

**增持（维持）**

# 中兴通讯 (000063.SZ)

## 2019 年报符合预期，5G 先锋状态良好

### 投资要点

- **归母净利润符合预期，非经常损益占比较大。**2019年，公司实现营收907.4亿元，同比增长6.11%，实现归母净利润51.5亿元，同比增长173.71%，扣非后4.9亿元，同比增长114.27%。2019非经常性损益主要包括和万科合作的房地产项目确认的资产处置收益和政府补助等。
- **运营业务增长态势良好，综合毛利率提升。**运营商网络收入665.8亿元，同比增长16.66%，其中国内收入同比增长14.98%，主要由于4G扩容、重耕以及5G基站的批量出货，国外收入同比增长21.00%，主要由于海外订单的全面恢复。政企市场方面，实现收入91.5亿元，同比下降0.79%，海内外能源、交通、政务、金融四大市场平稳经营。消费者业务方面，收入149.9亿元，同比下滑21.93%，下滑幅度大幅减少。同时，公司综合毛利率为37.17%，同比增长4.26pct，体现了产品结构的改善和竞争力的增强。
- **国内主设备商地位仅次于华为，享受5G新基建加码。**2020年，三大运营商5G资本开支预算为1803亿元，同比增长337%，公司在国内主要5G集采中表现出色，我们预计RAN份额较4G提升5%-10%，核心网份额较4G提升15%-20%，传输网份额基本保持稳定。根据Dell Oro的报告，公司在2019年全球电信设备市场份额中排名第四，较2018提升3%左右。
- **各项财务指标良好，现金流充足。**公司管理费用、销售费用分别同比下降1.49pct、1.95pct，期间费用管控更加规范化、精细化。面对5G，公司加码研发，2019年研发费用占营收13.83%，同比提升1.08pct。同时，2019年公司应收账款周转率加快，经营性现金流净额恢复到近四年最好水平。2020年初公司定增115亿元落地，我们预计公司的负债率及经营现金流将继续改善。
- **投资建议。**考虑到疫情对海外5G建设和手机出货量的不利影响，我们将公司2020-2021EPS分别从1.48、1.87调整为1.42、1.79，并新增2022年EPS 2.19。公司当前股价对应2020-2022PE分别为29、23、19，公司是A股仅次于华为的主设备商，5G成长空间广阔，我们认为公司2020年合理估值为25-30倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：疫情导致海外运营商投资下降、全球手机出货量下滑超预期、中美贸易科技摩擦**

所属行业：通信/通信设备  
当前价格(元)：43.39  
合理区间(元)：35.50-42.60

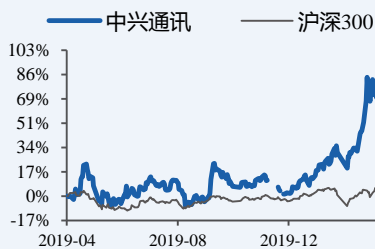
### 证券分析师

**雷涛**  
资格编号：S0120518060001  
邮箱：leitao@tebon.com.cn

### 联系人

**张天**  
电话：021-68761616-6470  
邮箱：zhangtian@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.22	10.77	28.98
相对涨幅(%)	-10.66	14.89	33.53

### 相关研究

1.《确定的5G，进击的中兴-中兴通讯(000063.SZ)》，2020.1.13

### 股票数据

总股本(百万股):	4,612.01
流通A股(百万股):	3,474.91
52周内股价区间(元):	27.90-55.11
总市值(百万元):	200,114.95
总资产(百万元):	141,202.14
每股净资产(元):	7.61

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85513	90737	106147	124304	140971
(+/-)YOY(%)	-21.4%	6.1%	17.0%	17.1%	13.4%
净利润(百万元)	-6567	5496	6556	8229	10078
(+/-)YOY(%)	-229.5%	183.7%	19.3%	25.5%	22.5%
全面摊薄 EPS(元)	-1.42	1.19	1.42	1.79	2.19
毛利率(%)	32.9%	37.2%	37.5%	37.3%	37.1%
净资产收益率(%)	-22.5%	15.7%	12.1%	13.5%	14.5%

