

中兴通讯 0763.HK

2019年1月17日

借力 5G 再度起飞

中兴通讯将受益于 5G 网络建设提速。作为工业智能、物联网的重要基础，5G 建设提升至国家战略高度。5G 大规模建设势在必行，预计最快 2019 年初 5G 牌照发放。中兴通讯作为全球四大通信设备商，5G 网络高密度以及数量庞大的基站将为中兴带来更多潜在订单。

贸易战偃旗息鼓，中兴摆脱制裁恢复正常经营：公司 Q3 业绩符合预期，受贸易禁令影响，Q3 收入下滑 14.3%yoy。而在此期间公司亦加强成本控制，其中，销售费用下降 37.5%yoy，管理费用减少 28.9%yoy。计提 10 亿美金罚款后，公司预计全年亏损在 ¥62-72 亿之间，意味着 Q4 有望盈利 ¥0.6-1.06 亿，显示出经营状况逐步恢复。我们相信，随着客户信心提升和市场转暖，公司 2019 年将恢复正常经营。

公司战略聚焦 5G：公司战略性的缩减手机业务聚焦 5G 研发。Q3 研发费用增长 37.5%yoy 主要集中于 5G 技术开发，截止目前，中兴已完成中国 5G 技术研发测试第三阶段的多项测试。

盈利预测与估值：我们预测中兴通讯 2019/20 年盈利 34/54 亿人民币。在中兴如期支付罚款、保证金及更换相关管理层人员之后，禁令已于 7 月 13 日解除，公司业务将得到恢复。我们认为，即便市场仍有担忧，公司股价继续下行空间有限，之前的大幅下跌已反映此次事件的影响。现今中兴市值仅为 840 亿港元，相当于全球竞争对手爱立信、诺基亚的 38%/32%，未充分反映公司长期行业地位。随着 5G 商用的到来，主业逐渐恢复，公司估值有望提升。基于上述分析，我们给与中兴通讯 20-25 元港币，对应 20.6x-25.7x 2019 P/E，1.6x-2x 2019 P/B，维持“推荐”。

风险提示：贸易制裁后续进展对公司业务造成更大影响的风险；5G 建设进度不及预期，影响公司相关业务的风险；公司管理层变动负面影响超出预期；公司 5G 研发进展不及预期。

表 1：中兴通讯核心数据（¥）

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入 (mn)	101,233	108,815	101,050	105,389
增速	1.00%	7.50%	-7.14%	4.29%
归母净利润 (mn)	-2,357	4,568	-2,215	3,573
增速	-173.50%			
每股净利润	-0.56	1.09	-0.53	0.85
每股净资产	9.75	10.82	10.24	10.8
每股股利	0	0.35	0	0.26
每股经营现金流	1.25	1.72	-0.5	-0.42
市盈率		15.3		14.3
市净率	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.3	7.1	9.1	10
股息收益率	0.00%	2.10%	0.00%	1.50%
平均总资产收益率	-1.80%	3.20%	-1.63%	2.23%
平均净资产收益率	-5.60%	10.60%	-5.37%	7.70%

资料来源：wind、国信香港研究所整理

公司研究

中兴通讯	0763.HK
所属行业	通信设备
评级	买入
最新收盘价	13.92HKD
目标价	20-25HKD

资料来源：Wind 资讯、国信香港研究所整理

中兴通讯股价表现



注：数据截止至 2018-1-03

资料来源：Wind 资讯、国信香港研究所整理

徐进

SFC CE No.: BFC540
 +852 2899 8300
 xujin@guosen.com.hk

联系人：郑宇飞
 +852 2899 8300
 zhengyf@guosen.com.hk

5G:提升至国家战略, 2019 年预商用

中央经济会议明确 5G 地位, 明确 5G 建设规模

2/19-12/21 中央经济工作会议明确了 7 项 2019 年重点工作任务。其中指出:“我国发展现阶段投资需求潜力仍然巨大, 要发挥投资关键作用, 加大制造业技术改造和设备更新, 加快 5G 商用步伐, 加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设, 加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度, 补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板, 加强自然灾害防治能力建设。”这是政府继 2015、17、18 年规划 2020 力争实现 5G 商用时间后, 首次强调 5G 建设规模。

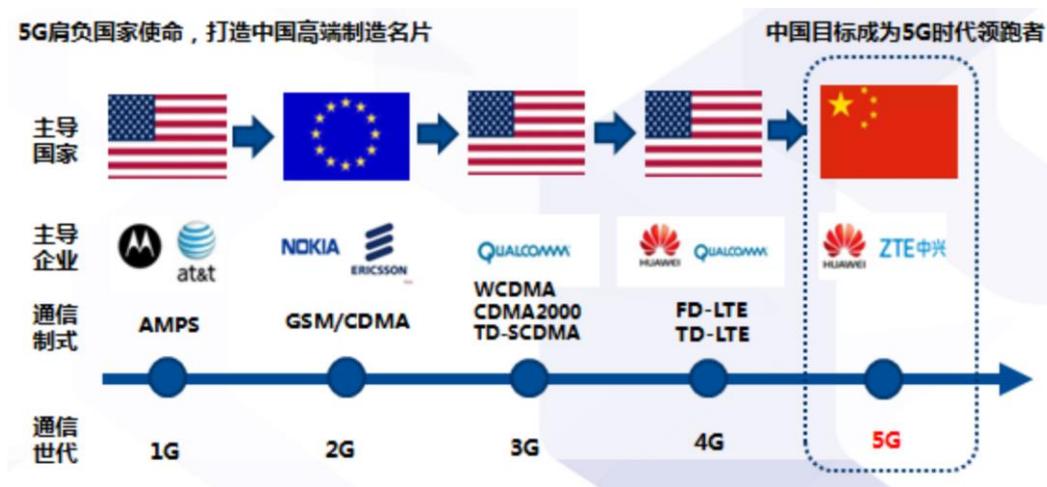
此次工作会议从强度和时间两个角度肯定了 5G 建设。1) 建设强度: 会议将 5G 建设作为重点工作任务之一, 5G 大概率是一张全覆盖的网络。2) 建设时间。会议明确加快商用步伐。5G 网络商用有可能 2019 年开启商用, 早于之前规划的 2020 年。5G 网络测试已经进入中后期, 进入系统测试期。由于 5G 检测标准尚未完成, 终端也尚未成熟, 因此 2019 年年中之后 5G 才有规模商用的可能性。但 5G 牌照发放最早可能在 2019 年年初即可落地, 有利于运营商更从容地布局 5G 网络建设。

