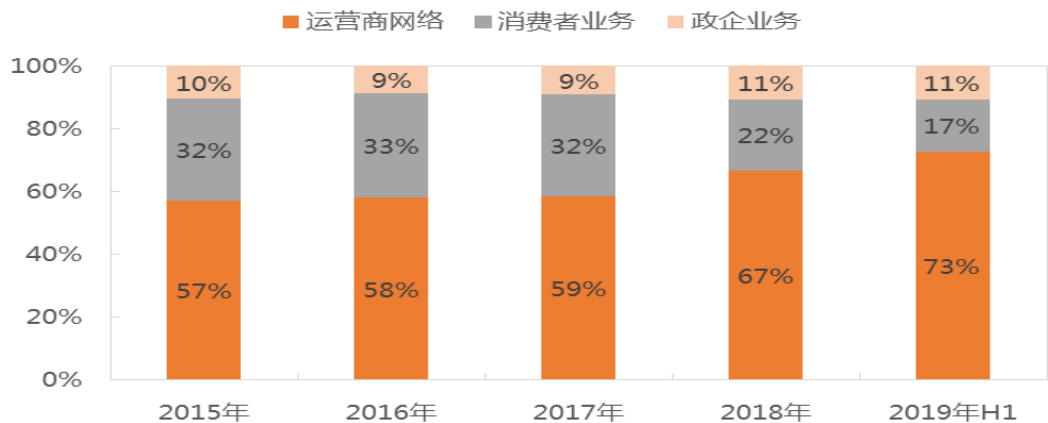
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2018年，由于受到美国政府芯片禁运的影响，公司营业收入水平出现了下滑。在此之前，公司的营业收入规模均稳定在1000亿元以上。2019年，随着禁运的取消，公司的经营也快速恢复到正常轨道。2019年前三季度，公司实现营业收入约642亿元。我们预测，公司全年有望实现956亿元的收入规模，基本上恢复到2018年之前的水平。

2016年和2019年，由于受到美国政府制裁，公司的归母净利润规模出现了大幅下滑。2019年，公司的盈利能力逐步回归到正常轨道；前三季度公司实现归母净利润约41.3亿元，预计全年归母净利润约47.4亿元。

1.1 业务结构有所调整，运营商网络收入占比提升

图表5 2015年-2019年H1公司各项业务收入占比情况



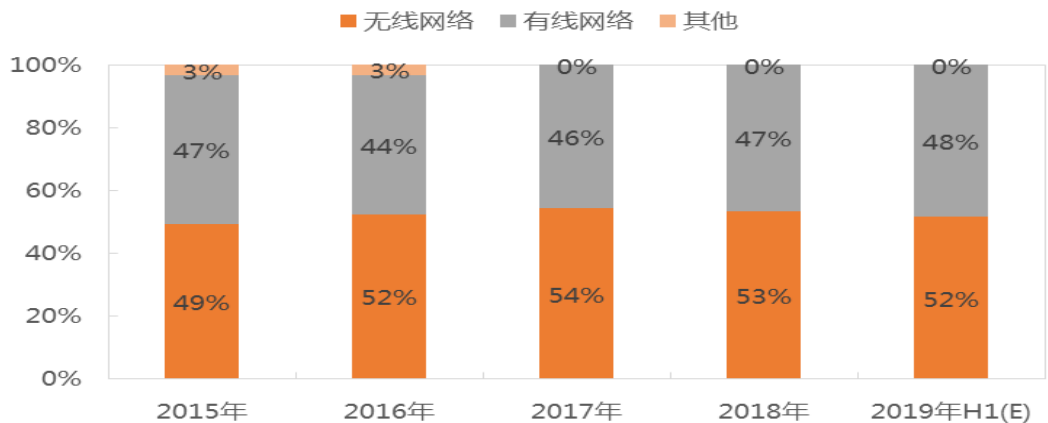
资料来源: Wind, 平安证券研究所

公司主要业务分为：运营商网络、政企业务和消费者业务三部分。运营商网络：聚焦运营商网络演进需求，提供无线接入、有线接入、承载网络、核心网、电信软件系统与服务等创新技术和产品解

决方案；政企业务：聚焦政企客户需求，基于“通讯网络、物联网、大数据、云计算”等产品，为政府以及企业提供各类信息化解决方案；消费者业务：聚焦消费者的智能体验，兼顾行业需求，开发、生产和销售智能手机、移动数据终端、家庭信息终端、融合创新终端等产品，以及相关的软件应用与增值服务。

在 2018 年以前，公司运营商网络、政企业务和消费者三大业务的比例基本上稳定在 6:1:3；2018 年，由于受到美国政府芯片禁运事件的影响，公司开始缩减消费者业务中的手机业务规模。2018 年，公司的运营商网络业务收入的占比开始提升，达到了 67%；2019 年，运营商网络业务的收入规模占比达到了 73%。

图表6 2015年-2019年H1公司运营商网络业务结构拆分

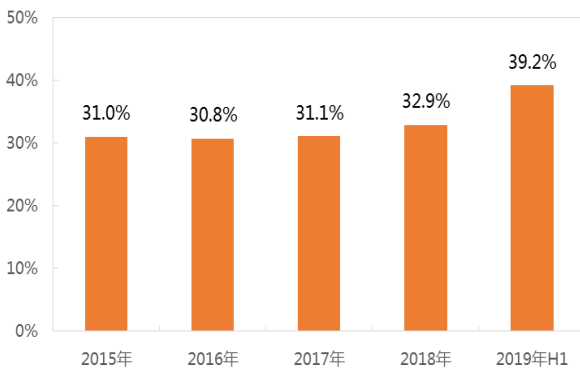


资料来源：Wind, IHS, 平安证券研究所

运营商网络业务可以进一步分解为无线网络、有线网络和其他三部分业务。无线网络业务主要是移动通信基站产品；有线网络业务主要光通信产品，具体可以分为光网络、交换和路由产品以及用于光纤宽带接入的 PON (Passive Optical Network, 无源光网络) 产品；其他业务主要是电信软件产品，2017 年公司出售了该项业务。

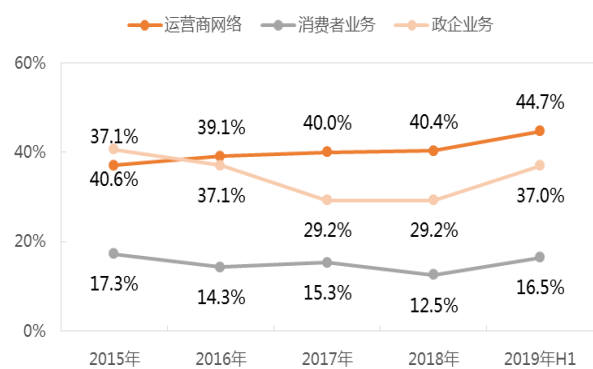
1.2 公司管理进一步改善，毛利率持续向好

图表7 2015年-2019年H1公司总体毛利率情况



资料来源：Wind, 平安证券研究所

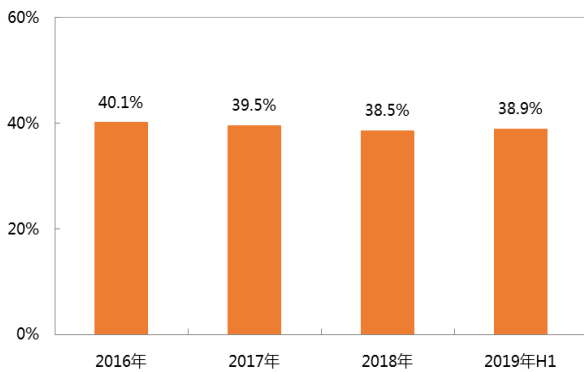
图表8 2015年-2019年H1公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind, 平安证券研究所

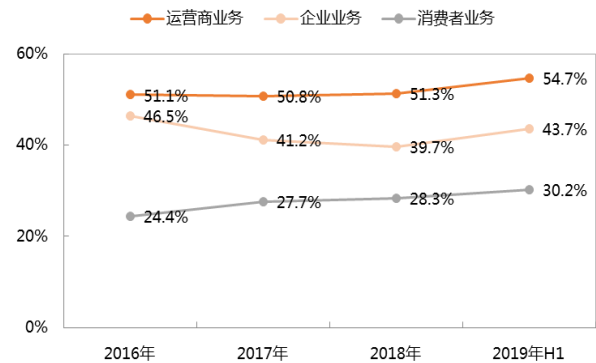
2018年以前，公司的总体毛利率基本稳定在31%左右。2018年，随着公司业务结构的开始调整以及管理结构的改善，总体毛利率也开始提升。2018年，公司总体毛利率达到了32.9%；2019年H1，公司总体毛利率达到了39.2%，运营商网络、消费者业务和政企业务的毛利率均有所提升，分别为44.7%、16.5%和37.0%。

