

**证券研究报告—动态报告**

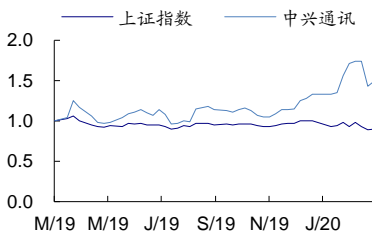
信息技术

通信

**中兴通讯(000063)**
**买入**
**2019 年年报点评**

(维持评级)

2020 年 03 月 30 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,612/4,230
总市值/流通(百万元)	200,115/150,776
上证综指/深圳成指	2,772/10,110
12 个月最高/最低(元)	56.70/26.20

**相关研究报告:**

《中兴通讯-000063-跟踪点评: 定增落地, 龙头起航》——2020-01-17  
 《中兴通讯-000063-2019 年中报点评: 业绩持续改善, 5G 业务发展迅速》——2019-08-28  
 《中兴通讯-000063-深度报告: 龙头归来》——2019-05-12  
 《中兴通讯-000063-2019 年一季报暨中报预告点评: 业绩符合预期, 5G 龙头再出发》——2019-05-06  
 《中兴通讯-000063-2018 年年报点评: 一季度业绩超预期, 恢复高增长》——2019-03-28

**证券分析师: 程成**

电话: 0755-22940300  
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

**证券分析师: 马成龙**

电话: 021-60933150  
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**经营管理全面提升, 迎接 5G 建设高潮**

公司发布 2019 年年报: 收入 907.36 亿, 同比增长 6.11%, 归母净利润 51.47 亿元, 同比增长 197.44%, 符合预期。每股收益 1.22 元, 同比增长 173.05%。基本符合此前预期。公司每 10 股派息 2 元。

**● 19 年经营管理全面提升**

19 年, 公司对内实现了管理的全面提升。公司在经历了制裁、芯片禁运等一系列风波后, 生产全面恢复, 收入实现了正增长, 利润率提升显著, 归母净利润大幅扭亏, 总体经营情况喜人。其中, 公司不断聚焦和突出主业, 关联子公司不断减少, 非经营性业绩占比贡献呈下降趋势。公司全面提升管理效率, 人员精减明显, 费用率得到了较好的控制。在投入方面, 全面加码 5G, 研发人员和费用率持续提升, 核心竞争力不断加强。截止 2019 年底, 公司账面资金约 333 亿元, 同时定增约 115 亿元资金将到账。公司为即将到来的 5G 建设高潮做好了充分的准备。

**● 20 年将进入全面增长轨道**

2020 年, 公司对外竞争力将不断凸显。公司三大板块业务均做了全面储备, 其中, 运营业务聚焦核心能力和产品, 2019 年收入增速和毛利率都创了历史新高, 全球 5G 专利数上升至第三位, 全球市场份额提升至 10%; 政企业务过去三年总体保持平稳, 但公司在多个垂直应用领域均加强了 5G 示范项目的建设, 20 年开始有望开花受益; 消费者业务公司主动收缩, 后续将聚焦高毛利和有核心优势的终端, 注重有质量地增长。

**● 看好公司作为核心设备商在 5G 时代的发展, 维持“买入”评级**

2020 年国内运营商 5G 资本开支已大幅提升, 全球都将进入建设高潮期, 公司有望全面受益。当前位置, 公司拟回购 A 股股份, 也是对公司后续发展充满了信心。

考虑到新冠肺炎的影响, 我们预计 2020~2022 年归母净利润为 63/83/100 亿元, 对应 PE 32、24、20 倍, 维持“买入”评级。

**● 风险提示**

5G 建设不达预期风险, 核心器件受限风险, 新冠疫情加剧风险

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	112,873	143,836	177,066	203,626
(+/-%)	6.1%	24.4%	27.4%	23.1%	15.0%
净利润(百万元)	5147.88	6323.01	8295.79	10014.38	12015
(+/-%)	-173.7%	22.8%	31.2%	20.7%	20.0%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.37	1.80	2.17	2.61
EBIT Margin	22.2%	10.2%	9.3%	8.8%	8.8%
净资产收益率(ROE)	17.9%	19.8%	23.0%	24.3%	25.5%
市盈率(PE)	35.6	31.6	24.1	20.0	16.7
EV/EBITDA	12.3	23.7	21.5	19.9	18.0
市净率(PB)	6.36	6.26	5.54	4.86	4.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

