

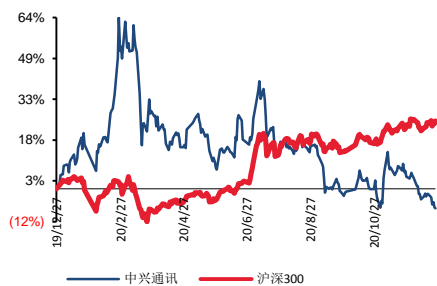
中兴通讯(000063)

目标价: 35.00
昨收盘: 31.04

信息技术 技术硬件与设备

5G 时代，不一样的中兴通讯

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 4,613/4,232
总市值/流通(百万元) 143,201/131,354
12 个月最高/最低(元) 55.11/31.04

相关研究报告:

中兴通讯(000063)《中兴市场份额超 30%，5G 大规模交付将拉抬公司业绩》--2020/04/26

中兴通讯(000063)《5G 龙头建设全面加速，核心龙头蓄势待发》--2020/03/29

中兴通讯(000063)《超百亿元定增尘埃落定，全面分享 5G 建设红利》--2020/01/20

证券分析师: 李宏涛

电话: 18910525201

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 李仁波

电话: 18822886673

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040002

证券分析师: 赵晖

核心观点

推荐逻辑: 中兴三步走战略: 恢复、发展、超越, 正处于从恢复阶段向发展阶段前进。随着全球 5G 大规模组网的进行, 在国内平稳的基础上, 其他亚洲地区有望快速推进 5G, 公司在芯片上不受限制, 且在人力和技术有长期的竞争优势, 保障公司运营业务快速增长。参考 4G 时期, 随着 5G 持续推进, 毛利率是逐渐提升的过程, 同时 5G 的海外可达市场空间更大, 技术相比于 4G 更具有竞争力。5G 换机潮为中兴重启终端业务提供了良好的机遇, 中兴技术积淀深厚, 终端业务有望迎来改善。收购中兴微电子剩余股权, 有望迎来价值重估。

全球开启 5G 建设周期, 中兴有望充分受益。 预计未来五年全球运营商资本开支超 1 万亿美元, 其中主要用于 5G 建设。相比于 4G 时期, 当国产 4G 设备进入全球市场时, 全球 4G 建设已经进入成熟期, 而我国引领全球 5G, 可达的市场更大。爱立信、诺基亚、思科等海外设备商份额下滑, 中兴技术优势明显, 国内份额稳中有升。

随着 5G 建设推进毛利率有望提升。 回顾 4G 建设时期, 建设初期, 各大设备商都采取比较激进的价格竞争的策略, 所以新建招标项目毛利率相对较低。此后随着技术革新带来的成本端下降, 综合毛利率逐步提升。公司 4G 时期毛利率从 2016 年的 30.75% 上升到 2018 年的 32.91%。相比于华为、诺基亚等竞争对手公司的毛利率也略低, 部分竞争对手的峰值年度毛利率高达 44%, 预计随着 5G 产品的占比提升, 未来毛利率有望提升到 40% 以上与竞争对手接近。

5G 换机为中兴终端业务提供良好的发展机遇。 预计到 2021 年, 5G 手机出货量达到 5.4 亿部, 其中中国市场将超 3 亿台。中兴通讯手机业务在经历辉煌时期后衰落, 但其技术积累和销售经验仍有助于 5G 时期发展终端业务。手机终端芯片不受制约, 且公司 7nm 芯片实现量产, 预计明年中兴的 5G 终端业务将恢复增长。

中兴微电子价值重估。 公司公告将以 26 亿元中兴微电子剩余股权, 并定增募投资金用于新一代 5G 芯片的研发。有利于进一步提高公司的核心竞争力。参考公司最新披露的情况, 预计中兴微电子 2020 年收入 89 亿元(yoy160%), 净利润 5 亿元, 同比均大幅增长, 公告中给予的估值为 138 亿元。但是若参考上市公司行业平均 18 倍 PS, 84 倍 PE, 我们认为给予行业平均 80 倍 PE, 合理估值为 400 亿。

电话：15201962711

E-MAIL: zhaohui@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520010003

投资建议。公司是全球 5G 领导者，我们看好未来在全球 5G 市场的份额。深厚的技术积淀，公司终端业务有望迎来拐点。同时随着 5G+行业应用的逐渐深入，国内数字化进程加快，公司已经突破高端路由器和交换机，政企业务有望快速增长。预计 2020~2022 年公司营收 1025.38 亿、1174.15 亿、1300.71 亿，归母净利润 43.23 亿、64.79 亿、74.76 亿，对应的 PE 为 33/22/19。给予 2021 年 PE 为 25X，对应的目标价为 35.00 元，给予“买入”评级。

风险提示：海外订单获取不及预期；国内 5G 建设进度不及预期；智能手机销售不及预期；成本控制不及预期导致毛利率不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90736.58	102538.45	117415.69	130071.32
(+/-%)	6.11%	13.01%	14.51%	10.78%
净利润(百万元)	5147.88	4322.55	6479.17	7476.05
(+/-%)	-26.29%	-16.03%	49.89%	15.39%
摊薄每股收益(元)	1.12	0.94	1.40	1.62
市盈率(PE)	28	33	22	19

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、浴火重生的全球领先通信主设备商	7
(一) 全球领先的主设备商，经历了四个高速增长期	7
(二) 宽产品线布局对抗运营商资本开支结构调整	8
(三) 业务恢复良好，毛利率提升潜力大	10
(四) 历经美国数次制裁重新出发	11
(五) 新管理层优秀，股权激励激发员工动力	12
二、运营商业务格局重塑：市场份额提升，可达市场空间大	14
(一) 全球 5G 周期开启拉动电信设备需求	14
(二) 海外竞争对手日渐式微	17
(三) 技术优势明显，国内份额稳中有升	19
三、消费者与政企再入轨道：手机市场恢复，择机拓展国外市场	24
(一) 5G 换机为中兴终端业务提供良好的发展机遇	24
(二) 公司储备丰富，有望重现过去的辉煌	26
(一) 5G 周期毛利率提升，长期稳定的竞争优势	28
(二) 收购中兴微电子股权，强化芯片自主供应能力	30
(三) 5G 行业应用爆发，政企业务有望快速增长	32
(四) 合规管理升级：全球经营的生命线	34
四、盈利预测及估值	35
(一) 盈利预测	35
(二) 估值及投资建议	36
六、风险提示	38

图表目录

图表 1: 中兴通讯近 20 年经历了四次增长高峰.....	7
图表 2: 中兴通讯发展历程.....	8
图表 3: 中兴通讯产品线布局.....	9
图表 4: 中国移动近年资本开支结构.....	9
图表 5: 资本支出对应的设备商产品细分领域.....	9
图表 6: 各业务的营业收入占比.....	10
图表 7: 近 5 年营业收入及增速.....	11
图表 8: 近 5 年扣非净利润及增速.....	11
图表 9: 近五年期间费率 (%).....	11
图表 10: 近五年毛利率与净利率 (%).....	11
图表 11: 中兴通讯被美制裁事件始末.....	12
图表 12: 中兴通讯股权结构图 (截止 2020 年 10 月 31 日).....	13
图表 13: 历次股权激励情况统计.....	14
图表 14: 我国 5G 基站建设数据预测.....	14
图表 15: 我国运营商资本开支预测.....	14
图表 16: 全球各地区 5G 发展情况.....	15
图表 17: SINGTEL 和 STARHUB 的 5G 资本开支.....	16
图表 18: 泰国 5G 频谱拍卖情况.....	16
图表 19: 2020~2025 年全球各地区 5G 资本开支预测.....	16
图表 20: 全球各地区 5G 设备规模预测 (百万美元).....	17
图表 21: 爱立信营业收入增长缓慢 (人民币: 亿元).....	17
图表 22: 爱立信净利润持续下行 (人民币: 亿元).....	17
图表 23: 爱立信加强研发投入.....	18
图表 24: 爱立信聚焦 5G 毛利率恢复.....	18
图表 25: 诺基亚营业收入增长乏力 (人民币: 亿元).....	18
图表 26: 诺基亚净利润逐渐下滑 (人民币: 亿元).....	18
图表 27: 诺基亚网络业务收入增速持续下滑.....	18
图表 28: 诺基亚毛利率逐年下滑.....	18
图表 29: 近年全球设备商市场份额.....	19
图表 30: 2019 年各国制造工人工资 (美元/月).....	20
图表 31: 海外设备商人均薪酬高于国内 (万元/年).....	20
图表 32: 华为和中兴 5G 必要专利占比高.....	20
图表 33: 中兴 AAU 在尺寸、重量、及功耗与接口与共模能力上具有相对优势.....	21
图表 34: 国产 BBU 在功耗与容量上具有较大优势.....	21
图表 35: 2020 年运营商 5G 集采中标情况.....	22
图表 36: 中国移动 4G 基站历年集采份额分布.....	22
图表 37: 全球 4G 商用网络数量.....	22
图表 38: 我国 4G 新建基站数与用户渗透率.....	23
图表 39: 全球 4G 覆盖率接近饱和.....	23
图表 40: 各地区的移动用户趋势.....	24
图表 41: 我国 5G 手机出货量渗透率快于全球.....	25
图表 42: 5G 手机换机潮即将来临.....	25
图表 43: 5G 手机用户渗透率.....	25
图表 44: 全球智能手机厂商市场占有率.....	27
图表 45: 中兴手机性价比高.....	27
图表 46: 中兴发布 5G 手机.....	27
图表 47: 随着 4G 建设逐渐成熟中兴毛利率逐渐走高.....	29

图表 48: 中兴 5G 技术领先.....	29
图表 49: 中兴微电子股权结构.....	30
图表 50: 中兴微电子产品结构丰富.....	31
图表 51: 国内大型 IC 设计企业对比.....	31
图表 52: 5G+行业应用爆发带动政企业务提升.....	33
图表 53: 全球以太网交换机市场份额情况 (亿美元)	34
图表 54: 全球路由器市场空间 (亿美元)	34
图表 55: 中兴加强了合规管理.....	34
图表 56: 分业务营收预测 (亿元)	35
图表 57: 分部估值法	36
图表 58: 中兴 ROE 高于竞争对手.....	36
图表 59: 中兴毛利率逐渐提升与竞争对手接近.....	36
图表 60: 中兴研发投入占收入比重逐渐提升.....	37
图表 61: PE-BAND.....	38

投资要点

1、关键假设

我们预计运营商 5G 建设周期在未来 3 年仍将保持高强度，假设未来三年运营商资本开支强度保持在 8~10% 的增长，且中兴份额稳步提升。

中兴重启手机终端业务，假设中兴未来的手机销售量保持 15% 左右的增长。

5G+ 行业应用深入发展、数字化转型升级，中兴已突破高端路由器和交换机，预计中兴政企业务将成为重要增长点，预计未来保持 10% 左右的增长。

假设公司销售费率、财务费率、管理费率等保持平稳。

2、区别于市场观点

市场认为 5G 建设进入缓慢发展阶段，实际上随着全球 5G 大规模组网的进行，在国内平稳的基础上，其他亚洲地区快速推进 5G，公司在芯片上不受限制，且在人力和技术有长期的竞争优势，保障公司运营业务快速增长。同时相比于 4G，公司 5G 设备的海外可达市场空间更大，技术相比于 4G 更具有竞争力。

中兴三步走战略：恢复、发展、超越，正处于从恢复阶段向发展阶段前进。参考 4G 时期，随着 5G 持续推进，毛利率是逐渐提升的过程，同时 5G 换机潮为中兴重启终端业务提供了良好的机遇，终端业务有望迎来改善。中兴突破了高端路由器交换机，随着 5G 带来的数字化转型，企业网通信设备开支有望增加，企业业务有望成为新的增长点。

收购中兴微电子剩余股权，有望迎来价值重估。市场并未对其合理定价，事实上中兴微预计 2020 年收入 89 亿元 (yoy160%)，净利润 5 亿元，同比均大幅增长，公告中给予的估值为 138 亿元。但是若参考上市公司行业平均 18 倍 PS，84 倍 PE，我们认为给予行业平均 80 倍 PE，合理估值为 400 亿。

3、股价上涨催化剂

1) 运营商集采中兴份额超预期；2) 智能手机销量超预期；3) 毛利率提升。

4、合理估值及投资评级

预计 2020~2022 年公司营收 1025.38 亿、1174.15 亿、1300.71 亿，归母净利润 43.23 亿、64.79 亿、74.76 亿，对应的 PE 为 33/22/19。给予 2021 年 PE 为 25X，对应的目标价为 35.00 元，给予“买入”评级。

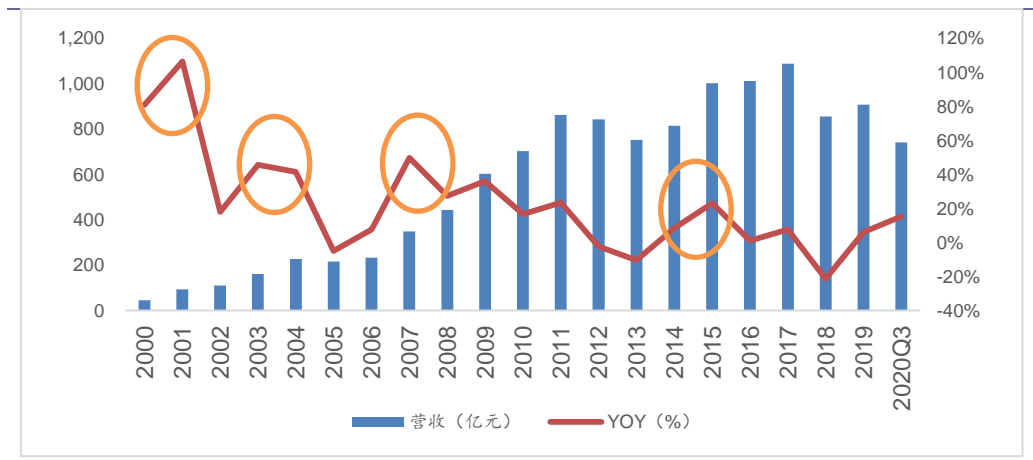
一、浴火重生的全球领先通信主设备商

(一) 全球领先的主设备商，经历了四个高速增长期

中兴通讯成立于 1985 年，早期主要产品是程控交换机，于 1997 年在深交所 A 股上市，并于 2004 年首次在香港 H 股上市。经历过我国通信设备行业大发展的浪潮，现已发展为全球领先的综合性通信设备商，产品遍布全球运营商，产品线覆盖运营商网络、政企业务、消费者终端业务，业务覆盖 160 个国家和地区，服务全球 1/4 以上人口。

公司深耕通信设备领域 30 余年，近 20 年经历了四次增长高峰。第一次是 2001 年，营收同比增长 106.3%，主要得益于公司在移动通信领域取得巨大的进步，CDMA 产品在联通新时空取得大规模应用；第二次是 2003~2004 年，营收同比增长 45.66%、41.54%，原因系抓住了互联网泡沫崩溃后全球电信行业复苏的商机，国际销售额大幅增长；第三次是在 2007~2009 年，在全球通信行业竞争日趋激烈的环境下，中兴抓住国际投资结构调整和新兴市场发展的机遇，以及国内 3G 网络开始部署，在 3G、手机、光通信等产品实现快速增长，市场份额得到较大提升；第四次是在 2014~2015 年，主要由于国内外 4G 系统产品、国内外光接入产品、国内光传送产品、国际路由器产品、国际手机产品、国内外家庭终端产品营业收入上升，智慧城市项目快速增长及数据中心、ICT 业务增加所致。随着 2019 年工信部向三大运营商发放 5G 牌照，中兴通讯基于全面的运营商产品布局，强大的全球技术竞争力，把握国内新基建的机遇，有望开启新一轮的高增长。

图表 1：中兴通讯近 20 年经历了四次增长高峰



资料来源：Wind，太平洋证券整理

公司的发展历经波折，大致可以分为四个阶段。第一阶段，在互联网泡沫破裂后，全球电信业受重创的背景下，在 CDMA 和 PHS 领域处于领先地位的中兴取得了巨大成功；第二阶段，3G、4G 时代的追赶者，国内 3G、4G 牌照发放时间分别晚于欧美 8 年、4 年，

