

业绩恢复迅速，未来上升动力强劲

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年上半年实现营业收入472亿元,较去年同期增长5.8%;实现归母净利润18.6亿元,较去年同期增长26.3%。
- **全球5G投资加速,公司业绩恢复迅速。** 上半年国内电信行业稳健发展,公司受益于国内移动互联网的快速增长和5G建设的全面铺开,国内市场实现营业收入317.5亿元人民币,占本集团整体营业收入的67.3%。海外市场因受到疫情的冲击,各个国家地区的收入都有不同程度的下滑。但从长期看,全球的5G建设投资仍在快速增长,良好的通信基础设施和线上应用在疫情防控和保障民生方面发挥着越来越重要的作用。总体而言,公司在一季度业绩受疫情冲击后,二季度迅速复工复产,业绩企稳回升。公司Q2实现营收257.2亿元,同比提升了14.8%;实现归母净利润10.8亿元,同比提升77.2%。业绩回稳的主要原因是公司的运营商网络及政企业务营业收入较上年同期均有增长。
- **坚持5G发展核心战略,国内外市场多点开花。** 公司2020年上半年研发投入66.4亿元,同比增长了2.6%。持续高增长的研发投入助力公司产品不断推陈出新,目前公司已经具备完整的5G端到端解决方案的能力,其产品技术逐渐得到全世界运营商与企业的认可,为公司实现全球化5G部署奠定了基础。在无线产品业务方面,公司已在全球获得了46个5G商用合同,其中覆盖了中国、欧洲、亚太、中东等全球主要5G市场。同时公司还积极参加了国内三大运营商的5G二期招标,市场份额在国内稳居第一阵营。
- **云网结合赋能行业转型,公司未来上升动力强劲。** 公司将5G、云计算、大数据等技术相融合,推出全新发布的运营级uSmart云电脑解决方案深度解锁安全办公新形态,能协助企业在疫情期间快速复工复产。同时公司在金融市场也实现了首家国有大行新一代全渠道联络中心上线运营,助力金融行业成功完成数字化转型。未来公司将针对多样化的行业应用场景,推出适用性高的云网结合方案帮助合作伙伴完成产业转型。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.26元、1.45元、1.75元,未来三年归母净利润将达到16.3%的复合增长率。考虑到下半年海外业务受疫情影响逐渐减缓,国内外5G投资持续增加,公司竞争力不断提升,首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、海外疫情反复、技术创新不及预期等。

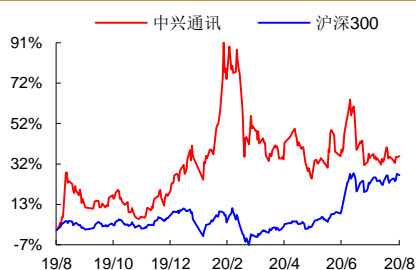
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90736.58	100748.23	114025.10	130196.45
增长率	6.11%	11.03%	13.18%	14.18%
归属母公司净利润(百万元)	5147.88	5790.65	6675.34	8089.44
增长率	173.71%	12.49%	15.28%	21.18%
每股收益EPS(元)	1.12	1.26	1.45	1.75
净资产收益率ROE	15.22%	16.02%	15.94%	16.60%
PE	35	31	27	22
PB	6.21	5.10	4.36	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	46.13
流通A股(亿股)	34.76
52周内股价区间(元)	28.81-55.11
总市值(亿元)	1,791.40
总资产(亿元)	1,654.32
每股净资产(元)	8.92

相关研究

1 公司为统一通信解决方案提供商

公司是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，为全球多个国家和地区的客户，提供创新的技术与产品解决方案。公司拥有通信行业里最完整的产品和融合解决方案，通过不断改良优化产品，以满足全球不同客户的差异化需求。公司未来将继续聚焦主流市场和核心产品，持续在运营商网络、政企业务、消费者业务三个方面持续发力，不断提升客户满意度和市场占有率，坚持核心技术自主创新，不断提升产品竞争力，以更开放的态度与合作伙伴展开密切合作。

