

5G 建设提速，技术、专利以及解决方案优势显著，持续看好未来业绩稳定增长 买入（维持）

2020 年 04 月 27 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,737	109,921	128,889	146,332
同比（%）	6.1%	21.1%	17.3%	13.5%
归母净利润（百万元）	5,148	7,022	8,613	10,320
同比（%）	173.7%	36.4%	22.7%	19.8%
每股收益（元/股）	1.12	1.52	1.87	2.24
P/E（倍）	31.90	25.52	20.80	17.36

投资要点

- **事件：**4月25日，中兴通讯发布2020年1季度业绩，实现营业总收入214.84亿元，同比下滑3.23%，实现归属于母公司的净利润为7.8亿元，同比下滑9.58%。
- **长期需求旺盛，持续看好未来业绩稳步增长：**受到疫情的影响，第一季度营业收入与归母净利润分别下滑3.23%与9.58%，其中资产减值损失为5.08亿元，信用减值损失为3.93亿元；第一季度非经常性损益减少1.09亿元，实现扣非后净利润1.60亿元，同比增长20.51%；我们认为随着国内5G建设提速，业绩将实现稳定增长。
- **经营质量显著改善，研发支出力度不减：**2020年Q1实现毛利率39.34%，较2019年Q4提升5.07pp；销售费用、财务费用以及管理费用合计36.37亿元，同比下滑4.39%，其中销售费用为16.95亿元，同比下滑4.02%，管理费用为10.46亿元，同比下滑17.05%。发生研发费用32.41亿元，环比增长1.66%，占营业收入的比例为15.09%，较19年Q1（13.93%）提升1.16pp。Q1由于销售商品、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，经营活动产生的现金流净额下滑70.45%。
- **5G基站与传输设备业务稳定，ICT业务有望带来更高预期：**2020年三大运营商5G相关的资本开支预计超过1800亿元，有望建成80万基站，当前三大运营商招标陆续落地，其中在中国移动SPN招标中，中兴占比超过26%，占比位列第二；电信联通5G SA二期共约25万5G基站招标中，中兴排名第二；同时ICT业务持续超预期，成功突破中国移动高端路由器市场，未来有望为公司带来更多收入。
- **盈利预测与投资评级：**未来我们持续看好中兴通讯业绩实现稳健增长，预计2020-2022年营业收入分别为1099亿元、1289亿元以及1463亿元，归母净利润分别为70亿元、86亿元以及103亿元，EPS分别为1.52元、1.87元以及2.24元，对应PE分别为26X/21X/17X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G产业进度不及预期；网络建设进度不及预期；相关技术研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.85
一年最低/最高价	26.50/56.70
市净率(倍)	4.34
流通A股市值(百万元)	135000.30

基础数据

每股净资产(元)	8.95
资产负债率(%)	69.79
总股本(百万股)	4612.01
流通A股(百万股)	3474.91

相关研究

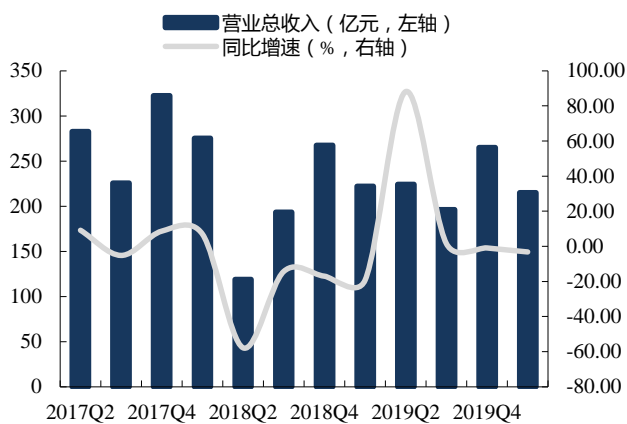
- 1、《中兴通讯 (000063)：5G 为基、新兴业务添翼，分红、回购、强劲现金流彰显业务稳健向上》2020-03-29
- 2、《中兴通讯 (000063)：完成超百亿元非公开发行 A 股募资，加码研发，夯实 5G 领先优势》2020-01-17
- 3、《中兴通讯 (000063)：中报业绩符合预期，研发保持高投入，三季度业绩指引超预期》2019-08-28