中国希望成为 5G 建设领跑者

在 3G、4G 时代, 中国虽然主导了 TD-SCDMA 和 TD-LTE 标准, 但实际并没有多少话语权。但在 5G 推动以及国际标准的确立过程中, 中国已经成为重要角色之一。标志性的事件则是在 5G 标准较量中, 华为 Polar code 拿下 eMBB 控制信道编码。这是中国在该域首次突破, 为中国在 5G 标准中争取较以往更多的话语权奠定了基础。

而在第一阶段的 5G 标准中, 中国拥有多少控制权? 实话实说, 并非是“中国已经处于领导地位”, 甚至也很难说“与美国平分秋色”。事实是, 中国在专利的数量上迈了一大步, 但专利质量仍有差距。目前, 在总体 5G 专利拥有数量方面, 高通占据 15%, 三星 13%, 诺基亚 11%, 爱立信 8%, 而以华为、中兴为代表的国产厂商, 合计超过 20%。但是 5G 的专利分为必要标准专利和非必要专利, 高通手握的 15%的专利很多都是必要标准专利, 而华为等中国厂商手握的 20%的专利很多都是非必要专利。两者的最主要的区别在于, 必要专利是无法绕过的, 要实现组网必须要用到, 而非必要专利是可以绕过。

图 1 中国目标成为 5G 时代领跑者



资料来源: 工信部、国信香港研究所整理

5G 商用时间成为行业催化剂

中国在 5G 方面的技术进步有目共睹，2019 年随着韩国、美国 5G 商用启动，以及中国三大运营商 5G 建设的推动，全球正式进入“5G 元年”。时间节奏，行业催化剂将从 2017 年和 2018 年的“5G 标准进程”转向 2019 年的“5G 商用进程”。中、美、日、韩四个国家的 5G 商用进程将掀起建设 5G 的第一波浪潮，5G 板块投资契机来临。

表 2: 各国 5G 商用节奏

国家	运营商	时间	供应商	频段	商用进程
美国	AT&T	2018 年底	未披露	39GHz	9 城市部署家庭 wifi
	Verizon	2018 年底	高通、爱立信、三星	28GHz	5 城市部署 5G CPE
	Sprint	2019H1	爱立信、诺基亚、三星	2.5GHz	6 城市部署智能手机
	T-mobile	2019H2	高通、爱立信、诺基亚	600MHz 及高频	26 城市部署智能手机
韩国	SKT	2019Q1	三星、爱立信、诺基亚	2.5、3.5GHz	
	KT	2019Q1	未披露	2.5、3.6GHz	2019 年 3 月 1 日商用，1.8 万站
	LGU+	2019Q1	未披露	2.5、3.7GHz	
中国	中国移动	2019H2	四大设备商、大唐	2.6GHz、4.9GHz	17 个城市试点 5G。于 2018 年底实现单终端基本功能及性能验证，并推出首批 5G 终端芯片；2019 年 3 月开展多终端—网络互通兼容性测试，并进行功耗等专项攻关，一季度推出首批 5G 终端；2019 年三季度推出满足友好用户测试的智能手机等产品
	中国联通	2019H2	四大设备商、大唐	3.5-3.6GHz	17 个城市试点 5G。2019 年 1 月份，中国联通将开始采购测试终端；2019 年 Q1 发布 5G 终端 NSA；2019 年 Q2 预计启动 5G 终端 NSA 试商用、发布 5G 新型终端；2019 年 Q3 终端 NSA/SA 试商用；2019 年 Q4 时 5G 商用终端大规模上市
	中国电信	2019H2	四大设备商、大唐	3.4-3.5GHz	17 个城市试点 5G。2018 年 9 月发布 5G 原型机，技术验证 60 台；2019 年 3 月发布测试用机，数量 1200 台；2019 年 Q3 发布试商用机，端到端网络和业务测试 2500+台。
日本		2020 年			尚未有具体规划

资料来源：C114、国信香港研究所整理

运营商 CAPEX 决定了 5G 建设规模与节奏

运营商 5G 网络建设的总体资本开支决定了下一周期内通信设备企业的市场空间，而分布在周期内不同财年的投资节奏将影响年度需求增速。我们相信，运营商资本支出取决于其占营收的比重。3G/4G 资本支出高峰出现在发放牌照发放后的第 1 年与第 2 年，因而预计如果最快 2019 年初发放牌照，则 2019H2-2021H1 运营商资本开支应该显著增加。

基于 4G 网络建设的资本开支指标数据，测算 5G 网络建设的资本开支超过 1.4 万亿。基于过去多年运营商的网络建设规划原则，网络建设的资本开支规模取决于投资收入占比。2013-2017 年是 4G 网络建设的 5 年周期，若把 2020-2024 年看做 5G 的网络建设周期，假设中国移动、中国电信的营收增速 CAGR 为 5%，考虑到中国联通 2018 和 2019 混改因素，分别按 5.35% 和 6.85% 进行预测，测算 5G 可能的资本开支如下表。

