

强烈推荐-A (维持)

中兴通讯 000063.SZ

目标估值: 42 元
当前股价: 35.5 元
2020 年 11 月 17 日

ICT核心技术能力国内引领，5G龙头价值亟待重估

基础数据

上证综指	3340
总股本(万股)	461343
已上市流通股(万股)	347634
总市值(亿元)	1638
流通市值(亿元)	1234
每股净资产(MRQ)	9.1
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	72.9%
主要股东	中兴新通讯有限公司
主要股东持股比例	22.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-13	8
相对表现	-1	-38	-19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中兴通讯(000063)一新股权激励草案落地，广激励范围夯实 5G 龙头未来基础》2020-10-13
- 2、《中兴通讯(000063)一回购方案落地，进一步健全激励机制》2020-08-16
- 3、《中兴通讯(000063)一业绩符合预期，债务结构持续优化，研发投入再创新高》2020-04-26

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

张皓怡
zhanghaoyi@cmschina.com.cn

2020 年全球 5G 规模建设拉开帷幕，中兴通讯作为通信设备龙头国内外份额持续提升，5G 龙头价值逐步被市场认可。从近期财报来看，公司在 5G 建设初期毛利率承压，蕴含未来利润弹性空间，长期持续受益于国内外份额进一步提升。5G 主设备价值之外，中兴是 A 股稀缺的同时具备核心高端芯片、政企数通设备、数据库、消费电子产品等综合能力的 ICT 科技巨头，公司估值仍有提升空间。

- **短期盈利蕴含弹性空间：5G 初期毛利率下滑情况预计明年将得到改善，公司持续加大研发投入，各项经营指标向好。**2020 年国内运营商启动并完成 5G 二期招标，从三季报看，公司毛利率短期承压，研发持续高强度投入芯片等领域。明年随着扩容项目落地，毛利率将会逐步提升，利润弹性空间充足。目前公司现金流及债务结构不断优化，整体经营情况处于边际向好的状态。
- **长期逻辑不改，公司占据 5G 最核心产业位置，芯片及企业网络价值将陆续凸显。**2021 年国内外均将迎来 5G 建设大年，公司有望在 5G 时代全球通信设备市场实现 15%以上的份额(4G 时期~10%)。此外，公司 5G 核心系列芯片规模商用，分布式数据库在大型银行核心业务系统正式上线，自研操作系统应用领域不断扩大，公司多元化业务在各行业中均处于领先地位。
- **新管理层励精图治，合规及规范化管理水平国内领先，公司估值水平仍有提升空间。**公司新领导层继续坚持聚焦核心业务，注重合规管理，乘搭行业春风，中兴进入全新的发展时代。公司是 A 股稀缺具备 ICT 全产业链能力科技巨头，从估值角度来看，公司 PE、PR 等多项估值与国内其他电子、计算机行业龙头企业均具有较大的差距，未来仍有较大提升空间。
- **投资建议：**作为全球排名前四的设备商，中兴有望在 5G 时代实现全球通信设备市场份额提升。5G 设备价值之外，中兴是 A 股稀缺的同时具备核心高端芯片、政企数通设备、数据库等综合能力的 ICT 科技巨头，估值仍有提升空间。预计 2020-2022 年净利润分别为 40.6 亿元、65.2 亿元、80.1 亿元，对应公司 2020-2022 年 PE 为 40.0X、24.9X、20.3X，我们给予公司明年 30 倍 PE，对应市值 1955 亿元，对应目标价 42 元，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**美国合规检查风险、运营商资本开支下滑、市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	85513	90737	103427	119411	139104
同比增长	-21%	6%	14%	15%	16%
营业利润(百万元)	(612)	7552	4897	8008	9950
同比增长	-109%	-1334%	-35%	64%	24%
净利润(百万元)	(6984)	5148	4058	6516	8006
同比增长	-253%	-174%	-21%	61%	23%
每股收益(元)	-1.67	1.22	0.88	1.41	1.74
PE	-21.3	29.2	40.4	25.1	20.5
PB	5.1	4.3	3.8	3.3	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、最新财报剖析：5G 初期毛利率下滑蕴含未来利润弹性空间，持续加大研发投入，各项经营指标向好	5
1、5G 初期毛利率承压，现金流持续向好，加大芯片等研发投入	5
2、5G 初期招标中标价格压力较大，后期扩容项目毛利率有望逐步回升	7
二、长期逻辑不改：占据 5G 最核心产业位置，芯片及企业网络价值将陆续凸显	11
1、我国 5G 建设开启，公司有望进一步夯实国内市场领先地位	11
2、海外市场持续突破，夯实中兴全球市场份额提升逻辑	11
3、芯片一体化布局，抢占产业链核心价值端	13
4、5G 时代 2B/2G 业务需求爆发，公司政企业务有望迎来新机遇	16
5、研发费用领先 A 股，公司持续加大关键领域研发投入	17
三、新管理层励精图治，合规及规范化管理水平国内领先，公司估值水平仍有提升空间	20
1、股东股权结构调整，治理结构优化全面推进	20
2、中兴 5G 技术领先国际同行，市场应给予更高的估值溢价	22
四、投资建议：A 股稀缺 ICT 巨头，5G 龙头价值待重估	25

图表目录

图 1：中兴通讯单季度毛利率	5
图 2：公司费用情况（亿元）	6
图 3：经营活动产生的现金流量净额（万元）	7
图 4：公司营运能力分析	7
图 5：三大运营商资本开支及设备商运营业务收入（亿元）	7
图 6：某地无线资源利用率	8
图 7：公司运营业务收入毛利率与运营商资本性开支	8
图 8：三大运营商资本开支	9
图 9：5G 时代设备商占据核心产业链位置	10
图 10：中国移动 TD-LTE 无线主设备华为中兴份额大幅提升（左图 4G 首期份额，中间目前现网份额），预计 5G 时代两者仍将占据主要份额（右图 5G 远期份额）	11
图 11：公司分地区收入情况（亿元）	12
图 12：公司收入占比（分地区）	12

图 13: 全球电信设备商市场份额 (2020/9/8)	12
图 14: 中兴微电子股权结构	14
图 15: 中兴微电子收入及净利润情况 (亿元)	14
图 16: 中兴微电子毛利率及净利率情况	14
图 17: 中兴微电子研发投入情况	15
图 18: 芯片公司估值对比 (2020/10/30)	15
图 19: 2019 年中国 IC 设计企业营收排名	15
图 20: 公司政企业务布局	16
图 21: 全球交换机/路由器市场份额	17
图 22: 公司 GoldenDB 产品架构	17
图 23: 2017 年 A 股研发费用前 20 名	18
图 24: 2019 年 A 股研发费用前 20 名	18
图 25: 2019 年通信行业研发支出及研发支出占收比	19
图 26: 中兴通讯 2017 年变更前股权结构	20
图 27: 中兴通讯股权结构 (截至 2020/09/30)	20
图 28: 2017-2019 年公司营业收入 (按季度)	21
图 29: 2017-2019 年公司归母净利润 (按季度)	21
图 30: 公司管理费用-法律事务费大幅提升	22
图 31: 国际通信企业市研率 (MRQ) 比较	22
图 32: 国际通信企业市销率 (TTM) 比较	22
图 33: 国际通信巨头 PE 比较	23
图 34: 中国 TMT 行业内各龙头企业 PE 比较	24
图 35: TMT 行业各龙头企业市研率比较 (TTM)	24
图 36: 中兴通讯历史 PE Band	25
图 37: 中兴通讯历史 PB Band	25
表 1: 公司收入及利润情况	5
表 2: 2021 年公司运营商业毛利率对净利润的影响测算	9
表 3: 本次重组支付方式 (万元)	13
表 4: 募集配套资金安排 (亿元)	13
表 5: 中兴新管理层简历	20

表 6: 国际通信企业研发投入比较	23
表 7: 国际通信企业销售收入比较	23
附: 财务预测表	27

一、最新财报剖析：5G 初期毛利率下滑蕴含未来利润弹性空间，持续加大研发投入，各项经营指标向好

1、5G 初期毛利率承压，现金流持续向好，加大芯片等研发投入

2020 年前三季度公司实现营业收入和净利润分别为 741.29 亿元和 27.12 亿元，同比分别增长 15.39% 和下降 34.30%，扣非净利润 14.46 亿元，同比增长 103.59%，扣除去年深圳湾总部出让带来的一次性投资收益，今年前三季度经营性利润实现大幅增长。其中，三季度单季度营业收入和净利润分别为 269.30 亿元和 8.55 亿元，同比上升 37.18% 和下降 67.83%，扣非净利润 5.44 亿元，同比上升 454.66%。疫情得到缓解后国内运营商加速启动和完成 5G 二期招标，5G 网络进入规模部署阶段，带动公司国内运营商网络业务收入同比提升。净利润同比出现下滑，主要由于去年三季度深圳湾总部基地委托运营物业运营权收益增加以及毛利率同比出现较大幅度下滑所致。

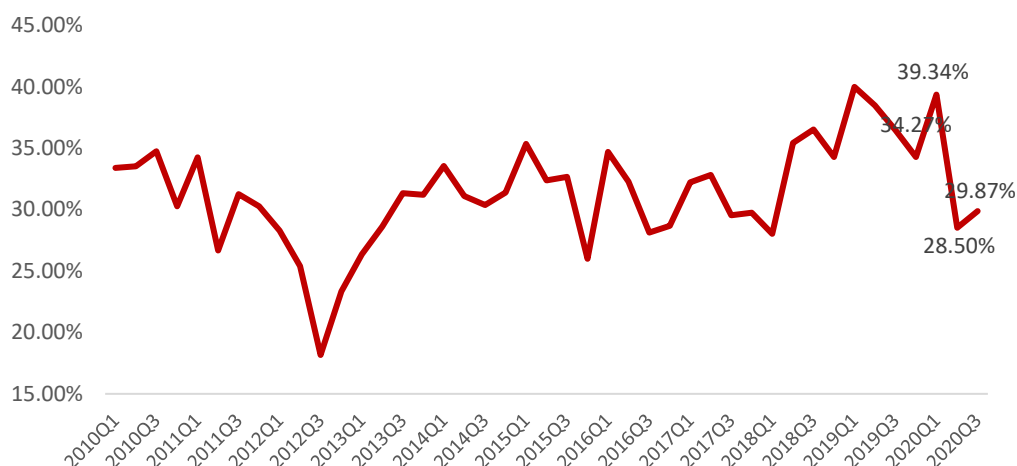
表 1：公司收入及利润情况

	2017	2018	2019	2019 前三季度	2020 前三季度
营业收入（亿元）	1,088.15	855.13	907.37	642.41	741.29
营业收入 YoY	7.49%	-21.41%	6.11%	9.32%	15.39%
归母净利润（亿元）	45.68	-69.84	51.48	41.28	27.12
净利润 YoY	293.78%	-252.88%	173.71%	156.86%	-34.30%
扣非净利润（亿元）	9.03	-33.95	4.85	7.10	14.46
扣非净利润 YoY	-57.60%	-475.86%	114.27%	131.44%	103.59%

资料来源：Wind、招商证券

5G 网络建设初期毛利率有所下滑，后期扩容项目有望逐步回升。2020 前三季度公司综合毛利率 32.14%，同比下降 6.23 个百分点。分季度来看，Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 39.34%/28.50%/29.87%，第三季度环比有所改善。毛利率同比出现较大幅度下滑预计主要受运营商网络业务毛利率下降的影响，由于国内 5G 建设启动，网络建设初期设备商为了抢占份额主动选择较为激进的价格策略，后续随着扩容项目的推进，毛利率将逐步回升。

