

2019年09月16日

# 拟境内首次发债，从财报看华为

## 通信行业周报

### 主要观点及投资逻辑：

5G 无线基站相关产业链，市场预期较为充分，整体中游无线电信设备及相关上游行业进入业绩验证阶段，估值弹性逐渐降低；

中长期看电信运营商承载网投资将会逐步开启并进入概念炒作期，相关产业链具备估值弹性；

随着 5G 网络商用，2020 年 5G 终端渗透率提升，消费电子产业链进入业绩与估值双升周期。

### 建议关注三条主线：

- 1) 公司股价仍处于底部，受益于 5G 承载网及手机渗透率提升，业绩稳健，估值提升：紫光股份、TCL 集团；
- 2) 低估值，基本面持续同比或环比改善：航天信息、海能达、网宿科技、海格通信等；
- 3) 受益于流量拉动，持续稳健成长：亿联网络、光环新网、太辰光等。

### 本周研究专题：拟境内首次发债，从财报看华为

- 1、公司聚焦 ICT 基础设施和智能终端，股权激励奋斗者，“全内生”管理团队，权益分散决策集中。
- 2、消费者业务对冲运营商业务下滑，美国制裁下国内 5G 成为关键：我们测算受安卓禁用影响，预计影响公司未来一年收入 1000 亿人民币左右，国内手机市场份额及 5G 基站建设成为公司业务发展的关键。
- 3、关键原材料备货因素导致公司库存增加，应收账款回收、金融资产出售、长短债等综合措施补充现金流，应付账款周转天数略有提升供应商回款风险可控。
- 4、投资方向：数据中心仍在追赶第一梯队，持续投入光电子技术研发。

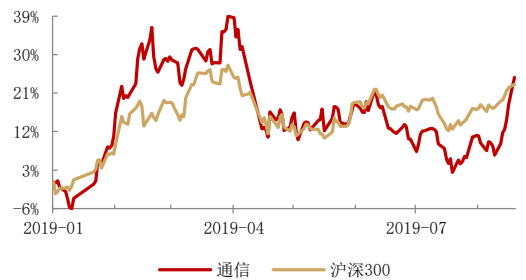
### 风险提示

中美贸易争端长期不稳定性，5G 投资进度不及预期及需求。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

分析师：孙远峰

SAC NO: S1120519080005

TCL 集团 华西通信&电子联合覆盖

分析师：段小虎

SAC NO: S1220517110008

海格通信 华西通信&军工联合覆盖

联系人：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

联系电话：010-51662928

## 正文目录

1. 本周观点及推荐标的 .....	3
2. 数据跟踪 .....	4
2.1. 5G 华为订单跟踪（无更新） .....	4
2.2. 三大运营商集采情况追踪 .....	4
2.3. 科创板通信相关公司简介（持续更新） .....	5
3. 本周研究专题：华为发债点评 .....	7
3.1. 华为：聚焦 ICT 基础设施和智能终端，股权激励奋斗者，“全内生”管理团队，权益分散决策集中 .....	7
3.2. 报表分析： .....	9
3.3. 投资方向：数据中心仍在追赶第一梯队，持续投入光电技术研发 .....	11
4. 上周行情回顾 .....	12
5. 相关概念板块及通信个股走势 .....	13

## 图表目录

表 1 相关个股简要逻辑 .....	3
表 2 三大运营商本周 5G 集采情况追踪 .....	4
表 3 科创板通信相关公司 .....	5
表 4 TMT 行业板块走势 .....	13
表 5 TMT 板块历史估值 .....	13
表 6 相关概念板块涨跌幅 .....	14
表 7 通信板个股涨跌幅 .....	14
表 8 通信板资金流入情况 .....	15
图 1 公司营收及归母净利润情况（百万元） .....	5
图 2 公司 2018 年分业务营收情况（百万元） .....	5
图 3 公司三费情况（百万元） .....	6
图 4 公司毛利率情况 .....	6
图 5 公司营收及归母净利润情况（百万元） .....	6
图 6 公司 2018 年分业务营收情况（百万元） .....	6
图 7 公司三费情况（百万元） .....	7
图 8 公司毛利率情况 .....	7
图 9 华为业务架构“ICT 基础设施和智能终端” .....	8
图 10 华为股权架构 .....	8
图 11 华为 TUP 概况 .....	9
图 12 消费者业务持续维持高增长 .....	10
图 13 消费者业务占比不断提升 .....	10
图 14 华为收入份额（按地区分） .....	10
图 15 应收账款及存货情况 .....	11
图 16 公司存货明细 .....	11
图 17 存货周转天数 .....	11
图 18 应付账款周转天数 .....	11
图 19 阿里数据中心分布 .....	12
图 20 腾讯数据中心分布 .....	12
图 21 华为数据中心分布 .....	12