但是由于中国移动采用 TD-SCDMA 的标准，国内政府支持力度和运营商网络建设的力度较大，因此中兴的市场份额在 3G、4G 年代快速提升，追赶爱立信、诺基亚等国外通信设备商巨头。第三阶段，2016 年和 2018 年，受美国商务部的贸易制裁，公司一度陷入低谷，但在管理层换血之后业绩全面恢复。第四阶段，在 5G 时代，公司率先完成 5G 终端与系统 NSA 端到端测试，是全球 5G 设备领先者。

图表 2：中兴通讯发展历程

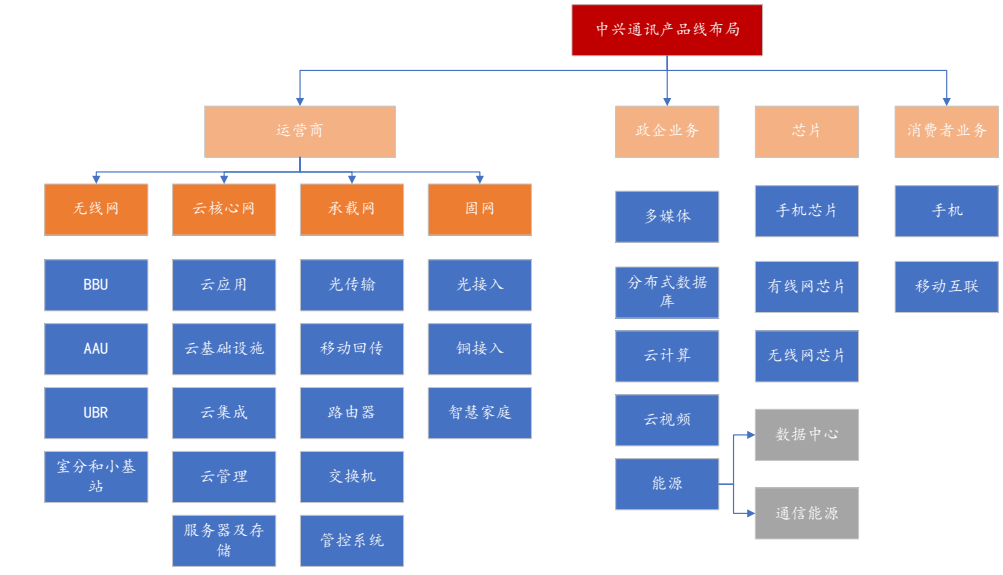
时间	事件
1985 年	中兴通讯成立，着手自主研发
1990 年	中兴通讯自主研发成功第一台数据数字用户交换机 ZX500
1999 年	推出 ZTE189 全中文双频手机和 GSM900/1800 双频移动通信系统，并出口海外
2000 年	销售额突破 100 亿元，成立韩国研究所，致力于 CDMA 产品研发
2005 年	确定“MTO 战略”，开始大力开拓国外运营商市场，与和黄英国公司签署 30 万部 WCDMA 终端合同，3G 终端首次大规模进入欧洲市场
2008 年	进入全球 Top100 的 51 家运营商短名单，服务全球 140 多个国家和地区的 500 多家运营商，基站发货量占据全球新增市场的 18%
2012 年	中兴通讯携手中国移动香港，正式推出中兴全球首款单芯片 4GLTE 智能手机—GrandXLTE (T82)，成为国内首家正式推出 4GLTE 智能手机的手机生产商
2016 年	中兴遭美国商务部工业与安全局制裁，对其实施出口限制措施，年底 BIS 作出进一步裁定，将临时普通许可延期至 2017 年 2 月 27 日
2018 年 4 月	中兴再次被美国商务部制裁，
2018 年 6 月	中兴被罚款 14 亿美元，并重组董事会，李自学出任公司董事长，从而解决了“禁运”危机
2018 年 7 月	中兴解禁以来，拿下的三大运营商订单累计超过了 5 亿元人民币
2018 年 8 月	中兴通讯已恢复正常生产产能，公司正集中资源投入到 5G 建设，5G 测试进度已全面赶上国家测试进展
2018 年 12 月	中兴通讯率先完成 5G 终端与系统 NSA 端到端调通
2019 年 10 月	中兴通讯荣获中国 5G 试验第三阶段测试证书，率先公布 5G 旗舰手机价格并开启线上预售，在欧洲开通业界首个 5G 网络切片商城
2020 年 3 月	中国移动进行了 5G 集采二期招标，中兴通讯获得 28.7% 的份额
2020 年 4 月	电信联通进行了 5G 基站集采，中兴获得超 30% 份额

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二) 宽产品线布局对抗运营商资本开支结构调整

公司产品覆盖全系列的“无线、有线、云计算、终端”等领域。运营商网络提供无线接入、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。

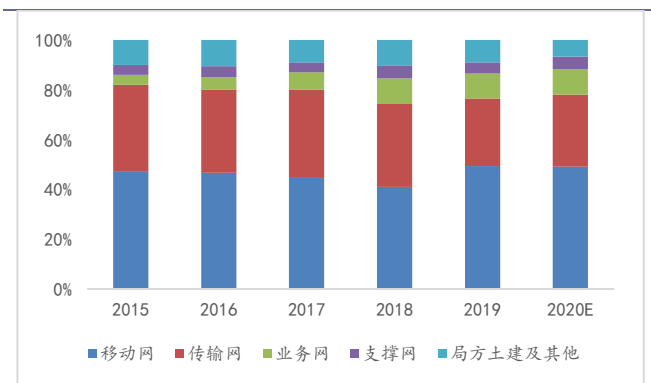
图表 3：中兴通讯产品线布局



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

近年来运营商的资本开支不仅具有周期性变化，结构上也发生了明显变化。2016~2018 年，移动网的资本开支占比逐年减少，主要是由于 4G 建设周期基站建设减少。2019 年工信部向三大运营商发放 5G 牌照，移动网资本开支占比从 2018 年的 41% 大幅上升到 2019 年的 49%，预计 2021 年将保持在 50% 左右，对公司的无线产品和设备产生积极影响。传输网建设的投入呈下降的态势，占比从 2015 年的 35% 下降到 2019 年 29%，不利于光模块产品等。但是随着无线网络覆盖的推进，运营商在传输网和核心网的资本开支将逐渐增长。运营商的资本开支结构变化会给产品单一的公司带来业绩波动，但中兴公司由于产品线宽布局，在国内运营商各产品领域的份额均超过 30%，能够很好地对抗运营商资本开支结构的调整。

图表 4：中国移动近年资本开支结构



资料来源：Wind，太平洋证券整理

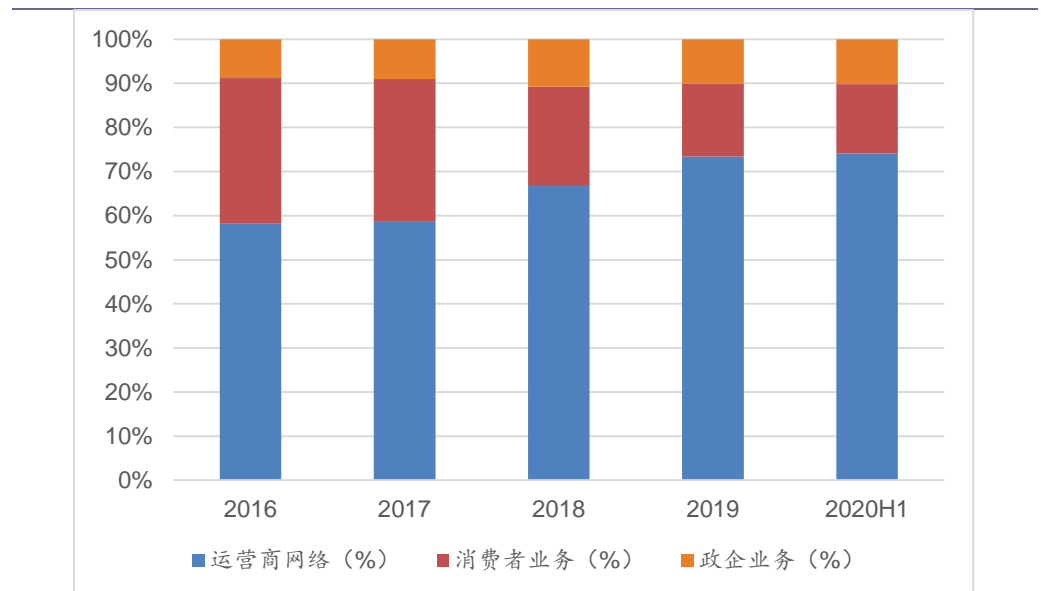
图表 5：资本支出对应的设备商产品细分领域

资本支出	细分领域	未来趋势
移动网	主设备、小基站、网络规划、前传光模块	持续增长
传输网	核心网、骨干网。主要包括中回传高速光模块、光纤光缆、xPON、传输设备等	触底反弹、快速增长
支撑网	IT 支撑软件、设备等	保持
业务网	网络设备	大体保持
局方土建及其他	动力、温控、储能、散热等	保持

资料来源：太平洋证券整理

公司营业收入主要来自运营商网络，未来政企业务和消费者业务占比提升潜力大。据 2020 年中报，公司的运营商网络、消费者业务、政企业务的营收为 349.7 亿元、74.13 亿元、48.17 亿元，业务收入比例为 74.09%、14.71%、10.2%。消费者业务收入占比逐年走低，但随着中兴在智能终端的技术积淀，叠加需求端的 5G 换机潮，公司在渠道、营销投入资源后，消费者业务占比有望回升。

图表 6：各业务的营业收入占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 业务恢复良好，毛利率提升潜力大

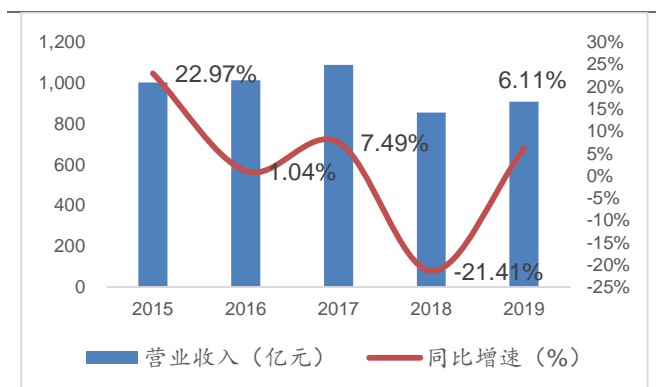
公司近年的营业收入大幅度波动，2015~2019 年的营收分别为 1001.86 亿元/1012.33 亿元/1088.15 亿元/855.13 亿元 (YOY-21.41%) /907.37 亿元。公司 2018 年收入同比下滑 21.41%，主要系国内 4G 建设进入后周期，叠加美国制裁中兴并限制对其出口导致。公司的扣非净利润在 2015~2019 年分别为 25.78 亿元/21.31 亿元 (YOY-17.3%) /9.03 亿元 (YOY-57.6%) /-33.96 亿元 (YOY-475.9%) /4.85 亿元。2016 年、2018 年的下降是受美制裁导致；2017 年的下降主要是因为非流动资产处置和其他项目造成公司非经常性损益增加 43.55 亿元。2019 年工信部向运营商发放 5G 牌照，5G 建设周期开启，且美国制裁的利空出尽，业务逐渐恢复，营收和扣非净利润同比增长 6.11%和 114.27%，业绩恢复良好。

公司 2015 年到 2020Q3 的期间费用率保持稳定，约为 28%左右。其中，销售费用率稳中趋降，从 2015 年的 11.75%逐步降低至 2020Q3 的 7.7%，我们猜测是由于与下游运营商建立了长期的深度合作关系；管理费用率从 2015 年的 14.56%增加至 2020Q3 的 19.44%，上升的一个重要驱动因素是法律事务费用；财务费用率每年保持在低水平，主要系公司现金资产规模大，利息支出和汇兑损

失较低。2019 年财务费率增加主要是短期贷款增加导致利息费用增加。

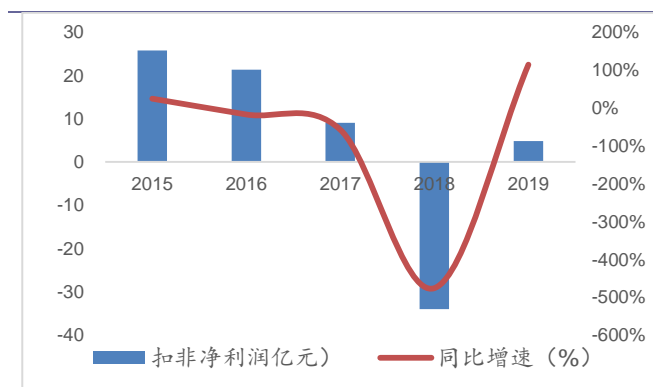
2015~2019 年的毛利率呈逐步上升的趋势。2019 年毛利率较上年同期上升 4.26 个百分点，主要是由于毛利率较高的运营商网络营业收入占比增长，以及运营商网络毛利率上升所致。2019 年运营商网络、消费者业务、政企业务的毛利率分别为 42.61%、17.90%、29.16%，其中运营商网络的毛利率最高。2020Q3 由于运营商网络以及政企业务毛利率较上年同期下降，使得毛利率同比下降 6.23%。随着全球 5G 建设的推进，运营商网络收入的提升，5G 设备毛利率提升，综合毛利率提升潜力大。

图表 7：近 5 年营业收入及增速



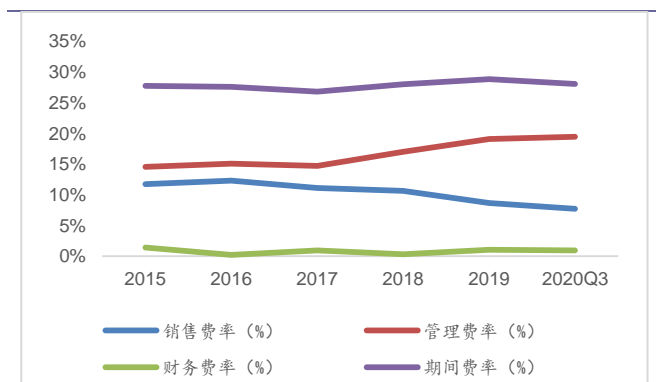
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：近 5 年扣非净利润及增速



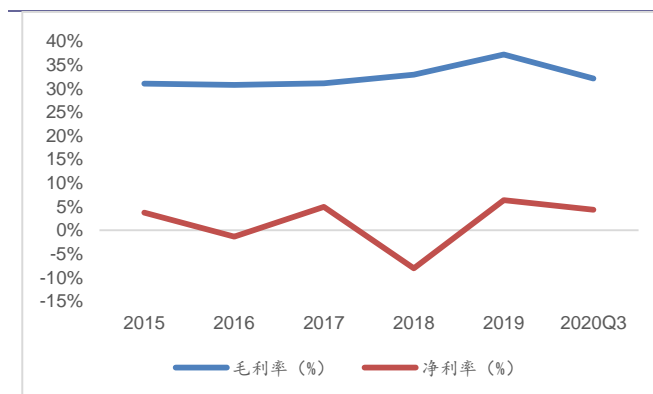
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：近五年期间费率 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：近五年毛利率与净利率 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(四) 历经美国数次制裁重新出发

历经数次制裁和波折，中兴重新出发。2016 年 3 月 7 日，美国商务部工业与安全局（下称 BIS）以违反美国出口管制法规为由将中兴通讯公司等中国企业列入“实体清单”，对中兴公司采取限制出口措施。2017 年 3 月 8 日，中兴通讯认罪并同意接受处罚，支付合计 8.9 亿美元罚款与 BIS 和解。2018