资料来源：公司年报(2018-2019)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	1.19	1.42	1.78	2.19
每股净资产	7.61	11.71	13.21	15.09
每股经营现金流	1.02	3.45	2.71	3.14
每股股利	0.00	0.20	0.28	0.30
价值评估(倍)				
P/E	29.70	30.50	24.30	19.84
P/B	4.26	3.70	3.28	2.87
P/S	2.02	1.88	1.61	1.42
EV/EBITDA	14.40	15.15	12.34	10.16
股息率%	0.0%	0.5%	0.7%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.2%	37.5%	37.3%	37.1%
净利润率	6.1%	6.2%	6.6%	7.1%
净资产收益率	15.7%	12.1%	13.5%	14.5%
资产回报率	4.0%	4.5%	4.9%	5.4%
投资回报率	14.8%	21.1%	27.8%	35.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.1%	17.0%	17.1%	13.4%
EBIT 增长率	96.8%	14.0%	20.0%	15.9%
净利润增长率	183.7%	19.3%	25.5%	22.5%
偿债能力指标				
资产负债率	74.5%	62.7%	63.1%	61.7%
流动比率	1.2	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.8	1.1	1.1	1.2
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	83.2	83.0	83.1	83.0
存货周转天数	168.7	170.0	170.0	170.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	9.9	11.6	14.9	20.0

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5496	6556	8229	10078
少数股东损益	280	345	433	530
非现金支出	4343	4947	5693	5368
非经营收益	-861	865	211	560
营运资金变动	-4566	3214	-2078	-2059
经营活动现金流	4693	15927	12489	14477
投资	569	0	0	0
其他	-1925	249	250	250
投资活动现金流	-6023	-1028	184	43
债权募资	9019	-17646	3000	-2000
股权募资	591	11287	0	0
其他	-3888	-3396	-2281	-2410
融资活动现金流	5722	-9755	719	-4410
现金净流量	4392	5145	13392	10110

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为3月27日  
资料来源:公司年报(2018-2019),德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	90737	106147	124304	140971
营业成本	57008	66360	77939	88692
毛利率%	37.2%	37.5%	37.3%	37.1%
营业税金及附加	931	1088	1280	1452
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	7869	8704	10939	12405
营业费用率%	8.7%	8.2%	8.8%	8.8%
管理费用	4773	6114	6588	7330
管理费用率%	5.3%	5.8%	5.3%	5.2%
研发费用	12548	15211	17154	19031
研发费用率%	13.8%	14.3%	13.8%	13.5%
EBIT	7608	8670	10404	12060
财务费用	966	987	379	216
财务费用率%	1.1%	0.9%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-1281	1861	2504	2114
投资收益	249	249	250	250
营业利润	7552	7967	9971	12280
营业外收支	-391	151	220	200
利润总额	7162	8118	10191	12480
EBITDA	10670	11757	13593	15314
所得税	1385	1218	1529	1872
有效所得税率%	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	280	345	433	530
归属母公司所有者净利润	5496	6556	8229	10078

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	33309	38454	51846	61956
应收账款及应收票据	19778	24138	28290	32074
存货	27689	30907	36300	41309
其它流动资产	19361	21228	22735	24660
流动资产合计	100137	114727	139172	159999
长期股权投资	2327	2327	2327	2327
固定资产	9383	8857	7807	6273
在建工程	1172	872	572	272
无形资产	7719	6659	5619	4500
非流动资产合计	37571	31013	28209	25362
资产总计	137708	145740	167382	185361
短期借款	26646	8000	10000	8000
应付票据及应付账款	27729	32725	38195	43556
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	31996	36420	42229	47640
流动负债合计	86371	77146	90424	99196
长期借款	10045	7045	7045	7045
其它长期负债	6187	7187	8187	8187
非流动负债合计	16232	14232	15232	15232
负债总计	102603	91378	105656	114428
实收资本	4228	4609	4609	4609
普通股股东权益	35079	53992	60921	69598
少数股东权益	2875	3220	3653	4184
负债和所有者权益合计	140557	148589	170231	188210

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%一下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。