## 1. 本周观点及推荐标的

5G 无线基站相关产业链，市场预期较为充分，整体中游无线电信设备及相关上游行业进入业绩验证阶段，估值弹性逐渐降低；

中长期看电信运营商承载网投资将会逐步开启并进入概念炒作期，相关产业链具备估值弹性；

随着 5G 网络商用，2020 年 5G 终端渗透率提升，消费电子产业链进入业绩与估值双升周期。

建议关注三条主线：

1) 公司股价目前仍处于底部，受益于 5G 承载网及手机渗透率提升，业绩稳健，估值提升：紫光股份、TCL 集团；

2) 低估值，基本面持续同比或环比改善：航天信息、海能达、网宿科技、海格通信等；

3) 受益于流量拉动，持续稳健成长：亿联网络、光环新网、太辰光等。

表 1 相关个股简要逻辑

上市公司	简要逻辑
航天信息	1、短期：税控盘价格维持稳定，整体税控业务用户持续保持自然增长，业绩基本盘有保障；2、中长期：依靠高速发展的会员制系统的会员费（市场性行为）有望抵消税控盘降价政策风险；3、依靠财税互联网平台、诺诺服务、电子税务局及航信征信平台实现覆盖小微企业客户的开票、记账、报税、征信、信贷服务，构建了完整的企业财税服务生态。4、依托渠道及央企背景，物联网及自主可控业务有望迎来快速发展，支撑公司业绩持续增长。
TCL 集团	1、手机终端等资产剥离，聚焦华星光电面板主营业务，A 股优质液晶面板资产价值凸显；2、面板行业产能出清，韩国面板供应偏谨慎，国内 LCD 面板全球集中度提升趋势确定，预计下半年面板价格有望企稳回升；3、多项科创板优质投资，投资收益有望提升。
紫光股份	1、IT 行业新华三龙头行业地位显著，业绩预期稳定增长；2、运营商承载网网络架构 IT 化成为重要趋势，公司增长空间有望打开；3、横向对标科创板企业，公司资质好，相对估值处于洼地，科创板开市情绪有望回流。
海能达	1、相继中标中移动、对讲项目和智慧城管信息化项目，订单逐渐恢复，泛执法新业务快速落地；2、中报预计实现归母净利润 2000-3000 万元，YoY154%-282%，业绩逐渐兑现。
网宿科技	1、CDN 价格维持平稳，传统 CDN 业务业绩维持稳定，大客户重新入驻，业绩存在确定性；2、5G 边缘计算有望为公司带来业务延伸，新蓝海突破带来估值提升。
海格通信	1、订单持续落地，军工订单恢复呈现向上态势；2、北斗板块龙头有望迎来快速发展期。
亿联网络	1、产品结构持续优化，SIP 优势稳定，T5 系列销量超预期；2、VCS 业务持续扩张，加大全球市场扩张力度，海外市场持续扩张；3、利率下降利好公司业绩，受中美贸易战影响美国经销商提前备货释放市场需求。
光环新网	1、持续巩固上海 IDC 市场，采用自由土地自建模式提升自身盈利能力；2、广泛布局京津冀、长三角核心区域，争取优质客户资源，抢占一线城市战略优势。
太辰光	1、5G 建设及公司下游 DC 业务回暖，带来主营产品光纤连接器等产品需求持续景气；2、持续研发，大力推进 400G 发展，助力公司未来产能提升。

