

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

研究助理: 朱宇澍

zhuys@ccnew.com 021-50586328

主设备商龙头核心优势仍在, 静待定增落地与业绩继续回暖

——中兴通讯(000063)首次覆盖报告

证券研究报告-首次覆盖报告

增持(首次)
市场数据(2019-12-18)

发布日期: 2019年12月18日

收盘价(元)	34.25
一年内最高/最低(元)	38.50/18.24
沪深300指数	4032.78
市净率(倍)	6.32
流通市值(亿元)	1,187.94

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	6.57
每股经营现金流(元)	0.69
毛利率(%)	38.37
净资产收益率-摊薄(%)	12.17
资产负债率(%)	74.70
总股本/流通股(万股)	422595.87/346740.21
B股/H股(万股)	0/75550.25

个股相对沪深300指数表现


资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《中兴通讯(000063)中报点评: 业绩符合预期, 积极参与5G标准制定》 2017-09-15
- 2 《中兴通讯(000063)公司点评报告: 快报符合预期, 海外并购顺利交割》 2017-08-04

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **摆脱制裁影响, 前三季度业绩有所好转但低于预期:** 2019年前三季度, 公司实现营收642.41亿元, 同比上涨9.32%; 实现扣非后归母净利润7.1亿元, 同比扭亏为盈, 增长131.44%。第三季度营收196.3亿元, 同比微增1.55%; 扣非后归母净利润0.98亿元, 同比下降18.61%, 主要是由于本期应收账款坏账准备增加、存货跌价准备增加, 计提了较多的信用减值损失和资产减值损失所致。公司18年受美国制裁事件影响, 当年营收利润大幅下滑, 19年业绩同比上升在预期内, 因为去年基数过小。但19年前三季度营收同比增速有限, 预计全年营收小于17年, 主要原因是目前4G网络处于扩容尾声期, 运营商业务承压, 同时5G仍处于商用初期, 相关订单较少, 总体业绩还未放量。
- **研发投入维持在高位, 销售费用管控效果显著:** 公司19年前三季度研发费用93.59亿元, 同比增长9.8%, 研发占营收比为14.6%, 较18年上升1.8个百分点。前三季度销售费用率为8.9%, 较18年下降了1.7个百分点, 且三季度销售费用率环比下降, 费用管控效果显著。管理费用率前三季度为5.5%, 较18年上升1.2%, 但三季度管理费用率有所降低, 为5.0%。公司19年前三季度毛利率为38.4%, 较18年提升5.5个百分点, 为近5年来最高水平。
- **具备5G核心技术优势, 定增获批:** OVUM 2018报告称, 在Massive MIMO、5G系列化基站、5G承载、回传\前传、5G核心网和终端等5G六大产品系列中, 中兴通讯是全球仅有的能提供完整5G端到端解决方案的两大厂商之一(另为华为)。截至9月底, 公司在全球获得了超35个5G商用合同, 与全球60多家运营商展开5G深度合作。公司的5G NSA&SA双模基站全面支持运营商网络架构灵活选择及平滑演进, 在当下的5G建网环境中具备优势。此外, 公司定增预案获得证监会批准, 募集资金总额不超过130亿元, 主要将用于“面向5G网络演进的技术研究和产品开发项目”和“补充流动资金”, 前者包括蜂窝移动通讯网络、核心网、传输与承载网、固网宽带、大数据与网络智能等技术和产品开发。此次定增获批, 将大幅提升公司在5G上的研发投入, 巩固公司核心竞争力。
- **5G进入规模建设期, 主设备在5G产业链中具备较强的议价能力:** 2019年底, 5G进入规模建设期, 运营商已陆续开启5G设备相关集采, 包括中国移动的高端路由器和高端交换机集采、NFV设备集采, 中国电信的100G DWDM/OTN集采等, 中兴均获得了可观报价。在国产化大背景下, 公司在国内市占率有望进一步提升。由于国内通信主设备市场集中度高, 主要为华为、中兴、烽火, 在整个产业链中主设备商有较