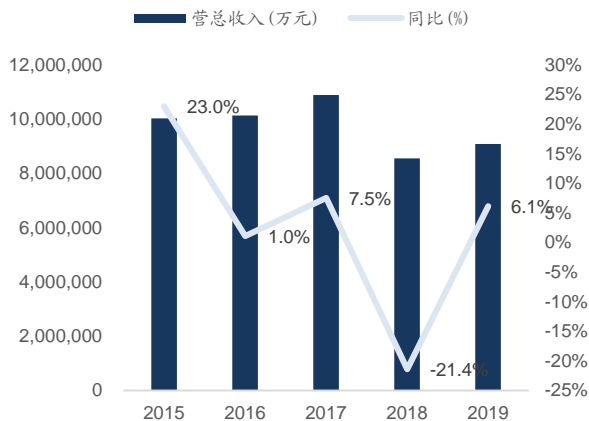
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 关键财务指标分析

### 收入小幅增长，利润大幅攀升

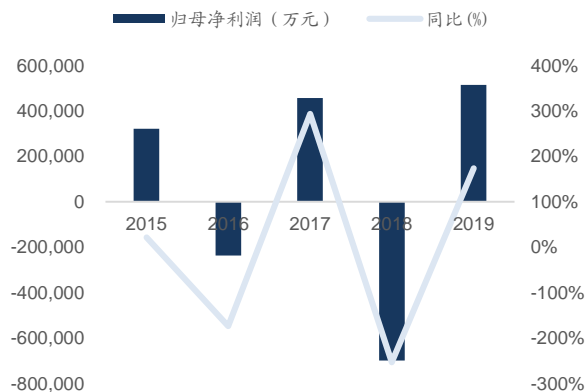
公司在经历了 18 年的制裁事件后，经营逐步恢复正常，并于 2019 年实现了正增长。归母净利润也大幅扭亏，达到 51.47 亿元，满足股权激励计划第三期的业绩解锁条件。

图 1：公司 2015~2019 年营业收入（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2：公司 2015~2019 年归母净利润（万元）



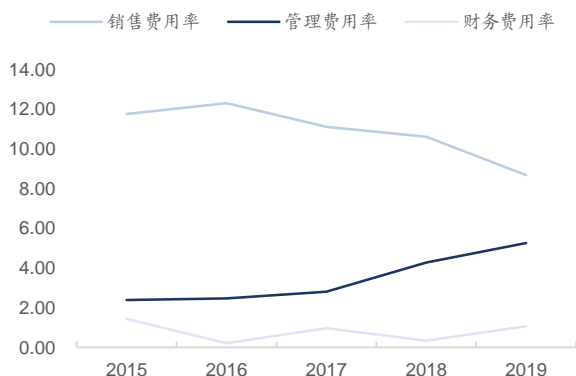
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

### 销售费用率显著下降，研发费用率持续上升

公司近年来销售费用率显著下降，主要是收缩手机等消费者业务以及控费两方面共同作用的结果；而行政管理费率在稳步提高，主要是公司在法律合规方面的投入在不断增加。

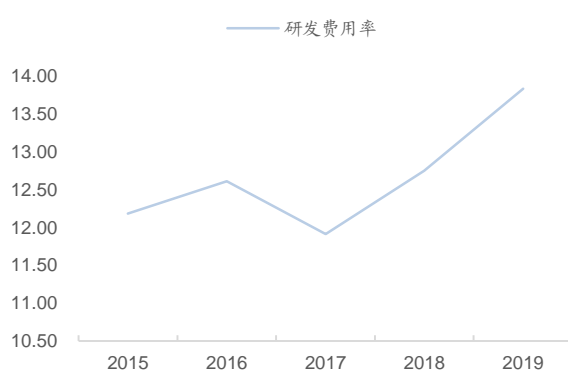
研发费用方面，公司近年来持续加大投入，费用率上升显著，并于 2019 年达到了 14% 左右的历史高位，表明了公司在 5G 方面的投入决心。

图 3：公司 2015~2019 年三费情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 4：公司 2015~2019 年研发费用率