资料来源：华西证券研究所整理

## 2.数据跟踪

### 2.1.5G 华为订单跟踪 (无更新)

本周华为没有新增订单情况。

### 2.2.三大运营商集采情况追踪

表 2 三大运营商本周 5G 集采情况追踪

			中国移动		
时间	采购项目	状态	金额 (亿元)	中标公司	主要采购内容
2019-9-12	终端类产品VIVO旗下IQOO 4G及5G手机产品采购项目	结果公示		恒达通讯	终端类产品VIVO旗下IQOO 4G及5G手机产品采购项目
2019-9-12	中移(杭州)信息技术有限公司2019年智能组网、智能网关、5G产品、智能生态产品等连接类硬件产品测试服务	候选公示		第一中标候选人: 中国信通院 第二中标候选人: 泰瑞通信	中移(杭州)信息技术有限公司2019年智能组网、智能网关、5G产品、智能生态产品等连接类硬件产品测试服务
2019-9-12	华为5G CPE pro采购项目	结果公示		华为终端	华为5G CPE pro采购项目
2019-9-12	中国移动广西公司2019-2020年集团客户类5G产业信息化合作伙	候选公示			中国移动广西公司2019-2020年集团客户类5G产业信息化合作伙
2019-9-12	华为mate20X 5G版采购项目	结果公示		华为终端	华为mate20X 5G版采购项目
2019-9-12	中国移动广西公司有限公司2019年应急通信保障单项工程-应急车5G系统改造	候选公示		第一中标候选人: 新长征电动汽车	中国移动广西公司有限公司2019年应急通信保障单项工程-应急车5G系统改造
2019-9-11	中国移动天津公司2019年5G测试终端框架项目(华为、OPPO部分)	在招			中国移动天津公司2019年5G测试终端框架项目(华为、OPPO部分)
2019-9-11	中国移动内蒙古公司呼和浩特分公司渠道运营中心5G云游戏应用体验设备及5G音乐、听书、AR体验设备	结果公示		咪咕视讯	中国移动内蒙古公司呼和浩特分公司渠道运营中心5G云游戏应用体验设备及5G音乐、听书、AR体验设备
2019-9-11	基于5G无人机基站勘察集成系统采购项目	在招			基于5G无人机基站勘察集成系统采购项目
2019-9-11	中国移动四川公司5G医疗应急救援系统信息技术服务(中移全通)采购项目	在招			中国移动四川公司5G医疗应急救援系统信息技术服务(中移全通)采购项目
2019-9-11	中国移动云南公司2019年5G体验车改装采购项目	在招			中国移动云南公司2019年5G体验车改装采购项目
2019-9-11	中移杭研 5G测试CPE项目	在招			中移杭研 5G测试CPE项目
2019-9-11	中国移动5G规模组网建设及应用示范工程5G智能电网项目-电力行业核心能力服务平台	候选公示		广东电信规划设计院	中国移动5G规模组网建设及应用示范工程5G智能电网项目-电力行业核心能力服务平台
2019-9-11	中国移动5G规模组网建设及应用示范工程5G智能电网项目-切片管理服务	在招			中国移动5G规模组网建设及应用示范工程5G智能电网项目-切片管理服务
2019-9-11	GD-20190911-CYB-vivo NEX3 4G版和NEX3 5G版	结果公示		晓晋贸易	GD-20190911-CYB-vivo NEX3 4G版和NEX3 5G版
2019-9-11	GD-20190911-CYB-vivo NEX3 5G版等6款产品	结果公示		尚域电子	GD-20190911-CYB-vivo NEX3 5G版等6款产品
2019-9-11	中移智行5G网联无人机定制化终端采购公开比选项目(包2第二次)	候选公示		第一中标候选人: 瓦屋科技 第二中标候选人: 天途航空	中移智行5G网联无人机定制化终端采购公开比选项目(包2第二次)
2019-9-11	中移智行5G网联无人机定制化终端采购公开比选项目(包3第二次)	候选公示		云瑞科技	中移智行5G网联无人机定制化终端采购公开比选项目(包3第二次)
2019-9-11	中移(成都)信息通信科技有限公司2019年联创实验室设备引入项目	在招			中移(成都)信息通信科技有限公司2019年联创实验室设备引入项目
2019-9-10	咪咕音乐5G体验厅布展(24bit至臻音乐&视频彩铃)标准配置项目	候选公示		第一中标候选人: 一间科技 第二中标候选人: 瑞萃德科技	咪咕音乐5G体验厅布展(24bit至臻音乐&视频彩铃)标准配置项目
2019-9-10	中移(成都)信息通信科技有限公司5G专网无线设备研发项目(5G专网无线设备网管系统开发)	在招			中移(成都)信息通信科技有限公司5G专网无线设备研发项目(5G专网无线设备网管系统开发)
2019-9-10	通辽分公司2019年采购5G体验设备项目	结果公示		咪咕视讯	通辽分公司2019年采购5G体验设备项目
2019-9-9	iQOO Pro 4G版(12G+128G)和iQOO Pro 5G版(8G+256G)采购	结果公示		誉晨贸易	iQOO Pro 4G版(12G+128G)和iQOO Pro 5G版(8G+256G)采购
2019-9-9	vivo V1923A(8+128G) NEX 3/vivo V1924A(8+256G) NEX3 5G产品采购	结果公示		鼎盛通信	vivo V1923A(8+128G) NEX 3/vivo V1924A(8+256G) NEX3 5G产品采购
2019-9-9	中移(成都)信息通信科技有限公司基于5G的“智慧教学”综合数据分析平台项目	结果公示		第一中标候选人: 塔普翊海 第二中标候选人: 影创信息	中移(成都)信息通信科技有限公司基于5G的“智慧教学”综合数据分析平台项目
2019-9-9	山东移动2019年政企客户中心5G演示设备采购项目(非清单内部采购)	结果公示		终端公司山东分公司	山东移动2019年政企客户中心5G演示设备采购项目(非清单内部采购)
2019-9-9	铜陵移动北京路营业厅5G体验区5G手机和CPE设备采购项目_在招	在招			铜陵移动北京路营业厅5G体验区5G手机和CPE设备采购项目_在招
2019-9-9	中国移动甘肃公司兰州分公司2019年5G营业厅演示设备采购项目	候选公示		时安数字科技	中国移动甘肃公司兰州分公司2019年5G营业厅演示设备采购项目
2019-9-6	中移(成都)信息通信科技有限公司5G切片与边缘计算关键技术研究与开发项目	在招			中移(成都)信息通信科技有限公司5G切片与边缘计算关键技术研究与开发项目
2019-9-6	合肥移动购置5G测试终端的小额采购项目	在招			合肥移动购置5G测试终端的小额采购项目
2019-9-6	四川省遂宁市第一人民医院5G应急救援服务(中移全通)采购项目	在招			四川省遂宁市第一人民医院5G应急救援服务(中移全通)采购项目
2019-9-6	中国移动5G规模组网建设及应用示范工程5G视频融合项目-千里眼4K视频监控应用演示平台	候选公示		第一中标候选人: 中兴通讯 第二中标候选人: 正安维视	中国移动5G规模组网建设及应用示范工程5G视频融合项目-千里眼4K视频监控应用演示平台
2019-9-5	四川省遂宁市第一人民医院5G应急救援服务(中移全通)采购项目	在招			四川省遂宁市第一人民医院5G应急救援服务(中移全通)采购项目
2019-9-5	终端甘肃分公司iQOO Pro 5G终端采购项目	结果公示		鼎沃德通讯	终端甘肃分公司iQOO Pro 5G终端采购项目
			中国联通		
时间	采购项目	状态	金额 (亿元)	中标公司	主要采购内容
暂无					
			中国电信		
时间	采购项目	状态	金额 (亿元)	中标公司	主要采购内容
2019-9-12	5G网络方案验证与异厂商互通测试等项目-服务器租赁服务采购项目	在招			5G网络方案验证与异厂商互通测试等项目-服务器租赁服务采购项目
2019-9-12	2019年上海热线5GVR教育行业开发项目	在招			2019年上海热线5GVR教育行业开发项目
2019-9-12	中国电信重庆公司2019年5G建设机柜电源分配单元采购项目	结果公示		万马科技	中国电信重庆公司2019年5G建设机柜电源分配单元采购项目
2019-9-11	5G基站配套改造项目单一来源采购公示	结果公示		华为技术	5G基站配套改造项目单一来源采购公示
2019-9-10	2019年深圳、广州、东莞和佛山分公司5G建设项目总体设计及存量站安全评估服务	在招			2019年深圳、广州、东莞和佛山分公司5G建设项目总体设计及存量站安全评估服务

