

中兴通讯 (000063.SZ) 5G 大建快建, “中兴” 腾飞在即

2020 年 04 月 03 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

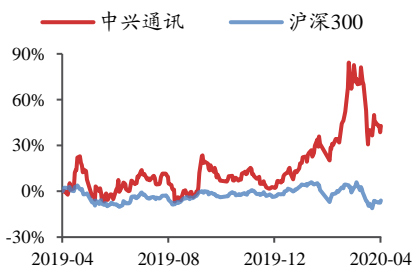
赵良毕 (分析师) 戴晶晶 (联系人)

zhaoliangbi@kysec.cn daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005 证书编号: S0790120040005

日期	2020/4/2
当前股价(元)	42.70
一年最高最低(元)	56.70/26.50
总市值(亿元)	1,646.73
流通市值(亿元)	1,483.79
总股本(亿股)	46.12
流通股本(亿股)	34.75
近 3 个月换手率(%)	246.15

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 5G 主设备商稀缺龙头业绩有望超预期, 首次覆盖给予“买入”评级

中兴通讯作为 A 股唯一涵盖无线、传输、核心网的 5G 主设备商上市公司, 在 5G 时代有望迎来进一步发展, 打开全球新的市场空间。公司重研发, 不断提升产品质量进入国际第一梯队, 同时加强合规管理, 市场拓展不断取得新突破。由于 5G 技术的发展、设备形态的变化, 带来主设备商议价能力的提升, 公司市场份额稳中有升, 经营业绩有望超预期。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 62.8/81.0/100.5 亿元, 同比增长为 21.9%/29.1%/24.0%, EPS 为 1.36/1.76/2.18 元, 对应 PE 分别为 31.4/24.4/19.6 倍, 存在一定的市场低估, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 5G 大建快建, 公司市场份额提升可期

在 5G 中国引领世界的大背景下, 受益于国内 5G 大建快建, 运营商 5G 招投标不断释放。公司加大研发投入和快速满足客户需求, 综合实力进一步增强, 不断超越西方厂商。从目前中国移动的 5G 二期采购份额来看, 公司市场份额稳中有升, 随着 5G 的部署从一线城市逐步到中小型城市展开, 结合原有 4G 的情况, 未来公司市场份额有望进一步提升。

● 主业进一步聚焦, 毛利率有望提升带来业绩边际改善

公司更聚焦运营商网络主业, 毛利率有所提升, 5G 设备技术复杂性要求更高, 技术导向性倒逼主设备商议价能力提升, 随着公司国内外 5G 系统设备营业收入占比不断增长, 毛利率有望持续改善; 同时公司不断加强公司内部治理, 合规培训及考核日常化, 公司治理更标准化、规范化, 综合管理能力边际改善带来 5G 时代公司经营业绩有望超预期。

● 催化剂: 5G 建设加速, 运营商 5G 招投标不断释放

● 风险提示: 新冠疫情对全球影响带来行业不确定性; 运营商投资不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	110,944	143,217	178,964
YOY(%)	-21.4	6.1	22.3	29.1	25.0
净利润(百万元)	-6,984	5,148	6,278	8,103	10,052
YOY(%)	-252.9	-173.7	21.9	29.1	24.0
毛利率(%)	32.9	37.2	38.2	38.8	39.1
净利率(%)	-8.2	5.7	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	-21.1	15.2	15.1	16.6	17.3
EPS(摊薄/元)	-1.51	1.12	1.36	1.76	2.18
P/E(倍)	-28.3	38.3	31.4	24.4	19.6
P/B(倍)	8.6	6.8	5.8	4.8	3.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 中兴通讯：全球领先的综合通信信息解决方案提供商	3
1.1、 深耕通信领域多年，行业领军	3
1.2、 业务全面布局，经营业绩稳健	3
1.3、 研发持续投入，技术实力强劲	4
1.4、 股权结构稳定，控股股东具有国企背景	5
2、 乘 5G 之风，开启“中兴”之路	5
2.1、 5G 中国引领世界，设备龙头核心有望受益	5
2.2、 全面进入领导者象限，看好 5G 建设机遇	6
2.3、 厉兵秣马备战 5G，龙头再启航	7
2.3.1、 发布边缘计算产品，5G 龙头又一重磅突破	7
2.3.2、 网络切片催熟 5G 应用落地，中兴通讯正力拔头筹	8
2.3.3、 系列出售，专注主业发展专注 5G	8
3、 业务复苏步入正轨，中移 5G 二期集采份额稳中有升	9
4、 盈利预测与投资建议	10
4.1、 核心假设	10
4.2、 盈利预测与估值	11
5、 风险提示	11
财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 公司 2015-2019 年营收较稳健	4
图 2： 公司近几年净利润有所波动（受美国事件影响）	4
图 3： 公司股权控股股东，股权结构稳定	5
图 4： 2019 年起逐步实现规模部署，中国将从 4G 超越到 5G 引领	6
图 5： 边缘计算将成为“万物互联”基础	7
图 6： 切片提供差异化服务	8
图 7： 公司 2015-2019 年营收结构调整	9
图 8： 公司 2015-2019 年毛利率稳健增长	9
表 1： 公司自上市后，持续改善经营	3
表 2： 研发投入占比大，研发人员数量多	5
表 3： 中兴通讯中标中国移动二期集采份额	10
表 4： 可比公司估值：中兴通讯处于行业低位	11

