

2020年03月29日

运营商业务好转，关注公司长期盈利能力

中兴通讯(000063)

1. 事件：归母净利润略超预期，扣非净利较低：2019年公司营业收入907.4亿元，同比增长6.1%，归母净利润51.5亿元，其中扣非净利润4.847亿元。

导致公司扣非净利润较低的主要原因有1)公司土地使用权确认收益26.6亿元左右2)其他符合非经常性损益27亿元。

2. 收入及毛利分析及判断

1)运营商业务：基本恢复增长，中国、欧洲、非洲等地区增长较快，关注疫情对公司欧洲等海外业务带来的负面影响。

2)消费者业务：中国及欧洲地区消费者业务大幅下滑，预计短期较难恢复。

3)政企业务方面：分地区看公司政企业务基本稳定，海内外业务不太受外部因素干扰，我们判断公司政企业务收入及毛利未来仍然维持平稳。

4)4G扩容、重耕带动公司国内业务毛利提升，5G初期由于产品成熟度较低，仍需持续跟踪公司自研芯片对公司国内5G业务带来的毛利改善情况。

5)聚焦成为公司未来一段时间发展的关键词，海外扩张预计将持续收敛。

3. 高强度研发投入持续大比例资本化，销售费用短期降低，管理费用维持高位。

4. 原材料库存较为充足，应收账款加速周转，现金流改善较为明显。

5. 投资建议：考虑到2020年国内5G基站建设规模超此前预期同时预计疫情影响海外业务，2020-2021年业绩预期由58亿元、73亿元调整到60.2亿元、71.4亿元，对应现价PE 33x、28x。业绩兑现阶段，公司估值回归到合理水平，维持“中性”评级。

6. 风险提示：1)受疫情因素影响公司关键元器件运输及产能供应不足2)海外市场疫情持续，公司海外客户需求放缓。

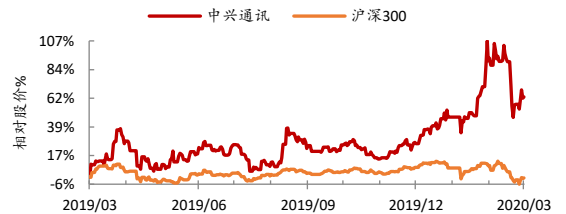
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	100,125	111,953	128,746
YoY (%)	-21.4%	6.1%	10.3%	11.8%	15.0%
归母净利润(百万元)	-6,567	5,496	6,017	7,139	8,563
YoY (%)	-229.5%	183.7%	9.5%	18.6%	20.0%
毛利率 (%)	32.9%	37.2%	34.0%	35.5%	35.5%
每股收益(元)	-1.42	1.19	1.30	1.55	1.86
ROE	-22.5%	15.7%	14.5%	14.7%	15.0%
市盈率	-30.47	36.41	33.26	28.03	23.37

资料来源：wind，华西证券

评级及分析师信息

评级：	中性
上次评级：	中性
目标价格：	
最新收盘价：	43.39
股票代码：	000063
52周最高价/最低价：	55.11/27.9
总市值(亿)	2,001.15
自由流通市值(亿)	1,507.76
自由流通股数(百万)	3,474.91