年 4 月 16 日，BIS 以中兴通讯对某些员工未及时扣减奖金和发出惩戒信，并在函件中做了虚假陈述为由，激活对中兴通讯的拒绝令，期限为 7 年，并对中兴通讯处以 3 亿美元罚款。2018 年 6 月 7 日，美国政府与中兴通讯达成协议，中兴再次缴纳 10 亿美元罚金，并改组董事会，解除了第二次禁运危机。经历了两次制裁的中兴浴火重生，在 2019 年净利润、净利率、毛利润均达到历史最高水平。

图表 11：中兴通讯被美制裁事件始末

时间	事件
2016 年 3 月 7 日	美国商务部工业与安全局（下称 BIS）以违反美国出口管制法规为由将中兴通讯公司等中国企业列入“实体清单”，对中兴公司采取限制出口措施
2016 年 3 月 24 日	美国商务部临时解除对中兴的贸易制裁，对中兴通讯及深圳市中兴康讯电子有限公司的出口限制将不会在 2016 年 6 月 30 日之前实施，以缓解中美之间的紧张态势
2016 年 6 月 28 日	美国商务部宣布将发给中兴通讯的临时许可的有效期延长至 2016 年 8 月 30 日，继续暂缓执行针对该公司的出口禁令，之后又几次裁定延缓至 2016 年 11 月 28 日、2017 年 2 月 27 日、2017 年 3 月 29 日
2017 年 3 月 8 日	中兴通讯认罪并同意接受处罚，支付 8.9 亿美元罚款。此外，BIS 还对中兴处以暂缓执行的 3 亿美元罚款，在中兴于七年暂缓期内履行与 BIS 达成的协议要求的事项后将豁免支付。
2017 年 3 月 29 日	BIS 发布和解令，中兴与 BIS 达成的协议已生效。经 BIS 建议，本公司及深圳市中兴康讯电子有限公司将于 2017 年 3 月 29 日（美国时间）被移出实体名单
2018 年 3 月 8 日	中兴通讯股份有限公司对相关在职员工发出惩戒信，对扣减 2016 年奖金作出安排，将从 2017 年度的奖金中扣减，并且主动向德克萨斯州北区美国地方法院报告相关情况
2018 年 4 月 16 日	BIS 以中兴通讯对某些员工未及时扣减奖金和发出惩戒信，并在函件中做了虚假陈述为由，激活对中兴通讯的拒绝令，下令禁止美国公司向中兴通讯出口电讯零部件产品，期限为 7 年。此外，还对中兴通讯处以 3 亿美元罚款。
2018 年 6 月 7 日	美国政府与中兴通讯达成协议，中兴再次缴纳 10 亿美元罚金，并改组董事会，即可解除相关禁令
2018 年 6 月 13 日	中兴通讯和全资子公司深圳市中兴康讯电子有限公司已与 BIS 达成《替代的和解协议》，中兴通讯将支付合计 14 亿美元民事罚款，在中兴通讯及时全额支付 10 亿美元及将额外的 4 亿美元支付至美国银行托管账户后，BIS 将终止拒绝令并将中兴通讯从《禁止出口人员清单》中移除
2018 年 7 月 13 日	根据 BIS 发布的“拒绝令接触令”，BIS 已终止 2018 年 4 月 15 日拒绝令并将中兴通讯从《禁止出口人员清单》中移除

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（五）新管理层优秀，股权激励激发员工动力

公司第一大股东为中兴新通讯有限公司。据 2020 年三季度报，该公司持有中兴通讯 22.44% 的股份，为中兴通讯的控股股东。中兴新通讯有限公司的股东分别为：深圳市中兴维先通设备有限公司（民营企业）、西安微电子技术研究所（国有事业单位）、深圳航天广宇工业有限公司（国

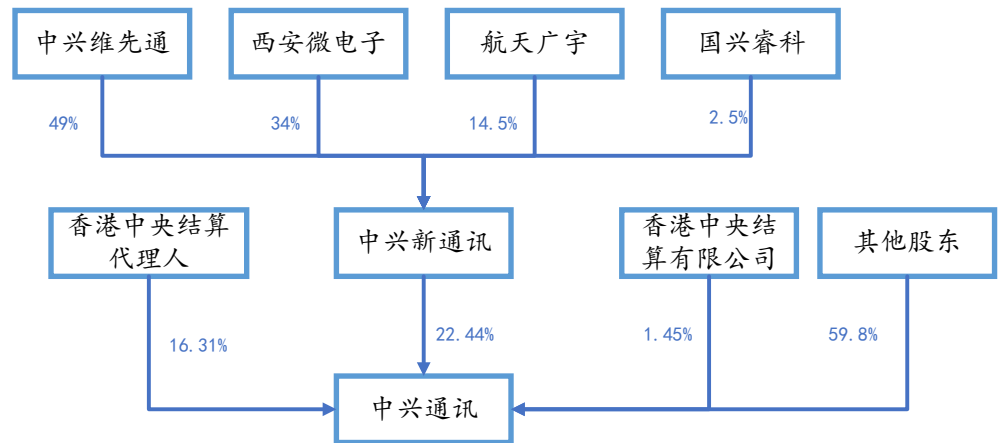
有独资企业)、珠海国兴睿科资本管理中心(有限合伙)。

2018年6月,新管理层接任制裁后的中兴,新管理层技术经验丰富,且有多年的电信行业管理经验。董事长李自学在2010年至2014年历任西安微电子技术研究所副所长,拥有丰富的行业从业及管理经验;总裁兼执行董事徐子阳1998年至2011年历任中兴通讯股份有限公司南京研发中心GSM产品线开发部程序员、科长,PS开发部长,核心网产品总经理;2011年至2013年任中兴通讯股份有限公司MKT四分部总经理分管欧美系统产品,拥有多年的电信行业从业及管理经验。

新的管理层重视技术研发,并且让公司业绩逐渐摆脱美国制裁的影响,破冬迎春。公司将5G作为发展核心战略,多年加大研发力度,不断创新。2017/2018/2019年的研发人员为28942/25969/28301人,在所有员工中的占比为38.71%/38.06%/40.39%,研发费率分别为11.91%/12.75%/13.83%,2020Q3为14.56%,研发投入占收入比重逐渐增加。无线方面,公司中标国内三大运营商5G二期集采项目,以全系列5G商用设备助力中国移动建设全球最高规格、最大规模、最全场景的5G SA网络;依托中兴微电子的芯片自主设计和开发能力,基于7nm自研芯片的高性能、全系列的无线产品助力运营商打造高性价比、平滑演进的5G网络。在固网接入领域,光接入旗舰TITAN容量和集成度业界最强;截至2020年H1,拥有约7.6万件全球专利申请、持有有效授权专利超过3.6万件。根据国际知名专利数据公司IPLytics在2020年2月发布的报告,中兴已向ETSI披露5G标准必要专利2561族,位列全球前三。

在新管理层的带领下,公司业绩破冬迎春。2018Q3营业收入达193.32亿元,环比(Q2为110.08亿元)增长75.62%,并且Q3单季度归母净利润扭亏为盈。2019年毛利率和净利率均达到2015年来最高水平,公司业务全面修复。

图表 12: 中兴通讯股权结构图(截止2020年10月31日)



四次股权激励激发员工动力。公司分别在 2009 年、2013 年、2017 年、2020 年进行股权激励，激发员工动力。最近的一次股权激励为 2020 年 11 月 7 日，给与董事会成员（10 人）合计 135 万股，给与其他业务骨干（6113 人）不超过 15712.2 万股，预留人员 500 万股，激励总数为 16347.2 万股，占总股份的比例为 3.54%。股票期权的行权价格为 34.47，有效期为 4 年，新管理层上任后的首次股权激励，有望进一步发挥激励作用，将公司的人才和技术优势效用更大化，助力公司借 5G 时代东风扶摇直上。

图表 13：历次股权激励情况统计

	2020-11-07	2017-07-07	2013-11-01	2009-07-07
激励标的物	期权	期权	期权	股票
激励方式	股票期权	股票期权	股票期权	定向发行股票
激励总数(万股/万份)	16347.2	14960.12	10298.9	8505.0238
激励总数占比(%)	3.5434	3.5713	3	4.87
期权初始行权价格	34.47	17.06	13.69	16.06
有效期(年)	4	5	5	5
首次实施公告日	2020-11-07	2017-07-07	2013-11-01	2009-07-07

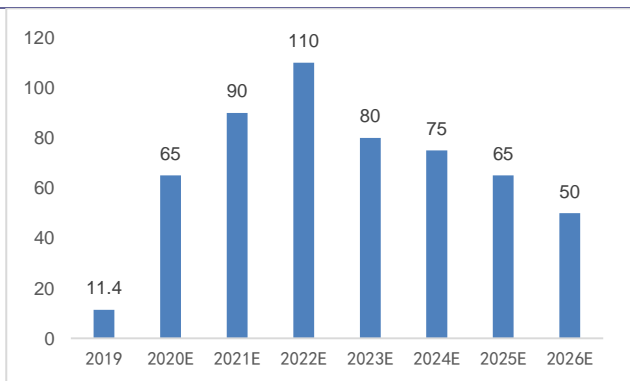
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、运营商业格局重塑：市场份额提升，可达市场空间大

（一）全球 5G 周期开启拉动电信设备需求

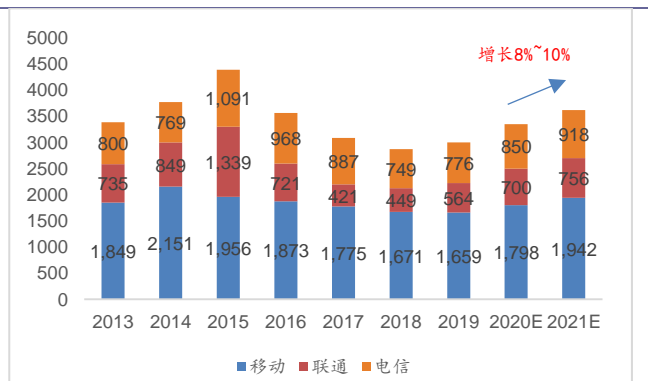
全球开启 5G 建设周期，中兴有望充分受益。我国引领了 5G 建设，我国 2019 年发放 5G 牌照。我国已建成全球最大 5G 网络，5G 基站达 70 万个，占全球比重近 7 成，连接超过 1.8 亿个终端。要满足全国覆盖，约需要建设 500 万 5G 基站。预计 2021 年我国将继续建设超 90 万的 5G 基站以满足覆盖要求，三大运营商资本开支将继续保持 8%~10% 的增长。

图表 14：我国 5G 基站建设数据预测



资料来源：太平洋证券整理

图表 15：我国运营商资本开支预测

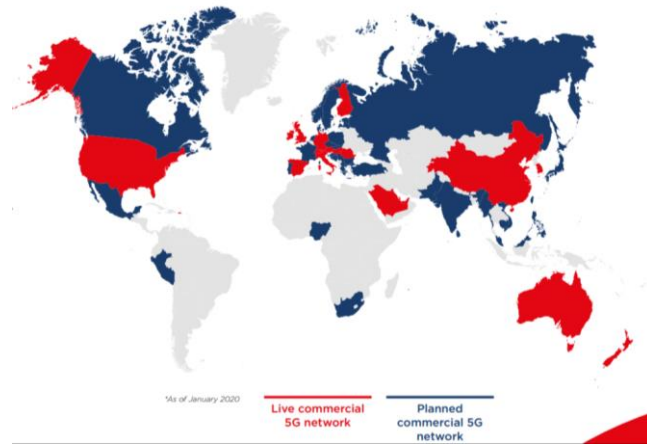


资料来源：运营商公告，太平洋证券整理

全球 5G 建设的启动将意味着新一轮的设备商景气周期的开启，我们认为中兴作为全球 5G 领

先厂商有望充分受益。目前 4G 仍然占据主导地位，从全球看，中国、韩国、美国等是全球建设 5G 积极性最高的国家，未来最大的 5G 建设增量来自于亚太地区，目前已经有 9 个国家正建设 5G，未来已经有 12 个国家和地区宣布要规划建设 5G 网络。随着 5G 技术的成熟和应用的成熟，欧洲、北美、东南亚也将是 5G 建设的重要目标市场。据 GSMA 预测 2020 到 2025 年亚太地区运营商资本开支为 4140 亿美元，其中用于 5G 的支出为 3310 亿美元。全球范围看，目前 24 个地区的 46 家运营商已经开始 5G 商业化，此外有 39 个地区的 79 家运营商计划商用 5G。

图表 16：全球各地区 5G 发展情况



资料来源：GSMA，太平洋证券整理

东北亚其他地区，韩国 5G 基站已超过 11.5 万个，实现覆盖韩国 93% 的人口，5G 用户达 634 万；日本政府于 2019 年 4 月发放了 5G 专用的新频谱，NTT docomo、KDDI、软银以及乐天这四大公司，预计到 2024 年底将投资 1 万亿日元，在日本全国修建大约 7 万个基站。

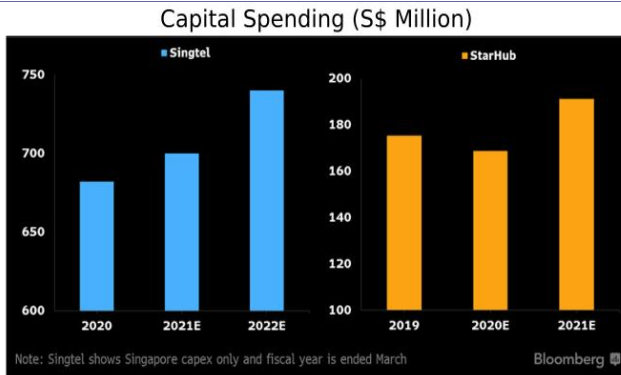
东南亚方面，2019 年 6 月，菲律宾电信巨头 Globe Telecom 推出了该国第一个 5G 商用网络服务；新加坡 2021 年推出两条独立运行的 5G 网络，到 2022 年底将建成覆盖全国一半范围的 5G 网络，到 2025 年将覆盖全国。新电信（Singtel）以及星和（StarHub）与第一通（M1）组成的联营公司已经中标建设最终将覆盖全国的 5G 电信网络，预计 2020 年、2021 年 Singtel 和 StarHub 的资本开支达到 8.5 亿美元、8.9 亿美元。泰国 AIS 计划在全国率先推出 5G，抢购了 2 月份 5G 拍卖中的最大带宽（1310MHz），并且计划 2020 年将资本开支增加 75% 至 350 亿泰铢。

欧洲方面，德国电信大力进行 5G 部署，已安装了 1.8 万个 5G 天线单元，提前实现了 2020 年覆盖德国一半人口的目标（超过 4000 万人），计划在 2020 年末覆盖三分之二的人口；根据沃达丰财务报告，计划 2021 年上半年资本支出为 33.63 亿欧元（同比增长 12%）；西班牙电信德国公司的目标是到 2022 年覆盖 1600 万人。2020 年欧洲各国密集展开 5G 频谱拍卖，华为在 2 月份已获得的全球 91 个 5G 商用合同中 47 个来自欧洲地区。

南美方面，中兴将在巴西、阿根廷、哥伦比亚、秘鲁、墨西哥等国推进 5G。正在与墨西哥电

信巨头美洲移动和西班牙电信进行现场试验。

图表 17: Singtel 和 StarHub 的 5G 资本开支



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

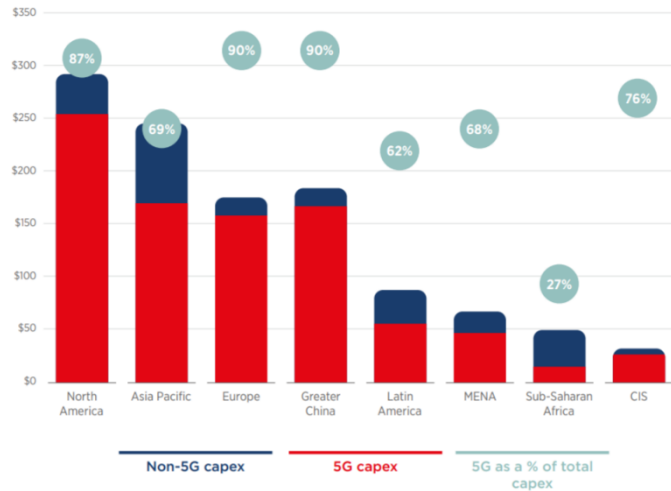
图表 18: 泰国 5G 频谱拍卖情况

	700-MHz	2,600-MHz	26-GHz	Total
Advanced Info Service	10-MHz	100-MHz	1,200-MHz	1,310-MHz
True Corp.	-	90-MHz	800-MHz	890-MHz
Total Access	-	-	200-MHz	200-MHz
CAT Telecom	20-MHz	-	-	20-MHz
TOT	-	-	400-MHz	400-MHz

