

中兴通讯 (000063)

证券研究报告

2020年04月25日

虽受疫情影响 Q1 总体仍稳健，5G 建设高峰到来，全面推进值得期待

事件：4月24日，公司公布2020年第一季度报告，报告期内实现营业收入214.84亿元（YoY -3.23%）；实现归母净利润7.80亿元（YoY -9.58%）；实现扣非归母净利润1.60亿元（YoY +20.51%）。

点评：1、虽受疫情影响，整体表现仍稳健。

2020Q1 营收同比略降 3.23%，反映虽然受 Q1 疫情影响，但总体仍表现稳健，基本符合预期，Q2 受益国内全面复工、5G 加速建设，业绩趋势有望进一步向好。

实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比增长 20%，内生增长稳定。其中非经常性损益金额约为 6.2 亿元（19Q1 7.30 亿元），影响较大的项包括本期资产减值损失计提 5.08 亿元（去年同期 3.84 亿元），主要为本期发出商品跌价准备增加。

毛利率 20Q1 为 39.34%，单季度毛利率接近近年来历史高点 19Q1 的 39.97%，延续毛利率改善趋势。

三费方面，20Q1 三费合计占营收比例 16.93%，同比略降 0.21pp，主要为管理费用率 4.87%，同比下降 0.81pp；销售费用率 7.89%，同比下降 0.06pp；财务费用率 4.17%，同比+0.67pp。总体反映公司的管理改善明显，预计随着定增募集 114.6 亿资金已到位、并逐步替换此前有息债务，预期财务费用全年有望得到显著改善。

20Q1 末货币资金余额约 379.12 亿元，较上年末增长 13.82%，主要为 2020 年 2 月完成定向融资。资金的陆续补充，有利支撑公司在 5G 时期的全面发展。

2、持续加大研发投入，芯片等重要领域自研能力提升。

20Q1 研发投入 32.41 亿元（比 19Q1 增长 1.48 亿元），占营收的 15.08%，研发费用率为近五年来新高。持续加大的研发投入，公司重要领域的产品能力大幅提升：（1）5G 的 7nm 核心芯片已实现商用，下一代 5nm 芯片正在导入，截至 2019 年 12 月 31 日，本集团拥有全球专利申请量 7.4 万件，已授权专利超过 3.4 万件；芯片专利申请 3900 余件，芯片专利布局覆盖欧、美、日、韩等多个国家和地区。根据 IPlytics 2020 年 2 月的报告，公司已向 ETSI 披露了 5G 标准必要专利 2,561 族，位列全球前三位；（2）GoldenDB 分布式数据库于 2019 年 10 月 26 日正式在中信银行信用卡中心核心业务投产；（3）承载网领域，FlexE、网络处理器和交换三合一自研芯片技术指标达 3GPP 完美同步水平。自研芯片能力的持续迭代助力公司核心路由器持续进阶，于 2019 年进入国家级核心节点。

3、三大运营商的 5G 基站招标落地，行业迎来密集出货期值得期待。

3 月，中国移动完成 2020 年 5G 二期无线网主设备集中采购项目，总需求 23 万站，其中中兴通讯作为第二份额中标；4 月，中国电信和中国联通 2020 年 5G SA 新建工程无线主设备联合集中采购结果公示，总需求 25 万站，中兴再次作为主要第二份额中标。三大运营商均完成了第一次大规模的 5G 基站招标集采，公司作为主要中标方，将迎来行业密集出货交付期，值得期待。

投资建议：通过 2G 到 4G 网络建设时代的发展，公司业已成为全球前四、国内前二的电信设备商龙头，在新一轮的 5G 建设大时代下，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。当前，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、113 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，5G 网络建设低于预期，海外市场网络建设推迟风险，中美贸易摩擦升级，运营商业务毛利率下降风险

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	38.85 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)	149,825.17
流通 A 股市值(百万元)	135,000.30
每股净资产(元)	8.95
资产负债率(%)	69.79
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
rongzheneng@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-年报点评报告:基本面反转趋势确立，以更好姿态迎接 5G 时代》 2020-03-29
- 《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

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	113,175.58	141,805.08	178,491.11
增长率(%)	(21.41)	6.11	24.73	25.30	25.87
EBITDA(百万元)	14,635.60	24,534.64	11,200.34	14,047.29	18,485.01
净利润(百万元)	(6,983.66)	5,147.88	6,568.69	8,532.07	11,259.08
增长率(%)	(252.88)	(173.71)	27.60	29.89	31.96
EPS(元/股)	(1.51)	1.12	1.42	1.85	2.44
市盈率(P/E)	(25.66)	34.81	27.28	21.00	15.91
市净率(P/B)	7.83	6.22	4.74	3.87	3.11
市销率(P/S)	2.10	1.97	1.58	1.26	1.00
EV/EBITDA	5.17	5.70	14.00	10.89	7.54

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	50,047.00	53,022.91	67,439.84
应收票据及应收账款	21,592.33	19,778.28	37,447.18	26,654.21	54,030.69
预付账款	615.49	402.53	1,291.24	567.43	1,726.24
存货	25,011.42	27,688.51	33,421.74	46,010.72	48,503.84
其他	21,338.63	21,388.51	24,738.50	21,547.92	26,373.26
流动资产合计	92,847.65	102,567.17	146,945.66	147,803.19	198,073.86
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	180,408.38	179,576.14	228,207.04
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	44,850.58	46,145.49	64,335.15
其他	38,194.08	31,996.00	51,807.93	41,080.80	58,538.02
流动负债合计	89,376.80	86,370.52	122,910.88	113,478.65	149,125.53
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	139,398.85	129,467.62	165,561.92
少数股东权益	3,810.74	2,875.07	3,228.50	3,795.41	5,072.94
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	33,169.00	41,701.08	52,960.16
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	41,009.53	50,108.52	62,645.12
负债和股东权益总	129,350.75	141,202.14	180,408.38	179,576.14	228,207.04

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(6,949.34)	5,776.67	6,568.69	8,532.07	11,259.08
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	1,131.76	1,418.05	1,784.91
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)	10,726.13	(7,499.73)	(560.61)
其它	766.11	4,782.82	372.04	576.52	1,306.56
经营活动现金流	(9,215.39)	7,446.55	19,913.41	4,151.93	14,918.69
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)	1,304.04	(1,367.73)	(1,734.59)
其他	(25,047.28)	(31,447.38)	(43,624.60)	(38,203.23)	(37,580.69)
筹资活动现金流	888.09	5,721.72	(4,177.26)	(2,069.63)	(1,812.19)
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	16,737.65	2,975.92	14,416.93

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	113,175.58	141,805.08	178,491.11
营业成本	57,367.58	57,008.38	72,608.64	89,607.48	111,115.05
营业税金及附加	637.73	930.51	905.40	1,215.40	1,596.07
营业费用	9,084.49	7,868.72	10,072.63	13,116.97	16,510.43
管理费用	3,651.50	4,772.82	5,658.78	7,090.25	8,924.56
研发费用	10,905.58	12,547.90	14,712.83	18,434.66	23,203.84
财务费用	280.65	965.96	1,131.76	1,418.05	1,784.91
资产减值损失	2,076.86	(1,281.07)	1,131.76	1,418.05	1,784.91
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	2,687.49	335.73	(3,000.00)	(3,000.00)	(3,000.00)
营业利润	(611.95)	7,552.18	8,953.79	11,504.22	15,571.34
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	8,753.79	11,304.22	15,371.34
所得税	(400.86)	1,385.00	1,313.07	1,695.63	2,305.70
净利润	(6,949.34)	5,776.67	7,440.72	9,608.59	13,065.64
少数股东损益	(382.72)	280.19	372.04	576.52	1,306.56
归属于母公司净利润	(6,983.66)	5,147.88	6,568.69	8,532.07	11,259.08
每股收益(元)	(1.51)	1.12	1.42	1.85	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%	24.73%	25.30%	25.87%
营业利润	-109.06%	-1334.12%	18.56%	28.48%	35.35%
归属于母公司净利润	-252.88%	-173.71%	27.60%	29.89%	31.96%
获利能力					
毛利率	32.91%	37.17%	35.84%	36.81%	37.75%
净利率	-8.17%	5.67%	5.80%	6.02%	6.31%
ROE	-30.50%	17.86%	17.39%	18.42%	19.56%
ROIC	-3.87%	28.70%	31.76%	68.11%	70.94%
偿债能力					
资产负债率	74.52%	73.12%	77.27%	72.10%	72.55%
净负债率	9.28%	10.52%	-29.03%	-30.98%	-47.79%
流动比率	1.04	1.19	1.20	1.30	1.33
速动比率	0.76	0.87	0.92	0.90	1.00
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	3.57	3.78
总资产周转率	0.63	0.67	0.70	0.79	0.88
每股指标(元)					
每股收益	-1.51	1.12	1.42	1.85	2.44
每股经营现金流	-2.00	1.61	4.32	0.90	3.23
每股净资产	4.96	6.25	8.19	10.04	12.48
估值比率					
市盈率	-25.66	34.81	27.28	21.00	15.91
市净率	7.83	6.22	4.74	3.87	3.11
EV/EBITDA	5.17	5.70	14.00	10.89	7.54
EV/EBIT	6.24	6.52	17.26	12.83	8.52

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