

公司研究/年报点评

2020年03月30日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 43.39
合理价格区间(元): 51.25~53.82

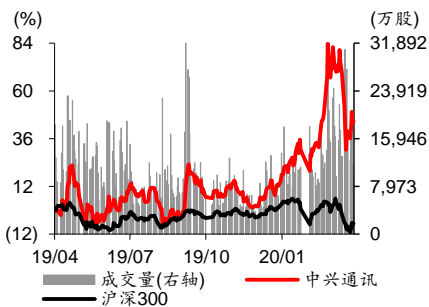
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

付东 执业证书编号: S0570519080003
研究员 fudong@htsc.com

相关研究

- 1《中兴通讯(000063 SZ,买入): 海外强劲增长, 市场地位重估起点》2019.08
- 2《中兴通讯(000063,买入): 5G 加速, 从技术重估到市场重估》2019.07
- 3《中兴通讯(000063,买入): 一季报业绩超预期, 整装待发迎 5G》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩超预期, 5G 开启新征程

中兴通讯(000063)

业绩超预期, 5G 开启新征程

公司 2019 年总营收及归母净利润分别达到 907 亿和 51.48 亿, 同比增速分别为 6.11%和 173.71%, 超出我们预期。我们认为 2020 年国内 5G 的规模商用将驱动公司业绩进入增长快车道, 公司持续打造 5G 核心竞争力, 上游布局 5G 核心芯片, 下游拓展 5G 行业应用。我们看好公司在 5G 时期的发展机遇, 我们预计公司 20~22 年 EPS 分别为 1.28/1.77/2.23 元, 可比公司 2020 年 PE 均值为 38.0x, 我们认为公司是 A 股通信设备龙头, 给予 20 年 PE 40x~42x, 对应目标价 51.25~53.82 元, 给予“买入”评级。

业绩归因分析: 运营商网络业务盈利提升+销售费率改善+资产处置收益

我们认为 2019 年推动公司业绩增长的主要因素包括三方面: 1) 营收端受益于国内外 FDD 网络设备及 5G 设备需求提升, 公司运营商网络业务营收同比增长 16.66%, 达到 665.8 亿元, 与此同时该项业务的毛利率提升 2.24 个百分点至 42.61%。消费者业务方面, 因公司调整海外手机业务使得消费者业务收入同比下滑 21.93%至 149.97 亿。2) 报告期内, 公司销售费用率大幅改善, 同比下降 1.95 个百分点至 8.67%, 我们认为主要系手机业务对于渠道的补贴减少导致。3) 公司在报告期内获得资产处置收益 26.88 亿, 主要系公司将前海总部基地土地融资租赁至深圳万科引起。

2019 年业务亮点: 持续加大研发, 强化 5G 核心竞争力

2019 年公司持续加大研发投入夯实 5G 核心竞争力, 全年研发费用同比增长 15.06%至 125.48 亿。无线产品领域, 公司 5G 7nm 核心芯片已实现商用。有线产品方面, 自研核心专用芯片完成上市, 并实现了产品的高集成度、高性能、低功耗, 极大的提升了有线产品的竞争力。视频和能源领域, 公司加大在视频编解码、接入、传送、存储等技术领域的积累, 培育新业务增长点。

2020 年业务展望: 牢牢把握主营业务成长机遇, 积极打造新的业务增长点

2020 年是我国 5G 商用元年, 根据国内三大运营商资本开支规划, 预计 2020 年三大运营商资本开支总额同比增长 11.65%, 达到 3348 亿。其中无线网络投资预计同比增长 23.4%, 达到 1810 亿。公司位居全球 5G 第一阵营之列, 在芯片、算法和网络架构等方面拥有多项核心技术, 可提供端到端解决方案, 将受益于 5G 行业成长红利。此外, 5G 技术与垂直行业的结合有望带来新机遇, 公司聚焦能源、交通、政务、金融四大领域, 把握核心产品变革机遇, 助力行业数字化转型深度发展, 有望在 5G 时期打造新的业务增长极。