图 1：中兴通讯单季度毛利率

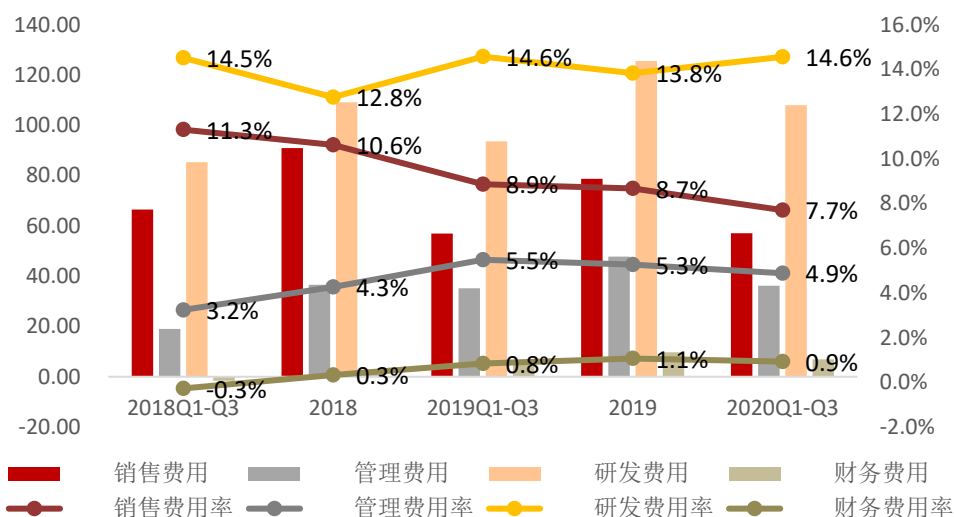


资料来源：Wind、招商证券

费用管控良好,2020 年前三季度公司综合费用率(销售+管理+研发+财务)为 28.07%,同比下降 1.68 个百分点。其中销售费用同比增加 0.33%,销售费用率 7.70%,同比下降 1.16 个百分点;管理费用同比上升 2.84%,管理费用率 4.88%,同比下降 0.60 个百分点;财务费用同比增加 27.06%,财务费用率 0.93%,同比上升 0.09 个百分点,主要因汇率波动产生汇兑损失而上年同期产生汇兑收益所致。

持续坚定加大芯片、数据库、OS 等关键领域的研发投入,公司核心竞争力不断加强。研发投入 107.91 亿元,同比上升 15.30%,研发费用率 14.56%,同比基本持平。根据 2019 年欧盟工业研发投资排行,中兴研发投入居国内第六,在全球所有公司中排名前 76。尽管与国内排名第一的华为仍存在差距,但忽略公司规模影响,公司研发费用率与华为逐步靠近。凭借坚定的研发投入决心,公司芯片、数据库、OS 领域实现全面突破,自主可控能力大幅提升。此次中兴微电子剩余股权顺利收购完成后,将有助于提高中兴微电子业务的执行效率,并在此基础上深化部署在芯片设计领域的投资发展规划,增强核心技术竞争力。

图 2: 公司费用情况(亿元)

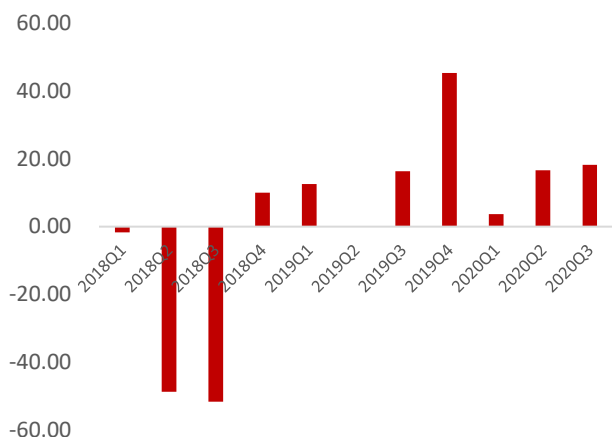


资料来源: Wind、招商证券

现金流同比及环比均持续改善,公司债务结构不断优化。公司 2020 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 38.69 亿元,同比上升 33.17%。其中,第一、二、三季度产生的经营性现金流净额分别为 3.72 亿元、16.68 亿元和 18.28 亿元,环比亦逐季度向好,主要因本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。前三季度三大运营商已超额提前完成全年 5G 55 万站的建设目标,公司应收账款及票据回款加速,现金流情况稳健。

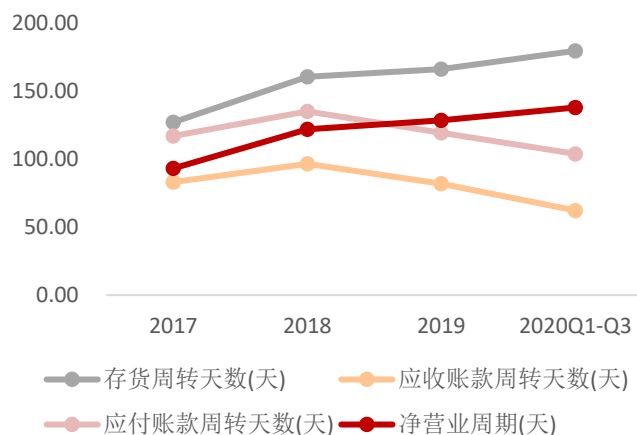
前三季度公司资产负债率 72.92%,同比下降 1.78 个百分点;公司短期负债较去年年末减少 116.63 亿元,长期负债增加 114.19 亿元至 214.64 亿元,债务结构得到优化。公司持有货币资金 435.48 亿元,较去年年末增加 102.39 亿元,创历史最好水平;存货 393.53 亿元,与去年年末相比增加 116.64 亿元,预计与公司加大关键原材料备货有关;合同资产 116.16 亿元,较去年年末增加 20.78 亿元,公司存货及合同资产额较高,显示出公司在手订单饱满,预计四季度及明年收入仍将保持较快增长。

图 3: 经营活动产生的现金流量净额 (万元)



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司营运能力分析

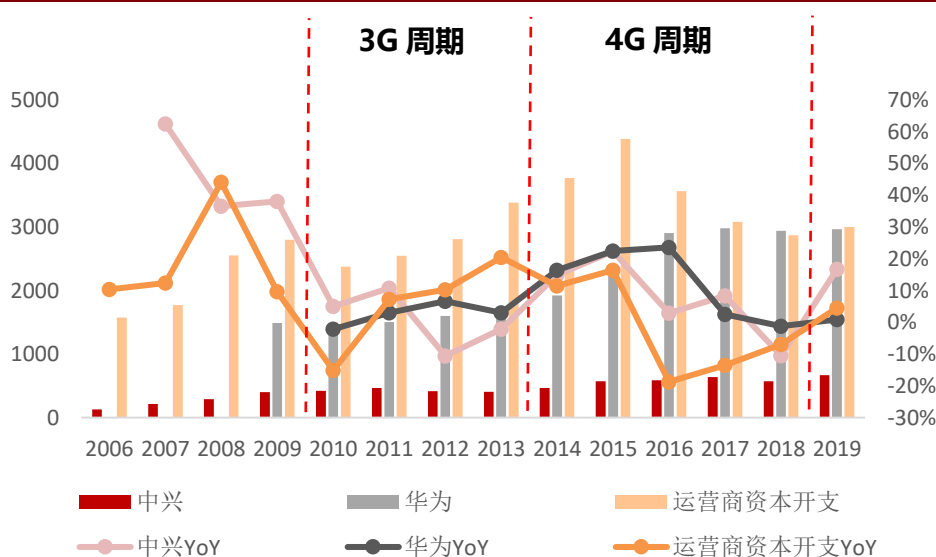


资料来源: Wind、招商证券

2、5G 初期招标中标价格压力较大，后期扩容项目毛利率有望逐步回升

回顾历史，国内运营商资本性开支具有较强的周期性，与设备商收入具有强相关性。回顾过去十年，在每代通信制式牌照发放后 1-2 年通常为建设高潮，达到顶峰后投资力度逐步下滑。华为由于海外份额相对中兴更高，因此收入波动受国内三大运营商资本性支出周期性影响较小。2009 年工信部发放 3G 牌照后，运营商资本性开支逐年攀升，但我国 3G 周期整体较短，2013 年 12 月，工信部正式向三大运营商颁发 TD-LTE 牌照，中国移动在拿到 TD-LTE 牌照后，迅速投入资金开始大规模 4G 基站建设，拉动国内运营商资本开支重回上升通道。除了 2012 年，中兴由于采取激进策略，通过价格战大幅拓展全球市场，但受工程进度延迟影响，收入同比出现下滑以外，公司历史收入增速与运营商资本开支同比变动趋势基本保持一致。

图 5: 三大运营商资本开支及设备商运营业务收入 (亿元)



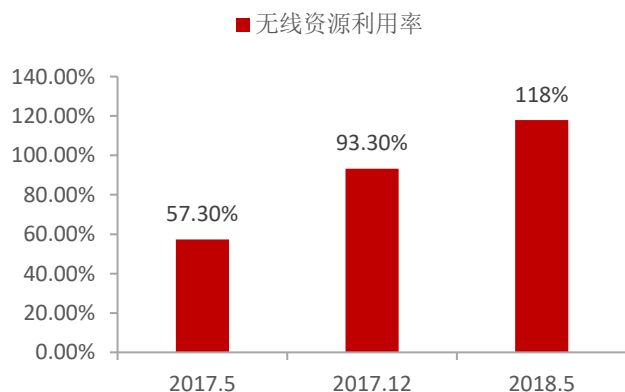
资料来源: Wind、招商证券

2015 年 4G 投资规模达到顶峰，但由于公司份额持续提升，叠加扩容招标价格压力趋缓，2015-2017 年中兴通讯运营商网络业务收入规模仍保持稳健增长。2015 年以后，随着 4G 无线基站建设已初步成熟，4G 建网迈入后周期，三大运营商的资本开支逐年下滑。但由于 4G 时期我国设备商技术已实现追赶，技术实力大幅提升，海外设备商份额略有下降，中兴通讯份额较 2G/3G 时期有所提升，公司收入仍保持稳定增长。此外，由于 4G 建设中后期主要以扩容项目为主，扩容项目通常会延续存量设备的设备商份额，竞争相对较小，因此价格相对新建项目更高，除 16/18 年受美国禁运事件的影响以外，公司收入规模在 4G 中后期上游投资下滑的情况下仍实现了稳步提升。

从历史看，在牌照刚刚发放，运营商网络建设上量第一年，运营商业务毛利率因为份额划分重要性高于盈利能力，均处在较低的毛利率水平，随后逐年回升，从 4G 2013-2019 年周期，这个趋势更加明显（中兴通讯运营商业务毛利率从 2013 年 37.36%逐步上升到 2019 年 42.61%，提升超过 5 个百分点）。此外，在我国 4G 建设后周期，运营商资本性开支与中兴通讯运营商网络业务毛利率呈现相反趋势。2015 年，三大运营商资本开支达到顶峰，开始出现逐年下滑。尽管运营商资本开支下降，中兴通讯 2015-2019 运营商网络业务毛利率反呈逐年增长态势，主要由于在每代通信制式周期，设备商为了在初期抢占份额，通常新建通信设备招标价格较低，且初期设备商成本较高；在中后期扩容招标中，设备商具有更强议价权，且设备成本随着规模效应的显现有所下降，因此能够获得更高的毛利率水平。2019 年，在我国流量激增的背景下，现有 4G 基站流量承载能力接近顶峰，运营商继续加强 4G 基站扩容和覆盖，公司 2019 年运营商网络业务毛利率创历史同期新高。