表 3：运营商 5G 资本开支测算（¥ 亿）

	中国移 动	中国电 信	中国联 通	合计
4G 期间总收入	33,889.0	16,956.9	14,057.9	64,903.8
4G 期间总资本开支	9,589.0	4,517.9	4,064.5	18,171.4
4G 期间总开支占比	28.3%	26.6%	28.9%	28.0%
4G 期间 4G 资本开支	6,025.2	2,122.2	2,250.0	10,397.3
4G 期间 4G 开支占比	17.8%	12.5%	16.0%	16.0%
预计 5G 期间营收	47,367.8	23,426.2	17,949.0	88,743.0
预计 5G 期间总开支占比	28.3%	26.6%	28.9%	28.0%
预计 5G 期间总资本开支	13,402.9	6,241.6	5,189.5	24,834.0
预计 5G 期间 5G 开支占比	17.8%	12.5%	16.0%	16.0%
期间 5G 期间 5G 开支	8,421.6	2,931.8	2,872.7	14,226.1

资料来源：wind、国信香港研究所整理

我们预计，5G 的总资本开支约为 1.4 万亿左右，较 4G 投入有 40% 的提升。根据最新的频谱规划，中国移动 5G 基站建站数或与 4G 基本相当，而中国联通和中国电信虽然处于 3.5GHz 频段，但为了网络的竞争力，或将采取非独立组网 NSA、上下行解耦等一系列技术尽量弥补 3.5GHz 相对 1.8GHz 和 2.1GHz 覆盖的不足，基站数亦难有大幅提升。因此，与 5G 宏站关联度较高的板块（IPRAN 回传设备、天线设备、光模块）为确定受益板块。应主要关注由于超大流量推升 ASP 带来的弹性，而不是使用数量提升带来的弹性。与宏站关联度不大的 OTN、小基站等板块有望量价齐升。

无线基站和传输设备确定性高，壁垒高，中兴通讯是主要玩家

无线版块：为了实现更高的数据吞吐量，5G 基站除了带宽由原来的 20M 提升到 100M，另一个重要的变化就是通道数的增加，通过多个通道提供多路信号从而提升网络吞吐量。

图2 无线基站在 5G 的核心变化



资料来源：华为、国信香港研究所整理

在无线设备领域目前全球只有 4-5 个主要厂商，分别为华为、爱立信、诺基亚、中兴通讯和三星，且无线设备由于有网络效应，格局相对稳定，业绩确定性最高。推算出基站主设备(含室外小基站)投资约为 5684 亿。

表 4: 5G 无线基站市场空间测算

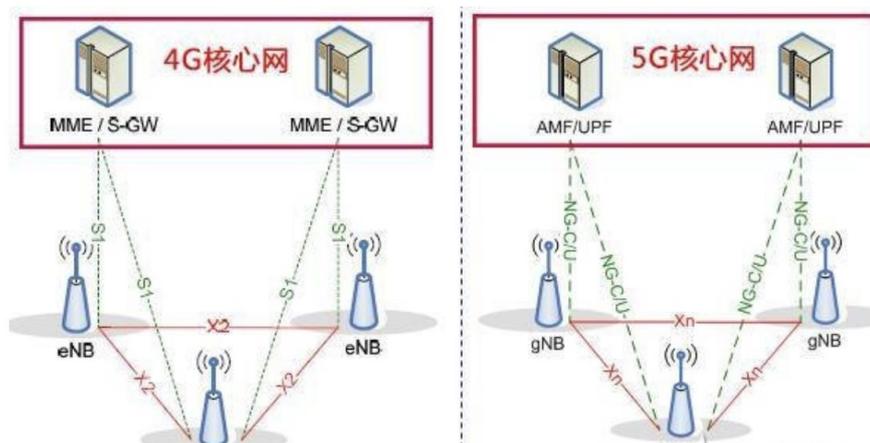
5G 室外站点	站点数	MM	8T8R	逻辑	
宏站	站点数 (万个)	389	324.2	64.8	基于网络结构改造升级与新增
	单价 (¥万)		15	8.5	
	市场规模 (¥亿)		4862.5	550.8	
小基站	市场规模 (¥亿)		270.7	4G 小站约占室外宏站 5%	
总计			5684		

资料来源：华为、国信香港研究所整理

传输板块：传输板块 IPRAN 设备更多受益于流量带来的 ASP 提升，而 OTN 设备受益于 5G 的 uLLC 需求，有望量价齐升。传输设备领域全球有 7-10 个厂商，但在中国市场主要是华为、中兴通讯、烽火通信，业绩确定性较高。

承载网由 1GE/10GE 环转向 10GE/50GE 环，汇聚/核心层由 100GE 环转向 200GE/400GE 环之后，有望带来 ASP 1.5 倍左右的提升。