资料来源: 各运营商采购与招标网, 华西证券研究所

## 2.3. 科创板通信相关公司简介 (持续更新)

表 3 科创板通信相关公司

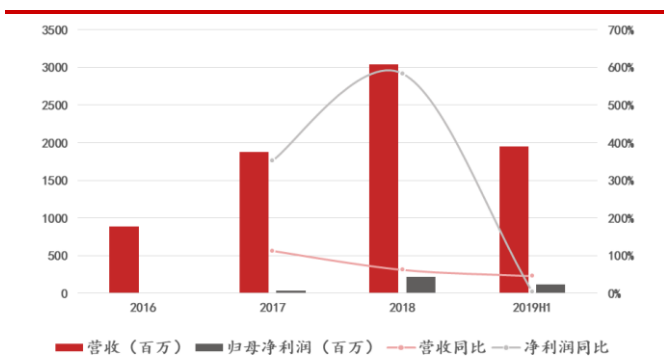
名称	审核状态	2018年营业总收入(万元)	2018年净利润(万元)	营业总收入近两年复合增长率	净利润近两年复合增长率	近三年研发费用占收比平均
传音控股	已发行	2264588.12	65380.23	39.5%	223.5%	3.1%
山石网科	已发行	56227.68	6891.17	31.2%	662.6%	31.8%
宝兰德	待上会	12237.00	5095.30	23.6%	18.6%	19.1%
华润微电子	已回复	627066.02	53758.18	19.4%	84.9%	7.5%
清溢光电	已回复(第二次)	40736.44	6265.48	13.8%	17.0%	4.5%
博拉网络	已回复(第二次)	30677.68	4294.03	38.7%	7.5%	7.3%
威胜信息	已回复(第三次)	103864.10	17707.92	23.8%	48.3%	7.7%
神工股份	已回复(第三次)	28253.57	10657.60	152.8%	215.6%	4.5%
金山办公	已回复(第四次)	112968.11	31066.66	44.3%	54.6%	37.5%
卓易科技	已回复(第四次)	17569.40	5157.78	21.1%	34.2%	10.7%
安恒信息	报送证监会	64042.08	8348.85	42.2%	941.3%	22.3%
世纪空间	报送证监会	60384.45	3909.86	45.1%	111.6%	10.2%
晶丰明源	已审核通过	76659.12	8133.11	16.2%	64.9%	7.9%
鸿泉物联	已审核通过	24790.23	5711.87	27.5%	32.9%	15.6%
映翰通	已问询	27643.32	4602.65	38.2%	43.2%	10.0%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 2.3.1. 容百科技 (688005.SH) —— 锂电正极龙头, 高镍领导者

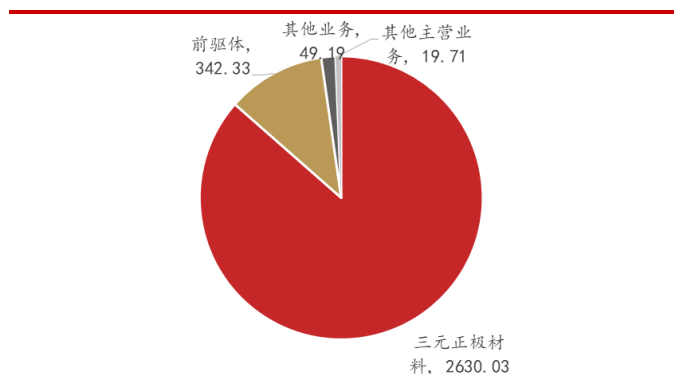
**业务介绍:** 公司是一家从事锂电池正极材料专业化研发与经营的跨国型集团公司。公司主要通过研发、制造与销售三元正极材料及其前驱体实现盈利。公司主要产品包括 NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等系列三元正极材料及其前驱体, 产品应用于该等客户前沿的高能量密度电池中, 并主要用于新能源汽车、储能设备和电子产品等下游领域。公司三元正极材料产能处于国内第一梯队, 主要客户包括宁德时代、比亚迪、LG 化学、天津力神、孚能科技、比克动力等国内外知名大型锂电池厂商。公司具有国际领先的核心技术, 是国内最早推出单晶 NCM523、单晶 NCM622 的正极材料厂商之一, 以及首家高镍 NCM811 大规模量产企业。公司的高镍产品率先通过国内外多家主流锂电池厂商的认证程序, 在行业内形成了明显的先发优势和良好的市场口碑。

图 1 公司营收及归母净利润情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 公司 2018 年分业务营收情况 (百万元)

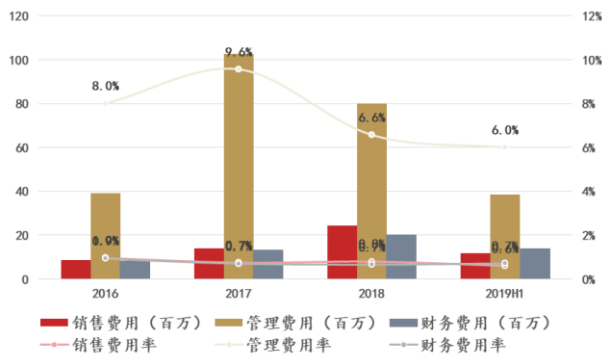


资料来源: wind, 华西证券研究所

2019 年上半年, 公司实现营业收入 194,855.87 万元, 同比增加 45.12%, 扣除非经常性损益后的净利润为 102,72.34 万元, 同比下降 3.09%。报告期内受原材料价格下降, 外购前驱体增加等因素影响, 毛利率同比出现下降, 但公司二季度加强了

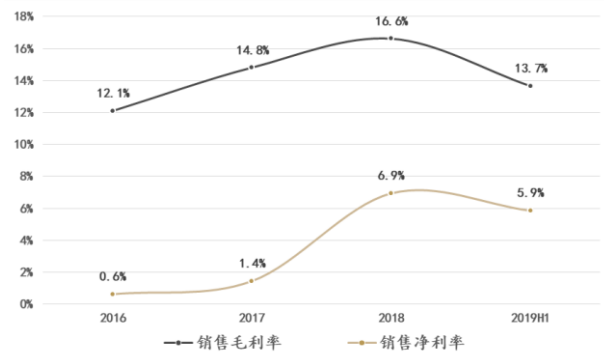
供应链管控，情况有所改善。预计下半年主要原材料价格下降幅度趋缓，同时公司会加大自制前驱体的应用，毛利率环比将进一步向好。

图3 公司三费情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图4 公司毛利率情况



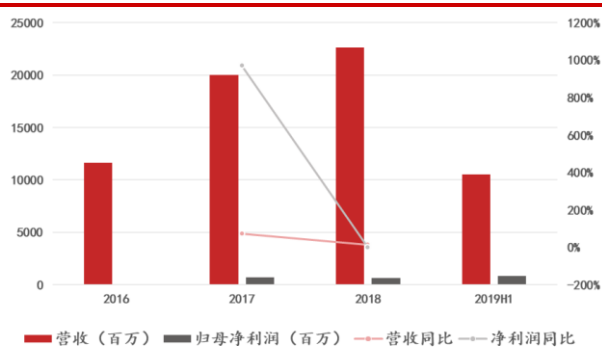
资料来源：wind，华西证券研究所

**公司重视自主研发、核心技术驱动业务发展。**公司自2014年设立以来通过收购整合形成产业化平台后，较快地建立了现代化的自主研发体系。在此基础上，公司以高镍及单晶三元正极材料作为主要研发方向，组织人力、财力、物力不断进行技术攻关，最终形成了前驱体共沉淀技术、正极材料掺杂技术、正极材料气氛烧结技术等多项核心技术。2019年上半年公司研发投入7841.83万元，同比增长43.4%。公司申请专利10项，其中发明专利8项。公司获得授权专利60项，受理专利37项，公司将继续强大技术研发实力，夯实在行业的技术领导者地位。