图表9 2016年-2019年H1 华为公司毛利率情况



资料来源：华为公司，平安证券研究所

图表10 2016年-2019年H1 华为公司分业务毛利率情况



资料来源：华为公司，平安证券研究所

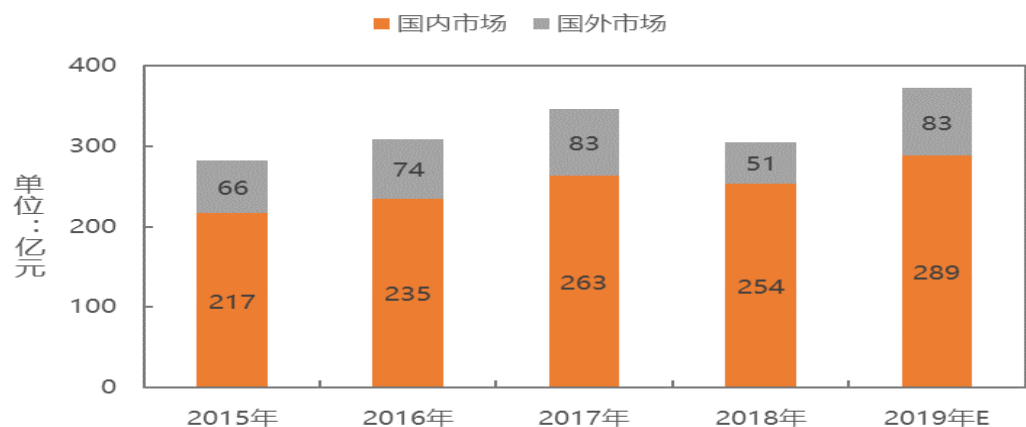
可以看到，公司与国内友商华为的总体毛利率水平差距正在缩小。但是，在运营商网络业务方面，公司毛利率与友商华为的水平相比较，还是有10个百分点的差距。未来，随着公司治理结构的改善、自研芯片的增多以及产品竞争力的提升，公司运营商网络业务的毛利率还有进一步提升的空间。

1.3 立足中国市场，运营商网络业务市场份额稳步提升

公司的运营商网络业务主要分为无线产品和有线产品两个部分，我们将分别分析这两个产品的在国内和国外的市场份额。整体来看，公司的运营商网络业务主要还是集中在国内。

■ 无线产品国内收入占比高于75%

图表11 2015年-2019年公司国内外市场无线产品收入规模



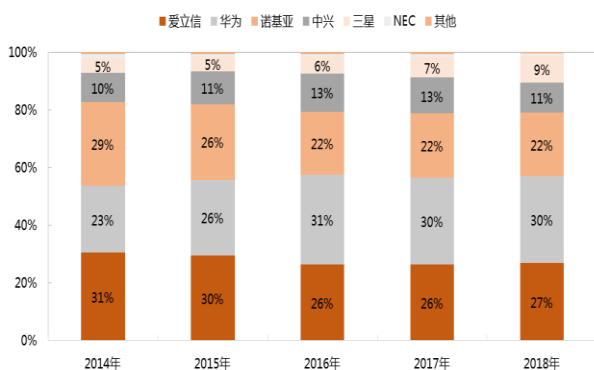
资料来源：Wind，平安证券研究所

从区域结构来看，公司无线基站收入主要来自国内市场。在2018年以前，国内市场占比大约75%左右。2018年后，比例有所提升。预计，国内市场占比将会维持在一个高位。

根据市场研究机构 IHS 发布的数据显示：2014 年-2017 年，中兴通讯在全球无线基站市场的份额占比一直稳步提升，从 10%提升到了 13%；2018 年，由于美国政府制裁的原因，份额有所下降。

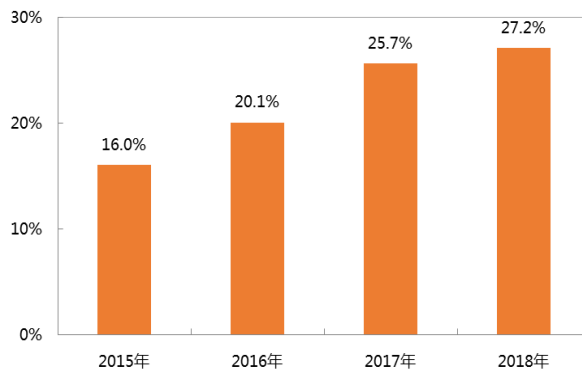
国内市场，公司的主要竞争对手有华为公司、诺基亚、爱立信以及大唐电信。从市场份额来看，公司的份额一直在稳步提升，从 2015 年的 16.0%一直提升道 2018 年的 27.2%。稳居中国三大运营商无线基站市场的第二大供应商。

图表12 2014年-2018年全球无线基站市场份额情况



资料来源：IHS，平安证券研究所

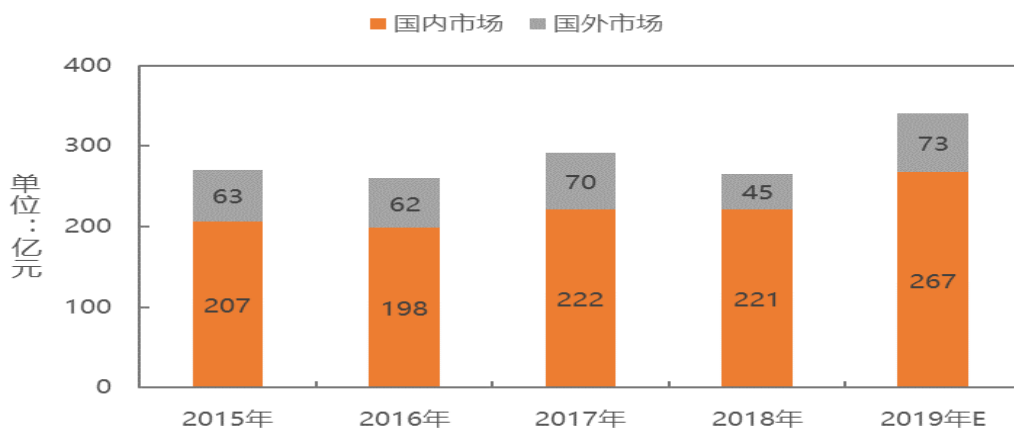
图表13 2015年-2018年公司中国无线基站市场份额



资料来源：Wind，IHS，平安证券研究所

■ 有线产品国内收入占比约 80%

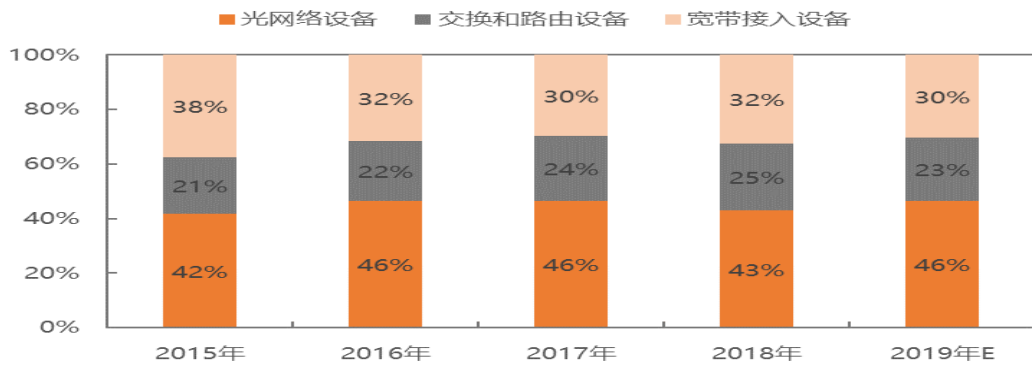
图表14 2015年-2019年公司国内外市场有线产品收入规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