图3 承载网 5G 核心变化是容量提升



资料来源：华为、国信香港研究所整理

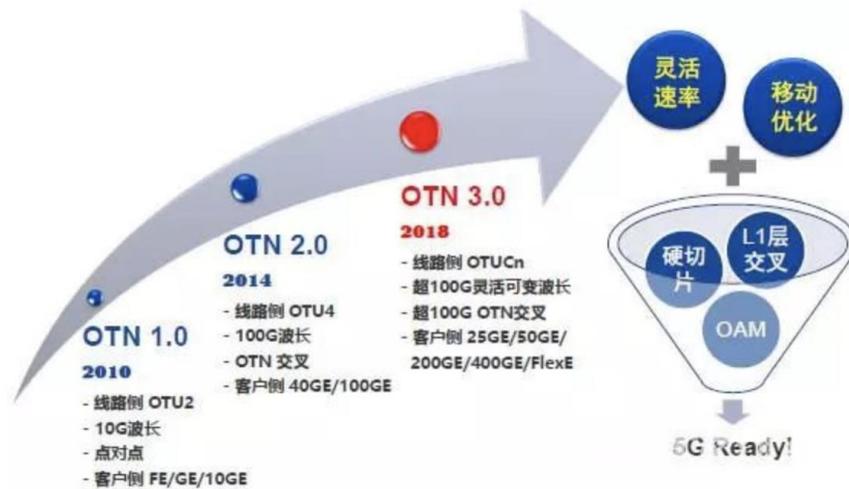
表 5: 5G 承载网市场空间测算

运营商	接入(万)		汇聚(万)		核心(万)		ASP 提升	总空间
	数量	单价	数量	单价	数量	单价		
中国移动	180	3.5	2.5	8	0.16	15		
中国联通	40	2.4	0.6	8	0.08	15	1.4	1135 亿
中国电信	45	1	0.6	8	0.1	15		

资料来源: 华为、国信香港研究所整理

OTN 的 5G 设备会逐步下沉到接入环节, 我们对 OTN 在 5G 里的空间预测如下表所示。过去三年中兴的光网络设备在全球的占比保持在 13% 以上, 属于行业领先。

图 4 OTN 在 5G 的核心变化下沉到接入环节量价齐升



资料来源: 华为、国信香港研究所整理

表 6: 5GOTN 市场空间测算

运营商	接入		汇聚		核心		总空间	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价		
4G	联通、电信	8900	10 万	6000	50 万	300	100 万	167 亿
	中国移动	等于联通+电信						
5G	联通、电信	8 万	12 万	6600	60 万	300	120 万	574 亿
	中国移动	等于联通+电信						

资料来源: 华为、国信香港研究所整理

作为工业智能、物联网的重要基础, 5G 建设提升至国家战略高度。5G 大规模建设势在必行, 预计最快 2019 年初 5G 牌照发放。中兴通讯作为全球四大通信设备商, 5G 网络高密度以及数量庞大的基站将为中兴带来更多潜在订单。预计, 在 5G 时代中兴所占的全球无线份额将从 2016 年的 10% 提升到十年后的 20%, 实现进军全球三强。

贸易战偃旗息鼓，中兴摆脱制裁恢复正常经营

贸易战影响导致亏损，19 年有望恢复

公司 Q3 业绩符合预期，受贸易禁令影响，Q3 收入下滑 14.3%yoy。而在此期间公司亦加强成本控制，其中，销售费用下降 37.5%yoy，管理费用减少 28.9%yoy。计提 10 亿美金罚款后，公司预计全年亏损在 ¥62-72 亿之间，意味着 Q4 有望盈利 ¥0.6-1.06 亿，显示出经营状况逐步恢复。我们相信，随着客户信心提升和市场转暖，公司 2019 年将恢复正常经营。

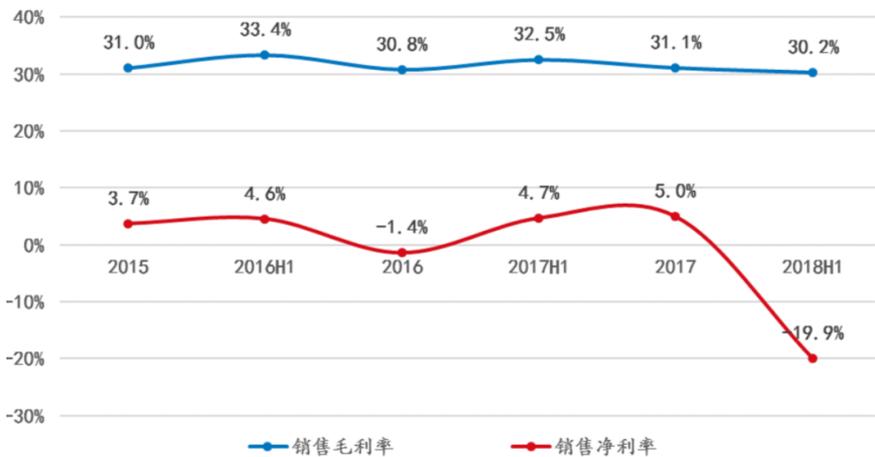
图 5 中兴营收及净利润



资料来源：wind、国信香港研究所整理

公司整体毛利率 同比去年同期下降 2.3%，主要原因是：中兴禁令及中美贸易战等系列政策风险；运营商资本开支收缩；手机、移动终端等业务毛利率快速下滑；政企业务市场竞争激烈；整体净利润率受美国禁令影响大幅下降至-19.9%。

