

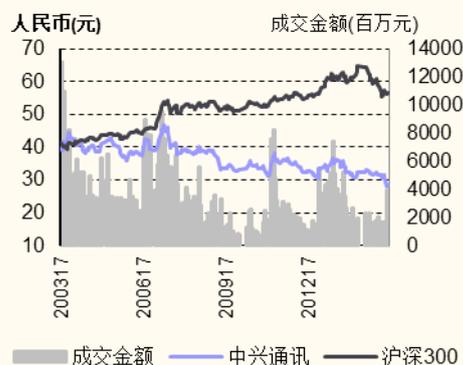
中兴通讯 (000063.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.55 元
 目标价格 (人民币): 72.00-72.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	46.13
已上市流通 A 股(亿股)	38.57
流通港股(亿股)	7.56
总市值(亿元)	1,317.14
年内股价最高最低(元)	46.87/28.22
沪深 300 指数	5079
深证成指	13643



相关报告

- 《毛利提升趋势戛然而止? - 国金通信中兴通讯研报点评》, 2020.8.30
- 《前低后高, 疫情不改全面向好趋势 - 国金通信中兴通讯一季报点评》, 2020.4.26
- 《结构优化, 经营向好, 维持 72 元目标价不变 - 国金通信中兴通讯年...》, 2020.3.29

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
 luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人

进入利润释放期, 有望迎来盈利和估值双升

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	101,451	116,100	127,900	143,500
营业收入增长率	6.11%	11.81%	14.44%	10.16%	12.20%
归母净利润(百万元)	5,496	4,276	7,387	10,588	12,359
归母净利润增长率	-183.70%	-22.20%	72.75%	43.35%	16.72%
摊薄每股收益(元)	1.300	0.927	1.601	2.295	2.679
每股经营性现金流净额	0.53	1.54	2.58	2.11	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.67%	9.88%	12.46%	16.13%	16.91%
P/E	27.22	36.31	17.83	12.44	10.66
P/B	4.26	3.59	2.22	2.01	1.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年度报告及 2021 年一季度报指引。2020 年公司实现营业收入 1014.51 亿, 同比上升 11.81%; 实现归母净利润 42.60 亿元, 同比下降 17.25%。预计 2021 年一季度实现归母净利润 18-24 亿。

经营分析

- 经营持续向好。**20 年公司营收增长 11.81%, 扣除 19 年深圳湾资产处置收益后利润增速实际高于营收增速。从营收结构看, 20 年公司运营商、政企、消费者业务占比分别为 73%/16%/11%, 与 19 年基本持平。报告期内, 公司 5G 基站份额位居全球第二。预计公司在国内 5G 市场份额将持续提升, 同时受益于海外 5G 建设从发达市场向发展中国家扩散, 21 年公司运营商业务仍将保持快速增长。政企业务 20 年增长 23%, 超市场预期, 显示公司第二业务增长曲线动能强劲。Q1 是传统通信业务淡季, 公司预计实现归母净利润 18-24 亿, 扣除出售中兴高达转让收益后 YoY 中位数增速仍超 80%, 进一步确认盈利上升趋势。
- 毛利触底回升。**报告期内, 公司整体毛利同比下降 5.6PP, 其中运营商业务毛利率同比下降超过 8PP。我们认为运营商毛利大幅下降是 5G 规模建网初期的暂时现象。预计三大运营商今年 5G 建站总数与 20 年持平, 资本开支稳中略升, 单站价格将保持稳定。同时, 产业链上游成本将持续压降, 公司运营商业务毛利重回 40% 是大概率事件。
- 有望迎来盈利和估值双升。**预计公司 21 年三大业务板块收入都将保持 2 位数增长, 毛利有望强劲回升最终实现 50%+ 利润增长。同时, 伴随公司在通信领域积累多年的 ICT 能力的外溢, 公司第二增长曲线政企业务步入快车道, 半导体、智能驾驶等新型业务领域的价值有望被市场逐步认可, 市场估值中枢有望逐步上行。