强话语权，上游可选择供应商较多，议价能力强。

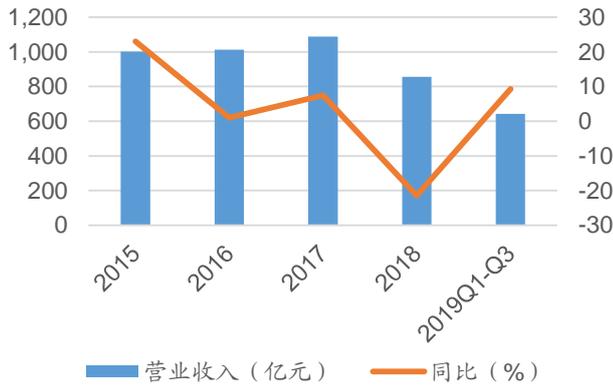
- **NFV/SDN 业务成为新增长点，5G 成为 NFV 新驱动力：**与以往 2G、3G、4G 运营商建网主要满足消费者的通话及上网需求不同，5G 将会使运营商参与到更多的商业模式，比如垂直行业、物联网、车联网。但如果 5G 时代运营商仍旧为通讯而建专用平台就难以满足各行业灵活多变的业务需求，这就需要运营商运用 NFV/SDN 对网络进行虚拟化，NFV/SDN 发展将促进主设备的软硬件解耦。NFV/SDN 在 5G 时代已由一个可选项变成了必须项。所以，对于系统设备商来说，NFV/SDN 业务是一个业绩变现较为确定的发展机遇。中国移动于 10 月 9 日开启了 NFV 网络一期工程设备集采，共耗资约 34.5 亿元，其中，中兴获 6.14 亿含税报价。此外，中兴通讯还独家中标了中国移动 NFV 彩信中心设备集采。
- **首次给予公司增持投资评级：**基于公司前三季度业绩表现，我们认为公司 5G 相关业绩还未放量，结合公司的 A 股主设备商龙头优势，5G 建网的国产化环境，以及 NFV/SDN 的市场空间，预测公司 19-21 年净利润为 50.4 亿元、61.9 亿元和 81.2 亿元，EPS 为 1.19 元、1.46 元和 1.92 元，对应 P/E 为 28.7X，23.4X 和 17.8X，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：5G 组网建设不及预期；NFV/SDN 市场发展不及预期；技术研发进展不及预期；国际经济政治环境风险；汇率风险等。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	108,815	85,513	95,232	113,953	131,459
增长比率(%)	7.5	-21.4	11.4	19.7	15.4
净利润(百万元)	4,568	-6,984	5,043	6,188	8,116
增长比率(%)	-293.8	-252.9	172.2	22.7	31.1
每股收益(元)	1.08	-1.65	1.19	1.46	1.92
市盈率(倍)	31.7	-20.7	28.7	23.4	17.8

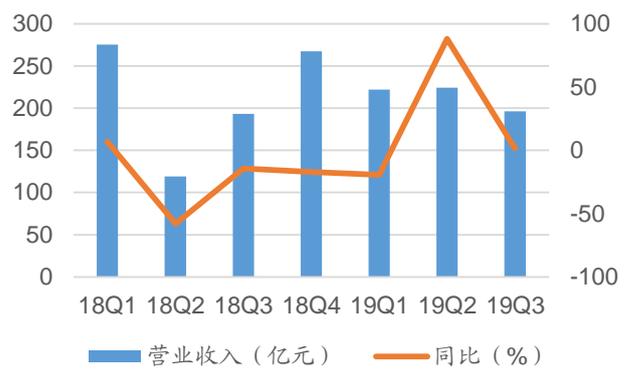
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司前三季度同比增长 9.32%



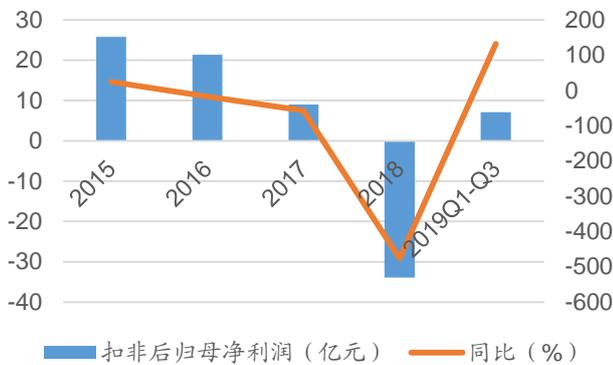
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司三季度收入环比下滑, 同比微增 1.55%



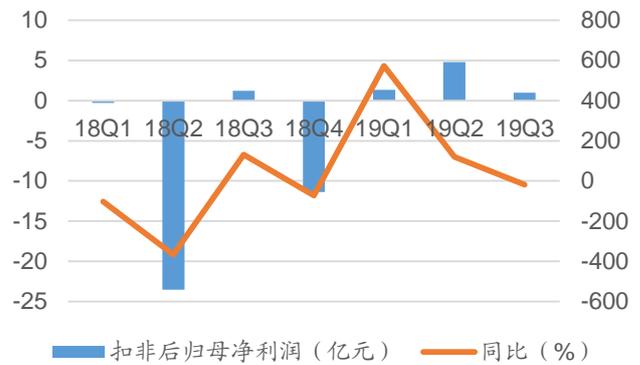
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司前三季度扣非后归母净利润同比扭亏为盈



