

2019年4月26日

业绩基本符合预期，短期经营性现金流承压

中兴通讯(000063)

1. 事件：公司一季度营业收入为214.84亿元，同比下降3.23%，归母净利润7.8亿元，同比下降9.58%，归母扣除非净利润1.60亿，同比增长20.5%。

2. 疫情影响业务收入下降是业绩下滑主因，费用端整体下降，其他收益对冲对业绩影响不大

疫情影响，业务收入及毛利下降是业绩下滑主因：我们判断受疫情影响，公司收入降低，固定成本相对刚性，毛利同比下降。从历史看，公司一季度毛利率普遍偏高不构成对全年毛利指引。

费用端整体降低1.8亿元，其中销售费用降低0.71亿元，管理费用降低2.15亿元（预计是差旅费等降低导致，随着疫情缓解预计销售及管理费用环比会有所提升）；税金及附加降低1.62亿左右（主要城建税和教育费附加减少所致）；财务费用增加1.2亿元（利息收入虽然增加1.4亿元左右，预计其他方面的财务支出有所加大导致）；研发费用增加1.48亿元（研发占收比15.1%，同比上升1.2个百分点，预计主要是5G相关芯片及相关系统研发投入持续加大，目前5G发展关键阶段，预计全年公司研发强度不会发生变化）。

3. 短期经营现金流承压，应付职工薪酬大幅增长，多元化融资方案提升公司现金流流转能力

叠加疫情影响，公司短期现金流承压：公司经营活动产生的现金流净额下滑70.45%。主要因期内销售商品、提供劳务收到的现金减少以及购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。同时我们注意到，Q1公司应付职工薪酬102亿，相比上季度增加13亿，短期公司经营性现金流预计还有压力。

多元化融资方案提升公司现金流：Q1公司短债下降75.6亿，长债方面增加64亿左右，公司相继完成了115亿A股定增，并拟注册发行不超过80亿中期票据。整体杠杆率方面有所降低，预计后续公司利息成本有所降低。

4. 投资建议：

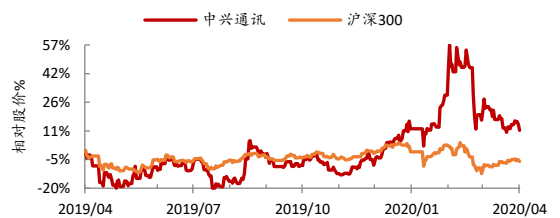
国内业务5G招投标陆续完成，相关建设已经陆续复工，二季度公司国内业务压力预计有所缓解；但是考虑到目前海外疫情因素，公司海外业务尤其是运营商和消费者终端业务预计将会受到影响。我们目前暂维持2020-2021年业绩预期，60.2亿元、71.4亿元，对应现价PE 29.8x、25x，维持“中性”评级。

6. 风险提示：1) 受疫情因素影响公司关键元器件运输及产能供应不足 2) 海外市场疫情持续，公司海外客户需求放缓。

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级：	中性
上次评级：	中性
目标价格：	
最新收盘价：	38.85
股票代码：	000063
52周最高价/最低价：	55.11/27.9
总市值(亿)	1,791.76
自由流通市值(亿)	1,350.00
自由流通股数(百万)	3,474.91



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	100,125	111,953	128,746
YoY (%)	-21.4%	6.1%	10.3%	11.8%	15.0%
归母净利润(百万元)	-6,567	5,496	6,017	7,085	8,478
YoY (%)	-229.5%	183.7%	9.5%	17.7%	19.7%
毛利率 (%)	32.9%	37.2%	34.0%	35.5%	35.5%
每股收益 (元)	-1.42	1.19	1.30	1.54	1.84
ROE	-22.5%	15.7%	14.5%	14.6%	14.9%
市盈率	-27.29	32.60	29.78	25.29	21.13

资料来源: wind, 华西证券

1. 事件:

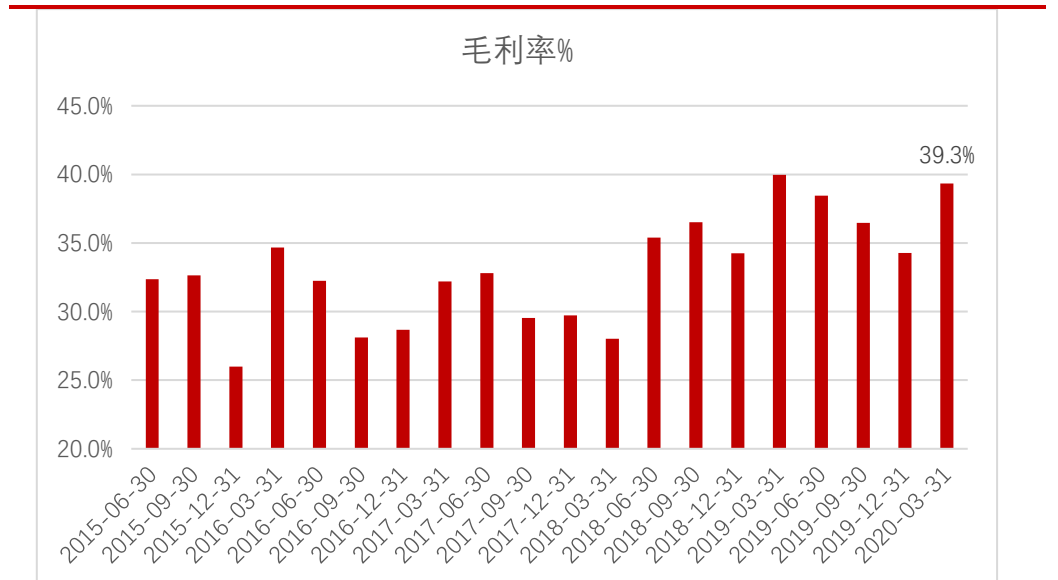
公司一季度营业收入为 214.84 亿元, 同比下降 3.23%, 归母净利润 7.8 亿元, 同比下降 9.58%, 归母扣除净利润 1.60 亿, 同比增长 20.5%。

2. 疫情影响业务收入下降是业绩下滑主因, 费用端整体下降, 其他收益对冲对业绩影响不大

疫情影响, 业务收入及毛利下降是业绩下滑主因: 公司一季度收入下滑 7.2 亿左右, 成本下滑 4.7 亿, 导致毛利下滑 2.5 亿左右, 毛利率下滑 0.7 个百分点到 39.3%。

我们判断受疫情影响, 公司收入降低, 固定成本相对刚性, 毛利同比降低。从历史看, 公司一季度毛利率普遍偏高不构成对全年毛利指引。

图 1 公司扣非净利润



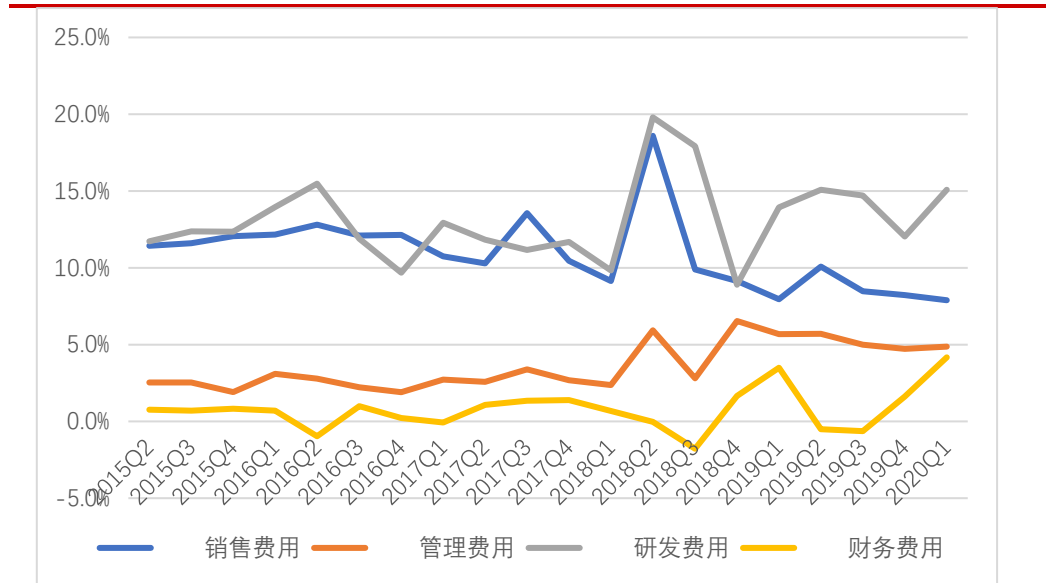
资料来源: wind, 华西证券研究所

费用端整体降低 1.8 亿元, 其中销售费用降低 0.71 亿元, 管理费用降低 2.15 亿元 (预计是差旅费等降低导致, 随着疫情缓解预计销售及管理费用环比会有所提升); 税金及附加降低 1.62 亿左右 (主要城建税和教育费附加减少所致); 财务费用增加 1.2 亿元 (利息收入虽然增加 1.4 亿元左右, 预计其他方面的财务支出有所加大导致, 整体杠杆率方面有所降低, 预计后续公司利息成本有所降低); 研发费用增加 1.48 亿元 (研发占收比 15.1%, 同比上升 1.2 个百分点, 预计主要是 5G 相关芯片及相关系统研发投入持续加大, 目前 5G 发展关键阶段, 预计全年公司研发强度不会发生变化)。

资产减值损失 5.1 亿, 同比增加 1.2 亿, 主要因公司发出商品跌价准备增加所致。

其他收益 4.1 亿, 同比增加 2 亿, 主要因公司软件产品增值税退税收入增加所致。

图2 公司三费情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 短期经营现金流承压，应付职工薪酬大幅增长，多元化融资方案提升公司现金流流转能力