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

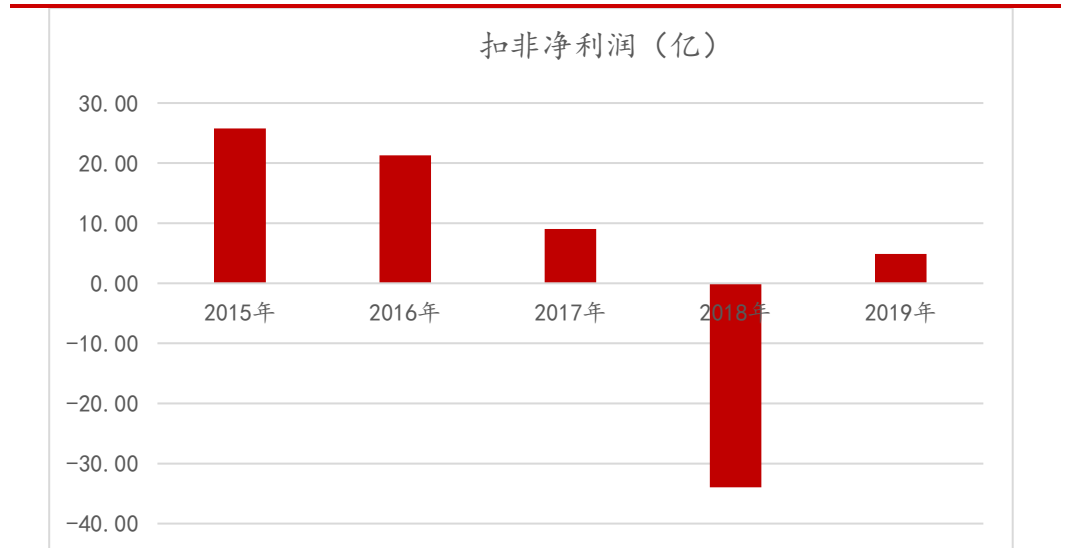
SAC NO: S1120519080003

联系电话：18801341997

1. 事件：归母净利略超预期，扣非净利较低

2019 年公司营业收入 907.4 亿元，同比增长 6.1%，归母净利润 51.5 亿元，其中扣非净利润 4.847 亿元。

图 1 公司扣非净利润



资料来源：工信部，华西证券研究所

导致公司扣非净利润较低的主要原因有 1) 2019 年公司出租其持有的深圳湾超级总部基地土地使用权，确认收益 26.6 亿左右 2) 其他符合非经常性损益定义的损益项目 27 亿（注：该项目从 2017 年开始每年给公司贡献利润 20 多亿，其中 2017 年 21.7 亿、2018 年 25 亿）。

2. 国内 4G 扩容重耕及海外拉动运营商业好转，消费者业务短期难改下滑局面，政企业务平稳发展

运营商业务：基本恢复增长，中国、欧洲、非洲等地区增长较快，关注疫情对公司欧洲等海外业务带来的负面影响：运营商业务中，中国收入 472 亿同比增长 15%，除中国外亚洲业务 103 亿同比增长 11%，欧洲及大洋洲收入 51.6 亿同比增长 24%，非洲收入 38 亿同比增长 52%。

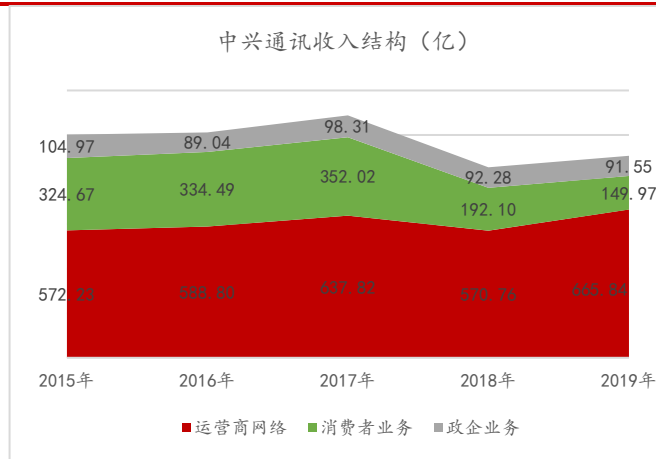
我们认为 2020 年随着国内 5G 规模部署公司国内业务收入预计仍将有超过两位数以上提升，但是由于新冠疫情影响，预计欧洲等海外运营商业务会受到负面影响。

消费者业务：中国及欧洲地区消费者业务大幅下滑，预计短期较难恢复：2019 年非洲地区业务收入大幅增长但是基数过小，除中国外亚洲地区收入平稳，中国及欧洲地区受到终端渠道收缩影响，公司销售者业务持续下滑。

我们认为从公司销售费用投入及销售人员数量看，预计消费者业务短期较难恢复。

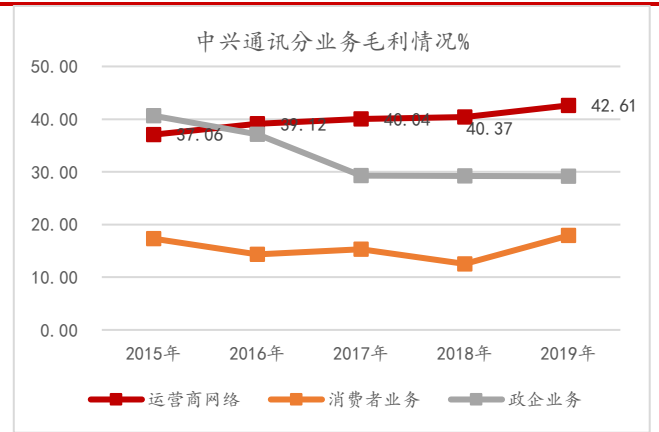
政企业务方面：分地区看公司政企业务基本稳定，海内外业务不太受外部因素干扰，我们判断公司政企业务收入及毛利未来仍然维持平稳。

图2 公司收入结构



资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 公司毛利率情况

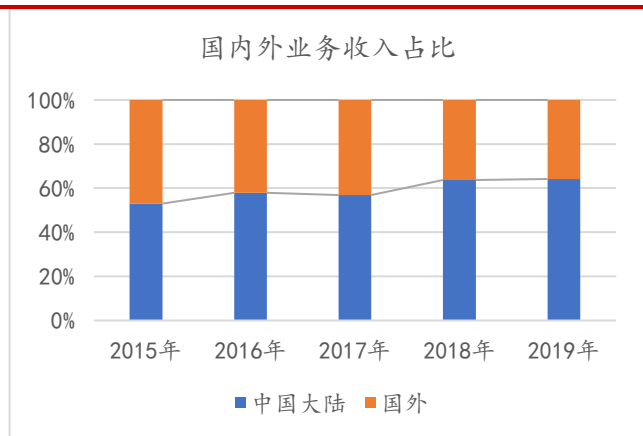


资料来源: wind, 华西证券研究所

4G 扩容、重耕带动公司国内业务毛利提升，持续跟踪 5G 初期毛利情况：2019 年由于国内运营商大力推进 4G 扩容及重耕，产品成熟度较高，带动供公司国内业务毛利持续改善，5G 初期由于产品成熟度较低，仍需持续跟踪公司自研芯片对公司国内 5G 业务带来的毛利改善情况。

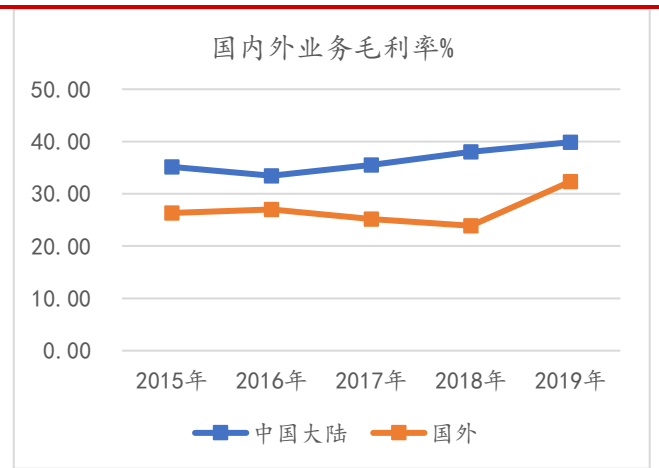
聚焦成为公司未来一段时间发展的关键词，海外扩张预计将持续收敛：2019 年公司国内运营商业增长拉动下，公司收入结构逐渐转向国内，海外收入占比维持 30%左右，由于低毛利的海外终端业务大幅下滑，整体海外业务毛利大幅改善。

图4 公司国内外业务收入占比



资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 公司国内外业务毛利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

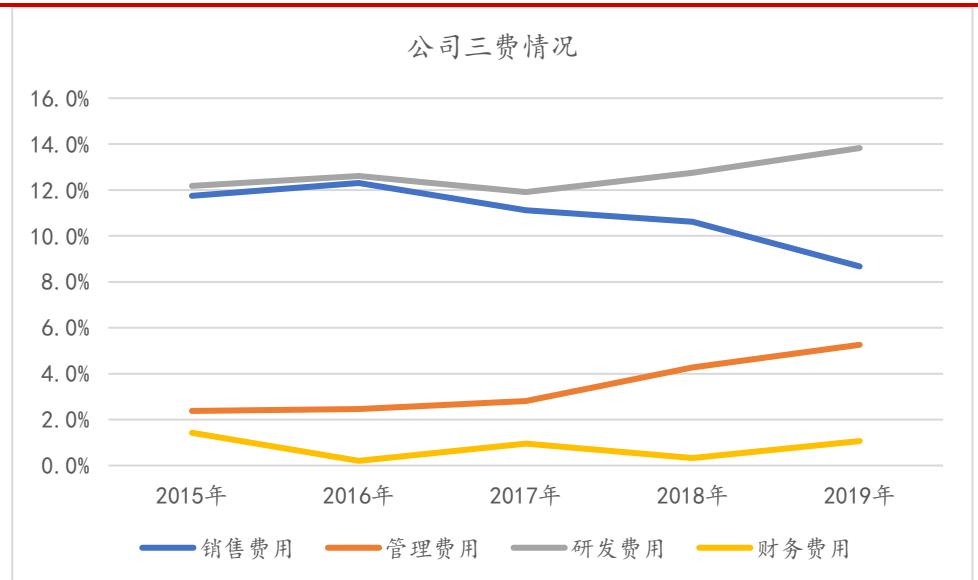
3. 高强度研发投入持续大比例资本化，销售费用短期降低，管理费用维持高位

研发费用：占收比持续提升，5G 等核心产品研发持续性大比例投入：2019 年公司研发投入 125 亿左右，同比增长 15%，研发占收比接近 14%。大举投入 5G、承载等核心产品和芯片。

公司连续多年超过 120 亿以上研发投入，我们认为 5G 时期公司整机成本性及供应链安全性方面具备和龙头厂商竞争实力。

持续高比例研发资本化，2019 年公司研发资本化比例 18.11%，高于同行业及公司 18 年之前比例。

图 6 公司三费情况



资料来源：工信部，华西证券研究所

销售费用：销售费用率大幅降低，我们判断主要是公司终端渠道销售人员数量减少，带来的相关销售人员工资（降低 7 亿左右）、差旅费（降低 3 亿左右）、招待费（降低 2.2 亿）、相关办事处租赁费（降低 2.6 亿）等降低导致。

2019 年全年广告宣传费 8.8 亿左右（提升 2.5 亿左右），公司 5G 时期终端预计将会持续加大相关广告投入。

管理费用：2019 年公司相关行政及财务人员数量降低，但是管理费用大幅提升，主要是法律事务费用提升较大。

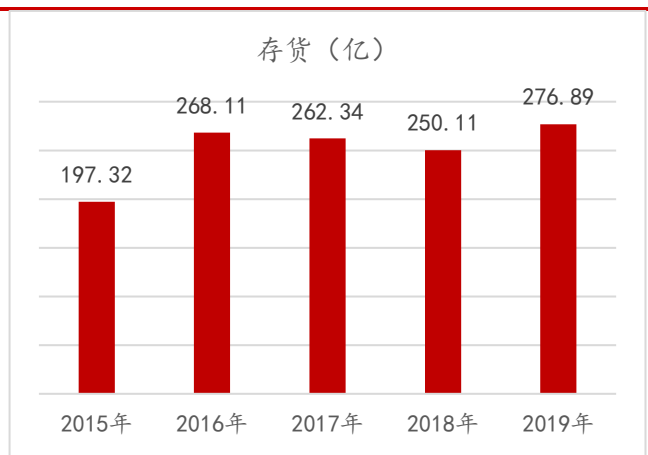
2019 年半年报看公司法律事务费用加其他费用共计 11 亿左右，2019 年全年法律事务费用加其他费用共计 21 亿左右，相关费用和时间成正比，因此我们判断法律事务费用将会是公司持续费用。

财务费用：随着公司定增资金落地，公司财务费用预计将会降低。

4. 原材料库存较为充足，应收账款加速周转，现金流改善较为明显

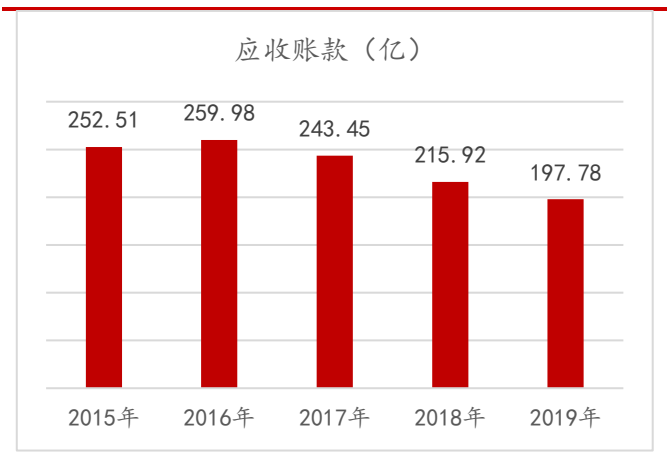
发出商品存货增长持续超过收入增速，原材料库存较为充足疫情预计对国内短期业务影响较小：2019 年公司发出商品存货 107 亿（同比增加 15%），原料库存 53 亿（同比增加 50%以上）。环比看公司四季度存货降低 21 亿左右，整体存货维持 277 亿左右，基本和公司历史情况比较接近，存货周转天数增加。

图7 公司存货情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图8 公司应收账款情况

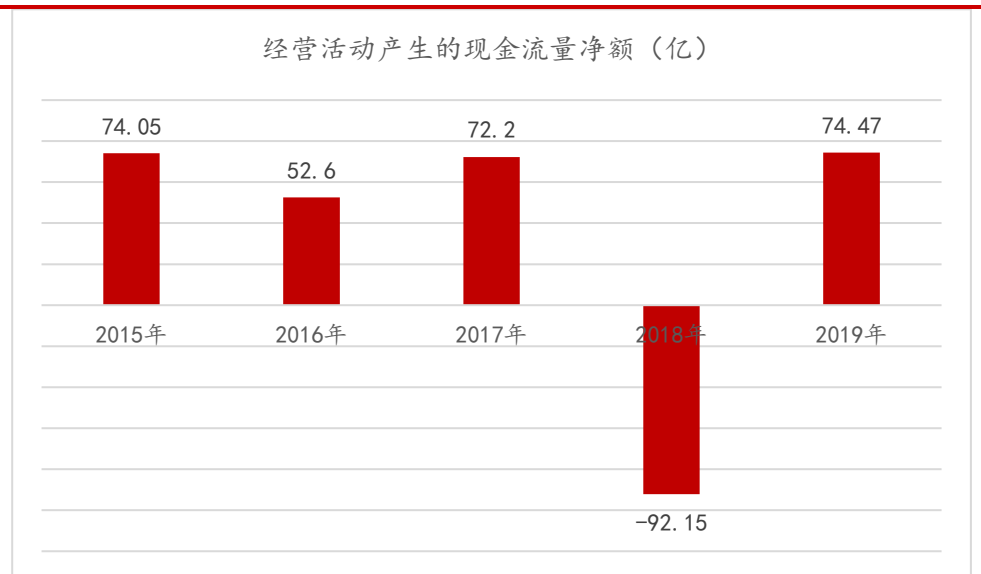


资料来源: wind, 华西证券研究所

应收账款加速周转, 现金流改善较为明显: 2019 年公司应收账款持续降低, 周转天数降为 5 年最低, 公司收入较 17 年有所下降的情况下, 公司经营性现金流净额恢复到历史较好水平。

随着公司定增资金落地, 我们预计公司负债率及经营现金流将持续改善。

图9 经营性现金流净额



资料来源: wind, 华西证券研究所

5. 投资建议

考虑到 2020 年国内 5G 基站建设规模超此前预期同时预计疫情影响海外业务, 2020-2021 年业绩预期由 58 亿元、73 亿元调整到 60.2 亿元、71.4 亿元, 对应现价 PE 33x、28x。业绩兑现阶段, 公司估值回归到合理水平, 维持“中性”评级。

6. 风险提示

- 1) 受疫情因素影响公司关键元器件运输及产能供应不足，导致公司产品生产滞后
- 2) 欧洲等海外市场疫情持续，公司海外客户需求放缓。

务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	90,737	100,125	111,953	128,746	净利润	5,777	6,350	7,527	9,026
YoY (%)	6.1%	10.3%	11.8%	15.0%	折旧和摊销	3,062	-4,620	-6,930	-7,417
营业成本	57,008	66,083	72,210	83,041	营运资金变动	-4,566	1,508	-2,381	-1,370
营业税金及附加	931	907	1,029	1,200	经营活动现金流	4,693	3,237	-2,158	-1,005
销售费用	7,869	11,014	12,875	14,935	资本开支	-4,667	10,874	16,654	18,379
管理费用	4,773	4,527	5,291	6,111	投资	569	0	0	0
财务费用	966	226	85	65	投资活动现金流	-6,023	11,391	17,040	18,881
资产减值损失	-1,281	967	1,451	1,144	股权募资	591	384	0	0
投资收益	249	517	386	503	债务募资	45,321	-26,646	0	0
营业利润	7,552	7,453	8,829	10,685	筹资活动现金流	5,722	-27,297	-502	-502
营业外收支	-391	0	0	0	现金净流量	0	-12,668	14,380	17,375
利润总额	7,162	7,453	8,829	10,685	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	1,385	1,102	1,302	1,659	成长能力 (%)				
净利润	5,777	6,350	7,527	9,026	营业收入增长率	6.1%	10.3%	11.8%	15.0%
归属于母公司净利润	5,496	6,017	7,139	8,563	净利润增长率	183.7%	9.5%	18.6%	20.0%
YoY (%)	183.7%	9.5%	18.6%	20.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.19	1.30	1.55	1.86	毛利率	37.2%	34.0%	35.5%	35.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	6.4%	6.3%	6.7%	7.0%
货币资金	33,309	20,641	35,021	52,395	总资产收益率 ROA	3.9%	4.7%	5.0%	5.2%
预付款项	403	557	603	678	净资产收益率 ROE	15.7%	14.5%	14.7%	15.0%
存货	27,689	29,504	33,057	38,088	偿债能力 (%)				
其他流动资产	41,167	44,684	49,229	54,595	流动比率	1.19	1.41	1.57	1.71
流动资产合计	102,567	95,385	117,910	145,756	速动比率	0.75	0.84	0.98	1.11
长期股权投资	2,327	2,327	2,327	2,327	现金比率	0.39	0.30	0.47	0.61
固定资产	9,383	6,451	2,053	-2,606	资产负债率	73.1%	65.4%	63.8%	62.5%
无形资产	7,719	5,502	2,177	-1,651	经营效率 (%)				
非流动资产合计	38,635	33,900	26,166	17,648	总资产周转率	0.64	0.77	0.78	0.79
资产合计	141,202	129,285	144,076	163,404	每股指标 (元)				
短期借款	26,646	0	0	0	每股收益	1.19	1.30	1.55	1.86
应付账款及票据	27,729	31,669	34,767	39,988	每股净资产	7.61	8.99	10.54	12.40
其他流动负债	31,996	36,050	40,216	45,297	每股经营现金流	1.02	0.70	-0.47	-0.22
流动负债合计	86,371	67,719	74,983	85,285	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10,045	10,045	10,045	10,045	估值分析				
其他长期负债	6,832	6,832	6,832	6,832	PE	36.41	33.26	28.03	23.37
非流动负债合计	16,877	16,877	16,877	16,877	PB	4.65	4.82	4.12	3.50
负债合计	103,248	84,596	91,860	102,162					
股本	4,228	4,612	4,612	4,612					
少数股东权益	2,875	3,208	3,596	4,059					
股东权益合计	37,954	44,689	52,216	61,242					
负债和股东权益合计	141,202	129,285	144,076	163,404					

资料来源：公司公告，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。

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。