### 2.3.2. 传音控股（688036.SH）——“非洲手机之王”

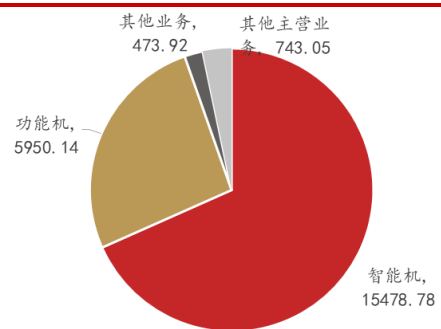
**业务介绍：**公司是一家以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产及品牌运营的高新技术企业，业务集中在非洲、南亚、东南亚等新兴市场国家。同时实施多元化战略，开发了数码配件、家用电器以及移动互联网服务。主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌手机，另创立数码配件品牌Oraimo，家用电器品牌Syinix及售后服务品牌Caricare，自主研发HIOS、itelOS、和XOS等智能终端操作系统。针对特定市场需求，完成了切合当地市场的研发成果，包括黑人肤色摄像技术、防汗液USB端口等。2018年手机出货量全球市场占有率7.04%，排名第四；非洲市占率48.71%，排名第一；印度市占率6.72%，排名第四。

图5 公司营收及归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

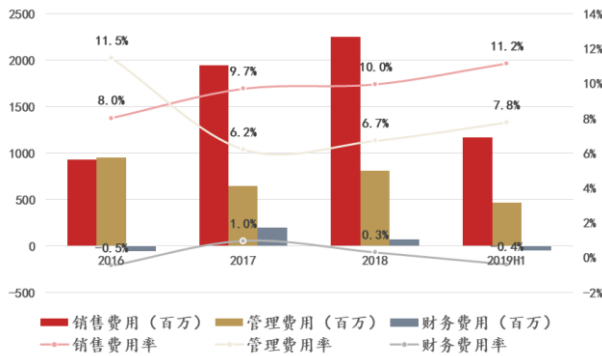
图6 公司2018年分业务营收情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

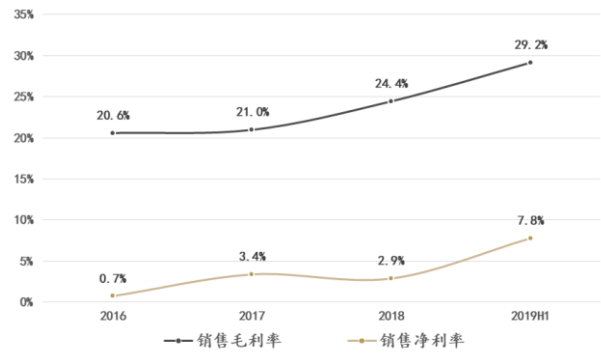
2019年上半年，公司实现营业收入1,050,416.88万元，归属于母公司股东的净利润81,789.99万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润68,987.43万元。公司上半年经营情况与经营业绩良好，资产及负债规模整体保持稳定。公司经营模式、主要原材料采购规模及采购价格、主要产品生产销售规模及销售价格、主要客户及供应商构成、税收政策以及其他可能影响投资者判断的重大事项均未发生重大变化。

图7 公司三费情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图8 公司毛利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

秉承“为全球新兴市场国家提供当地消费者最喜爱的智能终端和移动互联网服务”的经营理念，公司自设立以来一直致力于为全球新兴市场用户提供优质的以手机为核心的多品牌智能终端，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，为用户提供移动互联网服务。2018年公司手机出货量1.24亿部，根据IDC统计数据，全球市场占有率达7.04%，排名第四；印度市场占有率达6.72%，排名第四；非洲市场占有率高达48.71%，排名第一。公司凭借在非洲市场远高于其他手机厂商的市场占有率和广泛的品牌影响力，在业界被称为“非洲之王”。

同时，公司深度洞察当地消费者需求，开展本地化的创新产品研发。公司持续多年进行高额研发投入，目前已在拍照、深肤色人脸识别、本地化场景等领域通过针对用户习惯和偏好，开发了人脸特征点检测、自动场景识别等多项技术。

### 3. 本周研究专题：华为发债点评

#### 3.1. 华为：聚焦 ICT 基础设施和智能终端，股权激励奋斗者，“全内生”管理团队，权益分散决策集中

**聚焦 ICT 基础设施和智能终端，使能社会数字化、智能化进程：**公司坚持聚焦 ICT 基础设施和智能终端，致力于打造智能社会的“端、管、云”技术架构。

**华为拥有全球通信业界完整的、端到端的产品线和融合解决方案；**在基础研究、专利规模、底层技术支持、5G 技术及标准制定等方面构建了显著的竞争壁垒和规模优势。

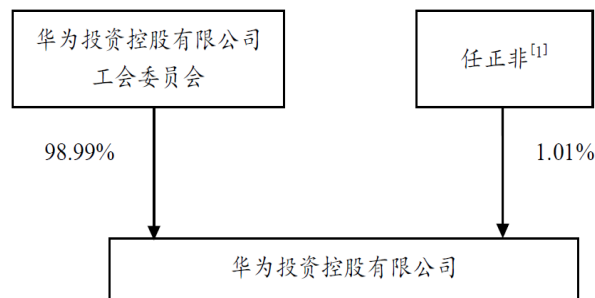
图 9 华为业务架构 “ICT 基础设施和智能终端”



