

公司研究/公告点评

2020年10月14日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

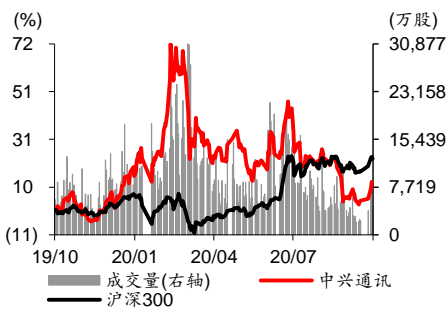
当前价格(元): 35.30
目标价格(元): 45.64

王林 SAC No. S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com
付东 SAC No. S0570519080003
研究员 fudong@htsc.com
余熠 SAC No. S0570520090002
研究员 SFC No. BNC535
0755-82776409
yuyi@htsc.com

相关研究

- 1 《中兴通讯(000063 SZ,买入): 运营业务驱动1H20 营收增长》2020.08
- 2 《中兴通讯(000063 SZ,买入): 扣非净利润改善, 研发夯实壁垒》2020.04
- 3 《中兴通讯(000063 SZ,买入): 业绩超预期, 5G 开启新征程》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

股票期权激励草案坚定发展信念

中兴通讯(000063)

发布股票期权激励草案, 坚定发展信念

公司于10月12日晚发布2020年股票期权激励计划(草案),从草案公布信息来看,本次激励对象范围较广,约占公司目前在册总人数的8.84%,行权价格为34.47元。我们认为股票期权作为长期激励工具,有助于激发员工工作动力,坚定公司未来发展信念。我们预计公司2020~2022年EPS分别为1.20/1.63/2.06元,可比公司2021年PE估值均值为25.70x,我们认为公司作为A股通信产业链龙头享有估值溢价,给予2021年PE 28x,对应目标价45.64元(前值为55.42元),维持“买入”评级。

本次激励力度较大,覆盖范围较广

公司拟向激励对象授予总量不超过16349.2万份的股票期权,对应的股票预计约占公司总股本的3.54%。授予的激励对象不超过6124人,约占公司在册员工总数的8.84%。与2017年公司股票期权激励计划相比,本次股票期权激励方案,在激励对象总数和股票期权授予数量方面皆有所提升。本次授予的股票期权的有效期限为4年,第1年为等待期,后3年为行权期。行权价格为34.47元,第一个行权期行权条件为2020年净利润不低于30亿元,第二个行权期行权条件为2020、2021年累积净利润不低于64.7亿元,第三个行权期行权条件为2020~2022年累积净利润不低于102.3亿元。

未来三年内我国5G发展迎来导入期,5G新建助力数字经济发展

10月14日,在北京举行的2020中国国际信息通信展览会数字经济领导者论坛上,工信部信息通信发展司司长闻库表示,“未来三年我国将迎来5G发展的导入期,坚持适度超前的建设节奏,并努力形成以建促用的5G良性发展模式。”我们认为2020年是我国5G商用元年,5G作为新基建的重要内容,将助力我国数字经济发展,有望成为推动传统企业转型的重要基础设施。

研发夯实竞争壁垒,新业务未来可期

我们认为中兴通讯是研发驱动型公司,凭借技术迭代抢占市场发展先机,夯实公司竞争壁垒。2020年上半年公司研发投入达到66.37亿元,同比增长2.56%。上半年公司自研核心专用芯片上市,实现了产品的高度集成、高性能以及低功耗,提升了产品的竞争力。新业务方面,公司在视频和能源领域积累了视频编解码、接入、传送托高技术,拥有包括视频会议、视频物联在内的多款产品,我们认为新业务有望为公司在5G时期打造新的增长点。

投资建议:目标价45.64元,维持“买入”评级

我们认为本次股票期权激励计划(草案)发布,坚定公司发展信念。我们预计2020~2022年公司EPS分别为1.20/1.63/2.06元,可比公司2021年PE估值均值为25.70x,我们认为公司作为A股通信产业链龙头享有估值溢价,给予2021年PE 28x,对应目标价45.64元(前值为55.42元),维持“买入”评级。

风险提示:5G建设不及预期,海外业务不及预期,中美贸易摩擦加大。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,613
流通A股(百万股)	3,476
52周内股价区间(元)	30.40-55.11
总市值(百万元)	162,854
总资产(百万元)	165,432
每股净资产(元)	8.92