资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

预计未来五年全球运营商资本开支超 1 万亿美元，其中主要用于 5G 建设。运营商最大的 5G 支出分别来自于北美、亚太、大中华、欧洲和拉美地区。对于国产设备商而言，相比于 4G 时期，当国产 4G 设备进入全球市场时，全球 4G 建设已经进入成熟期，而我国引领全球 5G，可达的市场更大。

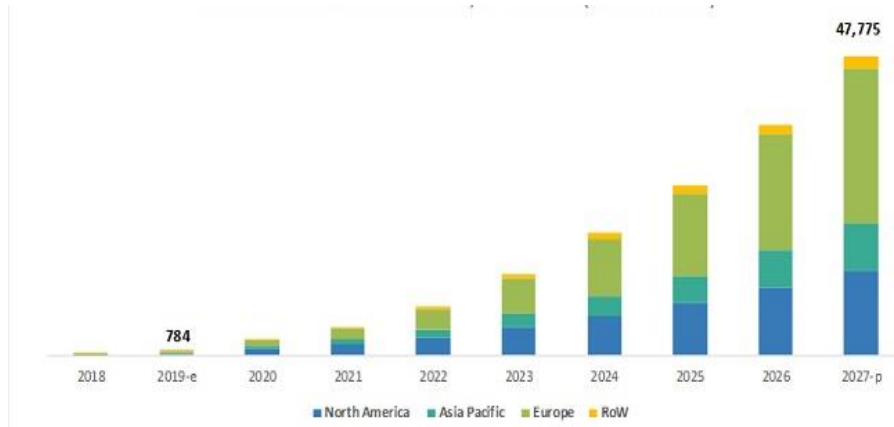
图表 19: 2020~2025 年全球各地区 5G 资本开支预测



资料来源: GSMA, 太平洋证券整理

5G 建设的周期开启有望拉动通信设备的需求，市场空间巨大，亚太地区、欧洲和北美是重要的市场。据 markets and markets 预测，预计到 2027 年将达到 477.75 亿美元，复合年增长率将达到 67.1%。

图表 20：全球各地区 5G 设备规模预测（百万美元）



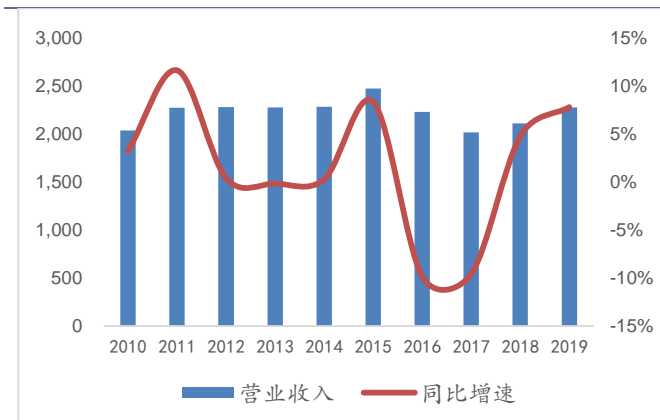
资料来源：markets and markets, 太平洋证券整理

（二）海外竞争对手日渐式微

近年随着国内设备厂商技术提升，产品竞争力增强，阿朗、摩托、北电等传统电信设备巨头相继衰落，造成这一情况的原因很多，但是我们认为最重要的是我国工程师红利以及我国运营商在电信行业的巨大投入导致。

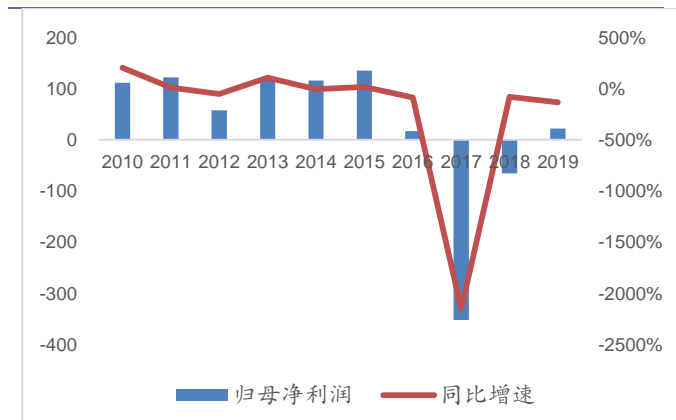
从收入端和利润端看，爱立信近年营业收入维持在 2000 亿元附近。其净利润整体上也逐年下滑，从 2010 年的 111.46 亿元降至 2019 年的 22.23 亿元，期间 2017 年、2018 年的净利润分别亏损 352.16 亿元、65.3 亿元，所有细分业务收入都有所下降。爱立信网络业务逐渐下滑，为维持增长进而推进毛利率较低的数字服务和托管业务，在网络业务领域竞争力逐渐衰弱。爱立信的毛利率在 2017 年以前逐年下滑，主要是成本管控不善，在华为和中兴的挤压下毛利率走低。2017 年以后爱立信聚焦通信设备业务，控制成本、投入 5G 研发，毛利率得以改善。

图表 21：爱立信营业收入增长缓慢（人民币：亿元）



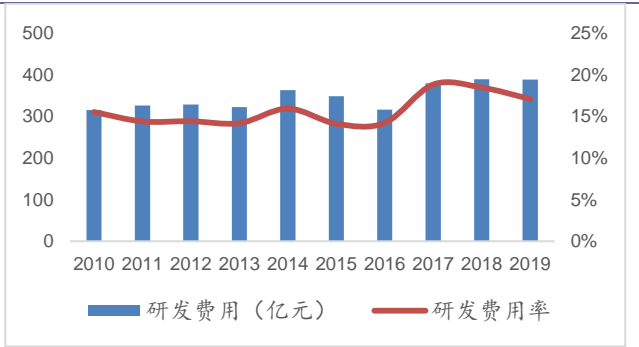
资料来源：Bloomberg, 太平洋证券整理

图表 22：爱立信净利润持续下行（人民币：亿元）



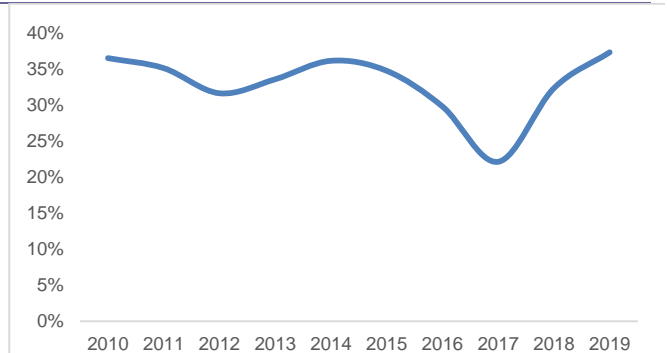
资料来源：Bloomberg, 太平洋证券整理

图表 23: 爱立信加强研发投入



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

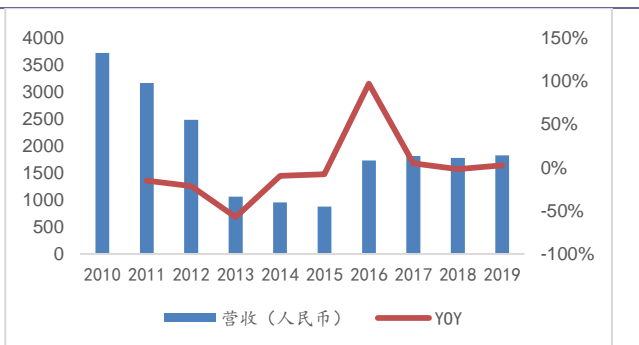
图表 24: 爱立信聚焦 5G 毛利率恢复



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

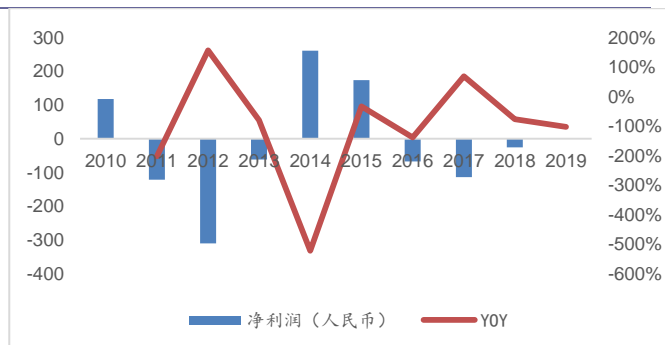
另一大电信设备巨头诺基亚陷入困境，在中国最新的 5G 无线招标中市场份额为零。2010 年凭借手机市场的优势，营业收入达到了 3717 亿元，在 2013 年将手机业务出售给微软后，收入大幅度下降至 1060 亿元。在 2015 年 11 月收购阿朗后收入上升至 1730 亿元，但之后业绩增速继续下滑。诺基亚的衰落除了由于手机业务发展不力，电信设备业务持续下滑也是经营困境的主要原因之一，并购阿朗后这一趋势仍未逆转。

图表 25: 诺基亚营业收入增长乏力 (人民币: 亿元)



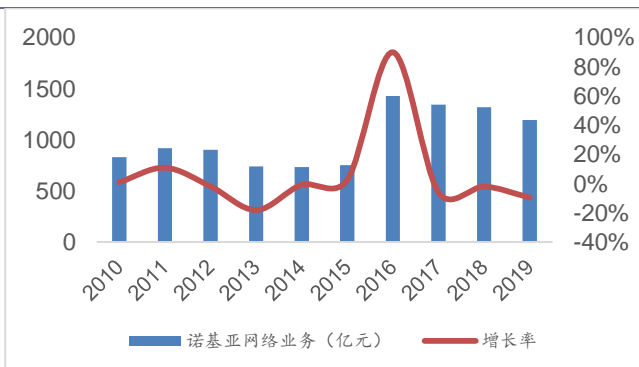
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 26: 诺基亚净利润逐渐下滑 (人民币: 亿元)



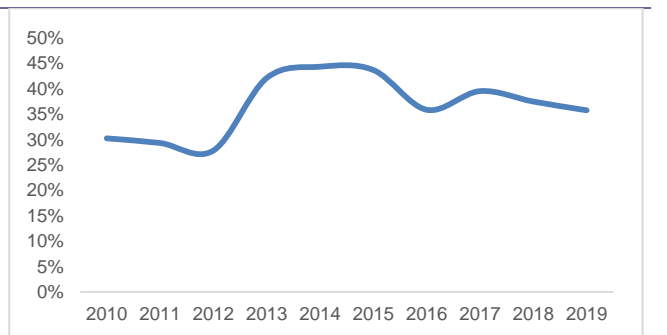
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 27: 诺基亚网络业务收入增速持续下滑



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

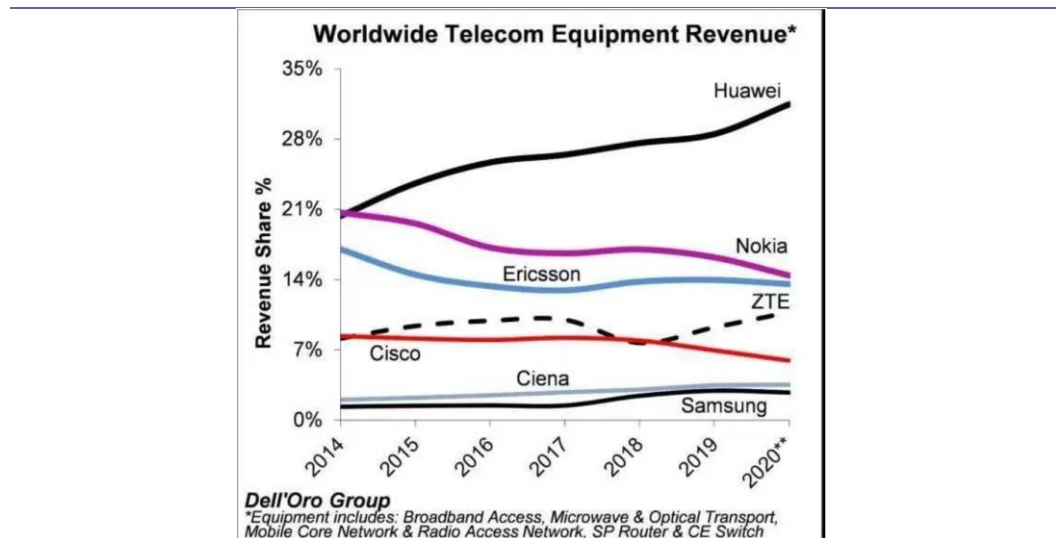
图表 28: 诺基亚毛利率逐年下滑



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

我国电信设备商在全球市场份额持续增加，爱立信、诺基亚、思科等海外设备商份额下滑。2020 年上半年全球设备商整体上同比增长 4%。其中，华为继续排名第一，市场份额为 31%，（同比上升 3%）；诺基亚排名第二，市场份额为 14%（同比下降 2%）；爱立信排名第三，市场份额稳定在 14%；中兴通讯排名第四，市场份额为 11%（同比上升 2%）；思科排名第五，市场份额为 6%（同比下降 1%）。海外主要竞争对手的市场份额出现下滑趋势，诺基亚、爱立信、思科等国际厂商逐渐衰弱，而国内的华为与中兴稳步上升，主要原因是中国在上半年大规模推出 5G，华为和中兴占据了超过 80% 以上的市场份额。中兴在 2018 年受美国制裁的影响导致其市场份额下滑，但 2019 年业绩拐点显现，市场份额明显提高。随着公司先发性的 5G 布局和深厚的技术积累，市场份额有望进一步提高。

图表 29：近年全球设备商市场份额

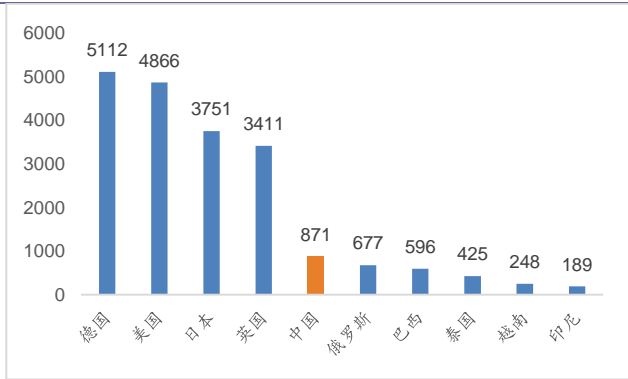


资料来源：Dell'Oro Group，太平洋证券整理

（三）技术优势明显，国内份额稳中有升

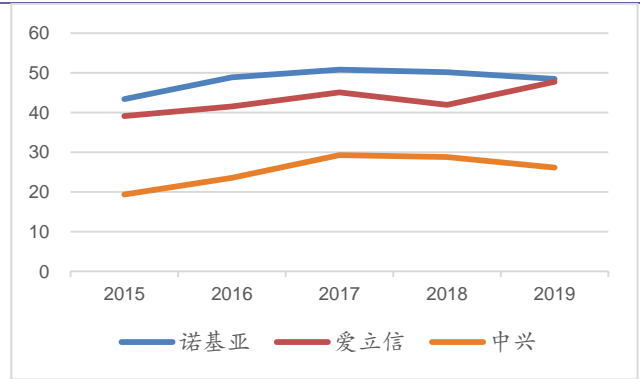
我国领导全球 5G 建设，在工程师红利的驱动下，通信行业作为劳动密集型、技术密集型行业，国产通信设备商成本优势明显。从制造业的劳工成本看，我国 2019 年制造业工人工资为 871 美元/月，远低于德国、美国、日本等国。我国政府对高等教育的支出一直维持着增长趋势，且近年来，对工科院校的科研教学投入增速大于一般高等院校。我国工程师数量及质量得到良好保障。海外工程师工资水平也明显高于国内，爱立信和诺基亚等海外设备商人均薪酬约为 40~50 万元/年，中兴近年的人均薪酬约 20~30 万/年，工程师薪酬远低于海外。基于我国工程师红利和制造业的成本优势，我国通信设备商在技术和成本相比于海外设备商均具有长期稳定的竞争力，未来或将继续蚕食海外设备商份额。