1. 经营质量显著好转

4月25日，中兴通讯发布2020年1季度业绩，实现营业总收入214.84亿元，同比下滑3.23%，实现归属于母公司的净利润为7.8亿元，同比下滑9.58%。

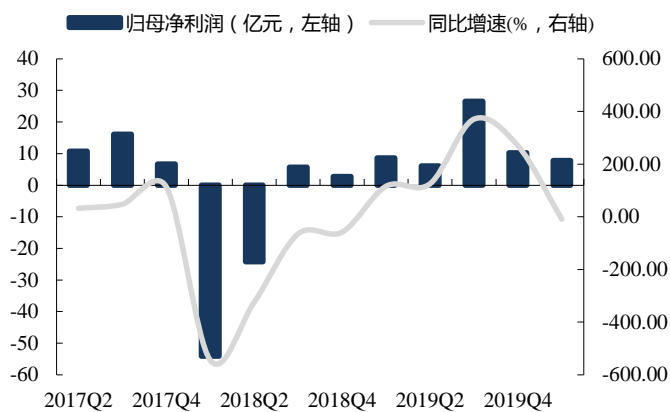
受到疫情影响，第一季度营业收入与归母净利润分别均有所下滑，其中资产减值损失为5.08亿元，信用减值损失为3.93亿元；第一季度非经常性损益减少1.09亿元，实现扣非后净利润1.60亿元，同比增长20.51%；我们认为随着国内5G建设提速，业绩将实现稳定增长。

图1：中兴通讯营业总收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

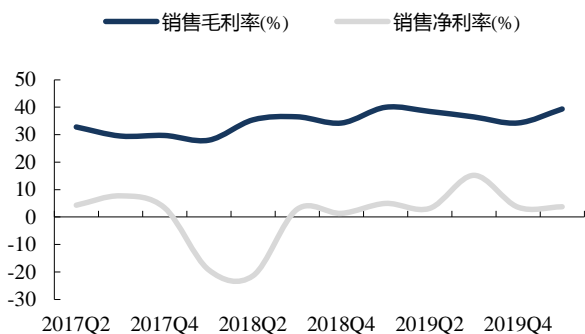
图2：中兴通讯归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

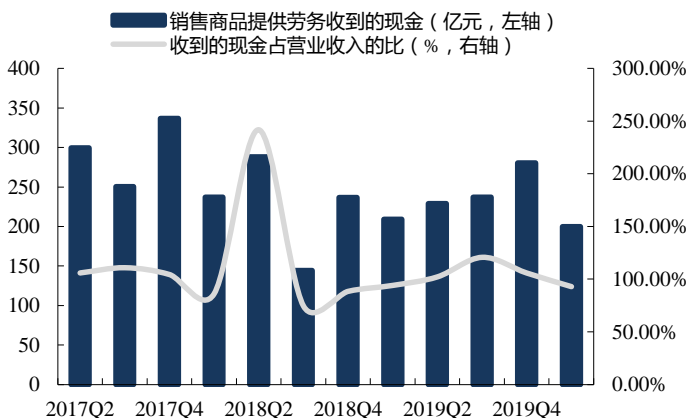
2020年Q1实现毛利率39.34%，较2019年Q4提升5.07pp，实现净利率3.77%，较2019年Q4提升0.15pp。

图3：中兴通讯毛利率与净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：中兴通讯回款质量



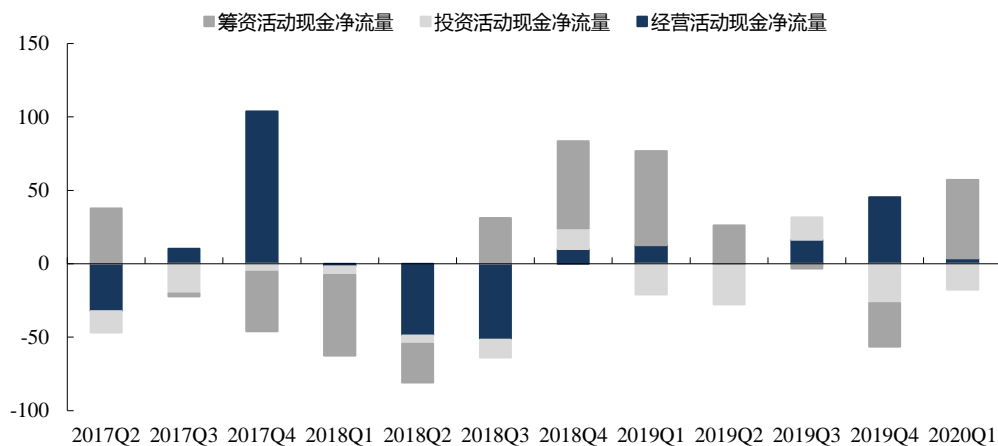
数据来源：wind，东吴证券研究所

现金流情况显著好转：2020年Q1现金净流净额为40.48亿元，较2019年Q4（-12.59亿元）现金净流量增加53.07亿元。

由于销售商品、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，经营活动产生的现金流净额下滑 70.45%。

