

运营商资本开支历史回溯，重新审视主设备商投资机会

通信行业

1、网络建设带动，运营商资本开支有较强周期性
2、中兴通讯：资本开支对公司收入影响不大，剔除意外因素公司利润周期性不强：收入结构多元化，整体收入受开支影响减弱：从公司历史收入情况看，4G 时代后，运营商整体资本开支周期对公司影响不大，主要原因在于公司整体收入结构中运营业务持续增长，消费者、政企业务等交替增长导致的，尤其是 2020 年后公司消费者业务和政企业务增长较为明显。
公司整体经营改善，毛利率重心提升：2018 年之前公司毛利率一直较低，5G 时代公司毛利率重心相对 4G 时代有较大提升。
扣除罚款等意外因素外，公司盈利能力方面持续提升：公司经历了 2016 年和 2018 年罚款，扣除罚款因素公司盈利是持续提升的（2018 年是例外公司除了罚款外，供应链受到影响，对公司收入利润有较大影响）
公司 10 年历史最低 PE 估值为 15 倍左右（2018 年极端情况，10 倍 PE 估值没有持续太长时间），目前公司 PE 估值在 17.5 倍，**我们认为当前时间点与 2016 年较为类似，市场对于运营商资本开支预期较为悲观，对公司业绩没有信心，导致目前公司估值再次回落到历史低位。**

3、看好设备商板块

1) 政策有保障：7 月 19 日，工业和信息化部新闻发言人、总工程师田玉龙在国新办发布会上表示，“十四五”规划已经开始实施，5G、千兆光网、工业互联网等新型信息基础设施建设要尽快启动开工。在经济下行压力较大的情况下，数字化、信息化是拉动经济高质量增长的关键，全社会信息化开支还会持续维持较高景气度，

2) 事件有催化：工信部《“十四五”信息通信行业发展规划》指出，“十四五”期间将加快 5G 独立组网（SA）规模化部署，逐步构建多频段协同发展的 5G 网络体系，适时开展 5G 毫米波网络建设。在频谱资源管理方面，重耕 2G/3G/4G 频率用于 5G/6G，增配中频段频谱资源，分阶段出台 5G 毫米波频率规划。

3) 看好低估值设备商板块，重点推荐：中兴通讯、紫光股份等。

4、通信板块观点

1) 低估值、高股息，必选消费属性强的电信运营商（A+H）板块：中国移动、中国电信、中国联通；
2) 低估值成长依旧的主设备：紫光股份（华西通信&计算机联合覆盖）、中兴通讯；

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

3) 东数西算产业链中 IDC、光模块板块：光环新网、奥飞数据、新易盛、天孚通信、中际旭创等；

4) 高成长物联网模组及能源信息化板块：移远通信、广和通、朗新科技（华西通信&计算机联合覆盖）、威胜信息等；

5) 10G-PON 及家庭宽带设计产业链：平治信息、天邑股份等；

6) 其他个股方面：海格通信（北斗三号渗透率提升）（华西通信&军工联合覆盖）、新雷能（华西通信&军工联合覆盖）、TCL 科技（面板价格触底）（华西通信&电子联合覆盖）、七一二（军工信息化）、金卡智能（华西通信&机械联合覆盖）等