从区域结构来看，公司有线产品的收入也是主要来自国内市场。目前来看，国内和国外的收入比例大约在 4：1 左右。预计，国内市场占比也将会维持在一个高位。

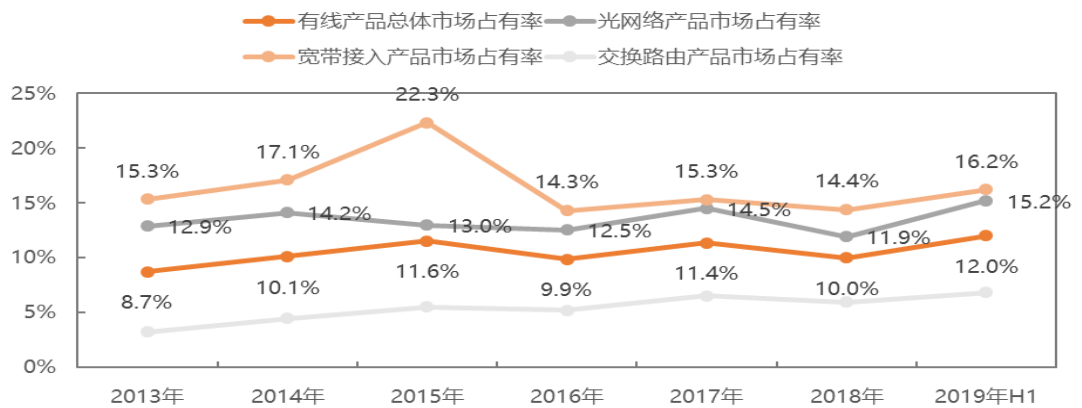
图表15 2015年-2019年公司有线产品细分结构



资料来源: Wind, IHS, 平安证券研究所

公司有线产品可以细分为光网络设备、交换和路由设备以及宽带接入设备三个部分。3个产品的收入占比基本上稳定在4.5:2.5:3。

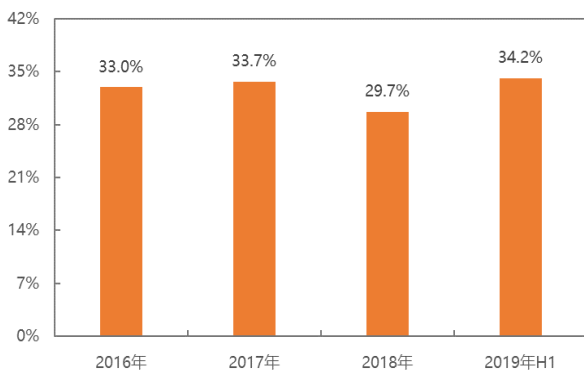
图表16 2013年-2019H1年公司有线产品全球市场占有率情况



资料来源: Wind, IHS, 平安证券研究所

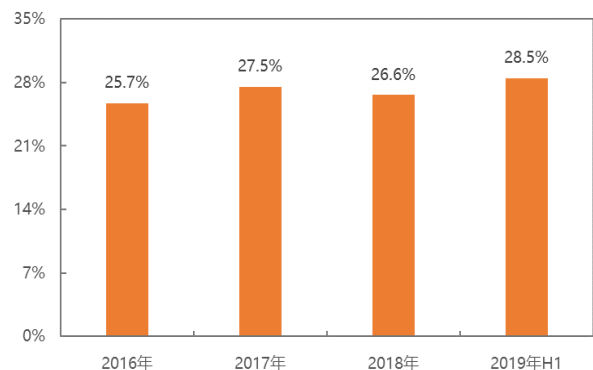
有线产品的全球市场占有率稳定在11%左右,与公司无线产品的市场占有率基本相当。其中,光网络产品和宽带接入产品的全球市场占有率高于有线产品的整体水平。

图表17 2016年-2019年H1公司光网络设备国内占有率



资料来源: Wind, IHS, 平安证券研究所

图表18 2016年-2019年H1公司宽带接入设备国内占有率



资料来源: Wind, IHS, 平安证券研究所

从国内市场来看，公司的光网络产品和 PON（宽带接入产品）的市场占有率都处于较高水平；除去 2018 年，从 2016 年、2017 年和 2019 年 H1 的数据来看，公司的市场份额在稳步提升。说明公司的这两个产品在国内市场具有较强的市场竞争力。

二、国内 5G 部署将加速，公司份额或进一步提升

从发展趋势来看，通信基础设施将成为例如水电煤之外的第 5 类公用基础设施，是人工智能、工业互联网、物联网实现发展的重要基础。5G 作为通信基础设施可以作为政府一个全新的基建投资方向，一方面它有公用属性，另一方面投资规模够大，足以从直接和间接两个层面带动经济的增长。

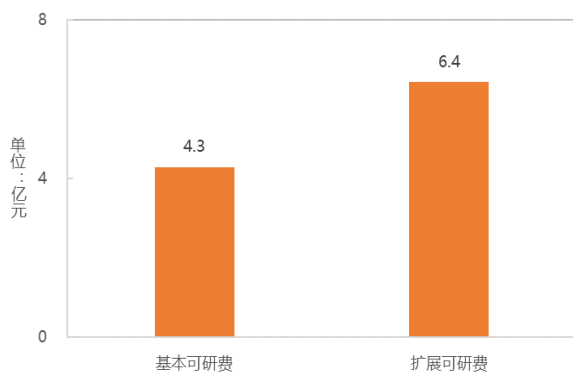
根据中国信息通信研究院发布的《5G 经济社会影响白皮书》数据显示：2030 年，在直接贡献方面，5G 带动的总产出和经济增加值分别为 6.3 万亿元和 2.9 万亿元；在间接贡献方面，5G 带动的总产出和经济增加值分别为 10.6 万亿元和 3.6 万亿元。

2.1 国内 5G 部署或加速，2020 年基站出货量或达 100 万站

■ 中国移动 2020 年 5G 基站建设量中位数或达 45 万站

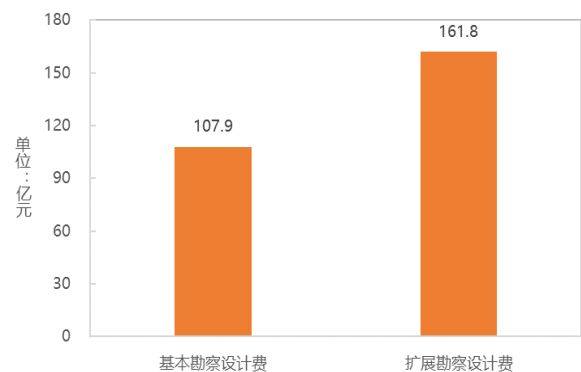
2019 年 11 月，中国移动在其官方采购与招标网上相继发布了《中国移动 2020 年至 2021 年通信工程设计与可行性研究集中采购（广东、江苏等 15 个省公司）》和《中国移动 2020 年至 2021 年通信工程设计与可行性研究集中采购（北京、天津等 16 个省公司）》等两个招标公告。招标内容主要包含无线网（5G）、无线网（除 5G 外）、核心网、业务网、支撑网、传送网、承载网、电源等细分专业。

图表 19 中国移动 2020 年 5G 建设可研费用规模



资料来源：中国移动采购与招标网，平安证券研究所

图表 20 中国移动 2020 年 5G 建设勘察设计费用规模



资料来源：中国移动采购与招标网，平安证券研究所

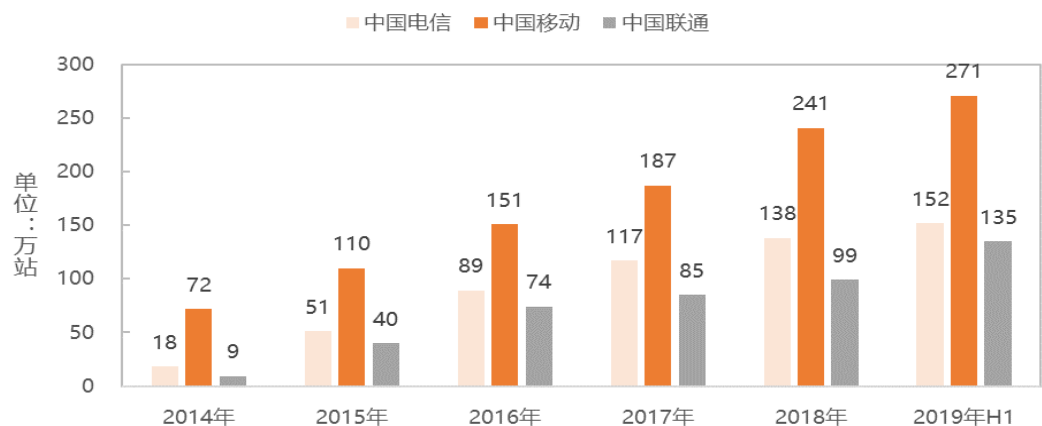
根据招标公告披露的情况，我们整理了 5G 移动通信网络建设的相关费用情况。其中：基本可研费用规模约 4.3 亿元，扩展可研费用规模约 6.4 亿元；基本勘察设计费用规模 107.9 亿元，扩展勘察设计费规模 161.8 亿元。

