

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年03月29日
市场数据

目前股价	43.39
总市值（亿元）	2,001.15
流通市值（亿元）	1,507.76
总股本（万股）	461,201
流通股本（万股）	347,491
12个月最高/最低	56.70/26.50

分析师

分析师：吴彤 S1070520030004

☎ 0755-83667984

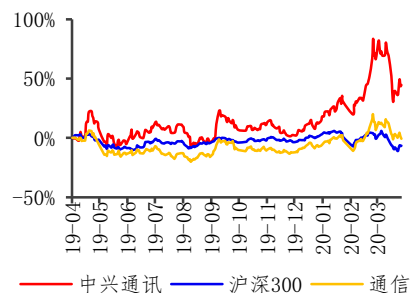
✉ wutong@cgws.com

联系人（研究助理）：余芳沁

S1070118080005

☎ 0755-83558957

✉ yufq@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩好转，股权激励显信心>> 2017-04-20

<<业绩稳健增长，盈利能力增强>>

2017-04-18

<<复牌后继续推荐，阵痛后期待重生>>

2017-03-16

5G 先锋聚焦运营商业务，研发投入充分 巩固竞争力

——中兴通讯（000063）公司动态点评
盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513	90737	97546	110245	126238
(+/-%)	-21.4%	6.1%	7.5%	13.0%	14.5%
净利润	-6984	5148	6144	7094	7950
(+/-%)	-252.9%	-173.7%	19.3%	15.5%	12.1%
摊薄 EPS	-1.51	1.12	1.33	1.54	1.72
PE	-29	39	33	28	25

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布 2019 年年报，全年营业收入 907.37 亿元，同比增长 6.11%；归母净利润 51.48 亿元，扣非归母净利润 4.85 亿元，实现扭亏为盈。全年业绩符合预期。
- 收入规模增长，持续聚焦运营商业务：**国内外 FDD 系统设备、5G 系统设备出货增长，拉动运营商业务同比增长 16.66%。其中公司海外业务健康发展，与全球 70 多家运营商和 300 多家行业客户开展 5G 业务合作，暂未出现因中美贸易摩擦而导致的订单削减现象。此外，由于产品核心竞争力进一步增强，带动运营商业务毛利率小幅提高 2.24pct，再创新高。
- 消费者业务规模缩减，但毛利率提升：**报告期内公司对业务结构做出战略性调整，消费者业务收入规模缩减 21.93%，手机终端市场份额进一步压缩。公司转向高附加值核心机型，带动毛利率提升 5.37pct。鉴于 2020 年公司将陆续发布近 10 款 5G 机型，未来随着 5G 换机潮的到来，整体市场可期。
- 管理费用增加，销售费用减少：**虽然法律事务费增加，导致管理费用率同比提升 0.99pct。但短期内的费用提升能帮助公司更好地规避国际争端风险。与此同时，公司调减广告宣传支出，使销售费用率降低 1.95pct。我们预计未来终端业务销售费用将维持低位。
- 研发投入持续加大，5G 节奏与全球保持同步：**2019 年公司研发费用 125.48 亿元，同比增长 15.06%。公司聚焦 5G 主航道业务，全球专利申请量达 7.4 万件。我们认为，高强度的研发投入虽然短期内会影响公司利润，但长期有望助力公司成长为 5G 时代极具竞争力的电信设备厂商。
- 投资建议：**综上所述，考虑到近期三大运营商纷纷加大对 5G 的资本投入，而公司作为 5G 先锋将有望大幅受益，同时考虑到公司日益完善的合规体系以及不断补齐底层芯片、操作系统等短板能力，我们预计公司 20-22 年

营业收入为 975.46/1102.45/1262.38 亿元，归母净利润分别为 61.44/70.94/79.50 亿元，EPS 分别为 1.33/1.54/1.72 元，对应 PE 分别为 33X/28X/25X，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**运营商 5G 集采进程不及预期；海外业务发展受国际贸易政策阻碍。