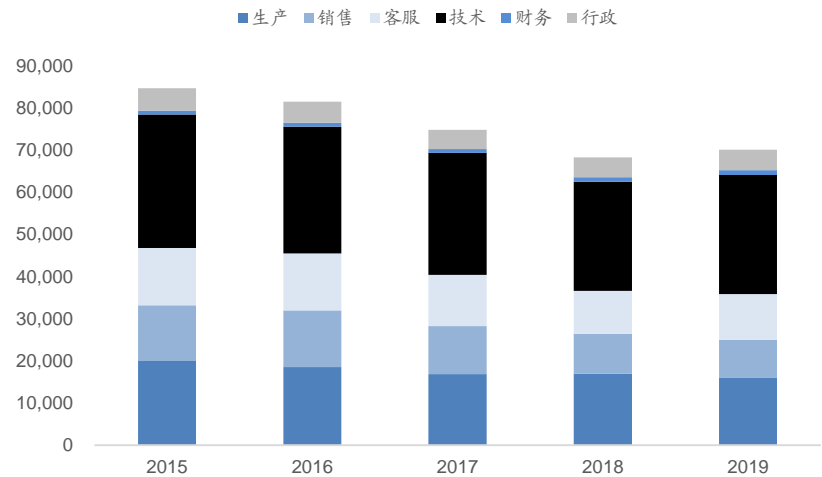


资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

实际上，公司过去几年员工总数呈不断下降趋势，处于主动或被动，公司总费用都得到了较好的控制。其中，技术人员近两年来首先实现增长，公

司队伍结构进一步优化。

图 5: 公司 2015~2019 年员工构成

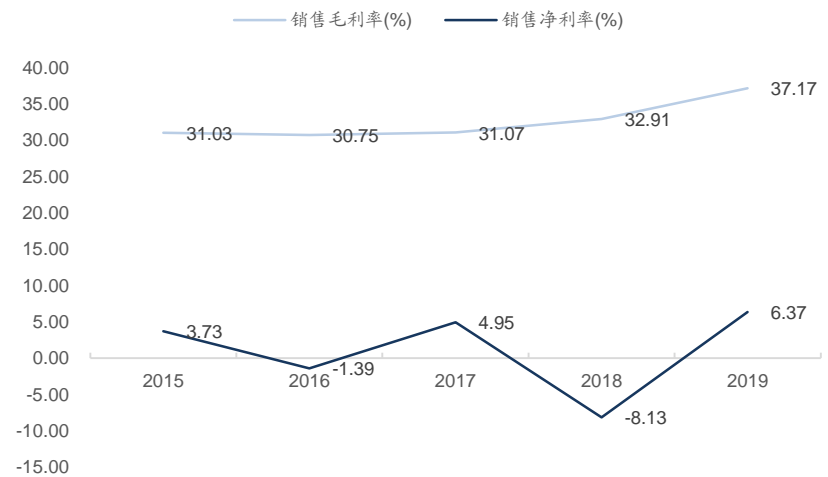


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 毛利率明显好转, 净利率提升可观

公司在收缩手机业务后, 近两年毛利率稳步提升, 与此同时, 净利率扭亏为盈, 提升至 6.37%, 达到近年来的新高。

图 6: 公司 2015~2019 年毛利率与净利率

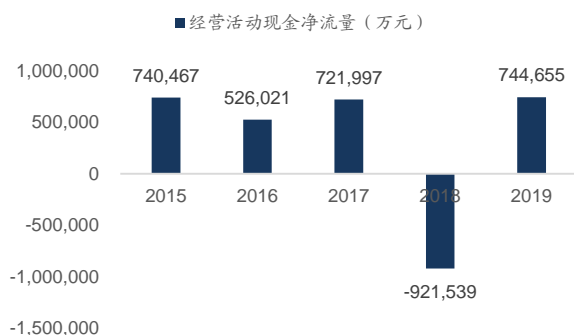


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 经营现金流保持平稳, 账面资金储备加强

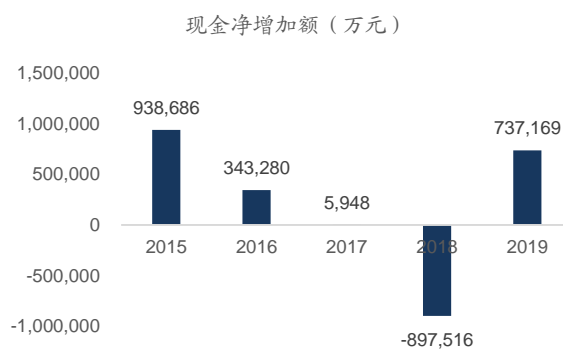
公司经营性现金流除了 2018 年, 总体来看保持了平稳的态势, 2019 年在没有大额罚款等事项的冲击下, 公司现金储备加强。2019 年底账面资金达到 333 亿元。同时, 公司于 2020 年初完成了约 115 亿元的非公开定增, 预计资金到账后储备进一步加强, 为公司全面加大 5G 研发做好准备。