图表 30：2019 年各国制造工人工资（美元/月）



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

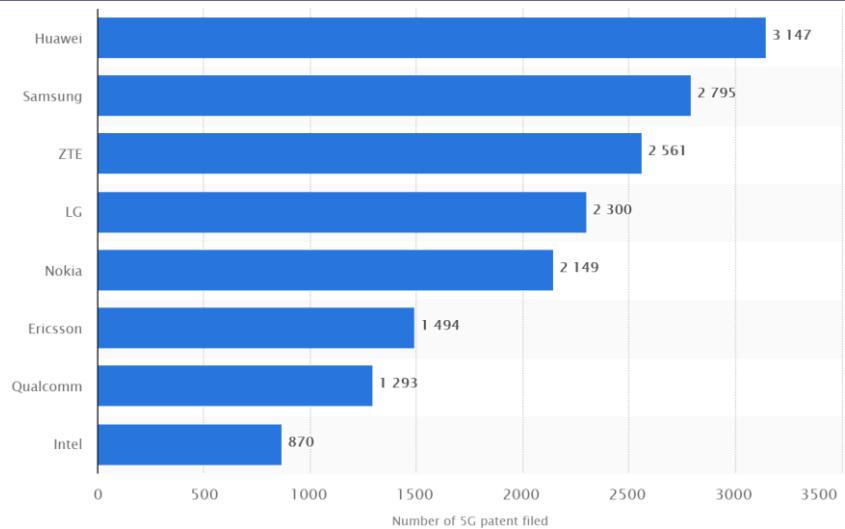
图表 31：海外设备商人均薪酬高于国内（万元/年）



资料来源：中兴年报，Bloomberg，太平洋证券整理

中兴的 5G 专利位居前三，仅次于华为和三星。战略全球专利布局超过 5000 件，位列 5G 全球战略布局第一阵营。根据国际知名专利数据公司 IPLytics 在 2020 年 2 月发布的报告，中兴已向 ETSI 披露 5G 标准必要专利 2,561 族，位列全球前三。

图表 32：华为和中兴 5G 必要专利占比高



资料来源：IPLytics，太平洋证券整理

国产 5G 设备技术优势明显。从工信部公布的主流 5G 产品参数情况看，以主流的 64T64R，工作频段 160MHz 的 AAU 设备为例，华为和中兴在功耗、重量上略优于爱立信和诺基亚。从接口上看，华为和中兴均支持 eCPRI 协议，大大减小了前传接口的数据传输压力，使用 25G 光模块即可满足前传需求，同时中兴支持 CPRI 接口，利于运营商网络设备平滑演进，避免下一代通信技术升级时更换设备风险。此外，华为和中兴设备均支持 4G/5G 共模。

图表 33：中兴 AAU 在尺寸、重量、及功耗与接口与共模能力上具有相对优势

设备厂商	AAU 型号	尺寸 (mm)	重量 (kg)	功耗	通道数	振子数	发射功率	工作频率	接口能力	4G/5G 共模
爱立信	AIR6488	810*400*200	47	800 W	64T64R	192	200W	160M Hz	3*CPR1	不支持
诺基亚	AEHB	990*540*130	47	960 W	64T64R	192	320W	160M Hz	1*eCPR1	已支持
华为	AAU5619	965*470*195	41	770 W	64T64R	192	240W	160M Hz	2*eCPR1	已支持
中兴	A9611A S26	860*490*180	43	860 W	64T64R	192	240W	160M Hz	3*CPR1 1*eCPR1	已支持

资料来源：工信部，太平洋证券整理

国产 BBU 在功耗和容量上更具优势。中兴 BBU 单模支持最大 15 个小区远高于爱立信和诺基亚。单模支持 5 个 S111。在功耗上相比于诺基亚更具优势。

图表 34：国产 BBU 在功耗与容量上具有较大优势

设备厂商	设备型号	重量 (kg)	机框		主控板			基带板	
			基带板槽位	满框配置功耗	尺寸	单模最大小区数	单模支持 S111 基站数	前传接口需求	支持小区数
爱立信	Base band 6630	6.5	/	120W (典型) 180W (最大)	1U	3	1	3*10GE	3
诺基亚	Air scale	23.5	6	934W (典型) 1522W (最大)	3U	6	2	1*25GE	1
华为	BBU5 900	18	6	1150W (最大)	2U	18	6	1*25GE	3
中兴	V920 0	18	5	315W (S111 配置) 1200W (最大)	2U	15	5	1*25GE	3

资料来源：工信部，太平洋证券整理

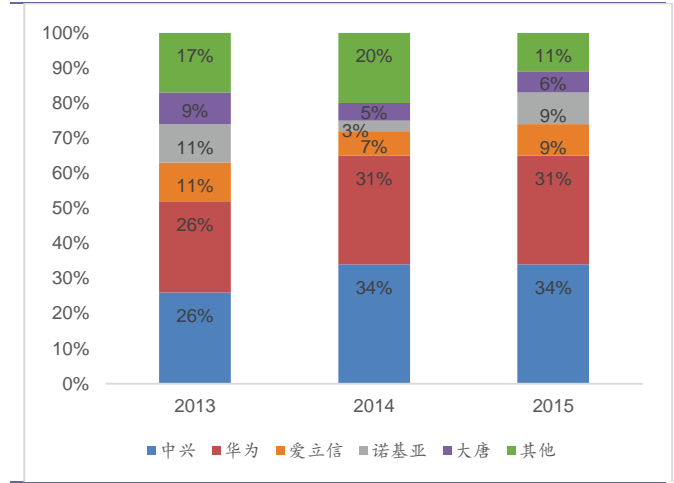
华为中兴在国内 5G 份额相比于 4G 时期大幅提升，未来份额有望进一步增加。4G 时期，华为和中兴份额之和约为 65%，爱立信和诺基亚份额之和约为 20%。2020 年运营商 5G 无线招标中，华为、中兴份额之和超过 86%，仅剩爱立信作为第三中标，份额约 10%。从我国三大运营商招标结果说明我国通信设备崛起之势明显，性能参数优异，占据了绝大部分份额。华为和中兴作为 5G 全球领导者，未来在国内的市场份额优势有望继续扩大。

图表 35：2020 年运营商 5G 集采中标情况

5G 网络	运营商	采购金额 (亿元)	中标企业			
			1	2	3	4
5G 无线网	中国移动	370	华为 57.7%	中兴 28.9%	爱立信 11.1%	大唐移动 2.2%
	中国电信	328	华为	中兴	爱立信	大唐移动
	中国联通					
5G 承载网	中国移动	95	华为 61.7%	烽火 22.8%	中兴 15.6%	
	中国电信	22	华为	中兴	奥普泰	
	中国联通	22	华为	中兴	烽火	
5G 核心网	中国移动	32	华为 66.9%	中兴 24.3%	爱立信 8.8%	
	中国电信	1.7	华为	中兴	爱立信	
	中国联通		华为	中兴	诺基亚	爱立信

资料来源：C114，太平洋证券整理

图表 36：中国移动 4G 基站历年集采份额分布

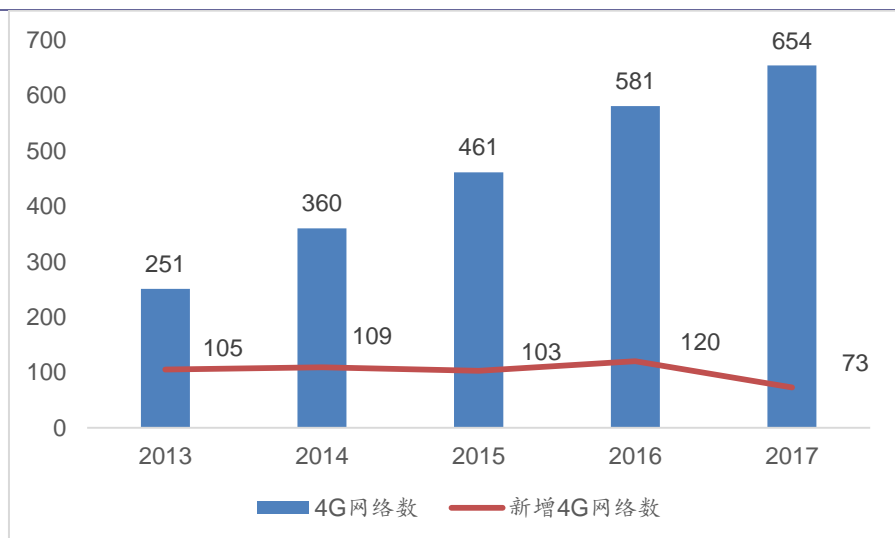


资料来源：C114，太平洋证券整理

(四) 5G 建设周期长于 4G，海外市场空间大

中兴切入 4G 海外主流运营商时，海外 4G 建设已经成熟，而中兴作为 5G 时期领导者，海外的可达市场空间更大。2009 年全球第一个 4G 试商用网络启动。到 2014 年全球已经有 79 个国家部署了 360 张 LTE 网络，用户规模超 1 亿。当中兴进入全球主流 LTE 网络建设中时，海外设备商已经占据了先发优势。

图表 37：全球 4G 商用网络数量

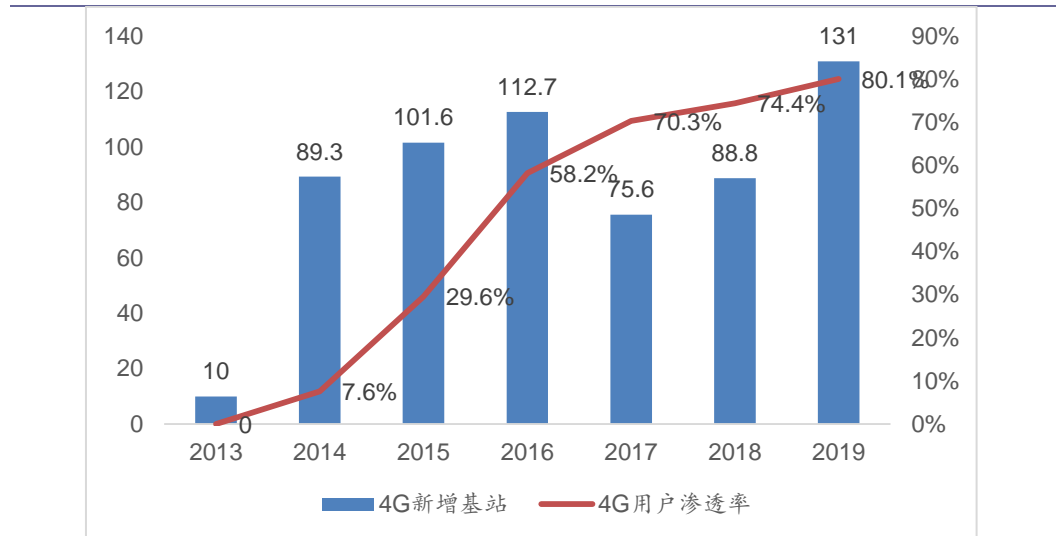


资料来源：GSA，太平洋证券整理

5G 时代，不一样的中兴通讯

中国的 4G 主要的投资时期为 6 年（2014 年~2019 年），在此期间平均每年新增近 100 万 4G 基站。运营商基站建设的头 3 年，用户渗透率快速提升，基站数量达到一半的建设量时，用户渗透率也达到 58%。5G 投资相比于 4G 将更加平缓 and 持续，预计建设期超过 8 年。初期商业部署主要在城市地区，后续 5G 覆盖将扩大到更广的地区。

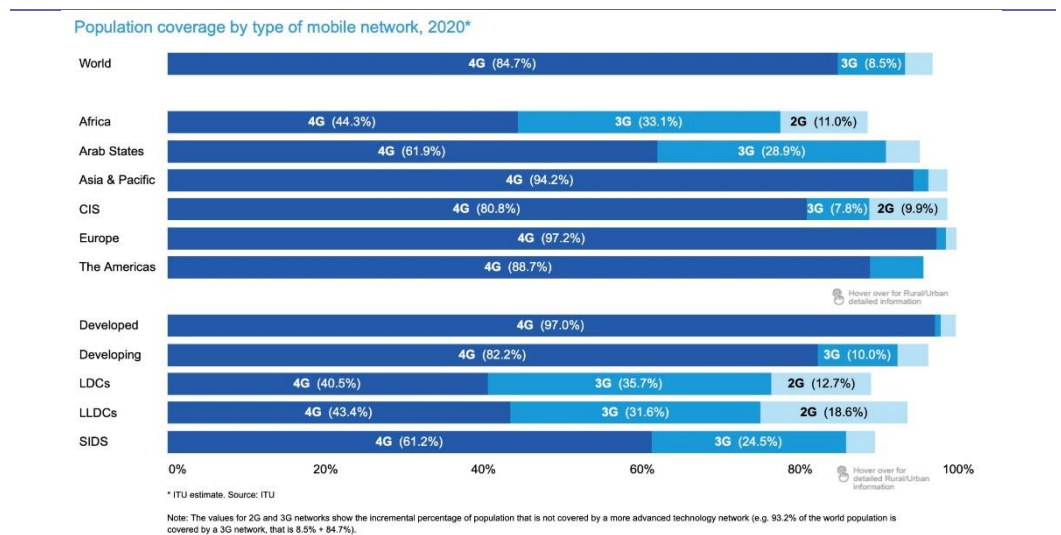
图表 38：我国 4G 新建基站数与用户渗透率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

全球 4G 覆盖率接近饱和达到 84.7%，5G 建设需求大。4G 建设已经接近尾声，亚太地区 4G 覆盖率达到 94.2%，欧洲地区 4G 覆盖率 97.2%，北美 4G 覆盖率 88.7%。运营商亟需开启 5G 网络建设，用于拓展客户提升 ARPU 值。

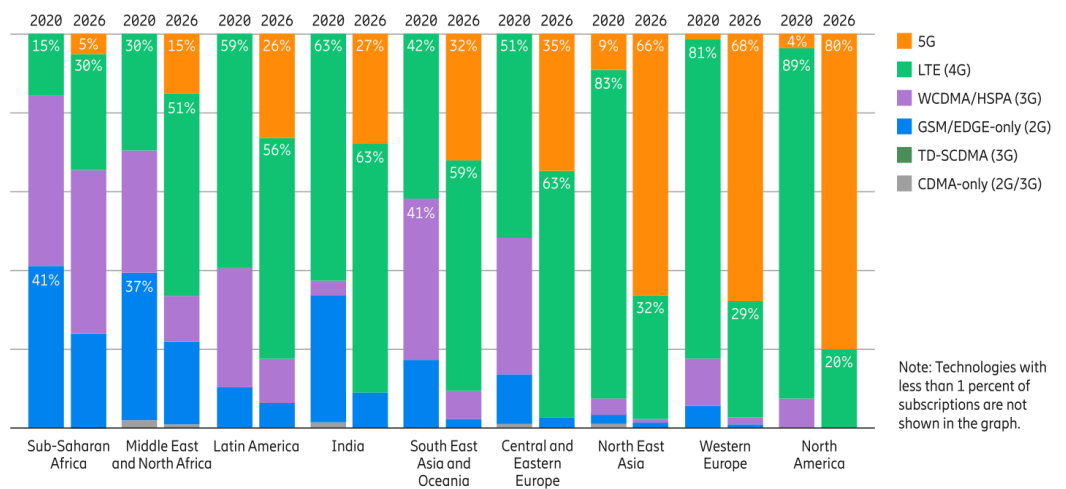
图表 39：全球 4G 覆盖率接近饱和



资料来源：ITU，太平洋证券整理

5G 时期海外可达市场空间巨大。在北美，5G 的商业化进程已经迈向轨道，运营商已经推出了专注于移动宽带的商用 5G 服务，支持所有三个频段的 5G 智能手机的推出。预计 2026 将有超过 3.4 亿的 5G 用户，占移动用户的 80%。在西欧，LTE 是占主导的接入技术，占有用户的 81%。预计到 2026 年，LTE 用户将下降到 29%，而 5G 渗透率将激增到 68%；在东北亚，2020 年已经加速 5G 部署，所有主要运营商现在都已经推出了 5G 商业服务。在韩国，5G 网络覆盖持续改善，目标是在 2021 年实现全国覆盖。在中国，三大运营商正在建设大规模的 5G 覆盖，预计到 2020 年底，中国的 5G 用户将达到 1.75 亿。日本主要的运营商已经推出了商用 5G 服务，日本的服务提供商现在正在加速 5G 部署和动态频谱共享，随着 5G 设备可用性的增加，2020 年底，预计日本将有超过 1.9 亿的 5G 用户，渗透率预计将达到 66%。在相对不发达的经济体地区，5G 的空间有限，未来仍以 3G、4G 为主导。撒哈拉以南非洲地区的移动普及率为 84%，低于全球平均水平。在 2020 年底，LTE 仅占到用户总数的 15%左右，市场份额较大的是 3G 和 2G。