中国通信运营商在进行通信网络建设时，一般遵循项目可行性研究（简称可研）、项目实施设计（简称设计）、项目施工的流程。在可研阶段，会确定工程的总体投资规模，可研费用一般是总体投资规模乘以国家规定的费率；在设计阶段，会进一步细化工程中各个环节的投资规模，例如设备采购金额、施工费用、勘察费用、设计费用，设计费用一般是总体投资规模乘以国家规定的费率，勘察费用一般是 5G 基站数目乘以国家规定的费用。

根据招标内容发布的数据以及行业调研数据,我们计算出中国移动 2020 年 5G 建设工程及设备投资总额为 2142 亿元-3213 亿元,并在此基础上计算出设计费规模为 81.3 亿元-121.9 亿元。用招标内容发布的勘察设计费减去我们计算出的设计费,就可以算出中国移动 2020 年-2021 年的 5G 建设规模大约为 62.6 万站-93.8 万站。依据过往情况来看,运营商在网络建设起始期,主要会侧重在室外基站的建设。因此,可以认为中国移动 2020 年-2021 年的 5G 室外基站建设规模大约为 62.6 万站-93.8 万站。若按照两年建设期来考虑,2020 年建设量的中位数约 30-45 万站。

■ 2020 年基站理论出货量达 100 万

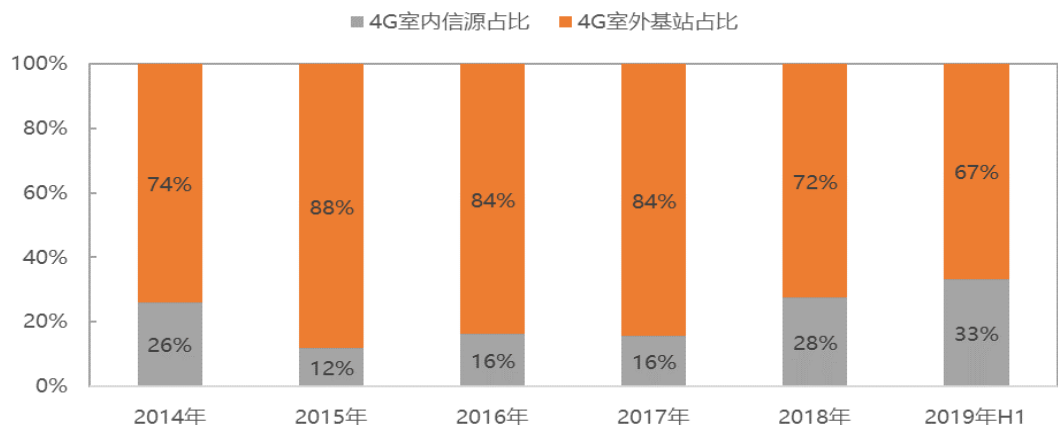
图表21 中国三大运营商 4G 基站数目



资料来源:三大运营商年报,平安证券研究所

根据三大运营商披露的业绩报告显示,截止 2019 年 H1,三大运营商共拥有 4G 移动通信基站(室外基站+室内信源)558 万站,其中:中国电信 152 万站,中国移动 271 万站,中国联通 135 万站。

图表22 中国 4G 室外基站和室内信源占比情况



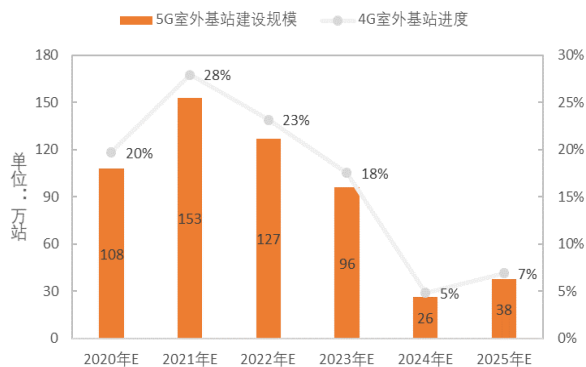
资料来源:工信部,平安证券研究所

根据工信部发布的统计数据显示,截止 2019 年 H1,三大运营商 4G 室外基站和室内信源占比分别为 67%和 33%。以此数据为基础,中国电信拥有大约 100 万站 4G 室外基站,中国移动拥有大约 180 万站 4G 室外基站,中国联通拥有大约 90 万站 4G 室外基站。

从理论上来说，5G 室外基站覆盖半径大约是 4G 室外基站的一半。若只从覆盖半径角度考虑，而不是覆盖面积考虑，三大运营商在各自单独进行网络建设时，5G 室外基站数目至少是现有 4G 室外基站的 2 倍。也就是说，中国电信至少需要 200 万站 5G 室外基站，中国移动至少需要 360 万站 5G 室外基站，中国联通至少需要 180 万站 5G 室外基站。

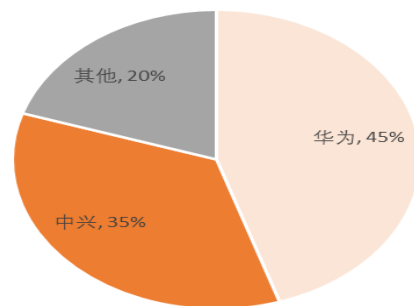
中国移动将单独建设 5G 移动通信网络，中国电信和中国联通将以南北为界进行 5G 移动通信网络的共建共享。因此，中国三大运营商共计需要建设 560 万站 5G 室外基站。其中，中国移动规模大约是中国电信和中国联通总体规模的 1.8 倍。

图表23 2020年-2025年中国5G室外基站建设进度预测



资料来源：三大运营商，工信部，平安证券研究所

图表24 中国5G室外基站份额预测



资料来源：三大运营商，平安证券研究所

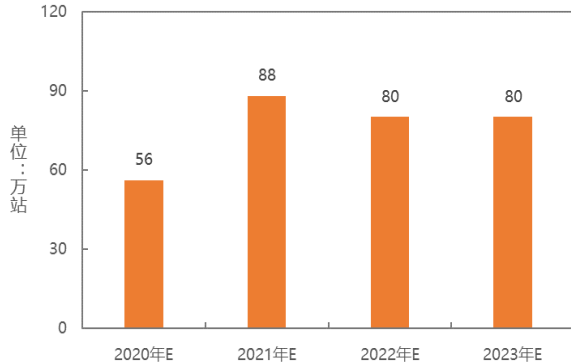
工信部于 2012 年底向 3 大运营商颁发了 4G 移动通信网络的运营牌照，三大运营商也在 2013 年-2018 年针对 4G 网络进行了持续的大规模投资，主要建设期大约为 6 年，每年的室外基站建设规模在总体室外基站中的占比如左上图点折线所示。

根据三大运营商发布的 2019 年 5G 资本开支数据，我们估算 5G 室外基站的建设规模大约为 13 万站。因此，三大运营商在 2020 年-2025 年需要建设 547 万站 5G 室外基站。若按照 4G 室外基站的建设进度估算，2020 年需要建设约 108 万站 5G 基站。根据行业调研情况，华为和中兴在 5G 时代的份额分别约为 45%和 35%，大唐、爱立信以及诺基亚将分享其余 20%的份额；中兴通讯公司在国内的市场份额占比相比 4G 时代，将会有所提升。

在中共中央政治局 2020 年 2 月 21 日召开的会议上，习近平总书记指出：要积极扩大有效需求，发挥好有效投资关键作用，推动生物医药、医疗设备、5G 网络以及工业互联网等加快发展。在此背景下，国内 5G 网络建设有望加速，中国移动在 2020 年的基站建设量有望达到 45 万站；考虑中国电信、中国联通和中国广电的需求，整体 5G 基站的需求有望达到 100 万。与我们理论计算的 108 万基本相符。