5、风险提示

运营商资本开支大幅低于预期；数字经济投资不及预期。

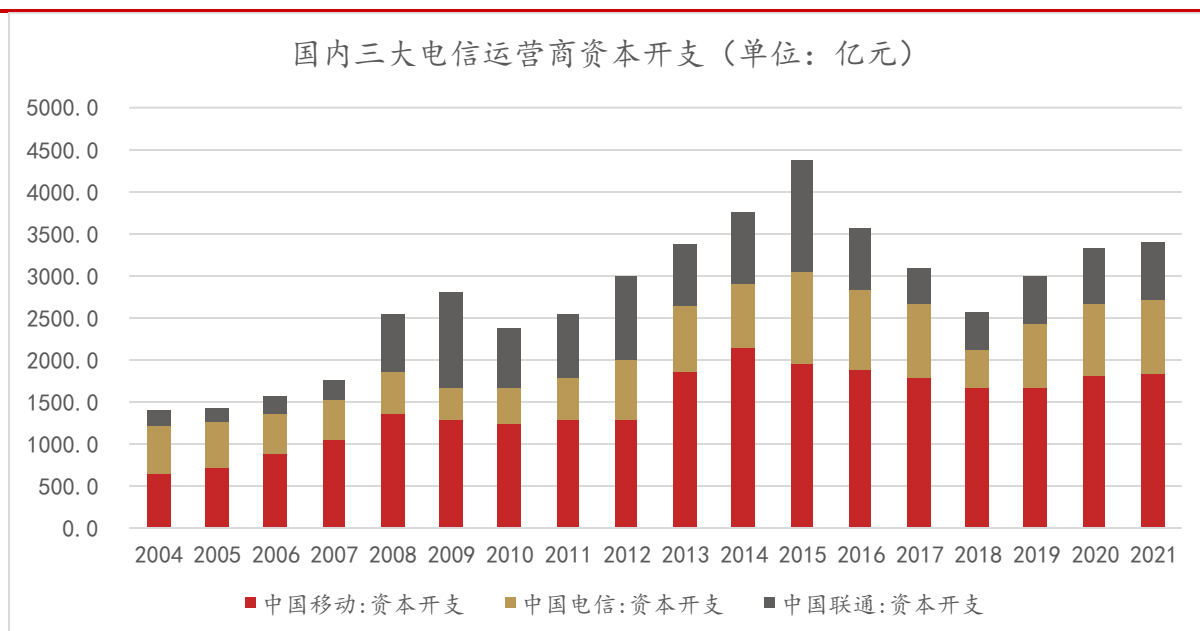
1. 运营商资本开支历史回溯，重新审视主设备商投资机会

1.1. 网络建设带动，运营商资本开支有较强周期性

2013 年 12 月 4 日工信部正式向三大运营商发布 4G TD-LTE 牌照，2015 年 2 月 27 日，工信部向中国电信和中国联通发放 4G FDD-LTE 牌照。从资本开支层面看，2015 年三大电信运营商资本开支达到最高峰 4385.9 亿元人民币，2015 年-2018 年期间，运营商还经历过 2G 频率 4G 重耕、中国移动获得 FDD 牌照等行业重大事件，电信行业整体资本开支 2016 年-2018 年持续下滑。

2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，中国 5G 建设正式开启，2020 年-2021 年三大电信运营商资本开支出现回暖并不断攀升，我们预计 2022 年中国三大电信运营商的资本开支将达到相对高点。

图 1 国内三大电信运营商开支情况



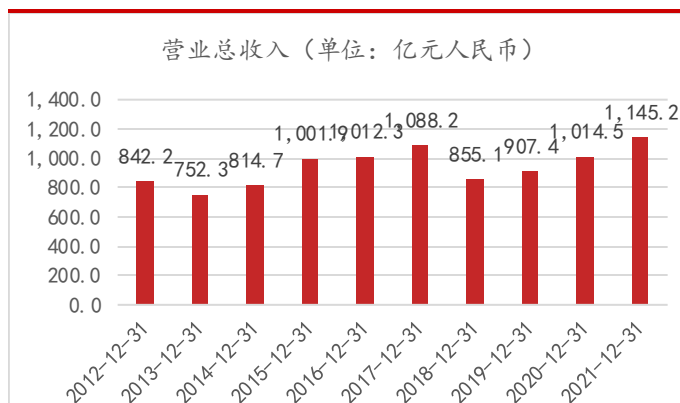
资料来源：上市公司公告，华西证券研究所整理

1.2. 中兴通讯：资本开支对公司收入影响不大，剔除意外因素公司利润周期性不强

2015 年运营商资本开支达到高峰，2016 年-2017 年中兴通讯营业总收入增长比较平稳，2018 年出现较大下滑主要原因是 2018 年 4 月，美国商务部对公司正式启动出口禁令制裁，公司供应链受到冲击，收入影响较大。2018 年 6 月，美国商务部正式宣布与公司达成和解协议，美将撤销禁令，2020 年公司营业收入重新回到 1000 亿以上。

