

毛利润有所好转，现金流持续改善

——中兴通讯 (000063.SZ) 2020年三季报点评

要点

事件：公司发布2020年三季报，前三季度实现营业收入741亿元，同比增长15%；归属于上市公司普通股股东的净利润27亿元，同比下降34%；其中Q3单季收入269亿元，同比增长37%；单季净利润8.5亿元，同比下降68%；低于市场预期。

毛利润有所好转，扣非净利润同比增长：公司Q3营收保持较快增长，但综合毛利率略有下降。Q3单季实现毛利润80亿元，同比增长12%，扭转上半年下降趋势。由于19Q3公司有较大资产处置收益，20Q3非经常性损益较小，导致整体利润下滑。若扣除该影响，前三季度实现扣非净利润14.5亿元，同比增长103%；Q3单季扣非净利润5.4亿元，同比增长454%。

现金流继续保持改善：2019年9月，工信部发文规定运营商不得拖欠款项，对上游产业链现金流形成较大利好。公司前三季度实现经营性净现金流38.69亿元，同比增长61%，较Q2进一步改善。

非经常性损益处于低位：在过去多年（18年除外），公司均有较高的投资收益或资产处置收益占比：15~17年分别有7/16/25亿投资收益、19年26亿元资产处置收益。考虑到今年以来公司经营性现金流持续改善，且股票增发带来的较大的资金补充，未来公司处置资产的可能性或降低，非经常性损益或降处于低位水平。

2021年国内5G新建基站数量存在不确定性：2020年国内5G基站新建规模预计约60万站，已经可覆盖全国主要地级市。相比较于4G的广覆盖任务，5G作为高附加值网络，已经初步完成建设任务。在运营商节省资本开支、加强共建共享的背景下，展望21年，新建5G基站数量是否增长存在不确定性，同时基站价格存在进一步下降的风险。

维持“增持”评级：看好在全球5G建设浪潮下公司作为全球前四大主设备商的市场前景，考虑到公司现金流持续改善背景下，未来大规模处置资产的可能性下降，非经常性损益或降至低位水平，下调20~22年净利润预测由61/70/70亿元至39/44/46亿元，对应PE 41X/36X/35X，维持“增持”评级。

风险提示：5G建设高峰回落风险、产业链降价风险、运营商资本开支下降的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	85,513	90,737	103,271	107,685	108,194
营业收入增长率	-21.41%	6.11%	13.81%	4.27%	0.47%
净利润（百万元）	-6,984	5,148	3,908	4,361	4,551
净利润增长率	-252.88%	-173.71%	-24.09%	11.61%	4.36%
EPS（元）	-1.67	1.22	0.85	0.95	0.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	-23.96%	14.67%	7.86%	8.28%	8.22%
P/E	-21	28	41	36	35
P/B	5.0	4.2	3.2	3.0	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-28

增持（维持）

当前价：34.50元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	46.13
总市值(亿元)	1591.63
一年最低/最高(元)	28.96/56.70
近3月换手率	66.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.66	-13.53	-18.36
绝对	4.83	-12.29	2.79

资料来源：Wind

相关研报

运营商收入保持增长，现金流改善明显——中兴通讯 (000063.SZ) 2020年中报点评 (2020-08-30)

Q4单季扣非亦好转，运营业务增长显著——中兴通讯 (000063.SZ) 2019年报点评 (2020-03-28)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	85,513	90,737	103,271	107,685	108,194
营业成本	57,368	57,008	68,621	71,474	71,851
折旧和摊销	2,507	3,062	3,458	3,714	3,945
税金及附加	638	931	1,033	1,077	1,071
销售费用	9,084	7,869	7,952	8,292	8,309
管理费用	3,651	4,773	4,957	5,061	5,085
研发费用	10,906	12,548	13,175	13,834	14,249
财务费用	281	966	1,231	879	929
投资收益	294	249	100	100	100
营业利润	-612	7,552	5,248	5,853	6,106
利润总额	-7,350	7,162	5,196	5,799	6,052
所得税	-401	1,385	1,039	1,160	1,210
净利润	-6,949	5,777	4,157	4,640	4,842
少数股东损益	-383	280	249	278	291
归属母公司净利润	-6,984	5,148	3,908	4,361	4,551
EPS(按最新股本计)	-1.67	1.22	0.85	0.95	0.99

