

中兴通讯 (000063.SZ)

合规监察官任期结束，开启新征程

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 执证编码: S0980518100002
联系人: 袁文翀 021-60375411 yuanwenchong@guosen.com.cn

事项:

公司公告: 公司于2022年3月22日(美国时间)收到美国德克萨斯北区联邦地区法院判决, 内容有关2022年3月14日(美国时间)于美国德克萨斯北区联邦地区法院召开的关于缓刑期撤销的听证会; 以及公司日期为2018年10月7日的公告, 内容有关对监察官任期的修改。判决裁定不予撤销中兴通讯的缓刑期(即缓刑期将于原定的2022年3月22日(美国时间)届满)且不附加任何处罚, 并确认监察官任期将于原定的2022年3月22日(美国时间)结束。

国信通信观点: 1) 合规监察官任期结束, 美国事件对公司业绩影响将逐步消除; 2) 从区域维度看, 公司海外业务有望恢复到2016年之前水平, 占营收比超过40%; 从业务维度看, 公司加速拓展垂直领域, 上游原材料采购渠道或不再受限, 海外业务未来3年营收占比有望从10%增长到30%; 3) 公司重视合规建设, 研发投入持续加大, 经营稳健; 4) 投资建议: 数字经济背景下, 公司拥有其在ICT领域深耕30多年的优势, 放下束缚重新启程。公司在21年Q4对关键物料提前备料以防全球芯片供应紧张, 21年Q4资产减值损失约11亿元, 21年业绩低于预期。因此我们下调盈利预测, 预计公司22-24年营业收入分别为1291/1452/1597亿元(原预测为1326/1495/1645亿元), 归母净利润分别为79/89/101亿元(原预测为90/104/115亿元), 对应当前股价PE为16/14/12X, 维持“买入”评级。

评论:

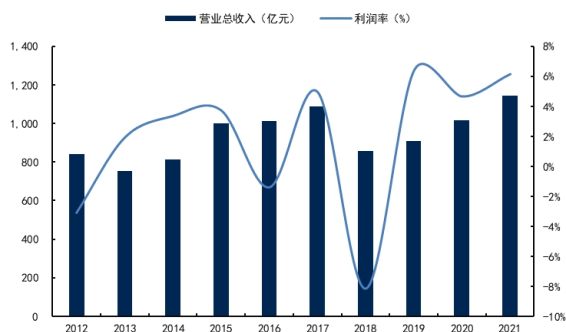
◆ 公司业绩曾二次受到相关事件影响, 合规监察官任期结束美国事件影响将逐步消除

事件起源于2012年美国政府对中兴通讯立案调查, 2016年3月美国商务部指责中兴通讯涉嫌违反美国对伊朗的出口管制政策, 对中兴通讯实行禁运。2017年3月中兴通讯与美国商务部、司法部及财政部达成协议, 同时支付8.9亿美元罚款、惩戒相关员工、设定七年考察期。2018年4月美国称中兴通讯未按要求解雇与处罚相关员工, 且在2016年11月函件以及2017年7月函件中存在虚假陈述, 对中兴通讯启动出口禁令, 使公司一度处于停滞状态。最终在2018年7月, 中兴通讯认缴14亿美元(其中4亿美元为保证金)罚款并更换管理层后达成和解, 中兴通讯宣布“解禁”。

合规监察官任期结束, 美国事件对公司影响将逐步消除。 合规观察期间, 公司为满足合规要求, 投入了较大的精力和资金, 另外品牌和客户信任度在欧美地区产生一定影响, 影响了公司的海外业务拓展。本次合规监察官任期结束, 影响有望不断消除。