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**充分股权激励，轮值高管维持公司长期活力：**华为是一家 100%由员工持股民营企业，公司员工数 18.8 万人，其中参与员工持股计划参与人数为 9.7 万人，持股员工通过选举产生 115 名持股员工代表和 18 名候补持股员工代表，通过轮值董事长和 CEO 制度完成公司管理职能。

图 10 华为股权架构



[1]任正非作为公司个人股东持有公司股份

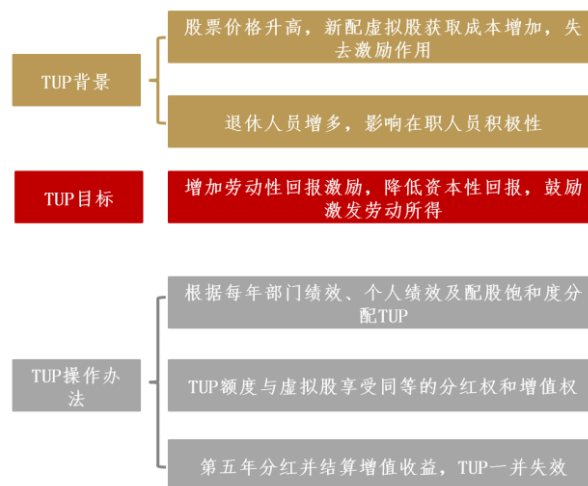
资料来源：公司公告，华西证券研究所

同时也更好地解决了工作 5 年之内新员工激励不足的问题，当员工干满 2-3 年，翅膀硬了想离职的时候，却因为机会成本过高而选择放弃离职继续干下去。

同时，由于 TUP 占用了部分可分配利润，原来虚拟受限股的分红比重会下降，必然对老员工带来冲击。不过真正优秀老员工的原虚拟受限股拥有量很大，而且 TUP 的授予会补充一部分收益进来。只有那些无法继续成长的老员工，才会感受到长期收入减少的压力。



图 11 华为 TUP 概况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**充分股权激励，轮值高管维持公司长期活力：**华为是一家 100% 由员工持股民营企业，公司员工数 18.8 万人，其中参与员工持股计划参与人数为 9.7 万人，持股员工通过选举产生 115 名持股员工代表和 18 名候补持股员工代表，通过轮值董事长和 CEO 制度完成公司管理职能。

**“全内生”管理团队，高管在华为公司平均从业时间超过 20 年：**从任职年限上看，董事会目前 17 名成员华为任职的时间至少已在 20 年以上。

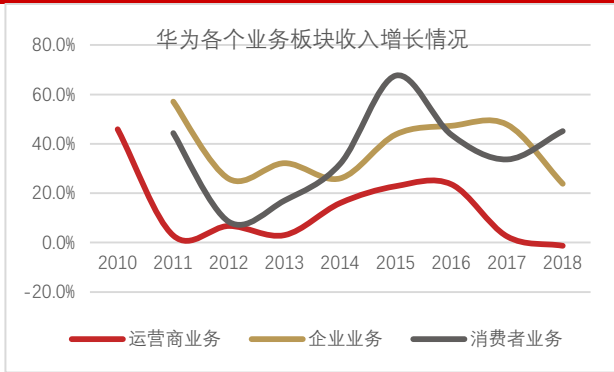
另外，华为董事会的常务委员会中，包括郭平、徐直军、胡厚崑、孟晚舟、丁耘、余承东、汪涛七人。这七人可以就董事会授权的重大事项进行决策并监督执行，可以说是整个华为的重要决策中心。

### 3.2. 报表分析：

#### 3.2.1. 消费者业务对冲运营商业务下滑，美国制裁下国内 5G 成为关键

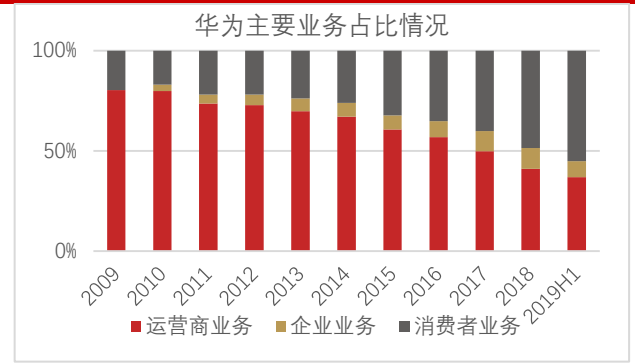
**消费者业务对冲运营商业务下滑，成为收入及利润重要增长点：**2019 年 H1 华为消费者业务占收比首次超过 50% 以上，运营商业务占比持续降低，2019 年 H1 占比已不足 40%。

图 12 消费者业务持续维持高增长



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 消费者业务占比不断提升

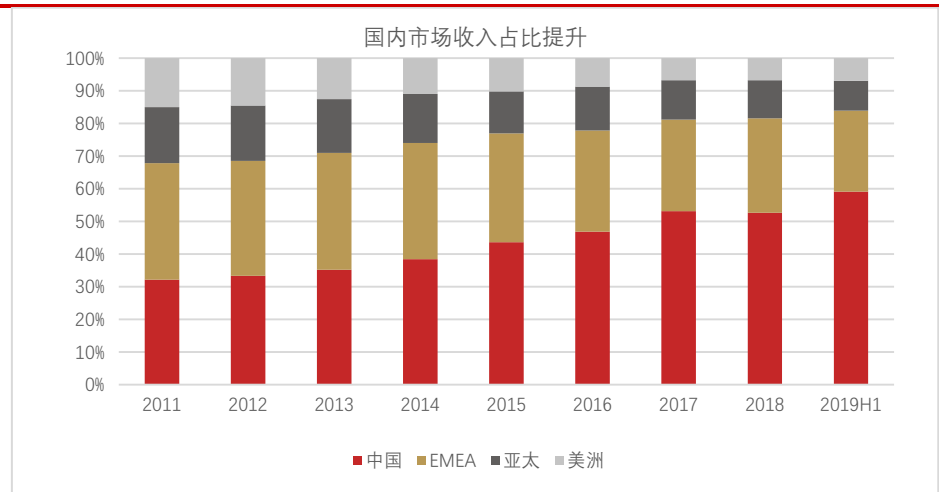


资料来源：公司公告，华西证券研究所

**美国制裁下，海外消费者业务有下滑风险，影响公司整体收入及利润：**2019 年 5 月份美国商务部虽然授予华为三个月的延期令，允许其采取必要的行动，“来为 2019 年 5 月 16 日或之前向公众提供的现有华为手机提供服务和支持，包括软件更新或补丁。”但目前延期令只适用于此前推出的手机，对于未来新上市的手机将不能搭载谷歌旗下的应用和服务。