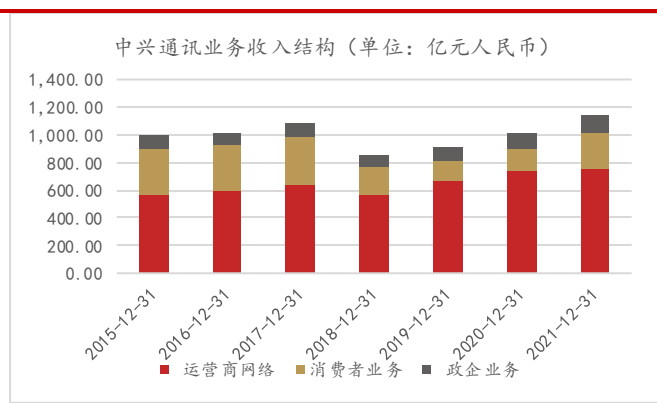
收入结构多元化，整体收入受开支影响减弱：从公司历史收入情况看，4G 时代后，运营商整体资本开支周期对公司影响不大，主要原因在于公司整体收入结构中运营商业务持续增长，消费者、政企业务等交替增长导致的，尤其是 2020 年后公司消费者业务和政企业务增长较为明显。

图表 2 中兴通讯近 10 年收入（单位：亿元人民币）



资料来源：wind，华西证券研究所

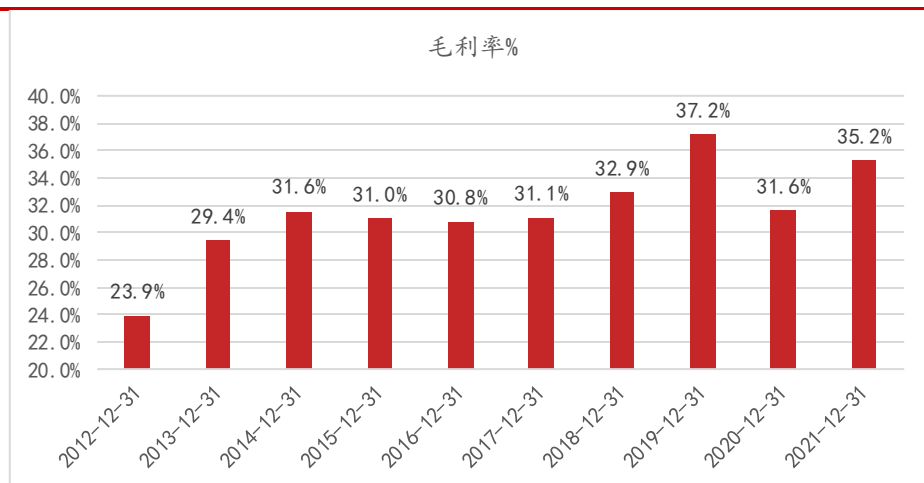
图 3 中兴通讯收入结构（单位：亿元人民币）



资料来源：wind，华西证券研究所整理

公司整体经营改善，毛利率重心提升：2018 年之前公司毛利率一直较低，5G 时代公司毛利率重心相对 4G 时代有较大提升。

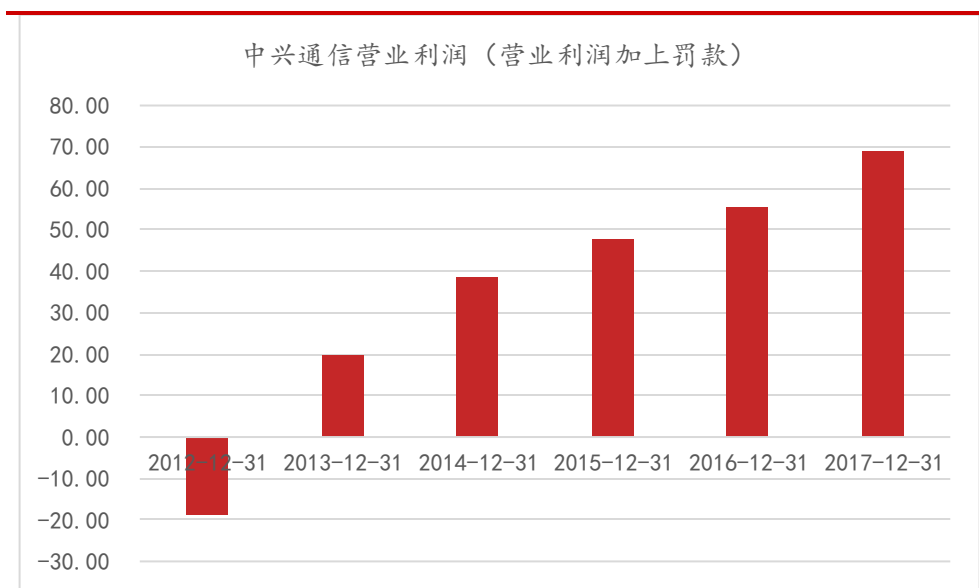
图表 4 中兴通讯近 10 年毛利率（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

扣除罚款等意外因素外，公司盈利能力方面持续提升：公司经历了 2016 年和 2018 年罚款，扣除罚款因素公司盈利是持续提升的（2018 年是例外公司除了罚款外，供应链受到影响，对公司收入利润有较大影响）