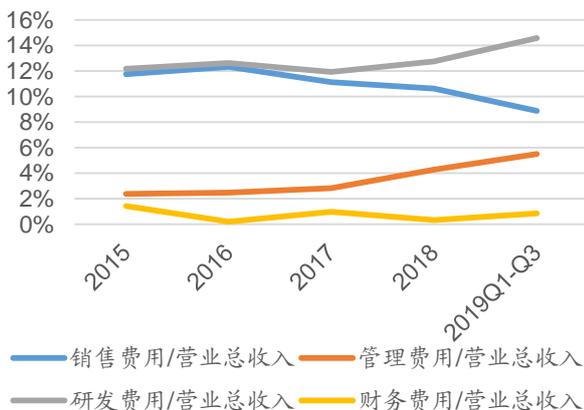
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司三季度扣非后归母净利润同比下降 18.61%



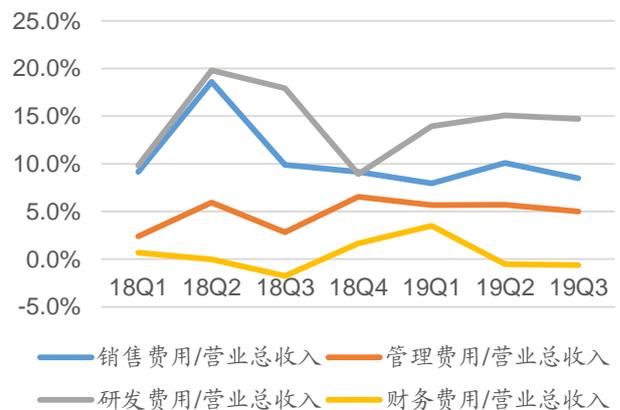
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 公司前三季度管理和研发费用率同比上升



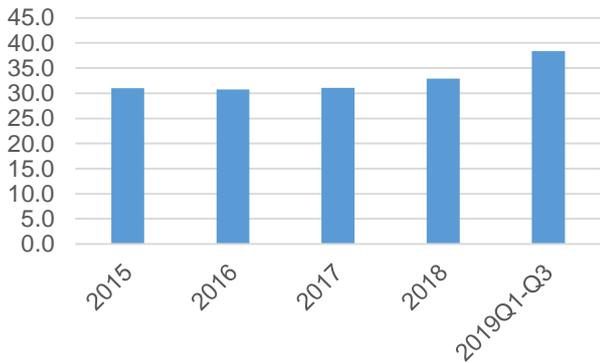
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 公司三季度研发费率维持在高位, 销售管理费率下滑



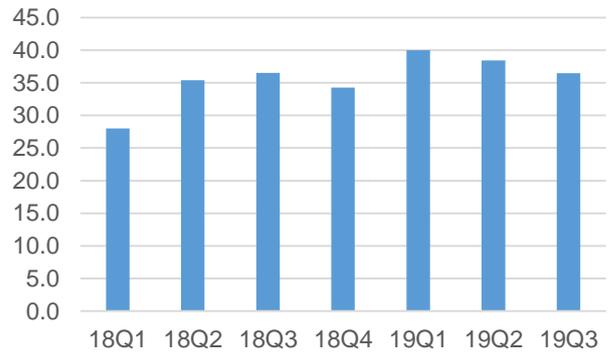
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 公司前三季度毛利率较 18 年明显上升



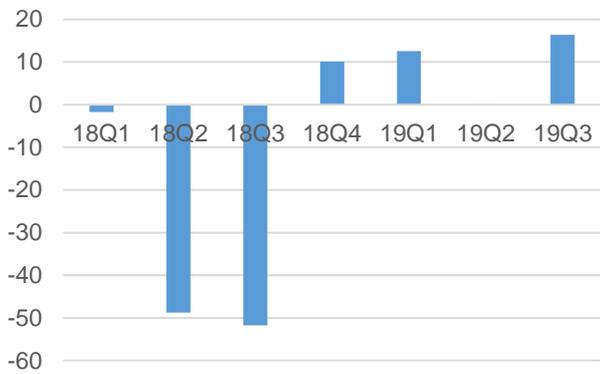
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 公司三季度毛利率同比持平, 环比下滑