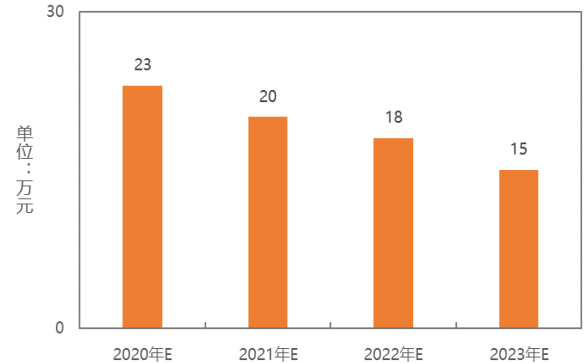
2.2 基于保守场景的公司无线产品收入规模预测

图表25 中国 5G 室外基站出货量保守估算



资料来源：CAICT，行业调研，平安证券研究所

图表26 中国 5G 室外基站的平均销售单价

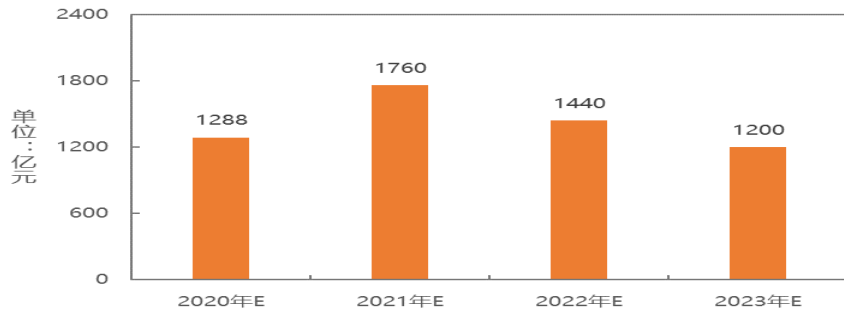


资料来源：中国电信，行业调研，平安证券研究所

由于三大运营商还没有正式宣布 2020 年的 5G 资本开支计划，我们根据中国信通院（CAICT）在 2019 年 11 月发布的 5G 基站进度预测的基础上，重新调整了国内 5G 基站建设量的预测值；相对于我们理论计算的值，这个预测值更加保守。

根据我们行业调研的情况，2019 年 5G 室外基站的出货价格大约为 35 万元/站；2020 年，随着出货量的提升以及产业链成熟，出货单价有望下降到 20 万元/站-25 万元/站，中位数约 23 万元；销售单价将会逐年下降，2023 年有望达到 15 万元/站。在上述基础数据上，我们测算了 2020 年-2023 年中国 5G 基站的市场规模。

图表27 2020 年-2023 年中国 5G 基站市场规模预测



资料来源：平安证券研究所

预计 2020 年-2023 年，中国 5G 基站市场规模分别为 1288 亿元、1760 亿元、1440 亿元和 1200 亿元。在国内市场份额方面，我们仍按照公司在 4G 时代近 28% 的水平来计算。

图表28 2020 年-2023 年公司 5G 国内市场收入规模预测

	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
中国 5G 市场规模 (亿元)	1288	1760	1440	1200
市场占有率	28%	28%	28%	28%
公司国内收入规模 (亿元)	361	493	403	336

资料来源：平安证券研究所

参照过往历史收入情况,公司无线基站在海外的收入规模大约为国内收入规模的 30%。在此基础上,我们测算出公司 2020 年-2023 年无线产品的收入规模为 469 亿元、641 亿元、524 亿元和 437 亿元。2022 年和 2023 年,收入规模下降的原因主要有:5G 基站建设规模下降和 5G 基站出货单价下降。

图表29 2020年-2023年公司5G市场收入规模预测

	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
海外收入规模(亿元)	108	148	121	101
总规模(亿元)	469	641	524	437

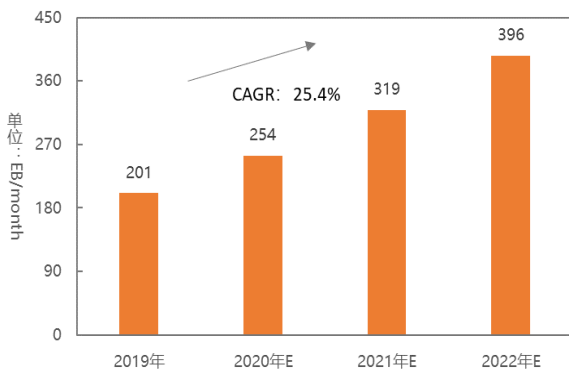
资料来源:平安证券研究所

三、流量增长和技术升级将驱动有线产品收入增长

3.1 视频流量增长将驱动运营商扩容城域网和长途骨干网

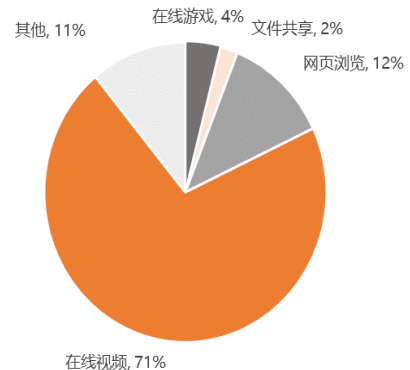
根据思科公司发布的研究数据显示,2019年全球互联网流量约 201EB/月;在视频流量的推动下,2020年-2022年的整体流量年均复合增速将保持在 25.4%。到 2022 年,在线视频和在线游戏的流量占比将达到 75%。

图表30 2019年-2022年全球互联网流量增长情况



资料来源:思科公司,平安证券研究所

图表31 2022年互联网流量构成情况

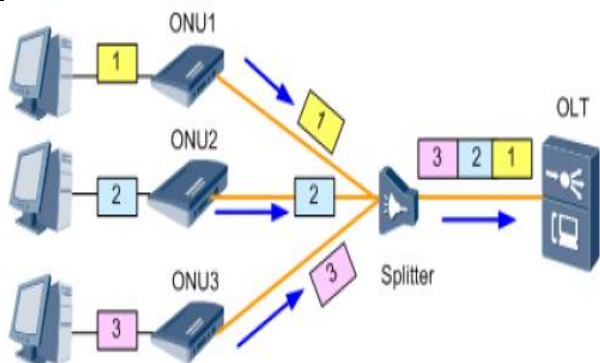


资料来源:思科公司,平安证券研究所

在线视频和在线游戏等重度应用更为强调用户的交互和使用体验,与传统应用相比,具有显著的实时性和互动性,使用过程中将产生更大、更复杂的数据交互需求。同时,重度应用所提供内容的质量也全面提升(以视频为例,高清画质的视频流量需求是标清画质的 4 倍,而 4K 画质的视频流量需求是高清画质的 9 倍)。一系列新特征、新需求对互联网的承载能力提出了极高的要求。在这个背景下,全球的运营商都将会持续对城域网和长途骨干网进行扩容。

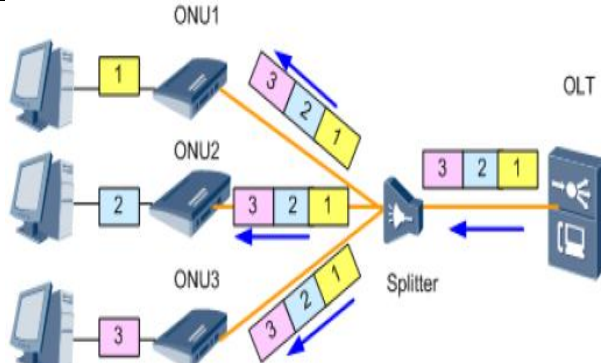
3.2 家庭宽带向千兆升级将驱动 PON 网络市场增长

图表32 PON 网络上行工作原理



资料来源：华为公司，平安证券研究所

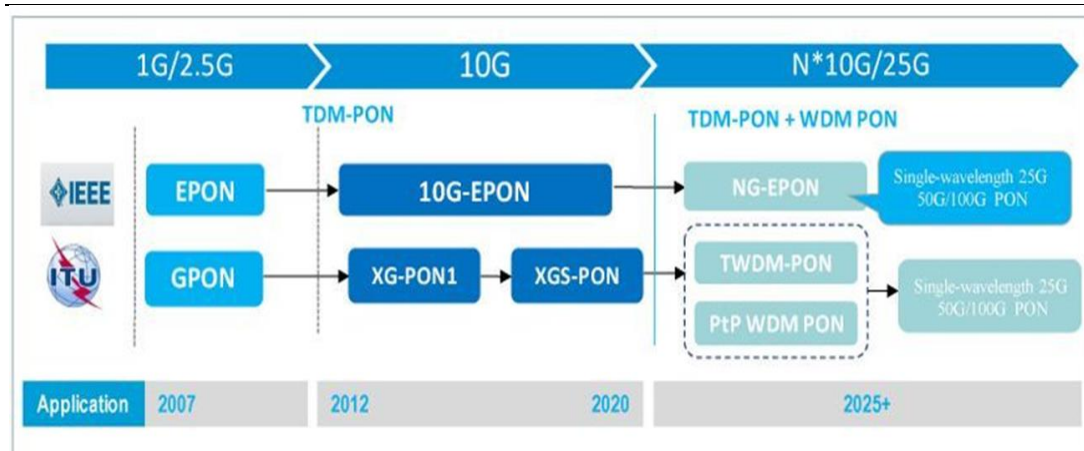
图表33 PON 网络下行工作原理



资料来源：华为公司，平安证券研究所

PON 网络上行通信是通过 TDMA (Time Division Multiple Access, 时分多址接入, 简称 TDMA) 的方式, 各个 ONU (Optical Network Unit, 光网络终端, 简称 ONU) 按照时隙进行数据传输, ONU 在 OLT (Optical Line Terminal, 光线路终端, 简称 OLT) 许可的时隙内发送数据, 这样就可以保证每个 ONU 按次序发送数据, 避免了上行数据冲突。下行通信则是通过广播的方式发送数据, 数据从 OLT 端广播到所有的 ONU 上, ONU 再选择接收属于自身的数据, 将其他数据直接丢弃。