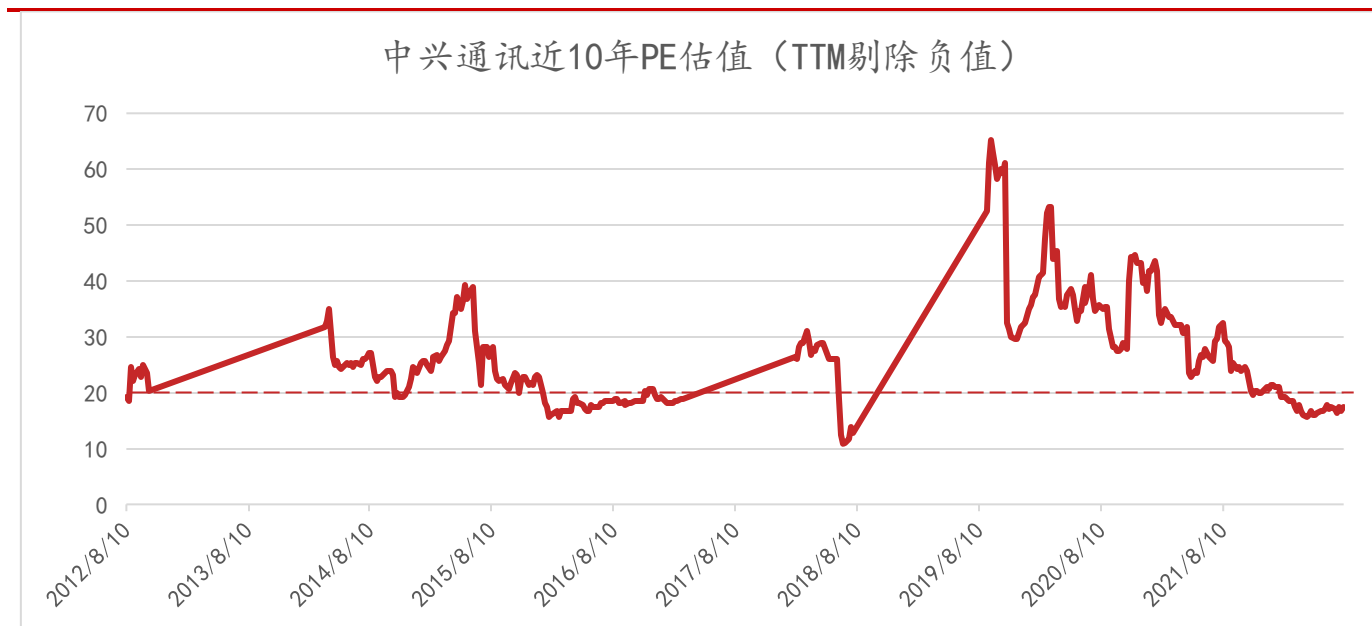
图表 5 中兴通讯近 10 年利润（16 年加回罚款，单位：亿元人民币）



资料来源：Ofweek，华西证券研究所

公司 10 年历史最低 PE 估值为 15 倍左右（2018 年极端情况，10 倍 PE 估值没有持续太长时间），目前公司 PE 估值在 17.5 倍，我们认为当前时间点与 2016 年较为类似，市场对于运营商资本开支预期较为悲观，对公司业绩没有信心，导致目前公司估值再次回落到历史低位。

图 6 中兴通讯近 10 年 PE 估值情况



资料来源：wind，华西证券研究所

2. 看好设备商板块

- 1、政策有保障：7月19日，工业和信息化部新闻发言人、总工程师田玉龙在国新办发布会上表示，“十四五”规划已经开始实施，5G、千兆光网、工业互联网等新型信息基础设施建设要尽快启动开工。在经济下行压力较大的情况下，数字化、信息化是拉动经济高质量增长的关键，全社会信息化开支还会持续维持较高景气度，
- 2、事件有催化：工信部《“十四五”信息通信行业发展规划》指出，“十四五”期间将加快5G独立组网（SA）规模化部署，逐步构建多频段协同发展的5G网络体系，适时开展5G毫米波网络建设。在频谱资源管理方面，重耕2G/3G/4G频率用于5G/6G，增配中频段频谱资源，分阶段出台5G毫米波频率规划。
- 3、看好低估值设备商板块，重点推荐：中兴通讯、紫光股份等。

3. 近期通信板块观点及推荐逻辑

3.1. 整体行业观点

- 1) 低估值、高股息，必选消费属性强的电信运营商（A+H）板块：中国移动、中国电信、中国联通；