图 6 毛利率与净利率

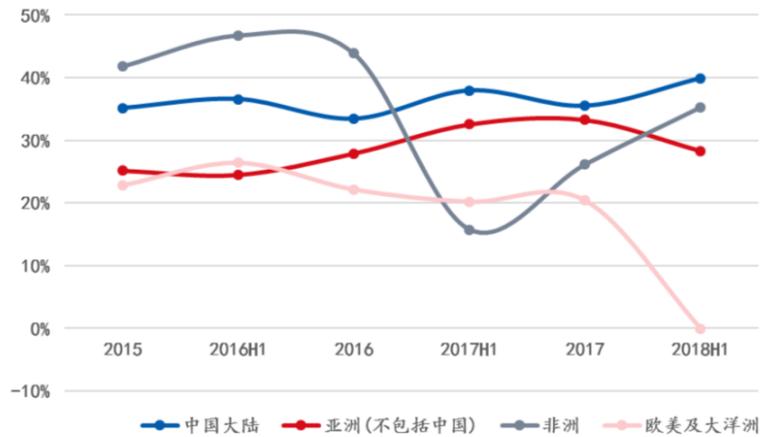


资料来源：wind、国信香港研究所整理

海外低毛利业务收缩，盈利能力有望提升

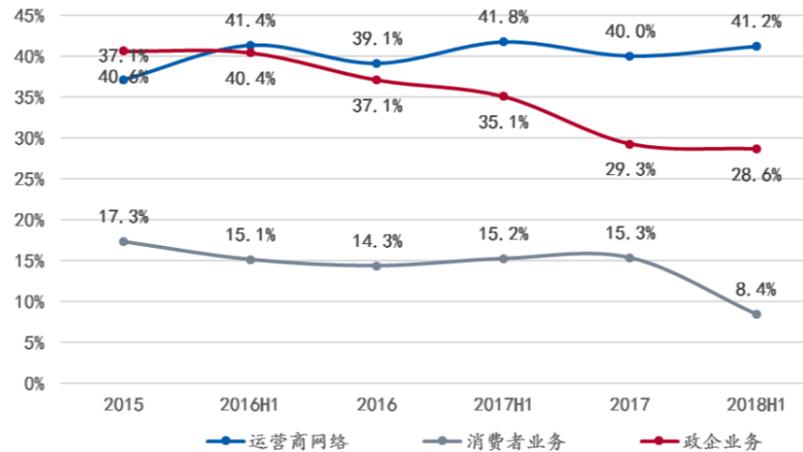
贸易制裁后续可能影响公司的部分海外业务（主要为欧美、大洋洲及部分东南亚地区），对手机终端等业务造成一定冲击。公司多数年份的毛利率维持在 31%左右，净利率多处于 3%-5%。各业务线中，只有运营商业的毛利率水平能保证在盈利状态；各地区中，也只有中国大陆的毛利率水平稳定保持在盈利水平线上。所以贸易制裁影响的业务（消费者业务）和地区份额（欧美及大洋洲等）多是处于盈利能力较差甚至是亏损经营的状态。对核心贡献利润的部分影响反而相对较小。

图 7 分地区毛利水平



资料来源：wind、国信香港研究所整理

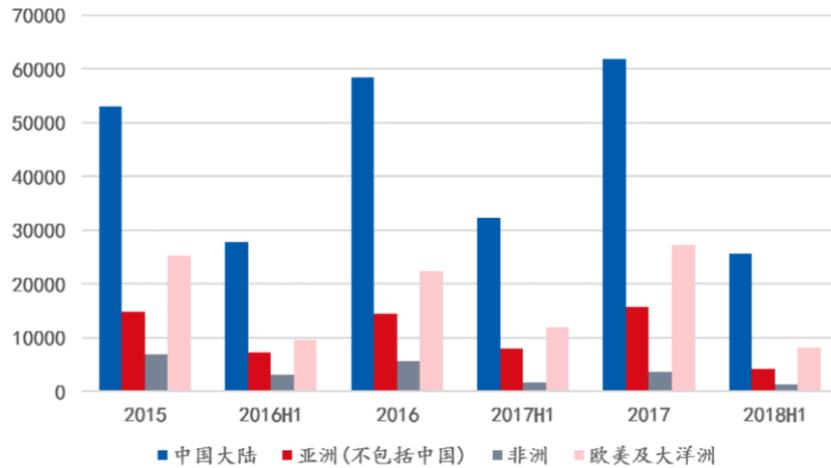
图 8 分产品毛利水平



资料来源：wind、国信香港研究所整理

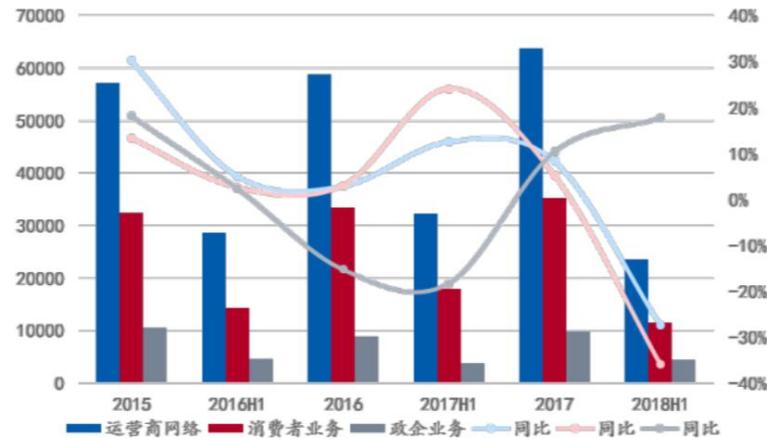
贸易制裁的后续影响（包括合规处理、海外业务推进、原材料进出口限制等）仍有待进一步观察。目前来看，国内的核心运营商网络业务受波及状况稍小。该情况，虽然可能导致中兴的整体收入或受到一定影响，但随着低毛利业务收入占比收缩，整体毛利率水平上行成大概率事件，2018年Q2和Q3的毛利率已经有回升的态势。