图 7: 公司 2015~2019 年经营现金流



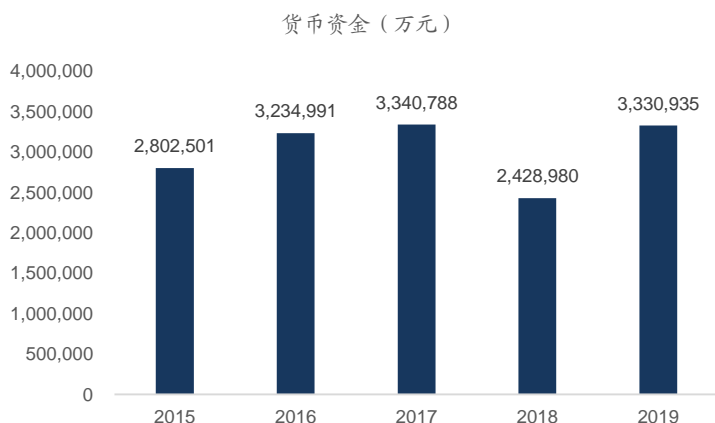
资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 8: 公司 2015~2019 年研发费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 9: 公司 2015~2019 年账面资金 (万元)



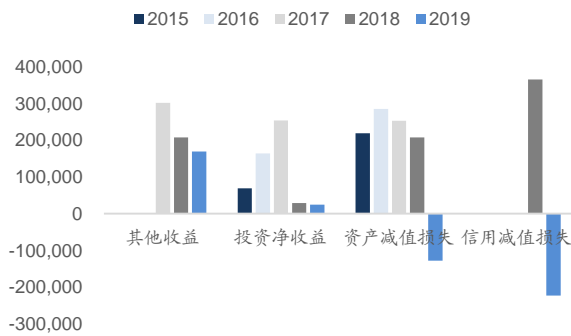
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 主营业务不断凸显, 收益质量提升

中兴通讯过去三年不断剥离与主业协同性不高的子公司, 这些子公司大多以联营企业的形式存在, 不再合并报表, 而是派董事参与经营决策。截止 2019 年, 公司联营和合营企业数还有 40 家左右, 其中, 非主营业务方向的 10 家左右。

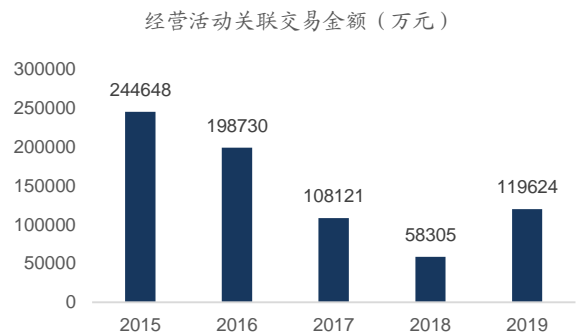
在此背景下, 公司关联交易金额不断减少, 来自于非经营性的收益在缩减, 损失在逐步减少, 主业业绩不断凸显。

图 10: 公司 2015~2019 年非主营业务情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 11: 公司 2015~2019 年关联交易金额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 1: 处置子公司情况

年份	处置子公司情况
2017 年	1、以人民币 7.272 亿元出售其所持有努比亚的 10.1% 股权, 处置后本公司对努比亚持股比例为 49.9% 2、出售深圳市供应链有限公司 85% 股权 3、出售衡阳网信置业 70% 股权 4、出售黄冈教育谷投资控股有限公司 45% 股权 5、出售北京市中保网盾科技有限公司 81% 股权 6、出售深圳市中鹤实业发展有限公司 100% 股权
2018 年	1、以人民币 12.23 亿元出售所持有浩鲸云计算科技股份有限公司的 43.66% 股权 2、出售深圳中兴金云科技有限公司 100% 股权
2019 年	1、出售深圳青豆教育科技有限公司 90% 股权 2、出售中兴(淮安)智慧产业有限公司 51% 股权 3、出售河南兴远智慧产业发展有限公司 100% 股权 4、出售中兴飞流信息科技有限公司 12% 股权 5、出售 NXT Netcare Services GmbH 100% 股权