投资建议: 维持“买入”评级

我们看好公司在 5G 时期的发展机遇, 我们预计公司 20~22 年 EPS 分别为 1.28/1.77/2.23 元, 可比公司 2020 年 PE 均值为 38.0x, 我们认为公司是 A 股通信设备龙头, 给予 20 年 PE 40x~42x, 对应目标价 51.25~53.82 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 5G 份额不及预期; 垂直行业拓展不及预期; 费用管控不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	85,513	90,737	100,182	116,356	131,002
+/-%	(21.41)	6.11	10.41	16.14	12.59
归属母公司净利润 (百万元)	(6,984)	5,148	5,910	8,167	10,304
+/-%	(252.88)	(173.71)	14.79	38.20	26.17
EPS (元, 最新摊薄)	(1.51)	1.12	1.28	1.77	2.23
PE (倍)	(28.65)	38.87	33.86	24.50	19.42

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,612
流通 A 股 (百万股)	3,475
52 周内股价区间 (元)	27.90-55.11
总市值 (百万元)	200,115
总资产 (百万元)	25,761
每股净资产 (元)	7.61

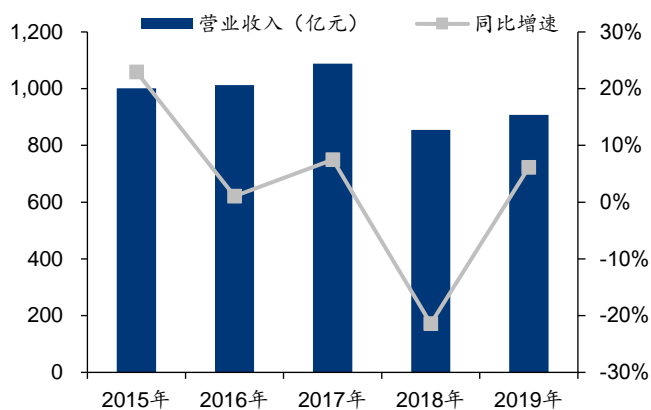
资料来源: 公司公告

图表1：可比公司估值（2020-03-29）

公司名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
紫光股份	36.69	1.17	0.92	1.14	1.47	31.36	39.88	32.18	24.96
亿联网络	84.70	2.84	2.09	2.63	3.34	29.82	40.56	32.21	25.36
烽火通信	35.66	0.72	0.81	0.99	1.22	49.53	44.02	36.02	29.23
移为通信	43.43	0.77	1.00	1.36	1.80	56.40	43.46	31.93	24.13
深信服	160.69	1.50	1.85	2.37	3.22	107.13	86.68	67.80	49.90
星网锐捷	39.09	1.00	1.05	1.40	1.76	39.09	37.23	27.92	22.21
		均值				52.22	41.98	38.01	29.30

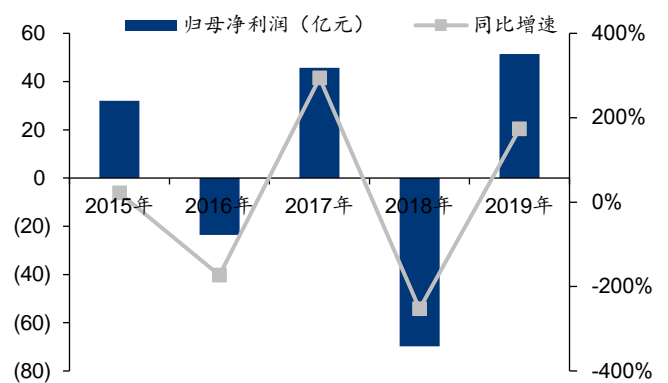
资料来源：Wind，华泰证券研究所。备注：深信服主要面向企业提供信息安全、云计算、企业级无线相关的产品和解决方案。中兴通讯在企业级无线产品、网络安全等领域与深信服有业务交集，因此将其为可比公司作为参照。

图表2：2015~2019年营收及增速



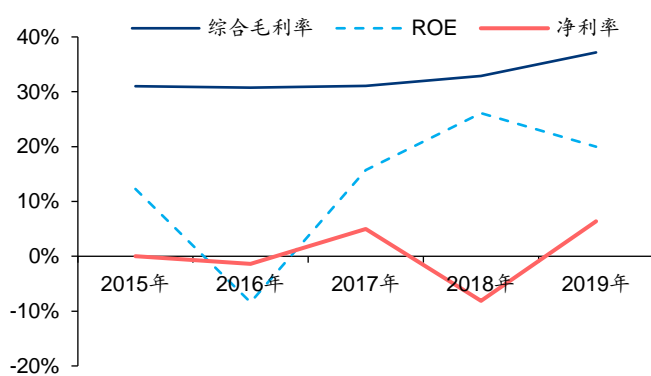
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2015~2019年归母净利润及增速