图9 分地区收入水平（¥百万）



资料来源: wind、国信香港研究所整理

图10 分产品收入及增速（¥百万）

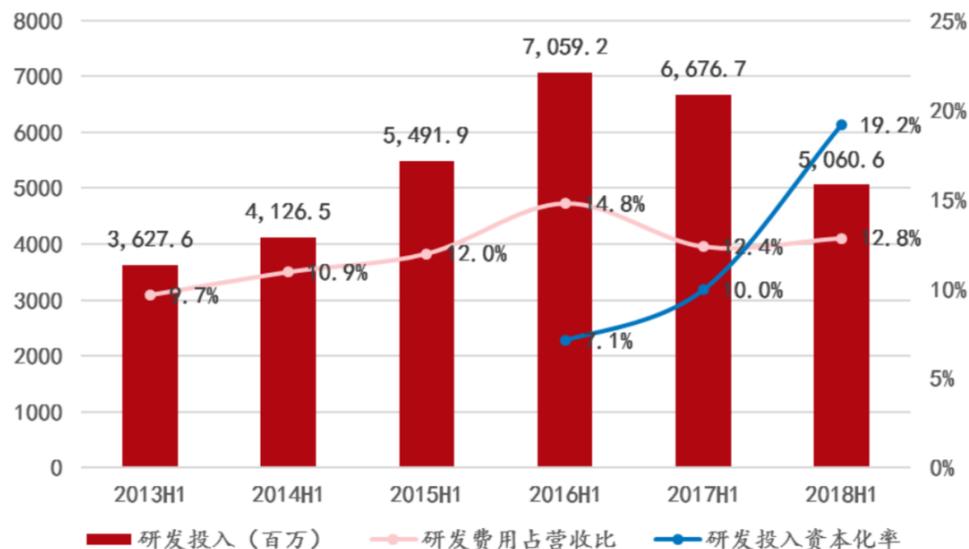


资料来源: wind、国信香港研究所整理

公司战略聚焦 5G 核心业务，研发投入加大

制裁风波下，公司研发投入得以保证。研发收入占比维持在 12% 以上。公司的员工数量有一定减少，主要是受公司在 2012 年和 2016 年经营业绩承压的因素所致。但是期间公司的研发人员数量基本保持稳定，公司对于研发的支持和重视可见一斑。5G 建设即将发力，公司战略重心势必往无线侧有所倾斜。战略性的缩减手机业务聚焦 5G 研发。Q3 研发费用增长 37.5%yoy 主要集中于 5G 技术开发，截止目前，中兴已完成中国 5G 技术研发测试第三阶段的多项测试。

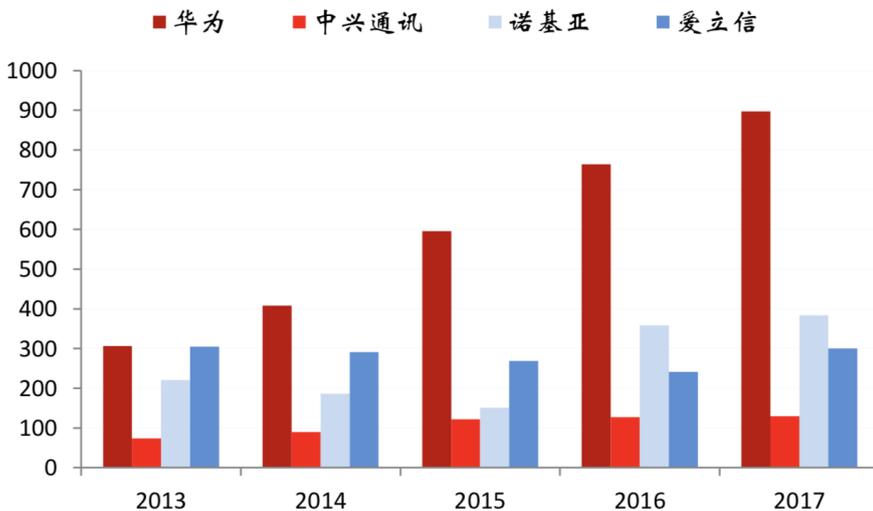
图 11 研发支出与支出占比



资料来源：wind、国信香港研究所整理

中兴通讯的研发费用比较稳定，尽管绝对额是四家设备商最低的，但是公司有侧重的布局也获得了一定得成效。比如中兴通讯近年来力推的 Pre-5G 技术获得了 众多认可，如 Pre-5G Massive MIMO 荣获 GSMA 全球移动大奖“最佳移动技术 突破奖”，并在日本软银实现规模商用，帮助公司成为中国移动 NFV 实验室和德国电信 5G 创新实验室首批合作伙伴。

图 12 设备商研发费用比较 (¥亿)



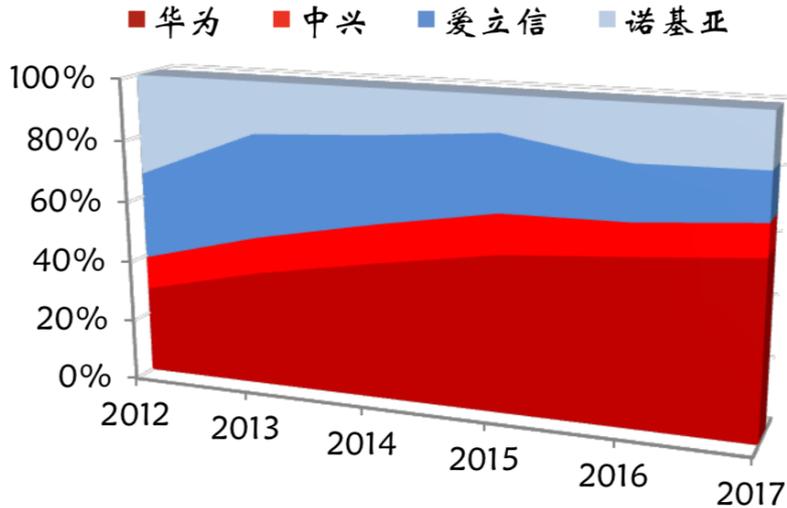
资料来源：wind、国信香港研究所整理

估值与盈利预测

设备商竞争激烈，中国品牌崛起

近年来全球通信设备商除了不断整合之外，还呈现一个明确的格局变化：中国的两大设备商不断取代外资厂商的市场份额。从市场份额角度看，华为、中兴通讯快速崛起；爱立信和诺基亚-阿朗则逐步萎缩。2017年“中兴华为”的收入在四家设备厂商中占比达到67.69%。