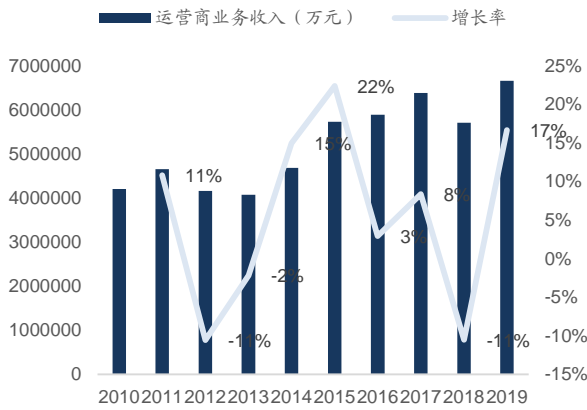
资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

## 业务进展分析

### 运营商业务发展态势良好, 进入新一轮增长周期

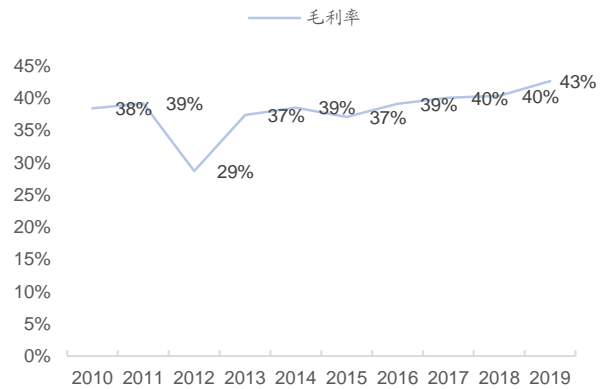
公司 19 年运营商业务收入同比增长 17%, 达到近十年历史新高, 且毛利率提升至 43%, 同样创新高。

图 12: 公司 2010-2019 运营业务收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

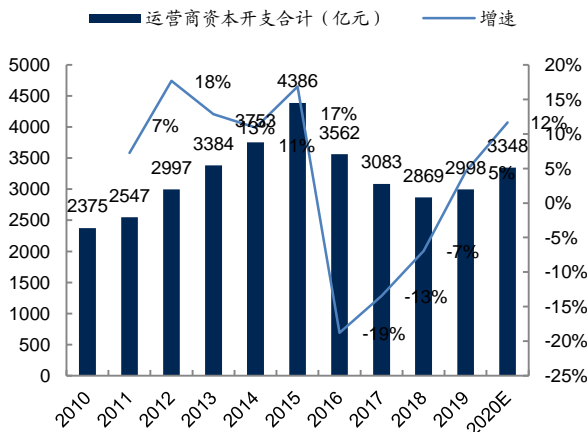
图 13: 公司 2010-2019 运营业务毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

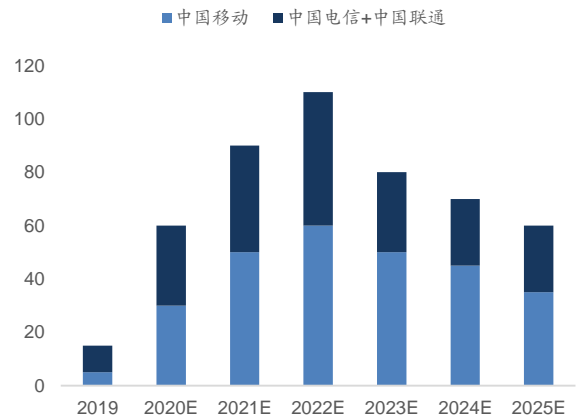
无线产品领域,公司在 5G 技术及应用两方面持续引领创新,处在 5G 产业化的第一阵营,已经在全球获得 46 个 5G 商用合同,与全球 70 多家运营商和 300 多家行业客户展开 5G 业务的合作,5G 的 7nm 核心芯片已实现商用;有线产品领域,自研核心专用芯片的上市实现了产品的高集成度、高性能、低功耗,极大地提升了有线产品的竞争力,PON、FTTx、100G 光传输网络累计发货量均居全球第二;视频和能源产品领域,公司积累了视频编解码、接入、传送、存储等技术,拥有包括视频会议、视频物联、云电脑等全系列产品。在 5G 时代公司运营商网络业务有望进入新一轮增长周期。