公司产品线丰富，主要涉及无线、核心网、承载、芯片、终端和行业应用等方面。目前公司产品中无线网络已经处于 5G 产业化的第一阵营，而公司自研的服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等核心产品在政企领域也得到了广泛应用，未来公司还将大力发展云计算、云视频等产品，以期能满足客户多样化的需求。得益于公司产品线的不断丰富和全球 5G 建设的加速，公司主营业务在上半年都有不错的成绩。

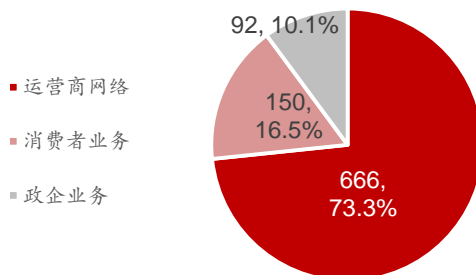
图 1：中兴通讯主要产品

无线网络	小站系列	云核心网	承载网	固网	多媒体	能源	分布式数据库
全制式BBU	微波系列	云应用	光传输	光接入	大视频	通信能源	分布式数据库
AAU系列		云基础设施	移动回传	铜线接入	家庭媒体中心	数据中心	
UBR系列		服务器与存储	路由器	智慧家庭			
室内覆盖		云集成	以太网交换机				
		云管理	管控系统				
云计算	云视频	终端产品					
云平台	视频会议	智能机					
云存储	视频物联	移动互联					
云电脑	联络中心						
	融合调度						
	智能用电						

数据来源：公司官网，西南证券整理

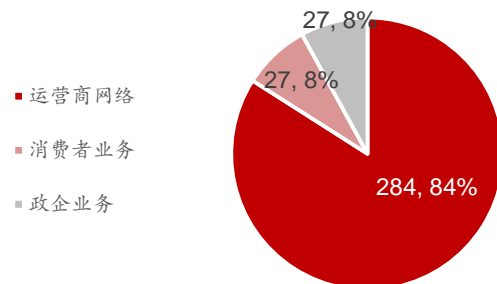
从营收结构来看，公司主要业务有运营商网络、消费者业务和政企业务三大块业务，2019 年分别占营收比重为 73.3%、16.5%、10.1%。与之相对比的是公司的毛利结构，运营商网络、消费者业务和政企业务分别占总毛利比例为 84%、8%和 8%，运营商网络业务是公司最主要的业务，也是公司最主要的利润来源。

图 2：公司各业务占比（亿元）



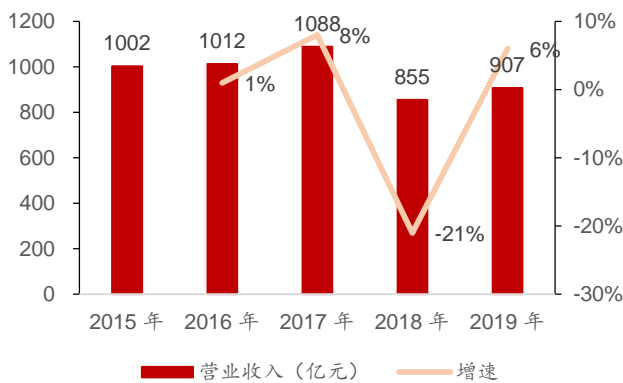
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 3：公司各业务毛利占比（亿元）