我们判断，目前公司海外手机终端业务受到美国制裁影响，新款终端海外销量预计将会受到较大影响，按照终端业务收入占海外业务收入占比 40% 计算，假设欧洲及亚太地区手机终端销量急剧萎缩情况下，预计影响公司未来一年收入 1000 亿人民币左右，国内手机市场份额及 5G 基站建设成为公司业务发展的关键。

图 14 华为收入份额（按地区分）

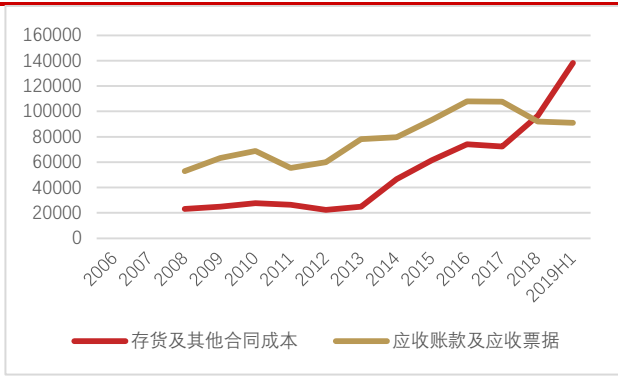


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2.2. 关键原材料备货因素导致公司库存增加，应收账款回收、金融资产出售、长短债等综合措施补充现金流，供应商回款风险较低

**关键原材料备货因素导致公司库存增加：**公司持续高于收入增速大幅攀升，从存货结构情况看，公司主要原材料存货、库存商品存货，其中原材料存货增速高达 60%+，我们判断受到 5G 建设及美国制裁等多重因素影响，公司加大关键原材料存货，存货周转天数由将近 80 天上升到 102 天，有效降低制裁风险。

图 15 应收账款及存货情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

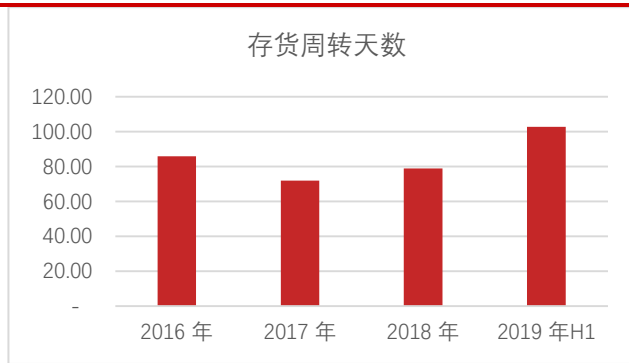
图 16 公司存货明细

单位: 万元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
原材料	1,764,186	2,009,083	3,672,952
在产品	1,127,812	1,093,304	1,721,196
库存商品	2,076,185	1,992,313	3,005,628
发出商品	2,652,840	2,386,074	1,206,748
合同成本	-	-	204,435
其他	301,158	391,466	428,339
小计	7,922,181	7,872,240	10,239,298

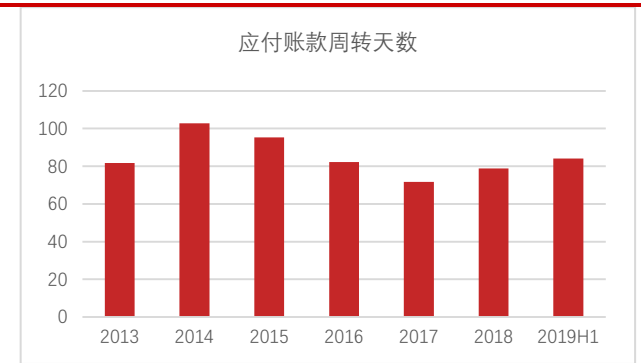
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 存货周转天数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 应付账款周转天数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据募集说明书显示，截至 2019 年 6 月底，华为在建工程达 5 项，包括总投资 79 亿元的贵安华为云数据中心项目、总投资 46.6 亿元的华为岗头人才公寓项目、总投资 38 亿元的苏州研发项目、总投资 30 亿元的华为松山湖终端项目二期以及总投资 19 亿元的松山湖华为培训学院；

应付账款回收、金融资产出售、长短债等综合措施补充现金流，应付账款周转天数略有提升，但提升幅度可控；2019 年 H1 应收账款加速周转总体降低 10 亿，金融资产出售变现 126 亿、短债增加 120 亿、长债增加 80 亿，虽然公司应付账款天数略有增加，但是供应商回款总体风险可控。

### 3.3. 投资方向：数据中心仍在追赶第一梯队，持续投入光电子技术研发

根据募集说明书显示，截至 2019 年 6 月底，华为在建工程达 5 项，包括总投资 79 亿元的贵安华为云数据中心项目、总投资 46.6 亿元的华为岗头人才公寓项目、总投资 38 亿元的苏州研发项目、总投资 30 亿元的华为松山湖终端项目二期以及总投资 19 亿元的松山湖华为培训学院；

拟建项目上海青浦研发、武汉海思工厂（海思无尘实验室及办公配套设施），总投资分别为 109.85 亿元和 18 亿元。

数据中心仍在追赶第一梯队：目前国内数据中心市场阿里（32 座超大数据中心）及腾讯（32 座数据中心）稳居第一梯队，华为目前包括在建数据中心一共 21 座，其中 2019 年新建贵州、上海数据中心，仍在加速追赶第一梯队。