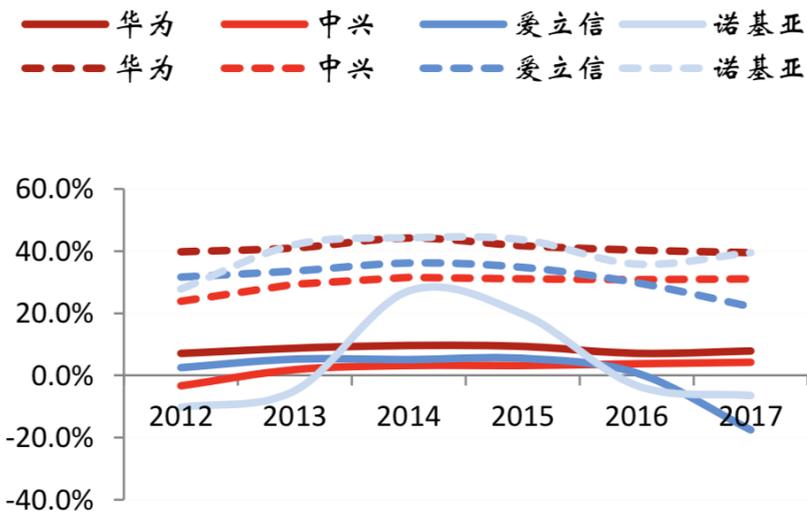
图 13 通讯设备商市场占有率



资料来源：通信网、国信香港研究所整理

四家设备厂商的毛利率相对比较稳定，华为和诺基亚-阿朗略高于其他两家，爱立信 2017 年支出较多导致毛利率下滑比较严重；而净利率方面，国内厂商中兴华为明显高于两家国外厂商，也一定程度反映出了企业经营的质量。

图 14 设备商盈利能力比较



资料来源：wind、国信香港研究所整理

核心假设：5G 扩张利好运营商业，海外收缩带来盈利能力提升

运营商网络业务：我们认为这次美国处罚事件不会对公司的中国运营商业造成明显影响。受益于 5G 设备投资周期，我们预测中国运营商业 5%/10%/20% 的营收增长。在海外业务方面，美国处罚事件在短期可能影响海外运营商和公司的新合作，导致公司海外运营商业增速放缓。但同时我们也注意到，中兴运营商业客户粘性较高，不会出现大幅度下降情况。因此我们预计公司 2018-2020 年海外运营商业收入持平。

手机及消费者业务：中兴目前手机业务以运营商合约机为主。根据 Gartner 数据显示，2017 年美国，中国，其他地区出货量占比分别为 36%/15%/49%。从保守角度估计，我们认为公司战略转型之后公司在手机业务的投入将减少，业务呈收缩状态。预计公司消费者业务 2018/19 年分别下降 30.9%/4.9%，2020 年恢复 15.6% 增长。

政企业务：公司政企业务方面，由于国内客户占比较高，在美业务收入贡献较少，预计政企业务整体营收增速在 8%/8%/8%。

表 7：中兴通讯核心假设（¥百万）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收	101,233	108,815	101,050	105,389	120,215
运营商网络	58,880	63,782	66,115	70,803	81,116
中国	41,216	44,648	46,980	51,668	61,982
海外	17,664	19,135	19,135	19,135	19,135
消费者业务	33,449	35,202	24,318	23,120	26,715
政企业务	8,904	9,831	10,617	11,466	12,384
% YoY	1.00%	7.50%	-7.14%	4.29%	14.07%
运营商网络	2.90%	8.30%	3.66%	7.09%	14.57%
中国	10.80%	8.30%	5.22%	9.98%	19.96%
海外	-11.80%	8.30%	0.00%	0.00%	0.00%
消费者业务	3.00%	5.20%	-30.92%	-4.93%	15.55%
政企业务	-15.20%	10.40%	8.00%	8.00%	8.01%
权重					
运营商网络	58.20%	58.60%	65.43%	70.07%	80.27%
终端	33.00%	32.40%	24.07%	21.94%	22.22%
电信服务	8.80%	9.00%	10.51%	10.88%	10.30%
毛利	31,133	33,809	33,276	34,357	39,168
%营收	30.80%	31.10%	32.93%	32.60%	32.58%
运营商网络	39.10%	40.00%	40.10%	38.80%	38.80%
消费者业务	14.30%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%
政企业务	37.10%	29.20%	29.20%	29.20%	29.20%

资料来源：wind、国信香港研究所整理

我们相信 2019 年中兴通讯经营将逐渐走上正轨,但考虑到中兴向美国政府支付 10 亿美元罚款和 4 亿美元的第三方银行托管保证金,以及在美运营商、消费者业务因而受损。我们预计 2019 年收入增长放缓至 4%。2020 年随着运营商 5G 资本开支的增长,公司收入恢复增长。预计公司 2019/20 净利润为 34/54 亿人民币

表 8: 中兴通讯盈利预测 (¥百万)