图表 40：各地区的移动用户趋势



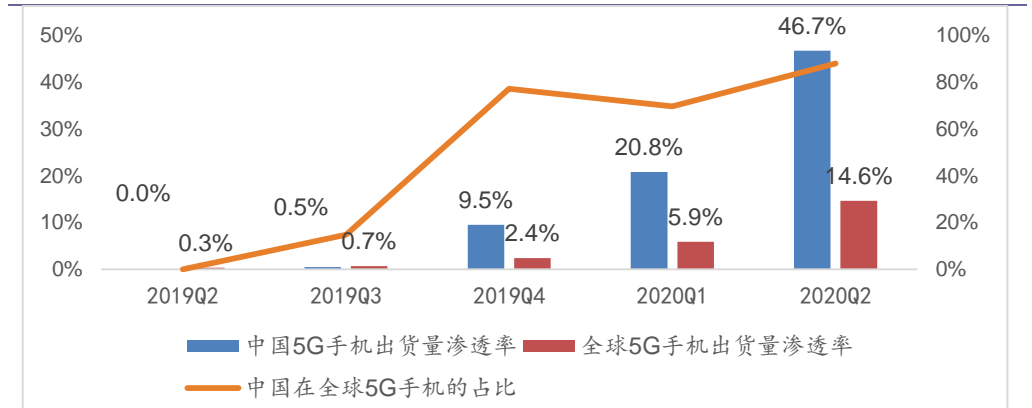
资料来源：Ericsson，太平洋证券整理

三、消费者与政企再入轨道：手机市场恢复，择机拓展国外市场

(一) 5G 换机为中兴终端业务提供良好的发展机遇

智能手机仍将是 5G 时期最重要的终端之一，中国市场引领全球。根据中国信通院数据截止到 2020 第三季度，国内市场手机出货量累计 2.26 亿，5G 手机累计出货 1.08 亿，渗透率 47.7%。从 6 月至 9 月，国内 5G 手机出货量占比均超六成，中国本土的 5G 手机渗透率和出货量均引领全球。根据 Canalys 预测 2020 年全球手机出货量约为 2.78 亿，大中华地区出货 1.72 亿，占比 62%。另据数据机构 Strategy Analytics 研究报告预测，到 2020 年底，达到 2.5 亿部，其中中国市场将超 1.6 亿台。5G 手机更新换代为中兴发展终端业务提供了良好的发展机遇。

图表 41：我国 5G 手机出货量渗透率快于全球



资料来源：IDC，太平洋证券整理

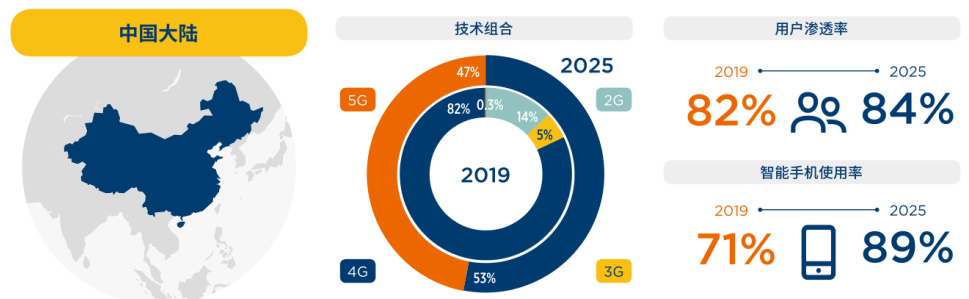
图表 42：5G 手机换机潮即将来临

地区	2020 (百万)		2021 (百万)		年度增长
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
大中华区	172	62%	305	56%	77%
北美	42	15%	92	17%	118%
欧洲、中东、非洲	31	11%	76	14%	141%
亚太 (除大中华区)	29	11%	57	11%	95%
拉丁美洲	3	1%	13	2%	342%
总计	278	100%	544	100%	95%

资料来源：Canalys，太平洋证券整理

全球已经推出多款 5G 智能手机，大多数是中国品牌，5G 终端受到中国市场的青睐。根据 GSMA 预测 2020 年，中国在全球 5G 连接中的占比将达到 70%，而到 2025 年，中国 5G 的用户使用率将增至近 50%。随着国内 5G 基站的建设不断完善，5G 手机换机潮即将来临。

图表 43：5G 手机用户渗透率



资料来源：GSMA，太平洋证券整理

今年全球智能手机出货量复苏，未来将迎来换机潮。一方面智能手机商在新冠疫情期间线上营销和销售，另一方面也大力发布新品，以激发手机终端的消费热情。据 Counterpoint Research 的最新报告，全球智能手机市场在 2020 年第三季度同比下降了 4%，但环比增长 32%，达到 3.66 亿部，手机市场正在复苏。根据 Statista 预测，全球的 5G 手机销量从 2021 年开始呈井喷式增长，2023 年将增长至 7.7 亿部。中兴的手机业务聚焦 5G，拓展国内外运营商和消费者市场，全球 5G 手机的爆发将为公司消费者业务带来良好的发展机遇。

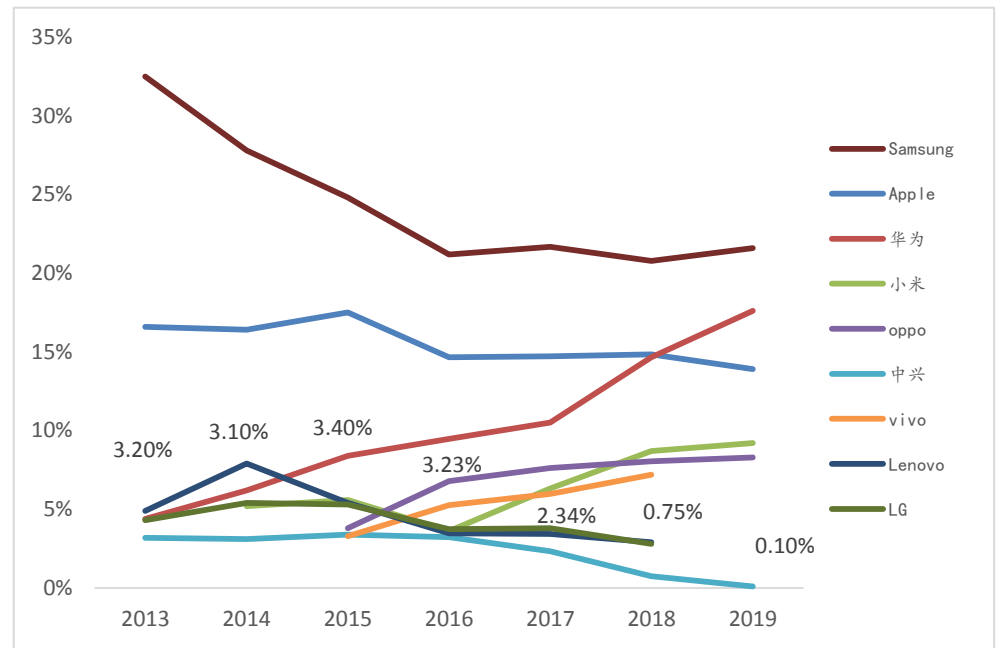
（二）公司储备丰富，有望重现过去的辉煌

中兴通讯手机业务在经历辉煌时期后衰落，但其技术积累和销售经验仍有助于 5G 时期发展终端业务。根据历史趋势，3G、4G 时期发牌后 1-2 年智能手机市场都会进入高速发展时期，因而 2021 年将是又一个手机市场洗牌、发展的上行期。随 5G 时代的全面到来，中兴持续引领创新，市场提供的新机遇让中兴手机有望重新崛起。

中兴积极把握机遇，大力发展手机业务，一度成为行业龙头企业。2G 时代，在其他厂商犹豫不决、市场存在巨大空缺时，中兴着重发展 CDMA 与小灵通，其手机业务迅速发展壮大，成为国内 CDMA 手机市场份额第一，手机业务占比逐年增长。3G 时期的关键技术仍以 CDMA 为底层专利技术。2009 年，中兴推出全制式九大品类 40 余款 3G 终端产品，成为中国 3G 第一品牌、全球第六大手机厂商。2011 年中兴推出全球首款双模双频 4G 数据卡，同年国际专利申请量跃居全球企业第一。IDC 报告显示，2011 年末，中兴通讯在全球手机出货量达 1710 万，占有率达到 4%，在全球手机市场排名第五，仅落后 LG 0.1%。2012 年，LTE 终端产品纷纷上市，中兴成为国内首家推出 4G LTE 智能手机厂商，也成为全球第四大手机厂商。

曾经的国产手机销量第一，在美国位居前四。2011 年，据 IDC 发布的报告，中兴通讯在全球手机出货量达 1710 万，占有率达到 4%，排名第五，与第四名 LG 之间仅差 0.1% 的距离。2012 年三季度，中兴通讯智能手机全球出货量跻身第四，但终端产品全年营收下降至 258.4 亿元。为增强自身的竞争力，中兴创立了努比亚品牌，定位高端市场。根据 EnfoDesk 统计，在 2013 年一季度中国手机整体销量为 9054 万台，环比增长 23.5%，同比增长 34.8%。排名首位的是三星，市场份额为 17%，而中兴以 6% 的市场份额排名第五，在国产手机中份额第一。2014 年中兴手机总出货量超过 1 亿部，海外市场占比超过了 70%。据 Strategy Analytics 公司数据显示，中兴仍占据美国手机市场前 4 名，同时中兴在美国预付费手机市场的销量排名为第 2 名，占据了 19.4% 的市场份额，并成功进入后付费市场。

图表 44：全球智能手机厂商市场占有率



资料来源：IDC，太平洋证券整理

同等价位的 5G 手机，中兴竞争优势明显。从价格来看，中兴 AXON20 和华为 nova7SE 这两款手机均在 2100-2800 元之间，中兴 AXON20 的价格甚至更低。从参数来看，中兴天机 Axon 20 5G 选择的是 6.92 寸超大 OLED 屏幕（分辨率大于华为 nova7 SE），智能 90Hz 高刷新率给消费者带来沉浸式体验；搭载了高通骁龙 765G 处理器，率先采用了目前最先进的 7nm EUV 工艺，虽然略逊于麒麟 820 处理器，但携带高通的知识产权使其更容易进入北美市场，有利于扩大在北美市场的竞争力；在摄像、续航等方面，它率先把最完美的全面屏解决方案—屏下摄像技术推向市场，并且在快充技术上 AXON20 也是比 nova7 SE 更具优势。

图表 45：中兴手机性价比高

	华为 nova7 SE	中兴 AXON 20
屏幕	6.5 英寸、2400×1080 像素	6.42 英寸、2460×1080 像素
CPU	海思 麒麟 820	高通 骁龙 765G
内存	8GB+128GB、8GB+256GB	8GB+128GB、8GB+128GB、8GB+256GB
拍照	后置：6400 万像素+800 万像素+200 万像素 前置：1600 万像素	后置：6400 万像素主镜头+800 万像素超广角镜头+200 万像素景深镜头 前置：3200 万像素(屏下摄像)
电池	4000mAh	4220mAh
价格	2399-2794	2198-2798

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

图表 46：中兴发布 5G 手机



(中兴天机 Axon 20 5G)

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

中兴可发挥技术和渠道优势，有望重塑巅峰辉煌。中兴在品牌，渠道与技术方面均有较大的竞争优势。品牌层面，中兴已经于2019年发布第一款商用5G手机Axon 10 Pro 5G，于2020年推出全球首款屏下摄像手机中兴天机 Axon 20，为中兴、努比亚、红魔这三个手机品牌重回主流视野奠定了开端。渠道层面，电信运营商渠道随5G时代的到来开始回暖，中兴已经与全球超过与全球70多家运营商和300多家行业客户展开5G业务合作。依托于运营商渠道优势，中兴有机会于2021全面回归中国2G市场。技术层面，中兴通讯可凭借完备的能力与丰富的经验，持续保持技术领先优势，作为全球5G技术研究、标准制定主要贡献者和参与者，中兴也较4G时代拥有更多的话语权。“1+2+N”智能终端产品布局，有机会重塑巅峰辉煌。

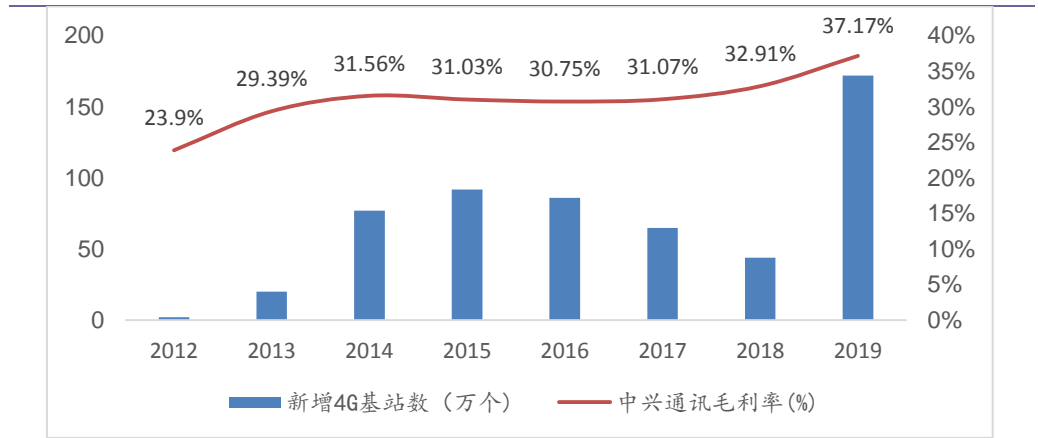
依托运营商渠道优势，拓展海外终端市场。公司于1998年进入美国市场，2007年开始销售终端，至今基本上与所有电信运营商建立了合作伙伴关系，如AT&T、Verizon、SprintT-mobile、MetroPCS等。与运营商的高度捆绑是中兴手机在北美地区能够持续增长的最大原因，原因系北美市场90%以上的智能手机都是通过运营商渠道销售的。2018年中兴Axon M折叠手机与AT&T合作，打开了美国中兴高端市场。未来中兴将继续与北美运营商保持长期深度合作关系，并且带动其在北美的手机市场份额的增加。