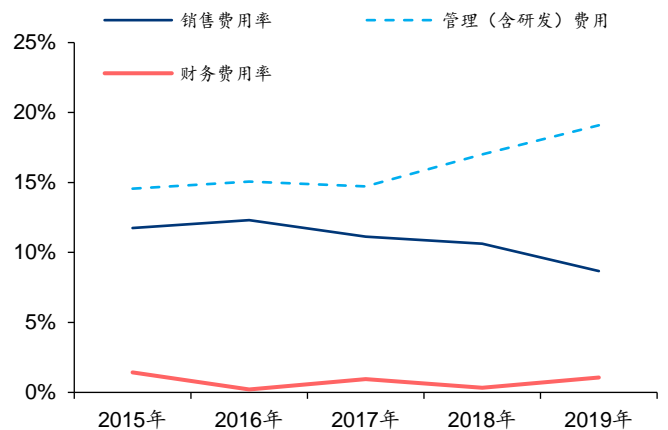
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2015~2019年毛利率、ROE及净利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

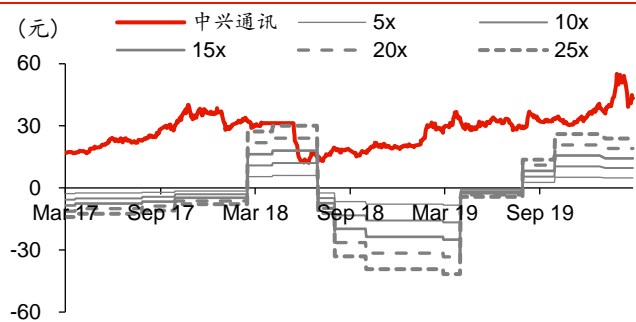
图表5：2015~2019年相关费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

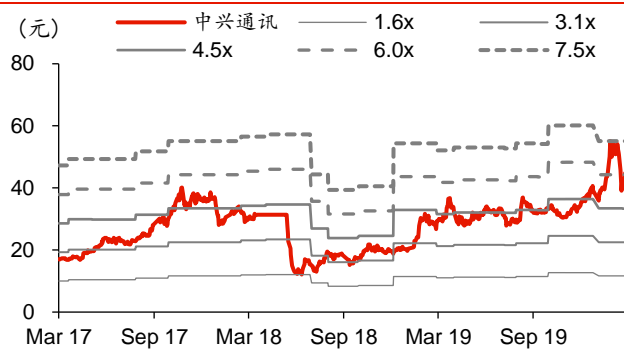
PE/PB - Bands

图表6: 中兴通讯历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 中兴通讯历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	92,848	102,567	151,133	141,240	180,573
现金	24,290	33,309	47,488	51,422	53,118
应收账款	21,592	19,778	31,597	28,072	39,108
其他应收账款	2,005	1,023	6,398	2,221	7,483
预付账款	615.49	402.53	1,139	712.68	1,246
存货	25,011	27,689	39,136	37,638	53,513
其他流动资产	19,334	20,365	25,374	21,174	26,107
非流动资产	36,503	38,635	34,862	34,458	33,542
长期投资	3,015	2,327	1,938	1,441	850.90
固定投资	8,898	9,383	9,482	10,099	10,328
无形资产	11,291	9,595	8,704	7,777	6,722
其他非流动资产	13,299	17,329	14,737	15,142	15,641
资产总计	129,351	141,202	185,994	175,698	214,115
流动负债	89,377	86,371	119,312	102,930	133,046
短期借款	23,740	26,646	25,193	25,919	25,556
应付账款	19,527	18,356	26,990	23,311	31,380
其他流动负债	46,110	41,369	67,129	53,700	76,110
非流动负债	7,013	16,877	11,726	10,344	8,931
长期借款	2,367	10,045	7,213	5,231	3,143
其他非流动负债	4,647	6,832	4,513	5,113	5,788
负债合计	96,390	103,248	131,037	113,274	141,977
少数股东权益	3,811	2,875	3,213	3,666	4,229
股本	4,193	4,228	4,612	4,612	4,612
资本公积	11,444	12,144	23,361	23,361	23,361
留存公积	9,308	14,456	19,974	27,336	37,042
归属母公司股东权益	22,898	28,827	51,744	58,758	67,909
负债和股东权益	129,351	141,202	185,994	175,698	214,115