回顾公司过往十年经营情况, 曾在2016年和2018年两次因美国事件而出现重大亏损。 2016年美国商务部实体清单事件。2016年公司整体营收增速较为正常, 各个业务模块的毛利率均恢复至历史最高水平, 由于美国实体清单事件的解决方案是8.9亿美金罚款, 公司在2016年归母净利润为亏损23.57亿元。2018年美国对中兴通讯发布禁止令。由于禁止令公司整体业务暂停3个月, 导致部分客户的流失和当年收入的大幅下滑, 最终以中兴通讯将支付合计14亿美元民事罚款(一次性支付10亿美元和为期十年的监察期内暂缓的额外4亿美元罚款)达成和解, 公司在2018年归母净利润为亏损69.84亿元。**如将2016年和2018年偿付美国罚金加回, 公司过往10年整体经营稳健, 业绩稳步增长。**

图1：中兴通讯 2012-2021 营业收入和净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中兴通讯 2012-2021 净利润+美国罚金（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 海外业务增长可期，第二曲线加速拓新

1、从区域维度看，海外业务将恢复增长

疫情引发网络过载，全球网络基础设施建设将进一步升级。疫情爆发下居家住户同时使用视频、游戏的带宽密集型服务时，网络流量快速增加，网络基础设施遇到瓶颈。据路透社报道，YouTube、Netflix、Facebook 平均占据了法国四大电信运营商整体互联网带宽的 80%；意大利电信表示，封城后网络流量增加 70%以上，主要来源于是在线游戏；德国商业网际网路交换中心在 2020 年 3 月 10 日晚达到历史流量顶峰，超过 9.1Tbit/s。根据美国有线电视公司 Comcast 统计，2020 年 3 月，自疫情在全美大流行后，美国互联网音视频通话流量已出现了两倍以上的增长，视频消费流量增长 38%、游戏下载量增长了 50%。

图3：2020 年 3 月欧洲各国观看 Youtube4K 视频满足度



资料来源：Akamai、国信证券经济研究所整理

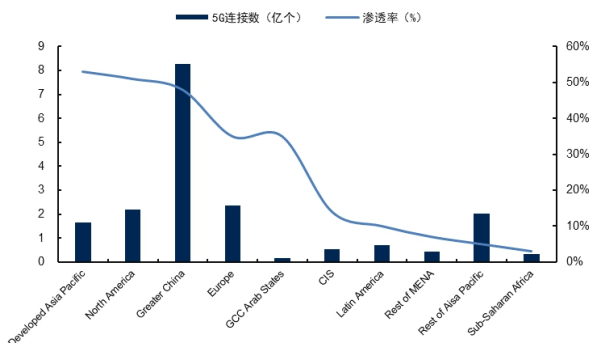
图4：美国 2020 年 3 月 Comcast 统计互联网流量增长情况



资料来源：Comcast、国信证券经济研究所整理

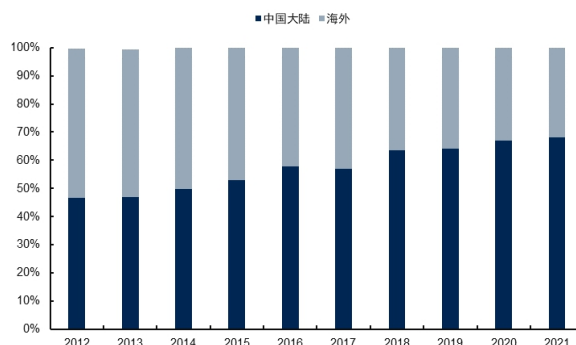
海外 5G 网络建设有较大空间，公司海外业务有望恢复至 2016 年水平。根据 GSMA 预测，发达国家地区在 2025 年 5G 连接数将在东南亚发达地区渗透率达到 53%，连接数 1.64 亿；北美地区渗透率达到 48%，连接数 2.19 亿；欧洲地区渗透率达到 35%，连接数达到 2.36 亿。截至 2021 年，我国 5G 基站建设数 142.5 万站，占比全球基站数量的 70%，而海外市场在未来几年将有进一步升级和加大网络建设的需求。过往 5 年公司海外业务受到美国事件影响较大，公司在 2018 年 5G 海外第一轮建设黄金期曾因为美国事件与多个大国重点项目失之交臂，我们认为随着美国事件相关影响消除，公司海外业务有望恢复至 2016 年之前水平，达到占营业收入比 40%以上。

