

中兴通讯 (000063)

证券研究报告

2020年03月29日

基本面反转趋势确立，以更好姿态迎接 5G 时代

事件：3月28日，公司公布2019年年报，2019年实现营业收入907.37亿元（YoY +6.11%）；实现归母净利润51.48亿元（YoY +173.71%），实现扣非归母净利润4.85亿元（YoY +114.27%）。同时，公司公告拟回购A股股份不超过1%，回购的股份将用于员工激励或者转换可转债的债券。

点评：1、走出2018年“阵痛”阴霾，全面恢复向上增长态势。

1) 公司2018年受美国禁运事件影响，全年的营收下滑了21.41%，归母净利润为大幅亏损69.84亿元。禁运事件后公司的基本面开始恢复全面向上态势，2019年重新恢复正增长，同时归母净利润恢复正常水平。整体毛利率37.17%、净利率6.37%均为近十年最高值。

2) 按地区来看，19年中国市场营收582.2亿元（YoY +6.93%）；国际市场方面，亚洲地区（不含中国）营收131.8亿元（YoY +10.97%），非洲地区营收53.16亿元（YoY 30.22%），欧洲及大洋洲营收140.23亿元（YoY -7.19%）。总的来看，2019年公司海外业务增长较快，美国禁运事件影响正在逐步消除。

2019年是全球电信行业承上启下的重要一年，2019年全球电信市场的业务收入和投资稳中有增，4G网络建设仍是投资重点，同时全球5G网络的建设刚开始启动。因此公司在2019年的全面恢复向上态势，将使得公司以一个更好的状态迎接即将开启的5G大规模建设的行业机会。

2、持续聚焦运营商业务，盈利能力有望持续提升。

1) 分业务板块看，运营商网络营收665.8亿元，占比73.4%，同比增长16.7%。公司在运营商网络业务各个产品大类的竞争力进一步增强，据咨询机构Global Data统计，公司的5G RAN、核心网、传输等产品已全面进入领导者象限。特别是无线产品领域，公司处在5G产业化的第一阵营，与全球70多家运营商和300多家行业客户展开5G业务的合作。此外，政企业务与消费者业务营收分别为91.5（YoY -0.79%）和150.0亿元（YoY -21.93%），基本符合公司电信运营商市场以及聚焦优质核心客户的战略方向。

2) 从各业务毛利率看，运营商网络42.61%（为近十年来最高，YoY +2.24pp），政企业务29.16%（YoY -0.08pp），消费者业务17.9%（为近五年来最高，YoY +5.37pp），各业务毛利率回升，运营商网络业务继续保持较高盈利能力。

3、内部效率提升，主要财务指标持续优化，销售费用减少，现金流、应收账、存货等趋好，持续加大研发投入。

1) 三费方面，销售费用率8.67%，为近十年最低值；管理费用率5.26%，同比增长主要是法律事务费增加所致；财务费用率1.06%，同比增长主要是19年融资规模增加，导致利息费用增加以及汇兑收益减少所致。

2) 19年经营性现金流净额为74.47亿元，是近十年以来最好水平。

3) 应收账款及应收票据为197.78亿元，同比减少18.14亿元。

4) 存货账面价值相较年初增加了26.7亿元，分拆细项，主要增长的是原材料及合同履行成本项，其余项均有所减少，可见公司在提升存货周转的同时提升原材料保障能力，同时体现新签订单较多有利于后续增长。

5) 19年公司继续保持高额度研发投入，研发投入比达到13.83%（相比18年提升了1.08pp）。

投资建议：通过2G到4G时代的发展，公司已成为全球前四的电信设备商，在新一轮的5G建设大时代下，公司持续聚焦运营商战略，并凭借5G端到端解决方案的布局，有望引领全球5G发展，持续提升全球市场份额。我们认为当前公司的风险已大概率出清，5G龙头正在重新起航，坚定看好公司长期成长前景。预计20-22年净利润为66、85、112亿元，维持“买入”评级。

风险提示：经营合规风险，管理层不稳定风险，运营商资本开支低预期，中美贸易摩擦升级，海外市场订单能力下降

投资评级

行业	通信/通信设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	43.39元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,856.50
流通A股股本(百万股)	3,474.91
A股总市值(百万元)	167,333.70
流通A股市值(百万元)	150,776.40
每股净资产(元)	6.82
资产负债率(%)	73.12
一年内最高/最低(元)	56.70/26.50