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(9,215)	7,447	7,609	8,719	7,251
净利润	(6,949)	5,777	6,248	8,620	10,867
折旧摊销	2,507	3,062	3,040	3,431	3,869
财务费用	280.65	965.96	588.41	210.49	(242.10)
投资损失	(294.49)	(249.45)	(574.44)	(637.71)	(459.48)
营运资金变动	(9,792)	(4,471)	(1,389)	(3,289)	(7,158)
其他经营现金	5,032	2,362	(303.47)	385.03	374.93
投资活动现金	(965.70)	(6,023)	1,612	(2,774)	(2,868)
资本支出	4,882	6,551	2,336	3,196	3,033
长期投资	311.09	120.81	388.99	497.53	589.86
其他投资现金	4,227	648.31	4,336	919.09	754.79
筹资活动现金	888.09	5,722	4,959	(2,012)	(2,687)
短期借款	9,021	2,906	(1,453)	726.59	(363.29)
长期借款	(635.58)	7,679	(2,832)	(1,982)	(2,088)
普通股增加	0.00	34.86	384.00	0.00	0.00
资本公积增加	139.60	699.98	11,217	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,637)	(5,598)	(2,357)	(756.56)	(235.45)
现金净增加额	(8,975)	7,372	14,179	3,934	1,696

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	85,513	90,737	100,182	116,356	131,002
营业成本	57,368	57,008	63,483	72,935	82,035
营业税金及附加	637.73	930.51	875.27	1,021	1,154
营业费用	9,084	7,869	8,916	10,123	11,135
管理费用	3,651	4,773	5,159	5,934	6,576
财务费用	280.65	965.96	588.41	210.49	(242.10)
资产减值损失	2,077	(1,281)	1,544	1,421	1,238
公允价值变动收益	(861.26)	(213.99)	(246.74)	(315.92)	(409.48)
投资净收益	294.49	249.45	574.44	637.71	459.48
营业利润	(611.95)	7,552	8,158	10,924	13,657
营业外收入	142.65	183.70	161.88	162.74	169.44
营业外支出	6,881	574.21	574.21	574.21	574.21
利润总额	(7,350)	7,162	7,746	10,512	13,252
所得税	(400.86)	1,385	1,498	1,892	2,385
净利润	(6,949)	5,777	6,248	8,620	10,867
少数股东损益	(382.72)	280.19	338.22	453.15	562.20
归属母公司净利润	(6,984)	5,148	5,910	8,167	10,304
EBITDA	(3,977)	11,502	11,429	14,213	17,251
EPS (元, 基本)	(1.51)	1.12	1.28	1.77	2.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(21.41)	6.11	10.41	16.14	12.59
营业利润	(109.06)	1,334	8.02	33.90	25.02
归属母公司净利润	(252.88)	(173.71)	14.79	38.20	26.17
获利能力 (%)					
毛利率	32.91	37.17	36.63	37.32	37.38
净利率	(8.17)	5.67	5.90	7.02	7.87
ROE	(21.08)	15.22	12.83	15.35	16.49
ROIC	(34.50)	26.23	25.59	30.52	31.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.52	73.12	70.45	64.47	66.31
净负债比率 (%)	22.91	28.07	(17.93)	(23.70)	(25.48)
流动比率	1.04	1.19	1.27	1.37	1.36
速动比率	0.55	0.63	0.76	0.81	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.67	0.61	0.64	0.67
应收账款周转率	3.56	4.39	3.90	3.90	3.90
应付账款周转率	1.85	2.07	2.80	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(1.51)	1.12	1.28	1.77	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.44)	0.10	1.65	1.89	1.57
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.89	8.51	10.03	12.01
估值比率					
PE (倍)	(28.65)	38.87	33.86	24.50	19.42
PB (倍)	12.02	8.86	5.10	4.33	3.61
EV_EBITDA (倍)	(52.80)	18.52	16.98	13.36	10.84

免责声明

分析师声明

本人，王林、付东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王林、付东本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司