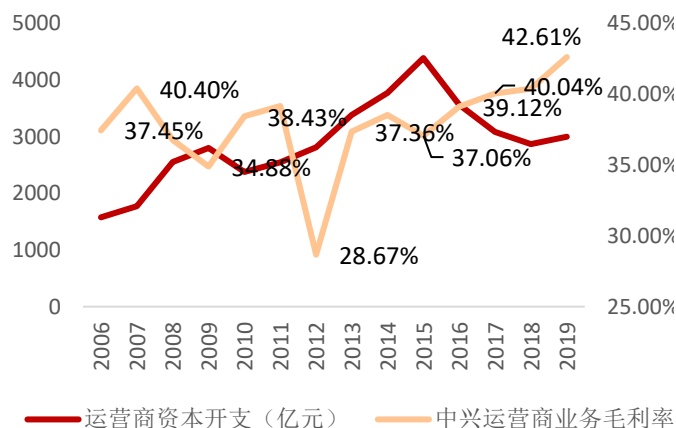
从全球来看，4G 网络建设投资仍将在未来 1-2 年内保持平稳，中兴作为全球性通信设备龙头企业，将在 5G 新建以及 4G 升级扩容的双重推动下，实现业绩的稳步提升。从目前已完成 5G 频谱分配的国家来看，5G 所处频段普遍高于 4G 主流频段，单基站覆盖能力将有所减弱。因此，运营商在部署 5G 网络的同时，也将进一步利用载波聚合、MIMO 等新型技术，对 4G 基站进行升级扩容，海外市场 4G 投资在 2020 年基本保持平稳。

图 6：某地无线资源利用率



资料来源：草根调研、招商证券

图 7：公司运营商业毛利率与运营商资本性开支



资料来源：公司年报、Wind、招商证券

2021 年随着 5G 三期扩容项目的落地，预计公司运营商网络业务毛利率较今年有望实现提升，对净利润有明显带动作用。我们进行毛利率敏感性测算，假设消费者及政企业务毛利率不变，分别为 21.20%和 29.55%，收入及其他成本费用项假设亦保持不变，

设定毛利率的 5 种可能场景,对应净利润分别在 65.16-74.16 亿元区间,中位数为 69.66 亿元,与今年业绩相比预计会出现显著提升。

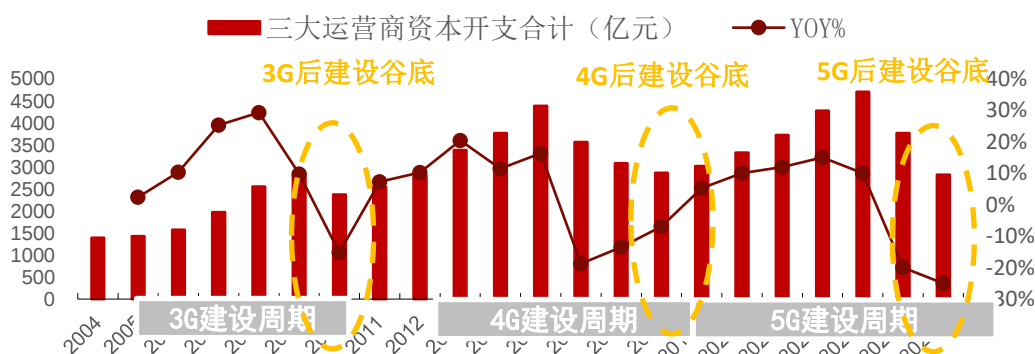
表 2: 2021 年公司运营业务毛利率对净利润的影响测算

	S1	S2	S3	S4	S5
运营商网络毛利率	36.85%	37.15%	37.45%	37.75%	38.05%
净利润(百万元)	6516	6741	6966	7191	7416

资料来源:招商证券测算

运营商资本开支呈现螺旋上升趋势,5G 时代投资峰值更高,建设周期更长。预计今年国内将新建 5G 基站超过 70 万站,未来三年累计建设基站有望超过 250 万站。5G 的宏基站建设会持续到至少 2025 年之后,5G 毫米波和小基站的建设会在后期接力。此外 5G 除了 2C 业务,未来重点是发展 2B 业务,2B 业务给通信打开了新的空间。5G 投资总额有望增长 50%。预计国内三大运营商在 5G 黄金周期总投资额约 1650 亿美元,相比 4G 时期 1100 亿美元,增长 50%。如果考虑更长的生命周期,预计 5G 建设周期的十年内,运营商用于网络设备的支出将达到 2.64 万亿元。

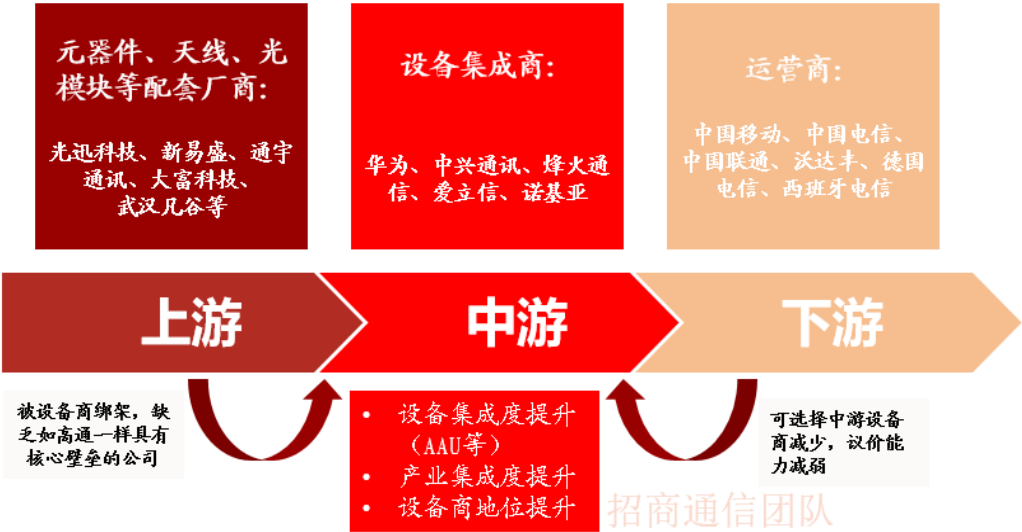
图 8: 三大运营商资本开支



资料来源:信通院、招商证券

5G 建设周期,处于产业链中游的主设备商话语权提升,有望核心受益。从通信设备产业链来看,上游主要为基站天线、功放、滤波器、光模块/光器件等配套厂商,其主要客户集中在华为、中兴、爱立信和诺基亚四大设备厂商,相对而言设备商具有更强话语权。从下游来看,随着移动通信进入 5G 时代,设备商产品集成度更高,AAU 等新产品形态出现,进一步提升了产品的集中度。设备商竞争格局优化,四家巨头形成寡头垄断,新进入者壁垒太高,难以形成威胁,价格竞争趋于理性平稳。通信设备环节参与者的减少同时也导致运营商可选择的中游设备商减少,运营商议价能力减弱。5G 建设周期开启,通信主设备商处于产业链核心位置,有望继续实现稳步增长。

图 9：5G 时代设备商占据核心产业链位置



资料来源：招商证券

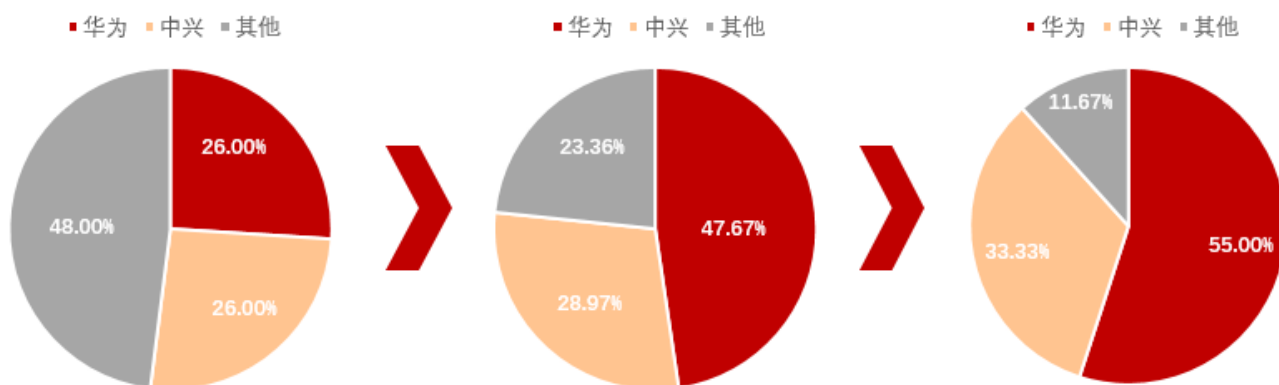
二、长期逻辑不改：占据 5G 最核心产业位置，芯片及企业网络价值将陆续凸显

1、我国 5G 建设开启，公司有望进一步夯实国内市场领先地位

招标份额及质量较 4G 时期全面提升，公司有望进一步夯实国内市场领先地位。5G 将在 2020 年进入全面落地建设阶段，运营商开始密集招标。凭借 5G 领先的综合技术实力，公司今年来陆续成功中标中国移动高端路由器/交换机、中国移动 PC 服务器、中国电信骨干网 DWDM/OTN、中国联通骨干网 OTN 设备等项目，且均进入前三名招标供应商，总体份额较 4G 时期全面提升。高端路由器、骨干网 OTN 等领域实现较大突破，其中中国移动“高端路由器 2T 档”标包中，中兴通讯为第一中标候选人，中标份额达到 50%，逐步切入技术难度最大的高端路由器市场，具有重要里程碑意义。

2019 年末，中国移动开启首期 5G 承载网 SPN 设备集采新建部分招标，本次招标按省份进行标包划分，共发布 28 个标包，共采购 145663 端 SPN 设备，其中共有 3 个省选择 7:2:1 份额分配方案，15 个省选择 5:3:2，1 个省选择 6:3:1，3 个省选择 55:45，6 个省选择 65:35，合计总份额分配约为 56:31:13。此次招标为国内 5G 承载网首次大规模招标，预计电信、联通有望后续跟进，参考 4G 承载网招标份额及综合竞争能力，公司有望进入前两名，取得 30% 以上市场份额，较 4G 时代 20% 多的市场份额显著提升。

图 10：中国移动 TD-LTE 无线主设备华为中兴份额大幅提升（左图 4G 首期货额，中间目前现网份额），预计 5G 时代两者仍将占据主要份额（右图 5G 远期份额）