盈利调整及投资建议

- 考虑到 5G 资本开支增速低于原先预期, 我们调整了公司盈利水平。预计 21-23 年归母净利润分别为 74 (-28%) / 106 (-26%) / 124 亿元, 对应 EPS 1.60/2.30/2.68 元。看好公司成为 5G 时代设备商市场再平衡的最大受益者, 维持目标价 72 元 (31X 2022EPS), 重申“买入”评级。

风险提示

5G 投资不及预期, 运营商资本支出不达预期, 中美贸易摩擦加剧, 核心人才流失。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	85,513	90,737	101,451	116,100	127,900	143,500	货币资金	24,290	33,309	35,660	42,025	45,483	50,884	
增长率		6.1%	11.8%	14.4%	10.2%	12.2%	应收账款	23,597	23,232	19,014	26,531	34,134	36,724	
主营业务成本	-57,368	-57,008	-69,379	-73,281	-79,367	-89,085	存货	25,011	27,689	33,689	32,233	35,302	40,192	
%销售收入	67.1%	62.8%	68.4%	63.1%	62.1%	62.1%	其他流动资产	19,949	18,337	18,614	21,916	23,457	25,314	
毛利	28,146	33,728	32,071	42,819	48,533	54,415	流动资产	92,848	102,567	106,977	122,705	138,375	153,115	
%销售收入	32.9%	37.2%	31.6%	36.9%	37.9%	37.9%	%总资产	71.8%	72.6%	71.0%	73.4%	74.4%	75.1%	
营业税金及附加	-638	-931	-685	-1,161	-1,279	-1,435	长期投资	7,373	8,698	7,965	8,932	10,418	12,004	
%销售收入	0.7%	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	10,626	10,756	13,302	13,396	13,414	13,496	
销售费用	-9,084	-7,869	-7,579	-8,800	-9,337	-10,332	%总资产	8.2%	7.6%	8.8%	8.0%	7.2%	6.6%	
%销售收入	10.6%	8.7%	7.5%	7.6%	7.3%	7.2%	无形资产	11,477	9,781	11,626	12,579	13,937	15,253	
管理费用	-3,651	-4,773	-4,995	-5,805	-6,139	-6,888	非流动资产	36,503	38,635	43,658	44,475	47,514	50,752	
%销售收入	4.3%	5.3%	4.9%	5.0%	4.8%	4.8%	%总资产	28.2%	27.4%	29.0%	26.6%	25.6%	24.9%	
研发费用	-10,906	-12,548	-14,797	-16,254	-17,394	-19,229	资产总计	129,351	141,202	150,635	167,180	185,889	203,866	
%销售收入	12.8%	13.8%	14.6%	14.0%	13.6%	13.4%	短期借款	24,983	27,258	12,664	8,017	12,878	12,479	
息税前利润 (EBIT)	3,866	7,608	4,016	10,799	14,384	16,531	应付款项	38,578	32,350	32,869	38,397	42,628	49,033	
%销售收入	4.5%	8.4%	4.0%	9.3%	11.2%	11.5%	其他流动负债	25,815	26,763	28,863	32,591	35,780	39,929	
财务费用	-281	-966	-421	-1,424	-1,442	-1,537	流动负债	89,377	86,371	74,395	79,004	91,286	101,441	
%销售收入	0.3%	1.1%	0.4%	1.2%	1.1%	1.1%	长期贷款	2,367	10,045	22,614	21,527	20,984	20,684	
资产减值损失	-5,732	3,509	643	-894	-769	-857	其他长期负债	4,647	6,832	7,503	3,922	3,889	3,896	
公允价值变动收益	-861	-214	39	500	600	700	负债	96,390	103,248	104,512	104,453	116,160	126,021	
投资收益	294	249	906	200	300	400	普通股股东权益	29,150	35,079	43,297	59,301	65,654	73,070	
%税前利润	-4.0%	3.5%	17.9%	2.0%	2.2%	2.5%	其中：股本	4,193	4,228	4,613	4,995	4,995	4,995	
营业利润	-612	7,552	5,471	10,280	14,273	16,537	未分配利润	6,983	11,680	14,824	19,256	25,610	33,025	
营业利润率	n.a	8.3%	5.4%	8.9%	11.2%	11.5%	少数股东权益	3,811	2,875	2,826	3,426	4,076	4,776	
营业外收支	-6,738	-391	-407	-420	-398	-415	负债股东权益合计	129,351	141,202	150,635	167,180	185,889	203,866	
税前利润	-7,350	7,162	5,064	9,860	13,875	16,122								
利润率	n.a	7.9%	5.0%	8.5%	10.8%	11.2%								
所得税	401	-1,385	-342	-1,873	-2,636	-3,063	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	n.a	19.3%	6.8%	19.0%	19.0%	19.0%	每股指标							
净利润	-6,949	5,777	4,722	7,987	11,238	13,059	每股收益	-1.566	1.300	0.927	1.601	2.295	2.679	
少数股东损益	-383	280	446	600	650	700	每股净资产	6.953	8.298	9.385	12.854	14.231	15.838	
归属于母公司的净利润	-6,567	5,496	4,276	7,387	10,588	12,359	每股经营现金净流	-2.809	0.527	1.540	2.583	2.113	3.725	
净利率	n.a	6.1%	4.2%	6.4%	8.3%	8.6%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.592	0.848	0.990	
							回报率							
							净资产收益率	-22.53%	15.67%	9.88%	12.46%	16.13%	16.91%	
							总资产收益率	-5.08%	3.89%	2.84%	4.42%	5.70%	6.06%	
							投入资本收益率	6.05%	8.14%	4.59%	9.46%	11.23%	12.04%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-21.41%	6.11%	11.81%	14.44%	10.16%	12.20%	
							EBIT增长率	-18.49%	96.78%	-47.22%	168.89%	33.20%	14.93%	
							净利润增长率	-229.53%	-183.70%	-22.20%	72.75%	43.35%	16.72%	
							总资产增长率	-3.93%	9.16%	6.68%	10.98%	11.19%	9.67%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	52.0	39.8	64.2	65.0	79.0	75.0	
							存货周转天数	163.0	168.7	161.5	165.0	170.0	175.0	
							应付账款周转天数	137.2	121.3	93.4	95.0	100.0	105.0	
							固定资产周转天数	38.0	37.7	42.9	38.1	34.8	31.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	4.11%	8.77%	-3.15%	-21.61%	-18.20%	-24.14%	
							EBIT利息保障倍数	13.8	7.9	9.5	7.6	10.0	10.8	
							资产负债率	74.52%	73.12%	69.38%	62.48%	62.49%	61.82%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	35	49	94
增持	1	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.17	1.13	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