1、中兴通讯：全球领先的综合通信信息解决方案提供商

1.1、深耕通信领域多年，行业领军

1997年11月，本公司首次公开发行A股并在深圳交易所主板上市。2004年12月，本公司公开发行H股并在香港联交所主板上市，成为首家在香港联交所主板上市的A股公司。

公司是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，为全球多个国家和地区的客户，提供创新的技术与产品解决方案。集团拥有通信行业完整的、端到端的产品和融合解决方案，通过全系列的“无线、有线、云计算、终端”等产品，灵活满足全球不同客户的差异化需求，以及快速创新的追求。

在中国，公司各系列电信产品均处于市场领先地位，并与中国移动、中国电信、中国联通等中国主导电信服务运营商建立长期稳定的合作关系。在国际电信市场，集团已向全球多个国家和地区电信服务运营商和政企客户提供创新技术与产品解决方案，让全世界用户享有语音、数据、多媒体、无线宽带、有线宽带等全方位沟通的服务。

表1：公司自上市后，持续改善经营

时间	关键事件
1997年	深交所A股上市
2002年	与英特尔（中国）有限公司签署合作备忘录，在未来3G无线通信、无线局域网等几个关键领域展开深层次合作
2003年	与微软（中国）有限公司签署在电信领域的战略合作备忘录，与IBM签署了合作谅解备忘录
2004年	独家为雅典奥运会提供宽带互联网设备支持，港交所H股上市
2008年	入选全球IT企业百强，获美国“3GCDMA行业成就奖”，进入全球Top100的51家运营商短名单
2011年	中兴通讯入选首批“国家技术创新示范企业”，荣获“2011年度宽带创新大奖”
2013年	荣获2013年度中国品牌500强
2018年	中兴通讯自解禁以来，已恢复正常生产产能，正集中资源投入到5G建设，缩小非航产品投入
2019年	获得5G终端电信设备进网许可证5天后，中兴通讯抢先发布国内首款5G手机
2020年	中国移动5G二期集采中兴通讯中标份额28.96%

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、业务全面布局，经营业绩稳健

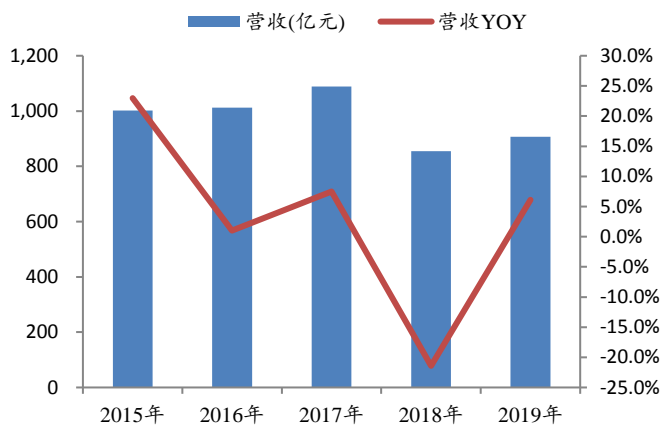
中兴通讯作为全球领先的综合通信解决方案提供商，深耕通信领域多年，致力于为客户提供满意的ICT产品及解决方案，聚焦于“运营商网络、政企业务、消费者业务”。

三大业务布局全面。运营商网络主要是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。政企业务主要是聚焦政企客户需求，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。消费者业务主要是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。

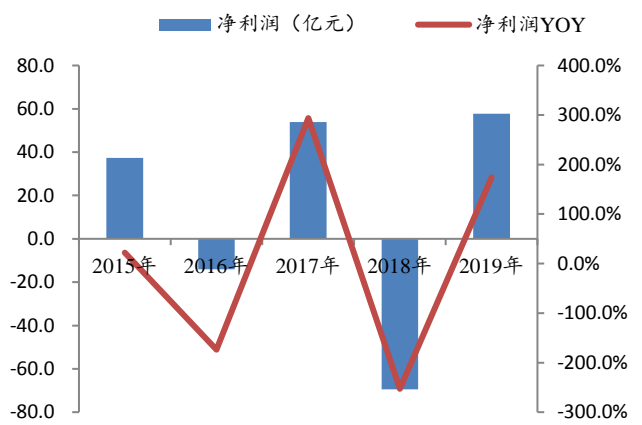
2019年，国内市场方面，公司坚持积极稳健的经营策略并拓展新的成长空间，积极参与运营商网络建设与技术演进，持续深入开展5G外场规模试验，凭借长期的技术积累及产品竞争力，抓住技术变革的机遇。国际市场方面，集团坚持全球化的策略不变，持续聚焦电信运营商市场，通过全系列创新产品方案，匹配客户4G网络性能演进、容量提升、面向5G平滑演进等主流需求，稳步推进与多家主流运营商的5G试验网。中兴通讯近几年营收较稳健，近几年净利润有所波动，2016年、2018年主要受美国罚款影响，净利润产生亏损。