投资活动净支出 17.73 亿元，较 2019 年 Q4 (-26.78 亿元)，减少支出 9.05 亿元，发生筹资活动现金净流量 53.50 亿元，较 2019 年 Q4 (-29.76 亿元)，增加 83.26 亿元。

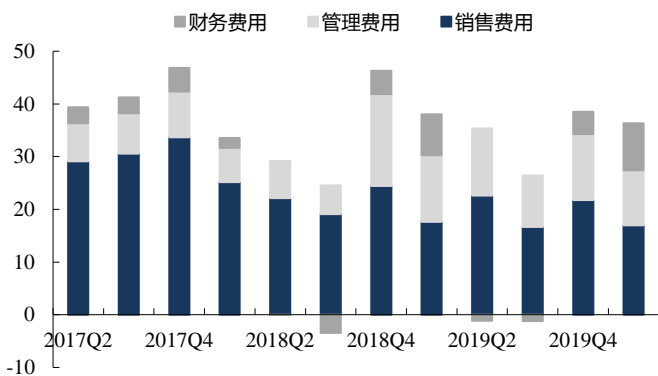
图 5：中兴通讯现金流量情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

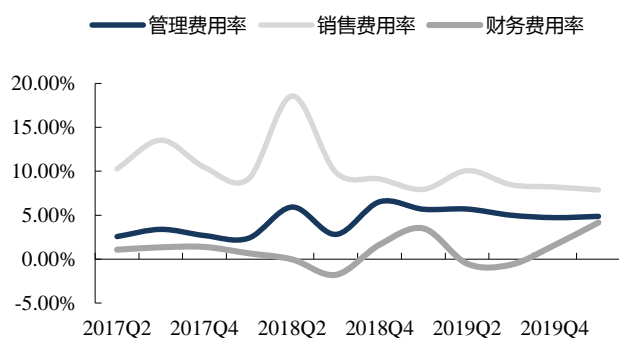
2020 年 Q1 销售费用、财务费用以及管理费用合计 36.37 亿元，同比下滑 4.39%，其中销售费用为 16.95 亿元，同比下滑 4.02%，销售费用率为 7.89%，较 2019 年 Q4 下滑 3.35pp，管理费用为 10.46 亿元，同比下滑 17.05%，管理费用率为 4.87%，较 2019 年 Q4 提升 0.14pp。

图 6：中兴通讯销售费用、管理费用以及财务费用（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

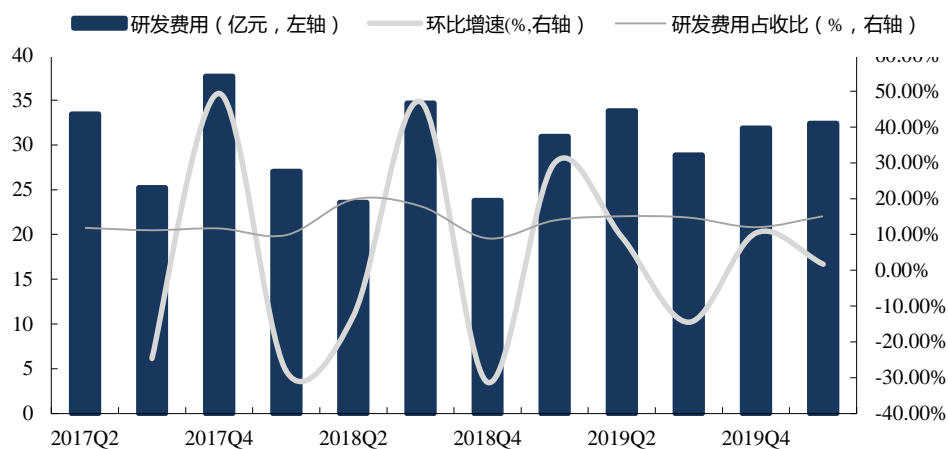
图 7：中兴通讯费用率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