	1H17	2H17	2017	2018E	2019E	2020E
收入	54,011	54,805	108,815	101,050	105,389	120,215
% YoY	13%	2%	7%	-7%	4%	14%
营业成本	-36,448	-38,558	75,006	81,138	83,740	87,887
毛利	17,563	16,247	33,809	33,276	34,357	39,168
调整后营业费用	-12,876	-13,012	-25,887	-26,859	-28,072	-29,898
% YoY	3%	11%	7%	4%	4%	6%
调整后营业利润	4,687	3,235	7,922	6,507	6,286	9,270
% YoY	38%	-8%	15%	-18%	-3.40%	47%
调整后财务费用	-232	-391	-623	-636	-636	-636
(不含汇兑损益)						
核心业务利润	4,455	2,844	7,299	5,871	5,650	8,634
% YoY	47%	-7%	20%	-20%	-4%	53%
汇兑损益	-57	-363	-420		-50	-50
资产减值	-1,026	-1,508	-2,534	-2,048	-2,136	-2,436
公允价值变动损益	-58	116	58	58	58	58
投资收益	52	2,488	2,540	2,000	2,000	2,000
减: 营业外支出	-79	-115	-193	-6,583		-187
其他			-31		0	0
税前利润	3,287	3,432	6,719	-752	5,335	7,992
% YoY	21%	-199%	-975%	-111%	809%	50%
所得税	-744	-588	-1,333	-1,081	-1,018	-1,545
少数股东损益	0	-316	-818	-382	-743	-869
归属于永续票据持有者	-250	0	-501	-501	-501	-501
归母净利润	2,293	2,275	4,568	-2,215	3,573	5,578
% YoY	30%	-136%				59%
毛利率	32.50%	29.60%	31.10%	32.93%	32.60%	32.58%
营业费用率	23.80%	23.70%	23.80%	-26.58%	-26.64%	-24.87%
财务费用率	0.40%	0.70%	0.60%	-0.63%	-0.60%	-0.53%
核心利润率	8.20%	5.20%	6.70%	5.81%	5.36%	7.18%

资料来源: wind、国信香港研究所整理

投资机会在于估值提升, 给与“买入”评级

可以看到 2014 年 4G 牌照发放后设备商估值有明显改善。2014 年平均估值在 25 倍附近, 并在 2015 年估值一路上行, 这与资本开支周期相吻合。料 5G 牌照发放之后设备商估值将再次迎来提升。

回顾 4G 期间, 三大上市设备商股价走势呈明显的周期性。2 个启动时点分别在 4G 牌照发放前 11-12 个月和 3-4 个月。

图 17 4G 期间爱立信、诺基亚与中兴通讯股价走势



资料来源: wind、国信香港研究所整理

最近一年 5G 预期带动海外两大设备商爱立信、诺基亚股价走强。中兴通讯受制裁影响股价仍处于阶段底部。

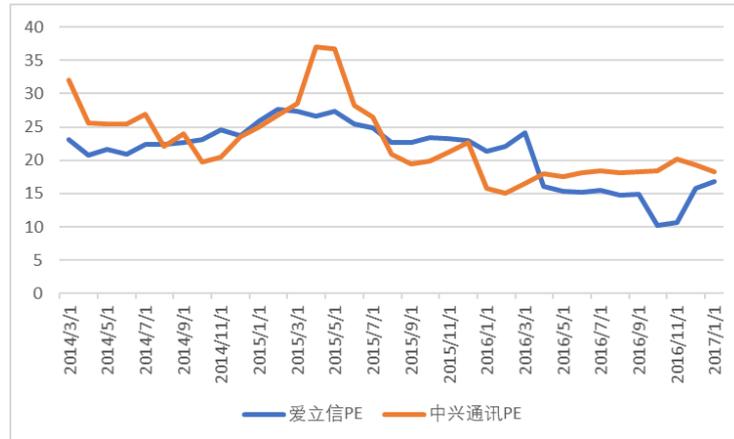
图 15 近 1 年爱立信、诺基亚与中兴通讯股价走势



资料来源: wind、国信香港研究所整理

我们预测中兴通讯 2019/20 年盈利 34/54 亿人民币。在中兴如期支付罚款、保证金及更换相关管理层人员之后，禁令已于 7 月 13 日解除，公司业务将得到恢复。我们认为，即便市场仍有担忧，公司股价继续下行空间有限，之前的大幅下跌已反映此次事件的影响。现今中兴市值仅为 840 亿港元，相当于全球竞争对手爱立信、诺基亚的 38%/32%，未充分反映公司长期行业地位。随着 5G 商用的到来，主业逐渐恢复，公司估值有望提升。基于上述分析，我们给与中兴通讯 20-25 元港币，对应 20.6x-25.7x 2019 P/E, 1.6x-2x 2019 P/B，维持“推荐”。

图 16 4G 期间爱立信与中兴通讯估值比较



资料来源: wind、国信香港研究所整理

表 9: 中兴通讯估值比较

代码	证券简称	总市值 HKD mn	市盈率PE			市净率PB
			TTM	18E	19E	
0763.HK	中兴通讯	89,100	n.a	21	13	2
6869.HK	长飞光纤光缆	14,991	8	8	7	2
2342.HK	京信通信	3,435	n.a	50	22	1
000063.SZ	中兴通讯	89,880	-12	-12	18	3
600498.SH	烽火通信	36,714	37	34	27	3
CSCO.O	思科	1,446,584	146	-228	15	4
QCOM.O	高通公司	528,947	n.a	-22	24	73

资料来源: wind、国信香港研究所整理

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入: 我们预计未来 6-12 个月内, 个股相对大盘涨幅在 10%以上;

中性: 我们预计未来 6-12 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间;

减持: 我们预计未来 6-12 个月内, 个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配: 我们预计未来 6-12 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 10%以上;

中性: 我们预计未来 6-12 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间;

低配: 我们预计未来 6-12 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士, 分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员, 也未持有其任何财务权益。

本报告中, 国信证券(香港)经纪有限公司及其所属关联机构(合称国信证券(香港))并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股), 在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系, 亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌, 亦不时波动甚大, 甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润, 反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券(香港)的推荐意见, 也不构成针对任何期货和/或期权的预测。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和/或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券(香港)的推荐意见, 也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息, 我们力求准确可靠, 但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要, 并不构成个人投资建议, 客户据此投资, 责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送, 未经国信证券香港书面授权许可, 任何人不得引用、转载以及向第三方传播, 否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见, 如有任何更改, 本司将不作另行通知。在一些管辖区域内, 针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券(香港)受制于任何注册或领牌规定, 则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。