图 14: 三大运营商资本开支



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 15: 三大运营商 5G 基站新建数预计



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

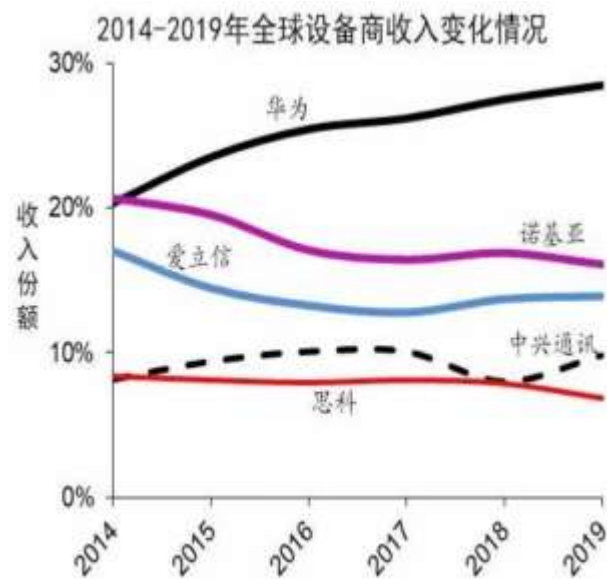
从最新的全球 5G 必要专利数来看,中兴已经跃居全球第三,研发产出喜人。从全球市场份额看,中兴份额已提升至 10%,排名第四。公司竞争力不断增强。

图 16: 全球 5G 必要专利数

Declaring Company	Number of declared 5G patent families (EP/AMPC)	average patent family size normalized by GDP	average and normalized forward citation	Patent value index (citation x family size)
Huawei Technologies (CN)	3,337	1.43	0.38	0.53
Samsung Electronics (KR)	2,792	1.40	1.09	1.62
ZTE Corporation (CN)	2,562	1.40	0.96	1.31
LG Electronics (KR)	2,000	1.40	0.97	1.44
Nokia (incl. Alcatel-Lucent) (FI)	2,048	1.31	0.88	1.14
Ericsson (SE)	1,484	1.34	0.74	1.14
QUALCOMM (US)	1,293	1.01	0.84	1.18
Intel Corporation (US)	876	1.60	1.23	2.12
Sharp Corporation (JP)	747	1.32	1.05	1.39
HTC (Taiwan) (TW)	723	1.02	0.78	1.23
Guangdong Oppo Mobile Tele. (CN)	647	1.26	0.97	0.99
China Acs. - CAT (CN)	576	1.27	0.84	1.06
Intel Digital Technology (US)	486	1.76	1.00	1.76
Vivo Mobile (CN)	386	1.34	0.93	0.84
BlackBerry (CA)	338	1.34	0.74	1.14
HTC Corporation (TW)	322	1.60	0.67	0.84
ASUSTeK Computer (TW)	313	1.53	0.66	1.00
Lenovo (Group) Limited (CN)	297	1.40	0.88	1.23
HTC Corporation (TW)	291	1.32	0.74	0.97
NET Corporation (KR)	287	1.11	0.55	0.61
Apple (US)	277	1.97	0.78	1.07
ETN (KR)	261	0.91	1.18	1.11
Fujitsu (JP)	248	1.97	0.61	0.67
Nintendo Mobility (US)	243	1.07	0.77	0.80
Mediatek (TW)	209	1.40	1.11	1.73
WILLIS TOWERS WATSON (UK)	184	1.18	0.69	0.80
Protonet (JP)	172	1.06	0.18	0.11
IG Innovations (CN)	166	0.87	0.87	0.78
Sony Corporation (JP)	177	1.12	0.57	0.58
EEG (TW)	14	1.05	1.65	2.32
SK Telecom (KR)	13	1.97	0.18	0.19
Speedream Communications (CN)	10	1.00	0.18	0.18

资料来源: IPIlytics、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 17: 全球设备商市场份额变化



资料来源: Dell'Oro Group、国信证券经济研究所分析师归纳整理

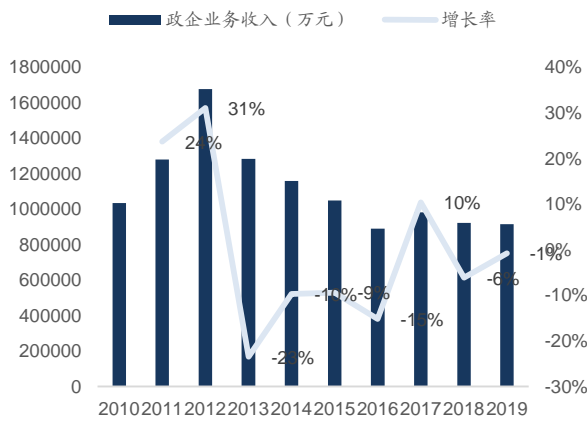
### 政企业务保持平稳, 5G 应用催化下有望迎来增长

公司政企业务 2019 年整体保持了平稳发展。公司在能源、交通、政务、金融等四大传统重点行业深耕多年, 优势明显, 自研的服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等核心产品, 也得到了广泛应用, 分布式数据库在大型银行核心业务正式上线, 自研操作系统应用领域不断扩大。

垂直行业应用是实现 5G 商业价值的关键。公司基于 5G 以端到端切片提供高可靠通信保障, 以 MEC 的属地化业务能力, 结合云视频、行业物联网、机器人 AI、融合定位、立体安全五大能力中台, 快速开发面向不同应用场景的平台产品和方案, 助力垂直行业数字化转型。截至目前公司在工业、文旅、教育、医疗、媒体、港口、环保、能源、交通、金融等 15 个行业领域发展超过 300 家合作伙伴, 共同探索了 86 个 5G 应用场景, 并在全球范围内成功开展超过 60 个实践项目。在第二届工信部“绽放杯”全国赛中获得 22 个奖项, 其中智能车间获一等奖、智慧零售和智慧场馆获二等奖, 智慧零售同时还获得 GTI 2020 移动业务应用创新奖, 智慧港口、ZTE XRExplore、智能电网也在首届世界 5G 大会分获一、二、三等奖。

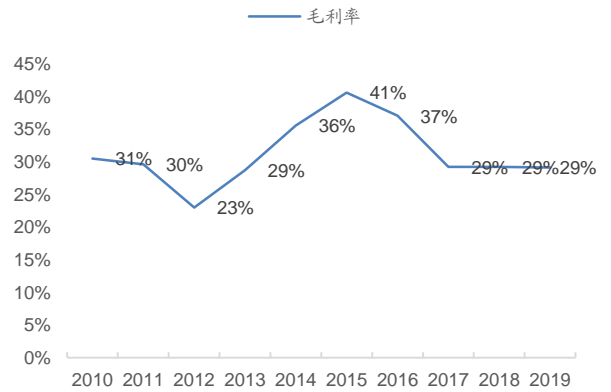
预计在 5G 大周期下, 公司政企业务亦能实现同步增长。

图 18: 公司 2010-2019 政企业务收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 19: 公司 2010-2019 政企业务毛利率

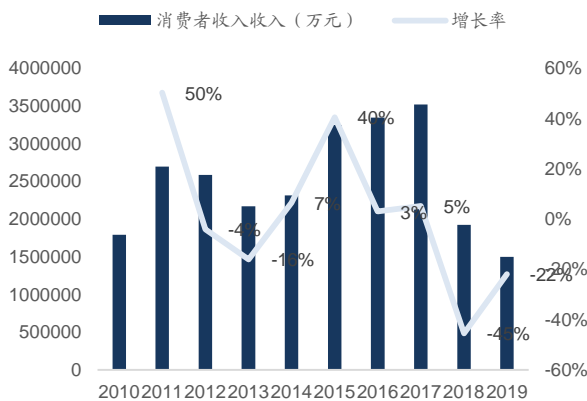


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

### 消费者业务毛利率提升显著, 注重高质量发展

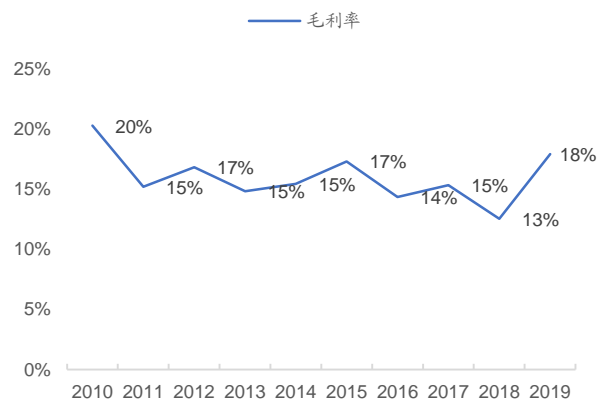
公司主动收缩消费者业务, 注重高毛利产品发展, 毛利率改善显著。后续将重点聚焦 5G 终端, 积极拓展国内外运营商及消费者市场、家庭信息终端、固网宽带终端等业务。

图 20: 公司 2010-2019 消费者业务收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 21: 公司 2010-2019 消费者业务毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

## 资本市场规划

### 拟回购 A 股股份

为保持公司经营、发展, 保障、保护投资者的长远利益, 促进股东价值的最大化, 同时, 进一步健全和完善公司长期激励约束机制, 确保公司的经营可持续、健康发展, 公司拟回购 A 股股份。

回购股份将用于下列任一情形: (i) 员工持股计划或者股权激励; (ii) 转换公司发行的可转换为股票的公司债券。

回购额度不超过公司已发行 A 股股本 1% 的授权额度, 回购价格将由股东大会授权董事会结合资本市场、公司股价波动情况、公司财务状况和经

营状况等多方面因素最终确定。

### 拟注册发行 80 亿中期票据

拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行金额不超过 80 亿元人民币（含 80 亿元人民币）的中期票据，募集资金将用于补充流动资金、偿还到期债务和符合协会要求的其他用途。

### ● 风险提示

5G 建设不达预期风险，核心器件受限风险，新冠疫情加剧风险

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	33309	33477	36831	41397	营业收入	90737	112873	143836	177066
应收款项	20798	27832	35466	43660	营业成本	57008	68885	88384	109858
存货净额	27689	26377	33853	42101	营业税金及附加	931	1129	1438	1771
其他流动资产	20211	22575	28767	35413	销售费用	7869	9594	12226	15051
<b>流动资产合计</b>	<b>102567</b>	<b>110821</b>	<b>135478</b>	<b>163132</b>	管理费用	4773	21755	28357	34837
固定资产	10555	11418	11883	12027	财务费用	966	200	200	200
无形资产及其他	7719	7510	7301	7093	投资收益	249	0	0	0
投资性房地产	18034	18034	18034	18034	资产减值及公允价值变动	1067	(3000)	(3000)	(3000)
长期股权投资	2327	2327	2327	2327	其他收入	(12955)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>141202</b>	<b>150109</b>	<b>175024</b>	<b>202612</b>	营业利润	7552	8310	10231	12350
短期借款及交易性金融负债	27258	20000	20000	20000	营业外净收支	(391)	0	0	0
应付款项	27729	32030	41107	51123	利润总额	7162	8310	10231	12350
其他流动负债	31384	39924	51413	63737	所得税费用	1385	1662	1535	1853
<b>流动负债合计</b>	<b>86371</b>	<b>91954</b>	<b>112520</b>	<b>134860</b>	少数股东损益	280	325	400	483
长期借款及应付债券	10045	10045	10045	10045	归属于母公司净利润	5148	6323	8296	10014
其他长期负债	6832	6832	6832	6832					
<b>长期负债合计</b>	<b>16877</b>	<b>16877</b>	<b>16877</b>	<b>16878</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>103248</b>	<b>108831</b>	<b>129397</b>	<b>151737</b>	净利润	5148	6323	8296	10014
少数股东权益	2875	3038	3238	3479	资产减值准备	(796)	(106)	(30)	(9)
股东权益	28827	31988	36136	41143	折旧摊销	3062	1553	1873	2174
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>134950</b>	<b>143857</b>	<b>168772</b>	<b>196360</b>	公允价值变动损失	(1067)	3000	3000	3000
					财务费用	966	200	200	200
关键财务与估值指标					营运资本变动	(8806)	4649	(766)	(757)
每股收益	1.22	1.37	1.80	2.17	其它	932	269	230	251
每股红利	0.62	0.69	0.90	1.09	经营活动现金流	(1527)	15687	12603	14673
每股净资产	6.82	6.94	7.84	8.92	资本开支	(2000)	(5100)	(5100)	(5100)
ROIC	28%	14%	18%	20%	其它投资现金流	916	0	0	0
ROE	18%	20%	23%	24%	投资活动现金流	(396)	(5100)	(5100)	(5100)
毛利率	37%	39%	39%	38%	权益性融资	591	0	0	0
EBIT Margin	22%	10%	9%	9%	负债净变化	7679	0	0	0
EBITDA Margin	26%	12%	11%	10%	支付股利、利息	(2640)	(3162)	(4148)	(5007)
收入增长	6%	24%	27%	23%	其它融资现金流	275	(7258)	0	0
净利润增长率	-174%	23%	31%	21%	融资活动现金流	10942	(10420)	(4148)	(5007)
资产负债率	79%	78%	79%	79%	现金净变动	9020	167	3355	4565
息率	1.4%	1.7%	2.3%	2.7%	货币资金的期初余额	24290	33309	33477	36831
P/E	35.6	31.6	24.1	20.0	货币资金的期末余额	33309	33477	36831	41397
P/B	6.4	6.3	5.5	4.9	企业自由现金流	8514	10309	7423	9534
EV/EBITDA	12.3	23.7	21.5	19.9	权益自由现金流	16467			

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032