发生研发费用 32.41 亿元，环比增长 1.66%，占营业收入的比例为 15.09%，较 19 年 Q1 (13.93%) 提升 1.16pp。

图 8：中兴通讯研发情况

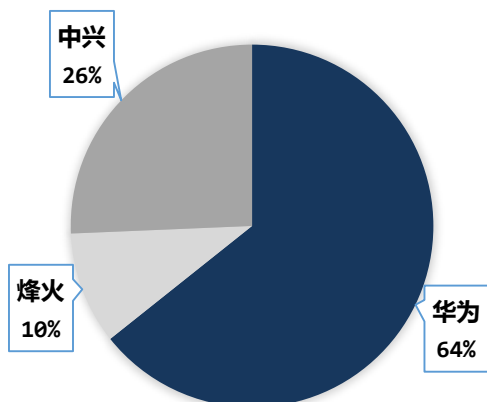


数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 5G 基站与传输设备业务稳定，ICT 业务有望带来更高预期

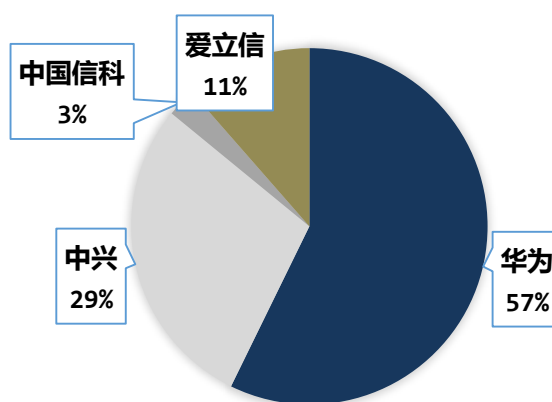
市场份额稳定，稳居行业前列：在中国移动 2020 年 SPN 设备招标中，中兴占比 26%，为第二中标人，中国移动 2020 年 5G 二期无线网主设备集中采购中，中兴获取份额比例高达 29%。

图 9：中国移动 SPN 中标占比情况



数据来源：中国动招标网，东吴证券研究所

图 10：中国移动 5G 二期无线设备候选人占比



数据来源：中国动招标网，东吴证券研究所

随着中兴通讯对研发的投入加大，公司开始进入高端服务器、路由器及交换机市场，对华为的行业地位发起挑战，**我们认为，未来 ICT 业务将成为业务新的增长点。**

从 16-17 年 PC 服务器采购开始，中兴通讯开始进入市场，中标份额只有 20%，而 18 年后中兴通讯 PC 服务器中标份额上升到 70%以上。交换机领域，2019 年中兴重新回到招标名单中，目前份额为 20%。

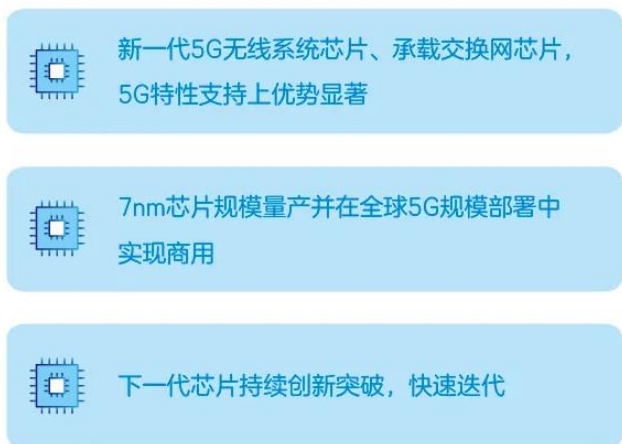
2016 年中兴通讯在低端路由器三大运营商中的份额基本在 30%左右，近年来随着研发的投入以及规模的扩大，2018 年中兴通讯在低端路由器市场中的份额达到 70%，成为细分行业中的领军者，而 **2019 年中兴通讯实现突破首次进入高端路由器市场**，与华为展开激烈的竞争。

3. 中国“芯”实力，核心竞争力持续领先

中兴通讯将 5G 作为发展核心战略，在 5G、承载等核心产品和芯片上坚决投入，实现关键技术领先，加强产品安全，确保商业可持续，同时加快企业数字化转型，持续推进创新业务的孵化。