目录

1. 事件.....	4
2. 全年收入规模增长，业务结构改善明显.....	4
2.1 2019Q4 单季收入、毛利率同比持平，信用减值情况大幅改善.....	4
2.2 费用控制能力强化，研发投入充分助力技术领先.....	5
2.3 经营性现金流好转，造血能力如期恢复.....	5
3. 核心芯片设计和开发能力持续增强，全面布局 5G 未来应用.....	6
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	8
附：盈利预测表.....	9

1. 事件

公司发布 2019 年年度报告: 全年营业收入 907.37 亿元, 同比增长 6.11%; 归母净利润 51.48 亿元, 扣非归母净利润 4.85 亿元, 实现扭亏为盈。其中第四季度营业收入 264.96 亿元, 同比微降 0.94%; 单季度归母净利润 10.20 亿元, 同比增长 269.49%。全年业绩符合预期。

2. 全年收入规模增长, 业务结构改善明显

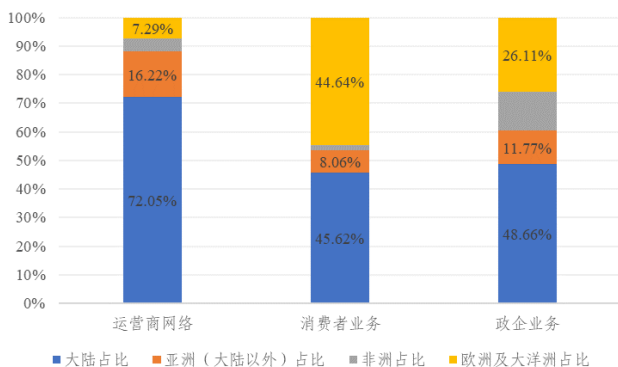
公司 19 年业务规模持续增长, 综合毛利率提升 4.26pct, 盈利能力增强。

■ **持续聚焦运营商业务:** 国内外 FDD 系统设备、5G 系统设备出货增长, 拉动运营商业务同比增长 16.66%。其中公司海外业务健康发展, 与全球 70 多家运营商和 300 多家行业客户展开 5G 业务合作, 暂未出现因中美贸易摩擦而导致的订单削减现象。此外, 由于产品核心竞争力进一步增强, 带动毛利率小幅提升 2.24pct。

■ **政企业务营收和毛利率均维持平稳:** 亚洲 (中国大陆及其他地区) 市场营业收入占比由 60.4% 提升至 65.2%, 非洲市场收入占比由 13.5% 下降至 9.5%。综合来看, 政企业务收入及毛利基本平稳。

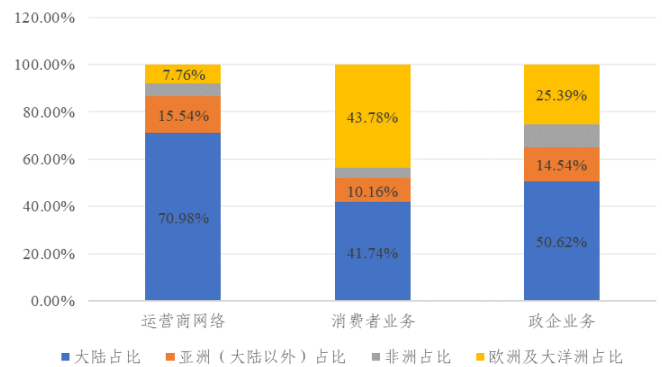
■ **消费者业务规模缩减, 但毛利率提升:** 消费者业务收入规模缩减 21.93%, 其中大陆及欧美市场收入降幅较大。公司对业务结构做出策略性调整, 聚焦高附加值核心机型, 带动毛利率增长 5.37pct。随着 2020 年公司将继续发布近 10 款 5G 机型, 未来未来随着 5G 换机潮的到来, 整体市场可期。

图 1: 2018 年公司业务在各地区收入占比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 2019 年公司业务在各地区收入占比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.1 2019Q4 单季收入、毛利率同比持平, 信用减值情况大幅改善

公司 Q4 单季收入环比回升, 同比基本平稳。我们认为消费者业务的缩减一定程度上抵消了 5G 订单的增长。在收入、毛利率同比持平的情况下, 四季度归母净利润大幅改善主要因为公司回款情况良好, 信用减值情况好转, 由 18 年 Q4 的 17.2 亿减少至 1.13 亿。