图5: GSMA 预测 2025 年全球 5G 连接数 (单位: 亿个, %)



资料来源: GSMA、国信证券经济研究所整理

图6: 中兴通讯 2013-2021 营业收入按区域构成 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2、从业务维度看, 公司第二曲线将加速拓展

数字经济筑路者, 加速第二曲线拓新。公司持续拓展新业务, 加速发力 IT、数字能源、智慧家庭领域。在 IT 领域, 公司加强汽车电子业务拓展; 成立矿山、冶金钢铁两大行业特战队, 以 5G 应用、IT、大数据助力行业数字化转型。在数字能源领域, 公司成立数字能源产品经营部, 加强电源、IDC 数据中心等产品经营并积极拓展新能源业务。在智慧家庭, 公司设立智慧家庭产品线, 大力拓展面向消费者的家庭智能化产品。公司目标在“十四五”期间第二曲线业务年复合增长率达 40%, 营收占比从 10%提升至 30%。公司在各块领域的商业化拓展将不再受限于上游元器件限制, 同时公司也在加大国产自主可控投入。

公司在垂直领域合作已初见成效。IT 业务方面, 公司与运营商、产业链合作伙伴一起为行业客户提供数字化解决方案和服务。在电子制造、钢铁、冶金、矿山、电力、轨交、港口、新媒体、文旅等 15 个行业, 开展了 60 多个创新示范应用。**汽车电子方面,**公司汽车操作系统通过 ASIL-D 认证, 车载芯片、SOA 基础软件方面也有布局。与中国一汽、上汽集团、东软睿驰、航盛电子等合作伙伴签署了战略合作协议, 将联合推动汽车操作系统、芯片、基础软件的自主核心能力建设。**数字能源方面,**公司在通信电源、锂电池和基站叠光等领域具有深厚积累, 产品竞争力和市占率稳步提升。全系列 5G 电源大规模应用于全球 45 万个 5G 站点。在光伏领域, 全球累计光伏装机 400MW+, 广泛应用于通讯网络储能、光伏发电、微网储能等。

表1: 公司新业务布局情况

新业务	新业务情况介绍
IT 业务	5G 行业 在南京滨江打造了 5G 智能制造示范基地, 与中煤科工集团联合完成煤炭行业首个 700M+2.6G 混合组网, 推出的 5G 电力专网方案在国家电网、南方电网广泛应用, 新成立矿山、冶金钢铁两大细分行业特战队。
	汽车 设立汽车电子团队, 负责汽智能汽车电子、智能车联网、智能汽车操作系统、智能自动(辅助驾驶)、智能充电, 等业务。
数字能源业务	运营商和塔商 提供基站电源、机房大电源、绿色混合供电、智能锂电、能源云管理等的通信能源 (Power) 领域
	政企 提供预制全模块数据中心、微模块数据中心、集装箱数据中心等解决方案, 及供电、暖通、管理等核心系统的数据中心能源 (DC) 领域。
智慧家庭	行业客户 提供绿色发电、智能储能、智能用电、能源管理等 的新能源 (RE) 领域。
	运营商 探索全屋视频新业务, 联合运营商、社区、机构打造全场景养老平台, 成为除 IPTV、手机电视外的智慧家庭业务新亮点
	消费者 在家庭安防场景持续经营小兴看看摄像头品类, 与阿里跨界合作第三代智能带屏音箱天猫精灵 V10 产品。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