图1: 公司 2015-2019 年营收较稳健



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 公司近几年净利润有所波动 (受美国事件影响)



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、研发持续投入，技术实力强劲

截至2019年12月31日，公司累计申请的专利资产超过7.4万件。其中，全球授权专利累计超过3.4万件。5G战略布局专利超过3,000件。公司已成为ITU（国际电信联盟）、3GPP（第三代合作伙伴计划）、IEEE（电气和电子工程师协会）、NGMN（下一代移动网络）、CCSA（中国通信标准化协会）、ETSI（欧洲电信标准化协会）等70多个国际标准化组织和论坛的成员，有30多名专家在全球各大国际标准化组织担任主席和报告人等重要职务，累计向国际标准化组织提交文稿45,000多篇。其中，5G NR/NexGenCore国际标准提案7000多篇。

公司是全球5G技术研究和标准制定活动的主要参与者和贡献者，已向ETSI披露首批3GPP 5G SEP(标准必要专利)超过1,200族。在5G技术标准制定的重要国际标准化组织3GPP中，担任RAN3副主席和NOMA（Non Orthogonal Multiple Access，非正交多址接入）、2-Step RACH、CoMP、ATSSS和5G切片增强等多个技术标准的报告人，并承担NR多连接、NG-RAN数据传输和NR电磁兼容等多项技术标准的主编。

2019年全年研发投入125.48亿元，占营收13.83%，较2019年同期提升了1.08个百分点，系公司持续加大5G研发力度，在5G、承载等核心产品和芯片、架构、算法上坚决投入，实现关键技术领先，自研的5G 7nm核心芯片已实现商用，确保商业可持续，立足“5G第一阵营”，夯实下一个十年。

表2: 研发投入占比大, 研发人员数量多

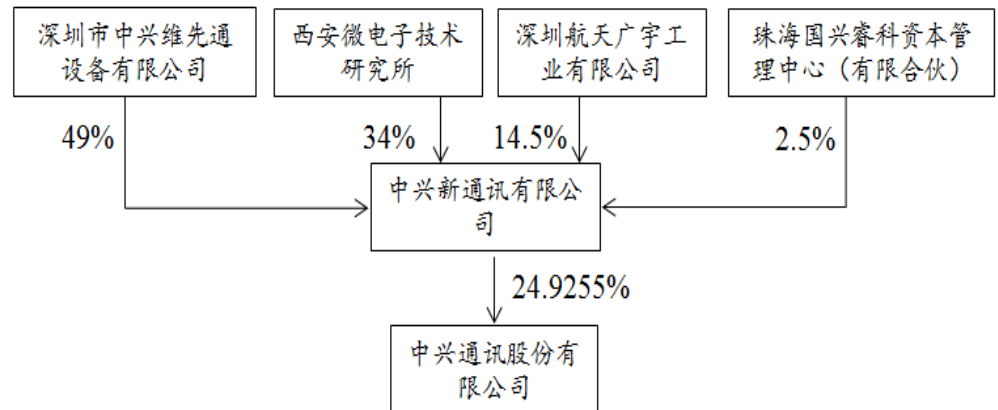
项目	2019年	2018年
研发人员数量	28,301	25,969
研发人员占比	40.39%	38.06%
研发投入金额	12,547.9	10905.6
研发投入占营业收入比例	13.83%	12.75%

数据来源: Wind、开源证券研究所

技术沉淀成就优势, 提前布局抢占先机。中兴通讯坚持创新驱动, 积极探索新兴技术, 以更开放的态度与合作伙伴密切合作, 保持在 5G 无线、核心网、承载、接入、芯片等核心领域的研发投入。深度参与行业标准制定, 深入垂直行业产业链, 布局 5G 手机、边缘计算服务器帮助公司抓住即将到来的机遇。