图表34 PON 网络技术演进示意图



资料来源：上海交通大学区域光纤通信网与新型光通信系统国家重点实验室，平安证券研究所

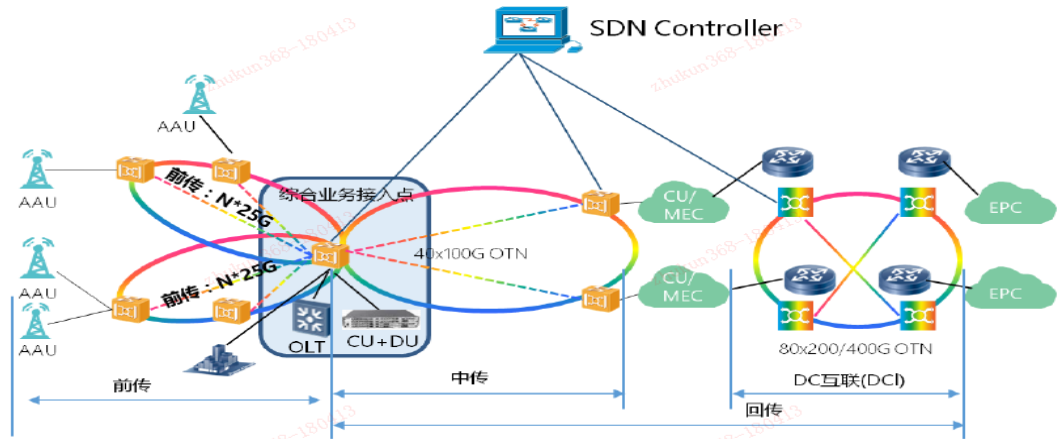
目前, 运营商主要通过 PON (Passive Optical Network, 无源光网络, 简称 PON) 来为用户提供宽带接入服务。其中, GPON (Gigabit-Capable Passive Optical Network, 吉比特无源光网络, 简称 GPON) 和 EPON (Ethernet Passive Optical Network, 以太网无源光网络, 简称 EPON) 分别是 ITU 和 IEEE 这两大国际标准化组织针对无源光网络提出的两种协议, 基于这两种协议的 OLT (Optical Line Terminal, 光线路终端, 简称 OLT) 可以分别提供 2.5Gbit/s 和 1.25Gbit/s 下行接入速率。

为了支撑未来 3D 电视、4K 电视等高带宽内容服务, ITU 和 IEEE 分别提出了 XG-PON 和 10G-EPON 这两个协议, 基于这两种协议的 OLT 都可以提供 10Gbit/s 下行接入速率。XG-PON 中的 X 为罗马数字, 意思是 10。我们用 10G-PON 来统称 XG-PON 和 10G-EPON。

随着运营商宽带市场竞争的加剧，我们相信，给用户提供更更高的接入速率是运营商争夺用户的必备技术条件。目前的 PON 网络技术主要是 EPON 和 GPON，能提供的有效极限带宽在 100M 左右。若是想让用户享受到更高的宽带接入速率，需要将目前的 PON 网络升级到 10G-PON。因此，我们认为 10G-PON 将在未来 2-3 年内成为行业标配。

3.3 5G 网络部署将成为全球 OTN 市场新增长点

图表35 基于光传送网的 5G 端到端承载网示意图



资料来源：中国电信北京研究院，平安证券研究所

总体来看，5G 承载网是一个移动/宽带/云专线架构趋同的综合承载网，需要具备数 10G~100G 承载和 1~2 倍站点带宽演进、极低时延、高精度时钟架构基础的能力，支持移动&专线&宽带综合承载灵活演进能力，同时末梢设备具备即插即用部署能力。5G 承载网络由前传、中传、回传三部分组成。5G 业务存在大带宽、低时延的需求，OTN (Optical Transport Network, 光传送网) 提供的大带宽、低时延、一跳直达的承载能力具备天然优势，能够满足 5G 业务的承载需求。5G 移动通信网络的商用将会给 OTN 市场带来一个新增长点。

3.4 公司有线产品收入规模预测

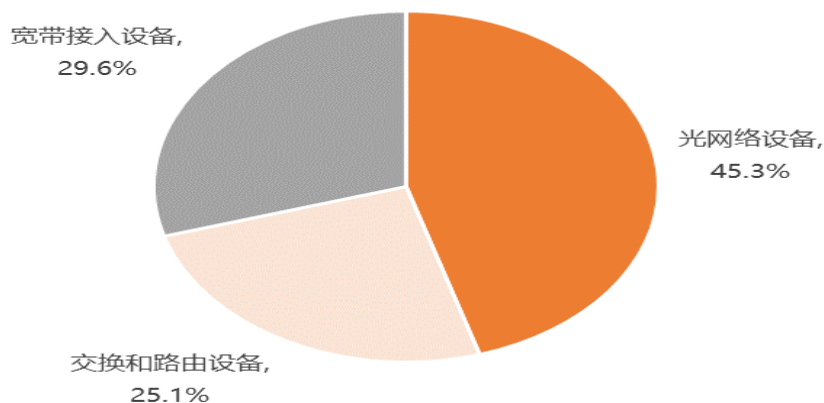
图表36 2019年-2022年公司有线产品收入规模预测

细分产品	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
国内	267	287	306	315
国外	73	79	84	88
合计	340	366	390	403

资料来源：IHS，平安证券研究所

预计到 2022 年，公司有线产品的收入规模将达到 403 亿元，其中：国内市场约 315 亿元，2019 年-2022 年的年均复合增速约 5.6%；国外市场约 88 亿元，2019 年-2022 年的年均复合增速约 6.1%。从细分产品上来看，光网络是公司有线产品收入的主要来源，2022 年的占比将达到 45.3%。

图表37 2022年公司有线产品收入结构



资料来源: IHS, 平安证券研究所

■ 光网络设备

图表38 光网络设备市场占有率情况

区域	2016年	2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
国内市场占有率	33.0%	33.7%	29.7%	34.2%	34.3%	34.4%	34.5%
国外市场占有率	3.6%	4.3%	2.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%

资料来源: IHS, 平安证券研究所

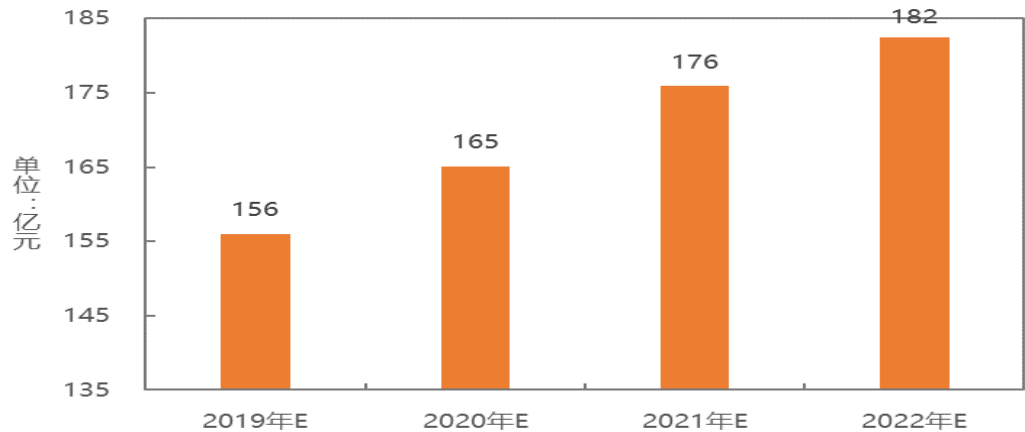
根据 IHS 发布的数据显示,2016 年-2019 年 H1,公司光网络设备:在国内的市场占有率分别为 33.0%、33.7%、29.7%和 34.2%; 在国外的市场占有率分别为 3.6%、4.3%、2.0%和 3.9%。