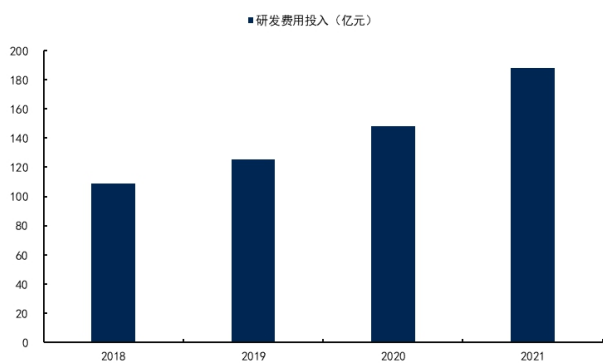
◆ 重视合规, 稳健经营

公司重视合规建设, 树立良好品牌形象。2018 年 7 月公司成立董事会出口合规委员会, 审议通过《董事会出口合规委员会工作细则》, 同时组建出口管制合规专家团队, 增加法律合规团队人员, 构建和优化公司

出口管制合规管理架构、制度和流程，内部全面加强线上、线下合规培训。我们认为美国事件后，公司将重塑良好品牌形象，同时树立了公司对合规管理体系的有效运作以及持续完善的信心。

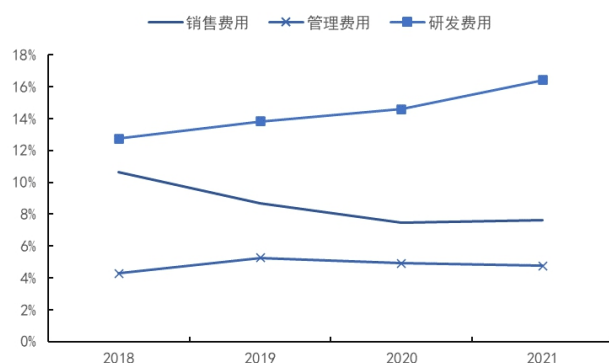
公司研发持续加大投入，销售费用和管理费用管控良好。公司 2021 年研发投入 188 亿元，同比增长 27.1%，2018-2021 年研发投入持续加大，同期销售费用率分别为 11%/9%/7%/8%，管理费用率分别为 4%/5%/5%/5%，整体管控良好。

图7：中兴通讯研发投入（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中兴通讯费用结构（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

近年来公司基本面持续好转，经营情况稳健向上。在数字经济背景下，公司拥有其在 ICT 领域深耕 30 多年的优势，放下束缚重新启程。公司在 21 年 Q4 对关键物料提前备料以防全球芯片供应紧张，21 年 Q4 资产减值损失约 11 亿元，21 年业绩低于预期。因此我们下调盈利预测，预计公司 22-24 年营业收入分别为 1291/1452/1597 亿元（原预测为 1326/1495/1645 亿元），归母净利润分别为 79/89/101 亿元（原预测为 90/104/115 亿元），对应当前股价 PE 为 16/14/12X，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较（更新至 2022 年 3 月 23 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE
					2022E	2023E	2021E	2023E
000063.SZ	中兴通讯	买入	26.0	1150.9	1.7	1.9	15.5	13.8
002396.SZ	星网锐捷	-	23.0	134.3	1.2	1.6	19.1	14.8
000938.SZ	紫光股份	-	20.2	576.3	0.8	1.0	25.5	20.4
600498.SH	烽火通信	-	16.4	194.7				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；星网锐捷、紫光股份、烽火通信采用 Wind 一致预期数据

◆ 风险提示

1、疫情影响海外业务发展；2、创新业务发展不及预期；3、上游原材料紧缺影响；

相关研究报告：

- 《中兴通讯-000063-2021 年三季报业绩点评：主业稳中有进，第二增长曲线持续加码》 ——2021-10-27
- 《中兴通讯-000063-2021 年三季度业绩预告点评：业绩高增长，拥抱 5G 和数字化转型新机遇》 ——
2021-10-15
- 《中兴通讯-000063-2021 年半年报业绩点评：业务结构优化，盈利能力大幅改善》 ——2021-08-31
- 《中兴通讯-000063-2021 年半年度业绩预告点评：中报超预期，格局优化下盈利能力大幅改善》 ——
2021-07-11
- 《中兴通讯-000063-重大事件快评：广电 700MHz 建设开启，中兴份额有望提升》 ——2021-06-23