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	100,182	116,356	131,002
+/-%	(21.41)	6.11	10.41	16.14	12.59
归属母公司净利润(百万元)	(6,984)	5,148	5,528	7,507	9,494
+/-%	(252.88)	(173.71)	7.38	35.81	26.47
EPS(元,最新摊薄)	(1.51)	1.12	1.20	1.63	2.06
PE(倍)	(23.32)	31.64	29.46	21.69	17.15

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表（20201014）

公司名称	公司代码	现价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
紫光股份	000938 CH	26.61	0.77	0.95	1.20	34.08	27.62	21.87
亿联网络	300628 CH	66.23	1.58	2.05	2.62	41.25	31.80	24.88
烽火通信	600498 CH	24.99	0.82	1.04	1.27	30.07	23.71	19.42
移为通信	300590 CH	26.80	0.69	0.95	1.28	38.03	27.62	20.50
星网锐捷	002396 CH	27.39	1.23	1.55	1.89	22.35	17.74	14.54
均值						33.16	25.70	20.24
中兴通讯	000063 CH	35.30	1.20	1.63	2.06	29.46	21.69	17.15

注：可比公司预测数据来自于Wind一致预期，中兴通讯预测数据为华泰预期

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

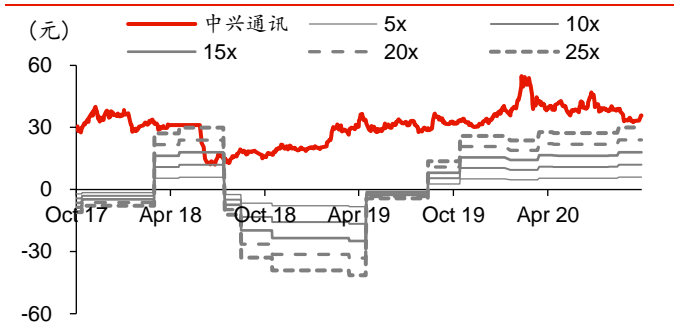
我们维持公司 2020~2022 年盈利预测，预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 1.20/1.63/2.06 元，可比公司 2021 年 PE 估值均值为 25.70x，我们认为公司作为 A 股通信产业链龙头享有估值溢价，给予 2021 年 PE 28x，对应目标价 45.64 元（前值为 55.42 元），维持“买入”评级。

风险提示

5G 网络建设规模不及预期，海外业务拓展不及预期，中美贸易摩擦加大。

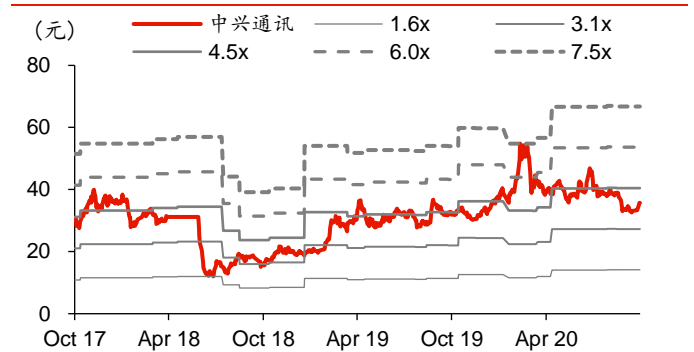
PE/PB - Bands

图表2：中兴通讯历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：中兴通讯历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	92,848	102,567	154,856	139,647	181,610
现金	24,290	33,309	48,373	50,187	51,986
应收账款	21,592	19,778	31,597	28,072	39,108
其他应收账款	2,005	1,023	6,398	2,221	7,483
预付账款	615.49	402.53	1,139	712.68	1,246
存货	25,011	27,689	41,975	37,280	55,681
其他流动资产	19,334	20,365	25,374	21,174	26,107
非流动资产	36,503	38,635	34,862	34,458	33,542
长期投资	3,015	2,327	1,938	1,441	850.90
固定投资	8,898	9,383	9,482	10,099	10,328
无形资产	11,291	9,595	8,704	7,777	6,722
其他非流动资产	13,299	17,329	14,737	15,142	15,641
资产总计	129,351	141,202	189,718	174,105	215,152
流动负债	89,377	86,371	123,438	102,437	136,038
短期借款	23,740	26,646	25,193	25,919	25,556
应付账款	19,527	18,356	28,916	23,010	32,767
其他流动负债	46,110	41,369	69,329	53,508	77,715
非流动负债	7,013	16,877	11,726	10,344	8,931
长期借款	2,367	10,045	7,213	5,231	3,143
其他非流动负债	4,647	6,832	4,513	5,113	5,788
负债合计	96,390	103,248	135,163	112,781	144,969
少数股东权益	3,811	2,875	3,191	3,608	4,126
股本	4,193	4,228	4,613	4,613	4,613
资本公积	11,444	12,144	23,361	23,361	23,361
留存公积	9,308	14,456	20,060	27,577	36,946
归属母公司股东权益	22,898	28,827	51,363	57,717	66,057
负债和股东权益	129,351	141,202	189,718	174,105	215,152