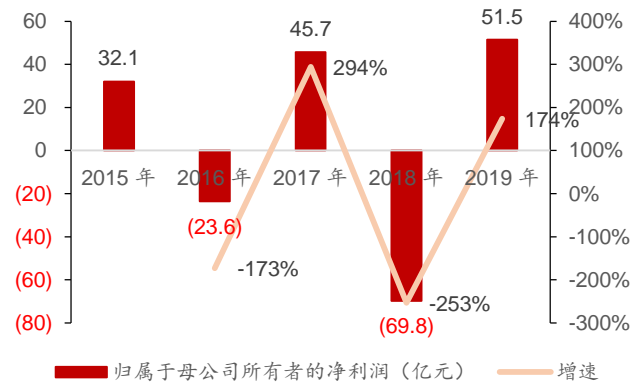


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司营收发展平稳，盈利水准快速复苏。公司营收近年来一直维持在 1000 亿元左右的水平，发展十分平稳。同时，得益于公司持续高研发投入，坚持产品技术独立创新，与合作伙伴构建合作共赢的产业生态链，公司盈利水准在 2018 年受到重挫后迅速复苏，回归至正常水平。公司归母净利润在 2016 年的下滑主要系与美国政府协商的 8.92 亿美元赔款全部在 16 年计提，2018 年净利润的大幅亏损主要是因为美国政府制裁罚款了 10 亿美元并且 2018 年上半年美国芯片禁运造成了大量的经营停滞损失，但随着公司开始加大产品技术的自主创新和全球 5G 浪潮的袭来，公司 2019 年归母净利润迅速扭亏为盈，达到了 51.5 亿元，同比上涨了 174%。今年上半年国内电信行业稳健发展，公司受益于国内移动互联网的快速增长和 5G 建设的全面铺开，国内市场实现营业收入 317.5 亿元人民币，占本集团整体营业收入的 67.3%。海外市场因受到疫情的冲击，各个国家地区的收入都有不同程度的下滑。但从长期看，全球的 5G 建设投资仍在快速增长，良好的通信基础设施和线上应用在疫情防控和保障民生方面发挥着越来越重要的作用。总体而言，公司在一季度业绩受疫情冲击后，二季度迅速复工复产，业绩企稳回升。公司 Q2 实现营收 257.2 亿元，同比提升了 14.8%；实现归母净利润 10.8 亿元，同比提升 77.2%。业绩回稳的主要原因是公司的运营商网络及政企业务营业收入较上年同期均有增长。

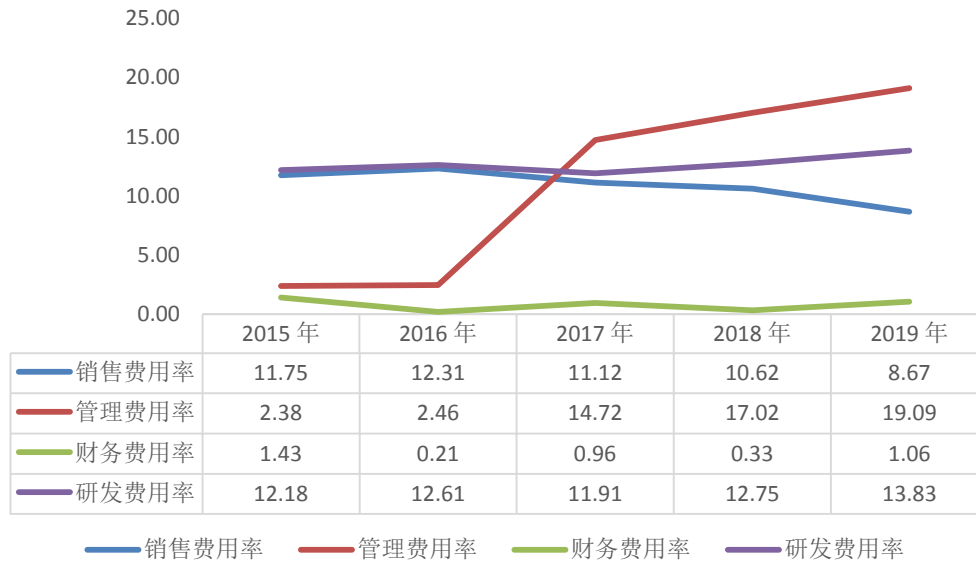
图 4：公司近 5 年营收及增长情况


数据来源：Wind、西南证券整理

图 5：公司近 5 年归母净利润及增长情况


数据来源：Wind、西南证券整理

公司成本控制良好，三费率较为稳定。公司近五年间销售费用率下降迅速，从 2015 年的 11.8% 下降至 2019 年的 8.7%。财务费用率在 2019 年的增加主要是因为融资规模的扩大。研发费用率因公司持续高研发投入而略有提升。管理费用率在近三年增长显著，这主要是因为受到美国政府的抵制，法律事务费用陡增。