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	35660	50713	44962	52164	58953	营业收入	101451	114522	129105	145227	159749
应收款项	16979	18568	24044	24966	27705	营业成本	69379	74160	83007	94462	103837
存货净额	33689	36317	40667	46383	51119	营业税金及附加	685	787	1028	1045	1173
其他流动资产	19612	20913	25764	27858	30565	销售费用	7579	8733	10303	11473	12780
流动资产合计	106977	127871	136798	152732	169701	管理费用	4995	5445	3630	4043	4415
固定资产	12954	12810	11504	10315	9122	研发费用	14797	18804	20657	22755	24761
无形资产及其他	9367	8095	7772	7449	7126	财务费用	421	963	618	377	195
投资性房地产	19623	18303	18303	18303	18303	投资收益	906	1564	3	3	3
长期股权投资	1714	1685	1241	880	601	资产减值及公允价值变动	249	2621	15	15	0
资产总计	150635	168763	175618	189678	204854	其他收入	(14077)	(19942)	(20657)	(22755)	(24761)
短期借款及交易性金融负债	12664	9924	500	300	200	营业利润	5471	8676	9881	11091	12591
应付款项	28516	33275	37463	41499	46555	营业外净收支	(407)	(177)	0	0	0
其他流动负债	33215	35486	41817	46348	51242	利润总额	5064	8499	9881	11091	12591
流动负债合计	74395	78685	79781	88147	97997	所得税费用	342	1463	1680	1885	2140
长期借款及应付债券	22614	29908	29678	29678	29678	少数股东损益	446	223	259	291	330
其他长期负债	7503	6882	7182	7382	7482	归属于母公司净利润	4260	6813	7942	8914	10120
长期负债合计	30117	36791	36861	37061	37161	现金流量表 (百万元)					
负债合计	104512	115476	116641	125207	135157	净利润	4260	6813	7942	8914	10120
少数股东权益	2826	1806	1935	2081	2246	资产减值准备	(1071)	1312	(6)	(125)	(151)
股东权益	43297	51482	57042	62390	67450	折旧摊销	3565	4183	1662	1715	1730
负债和股东权益总计	150635	168763	175618	189678	204854	公允价值变动损失	(249)	(2621)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	421	963	618	377	195
每股收益	0.92	1.44	1.68	1.88	2.14	营运资本变动	(954)	3524	(3864)	(91)	(282)
每股红利	0.64	0.55	0.50	0.75	1.07	其它	1208	(1174)	135	270	316
每股净资产	9.38	10.88	12.06	13.19	14.26	经营活动现金流	6759	12036	5855	10669	11733
ROIC	26%	27%	40%	70%	79%	资本开支	0	(5459)	(13)	(63)	(63)
ROE	10%	13%	14%	14%	15%	其它投资现金流	(476)	(324)	0	0	0
毛利率	32%	35%	36%	35%	35%	投资活动现金流	137	(5754)	430	299	215
EBIT Margin	4%	6%	8%	8%	8%	权益性融资	37	538	0	0	0
EBITDA Margin	7%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	12569	7294	(230)	0	0
收入增长	12%	13%	13%	12%	10%	支付股利、利息	(2951)	(2618)	(2383)	(3566)	(5060)
净利润增长率	-17%	60%	17%	12%	14%	其它融资现金流	(23819)	(1118)	(9424)	(200)	(100)
资产负债率	71%	69%	68%	67%	67%	融资活动现金流	(4546)	8772	(12037)	(3766)	(5160)
息率	2.4%	2.1%	1.9%	2.9%	4.1%	现金净变动	2350	15053	(5751)	7202	6788
P/E	28.1	18.0	15.5	13.8	12.1	货币资金的期初余额	33309	35660	50713	44962	52164
P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	35660	50713	44962	52164	58953
EV/EBITDA	29.6	22.1	19.7	18.9	17.8	企业自由现金流	0	7705	6484	11065	11995
						权益自由现金流	0	13881	(3683)	10552	11733

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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