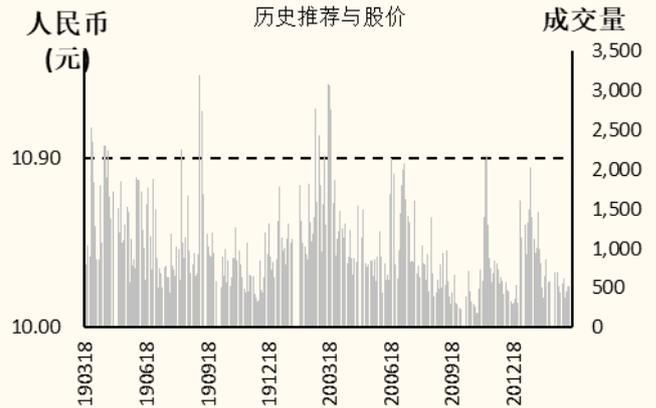
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-28	买入	26.67	36.00~36.00
2	2019-04-30	买入	33.85	40.00~40.00
3	2019-08-28	买入	29.71	40.00~40.00
4	2019-10-29	买入	33.64	40.00~40.00
5	2020-02-18	买入	43.12	72.00~72.00
6	2020-03-29	买入	43.39	72.00~72.00
7	2020-04-26	买入	38.85	72.00~72.00
8	2020-08-30	买入	38.83	72.00~72.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402