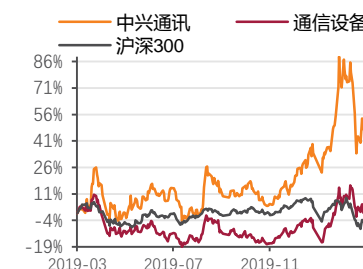
作者

容志能 分析师
SAC执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中兴通讯-半年报点评:业绩符合预期，主要财务指标优化+产业链开启兑现，公司向上趋势确立》 2019-08-28
- 《中兴通讯-公司点评:中移动资本开支符合预期，产业链开启业绩兑现周期，持续推荐5G龙头》 2019-08-12
- 《中兴通讯-季报点评:2019Q1经营改善，展望5G龙头新阶段发力》 2019-04-30

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513.15	90,736.58	116,556.11	145,874.61	183,423.82
增长率(%)	(21.41)	6.11	28.46	25.15	25.74
EBITDA(百万元)	14,635.60	24,534.64	11,227.93	14,042.91	18,503.26
净利润(百万元)	(6,983.66)	5,147.88	6,563.66	8,496.06	11,235.30
增长率(%)	(252.88)	(173.71)	27.50	29.44	32.24
EPS(元/股)	(1.51)	1.12	1.42	1.84	2.44
市盈率(P/E)	(28.65)	38.87	30.49	23.55	17.81
市净率(P/B)	8.74	6.94	5.30	4.32	3.48
市销率(P/S)	2.34	2.21	1.72	1.37	1.09
EV/EBITDA	5.17	5.70	15.89	12.36	8.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	24,289.80	33,309.35	49,417.09	53,312.06	66,627.38
应收票据及应收账款	21,592.33	19,778.28	39,156.49	26,784.49	56,130.19
预付账款	615.49	402.53	1,345.67	582.24	1,794.85
存货	25,011.42	27,688.51	35,385.51	47,005.96	50,945.88
其他	21,338.63	21,388.51	24,933.82	21,565.63	26,591.50
流动资产合计	92,847.65	102,567.17	150,238.58	149,250.37	202,089.80
长期股权投资	3,015.30	2,327.29	2,327.29	2,327.29	2,327.29
固定资产	8,898.07	9,383.49	9,338.24	9,066.49	8,661.25
在建工程	1,296.04	1,171.72	631.03	306.62	111.97
无形资产	11,290.84	9,595.23	7,946.37	6,297.51	4,648.65
其他	12,002.85	16,157.24	13,219.80	13,775.04	14,384.03
非流动资产合计	36,503.10	38,634.96	33,462.72	31,772.95	30,133.18
资产总计	129,350.75	141,202.14	183,701.30	181,023.32	232,222.98
短期借款	23,739.61	26,645.97	26,252.36	26,252.36	26,252.36
应付票据及应付账款	27,443.10	27,728.55	47,182.90	47,202.95	67,295.63
其他	38,194.08	31,996.00	52,773.81	41,514.07	59,663.38
流动负债合计	89,376.80	86,370.52	126,209.07	114,969.38	153,211.37
长期借款	2,366.57	10,045.09	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,646.71	6,832.23	6,487.97	5,988.97	6,436.39
非流动负债合计	7,013.28	16,877.32	16,487.97	15,988.97	16,436.39
负债合计	96,390.07	103,247.84	142,697.04	130,958.35	169,647.76
少数股东权益	3,810.74	2,875.07	3,228.25	3,792.90	5,067.84
股本	4,192.67	4,227.53	4,612.03	4,612.03	4,612.03
资本公积	11,444.46	12,144.43	12,144.43	12,144.43	12,144.43
留存收益	20,752.47	26,600.32	33,163.98	41,660.04	52,895.34
其他	(7,239.65)	(7,893.05)	(12,144.43)	(12,144.43)	(12,144.43)
股东权益合计	32,960.68	37,954.30	41,004.26	50,064.97	62,575.22
负债和股东权益总	129,350.75	141,202.14	183,701.30	181,023.32	232,222.98