对于国内市场,受益于运营商资本开支回暖,我们认为公司的份额会进一步提升,2019 年的市场占有率按照 2019 年 H1 的占有率来考虑,2020 年-2022 年的市场占有率按每年提升 0.1 个百分点来考虑。

对于国外市场,考虑到公司经营管理已经向正常轨道回归,2019 年-2022 年每年的市场占有率均按照 2019 年 H1 的水平来考虑。

在此基础上,根据 IHS 公司发布的 2019 年-2022 年国内和国外光网络设备整体市场规模预测值,可以得到公司光网络设备 2019 年-2022 年的收入情况。

图表39 2019年-2022年公司光网络设备收入规模预测



资料来源: IHS, 平安证券研究所

■ 交换和路由设备

图表40 交换和路由设备市场占有率情况

区域	2016年	2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
国内市场占有率	17.0%	16.7%	17.9%	20.6%	20.8%	21.0%	21.2%
国外市场占有率	2.2%	3.2%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源: IHS, 平安证券研究所

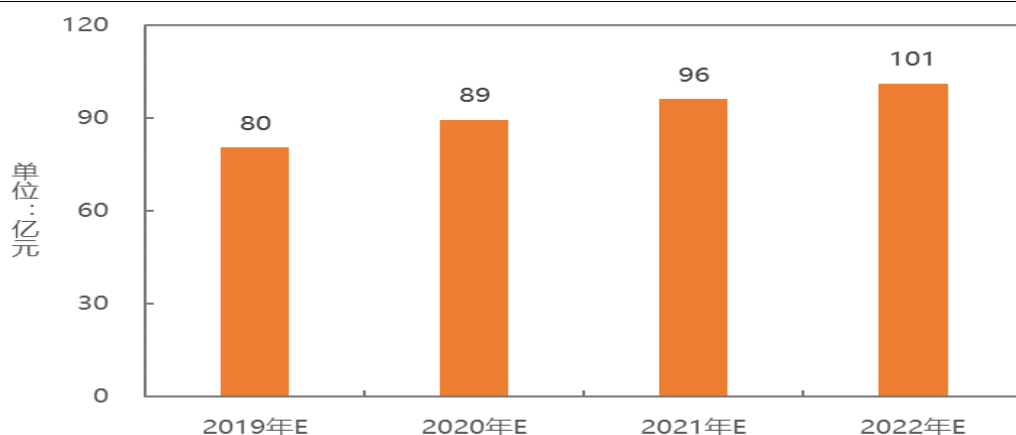
根据 IHS 发布的数据显示, 2016 年-2019 年 H1, 公司交换和路由设备: 在国内的市场占有率分别为 17.0%、16.7%、17.9%和 20.6%; 在国外的市场占有率分别为 2.2%、3.2%、1.7%和 2.0%。

对于国内市场, 受益于运营商资本开支回暖和 5G 网络部署, 我们认为公司的份额会进一步提升, 2019 年的市场占有率按照 2019 年 H1 的占有率来考虑, 2020 年-2022 年的市场占有率按每年提升 0.2 个百分点来考虑。

对于国外市场, 考虑到公司经营管理已经向正常轨道回归, 2019 年-2022 年每年的市场占有率均按照 2019 年 H1 的水平来考虑。

在此基础上, 根据 IHS 公司发布的 2019 年-2022 年国内和国外交换和路由设备整体市场规模预测值, 可以得到公司交换和路由设备 2019 年-2022 年的收入情况。

图表41 2019年-2022年公司交换和路由设备收入规模预测



资料来源: IHS, 平安证券研究所

■ 宽带接入设备

图表42 宽带接入设备市场占有率情况

区域	2016年	2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
国内市场占有率	25.7%	27.5%	26.6%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
国外市场占有率	5.7%	5.6%	5.4%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%

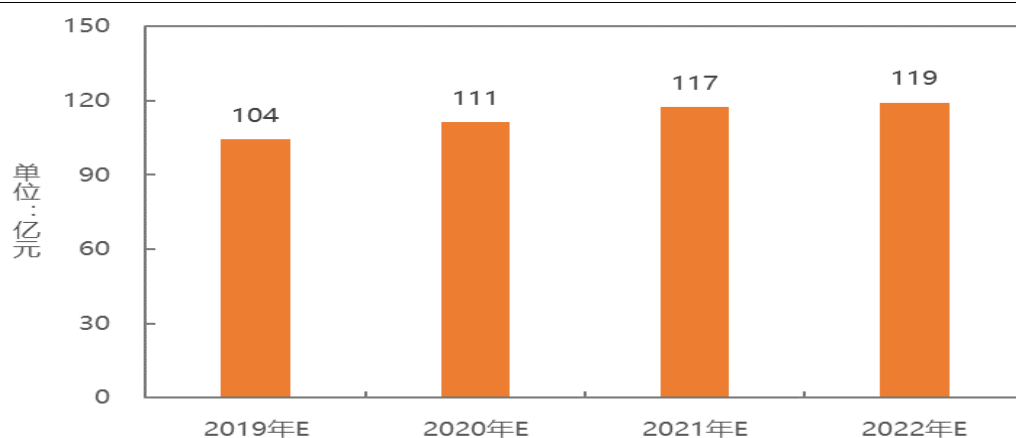
资料来源: IHS, 平安证券研究所

根据 IHS 发布的数据显示, 2016 年-2019 年 H1, 公司宽带接入设备: 在国内的市场占有率分别为 25.7%、27.5%、26.6%和 28.5%; 在国外的市场占有率分别为 5.7%、5.6%、5.4%和 8.7%。

对于国内市场的占有率, 我们相对保守, 2019 年-2022 年的市场占有率按每年 29.0%来考虑。对于国外市场, 我们也相对保守, 2019 年-2022 年的市场占有率分别为 8.0%、8.1%、8.2%和 8.3%。

在此基础上, 根据 IHS 公司发布的 2019 年-2022 年国内和国外宽带接入设备整体市场规模预测值, 可以得到公司宽带接入设备 2019 年-2022 年的收入情况。

图表43 2019年-2022年公司宽带接入设备收入规模预测



资料来源: IHS, 平安证券研究所

四、盈利能力将持续增强，首次覆盖给予“推荐”评级

4.1 2019年-2021年总体收入和毛利率预测

图表44 2019年-2021年公司总体收入预测

单位：亿元	2018年	2019年 E	2020年 E	2021年 E
运营商网络	571	713	835	1030
YoY	-10.5%	24.9%	17.0%	23.4%
消费者业务	192	148	134	120
YoY	-45.4%	-22.7%	-10.0%	-10.0%
政企业务	92	94	103	114
YoY	-6.1%	1.9%	10.0%	10.0%
总收入	855	956	1072	1264
YoY	-21.4%	11.7%	12.1%	18.0%

资料来源：Wind，平安证券研究所

对于运营商网络业务：2019年的收入主要根据2019年H1实际情况和IHS提供的相关细分数据进行预测；2020年和2021年的收入为各个年度无线产品收入预测值和有线产品收入预测值之和。

对于消费者业务，2019年的收入主要根据2019年H1的实际情况进行预测；2020年-2021年的预测值，在2019年预测值基础上，按照每年下降10%进行计算。

对于政企业务，2019年的收入主要根据2019年H1的实际情况进行预测；2020年-2021年的预测值，在2019年预测值基础上，按照每年增长10%进行计算。

在上述基础上，预计公司2019年-2021年的收入规模分别为956亿元、1072亿元和1264亿元；增速分别为11.7%、12.1%和18.0%。

图表45 2019年-2021年公司毛利率预测

	2019年 E	2020年 E	2021年 E
运营商网络	42.6%	42.7%	40.9%
消费者业务	16.5%	16.7%	16.8%
政企业务	37.0%	36.7%	36.4%
总体毛利率	38.0%	38.9%	38.2%

资料来源：Wind，平安证券研究所

2019年各项业务的全年毛利率预测值均在2019年H1实际值基础上进行推算；2019年的总体毛利率约38.0%。

对于运营商网络业务：2020年5G产品作为新产品将进入出货期，对于公司运营商网络的总体毛利率会有提升作用，预测约为42.7%；2021年5G产品将成熟，毛利率也会下降，预测会使运营商网络的总体毛利率下降至40.9%。

对于消费者业务，公司目前正在调整业务结构，手机产品的出货规模也在下降，预计这块业务的毛利率会持续提升。预测2020年-2021年的毛利率分别为16.7%和16.8%。