- 2) 低估值成长依旧的主设备：紫光股份（华西通信&计算机联合覆盖）、中兴通讯；
- 3) 东数西算产业链中 IDC、光模块板块：光环新网、奥飞数据、新易盛、天孚通信、中际旭创等；
- 4) 高成长物联网模组及能源信息化板块：移远通信、广和通、朗新科技（华西通信&计算机联合覆盖）、威胜信息等；
- 5) 10G-PON 及家庭宽带设计产业链：平治信息、天邑股份等；
- 6) 其他个股方面：海格通信（北斗三号渗透率提升）（华西通信&军工联合覆盖）、新雷能（华西通信&军工联合覆盖）、TCL 科技（面板价格触底）（华西通信&电子联合覆盖）、七一二（军工信息化）、金卡智能（华西通信&机械联合覆盖）等。

3.2. 中长期产业相关受益公司

- 1) 设备商：中兴通讯、烽火通信、海能达、紫光股份、星网锐捷等；
- 2) 军工通信：新雷能、七一二、上海瀚迅、海格通信等；
- 3) 光通信：中天科技、亨通光电、中际旭创、天孚通信、新易盛等；
- 4) 卫星互联网：雷科防务、震有科技、康拓红外等；
- 5) 5G 应用层面：高鸿股份、光环新网、亿联网络、会畅通讯、东方国信、天源迪科等；
- 6) 其他低估值标的：平治信息、航天信息等。

4. 风险提示

运营商资本开支大幅低于预期；数字经济投资不及预期。

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年证券研究经验，主要关注5G和云相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。