四、核心突破：芯片不受限，5G技术领先

（一）5G周期毛利率提升，长期稳定的竞争优势

移动基站建设和中兴通信的毛利率呈周期性变化，随着5G建设推进毛利率有望提升。回顾4G建设时期，在2012年、2013年4G部署时期，中兴通讯的毛利率都在30%以下，而在2014年、2015年等4G建设高峰期，公司毛利率大幅度上升，并且之后呈稳中有升的态势。毛利率从2016年的30.75%上升到2018年的32.91%。由于在新一代移动通信制式建设初期，各大设备商都采取比较激进的价格竞争的策略，所以新建招标项目毛利率相对较低。此后随着技术革新带来的成本端下降、后续扩容升级的需求等，会使得设备商的议价能力上升，综合毛利率逐步提升。2019年4G基站建设仍占主导（新增基站约174万个），毛利率进一步上升，此间伴随着少量5G（13万个）的建设。随着5G建设逐步推进，公司的毛利率将有望逐步提升。

图表 47: 随着 4G 建设逐渐成熟中兴毛利率逐渐走高



资料来源: Wind, 工信部, 太平洋证券整理

技术领先, 具有长期稳定的竞争优势。通信行业是高智力密集型制造业, 中兴受益于我国工程师福利, 人均薪酬大幅低于爱立信和诺基亚, 同时在 5G 必要专利数量方面, 中兴 (2561 族) 高于爱立信 (1494 族) 和诺基亚 (2149 族)。同时在 NSA 和 SA 的速率、时延、切片网络、频谱共享等技术领先。

图表 48: 中兴 5G 技术领先

	NSA 组网 单用户 下行速率	SA 组网 单小区 下行速率	时延	频谱共享技术	切片网络
爱立信	1.38 Gbps	5.16 Gbps	3.5ms	可在同一频段内和同一台无线设备上同时部署 4G 和 5G 网络, 并根据用户需求以毫秒级速度动态分配频谱, 获 GSMA 全球移动大奖最高荣誉	2013 年率先推出网络切片概念, 在中国 5G 技术实验第一阶段测试中结果达到预期
诺基亚	1.15 Gbps	未完成	3.8ms	支持 4G/5G 之间的频谱共享, 还包括 2G/3G/4G 技术之间的动态共享	支持切片网络中的 4G/5G 设备与运行在私有和公有云中的应用的连接
中兴	3.2 Gbps	超过 10 Gbps	<4ms	业界首推三模动态频谱共享解决方案 SuperDSS, 用于在 FDD 频段开通 5G 时实现多模频谱共享, 支持 2G/4G/5G 或 3G/4G/5G 的三模动态频谱解决方案, 可实现频谱效益最大化	创新性推出 Slice+ 网络切片技术, 在 5G 承载网中实现一套 IP 地址、一套 IGP 进程满足动态、海量切片的高效控制管理, 简化网络, 实现 5G 端到端 2B 切片快速部署
华为	1.86 Gbps	14.58Gbps	2ms	推出 4G/5G 瞬时动态频谱共享技术, 实现 4G 和 5G 同频段部署, 并基于用户实时需求在 4G 和 5G 间动态分配频谱资源, 4G/5G 可以 1ms 周期粒度进行协同调度和频分复用, 最大化频谱利用率	业界首发“端到端 5G 网络切片”解决方案, 每个切片均可以实现终端、无线接入网、传输网、核心网的端到端逻辑隔离

资料来源: C114, 通信世界, 太平洋证券整理

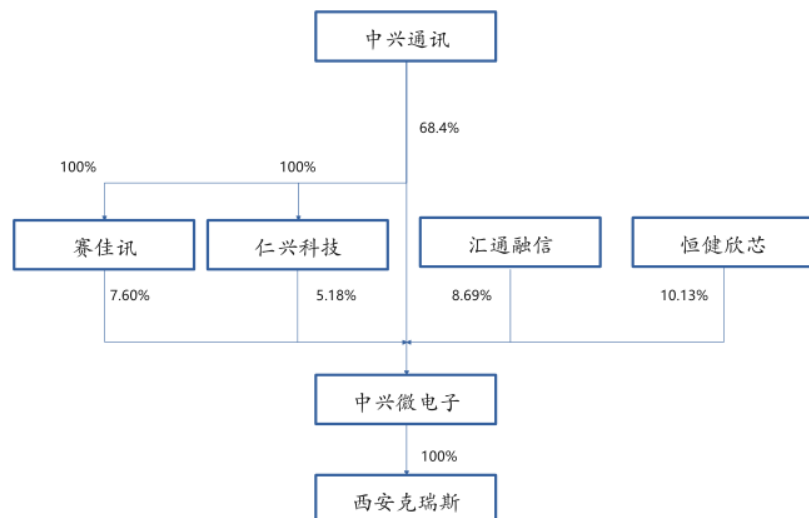
（二）收购中兴微电子股权，强化芯片自主供应能力

根据中国半导体行业协会发布的“2019 年中国集成电路设计十大企业”，中兴微电子是国内领先的芯片设计开发企业之一。专注于通信网络、智能家庭和行业应用等通信芯片开发，自主研发并成功商用的芯片达到 100 多种，覆盖通信网络“承载、接入、终端”领域，服务全球 160 多个国家和地区。经过在 IC 设计领域十余年的深耕细作，中兴微电子掌握了国际一流的 IC 设计与验证技术，研发人员超过 2000 人，拥有先进的 EDA 设计平台、COT 设计服务、开发流程和规范。中兴微电子已申请的芯片专利超过 4000 件，其中 PCT 国际专利超过 1800 件，5G 芯片专利超过 200 件。

公司目前通过直接和子公司间接持有中兴微的 81.1781% 股权，公司发布公告将以 26 亿元收购恒健欣芯和汇通融信剩余股权，并定增募投资金用于新一代 5G 芯片的研发。收购完成后中兴微将成为中兴的全资子公司。无线产品领域，中兴微电子 5G 的 7nm 核心芯片已实现商用，基于 7nm 自研芯片的高性能、全系列的无线产品助力运营商打造高性价比、平滑演进的 5G 网络；有线产品领域，中兴微电子自研核心专用芯片的上市实现了产品的高集成度、高性能、低功耗，极大地提升了有线产品的竞争力。中兴通讯将进一步加强对中兴微电子的管理与控制力，有助于提高中兴微电子业务的执行效率，为其在 5G 应用领域拓展新的竞争力做好准备，有利于进一步突出主业领域的核心竞争力优势。

此外由于中兴已经与美国达成和解，未来在产品中使用美国芯片将不受限制，利于提升产品质量，加强在海外市场竞争中的优势。

图表 49：中兴微电子股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

中兴微电子的业务主要是围绕 5G 通信设备关键芯片开展技术和产品研发，包括 5G 无线接入

关键芯片技术和产品研发、5G 承载网关键芯片技术和产品研发等。

图表 50：中兴微电子产品结构丰富

分类	产品	亮点
手机 modem 芯片	提供基带处理器、射频、应用处理器、电源芯片等产品	国内首个推出的 28nm 工艺的 LTE 多模芯片
多媒体产品	多媒体应用处理领域、视频图像处理芯片、充电管理及保护芯片、电子烟控制芯片、PA 芯片	GaAs 功放模组已经成功应用于中兴以及其他平台
有线产品	固网终端芯片、以太网互联芯片	广泛应用于运营商有线网络
无线产品	基站等无线产品芯片	在无线通信芯片定义、SoC 系统架构、关键通信 IP、产品参考设计和方案软件等方面都有着深厚的技术和专利积累

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

加强芯片业务，强化核心竞争力。中兴微电子 2019 年营收约 50 亿元，在全国 IC 设计企业中排名第六，主要向中兴供应无线、有线、多媒体芯片。与爱立信不同的是，中兴和华为均有芯片业务。2013 年 8 月，爱立信与意法半导体的合资企业意法爱立信解体后，爱立信接收了 LTE 超薄芯片业务，后在评估之后，爱立信停止了芯片开发业务。

图表 51：国内大型 IC 设计企业对比

排名	企业名称	营收/亿元			截至 2020.12.17			
		2017	2018	2019	市值/亿元	市盈率	市净率	市销率
1	海思半导体	387	503	74.2 (亿美元)				
2	紫光展锐	110.5	110	22.3 (亿美元)				
3	北京豪威 (韦尔股份持股 87.5%)	90.5	100	16.6 (亿美元)	2012			
4	汇顶科技	36.8	32	64.73 (亿元)	704	41.3	9.5	10.2
5	华大半导体	52.3	60	5.7 (亿美元)				
6	中兴微电子	-	51.8	50.04 (亿元)				
7	北京矽成 (北京君正持股 61.5%)	25.1	26.5	(被并购)	438			
8	格科微	18.9	26.3	36.9 (亿元)				
9	紫光国微	18.3	23.5	34.3 (亿元)	686	94.5	14.2	21.0
10	兆易创新	20.3	23	32.03*亿元)	9686	116.6	9.2	23.2
平均						84.2	11.0	18.1

资料来源：Wind，太平洋证券整理

（三）5G 行业应用爆发，政企业务有望快速增长

公司在政企领域耕耘十多年，在能源、交通、政务、金融等传统重点市场深耕细作，深得客户信赖。公司自研的服务器、视讯、云桌面和云终端、数据库、存储、数通领域的路由器交换机等核心产品在政企领域得到广泛应用。2020 年上半年，公司积极布局新基建、5G 行业应用、数字化转型升级等市场新热点，积极推动公司自研产品销售，不断提升计算和连接两大类产品的竞争力，持续优化市场格局。

5G+行业应用，拉动企业业务需求。5G 技术能够利用其高速、低延时、大容量等特质来满足新型工业化升级网络需求，推动人机物的智能协同，赋能制造业转型升级。5G 网络使得无线技术应用用于现场设备实时控制、远程维护及操控、工业高清图像处理等工业领域成为可能，也为未来柔性产线、柔性车间奠定了基础。5G 技术正在慢慢向智能制造渗透，开启工业无线发展的未来。同时运营商组网也将通过核心网下沉、MEC 等技术对垂直行业需求进行重点覆盖，中兴在政企领域耕耘十多年，随着 5G+行业应用深入发展、数字化转型升级、新基建等推动，公司的政企业务有望快速增长。

图表 52: 5G+行业应用爆发带动政企业务提升

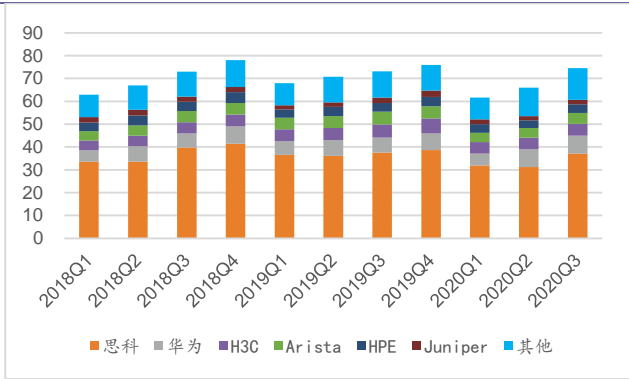
应用行业	5G 的用处	带来的变化	市场空间
VR/AR	满足 VR/AR 应用需要的更高的速度和更低的延迟	移动运营商需要调整其业务模式和产品，成为全面的云服务提供商	2025 年 AR 为 1510 亿美元，VR 为 1410 亿美元
车联网	通过提供大带宽和低时延的网络，5G 能够提供高阶道路感知和精确导航服务	联网的作用超越了传统的娱乐和辅助功能，成为道路安全和汽车革新的关键推动力	2025 年 5G 连接的汽车将达到 5030 万辆
智能制造	以其特有的大带宽、低时延、以及可靠性，提供完善的无线技术解决方案	企业或将实施涵盖供应链、生产车间和整个产品生命周期的端到端解决方案	2025 年全球将有 8800 万个状态检测连接，全球工业机器人的出货量也将从 36 万台增加到 105 万台
智慧能源	5G 可以取代配电自动化中的现有光纤基础设施，实现无线分布式控制	降低了许多新兴市场能源供应商的准入门槛	全球配电自动化市场将从 2015 年的 130 亿美元增加到 2025 年的 360 亿美元
无线医疗	依赖 5G 网络的低延迟和高 QoS 保障特性	医疗领域 42% 的受访者已经计划部署 5G，并确信 5G 将用于先进医疗解决方案	2025 年智慧医疗市场的投资预计将在将超过 2300 亿美元
无线家庭娱乐	8K 视频的带宽和沉浸式 4K 游戏体验需要 5G WTTx	无需挖沟，铺设光缆或安装电线杆，WTTx 可以大大缩短网络部署周期	2020 年预计 3.5 亿户家庭购买 WTTx 服务
联网无人机	5G 技术将增强无人机运营企业的产品和服务，以最小的延迟传输大量的数据	无人机为移动运营商及其合作伙伴打开了新的商机。	小型无人机市场将从 2016 年的 53 亿美元大幅增长到 2026 年的 339 亿美元
社交网络	满足 100 Mbps 宽带需求，将网络延迟降低到 10ms 以内	在发达市场，大约 50% 的移动数据流量来源于视频	内容分发网络、视频托管服务和在线视频服务的市场空间将从 2020 年的 60 亿美元增加到 2025 年的 100 亿美元
个人 AI 辅助	无处不在的覆盖范围、更高的数据速率和更低的延迟	个人可穿戴设备可以部署在关键业务的场景中，比如公共安全、采矿和远程医疗	可穿戴设备发货量从 2017 年的 2.03 亿件，增至 2022 年的 4.34 亿件
智慧城市	为高帧率、超高清和 WDR 等也行提供技术支持	5G 时代的视频监控正在演变成 4K 全高清监控。	2017 年非消费者视频监控市场的增值服务收入为 120 亿美元，到 2025 年预计增至 210 亿美元

资料来源：华为，太平洋证券整理

中兴近年来进一步加大在高端路由器、交换机领域的投入，2019 年在高端路由器、骨干网 OTN 等领域实现较大突破，其中在中国移动“高端路由器 2T 档”标包中，中兴为第一中标候选人，中标份额达到 50%，逐步切入技术难度最大的高端路由器市场，具有重要里程碑意义。在 5G 时代下，政企业务将迎来历史性机遇，数字化转型需求带动云计算、大数据等 ICT 领域的高速增长，公司在云计算领域布局多年，并陆续突破高端路由器/交换机市场，政企业务有望迎来繁荣周期。

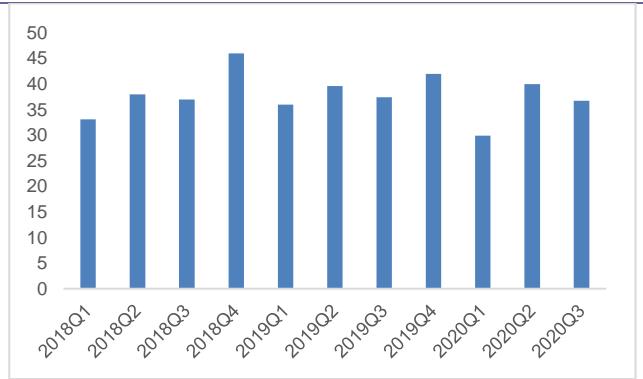
据 IDC 统计全球以太网交换机市场空间约为每年 290 亿美元，路由器全球每年约为 150 亿美元市场空间。目前思科、华为、新华三分列市场份额前三，CR6 市场份额接近 90%。随着中兴在企业网高端路由器交换机的突破，有望为公司带来新的增长点。

图表 53：全球以太网交换机市场份额情况（亿美元）



资料来源：IDC，太平洋证券整理

图表 54：全球路由器市场空间（亿美元）



资料来源：IDC，太平洋证券整理

（四）合规管理升级：全球经营的生命线

2018 年“拒绝令”事件给公司经营带来巨大影响，为此中兴在全球合规经营方面投入了巨大的投入，也取得了较大的成效。主要从合规文化建设、合规资源投入、流程制度建设和专业能力提升四个维度进行了变革或加强。目前中兴通讯法律合规专职人员超过 400 人，业务合规 POC 约 400 人。