资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 公司三季度经营性现金流持续扩张



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	108231	92848	115461	123063	147892
现金	33408	24290	29835	31962	41544
应收票据及应收账款	26398	21592	31853	32098	41677
其他应收款	3630	2005	4270	3238	5424
预付账款	592	615	729	880	976
存货	26234	25011	29440	35550	38937
其他流动资产	17969	19334	19334	19334	19334
非流动资产	35732	36503	34482	32951	30999
长期投资	3961	3015	1866	649	-646
固定资产	8694	8898	8896	9461	9729
无形资产	6644	11291	10541	9671	8765
其他非流动资产	16433	13299	13179	13170	13152
资产总计	143962	129351	149943	156013	178891
流动负债	87595	89377	105822	106871	122281
短期借款	14719	23740	23740	23740	23740
应付票据及应付账款	34463	27443	38336	40174	49809
其他流动负债	38413	38194	43746	42957	48733
非流动负债	10987	7013	6293	5752	5153
长期借款	3002	2367	1647	1105	506
其他非流动负债	7985	4647	4647	4647	4647
负债合计	98582	96390	112115	112623	127433
少数股东权益	4412	3811	3601	3240	3257
股本	4193	4193	4227	4227	4227
资本公积	11305	11444	11444	11444	11444
留存收益	16873	9308	13750	19459	27387
归属母公司股东权益	40968	29150	34227	40151	48200
负债和股东权益	143962	129351	149943	156013	178891

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7220	-9215	8513	5002	12176
净利润	5386	-6949	4833	5827	8133
折旧摊销	2603	2507	3297	3743	4276
财务费用	1043	281	1289	1046	673
投资损失	-2540	-294	-1293	-1442	-1392
营运资金变动	-3405	-9792	147	-4425	162
其他经营现金流	4132	5032	239	253	324
投资活动现金流	-4935	-966	-222	-1023	-1257
资本支出	5984	4882	-872	-315	-656
长期投资	-822	311	1150	1351	1296
其他投资现金流	227	4227	56	14	-617
筹资活动现金流	-1760	888	-2745	-1852	-1338
短期借款	-413	9021	0	0	0
长期借款	-2016	-636	-720	-542	-599
普通股增加	8	0	34	0	0
资本公积增加	571	140	0	0	0
其他筹资现金流	91	-7637	-2060	-1310	-739
现金净增加额	59	-8975	5545	2127	9582

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	108815	85513	95232	113953	131459
营业成本	75006	57368	60957	72754	83386
营业税金及附加	942	638	898	972	1120
营业费用	12104	9084	8476	10142	11700
管理费用	3057	3651	5238	5698	6573
研发费用	0	10906	13904	17093	18404
财务费用	1043	281	1289	1046	673
资产减值损失	2534	2077	0	0	0
其他收益	3019	2081	0	0	0
公允价值变动收益	58	-861	-239	-253	-324
投资净收益	2540	294	1293	1442	1392
资产处置收益	-31	19	0	0	0
营业利润	6753	-612	5525	7438	10673
营业外收入	159	143	2277	1735	1078
营业外支出	193	6881	3457	4207	3684
利润总额	6719	-7350	4344	4966	8066
所得税	1333	-401	-489	-861	-67
净利润	5386	-6949	4833	5827	8133
少数股东损益	317	-383	-210	-361	17
归属母公司净利润	4568	-6984	5043	6188	8116
EBITDA	9410	-3977	8334	9266	12706
EPS (元)	1.08	-1.65	1.19	1.46	1.92

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	7.5	-21.4	11.4	19.7	15.4
营业利润 (%)	479.4	-109.1	1002.8	34.6	43.5
归属母公司净利润 (%)	-293.8	-252.9	-172.2	22.7	31.1
获利能力					
毛利率 (%)	31.1	32.9	36.0	36.2	36.6
净利率 (%)	4.2	-8.2	5.3	5.4	6.2
ROE (%)	11.9	-21.1	12.8	13.4	15.8
ROIC	7.8	-10.1	8.7	9.3	11.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.5	74.5	74.8	72.2	71.2
净负债比率 (%)	-9.3	22.9	1.4	-5.0	-24.0
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.0	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.08	-1.65	1.19	1.46	1.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.71	-2.18	2.01	1.18	2.88
每股净资产 (最新摊薄)	7.49	5.42	6.61	8.01	9.92
估值比率					
P/E	31.7	-20.7	28.7	23.4	17.8
P/B	4.6	6.3	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	15.4	-38.9	17.7	15.6	10.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。