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(6,949.34)	5,776.67	6,563.66	8,496.06	11,235.30
折旧摊销	2,507.38	3,061.97	2,114.80	2,125.02	2,128.75
财务费用	1,173.94	1,569.37	1,165.56	1,458.75	1,834.24
投资损失	(294.49)	(249.45)	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(6,418.99)	(7,494.82)	10,101.50	(6,542.40)	(1,635.86)
其它	766.11	4,782.82	371.77	574.22	1,303.92
经营活动现金流	(9,215.39)	7,446.55	19,317.29	5,111.64	13,866.36
资本支出	9,451.57	(1,146.08)	224.26	379.00	(567.42)
长期投资	(945.30)	(688.01)	0.00	0.00	0.00
其他	(9,471.96)	(4,189.02)	777.24	514.61	1,877.84
投资活动现金流	(965.70)	(6,023.12)	1,001.50	893.61	1,310.42
债权融资	27,349.89	37,303.32	38,143.30	37,501.33	37,503.09
股权融资	(1,414.52)	(134.22)	1,270.24	(1,408.43)	(1,783.92)
其他	(25,047.28)	(31,447.38)	(43,624.59)	(38,203.19)	(37,580.63)
筹资活动现金流	888.09	5,721.72	(4,211.05)	(2,110.29)	(1,861.46)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9,293.00)	7,145.16	16,107.74	3,894.97	13,315.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	85,513.15	90,736.58	116,556.11	145,874.61	183,423.82
营业成本	57,367.58	57,008.38	74,941.91	92,945.52	115,156.06
营业税金及附加	637.73	930.51	932.45	1,250.28	1,640.17
营业费用	9,084.49	7,868.72	10,490.05	13,128.71	16,508.14
管理费用	3,651.50	4,772.82	5,827.81	7,293.73	9,171.19
研发费用	12,962.25	12,547.90	15,152.29	18,963.70	23,845.10
财务费用	280.65	965.96	1,165.56	1,458.75	1,834.24
资产减值损失	2,076.86	(1,281.07)	1,098.46	1,374.77	1,728.65
公允价值变动收益	(861.26)	(213.99)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	294.49	249.45	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	630.83	335.73	(3,000.00)	(3,000.00)	(3,000.00)
营业利润	(611.95)	7,552.18	8,947.57	11,459.15	15,540.27
营业外收入	142.65	183.70	200.00	200.00	200.00
营业外支出	6,880.90	574.21	400.00	400.00	400.00
利润总额	(7,350.20)	7,161.67	8,747.57	11,259.15	15,340.27
所得税	(400.86)	1,385.00	1,312.14	1,688.87	2,301.04
净利润	(6,949.34)	5,776.67	7,435.44	9,570.27	13,039.23
少数股东损益	(382.72)	280.19	371.77	574.22	1,303.92
归属于母公司净利润	(6,983.66)	5,147.88	6,563.66	8,496.06	11,235.30
每股收益(元)	(1.51)	1.12	1.42	1.84	2.44

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-21.41%	6.11%	28.46%	25.15%	25.74%
营业利润	-109.06%	-1334.12%	18.48%	28.07%	35.61%
归属于母公司净利润	-252.88%	-173.71%	27.50%	29.44%	32.24%
获利能力					
毛利率	32.91%	37.17%	35.70%	36.28%	37.22%
净利率	-8.17%	5.67%	5.63%	5.82%	6.13%
ROE	-30.50%	17.86%	17.38%	18.36%	19.54%
ROIC	-3.87%	28.70%	31.85%	65.43%	72.21%
偿债能力					
资产负债率	74.52%	73.12%	77.68%	72.34%	73.05%
净负债率	9.28%	10.52%	-27.49%	-31.58%	-46.54%
流动比率	1.04	1.19	1.19	1.30	1.32
速动比率	0.76	0.87	0.91	0.89	0.99
营运能力					
应收账款周转率	3.56	4.39	3.96	4.42	4.42
存货周转率	3.34	3.44	3.70	3.54	3.75
总资产周转率	0.63	0.67	0.72	0.80	0.89
每股指标(元)					
每股收益	-1.51	1.12	1.42	1.84	2.44
每股经营现金流	-2.00	1.61	4.19	1.11	3.01
每股净资产	4.96	6.25	8.19	10.03	12.47
估值比率					
市盈率	-28.65	38.87	30.49	23.55	17.81
市净率	8.74	6.94	5.30	4.32	3.48
EV/EBITDA	5.17	5.70	15.89	12.36	8.71
EV/EBIT	6.24	6.52	19.57	14.57	9.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com