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(9,215)	7,447	8,479	6,605	7,390
净利润	(6,949)	5,777	5,844	7,923	10,012
折旧摊销	2,507	3,062	3,040	3,431	3,869
财务费用	280.65	965.96	575.15	215.75	(206.60)
投资损失	(294.49)	(249.45)	(574.44)	(637.71)	(459.48)
营运资金变动	(9,792)	(4,471)	(101.67)	(4,712)	(6,199)
其他经营现金	5,032	2,362	(303.47)	385.03	374.93
投资活动现金	(965.70)	(6,023)	1,612	(2,774)	(2,868)
资本支出	4,882	6,551	2,336	3,196	3,033
长期投资	311.09	120.81	388.99	497.53	589.86
其他投资现金	4,227	648.31	4,336	919.09	754.79
筹资活动现金	888.09	5,722	4,973	(2,017)	(2,723)
短期借款	9,021	2,906	(1,453)	726.59	(363.29)
长期借款	(635.58)	7,679	(2,832)	(1,982)	(2,088)
普通股增加	0.00	34.86	385.00	0.00	0.00
资本公积增加	139.60	699.98	11,217	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,637)	(5,598)	(2,343)	(762.07)	(271.20)
现金净增加额	(8,975)	7,372	15,064	1,814	1,799

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	85,513	90,737	100,182	116,356	131,002
营业成本	57,368	57,008	66,180	75,292	83,665
营业税金及附加	637.73	930.51	875.27	1,021	1,154
营业费用	9,084	7,869	8,365	9,658	10,808
管理费用	3,651	4,773	5,159	5,934	6,576
财务费用	280.65	965.96	575.15	215.75	(206.60)
资产减值损失	2,077	(1,281)	701.28	814.49	917.01
公允价值变动收益	(861.26)	(213.99)	(246.74)	(315.92)	(409.48)
投资净收益	294.49	249.45	574.44	637.71	459.48
营业利润	(611.95)	7,552	7,669	10,099	12,640
营业外收入	142.65	183.70	161.88	162.74	169.44
营业外支出	6,881	574.21	586.00	599.00	600.00
利润总额	(7,350)	7,162	7,245	9,663	12,209
所得税	(400.86)	1,385	1,401	1,739	2,198
净利润	(6,949)	5,777	5,844	7,923	10,012
少数股东损益	(382.72)	280.19	316.37	416.54	517.97
归属母公司净利润	(6,984)	5,148	5,528	7,507	9,494
EBITDA	(3,977)	11,502	10,915	13,369	16,244
EPS (元, 基本)	(1.51)	1.12	1.20	1.63	2.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(21.41)	6.11	10.41	16.14	12.59
营业利润	(109.06)	1,334	1.55	31.68	25.16
归属母公司净利润	(252.88)	(173.71)	7.38	35.81	26.47
获利能力 (%)					
毛利率	32.91	37.17	33.94	35.29	36.13
净利率	(8.17)	5.67	5.52	6.45	7.25
ROE	(21.08)	15.22	12.10	14.39	15.66
ROIC	(34.50)	26.23	25.24	27.94	29.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.52	73.12	71.24	64.78	67.38
净负债比率 (%)	22.91	28.07	(19.91)	(21.93)	(24.49)
流动比率	1.04	1.19	1.25	1.36	1.34
速动比率	0.55	0.63	0.74	0.80	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.67	0.61	0.64	0.67
应收账款周转率	3.56	4.39	3.90	3.90	3.90
应付账款周转率	1.85	2.07	2.80	2.90	3.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(1.51)	1.12	1.20	1.63	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.44)	0.10	1.84	1.43	1.60
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.89	8.42	9.80	11.61
估值比率					
PE (倍)	(23.32)	31.64	29.46	21.69	17.15
PB (倍)	9.78	7.21	4.19	3.60	3.04
EV_EBITDA (倍)	(43.43)	15.28	14.28	11.50	9.28

免责声明

分析师声明

本人，王林、付东、余熠，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王林、付东、余熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com