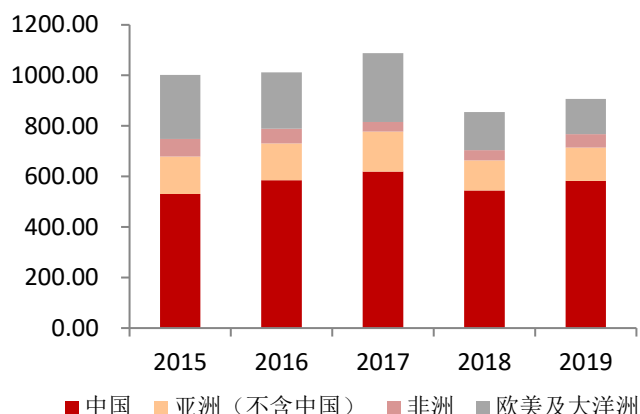


资料来源：中国移动、招商证券整理测算

2、海外市场持续突破，夯实中兴全球市场份额提升逻辑

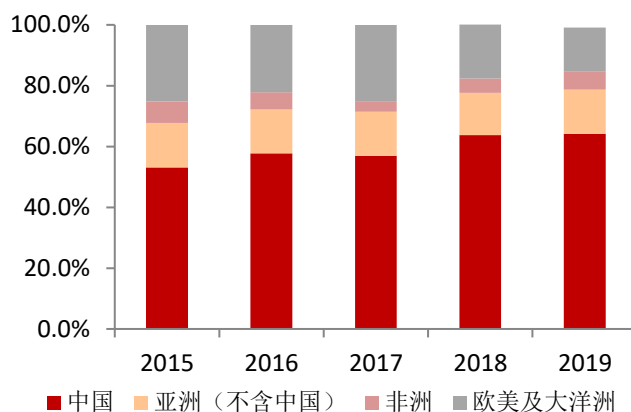
海外收入占比显著提升，公司全球化战略初见成效。2019 年公司国际市场实现营业收入 325.20 亿元人民币，占营业收入的 35.84%，占比与 2018 年基本持平。公司始终坚持全球化的策略不变，持续聚焦电信运营商市场，聚焦优质核心客户，巩固存量市场的基础上，与主流运营商加强 5G 合作，同时持续强化核心产品的突破和布局。公司 4G 市场份额和网络格局保持稳定，全球 4G 基站累积发货份额接近 20%。同时做好 5G 布局，凭借长期的技术积累及产品竞争力，有望抓住技术变革的机遇。

图 11: 公司分地区收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 公司收入占比 (分地区)

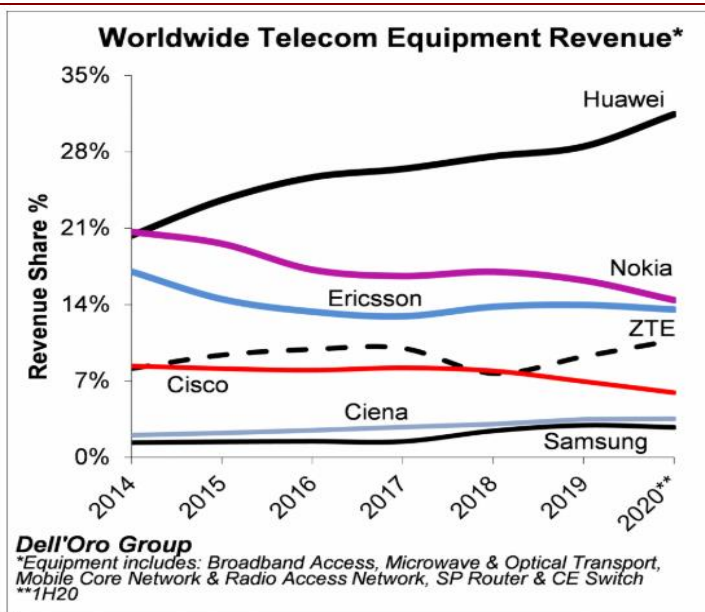


资料来源: Wind、招商证券

5G 建设无线先行，承载逐步开启，全球电信设备市场规模稳定增长。据 Dell'Oro 最新发布的 2020 H1 全球设备商份额数据，得益于全球 5G 建设开始落地，全球电信设备市场收入同比增长了 4%，二季度业绩强于预期，主要是受中国多个技术领域强劲反弹的推动，这些领域包括 5G RAN、5G 核心网、GPON、SP 路由器和运营商以太网交换机以及光传输。

2018 年受禁运事件影响，公司份额出现短暂下滑至 7.5%，2020 年已迅速回升至 11%，市场份额进一步往头部集中。2020 年上半年全球电信设备市场收入份额排名前五的供应商分别为：华为 31%（上升 3%）、诺基亚 14%（下降 2%）、爱立信 14%（持平）、中兴通讯 11%（上升 2%）和思科 6%（下降 1%）。尽管华为海外业务开展受到阻碍，但仍保持增长趋势，预计主要和中国在今年上半年大规模推出 5G 有关。其中中兴通讯由于 2018 年禁运事件导致公司业务有所停滞，2019 年份额提升明显，2020 年进一步提升，公司在 5G 时代技术积淀雄厚，有望实现弯道超车，占据更大的市场份额。

图 13: 全球电信设备商市场份额 (2020/9/8)



资料来源: Dell'Oro、招商证券

3、芯片一体化布局，抢占产业链核心价值端

公司拟发行股份购买中兴微电子少数股权并募集资金用于 5G 关键芯片研发项目和补充流动资金。2020 年 11 月 16 日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金报告书（草案）》，拟以发行股份方式购买恒健欣芯、汇通融信合计持有的公司控股子公司中兴微电子 18.8219% 股权；同时拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 261,000.00 万元，募集资金总额不超过拟以发行股份方式购买标的资产的交易价格的 100%。以 2020 年 6 月 30 日作为评估基准日，在持续经营的假设前提下，中兴微电子 100% 股权评估值为 1,387,121.96 万元。交易双方根据最终评估结果协商确定中兴微电子 18.8219% 股权的价格为 261,082.70 万元。本次发行股份募集配套资金的发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价的 80%。

表 3：本次重组支付方式（万元）

交易对方	持有中兴微电子股权	本次交易对价	公司发行 A 股股份支付对价	公司发行 A 股股份数量（股）
恒健欣芯	10.1349%	140,582.99	140,582.99	45,643,828
汇通融信	8.6870%	120,499.71	120,499.71	39,123,282
合计	18.8219%	261,082.70	261,082.70	84,767,110

资料来源：公司公告、招商证券

股权收购完成后，公司将进一步加强对中兴微电子的管理与控制力，有助于提高中兴微电子业务的执行效率，并在此基础上深化部署在芯片设计领域的投资发展规划，进一步提升中兴微电子的综合竞争力和盈利能力，为公司在 5G 应用领域拓展新的竞争力做好准备。

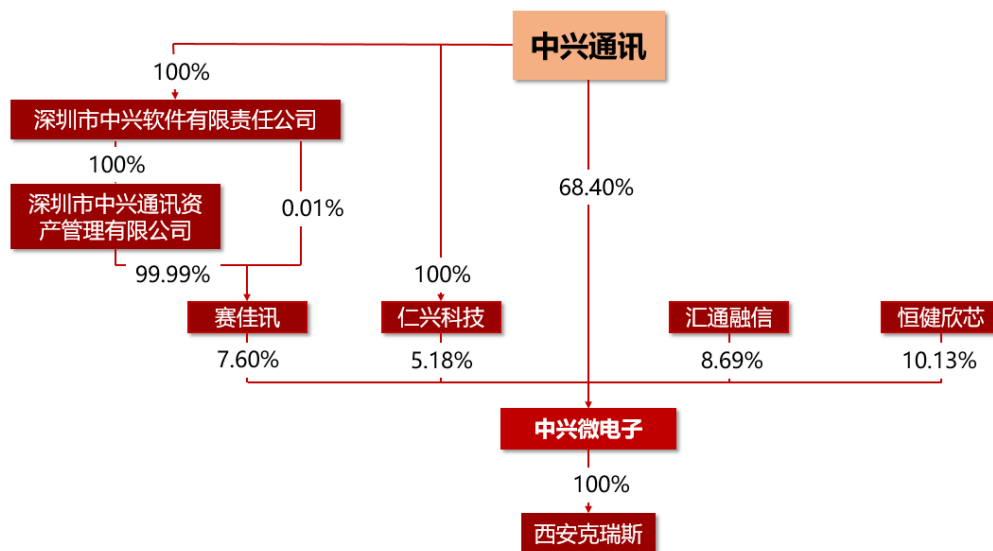
表 4：募集配套资金安排（亿元）

序号	项目	募投项目总额	拟使用募集资金投入金额
1	5G 关键芯片研发项目	64.83	13.10
2	补充上市公司流动资金	13.00	13.00
	合计	77.83	26.10

资料来源：公司公告、招商证券

国内芯片产业正处于进口替代+市场增长双重机遇下的景气阶段。中兴微电子发展迅猛，中兴旗下的子公司中兴微电子是国内仅次于华为海思、紫光展锐、北京豪威、比特大陆的第五大芯片设计公司，前身是中兴通讯于 1996 年成立的 IC 设计部。截至 2020 年 6 月 30 日，中兴微电子研发人员超过 2,000 人。在深圳、西安、南京、上海、美国设有研发机构。目前中兴通讯及下属企业赛佳讯、仁兴科技合计持有中兴微电子 81.1781% 股权，为中兴微电子控股股东。新管理层上任以来，高度重视中兴微电子的核心技术地位，加大对中兴微电子研发投入，近期人员扩张明显。

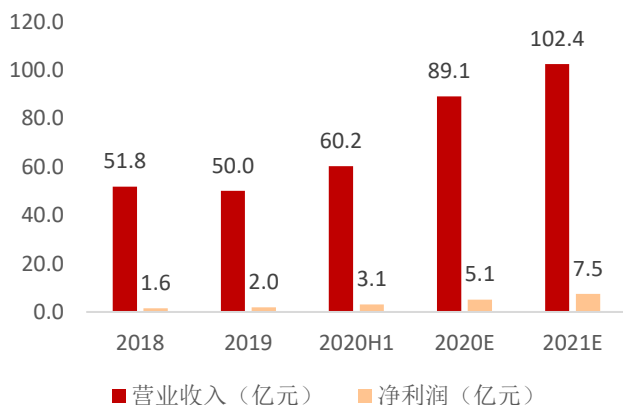
图 14: 中兴微电子股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

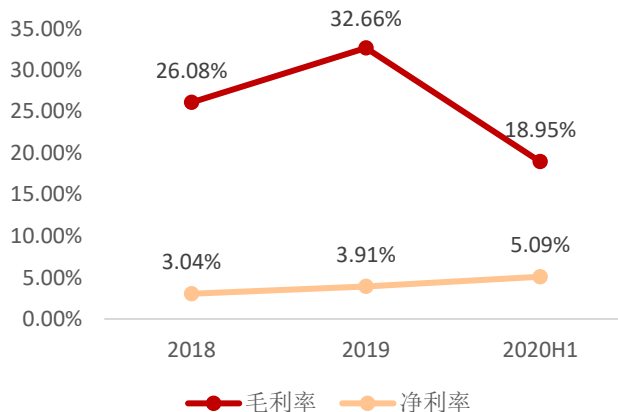
2013 年，中兴微电子营收仅 12.9 亿元，尽管受到中美科技竞争等外部事件影响，2019 年公司营收达到 50 亿元，年均复合增长率为 25.3%，今年上半年中兴微电子收入规模超过 60 亿元，利润超过 3 个亿，超过去年全年收入利润水平。根据公司公告，按照其期后业绩表现及市场情况，预计 2020 年度中兴微电子销售收入及净利润均大幅增长，销售收入同比 2019 年度增长约 78%，净利润同比 2019 年度增长约 160%，约为 5 亿元。预计中兴微电子 2021 年度销售收入较上年增长 15% 左右、毛利率为 30% 左右。综上，经测算中兴微电子 2021 年度净利润约为 7.5 亿元，扣非后净利润预计为 5.2 亿元。