1.4、股权结构稳定, 控股股东具有国企背景

公司控股股东中兴新通讯有限公司主要是由深圳市中兴维先通设备有限公司、西安微电子技术研究所、深圳航天广宇工业有限公司三方股东合资组建。控制股东中具有国企背景。

图3: 公司股权控股股东, 股权结构稳定


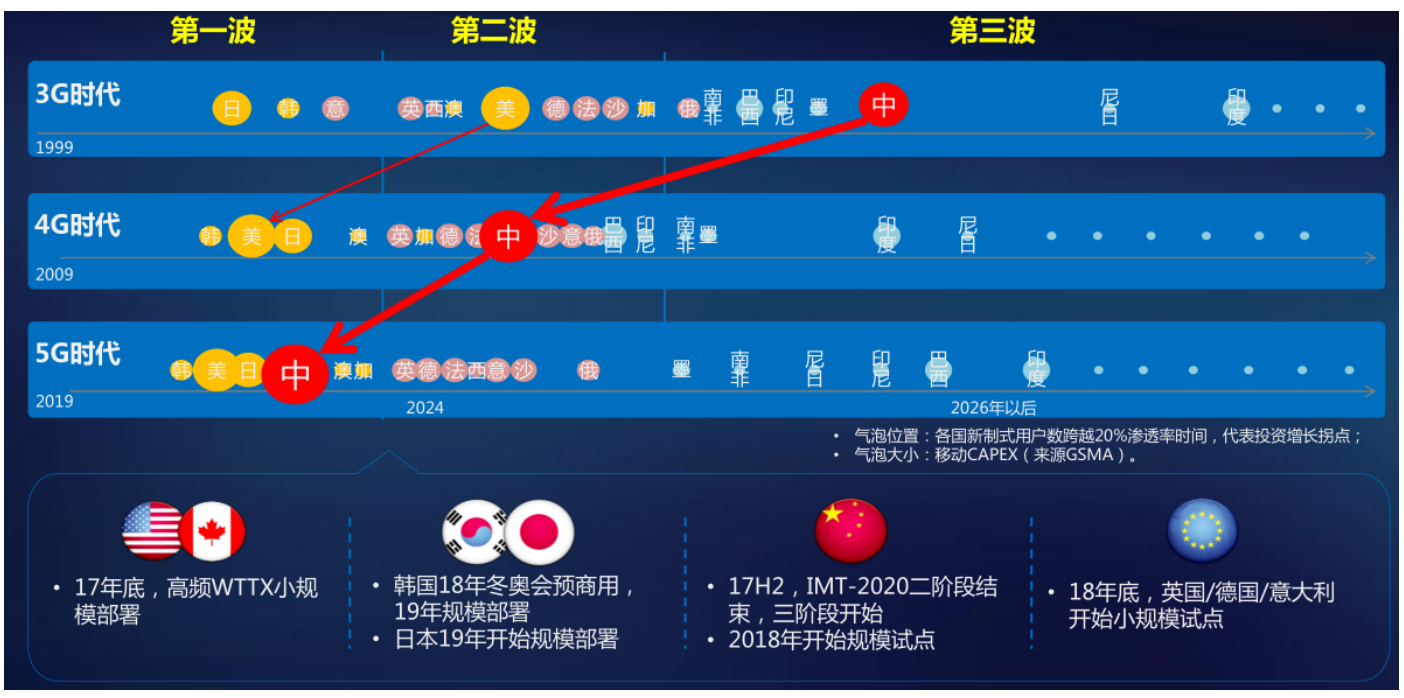
资料来源: Wind、开源证券研究所

2、乘 5G 之风, 开启“中兴”之路

2.1、5G 中国引领世界, 设备龙头核心有望受益

中国从 4G 超越到 5G 引领。移动通信技术起源于 1978 年, 美国贝尔实验室第一次开发出高级移动电话系统 (AMPS), 几乎每十年迭代一次, 我国从 1987 年开始部署 1G 网络, 一直处在追赶状态。从 1G 到 5G, 典型特征是网速越来越快, 5G 的三大特征表现为 eMBB、mMTC、uRLLC, 将推动全行业数字化转型。

图4：2019年起逐步实现规模部署，中国将从4G超越到5G引领



资料来源：华为官网

5G 全球统一标准成为事实。 5G 标准分为两个阶段，R15 主要聚焦 eMBB，2018 年 6 月 14 日，R15 标准已经冻结，奠定了商用基础。R16 则满足所有场景，Polar 码、F-OFDM 波形、上下行解耦、短时延接入，以用户为中心的网络架构等基础创新技术均已被 3GPP 采纳。

5G 为核心发展战略，在无线、核心网、承载、芯片、终端和行业应用等方面做好全面商用准备。 公司在 5G 关键技术的商用网络实践保持业界领先，MassiveMIMO 基站已累计发货万台，NFV 全球超过 450 个商用案例，已在全球获得 25 个 5G 商用合同，与全球 60 多家运营商展开 5G 合作。核心通信芯片全部实现自研，累计研发并成功量产各类芯片 100 余种，产品覆盖通讯网络的无线接入、固网接入、承载、终端等领域，基于先进的 10nm/7nm 工艺技术的核心通信芯片已量产。2019 年上半年，中兴通讯天机 Axon10Pro5G 版在全球多国陆续发布，并已于中国、芬兰、阿联酋正式开售，成为中国、北欧和中东第一部商用 5G 手机，中兴通讯 5G 室内路由器 MC801 获得工信部颁发的 5G 终端电信设备进网许可证，将在国内市场正式投入商用。

2.2、全面进入领导者象限，看好 5G 建设机遇

4G 扩容超预期，5G 放量在即。 2019 年三大运营商对于 4G 扩容的需求明显，联通开启 41.6 万基站集采，移动通信也陆续跟进。同时 2019 年亦已成为 5G 建设元年，2020 年三大运营商纷纷大建快建，随着运营商资本开支止跌回升，作为全球四大通信主设备厂商之一，中兴通讯有望在新一轮运营商 Capex 上行周期再续辉煌。

