

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年04月25日
市场数据

目前股价	38.85
总市值（亿元）	1,791.76
流通市值（亿元）	1,350.00
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

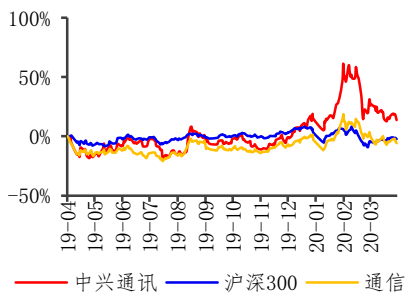
✉ wutong@cgws.com

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

<<5G 先锋聚焦运营商业务，研发投入充分巩固竞争力>> 2020-03-29

<<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

管理经营全面优化，聚焦 5G 领衔新基建

——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	-26	35	29	25	23

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布 2020 年一季度报告：一季度营业收入 214.84 亿元，同比减少 3.23%；归母净利润 7.8 亿元，同比减少 9.58%。业绩稳健，符合预期。
- 聚焦运营商主业，盈利能力稳中有升：**公司持续聚焦运营商等 ToB 主业，FDD、5G 系统设备出货拉动增长；消费者业务占比较低，产品结构持续优化。因此公司 Q1 营收受疫情影响可控，且销售毛利率仍维持在 39.34%（YoY -0.63pct）的较高水平。报告期内，公司归母净利润同比下滑 -9.58%，主要由于公允价值变动收益同比减少 3.31 亿，投资收益同比缩减 3314.1 万元所致。公司核心业务盈利能力仍稳中有升，扣非净利润同比逆势增长 20.51%。
- 管理经营全面优化，研发投入持续加大：**公司期间费用率 32.01%（YoY 0.95pct）。其中，管理费用率（YoY -0.81pct）降低，验证公司管理和经营效率提升；销售费用率（YoY -0.06pct）基本平稳，继续保持较低的广告宣传支出；财务费用率（YoY 0.67pct）小幅提升，定增资金到位有望持续降低财务费用压力。另外，公司研发费用率持续增长 1.15pct，导致公司总体费用率略有提升。我们认为，公司多数研发中心设在国内，受疫情影响相对较小，高研发投入将逐步转化为 5G 核心竞争力。
- 积极备货应对风险，长期成长空间确立：**公司 Q1 实现经营性净现金流 3.72 亿元，同比下降 8.88 亿元，主要由于加大备货以及回款减少所致。公司一季度末存货依旧维持在 276.20 亿元的高位（YoY 9.47 亿元），侧面印证公司备货依旧充足，订单确定性较高。其次，公司发出商品跌价准备同比提升，我们认为疫情期间物流延长或将导致发出商品推迟确认。发出商品价值将为公司未来收入、业绩增长提供坚实保障。

- **投资建议:** 综上所述, 三大运营商集采陆续推进, 公司作为 5G 先锋将有望优先受益; 此外, 公司在疫情之中表现出色的抗风险能力, 管理经营日益优化, 底层芯片、操作系统等短板逐步补齐, 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 29X/25X/23X, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 海外业务发展受疫情影响较为严重; 贸易因素影响公司原材料采购成本。

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	-25.66	34.81	29.17	25.26	22.54
少数股东权益	3810.74	2875.07	3226.68	3620.31	4054.07	PEG	0.12	-0.13	4.53	-0.12	1.70
负债和权益总计	129350.75	141202.14	154535.30	158204.09	182160.47	PB	7.83	6.22	5.25	4.37	3.68
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	-47.54	16.71	15.57	13.91	11.74
经营活动现金流	-9215.39	7446.55	14184.85	4760.93	16528.41	EV/SALES	2.21	2.12	1.85	1.62	1.32
其中营运资本减少	3076.07	-6897.32	3876.81	-6855.98	3598.71	EV/IC	3.10	2.43	2.31	2.11	1.83
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	-0.97	0.92	0.69	0.71	0.50
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>