图 15: 中兴微电子收入及净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

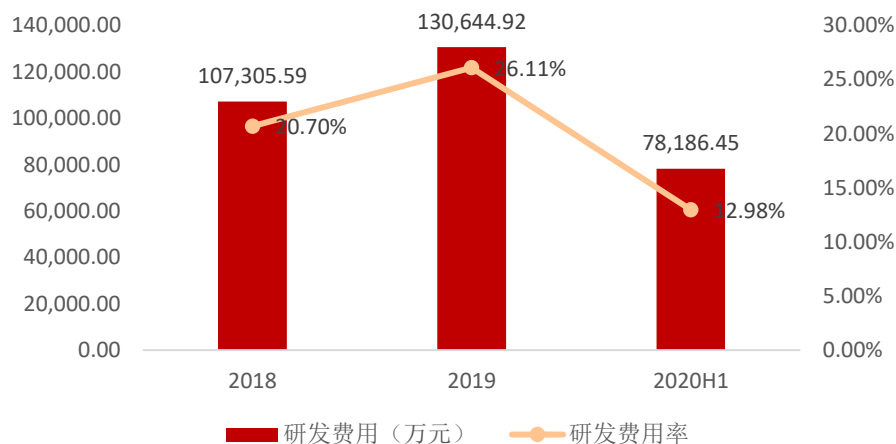
图 16: 中兴微电子毛利率及净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

公司新领导层上任后聚焦 5G 核心技术和核心运营商市场不变，坚持投入 5G 核心技术和核心芯片研发，工作重心放在主要配合中兴通讯主设备芯片的研发业务，比如基带芯片、5G 传输交换芯片、IP 芯片等。核心芯片层面，公司已实现基带芯片从 28nm 到 7nm 设计能力的飞跃，7nm 已在 2019 年商用，预计将在 2021 年推出 5nm 基带芯片；数字中频芯片实现了从 40nm 到 7nm 的三代自主研发，并于 2019 年商用，下一代也将实现 5nm 工艺。

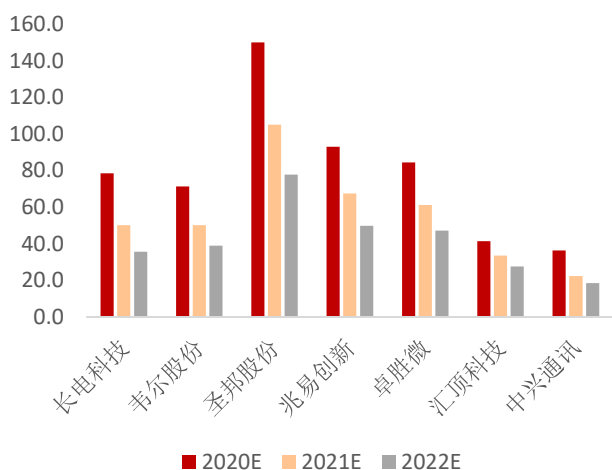
图 17: 中兴微电子研发投入情况



资料来源：公司公告、招商证券

与其他集成电路设计上市公司相比，中兴微电子目前价值被低估。公司公告中选取了 25 家集成电路板块上市公司，市盈率（TTM;扣非）的算术平均值和中位值分别为 148.85X 和 137.59X，本次交易对应中兴微电子 100%股权作价 1,387,122.77 万元，2021 年中兴微电子扣非后净利润约 52,000.00 万元，PE（2021E）仅为 26.68 倍。此外，我们选取了以长电科技、韦尔股份、圣邦股份、兆易创新、卓胜微、汇顶科技为代表的六家 A 股上市集成电路设计企业作为对比，2020-2022 年 6 家企业平均预测市盈率达到 86.4 倍、61.2 倍和 46.2 倍。我们认为，中兴微电子在基带芯片、数字中频芯片等领域具有领先优势，是 A 股稀缺的具备 7nm 甚至 5nm 工艺设计水平的公司，市场目前尚未充分发掘中兴微电子公司的真实价值，未来公司估值仍具有较大提升空间。

图 18: 芯片公司估值对比（2020/10/30）



资料来源：wind、招商证券

图 19: 2019 年中国 IC 设计企业营收排名

排名	企业名称	营收（百万美元）		营收年增长率
		2018	2019	
1	海思半导体	6080	7420	22%
2	紫光展锐	2275	2230	-2%
3	北京豪威	1405	1660	18%
4	比特大陆	1695	1590	-6%
5	中兴微电子	870	710	-18%
6	华大集成电路	585	570	-3%
7	南瑞智芯微电子	570	550	-4%
8	ISSI	645	490	-24%
9	兆易创新	338	470	39%
10	大唐半导体	392	375	-4%

资料来源：IC Insights、招商证券

南京光电子总部成立，聚焦硅光芯片和光器件核心技术开发。近年来光通信行业上游的并购重组频发，垂直一体化整合已成趋势，华为、思科、烽火等全球通信巨头纷纷向上游核心光芯片器件领域拓展。2016 年 10 月，中兴投入 10 亿在南京成立光电子总部，重点研发硅光芯片和器件的核心技术。

4、5G 时代 2B/2G 业务需求爆发，公司政企业务有望迎来新机遇

公司政企服务经验积累深厚，5G 时代推动政企业务繁荣。中兴通讯在政企领域已有十多年积累。2013 年底，中兴通讯正式成立政企事业部，全面优化面向政企业务经营的组织架构，增强政企业务的运作能力。与运营商市场不同，政企市场更加分散，更依靠与合作伙伴的行业积累。

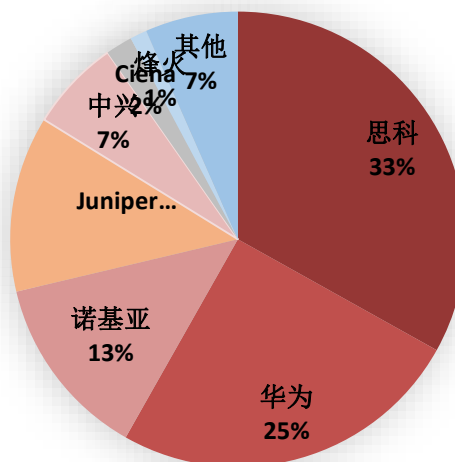
图 20：公司政企业务布局



资料来源：公司官网、招商证券

在交换机、路由器领域：交换机/路由器领域集中度较高，全球份额排名前五的厂商（思科、华为、诺基亚、Juniper 以及中兴）合计占有超过 90% 的市场份额，华为、中兴以及烽火市场份额分别为 25%、7% 以及 1%，共计 33%。中兴近年来进一步加大在高端路由器、交换机领域的投入，2019 年在高端路由器、骨干网 OTN 等领域实现较大突破，其中在中国移动“高端路由器 2T 档”标包中，中兴通讯为第一中标候选人，中标份额达到 50%，逐步切入技术难度最大的高端路由器市场，具有重要里程碑意义。在 5G 时代下，to B/to G 市场将迎来历史性机遇，数字化转型需求带动云计算、大数据等 ICT 领域的高速增长，公司在云计算领域布局多年，并陆续突破高端路由器/交换机市场，政企业务有望迎来繁荣周期。

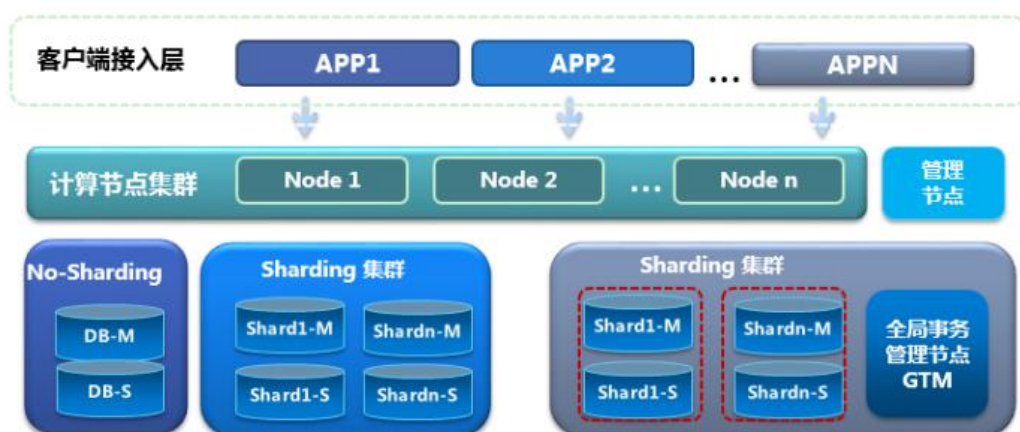
图 21: 全球交换机/路由器市场份额



资料来源: IHS、招商证券

在数据库领域：中兴通讯在数据库领域具备超过十八年的技术积累，自 2002 年开始先后自主研发文件数据库、内存数据库、分布式数据库等产品并大规模服务电信领域产品；2014 年率先拓展金融行业分布式数据库，该产品完全自主研发并获得 100 多项相关专利。针对银行 OLTP 业务，中兴通讯分布式数据库 GoldenDB 为业务带来传统单机数据库无法提供的计算及扩展能力，提供高可用、高可靠、资源调度灵活的数据库服务，支持金融行业已有业务升级及创新业务快速部署的需求。今年 8 月，中兴通讯 GoldenDB 分布式数据库成功中标交通银行信用卡中心试点项目，同时，作为国内首个在大型银行核心业务系统投产的国产数据库，GoldenDB 助力银联数据新一代信用卡核心成功上线，并在银联数据 1.5 亿信用卡用户规模下，取得实测 TPS 超 10 万这一领跑行业的优异性能。

图 22: 公司 GoldenDB 产品架构



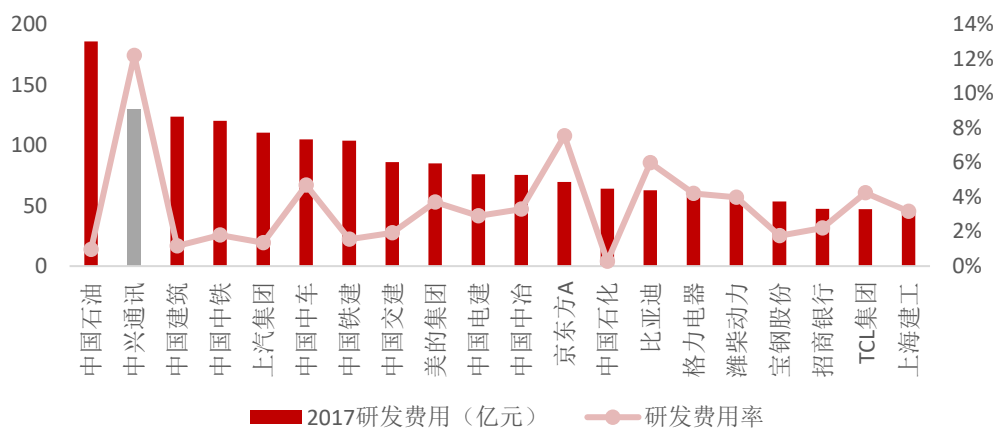
资料来源: 公司官网、招商证券

5、研发费用领先 A 股，公司持续加大关键领域研发投入

公司高度重视研发基础，研发投入绝对值领跑 A 股。公司研发费用从 2010 年的 70.92 亿，上升至 2019 年 107.91 亿元，占收入比重达到 14.56%。2017 年公司的研发投入