对于政企业务，预计市场竞争会加剧，这块业务的毛利率会持续下降。预测2020年-2021年的毛利率分别为36.7%和36.4%。

4.2 2019 年-2021 年归母净利润预测

图表46 2019 年-2021 年公司主要费用预测

单位：亿元	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
营业费用	91	102	116	129
YoY	-24.9%	12.3%	13.7%	11.2%
管理费用	37	50	57	68
YoY	19.4%	36.9%	14.0%	19.3%
研发费用	109	125	142	161
YoY	-15.9%	14.6%	13.6%	13.4%
归属于永续票据持有者的净利润	4.2	3.5	3.5	3.5

资料来源：Wind，平安证券研究所

对于营业费用、管理费用和研发费用，2019 年全年规模根据 2019 年 Q3 的实际情况进行推算；2020 年-2021 年考虑适当的增长。

对于归属于永续票据持有者的净利润：根据公司发布的 2018 年业绩报告显示，截止 2018 年底，公司的永续债规模约 62.5 亿元，当年归属于永续票据持有者的净利润约 4.2 亿元，利率约 6.67%；根据公司发布的 2019 年 H1 业绩报告显示，截止 2019 年 H1，公司的永续债规模约 60.8 亿元，2019 年上半年归属于永续票据持有者的净利润约 1.73 亿元，利率约 5.69%。

在此基础上，我们推算 2019 年全年归属于永续票据持有者的净利润约 3.5 亿元。2020 年-2021 年的归属于永续票据持有者的净利润按照 2019 年的推算值来考虑。

图表47 2019 年-2021 年公司归母净利润规模预测

	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
归母净利润 (亿元)	-69.8	47.4	57.1	70.2
归母净利润率	-8.2%	5.0%	5.3%	5.6%

资料来源：Wind，平安证券研究所

预计 2019 年-2021 年：公司归母净利润规模分别为 47.4 亿元、57.1 亿元和 70.2 亿元；对应归母净利润率分别为 5.0%、5.3%和 5.6%，公司的盈利能力将持续增强。

4.3 对比同行业公司，给予公司 2020 年 45 倍 PE 估值

图表48 同行公司估值对比

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)		PE	
				2019 年 E	2020 年 E	2019 年 E	2020 年 E
300502.SZ	新易盛	158	66.92	0.91	1.28	74	52
300308.SZ	中际旭创	442	62.04	0.72	1.23	86	51
002916.SZ	深南电路	704	207.58	3.66	4.52	57	46
002281.SZ	光迅科技	202	29.88	0.67	0.94	44	32
	平均值					65	45

000063.SZ	中兴通讯	2146	50.00	1.03	1.24	49	40
-----------	------	------	-------	------	------	----	----

资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截止 2020 年 2 月 28 日收盘

我们选取了新易胜、中际旭创、深南电路以及光迅科技等 4 个公司与中兴通讯进行估值对比。其中：新易胜是中兴通讯的光模块供应商，中际旭创是全球数通光模块龙头，深南电路是国内 PCB 龙头和中兴通讯的供应商，光迅科技是国内电信光模块领域的龙头和中兴通讯的供应商。

对标公司 2019 年的 EPS 情况：新易胜、中际旭创和深南电路已经发布 2019 年业绩快报，因此这三个公司 2019 年 EPS 均为实际值；光迅科技的 EPS 为平安证券研究所预测值。

对标公司 2020 年的 EPS 情况：光迅科技和深南电路的 EPS 为平安证券研究所预测值；中际旭创和新易胜的 EPS 为 Wind 一致预期中位值。

以 2020 年 2 月 28 日收盘价作为基础，中兴通讯 2019 年和 2020 年的 PE 估值分别约为 49 倍和 40 倍，与 4 个对标公司的平均水平相比，均处于低位。

基于中兴通讯是 5G 主设备商以及对标公司平均估值两个因素的考虑，给予中兴通讯 2020 年 45 倍的 PE 估值。6 个月目标价 55.8 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

截止 2020 年 2 月 28 日，中兴通讯共拥有 46.1 亿股股份，其中：A 股约 38.5 亿股，H 股约 7.6 亿；按照当日 A 股 50.00 元收盘价和 H 股 28.98 元（以 RMB 计价）收盘价计算，中兴通讯 A+H 股市值约 2146 亿元人民币。

五、 风险提示

1、运营商资本开支执行不及预期的风险

国内三大运营商 5G 资本开支执行不及预期，将使得 5G 基站出货量不及预期，从而将使得公司业绩增长不及预期。

2、芯片断供的风险

虽然公司已经在全力推进主要芯片的自主可控工作，但是不可能实现全部芯片的自主可控。若是一些非主要芯片出现断供的情况，将使得公司 5G 基站设备出货量不及预期，从而将使得公司业绩增长不及预期。

3、公司治理结构改善不及预期

近两年，公司的治理结构改善取得了显著的成效，公司毛利率水平已经有所提升。若是公司的治理结构改善停滞或者出现倒退，将使得公司实际毛利率水平不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	92848	151858	155724	212049
现金	24290	74681	69825	115776
应收票据及应收账款	21592	23100	25300	28100
其他应收款	2005	1492	2008	2492
预付账款	615	800	900	1000
存货	25011	31808	36715	43204
其他流动资产	19334	19977	20977	21477
非流动资产	36503	35300	30231	26092
长期投资	3015	2115	1415	815
固定资产	8898	8506	8029	7452
无形资产	11291	8836	6782	5127
其他非流动资产	13299	15843	14006	12698
资产总计	129351	187158	185956	238142
流动负债	89377	134071	116561	162492
短期借款	23740	31000	31000	31000
应付票据及应付账款	27443	30029	33742	39617
其他流动负债	38194	73043	51819	91876
非流动负债	7013	13749	12122	10305
长期借款	2367	8549	6412	4275
其他非流动负债	4647	5200	5710	6030
负债合计	96390	147821	128683	172797
少数股东权益	3811	4852	5557	6606
股本	4193	4228	4609	4609
资本公积	11444	12004	23144	23144
留存收益	9308	15090	21504	29576
归属母公司股东权益	29150	34486	51716	58738
负债和股东权益	129351	187158	185956	238142

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-9215	34482	-16911	46184
净利润	-6949	5782	6414	8072
折旧摊销	2507	2296	2369	2439
财务费用	281	706	879	1049
投资损失	-294	-800	-1200	-1600
营运资金变动	-9792	27922	-26233	35558
其他经营现金流	5032	-1423	861	666
投资活动现金流	-966	1175	3049	2654
资本支出	4882	-2751	-2589	-2369
长期投资	311	900	699	600
其他投资现金流	4227	-676	1160	885
筹资活动现金流	888	14734	9006	-2886
短期借款	9021	7260	0	0
长期借款	-636	6183	-2137	-2137
普通股增加	0	35	382	0
资本公积增加	140	560	11140	0
其他筹资现金流	-7637	696	-379	-749
现金净增加额	-8975	50391	-4856	45952

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	85513	95560	107164	126414
营业成本	57368	59253	65487	78116
营业税金及附加	638	1157	1300	1500
营业费用	9084	10200	11600	12900
管理费用	3651	5000	5700	6800
研发费用	10906	12500	14200	16100
财务费用	281	706	879	1049
资产减值损失	2077	4679	3419	4071
其他收益	2081	2326	2608	3077
公允价值变动收益	-861	-631	-351	-446
投资净收益	294	800	1200	1600
资产处置收益	19	2687	0	0
营业利润	-612	7248	8037	10110
营业外收入	143	210	210	210
营业外支出	6881	230	230	230
利润总额	-7350	7228	8017	10090
所得税	-401	1446	1603	2018
净利润	-6949	5782	6414	8072
少数股东损益	-383	1041	706	1049
归属母公司净利润	-6984	4741	5708	7022
EBITDA	-4026	10272	11053	12786
EPS (元)	-1.52	1.03	1.24	1.52

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-21.4	11.7	12.1	18.0
营业利润(%)	-109.1	1284.3	10.9	25.8
归属于母公司净利润(%)	-252.9	-167.9	20.4	23.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	32.9	38.0	38.9	38.2
净利率(%)	-8.2	5.0	5.3	5.6
ROE(%)	-21.1	14.7	11.2	12.4
ROIC(%)	-10.1	7.9	7.2	8.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	74.5	79.0	69.2	72.6
净负债比率(%)	22.9	-71.2	-43.3	-111.0
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.6	4.3	4.4	4.7
应付账款周转率	1.9	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	-1.52	1.03	1.24	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.44	7.48	-3.67	10.02
每股净资产(最新摊薄)	4.97	6.13	9.86	11.39
估值比率	-	-	-	-
P/E	-33.0	48.6	40.4	32.8
P/B	10.1	8.2	5.1	4.4
EV/EBITDA	-55.0	18.2	17.3	11.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033