图 19 阿里数据中心分布



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 20 腾讯数据中心分布



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 21 华为数据中心分布



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司持续加大光通信关键元器件投资领域，提升自主芯片国产替代：光器件及芯片是光通信企业最核心的技术竞争力，尤其以光通信芯片为最。而我国光器件及芯片企业整体实力较弱，产品主要集中在中低端领域，芯片层面仍然主要依赖国外芯片厂商。公司高额投入光芯片，有助于推动自主芯片研发。

#### 4. 上周行情回顾

纵观一周走势，上证综指 5 日累计上涨 1.05%，深证成指 5 日累计上涨 0.98%，创业板指 5 日累计上涨 1.08%。

TMT 板块本周走势较强，电子元器件板块上涨 1.97%，通信板块上涨 3.10%，计算机板块上涨 2.63%，传媒板块上涨 2.40%。

表 4 TMT 行业板块走势

名称	5 日涨跌幅	60 日涨跌幅	年初至今	市盈率 TTM
电子元器件(中信)	2.0%	24.3%	56.7%	40.42
通信(中信)	3.1%	13.4%	34.4%	34.66
计算机(中信)	2.6%	18.1%	51.4%	52.32
传媒(中信)	2.4%	11.1%	15.8%	28.11

资料来源: wind, 华西证券研究所

TMT 板块估值整体低于我们的估值中枢(七年平均水平)。通信板块、计算机板块、传媒板块和科技(组合)分别低于平均估值 9.23、1.16、12.34、6.20。此外,电子元器件板块、沪深 300 分别高于平均估值 0.62、0.57。

表 5 TMT 板块历史估值

时间	市盈率(历史 TTM_整体法) [剔除规则] 剔除负值					
	CS 电子元器件	CS 通信	CS 计算机	CS 传媒	CS 科技(组合)	沪深 300
2012 年	29.67	35.57	26.66	26.55	30.54	10.50
2013 年	41.52	36.31	41.71	44.67	42.91	8.65
2014 年	41.44	47.32	62.02	47.78	54.85	12.75
2015 年	57.57	64.59	114.69	68.68	79.50	13.03
2016 年	45.79	47.09	44.12	44.79	48.24	12.32
2017 年	40.36	51.92	49.82	31.80	46.22	14.07
2018 年	22.25	24.44	35.35	18.85	27.35	10.09
7 年平均值	39.80	43.89	53.48	40.45	47.09	11.63
2019/9/12	40.42	34.66	52.32	28.11	40.89	12.20
目前估值与平均值差值	0.62	(9.23)	(1.16)	(12.34)	(6.20)	0.57

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 5.相关概念板块及通信个股走势

在本周, TMT 概念板整体涨幅偏多, 无概念板块下跌, 27 个概念板块上涨, 1 个板块持平。移动互联网入口板块持平。网络安全指数涨幅最大, 上涨 5.50%。第三方支付指数、智能交通指数、智能 IC 卡指数、大数据指数涨幅分别为 5.49%、5.39%、5.04%、4.79%。

表 6 相关概念板块涨跌幅

涨幅前五			跌幅前五		
证券代码	板块简称	周涨幅 (%)	证券代码	板块简称	周涨幅 (%)
884133.WI	网络安全指数	5.50	884147.WI	移动互联网入口指数	0.00
884146.WI	第三方支付指数	5.49	884169.WI	去 IOE 指数	1.37
884093.WI	智能交通指数	5.39	884119.WI	3D 打印指数	1.40
884123.WI	智能 IC 卡指数	5.04	884153.WI	智能家居指数	2.29
884131.WI	大数据指数	4.79	884208.WI	量子通信指数	2.39

资料来源: wind, 华西证券研究所

上周通信板块上涨 3.10%，同期沪深 300 指数上涨 0.60%，创业板指数上涨 1.08%。

通信板块中，140 家公司有不同程度的上涨，海联金汇本周上涨 27.69%，涨幅最高。

33 家公司有不同程度的下跌，深南股份本周下跌 8.76%，跌幅最大；新易盛、中际旭创、新雷能、中国软件本周有一定的下跌，跌幅分别为 6.36%、5.63%、5.61%、3.60%。

表 7 通信板个股涨跌幅

涨幅前十			跌幅前十		
证券代码	板块简称	周涨幅 (%)	证券代码	板块简称	周涨幅 (%)
002537.SZ	海联金汇	27.69	002417.SZ	深南股份	-8.76
603322.SH	超讯通信	24.51	300502.SZ	新易盛	-6.36
002017.SZ	东信和平	12.99	300308.SZ	中际旭创	-5.63
600640.SH	号百控股	12.89	300593.SZ	新雷能	-5.61
603133.SH	碳元科技	12.73	600536.SH	中国软件	-3.60
002313.SZ	日海通讯	12.70	300136.SZ	信维通信	-3.48
300081.SZ	恒信东方	12.57	300590.SZ	移为通信	-3.13
300578.SZ	会畅通讯	12.49	300394.SZ	天孚通信	-2.87
300264.SZ	佳创视讯	12.38	300602.SZ	飞荣达	-2.61
600289.SH	*ST 信通	11.63	000070.SZ	特发信息	-2.54

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 8 通信板资金流入情况

代码	名称	周涨跌幅 (%)	周成交量 (万元)	连涨天数	周主力净流入额 (万元)
000063.SZ	中兴通讯	6.72	811,664,185	1	290515.49
000100.SZ	TCL 集团	8.77	1,980,301,056	0	225570.66
002017.SZ	东信和平	12.99	359,626,605	1	154398.51
002123.SZ	梦网集团	9.85	183,586,907	1	88815.32
002537.SZ	海联金汇	27.69	218,697,868	4	82261.04
002194.SZ	*ST 凡谷	4.94	115,362,472	1	70989.66
600640.SH	号百控股	12.89	120,557,900	0	44035.83
300134.SZ	大富科技	10.14	194,156,864	0	38043.65
600804.SH	鹏博士	10.10	265,085,107	1	35007.79
300017.SZ	网宿科技	9.07	615,358,269	1	34966.73

资料来源: wind, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。