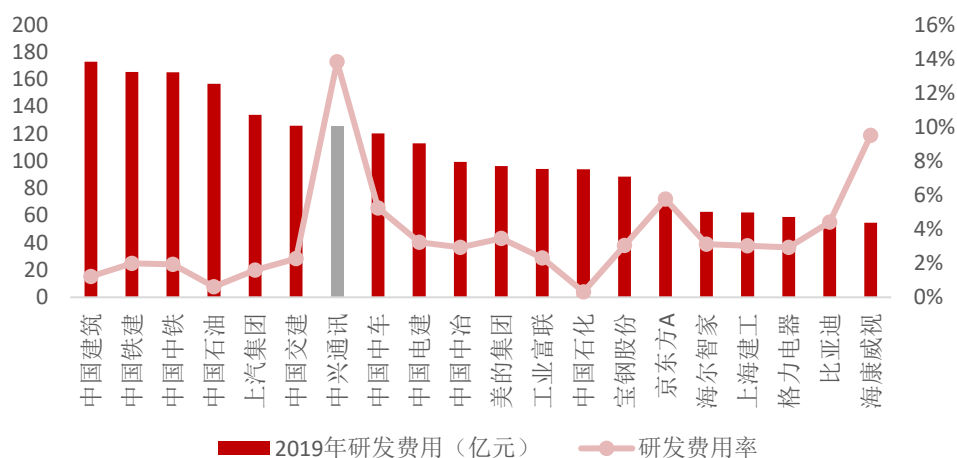
在 A 股全部 3000 多家公司里面排名第二，尽管受到中美科技竞争等外部事件影响，公司 2019 年公司研发支出仍在 A 股上市公司中位列第七。目前公司研发人员超过 3 万人，占据公司所有员工的 40%。持续的研发投入也是公司能够保持在竞争异常激烈的通信设备商市场中份额持续提升的重要原因。

图 23：2017 年 A 股研发费用前 20 名



资料来源：Wind、招商证券

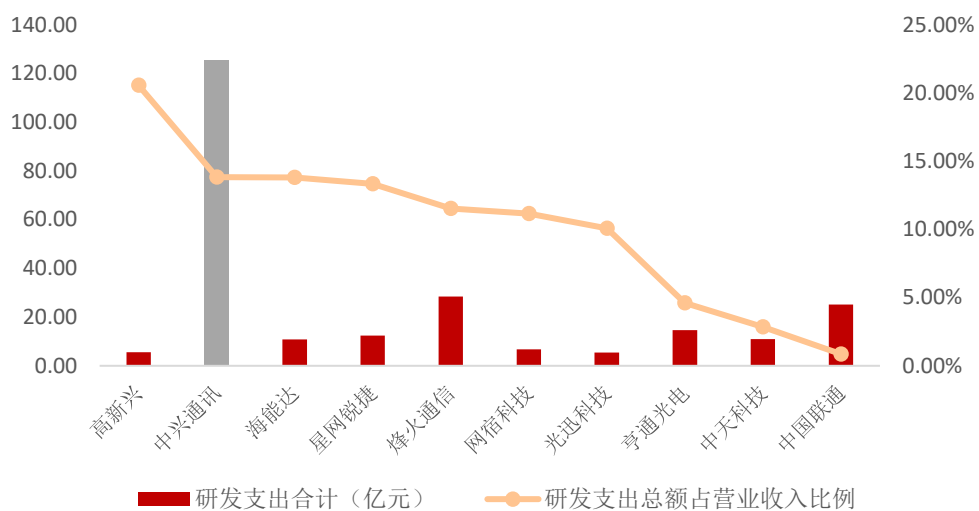
图 24：2019 年 A 股研发费用前 20 名



资料来源：Wind、招商证券

除研发投入的绝对数值在 A 股排名前列以外，公司的研发费用占营收比例一项也较为突出，在所有通信 A 股上市公司中位列前 5%。与其他 A 股通信上市企业相比，公司 2019 年研发支出占收入比达到 13.83%，仅次于高新兴（20.56%）。截止 2020 年三季度末，公司研发费用率达到 14.56%，总体呈现逐年攀升的态势，未来有望进一步缩小与华为之间的差距。

图 25：2019 年通信行业研发支出及研发支出占收比



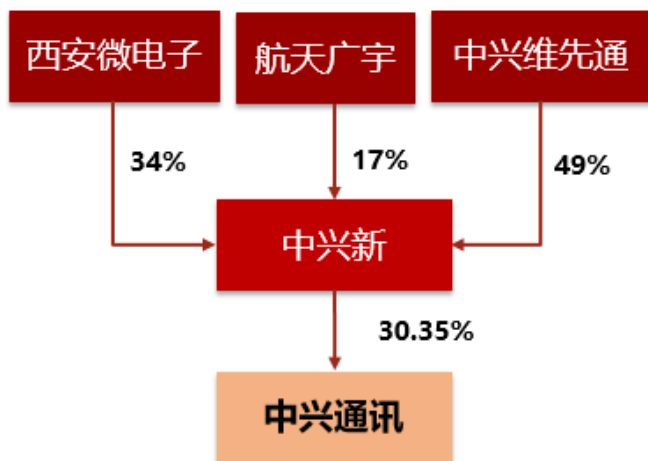
资料来源：Wind、招商证券（注：选取 SW 通信研发支出排名前 10 企业）

三、新管理层励精图治，合规及规范化管理水平国内领先，公司估值水平仍有提升空间

1、股东股权结构调整，治理结构优化全面推进

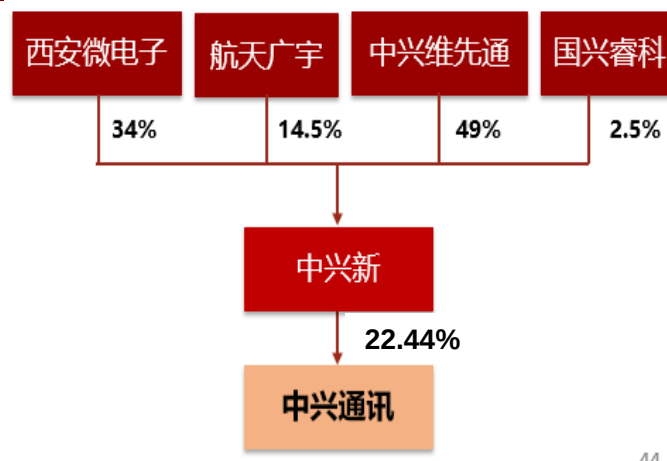
2017 年，公司控股股东中兴新股东之一航天广宇向国兴睿科公开转让持有的中兴新 2.5% 股权，股权交割完成后，西安微电子、航天广宇、中兴维先通及国兴睿科分别持有中兴新 34%、14.5%、49% 和 2.5% 的股权。两家国企背景公司西安微电子、航天广宇原本合计占有中兴新 51% 的股份，在股权调整后，合计持有股权下降到 48.5%，低于由公司创始元老等控制的中兴维先通 49% 的股份，**民营成分占据主导，公司股权结构进一步优化，具有重要的指向意义。**

图 26：中兴通讯 2017 年变更前股权结构



资料来源：Wind、招商证券

图 27：中兴通讯股权结构（截至 2020/09/30）



资料来源：Wind、招商证券

2018 年由于美国禁运事件，中兴管理层“大换血”，新的领导层普遍技术部门出身，具备丰富的研发与产品经验。在公司转型的关键时期这样一支领导团队将为公司带来更多活力与机会。2018 年 6 月，李自学临危受命，接替殷一民成为公司董事长，带领公司在拒绝令解除后迅速恢复生产。此外，新的高管团队也完成交接，聘任徐子阳为总裁。目前，公司管理层透明程度高，合规建设进一步加强，有助于公司在巩固现有国际市场优势的同时，积极开拓新的市场领域。

表 5：中兴新管理层简历

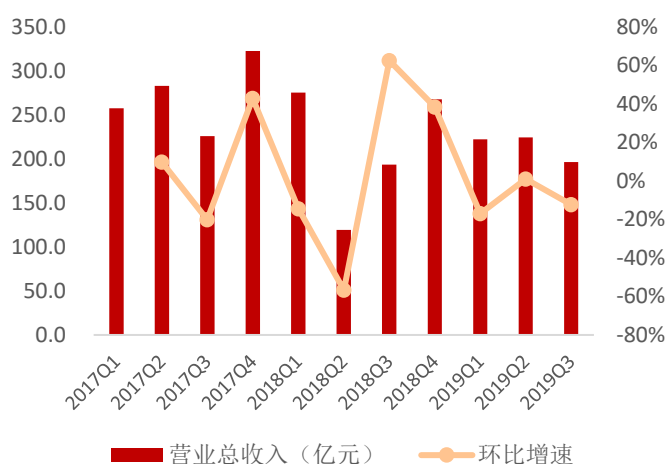
姓名	职务	简历
李自学	董事长	男，1964 年出生。1987 年毕业于西安交通大学电子元件与材料专业。2015 年至 2019 年 1 月任西安微电子研究所党委书记兼副所长；2018 年 6 月至今任公司董事长、执行董事。
徐子阳	总裁	男，1972 年出生。于 1998 年加入中兴通讯，曾任公司 MKT 四分部总经理分管欧美系统产品（2011-2013）、公司子公司中兴通讯（德国）服务有限公司总经理（2014-2016）；公司总裁助理及无线经营部 CCN 核心网产品线产品总经理（2016-2018）。2018 年 7 月至今任公司总裁，2018 年 8 月至今任公司执行董事。
顾军营	执行董事	男，1967 年出生。2009 年至 2019 年 1 月在中国航天电子技术研究院任院长助理，同时兼任中国时代远望科技有限公司董事；2017 年至 2019 年 1 月任航天时代电子技术股份有限公司副总裁。2018 年 6 月至今任公司执行董事，2018 年 7 月至今任公司执行副总裁。

姓名	职务	简历
李步青	非执行董事	男，1972 年出生。现兼任深圳市航天立业实业发展有限公司董事长及深圳航天广宇工业有限公司、深圳市航天物业管理有限公司董事，航天海鹰安全技术工程有限公司监事；2018 年 6 月至今任本公司非执行董事。
诸为民	非执行董事	男，1966 年出生。2018 年至今任深圳市中兴国际投资有限公司及其部分附属公司董事长/董事；现兼任中兴新、深圳市中兴维先通设备有限公司、深圳市新宇腾跃电子有限公司董事。2018 年 6 月至今任本公司非执行董事。
方榕	非执行董事	女，1964 年出生。1997 年至 2009 年任职于本公司，1998 年至 2009 年任本公司高级副总裁，曾分管本公司本部事业部、第四营销事业部等；2009 年至今任中兴发展有限公司董事、常务副总裁。2018 年 6 月至今任本公司非执行董事。
蔡曼莉	独立非执行董事	女，1973 年出生。2019 年 2 月至今任河南四方达超硬材料股份有限公司、湖北省广播电视信息网络股份有限公司独立董事；2018 年 6 月至今任本公司独立非执行董事。
鲍毓明	独立非执行董事	男，1972 年出生。1996 年起从事律师工作，现任烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司及其附属公司副总裁兼首席法务官；2018 年 6 月至今任本公司独立非执行董事。
吴君栋	独立非执行董事	男，1964 年出生。现兼任中国航天万源国际(集团)有限公司(一家在香港联合交易所有限公司上市的公司)、飞达帽业控股有限公司(一家在香港联合交易所有限公司上市的公司)独立非执行董事。2018 年 6 月至今任本公司独立非执行董事。