图 3: 公司单季度收入利润情况 (亿元、%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率情况 (%)

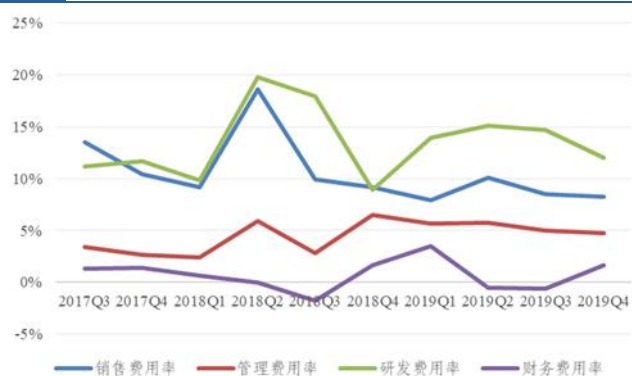


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.2 费用控制能力强化, 研发投入充分助力技术领先

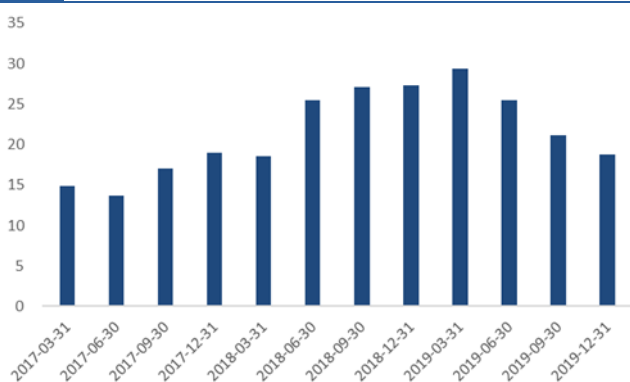
虽然法律事务费增加, 导致管理费用率同比提升 0.99pct。但短期内的费用提升能帮助公司更好地规避国际贸易争端风险。与此同时, 公司降低广告宣传支出, 使销售费用率下降 1.95pct。我们预计未来终端业务销售费用将保持较低位。2019 年公司研发费用 125.48 亿元, 同比增长 15.06%。公司聚焦 5G 主航道业务, 全球专利申请量高达 7.4 万件。我们认为, 高强度的研发投入虽然短期内会降低公司利润, 但长期将助力公司成长为 5G 时代极具竞争力的电信设备厂商。

图 5: 公司单季度费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 公司开发支出情况 (亿元)

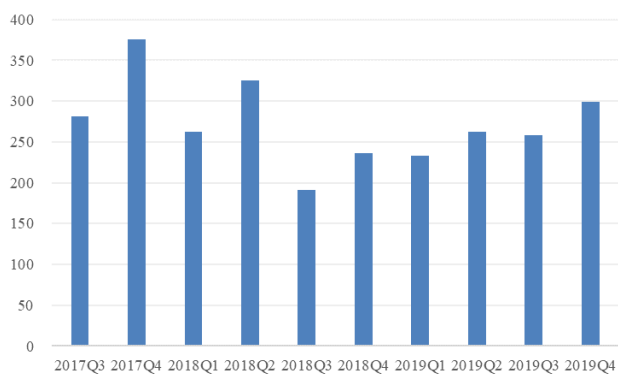


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.3 经营性现金流好转, 造血能力如期恢复

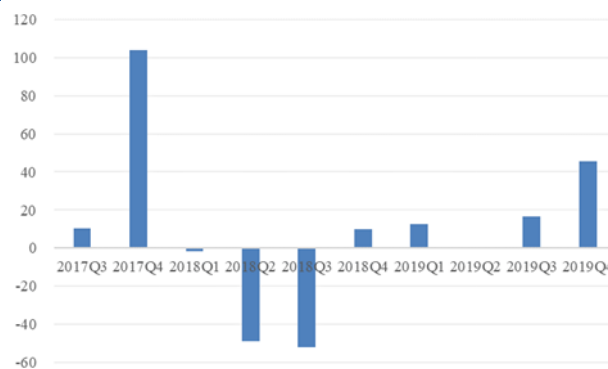
公司录得经营性净现金流 74.47 亿元, 整体造血能力得以恢复。公司在报告期内增加了巨额长期借款融资, 缓解了资金压力; 并于 20 年初顺利完成定增, 募资 114.62 亿元, 可有效降低因债权融资而产生的财务费用。若按照 5% 的利息估计, 定增可望增厚约 5.7 亿元业绩。充裕的现金为公司未来发展, 特别是面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发提供了良好的财务支撑。

图 7: 公司单季度经营性现金流入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 8: 公司单季度经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

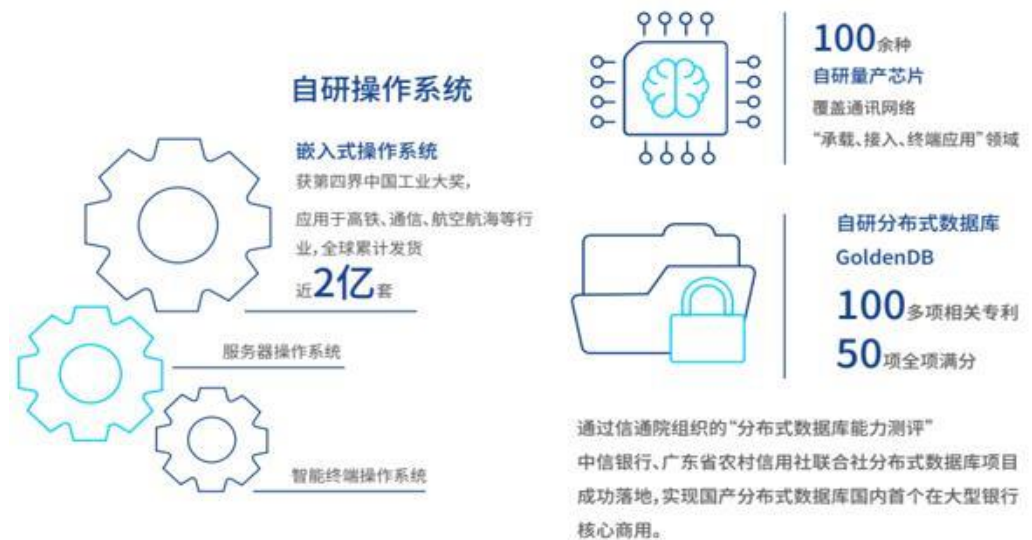
3. 核心芯片设计和开发能力持续增强, 全面布局 5G 未来应用

报告期内, 公司持续将 5G 作为核心发展战略, 已经具备 5G 端到端解决方案能力, 并在无线、核心网、承载、芯片、终端和行业应用等方面已做好全面商用准备。此外, 公司在已有的强大的芯片设计和开发能力的基础之上, 持续投入研发力量, 已经实现 7nm 芯片规模量产并在全球 5G 规模部署中实现商用, 并加紧导入下一代 5nm 芯片。

在无限方面, 公司基于 7nm 自研芯片的高性能、全系列无线产品将助力运营商打造性价比最优、平滑演进 5G 网络。在承载网领域, 公司 FlexE、网络处理器和交换三合一自研芯片支持超低时延, 实测处于行业最佳水平。公司自研芯片能力持续迭代助力公司核心路由器持续进阶, 报告期内进入国家级核心节点并在全中国 19 个省份商用。另外, 在固网领域, 公司固网终端占有率全球第一, 基于自研芯片的 ONT 累计发货超过一亿台。

同时, 公司持续补足自主研发软件能力, 公司的操作系统广泛应用于包括复兴号高铁等重大工业领域, 现网应用超过 2 亿套; 数据库在要求严格的金融领域中开始广泛应用, 在中信银行的信用卡系统上经过了“双十一”的高负荷考验。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司拥有芯片专利申请超过 3900 余件, 芯片专利布局覆盖欧、美、日、韩等多个国家和地区。我们认为, 公司作为 5G 先锋, 具备端到端的解决方案能力, 在中美贸易争端不断的背景下, 持续补齐芯片、操作系统、数据库等短板, 依靠自身的生态不断培育和完善的自身的底层技术生态, 并已经在无线、承载网以及固网接入等方面实现了自研产品的应用突破。未来, 随着公司芯片能力的持续提升, 一方面将降低生产成本, 另一方面也将为产业链安全提供更强的保障。

图 9: 芯片、操作系统、数据库构筑底层发展基石



资料来源：公司公告，长城证券研究所

在 5G 应用以及行业解决方案方面，公司基于 5G 端到端切片以及 MEC 能力，结合 AI、物联网、云视频、融合定位、立体安全等五大能力中台，助力工业、教育、医疗、金融、交通、能源等 15 各行业领域共计超过 300 家合作伙伴的数字化转型，已经探索了 86 个 5G 应用场景，于全球范围内成功开展超过 60 个实践项目。特别是在 5G+4K 超高清方面，公司率先提出“超视频”概念，并推出 5G+4K 超高清网络摄像机，并发布了全球首家 5G+4K 高清视频会议终端。另外，在云计算方面，公司一方面推动绿色智慧数据中心解决方案，2019 年中标腾讯 T-Block、百度间接蒸发冷却空调等重点项目；另一方面加强了云电脑产品投入，公司 uSmartView 云电脑在远程办公、信息安全、智能运维、节能减排等方面相比传统 PC 具有明显优势。

图 10: 公司 1+5+N 的 5G 赋能体系



资料来源：公司公告，长城证券研究所

综上，我们认为公司作为 5G 先锋，在产品、技术方面双轮驱动，不断补齐短板提升综合竞争力，并发挥技术优势推动 5G 应用和垂直行业数字化转型。未来，随着 5G 建设和应用的快速推进，公司盈利能力有望持续恢复和提升，并加速底层技术的研发进度，从行业应用以及软件解决方案等方面持续扩大市场空间。

4. 投资建议

综上所述，考虑到近期三大运营商纷纷加大对 5G 的资本投入，而公司作为 5G 先锋将有望大幅受益，同时考虑到公司日益完善的合规体系以及不断补齐底层芯片、操作系统等短板能力，我们预计公司 20-22 年营业收入为 975.46/1102.45/1262.38 亿元，归母净利润分别为 61.44/70.94/79.50 亿元，EPS 分别为 1.33/1.54/1.72 元，对应 PE 分别为 33X/28X/25X，维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

运营商 5G 集采进程不及预期；海外业务发展受国际贸易政策阻碍；中美贸易争端对公司或存在不利影响。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513.15	90736.58	97545.61	110244.86	126237.80	成长性					
营业成本	57367.58	57008.38	61183.06	68939.76	79362.96	营业收入增长	-21.4%	6.1%	7.5%	13.0%	14.5%
销售费用	9084.49	7868.72	8437.69	9536.18	10982.69	营业成本增长	-23.5%	-0.6%	7.3%	12.7%	15.1%
管理费用	3651.50	4772.82	5121.14	5787.86	6602.24	营业利润增长	-109.1%	1334.1%	6.6%	15.0%	11.8%
研发费用	10905.58	12547.90	13363.75	14883.06	16789.63	利润总额增长	-209.4%	-197.4%	10.6%	15.3%	12.0%
财务费用	280.65	965.96	865.24	1067.16	1098.11	净利润增长	-252.9%	-173.7%	19.3%	15.5%	12.1%
其他收益	2081.46	1695.88	1700.00	1698.63	1699.08	盈利能力					
投资净收益	294.49	249.45	300.00	500.00	658.30	毛利率	32.9%	37.2%	37.3%	37.5%	37.1%
营业利润	-611.95	7552.18	8050.89	9256.41	10344.36	销售净利率	-8.1%	6.4%	6.7%	6.8%	6.6%
营业外收支	-6738.25	-390.51	-130.00	-125.00	-120.00	ROE	-21.1%	15.2%	14.9%	14.7%	14.2%
利润总额	-7350.20	7161.67	7920.89	9131.41	10224.36	ROIC	-25.5%	21.1%	26.6%	24.2%	31.1%
所得税	-400.86	1385.00	1425.76	1643.65	1840.39	营运效率					
少数股东损益	-382.72	280.19	351.61	393.63	433.76	销售费用/营业收入	10.6%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
净利润	-6983.66	5147.88	6143.51	7094.13	7950.22	管理费用/营业收入	4.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%
资产负债表						研发费用/营业收入	12.8%	13.8%	13.7%	13.5%	13.3%
					(百万)	财务费用/营业收入	0.3%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%
流动资产	92847.65	102567.17	117960.30	123101.20	148380.20	投资收益/营业利润	-48.1%	3.3%	3.7%	5.4%	6.4%
货币资金	24289.80	33309.35	39289.12	40799.62	52203.71	所得税/利润总额	5.5%	19.3%	18.0%	18.0%	18.0%
应收票据及应收账款合计	21592.33	19778.28	26672.01	25207.93	33781.70	应收账款周转率	3.56	4.39	4.20	4.25	4.28
其他应收款	2004.87	1023.27	2232.11	1447.08	2765.84	存货周转率	2.24	2.16	2.16	2.16	2.16
存货	25011.42	27688.51	28870.60	34858.99	38506.06	流动资产周转率	0.85	0.93	0.88	0.91	0.93
非流动资产	36503.10	38634.96	36575.01	35102.89	33780.27	总资产周转率	0.63	0.67	0.66	0.71	0.74
固定资产	8898.07	9383.49	9115.67	9268.38	9578.38	偿债能力					
资产总计	129350.75	141202.14	154535.30	158204.09	182160.47	资产负债率	74.5%	73.1%	71.5%	67.6%	67.4%
流动负债	89376.80	86370.52	96273.67	95337.60	112898.68	流动比率	1.04	1.19	1.23	1.29	1.31
短期借款	23739.61	26645.97	21701.53	24029.04	24125.51	速动比率	0.55	0.63	0.71	0.71	0.79
应付款项	27443.10	27728.55	33211.65	35471.98	44531.89	每股指标 (元)					
非流动负债	7013.28	16877.32	14273.25	11620.94	9920.50	EPS	-1.51	1.12	1.33	1.54	1.72
长期借款	2366.57	10045.09	7785.28	5631.97	3484.12	每股净资产	4.96	6.25	7.40	8.89	10.55
负债合计	96390.07	103247.84	110546.91	106958.54	122819.19	每股经营现金流	-0.44	0.10	3.08	1.03	3.58
股东权益	32960.68	37954.30	43603.92	50861.08	58956.80	每股经营现金/EPS	0.29	0.09	2.31	0.67	2.08
股本	4192.67	4227.53	4612.01	4612.01	4612.01	估值					
留存收益	9308.01	14455.89	20684.32	27787.76	35633.84	PE	-28.65	38.87	32.57	28.21	25.17
少数股东权益	3810.74	2875.07	3226.68	3620.31	4054.07	PEG	0.13	-0.15	5.06	-0.14	1.90
负债和权益总计	129350.75	141202.14	154535.30	158204.09	182160.47	PB	8.74	6.94	5.86	4.88	4.11
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	-52.81	18.53	17.37	15.54	13.22
经营活动现金流	-9215.39	7446.55	14184.85	4760.93	16528.41	EV/SALES	2.46	2.35	2.06	1.81	1.48
其中营运资本减少	3076.07	-6897.32	3876.81	-6855.98	3598.71	EV/IC	3.44	2.70	2.58	2.36	2.06
投资活动现金流	-965.70	-6023.12	-677.37	-1666.66	-2124.70	ROIC/WACC	-3.20	2.65	3.34	2.96	3.68
其中资本支出	4881.87	6550.62	-1121.63	-645.32	-702.21	REP	-1.08	1.02	0.77	0.80	0.56
融资活动现金流	888.09	5721.72	-7527.71	-1583.76	-2999.63						
净现金总变化	-8975.16	7371.69	5979.78	1510.50	11404.09						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>