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9,215	7,447	20,619	8,524	10,766
净利润	-6,984	5,148	3,908	4,361	4,551
折旧摊销	2,507	3,062	3,458	3,714	3,945
净营运资金增加	-21,203	8,085	4,637	2,662	-248
其他	16,464	-8,849	8,617	-2,213	2,517
投资活动产生现金流	-966	-6,023	-5,658	-8,050	-7,950
净资本支出	-4,507	-4,667	-6,924	-8,100	-8,000
长期投资变化	3,015	2,327	0	0	0
其他资产变化	526	-3,683	1,266	50	50
融资活动现金流	888	5,722	-5,930	1,336	-2,607
股本变化	0	35	386	0	0
债务净变化	5,812	9,953	-19,042	2,716	54
无息负债变化	-8,004	-3,096	18,336	4,383	-91
净现金流	-8,975	7,372	9,032	1,810	209

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	32.9%	37.2%	33.6%	33.6%	33.6%
EBITDA 率	7.5%	15.0%	13.2%	13.5%	13.3%
EBIT 率	4.5%	11.7%	9.8%	10.0%	9.7%
税前净利润率	-8.6%	7.9%	5.0%	5.4%	5.6%
归母净利润率	-8.2%	5.7%	3.8%	4.0%	4.2%
ROA	-5.4%	4.1%	2.7%	2.8%	2.9%
ROE (摊薄)	-24.0%	14.7%	7.9%	8.3%	8.2%
经营性 ROIC	6.7%	13.5%	12.1%	11.9%	11.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	75%	73%	66%	66%	65%
流动比率	1.04	1.19	1.41	1.38	1.38
速动比率	0.76	0.87	1.00	0.98	0.98
归母权益/有息债务	1.07	0.94	2.72	2.51	2.63
有形资产/有息债务	4.21	3.46	8.06	7.53	7.67

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	129,351	141,202	155,412	165,695	168,644
货币资金	24,290	33,309	42,341	44,151	44,360
交易性金融资产	1,477	561	0	0	0
应收帐款	21,592	19,778	23,201	23,802	23,045
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,005	1,023	1,163	1,213	1,219
存货	25,011	27,689	33,771	34,901	34,596
其他流动资产	9,167	10,161	14,792	17,272	17,653
流动资产合计	92,848	102,567	115,813	121,903	121,440
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3,015	2,327	2,327	2,327	2,327
固定资产	8,898	9,383	10,204	11,476	12,943
在建工程	1,296	1,172	4,029	6,172	7,779
无形资产	8,558	7,719	8,009	7,479	7,072
商誉	186	186	186	186	186
其他非流动资产	4,671	7,089	8,008	8,008	8,008
非流动资产合计	36,503	38,635	39,599	43,792	47,204
总负债	96,390	103,248	102,541	109,640	109,603
短期借款	23,740	26,646	8,116	10,832	10,886
应付账款	19,527	18,356	24,017	25,016	25,148
应付票据	7,916	9,373	11,282	11,751	11,813
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,760	2,276	4,354	5,203	5,390
流动负债合计	89,377	86,371	82,249	88,394	88,233
长期借款	2,367	10,045	10,045	10,045	10,045
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,492	6,660	10,245	11,199	11,323
非流动负债合计	7,013	16,877	20,292	21,246	21,370
股东权益	32,961	37,954	52,870	56,055	59,041
股本	4,193	4,228	4,613	4,613	4,613
公积金	13,769	14,920	26,139	26,139	26,139
未分配利润	6,983	11,680	14,743	17,649	20,344
归属母公司权益	29,150	35,079	49,746	52,652	55,348
少数股东权益	3,811	2,875	3,124	3,403	3,693

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	10.62%	8.67%	7.70%	7.70%	7.68%
管理费用率	4.27%	5.26%	4.80%	4.70%	4.70%
财务费用率	0.33%	1.06%	1.19%	0.82%	0.86%
研发费用率	12.75%	13.83%	12.76%	12.85%	13.17%
所得税率	5%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.20	0.32	0.40	0.42
每股经营现金流	-2.20	1.76	4.47	1.85	2.33
每股净资产	6.95	8.30	10.78	11.41	12.00
每股销售收入	20.40	21.46	22.38	23.34	23.45

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	-21	28	41	36	35
PB	5.0	4.2	3.2	3.0	2.9
EV/EBITDA	28.8	13.8	13.2	12.6	12.7
股息率	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