资料来源：公司年报、招商通信

新管理层履任以来，公司更加注重合规经营。2018 年二季度受美国禁运事件影响，公司 2018 年上半年收入和利润均受到了较大的影响。但从三季度开始，公司业绩就开始逐步复苏，2018Q3 公司实现营业收入 193.3 亿元，环比增长 62%；2018Q3 公司实现扭亏为盈，单季度实现归母净利润 5.64 亿元。2019 年公司经营全面恢复，实现归母净利润 51.48 亿元，运营商网络业务收入及毛利率均达到历史同期最高水平。

图 28：2017-2019 年公司营业收入（按季度）



资料来源：Wind、招商证券

图 29：2017-2019 年公司归母净利润（按季度）

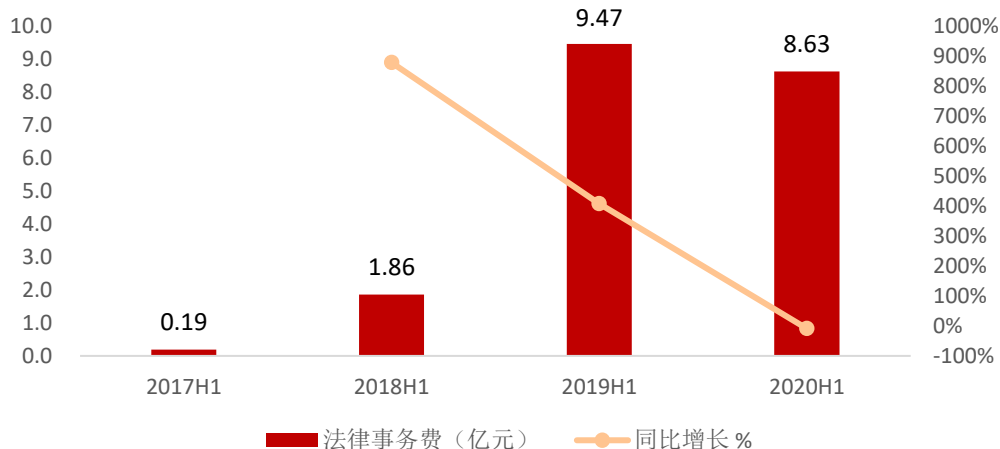


资料来源：Wind、招商证券

经历两次合规风险事件，公司近两年来加大合规管理投入。2016 年 3 月，美国政府称中兴违反此前与美国签订的对伊朗的禁运协定，宣布将中兴列入实体名单，最终于 2017 年 3 月通过缴纳罚金 8.92 亿美元达成首次和解（3 亿美元暂缓执行）；2018 年 4 月，由于中兴未按要求履行此前约定事项，美国宣布激活原暂缓执行的禁令，最终于 2018 年 6 月达成第二次和解，作为交换，中兴需要：1) 向美国支付 10 亿美元的罚款并再支付额外的 4 亿美元且在十年后可获得豁免；2) 按要求在 30 天内撤换董事会和高层管理人员；3) 聘任一名独立特别合规协调员；4) 在未来十年内如果违反《美国出口管理条例》，美国可能再次激活禁令等其他条款。为降低经营中的合规风险，公司自 2018

年开始不断加大合规管理投入,2017-2020 年上半年公司管理费用中法律事务费分别为 0.19 亿元、1.86 亿元、9.47 亿元、8.63 亿元。

图 30: 公司管理费用-法律事务费大幅提升

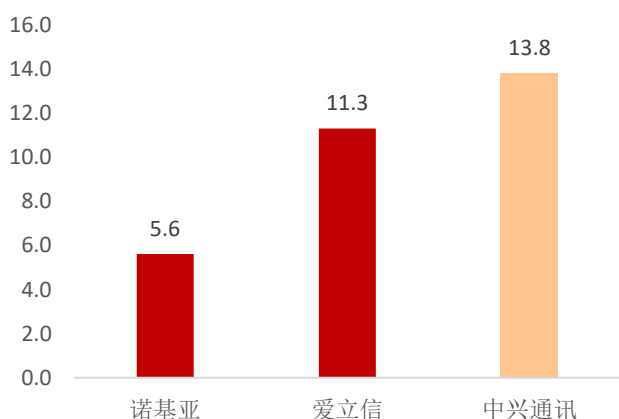


资料来源: Wind、招商证券

2、中兴 5G 技术领先国际同行，市场应给予更高的估值溢价

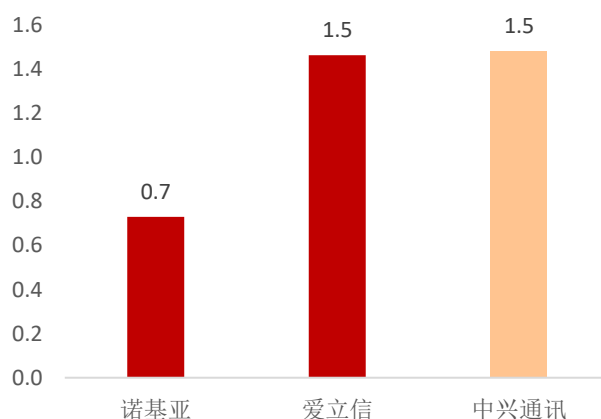
市场充分认识中兴通讯在 5G 时代的核心技术能力。在 3G/4G 周期，海外市场通常给予诺基亚和爱立信更高的估值溢价，以反映公司在 3G/4G 时代的市场竞争实力。但中国通信设备企业在 5G 时期标准、技术话语权大幅提升，从 2G 空白、3G 跟随、4G 追赶到 5G 引领，中兴通讯作为国内排名前二的通信厂商，目前市研率 PR 和市销率 PS 略高于诺基亚，与爱立信基本持平，反映了市场对公司实力的认可。

图 31: 国际通信企业市研率 (MRQ) 比较



资料来源: Wind、招商证券 (2020/10/30)

图 32: 国际通信企业市销率 (TTM) 比较



资料来源: Wind、招商证券 (2020/10/30)

我们认为，中兴通讯在研发投入和销售收入上的增速远远领先于爱立信和诺基亚。研发投入方面，2014-2017 年，爱立信、诺基亚和中兴通讯年均复合增速分别为-2.09%、25.85%、12.89%；销售收入方面，爱立信、诺基亚和中兴通讯的年均复合增速分别为-6.77%、22.30%和 10.13%（诺基亚有合并阿朗因素影响）。在市研率、市销率差距不是特别大的情况下，可以看出中兴通讯研发投入、销售收入的增长更为持续。

表 6: 国际通信企业研发投入比较

研发投入及增速 (亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
爱立信	290.72	268.80	241.19	272.88	280.08	289.71
爱立信 (增速)		-7.54%	-15.36%	19.94%	2.64%	3.43%
诺基亚	185.87	150.84	358.33	370.44	381.92	344.74
诺基亚 (增速)		-18.85%	137.56%	-3.38%	3.10%	-9.74%
中兴通讯	90.09	122.01	127.62	129.62	109.05	125.48
中兴通讯 (增速)		35.43%	4.06%	1.57%	-15.87%	15.07%

资料来源: Wind、招商证券

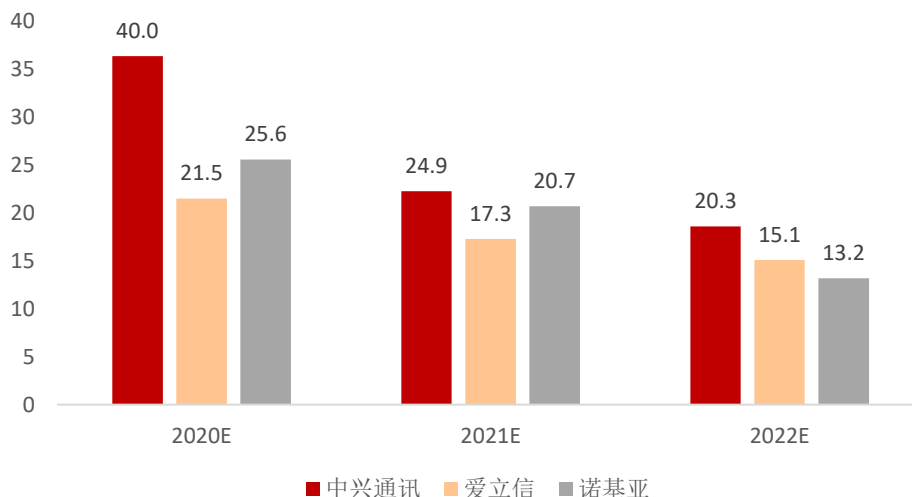
表 7: 国际通信企业销售收入比较

销售收入及增速 (亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
爱立信	1,825	1,905	1,697	1,595	1,605	1,696
爱立信 (增速)	0.27%	8.31%	-9.85%	-8.63%	2.66%	7.77%
诺基亚	949	887	1725	1806	1771	1822
诺基亚 (增速)	7.94%	6.27%	88.01%	-2.09%	-2.52%	3.33%
中兴通讯	814.71	1001.86	1012.33	1088.15	855.13	907.37
中兴通讯 (增速)		22.97%	1.04%	7.49%	-21.41%	6.11%

资料来源: Wind、招商证券 (历史汇率)

在 PE 方面, 中兴通讯、爱立信、诺基亚 2021 年 PE 分别为 24.9/17.3/20.7 倍, 三家设备商明年 PE 估值基本接近, 中兴通讯作为 5G 技术排名全球前二的通信设备龙头, 国内外份额有望较 4G 时期实现较大幅度提升, 面向 5G 大周期, 中兴通讯在技术研发水平提升、内控增强、全球竞争力提升的背景下, 未来估值仍有较大的提升空间。

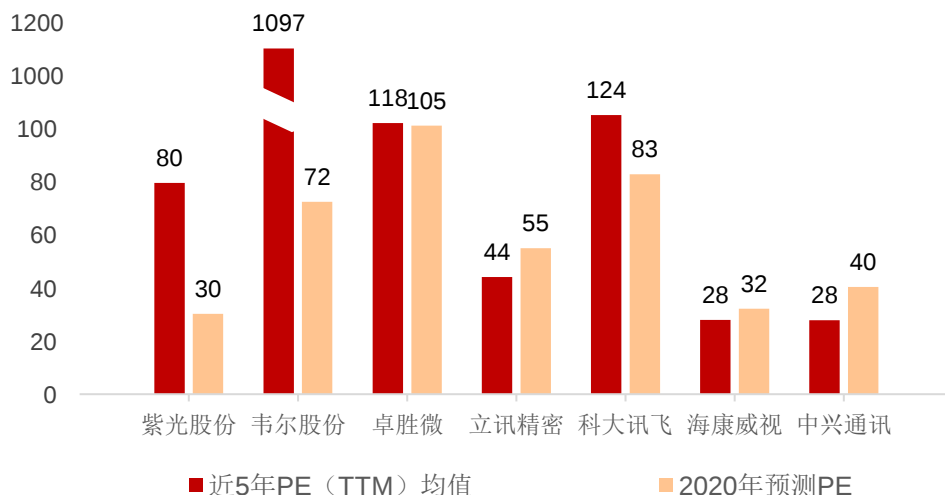
图 33: 国际通信巨头 PE 比较



资料来源: Wind、MarketScreener、招商证券

与国内 TMT 行业各龙头相比, 以中兴通讯为代表的通信企业目前也被低估。无论从历史 PE 均值 (TTM) 还是从 2020 年预测 PE 角度出发, 中兴通讯的估值水平相对科大讯飞、卓胜微、紫光股份等其他 TMT 行业龙头, 仍具有一定的差距。