目前中兴是全球 5G 技术研究和标准制定的主要参与者和贡献者，截至 2019 年 12 月 31 日，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 IPlytics2020 年 2 月的报告，公司已向 ETSI 披露 5G 标准必要专利 2561 族，位列全球前三位。

图 11：构筑 5G 网络“芯”基石



数据来源：中兴通讯公众号，东吴证券研究所

图 12：中国移动 5G 二期无线设备候选人占比



数据来源：中兴通讯公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

未来我们持续看好中兴通讯业绩实现稳健增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 1099 亿元、1289 亿元以及 1463 亿元，归母净利润分别为 70 亿元、86 亿元以及 103 亿元，EPS 分别为 1.52 元、1.87 元以及 2.24 元，对应 PE 分别为 26X/21X/17X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

5G 产业进度不及预期；网络建设进度不及预期；相关技术研发进度不及预期。

中兴通讯三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	102,567	119,570	128,531	148,327	营业收入	90,737	109,921	128,889	146,332
现金	33,309	31,694	38,962	41,467	减:营业成本	57,008	68,156	80,543	92,265
应收账款	19,778	30,339	28,426	38,292	营业税金及附加	931	2,198	2,578	2,927
存货	27,689	35,317	39,139	46,153	营业费用	7,869	13,191	15,467	17,560
其他流动资产	21,791	22,219	22,004	22,415	管理费用	4,773	7,694	10,311	10,243
非流动资产	38,635	38,469	37,759	36,218	财务费用	966	3,137	3,365	3,497
长期股权投资	2,327	2,049	1,530	732	资产减值损失	-1,281	3,133	3,609	3,658
固定资产	9,383	10,167	10,760	11,031	加:投资净收益	249	536	428	335
在建工程	1,172	1,376	1,504	1,526	其他收益	-214	-234	-244	-299
无形资产	9,595	8,719	7,808	6,772	营业利润	7,552	12,714	13,200	16,218
其他非流动资产	16,157	16,157	16,157	16,157	加:营业外净收支	-391	-3,564	-1,977	-2,771
资产总计	141,202	158,038	166,290	184,545	利润总额	7,162	9,149	11,223	13,447
流动负债	86,371	98,276	99,760	109,621	减:所得税费用	1,385	1,769	2,170	2,600
短期借款	26,646	26,646	26,646	26,646	少数股东损益	280	358	439	526
应付账款	18,356	26,935	26,586	34,725	归属母公司净利润	5,148	7,022	8,613	10,320
其他流动负债	41,369	44,695	46,527	48,249	EBIT	8,440	10,088	12,010	14,018
非流动负债	16,877	14,889	12,835	10,672	EBITDA	11,502	13,156	15,515	17,972
长期借款	10,045	8,057	6,003	3,839					
其他非流动负债	6,832	6,832	6,832	6,832	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	103,248	113,165	112,595	120,292	每股收益(元)	1.22	1.52	1.87	2.24
少数股东权益	2,875	3,233	3,672	4,198	每股净资产(元)	8.30	9.03	10.85	13.02
归属母公司股东权益	35,079	41,640	50,023	60,055	发行在外股份(百万 股)	4228	4612	4612	4612
负债和股东权益	141,202	158,038	166,290	184,545	ROIC(%)	8.6%	9.6%	10.6%	11.4%
					ROE(%)	15.2%	16.4%	16.9%	16.9%
					毛利率(%)	37.2%	38.0%	37.5%	36.9%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	5.7%	6.4%	6.7%	7.1%
经营活动现金流	7,447	5,169	15,529	10,831	资产负债率(%)	73.1%	71.6%	67.7%	65.2%
投资活动现金流	-6,023	-2,600	-2,612	-2,377	收入增长率(%)	6.1%	21.1%	17.3%	13.5%
筹资活动现金流	5,722	-4,184	-5,650	-5,949	净利润增长率(%)	173.7%	36.4%	22.7%	19.8%
现金净增加额	7,372	-1,615	7,268	2,505	P/E	31.90	25.52	20.80	17.36
折旧和摊销	3,062	3,068	3,505	3,954	P/B	4.68	4.30	3.58	2.98
资本开支	6,551	112	-190	-743	EV/EBITDA	16.71	14.71	11.90	10.04
营运资本变动	-4,471	-8,114	-210	-7,431					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>