图表 55：中兴加强了合规管理

合规	重点举措
出口管制	引进先进的 IT 系统，对客户、货运代理和访客及员工进行黑名单扫描，对潜在合作伙伴进行尽职调查，实现信息化、自动化合规管控
数据保护	实现泛 IT 系统隐私政策覆盖，嵌入加密、匿/假名化、双因素认证、权限管理、访问监测等措施要求与个人数据收集、存储、使用、传输、销毁等环节的技术保护； 搭建符合 GDPR 要求的公司级合规规则体系；
反贿赂	对接业务与合规 IT 系统，使用 IT 工具，实现全流程、一体化管控 2016 年 7 月在 Transparency International 调查报告中，排名第 8 位，反腐败体系得分（88%）远高于平均水平（48%） 在独立第三方评估机构 2018 年可持续性报告中，反腐败与反贿赂合规政策与体系获得“双百分”满分 2019 年入选英国富时社会责任指数系列，其中反腐败合规模块获得 5 分满分，领先于国内均值 1.9 分，高于全球电信设备行业均值 3.2 分
合规稽查	提供多个保密举报渠道
合规资源投入	优化 GTS、BPS、LCM、ECCN、Forensics Master 等工具，加强团队建设，目前专职人员超过 400 人，业务合规 POC 约 400 人；

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

1. 盈利预测假设

我们预计运营商 5G 建设周期在未来 3 年仍将保持高强度，假设未来三年运营商资本开支强度保持在 8~10% 的增长，且中兴份额稳步提升。同时假设随着 5G 供应链成熟成本下降，中兴毛利率逐渐提升。

中兴重启手机终端业务，未来三年将迎来 5G 手机换机潮，假设中兴未来的手机销售量保持 15% 左右的稳步增长，且随着 5G 手机的价格下降，毛利率缓慢下滑。

5G+行业应用深入发展、数字化转型升级，中兴已突破高端路由器和交换机，预计中兴政企业务将成为重要增长点，预计未来保持 10% 左右的增长。由于政企业务壁垒相对较高，毛利率稳定性强，假设政企业务毛利率维持过去平均水平。

假设公司销售费率、财务费率、管理费率等保持平稳。

2. 分业务收入预测

按照以上的假设，我们预计公司各业务的营收、毛利率情况如下：

图表 56：分业务营收预测（亿元）

		2019	2020E	2021E	2022E
	营业收入	907.37	102539.6	117417.0	130072.8
	yoy	13.7%	13.0%	14.5%	10.8%
	营业成本	570.08	67392.7	75510.5	83771.6
	毛利率	37.17	34.3%	35.7%	35.6%
运营商业务	收入	665.84	76572.1	88057.9	96863.7
	yoy	16.7%	15.0%	15.0%	10.0%
	成本	382.10	47474.7	53275.0	58118.2
	毛利率	42.61	38.0%	39.5%	40.0%
消费者业务	收入	149.97	15897.2	18281.8	21024.1
	yoy	-21.9%	6.0%	15.0%	15.0%
	成本	123.13	12717.8	14259.8	16819.3
	毛利率	17.90	20.0%	22.0%	20.0%
政企业务	收入	91.55	10070.3	11077.3	12185.0
	yoy	-0.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	64.85	7200.3	7975.7	8834.2
	毛利率	29.16	28.5%	28.0%	27.5%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

中兴主要业务分为运营商业务、消费者业务、政企业务和中兴微电子，我们考虑对公司进行分部估值法估值。运营商业务选取爱立信、诺基亚为参考，平均 PE 为 24.6。消费者终端业务选取苹果、传音控股、小米集团作为参考，平均 PE 为 42.1。政企业务选取思科、紫光股份、Arista 为参考平均 PE 为 26.4。中兴微电子参考公司最新披露的情况，预计 2020 年收入 89 亿元 (yoy160%)，净利润 5 亿元，同比均大幅增长，公告中给予的估值为 138 亿元。参考上市公司行业平均 18 倍 PS，84 倍 PE，我们认为给予行业平均 80 倍 PE，合理估值为 400 亿。综上中兴通讯合理估值为 1715 亿。

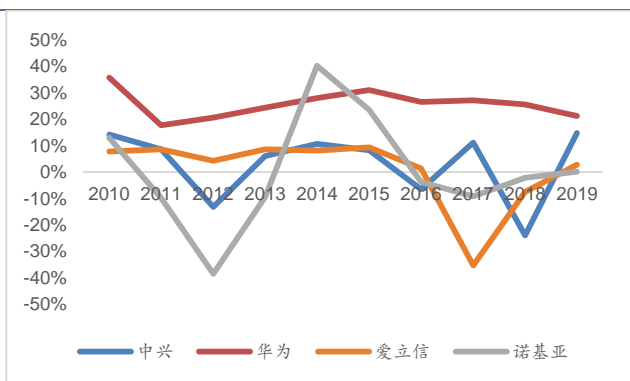
图表 57：分部估值法

		PE (TTM)	总市值 (亿元)	平均	中兴收 入	中兴净 利润	估值
运营商业务	爱立信	24.1	2558	24.6	772.4	43.4	1067.6
	诺基亚	25.2	1429				
消费者业务	苹果	36.8	146414	42.1	159.0	4	168.4
	传音	43.2	1100				
	小米	46.3	6867				
政企业务	思科	17.8	12281	26.4	100.7	3	79.2
	紫光股份	31.6	561				
	Arista	29.8	1429				
芯片 (中兴微)		行业平均 PS 为 18, PE 为 84			89	5	400

资料来源：Wind，太平洋证券整理

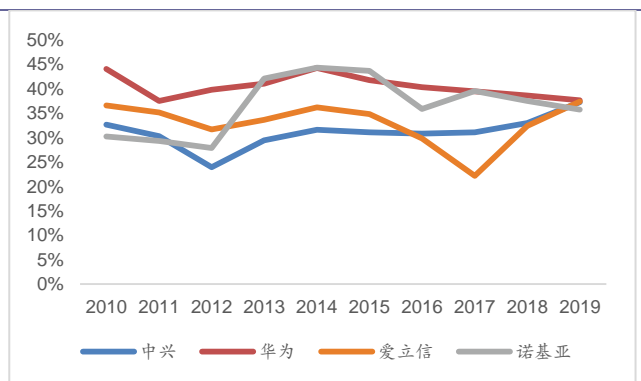
从 ROE 和毛利率水平看中兴近年均有改善。2019 年公司 ROE 已经高于海外竞争对手爱立信、诺基亚。从毛利率上看，中兴近年逐渐提升到 37%，已经和竞争对手接近。

图表 58：中兴 ROE 高于竞争对手



资料来源：Wind，太平洋证券整理

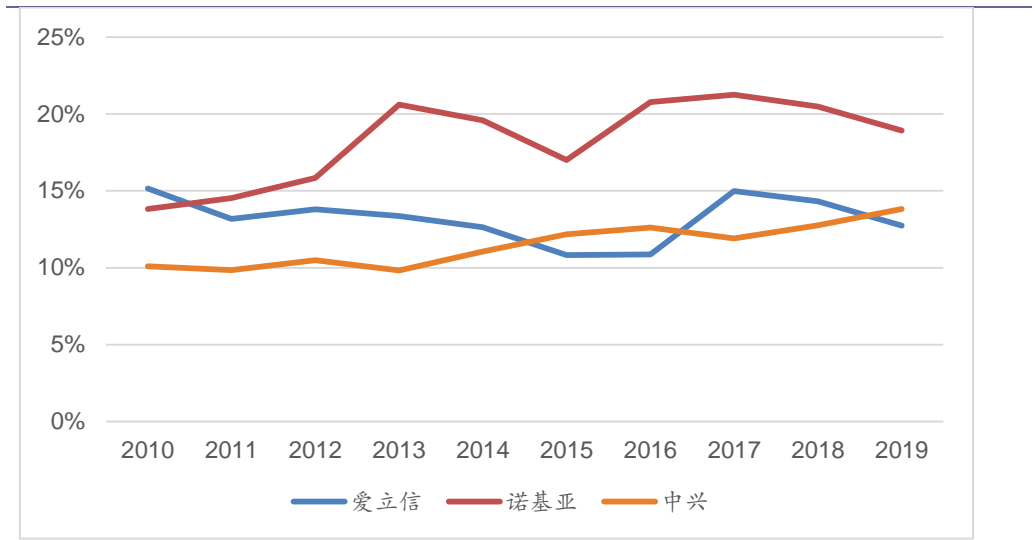
图表 59：中兴毛利率逐渐提升与竞争对手接近



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2019 年公司研发费用为 125.5 亿元，总规模小于诺基亚、爱立信的 355.8 亿元、289.2 亿元。但是研发费用占收入比重低于诺基亚，高于爱立信。近年公司持续投入 5G 研发，研发费用占收入比重逐年提升。

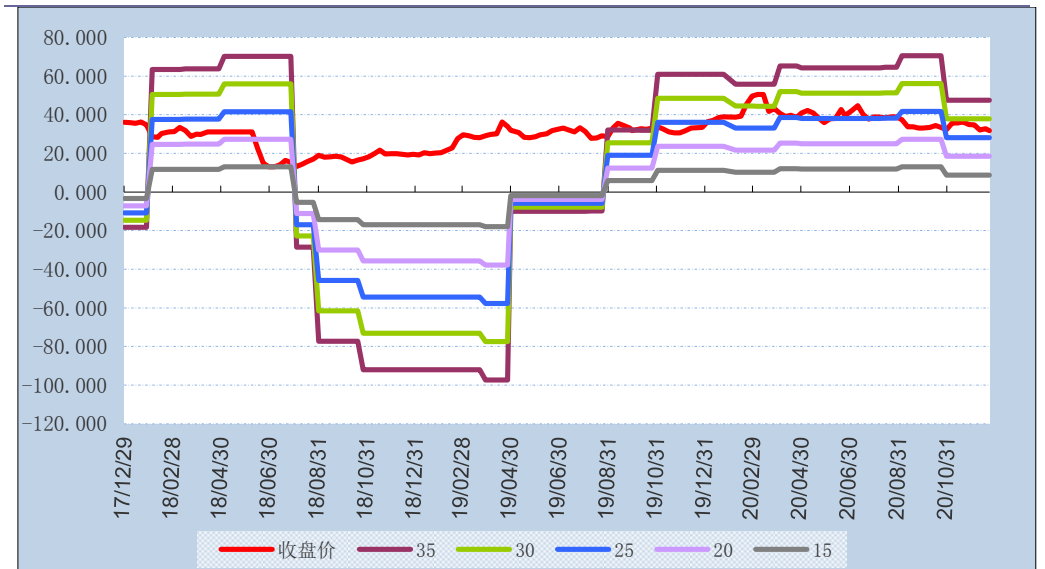
图表 60：中兴研发投入占收入比重逐渐提升



资料来源：Wind，太平洋证券整理

公司是全球 5G 领导者，我们看好未来在全球 5G 市场的份额。深厚的技术积淀，公司终端业务有望迎来拐点。同时随着 5G+行业应用的逐渐深入，国内数字化进程加快，公司已经突破高端路由器和交换机，政企业务有望快速增长。预计 2020~2022 年公司营收 1025.38 亿、1174.15 亿、1300.71 亿，归母净利润 43.23 亿、64.79 亿、74.76 亿，对应的 PE 为 33/22/19。给予 2021 年 PE 为 25X，对应的目标价为 35.00 元，给予“买入”评级。

图表 61: PE-band



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

六、风险提示

海外订单获取不及预期；国内 5G 建设进度不及预期；智能手机销售不及预期；成本控制不及预期导致毛利率不及预期。

5G 时代，不一样的中兴通讯

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90736.58	102538.45	117415.69	130071.32
营业成本	57008.38	67391.95	75509.63	83770.64
营业税金及附加	930.51	1056.15	1209.38	1339.73
销售费用	7868.72	9002.88	10309.10	11420.26
管理费用	4772.82	5434.54	6223.03	6893.78
财务费用	965.96	205.08	234.83	260.14
资产减值损失	-1281.07	2800.00	2700.00	3000.00
投资收益	249.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-213.99	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	9654.70	5317.87	9239.84	9978.21
其他非经营损益	-2493.03	165.90	-1170.26	-594.92
利润总额	7161.67	5483.76	8069.58	9383.29
所得税	1385.00	811.21	1190.41	1457.23
净利润	5776.67	4672.55	6879.17	7926.05
少数股东损益	280.19	350.00	400.00	450.00
归属母公司股东净利润	5147.88	4322.55	6479.17	7476.05
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	33309.35	20507.69	23483.14	26014.26
应收和预付款项	21200.11	26157.73	29589.32	32515.46
存货	27688.51	34159.40	38561.42	43157.17
其他流动资产	20369.21	9300.88	10569.00	11647.74
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	1957.24	1957.24	1957.24	1957.24
固定资产和在建工程	10555.20	9447.60	8339.32	7230.38
无形资产和开发支出	9781.44	8091.70	6401.97	4712.23
其他非流动资产	16053.92	16053.92	16053.92	16053.92
资产总计	141202.14	125963.32	135242.49	143575.58
短期借款	26645.97	14065.56	9840.07	3848.79
应付和预收款项	37571.40	42228.67	47861.98	53250.77
长期借款	10045.09	10055.09	10065.09	10075.09
其他负债	28985.38	14986.17	15968.35	16967.88
负债合计	103247.84	81335.50	83735.50	84142.53
股本	4227.53	4612.00	4612.00	4612.00
资本公积	12144.43	11759.96	11759.96	11759.96
留存收益	14455.89	18778.44	25257.60	32733.66
归属母公司股东权益	28826.87	35150.40	41629.57	49105.62
少数股东权益	2875.07	3225.07	3625.07	4075.07
股东权益合计	37954.30	38375.46	45254.63	53180.68
负债和股东权益合计	141202.14	119710.96	128990.13	137323.21
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	13682.62	8330.29	12282.68	13047.02
PE	27.81	33.12	22.09	19.15
PB	3.77	3.73	3.16	2.69
PS	1.58	1.40	1.22	1.10
EV/EBITDA	8.39	15.16	9.70	8.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	5428.07	4672.55	6879.17	7926.05
折旧与摊销	3061.97	2807.34	2808.01	2808.67
财务费用	965.96	205.08	234.83	260.14
资产减值损失	-1281.07	2800.00	2700.00	3000.00
经营营运资本变动	-8790.23	-9047.75	-5320.75	-3919.91
其他	8061.86	-2842.12	134.52	-1292.41
经营活动现金流净额	7446.55	-1404.90	7435.78	8782.55
资本支出	-4618.59	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-1404.53	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-6023.12	-10.00	-10.00	-10.00
短期借款	2906.35	-12580.40	-4225.50	-5991.28
长期借款	7678.53	10.00	10.00	10.00
股权融资	734.83	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-5597.99	1183.64	-234.83	-260.14
筹资活动现金流净额	5721.72	-11386.76	-4450.33	-6241.42
现金流量净额	7371.69	-12801.66	2975.45	2531.13
财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	6.11%	13.01%	14.51%	10.78%
营业利润增长率	219.33%	-44.92%	73.75%	7.99%
净利润增长率	-16.87%	-19.11%	47.23%	15.22%
EBITDA 增长率	135.44%	-39.12%	47.45%	6.22%
获利能力				
毛利率	37.17%	34.28%	35.69%	35.60%
期间费率	28.83%	27.28%	26.28%	26.28%
净利率	6.37%	4.56%	5.86%	6.09%
ROE	15.22%	12.18%	15.20%	14.90%
ROA	4.09%	3.71%	5.09%	5.52%
ROIC	21.95%	10.33%	15.77%	16.16%
EBITDA/销售收入	15.08%	8.12%	10.46%	10.03%
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.77	0.90	0.93
固定资产周转率	9.93	11.61	15.21	19.67
应收账款周转率	2.71	2.92	2.91	2.86
存货周转率	1.90	1.93	1.89	1.88
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.31%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	73.12%	64.57%	61.92%	58.61%
带息债务/总负债	35.54%	29.66%	23.77%	16.55%
流动比率	1.19	1.40	1.53	1.69
速动比率	0.87	0.87	0.95	1.04
每股指标				
每股收益	1.12	0.94	1.40	1.62
每股净资产	8.23	8.32	9.81	11.53
每股经营现金	1.61	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。