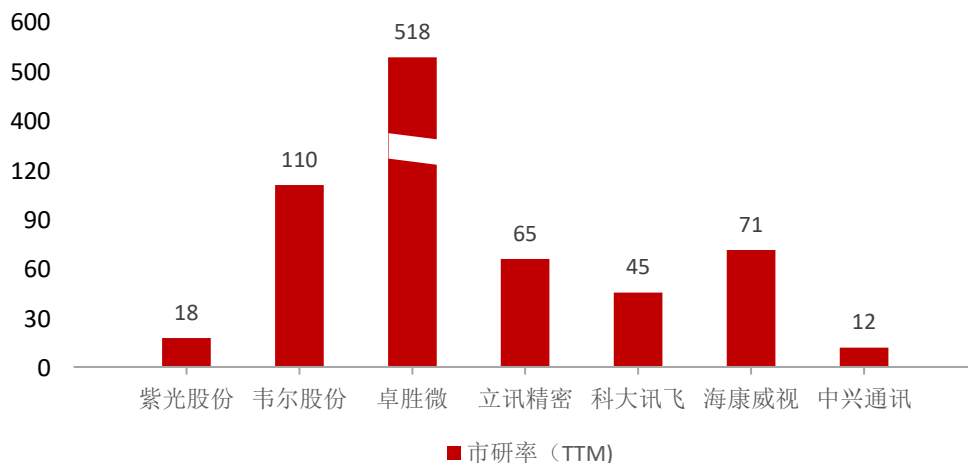
图 34: 中国 TMT 行业内各龙头企业 PE 比较



资料来源: Wind、招商证券 (中兴通讯 5 年均值剔除负值)

从市研率的角度来看, 中兴仍被低估, 当前市值与其收入规模和研发投入相比, 与中国电子及计算机行业内的其他龙头企业均具有较大差距。而对于未来面向 5G 的竞争格局来看, 持续的研发投入是当前产品提升核心竞争力和下一代产品弯道超车或继续提高集中度的保障。正是因为公司持续的高研发投入, 才能保证公司在竞争激烈的通信设备市场保持高竞争力。也正因为如此, 未来 5G 时代公司净利率具备显著改善的可能性, 从而带来业绩和市值弹性。

图 35: TMT 行业各龙头企业市研率比较 (TTM)



资料来源: Wind、招商证券

从中兴通讯的业务来看, 无论是 5G、政企云服务市场、芯片及消费类产品, 都在国内处于龙头地位, 对比国内其他上市公司, 公司无论是技术能力, 新产品研发能力还是市场能力都处于领先地位。中兴通讯作为通信行业龙头的地位也逐步得到论证。在这种背景下, 公司估值水平有望进一步与其他中国科技龙头企业靠拢。

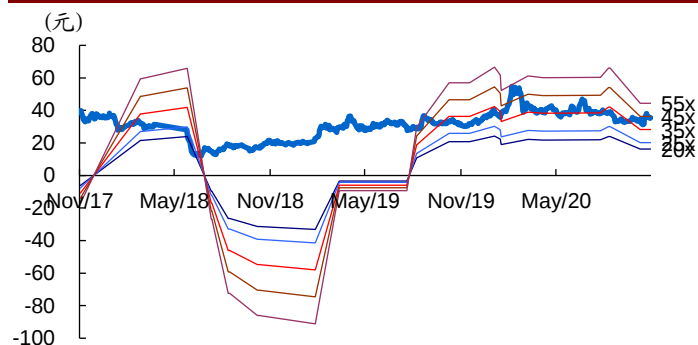
四、投资建议：A 股稀缺 ICT 巨头，5G 龙头价值待重估

作为全球排名前四的设备商，中兴有望在 5G 时代实现全球通信设备市场份额提升。5G 设备价值之外，中兴是 A 股稀缺的同时具备核心高端芯片、政企数通设备、数据库等综合能力的 ICT 科技巨头，估值仍有提升空间。预计 2020-2022 年净利润分别为 40.6 亿元、65.2 亿元、80.1 亿元，对应公司 2020-2022 年 PE 为 40.0X、24.9X、20.3X，我们给予公司明年 30 倍 PE，对应市值 1955 亿元，对应目标价 42 元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：

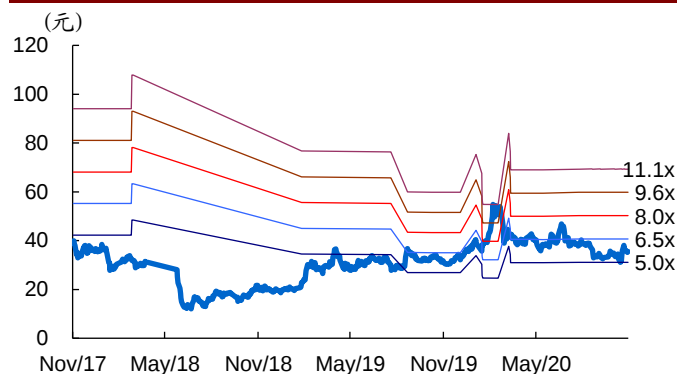
- （1）**美国合规检查风险。**中美科技竞争持续，若美方对公司发起新一轮的制裁，对公司的生产经营活动将产生较大影响。
- （2）**运营商资本开支下滑。**运营商资本开支决定未来全球通信基础设施建设规模，若投资规模下滑，将对公司收入增长产生不利影响。
- （3）**市场竞争加剧。**目前公司为全球第四大通信设备商，若市场竞争加剧，更多参与者进入市场，公司可能面临市场份额下滑的风险。

图 36：中兴通讯历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 37：中兴通讯历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中兴通讯(000063)——新股权激励草案落地,广激励范围夯实 5G 龙头未来基础》
2020-10-13
- 2、《中兴通讯(000063)——回购方案落地,进一步健全激励机制》 2020-08-16
- 3、《中兴通讯(000063)——业绩符合预期,债务结构持续优化,研发投入再创新高》
2020-04-26
- 4、《中兴通讯(000063)——业绩符合预期,盈利能力持续改善,聚焦通信设备主航道》
2020-03-29
- 5、《中兴通讯(000063)——5G 龙头整装待发,兼论中兴短期估值和长期空间》
2020-02-24
- 6、《中兴通讯(000063)——定增项目正式完成,公司迈入 5G 建设景气周期》2020-02-05

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	92848	102567	121441	143462	163213
现金	24290	33309	45655	61569	70005
交易性投资	1705	667	217	240	240
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	21592	19778	14310	15803	18409
其它应收款	2005	1023	3103	3582	4173
存货	25011	27689	34938	35478	39192
其他	18244	20101	23218	26790	31194
非流动资产	36503	38635	42294	44120	46091
长期股权投资	3015	2327	3245	3343	3649
固定资产	8898	9383	11473	13275	14828
无形资产	11477	9781	10003	9803	9923
其他	13113	17143	17572	17699	17692
资产总计	129351	141202	163735	187582	209304
流动负债	89377	86371	87655	99770	111564
短期借款	23740	26646	17000	20000	23500
应付账款	27443	27729	34063	38580	43419
预收账款	14479	14517	17702	20050	23035
其他	23715	17479	18890	21140	21609
长期负债	7013	16877	29445	35465	38935
长期借款	2367	10045	23245	28745	31745
其他	4647	6832	6200	6720	7190
负债合计	96390	103248	117100	135235	150499
股本	4193	4228	4613	4613	4613
资本公积金	17697	18397	23272	23272	23272
留存收益	7260	12455	15668	21047	27098
少数股东权益	3811	2875	3082	3414	3822
归属于母公司所有者权益	29150	35079	43553	48933	54984
负债及权益合计	129351	141202	163735	187582	209304

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(9215)	7447	8936	9577	7524
净利润	(6984)	5148	4058	6516	8006
折旧摊销	2507	3062	2279	2591	2821
财务费用	1174	1569	1024	918	957
投资收益	(294)	(249)	(1870)	(2214)	(2122)
营运资金变动	(19518)	(4440)	6070	459	(4820)
其它	13899	2357	(2625)	1307	2683
投资活动现金流	(966)	(6023)	(3264)	(2109)	(2677)
资本支出	(4882)	(6551)	(4600)	(4200)	(4500)
其他投资	3916	528	1336	2091	1823
筹资活动现金流	888	5722	6674	8446	3589
借款变动	7253	3784	3942	10000	6000
普通股增加	0	35	386	0	0
资本公积增加	(2929)	700	4875	0	0
股利分配	0	0	(846)	(1136)	(1955)
其他	(3436)	1203	(1684)	(418)	(457)
现金净增加额	(9293)	7145	12346	15914	8435

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513	90737	103427	119411	139104
营业成本	57368	57008	69516	78734	90457
营业税金及附加	638	931	931	1194	1391
营业费用	9084	7869	8673	9850	11491
管理费用	3651	4773	5029	5554	6465
研发费用	10906	12548	14677	16787	19815
财务费用	281	966	1024	918	957
资产减值损失	(5732)	(3509)	(550)	(580)	(700)
公允价值变动收益	(861)	(214)	30	30	30
其他收益	2081	1696	1520	1600	1420
投资收益	314	2937	320	584	672
营业利润	(612)	7552	4897	8008	9950
营业外收入	143	184	164	296	240
营业外支出	6881	574	100	350	410
利润总额	(7350)	7162	4961	7954	9780
所得税	(401)	1385	696	1105	1366
少数股东损益	(383)	280	207	332	408
归属于母公司净利润	(6984)	5148	4058	6516	8006

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-21%	6%	14%	15%	16%
营业利润	-109%	-1334%	-35%	64%	24%
净利润	-253%	-174%	-21%	61%	23%
获利能力					
毛利率	32.9%	37.2%	32.8%	34.1%	35.0%
净利率	-8.2%	5.7%	3.9%	5.5%	5.8%
ROE	-24.0%	14.7%	9.3%	13.3%	14.6%
ROIC	-0.5%	7.6%	5.7%	7.3%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	74.5%	73.1%	71.5%	72.1%	71.9%
净负债比率	21.1%	26.4%	25.2%	27.3%	27.4%
流动比率	1.0	1.2	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4
应收帐款周转率	3.6	4.4	6.1	7.9	8.1
应付帐款周转率	1.9	2.1	2.3	2.2	2.2
每股资料 (元)					
EPS	-1.67	1.22	0.88	1.41	1.74
每股经营现金	-2.20	1.76	1.94	2.08	1.63
每股净资产	6.95	8.30	9.44	10.61	11.92
每股股利	0.00	0.20	0.25	0.42	0.52
估值比率					
PE	-21.3	29.2	40.4	25.1	20.5
PB	5.1	4.3	3.8	3.3	3.0
EV/EBITDA	274.8	24.3	29.0	20.7	17.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。