叠加疫情影响，公司短期现金流承压：公司经营活动产生的现金流净额下滑 70.45%。主要因期内销售商品、提供劳务收到的现金减少以及购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。同时我们注意到，Q1 公司应付职工薪酬 102 亿元，相比上季度增加 13 亿，短期公司经营性现金流预计还有压力。

多元化融资方案提升公司现金流：Q1 公司短债下降 75.6 亿元，长债方面增加 64 亿元左右，公司相继完成了 115 亿元 A 股定增，并拟注册发行不超过 80 亿中期票据。

4. 投资建议

国内业务 5G 招投标陆续完成，相关建设已经陆续复工，二季度公司国内业务压力预计有所缓解；但是考虑到目前海外疫情因素，公司海外业务尤其是运营商和消费者终端业务预计将会受到影响。我们目前暂维持 2020-2021 年业绩预期，60.2 亿元、71.4 亿元，对应现价 PE 33x、28x，维持“中性”评级。

5. 风险提示

- 1) 受疫情因素影响公司关键元器件运输及产能供应不足，导致公司产品生产滞后
- 2) 欧洲等海外市场疫情持续，公司海外客户需求放缓。

务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	90,737	100,125	111,953	128,746	净利润	5,777	6,350	7,470	8,937
YoY (%)	6.1%	10.3%	11.8%	15.0%	折旧和摊销	3,062	2,692	1,538	1,243
营业成本	57,008	66,083	72,210	83,041	营运资金变动	-4,566	1,508	-2,381	-1,370
营业税金及附加	931	907	1,029	1,200	经营活动现金流	4,693	10,549	6,254	7,565
销售费用	7,869	11,014	12,875	14,935	资本开支	-4,667	-5,228	-4,149	319
管理费用	4,773	4,527	5,291	6,111	投资	569	0	0	0
财务费用	966	226	151	171	投资活动现金流	-6,023	-4,711	-3,763	822
资产减值损失	-1,281	967	1,451	1,144	股权募资	591	384	0	0
投资收益	249	517	386	503	债务募资	45,321	-26,646	0	0
营业利润	7,552	7,453	8,763	10,580	筹资活动现金流	5,722	-27,297	-502	-502
营业外收支	-391	0	0	0	现金净流量	0	-21,458	1,989	7,885
利润总额	7,162	7,453	8,763	10,580	主要财务指标				
所得税	1,385	1,102	1,293	1,643	成长能力 (%)				
净利润	5,777	6,350	7,470	8,937	营业收入增长率	6.1%	10.3%	11.8%	15.0%
归属于母公司净利润	5,496	6,017	7,085	8,478	净利润增长率	183.7%	9.5%	17.7%	19.7%
YoY (%)	183.7%	9.5%	17.7%	19.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.19	1.30	1.54	1.84	毛利率	37.2%	34.0%	35.5%	35.5%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.4%	6.3%	6.7%	6.9%
货币资金	33,309	11,851	13,840	21,725	总资产收益率 ROA	3.9%	4.7%	4.9%	5.2%
预付款项	403	557	603	678	净资产收益率 ROE	15.7%	14.5%	14.6%	14.9%
存货	27,689	29,504	33,057	38,088	偿债能力 (%)				
其他流动资产	41,167	44,684	49,229	54,595	流动比率	1.19	1.28	1.29	1.35
流动资产合计	102,567	86,596	96,729	115,086	速动比率	0.75	0.71	0.70	0.75
长期股权投资	2,327	2,327	2,327	2,327	现金比率	0.39	0.18	0.18	0.25
固定资产	9,383	10,400	11,426	8,451	资产负债率	73.1%	65.4%	63.8%	62.6%
无形资产	7,719	10,343	13,929	17,817	经营效率 (%)				
非流动资产合计	38,635	42,690	47,290	48,173	总资产周转率	0.64	0.77	0.78	0.79
资产合计	141,202	129,285	144,020	163,258	每股指标 (元)				
短期借款	26,646	0	0	0	每股收益	1.19	1.30	1.54	1.84
应付账款及票据	27,729	31,669	34,767	39,988	每股净资产	7.61	8.99	10.53	12.37
其他流动负债	31,996	36,050	40,216	45,297	每股经营现金流	1.02	2.29	1.36	1.64
流动负债合计	86,371	67,719	74,983	85,285	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10,045	10,045	10,045	10,045	估值分析				
其他长期负债	6,832	6,832	6,832	6,832	PE	32.60	29.78	25.29	21.13
非流动负债合计	16,877	16,877	16,877	16,877	PB	4.65	4.82	4.12	3.51
负债合计	103,248	84,596	91,860	102,162					
股本	4,228	4,612	4,612	4,612					
少数股东权益	2,875	3,208	3,593	4,052					
股东权益合计	37,954	44,689	52,159	61,096					
负债和股东权益合计	141,202	129,285	144,020	163,258					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋 辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域；

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。