图 6：中兴通讯近五年费用率 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司的运营商网络业务是指公司根据运营商网络演进的需求，为其提供无线接入、有线接入、核心网、电信软件系统与服务等创新技术和产品解决方案。无线产品中，公司上半年在 5G 网络通信领域持续优化创新，目前已经处于全球 5G 市场上的第一梯队。同时公司也在全球多个国家地区获得了大量的订单。有线产品方面，公司自研核心专用芯片的上市使得公司产品得到优化升级，也提升了产品的竞争力。预计随着 5G 建设步伐的加快以及海内外疫情的好转，运营商网络业务订单量会稳中有升。假设 2020-2022 年运营商网络业务订单量增速分别为 15%、16%、17%；

假设 2：公司政企客户业务主要是指针对于政企客户的需求，基于“通讯网络、物联网、大数据、云计算”等产品，为政府以及企业提供各类信息化解决方案。公司深耕政企领域长达十多年，已经在能源、金融、政务等多个行业领域积累深厚的客户资源。上半年公司自研的服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等核心产品在政企领域也得到了广泛应用。未来随着 5G 通信的快速发展，预计该业务将维持平稳增速，假设 2020-2022 年政企客户业务订单量增速为 2%、3%、3%；

假设 3：公司的消费者业务主要分为手机、移动数据终端、家庭信息终端和融合创新终端等，公司与产业链上游器件厂家和下游运营商有着长期合作关系，短期内受疫情影响严重，未来将保持稳健增长态势，假设 2020-2022 年消费者业务订单量增速为-1.5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1: 分业务收入预测