运营业务增速超预期，消费者业务未来可期。 受益于国内 4G 系统产品、固网和承载系统及欧洲无线产品的需求拉动，中兴通讯 2019 年运营商网络业务实现营收 665.85 亿元，同比增长 16.66%，公司的 5G RAN、核心网、传输等产品已全面进入

领导者象限。消费者业务表现欠佳，营收达 149.97 亿元，2020 年公司将继续发布近 10 款 5G 机型，未来随着 5G 换机潮的到来，整体市场可期。政企业务表现平稳，营收达 91.55 亿元。

聚焦运营商业务，为公司业绩增长提供可靠保障。2019 年，公司运营商业务营收 665.84 亿，同比增长 16.66 pct，毛利率提升 5.54 pct 到 42.61%，延续了一直以来运营商业务快速增长的势头。2019 年运营商网络收入占主营收入的比例由 2018 年的 66.75% 提升至 73.38%，综合毛利率提升 4.26pct，业务结构改善明显。中兴通讯运营商业务实现可观增长，原因主要来自以下几方面：1、移动、电信、联通继续推动 4.5G 和光传输网络部署，中兴通讯在以上优势领域具备较强竞争实力，2019 年订单量比较可观；2、中兴通讯在全球主要国际竞争对手爱立信和诺基亚贝尔面临公司内部整合和调整，人事动荡不断，这些竞争对手在国内市场份额呈现持续滑坡，给中兴通讯业务发展带来机遇；3、中兴通讯现有设备基于之前研发的产品平台，技术成熟、产线运行良好、研发投入相比研发成本降低，产品毛利率相对此前有一定提升。运营商业务始终是电信设备商立足和发展的根本，中兴通讯有强劲的实力保持自己在这部分业务的优势，具备持续发展的长期动能。

2.3、厉兵秣马备战 5G，龙头再启航

2.3.1、发布边缘计算产品，5G 龙头又一重磅突破

5G 将成就边缘计算，边缘计算将成为“万物互联”基础。根据 Cisco 的预测，预计到 2020 年接入互联网的设备数量将从 2003 年的 5 亿增长到 500 亿以上，而其中 50% 的设备需要具备边缘计算的能力。以全球 5G 市场估算，MEC 边缘云设备和系统市场规模在 2021 年将达到 800 亿美元。边缘计算通过数据分析处理，实现物与物之间传感、交互和控制，是让物联网落地的根本。未来更多的设备将接入物联网并进入边缘计算的领域。此前在视频监控、工业物联网等领域已有边缘计算需求陆续释放，而 5G 临近，车联网、高清视频等成为刚需。

图5：边缘计算将成为“万物互联”基础



资料来源：公司官网

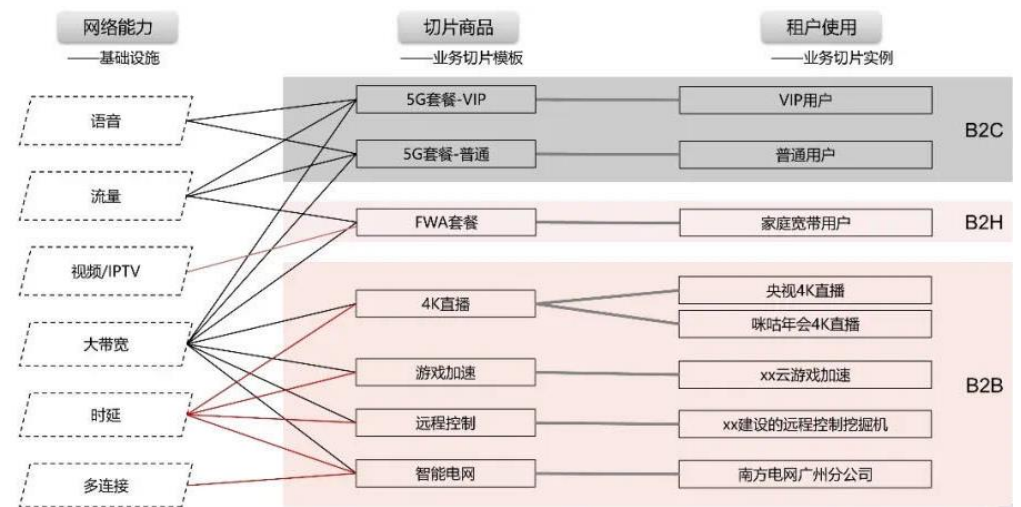
前瞻布局网络设备端和边缘计算。中兴通讯作为全球最大的四家通信设备商之一，在整个 5G 建设的浪潮中仍将充分受益。公司针对边缘计算进行了深入的研究和跟踪，提出了 5G 核心网解决方案，引入了 MEC-多接入边缘计算，将业务锚点和计算能力下沉到移动边缘节点，实现超低时延、高带宽、实时性的网络信息访问。边缘网络的兴起需要主设备商在核心网下沉、边缘环境搭建等方面做出改变，主设备商在后 5G 时代的竞争将向 AI、物联网、边缘网络等新兴领域延伸。

发布边缘计算服务器，实现边缘人工智能。在 2019 年 MWC(世界移动通信大会)上，中兴通讯发布了 ES500SMEC 服务器，搭配 Intel 处理器并配合 AI，在边缘侧具有很强的神经网络推理能力，大幅提升边缘计算的处理能力。在视觉识别等领域有重要突破，在一个 ES600S 服务器上可以实现百路视频的人工智能分析，峰值算力超过 7.2TFOPS(FP16)。

2.3.2、网络切片催熟 5G 应用落地，中兴通讯正力拔头筹

网络切片助力 5G 应用落地。网络切片技术基于一张 5G 基础网络，通过云化、虚拟化方式重构网络资源，采用贯穿终端、无线接入网、传输网和核心网的端到端切片技术，将网络切分成多个具备差异化性能特征（如网络带宽、时延、可靠性等）、安全隔离的逻辑专网。

图6: 切片提供差异化服务



资料来源：中国联通中讯院

在网络切片领域，中兴通讯已经拥有先进的技术方案和多个合作应用案例。在中国 5G 商用技术研发实验关于网络切片的测试中，中兴通讯支持运营商起草并完成 5G 切片相关测试规范。2018 年中兴通讯即已率先发布了网络切片端到端技术方案；2019 年中兴通讯领先业界在 MWCS 上海展期间基于全系列产品在真实网络上部署展示了 5G 端到端网络切片+MEC 的云游戏业务，为业界首家。公司的网络切片方案构建了贯穿 5G 无线接入网、承载网、核心网以及网络编排管理的端到端网络切片，通过统一空口，FlexE Channel 承载，云原生和服务化 5GC 等领先技术，合作试点运营商和行业场景数量业界领先。

2.3.3、系列出售，专注主业发展专注 5G

转让努比亚股权，收缩消费者渠道终端业务。2017年7月27日，中兴通讯以7.272亿元向南昌高新转让所持控股子公司努比亚10.1%股权。转让完成后，公司持有努比亚49.9%的股权，努比亚不再纳入公司合并报表范围。收缩消费者渠道终端业务，公司将改变当前手机业务全面铺开的战略，聚焦优势的运营商渠道提升终端竞争力和盈利水平，同时压缩消费者渠道的品牌和销售成本。

出售子公司中兴软创股权，凸显ICT技术实力。中兴通讯出售中兴软创43.66%的股权，中兴软创业务集中在软件领域，且与中兴通讯业务无直接关联，为公司聚焦运营商设备主营业务带来积极影响。公司ICT软件研发实力和海内外客户拓展能力获得南京慈溪背后合伙人阿里的认可，彰显公司在ICT领域领导地位。

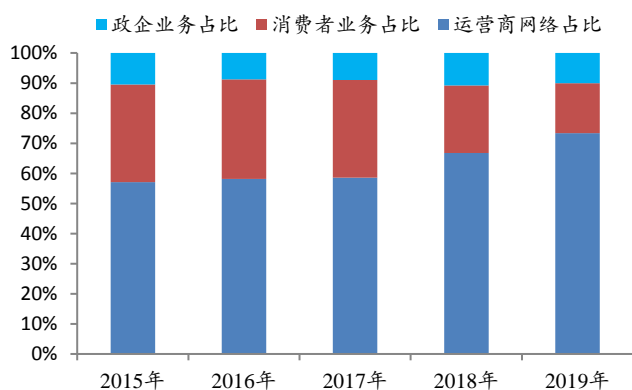
专注主业，夯实利润，蓄力5G。当前5G正快速发展，全球各家主流通信设备商都不断投入巨量资源进行研发竞赛。中兴通讯集中资源布局5G:公布了高达428.78亿的5G研发项目规划；减少对子公司和无关主业项目的投入，并回笼资金作为5G研发资金储备。公司专注战略将有助于公司提升竞争力，赢得5G时代大发展。

3、业务复苏步入正轨，中移5G二期集采份额稳中有升

主营业务恢复，业绩稳定向好。公司2018年整体业绩受到美国禁令事件影响，出现较大数额的亏损，其中受影响较大的消费者业务实现营收192.1亿人民币，同比下滑45.43%。但随着美国商务部禁令的解除，公司业绩逐渐恢复，第四季度营收达到267.47亿元，已经接近风波前营收水平。公司2019年全年实现营业总收入907.37亿元，同比增长6.11%；实现归属于上市公司股东的净利润57.77亿元，扭亏为盈，基本每股收益为1.22元人民币，主要是由于运营商网络业务收入较上年同期增长，且运营商网络收入占营收比重增加所致。

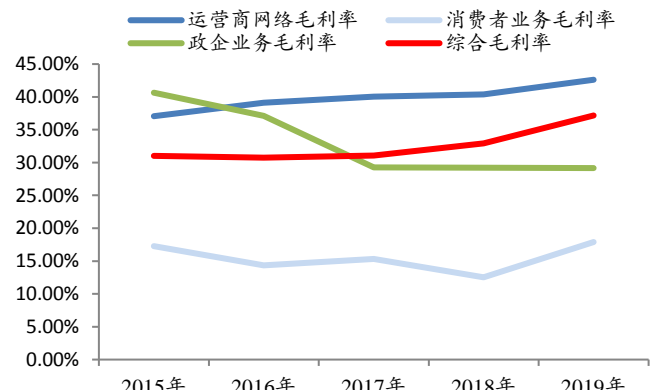
持续聚焦主营业务，稳定发展。运营商网络、政企业务、消费者业务持续发展，公司2019年运营商网络营业收入665.84亿元，同比增长16.66%，毛利率提升至42.61%，主要是由于国内外FDD系统设备、国内外5G系统设备营业收入同比增长所致；消费者业务收入149.97亿，同比下滑21.93%，毛利率提升至17.90%，2020年公司将陆续发布近10款5G机型，未来随着5G换机潮的到来，整体市场可期。政企业务营业收入91.55亿，同比下滑7.91%，毛利率提升至26.70%，2019年公司发布“双百千计划”，为客户提供定制化的行业解决方案，取得了良好成效。

图7：公司2015-2019年营收结构调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司2015-2019年毛利率稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

5G大建快建，国际国内市场份额有望超预期。公司坚持对5G及相关领域大幅投入，

深度参与全球 5G 合作和测试，积累大量专利与技术，5G 潜在竞争力有目共睹，公司是全球四强主设备商之一。近期中国移动的 5G 二期基站集采，中标份额达到 28.96%，随着 5G 的逐步开展，从一线城市到中小城市逐步开展，中兴通讯市场份额占比有望进一步提升，考虑公司在联通电信的市场份额类比于移动，整体来说公司在 5G 阶段市场份额有望超预期。

表3: 中兴通讯中标中国移动二期集采份额

省份	设备站数	报价(万元)	份额
黑龙江	7,012	112,895.22	20%
宁夏	1,153	18,588.51	40%
重庆	7,359	118,490.87	25%
云南	9,703	156,210.74	30%
西藏	1,157	18,654.66	35%
山西	5,888	94,790.23	25%
山东	19,451	313,106.40	30%
浙江	22,551	363,024.09	25%
内蒙古	3,691	59,436.28	25%
江苏	20,715	333,477.93	25%
青海	841	13,581.49	30%
河南	12,402	199,662.03	25%
广东	26,147	420,927.30	35%
河北	7,077	113,941.15	30%
福建	7,266	116,988.36	30%
新疆	2,394	38,548.78	35%
湖北	5,051	81,336.82	35%
湖南	9,419	151,637.60	25%
安徽	6,613	106,488.73	30%
吉林	3,752	60,416.22	35%
广西	7,594	122,267.12	30%
贵州	7,042	113,387.08	30%
甘肃	2,858	46,047.57	25%
陕西	8,065	129,835.98	30%
四川	10,015	161,230.21	40%
江西	8,174	131,590.06	25%
辽宁	6,494	104,546.03	30%
合计	232,143		

数据来源：中国移动官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

(1) 随着运营商 5G 招投标不断释放，公司市场份额稳中有升，5G 基站加速建设带来公司业绩有望超预期，未来 3 年运营商网络业务收入将带来高增长，我们预测，

2020/2021/2022 年运营商网络业务收入增速为 26%/34%/28%。

(2) 随着 2020 年公司陆续发布近 10 款 5G 机型，未来随着 5G 换机潮的到来，整体消费者业务市场可期，我们预测，2020/2021/2022 年消费者业务收入增速为 12%/15%/15%。

(3) 2019 年公司发布“双百千计划”，为客户提供定制化的行业解决方案，取得了良好成效，未来发展平稳，我们预测，2020/2021/2022 年政企业务收入增速为 12%/12%/12%。

4.2、盈利预测与估值

中兴通讯作为 A 股唯一涵盖无线、传输、核心网的 5G 主设备商上市公司，在 5G 中国引领世界的大背景下，受益于国内 5G 大建快建，运营商 5G 招投标不断释放。从目前中国移动的 5G 二期采购份额来看，公司市场份额稳中有升，随着 5G 的部署从一线城市逐步到中小型城市展开，结合原有 4G 的情况，未来公司市场份额有望进一步提升。

我们预测，公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 62.8/81.0/100.5 亿元，同比增长为 21.9%/29.1%/24.0%，EPS 为 1.36/1.76/2.18，对应 PE31.4/24.4/19.6，公司作为 A 股唯一通讯主设备上市企业，具备稀缺性，目前估值水平相较通讯设备行业平均水平而言，也具备一定的估值优势。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值：中兴通讯处于行业低位

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002916.SZ	深南电路	714	210.46	4.93	6.26	40.05	31.52
600498.SH	烽火通信	400	34.14	0.99	1.22	32.41	26.46
300502.SZ	新易盛	149	63.16	1.27	1.66	45.93	35.14
	平均值			2.40	3.04	39.46	31.04
000063.SZ	中兴通讯	1817	42.70	1.36	1.76	31.4	24.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/04/02，除中兴通讯外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

新冠疫情对全球影响带来行业不确定性，随着新冠疫情的全球扩散，如未来不能有效的控制，可能会影响国外 5G 进程的快速推进，进而影响公司海外业务的拓展；

运营商投资不及预期，公司的下游客户主要为运营商，受国家政策等因素的影响，如果运营商的资本开支不及预期，对公司的经营业绩将造成一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	92848	102567	143097	143679	204599
现金	24290	33309	52929	37255	79376
应收票据及应收账款	21592	19778	35915	36087	50868
其他应收款	2005	1023	4652	1990	5564
预付账款	615	403	1208	669	1622
存货	25011	27689	29170	48037	47426
其他流动资产	19334	20365	19223	19641	19743
非流动资产	36503	38635	37114	37337	38394
长期投资	3015	2327	2165	1102	231
固定资产	8898	9383	10460	12587	14635
无形资产	11291	9595	8719	7808	6772
其他非流动资产	13299	17329	15770	15839	16757
资产总计	129351	141202	180212	181016	242993
流动负债	89377	86371	121835	117282	170991
短期借款	23740	26646	21702	24029	24126
应付票据及应付账款	27443	27729	40551	48193	59820
其他流动负债	38194	31996	59583	45061	87045
非流动负债	7013	16877	14286	12049	10676
长期借款	2367	10045	7798	6060	4240
其他非流动负债	4647	6832	6488	5989	6436
负债合计	96390	103248	136121	129331	181667
少数股东权益	3811	2875	3195	3608	4121
股本	4193	4228	4612	4612	4612
资本公积	11444	12144	12144	12144	12144
留存收益	9308	14456	19970	27087	35916
归属母公司股东权益	29150	35079	40896	48076	57206
负债和股东权益	129351	141202	180212	181016	242993

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9215	7447	29242	-10041	49996
净利润	-6949	5777	6598	8516	10564
折旧摊销	2507	3062	3034	3568	4216
财务费用	281	966	754	806	864
投资损失	-294	-249	-218	-193	-300
营运资金变动	-9792	-4471	18220	-22977	34557
其他经营现金流	5032	2362	854	239	94
投资活动现金流	-966	-6023	-2219	-4102	-4868
资本支出	4882	6551	417	1492	1199
长期投资	311	121	162	696	872
其他投资现金流	4227	648	-1639	-1914	-2797
筹资活动现金流	888	5722	-7404	-1531	-3008
短期借款	9021	2906	-4944	2328	96
长期借款	-636	7679	-2247	-1738	-1820
普通股增加	0	35	384	0	0
资本公积增加	140	700	0	0	0
其他筹资现金流	-7637	-5598	-597	-2121	-1284
现金净增加额	-8975	7372	19620	-15674	42120

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513	90737	110944	143217	178964
营业成本	57368	57008	68519	87663	108900
营业税金及附加	638	931	1138	1469	1835
营业费用	9084	7869	9985	13319	17324
管理费用	3651	4773	6157	8450	11633
研发费用	10906	12548	15342	19805	24749
财务费用	281	966	754	806	864
资产减值损失	2077	-1281	1852	2244	2356
其他收益	2081	1696	1724	1846	1893
公允价值变动收益	-861	-214	-430	-358	-382
投资净收益	294	249	218	193	300
资产处置收益	19	2688	-118	-183	387
营业利润	-612	7552	8591	10959	13503
营业外收入	143	184	163	173	168
营业外支出	6881	574	574	574	574
利润总额	-7350	7162	8180	10558	13097
所得税	-401	1385	1582	2042	2533
净利润	-6949	5777	6598	8516	10564
少数股东损益	-383	280	320	413	512
归属母公司净利润	-6984	5148	6278	8103	10052
EBITDA	-3977	11502	11679	14387	17192
EPS(元)	-1.51	1.12	1.36	1.76	2.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	6.1	22.3	29.1	25.0
营业利润(%)	-109.1	1334.1	13.8	27.6	23.2
归属于母公司净利润(%)	-252.9	-173.7	21.9	29.1	24.0
获利能力					
毛利率(%)	32.9	37.2	38.2	38.8	39.1
净利率(%)	-8.2	5.7	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	-21.1	15.2	15.1	16.6	17.3
ROIC(%)	-10.1	8.6	8.9	10.2	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	74.5	73.1	75.5	71.4	74.8
净负债比率(%)	22.9	28.1	-34.7	1.4	-69.9
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.6	4.4	4.0	4.0	4.1
应付账款周转率	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.51	1.12	1.36	1.76	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.00	1.61	6.34	-2.18	10.84
每股净资产(最新摊薄)	4.96	6.25	7.43	8.99	10.96
估值比率					
P/E	-28.3	38.3	31.4	24.4	19.6
P/B	8.6	6.8	5.8	4.8	3.9
EV/EBITDA	-52.1	18.3	15.8	14.0	9.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835