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
运营商网络	收入	66584.4	76572.1	88823.6	103923.6
	增速	16.7%	15.0%	16.0%	17.0%
消费者业务	收入	14997.4	14772.4	15511.1	16286.6
	增速	-21.9%	-1.5%	5.0%	5.0%
政企业务	收入	9154.8	9337.9	9618.0	9906.6
	增速	-0.8%	2.0%	3.0%	3.0%
合计	收入	90736.6	100748.2	114025.1	130196.4
	增速	6.1%	11.0%	13.2%	14.2%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90736.58	100748.23	114025.10	130196.45	净利润	5428.07	6140.18	7138.49	8650.68
营业成本	57008.38	67068.10	74116.32	82674.74	折旧与摊销	3061.97	2359.41	2359.41	2359.41
营业税金及附加	930.51	1259.35	1425.31	1757.65	财务费用	965.96	2969.66	3255.82	3752.83
销售费用	7868.72	10751.90	12542.76	14972.59	资产减值损失	-1281.07	1076.47	1291.72	1406.00
管理费用	4772.82	8059.86	10262.26	12368.66	经营营运资本变动	-8790.23	-9193.04	-3917.35	-6031.05
财务费用	965.96	2969.66	3255.82	3752.83	其他	8061.86	145.62	-2543.34	3246.30
资产减值损失	-1281.07	1076.47	1291.72	1406.00	经营活动现金流净额	7446.55	3498.29	7584.75	13384.16
投资收益	249.45	0.00	2.56	20.00	资本支出	-4368.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-213.99	-384.37	-407.06	-367.32	其他	-1654.53	-384.37	-404.50	-347.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6023.12	-384.37	-404.50	-347.32
营业利润	7552.18	9178.53	10726.41	12916.65	短期借款	2906.35	-23256.45	-1920.09	-1469.42
其他非经营损益	-390.51	-1503.30	-1803.30	-2103.30	长期借款	7678.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	7161.67	7675.23	8923.11	10813.35	股权融资	734.83	0.00	0.00	0.00
所得税	1385.00	1535.05	1784.62	2162.67	支付股利	0.00	-1029.58	-1158.13	-1335.07
净利润	5776.67	6140.18	7138.49	8650.68	其他	-5597.99	-2062.42	-2774.34	-3752.83
少数股东损益	280.19	349.53	463.15	561.24	筹资活动现金流净额	5721.72	-26348.45	-5852.57	-6557.32
归属母公司股东净利润	5147.88	5790.65	6675.34	8089.44	现金流量净额	7371.69	-23234.52	1327.69	6479.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	33309.35	10074.82	11402.51	17882.04	成长能力				
应收和预付款项	21200.11	25501.50	28187.97	32295.40	销售收入增长率	6.11%	11.03%	13.18%	14.18%
存货	27688.51	33977.88	41540.01	44422.69	营业利润增长率	1334.12%	21.53%	16.86%	20.42%
其他流动资产	20369.21	9148.29	10279.99	11658.41	净利润增长率	183.13%	6.29%	16.26%	21.18%
长期股权投资	2327.29	2327.29	2327.29	2327.29	EBITDA 增长率	432.16%	25.28%	12.64%	16.44%
投资性房地产	1957.24	1957.24	1957.24	1957.24	获利能力				
固定资产和在建工程	10555.20	9801.04	9046.88	8292.72	毛利率	37.17%	33.43%	35.00%	36.50%
无形资产和开发支出	9781.44	8176.19	6570.94	4965.69	三费率	15.00%	21.62%	22.86%	23.88%
其他非流动资产	14013.79	14013.79	14013.79	14013.79	净利率	6.37%	6.09%	6.26%	6.64%
资产总计	141202.14	114978.05	125326.63	137815.28	ROE	15.22%	16.02%	15.94%	16.60%
短期借款	26645.97	3389.51	1469.42	0.00	ROA	4.09%	5.34%	5.70%	6.28%
应付和预收款项	37571.40	42012.05	46966.10	52573.05	ROIC	22.74%	27.25%	27.00%	30.18%
长期借款	10045.09	10045.09	10045.09	10045.09	EBITDA/销售收入	12.76%	14.40%	14.33%	14.62%
其他负债	28985.38	14946.99	15799.77	16835.28	营运能力				
负债合计	103247.84	70393.64	74280.39	79453.42	总资产周转率	0.67	0.79	0.95	0.99
股本	4227.53	4613.43	4613.43	4613.43	固定资产周转率	9.93	11.19	13.82	17.36
资本公积	12144.43	23272.25	23272.25	23272.25	应收账款周转率	2.71	2.86	2.85	2.88
留存收益	14455.89	19216.96	24734.17	31488.55	存货周转率	1.90	1.93	1.87	1.88
归属母公司股东权益	28826.87	35107.44	41106.13	47860.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.31%	—	—	—
少数股东权益	2875.07	3224.60	3687.75	4248.99	资本结构				
股东权益合计	37954.30	44584.41	51046.24	58361.86	资产负债率	73.12%	61.22%	59.27%	57.65%
负债和股东权益合计	141202.14	114978.05	125326.63	137815.28	带息债务/总负债	35.54%	19.08%	15.50%	12.64%
					流动比率	1.19	1.47	1.59	1.70
					速动比率	0.87	0.84	0.87	0.99
					股利支付率	0.00%	17.78%	17.35%	16.50%
					每股指标				
					每股收益	1.12	1.26	1.45	1.75
					每股净资产	6.25	7.61	8.91	10.37
					每股经营现金	1.61	0.76	1.64	2.90
					每股股利	0.00	0.22	0.25	0.29
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	11580.10	14507.59	16341.64	19028.89					
PE	34.80	30.94	26.84	22.14					
PB	6.21	5.10	4.36	3.74					
PS	1.97	1.78	1.57	1.38					
EV/EBITDA	12.75	10.14	8.80	7.14					
股息率	0.00%	0.57%	0.65%	0.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn