

收入增长加速，Q1 净利润同比高增

华泰研究

2021年3月17日 | 中国内地

年报点评

科技/通信

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.60

研究员

SAC No. S0570518120002
SFC No. BQM410

王林, PhD

wanglin014712@htsc.com

研究员

SAC No. S0570519080003

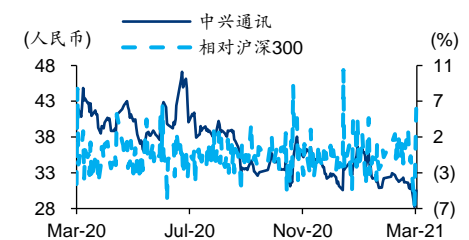
付东, PhD

fudong@htsc.com

基本数据

目标价(人民币)	36.60
收盘价(人民币 截至3月17日)	30.53
市值(人民币百万)	140,848
6个月平均日成交额(人民币百万)	2,212
52周价格范围(人民币)	28.22-47.12
BVPS(人民币)	9.38

股价走势图



资料来源: Wind

看好全球 5G 建设及数字化浪潮下公司成长机遇

受益于国内 5G 网络规模建设, 2020 年运营商网络业务驱动公司总营收增长加速, 全年营收 1014.5 亿元 (YoY: +11.81%); 受限于综合毛利率下降以及资产处置收益下滑, 公司实现归母净利润 42.6 亿元 (YoY: -17.3%)。公司发布 21Q1 业绩预告, 预计归母净利润同比增长 131%~208%。由于公司 2020 年综合毛利率略低于我们预期 (32.96%), 我们更新盈利预测, 预计公司 21~22 年 EPS 分别为 1.22/1.35 元 (前值为 1.38/1.94 元), 可比公司 2021 年 PE 均值为 26.74x, 考虑到公司产业地位突出且产品线全面, 给予 21 年 PE 30x, 目标价 36.60 元 (前值 41.45 元), 维持“买入”评级。

5G 规模建设元年, 运营商网络业务驱动公司营收增长加速

2020 年国内 5G 规模建设启幕, 根据工信部统计全年新增 5G 基站超 60 万, 在此推动下公司运营商网络业务同比增长 11.16% 至 740.2 亿元。无线产品领域, 根据 Dell'Oro 预测公司 5G 基站发货量全球排名第二。有线产品领域, 公司完成中国电信全球最大 ROADM 全光骨干网验收, FTTx 产品累计发货量亦保持业界领先水平。其他业务方面, 以 GoldenDB 为代表的新一代产品助力公司政企业务 2020 年同比增长 23.1% 至 112.7 亿元, 消费者业务在移动数据终端产品份额提升推动下, 营收同比增长 7.76% 至 161.6 亿元。

份额优先策略及采购成本较高短期压制综合毛利率, 后期有望持续改善

2020 年公司综合毛利率同比下降 5.56 pct 至 31.6%, 主要原因包括: 1) 份额优先策略下, 公司针对 5G 无线相关产品做出部分让利; 2) 5G 规模部署初期, 上游产能未能释放导致采购成本较高; 3) 公司采用老版基带芯片, 导致 BOM 成本较高。我们预计上述压制毛利率的因素将随着国内 5G 规模建设的推进得到改善进而推动公司综合毛利率提升。公司预告 21Q1 实现归母净利润 18~24 亿元, 区间中位数剔除中兴高达出售股权带来的投资收益后, 预计归母净利润同比增长 71%, 我们认为毛利率改善是主要驱动力。

5G 及数字化助力成长, 维持“买入”评级

我们认为 21 年 5G 建设热度在全球范围内有望进一步扩散, 同时国内数字化浪潮加速传统企业转型带来增量市场, 两者为公司业绩持续稳健增长奠定基础。我们预计公司 21~22 年 EPS 分别为 1.22/1.35 元 (前值为 1.38/1.94 元), 可比公司 2021 年 PE 均值为 26.74x, 考虑到公司产业地位突出, 产品布局全面同时研发夯实竞争壁垒, 给予 21 年 PE 30x, 对应目标价 36.60 元 (前值 41.45 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 5G 投资不及预期; 公司市场份额提升不及预期; 行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)	90,737	101,451	115,152	127,315	135,472
+/-%	6.11	11.81	13.51	10.56	6.41
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,148	4,260	5,613	6,241	6,775
+/-%	(173.71)	(17.25)	31.76	11.20	8.55
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.12	0.92	1.22	1.35	1.47
ROE (%)	15.22	10.24	11.25	11.34	11.16
PE (倍)	27.36	33.06	25.10	22.57	20.79
PB (倍)	6.24	3.25	2.88	2.61	2.36
EV EBITDA (倍)	12.76	14.56	12.46	11.46	10.84

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：中兴通讯分板块盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	90737	101451	115152	127315	135472
YoY	6.11%	11.81%	13.51%	10.56%	6.41%
综合毛利率	37.17%	31.61%	33.81%	33.76%	33.74%
运营商网络营收 (百万元)	66584.0	74018.0	83454.8	89687.5	89999.7
YoY	16.66%	11.16%	12.75%	7.47%	0.35%
毛利率	42.61%	33.79%	36.50%	36.60%	37.00%
消费者业务营收 (百万元)	14997.0	16160.3	17277.9	18822.6	20526.2
YoY	-21.93%	7.76%	6.92%	8.94%	9.05%
毛利率	17.90%	23.58%	24.00%	24.00%	24.00%
政企业务营收 (百万元)	9155.0	11272.2	14418.7	18804.7	24945.6
YoY	-0.79%	23.13%	27.91%	30.42%	32.66%
毛利率	29.16%	28.82%	30.00%	30.00%	30.00%
销售费率	8.67%	7.47%	7.70%	7.71%	7.72%
管理费 (不含研发)	5.26%	4.92%	5.00%	4.97%	4.95%
研发费率	13.83%	14.59%	14.60%	14.58%	14.57%

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：分季度业绩

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020A
营业总收入 (百万元)	21484	25715	26930	27321	101451
Yoy (%)	-3.2%	14.8%	37.2%	3.1%	11.8%
营业成本 (百万元)	13033	18385	18887	19074	69379
Yoy (%)	-2.2%	33.3%	51.4%	9.5%	21.7%
销售费用 (百万元)	1695	2246	1769	1870	7579
销售费率 (%)	7.9%	8.7%	6.6%	6.8%	7.5%
管理费用 (百万元)	1046	1219	1355	1375	4995
管理费率 (%)	4.9%	4.7%	5.0%	5.0%	4.9%
研发费用 (百万元)	3241	3397	4154	4006	14797
研发费率 (%)	15.1%	13.2%	15.4%	14.7%	14.6%
财务费用 (百万元)	896	-263	53	-266	421
财务费用率 (%)	4.2%	-1.0%	0.2%	-1.0%	0.4%
核心利润 (百万元)	1575	731	712	1263	4280
Yoy (%)	-20.4%	-59.7%	-59.2%	-38.0%	-43.5%
归母净利润 (百万元)	780	1077	855	1548	4260
Yoy (%)	-9.6%	77.2%	-67.8%	51.7%	-17.3%

注：核心利润=营业总收入-营业成本-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用；

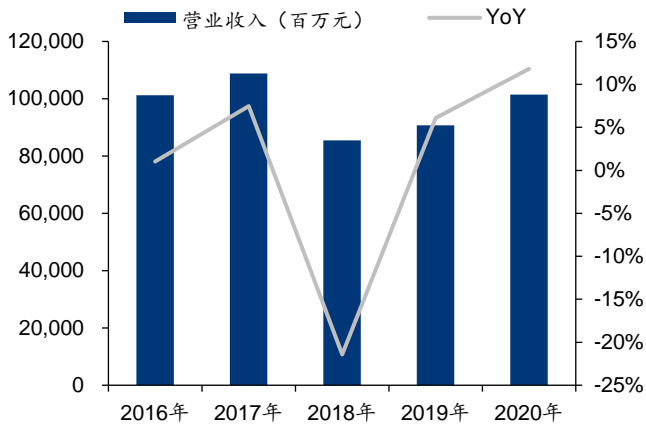
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：可比公司估值表 (2021-3-17)

彭博代码	公司名称	当前市值 (亿)	归母净利润 (亿元)				PE				
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
000938 CH	紫光股份	575.16	18.43	20.67	25.68	31.52	31.20	27.82	22.39	18.24	
300628 CH	亿联网络	635.21	12.35	12.92	17.62	22.68	51.42	49.16	36.05	28.01	
600498 CH	烽火通信	221.63	9.79	5.92	9.86	12.90	22.64	37.44	22.48	17.18	
300590 CH	移为通信	63.65	1.62	0.98	1.70	2.35	39.23	64.95	37.44	27.09	
002396 CH	星网锐捷	118.76	6.11	6.24	7.74	9.73	19.43	19.03	15.34	12.21	
							PE 均值	32.78	39.68	26.74	20.54
000063 CH	中兴通讯	1,408.48	51.48	42.60	56.13	62.41	27.36	33.06	25.10	22.57	

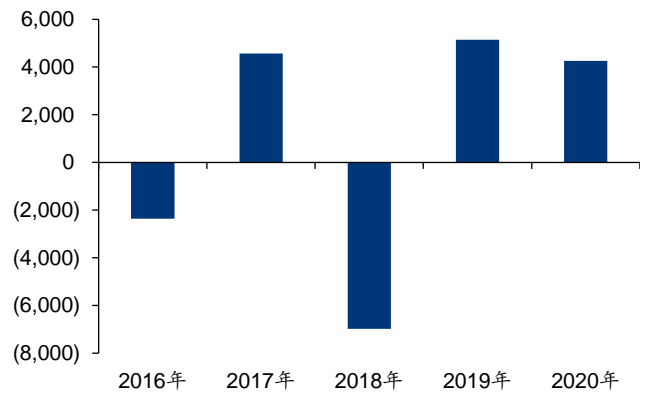
资料来源：Wind，华泰研究预测。可比公司盈利预测采用Wind一致预期。

图表4： 营收（百万元）及同比增速



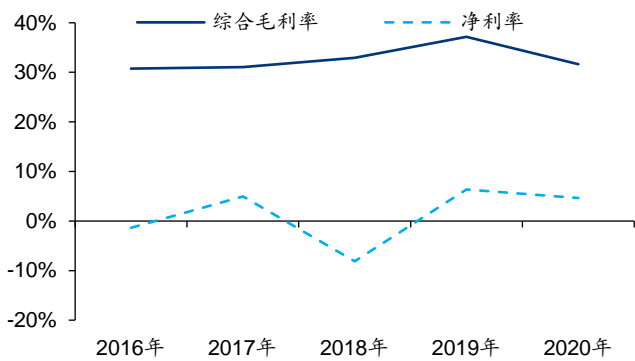
资料来源：Wind，华泰研究

图表5： 归母净利润（百万元）



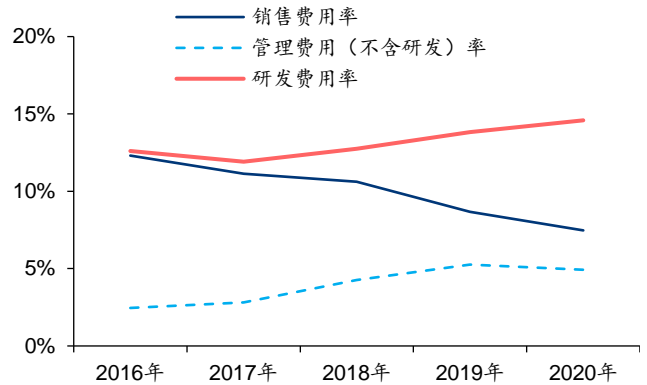
资料来源：Wind，华泰研究

图表6： 毛利率及净利率



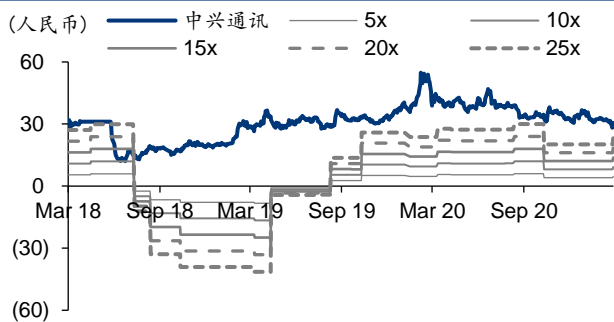
资料来源：Wind，华泰研究

图表7： 相关费用率



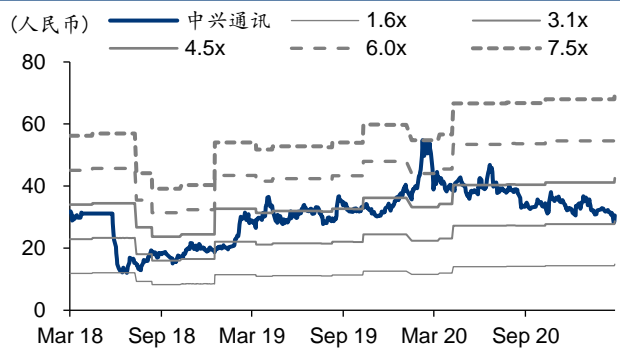
资料来源：Wind，华泰研究

图表8： 中兴通讯 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表9： 中兴通讯 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	102,567	106,977	179,763	134,568	189,500
现金	33,309	35,660	54,372	46,701	42,743
应收账款	19,778	15,891	43,161	22,129	51,099
其他应收账款	1,023	1,152	7,377	2,053	7,981
预付账款	402.53	321.79	1,157	342.02	1,122
存货	27,689	33,689	46,540	42,228	57,507
其他流动资产	20,365	20,263	27,155	21,114	29,047
非流动资产	38,635	43,658	42,690	43,852	43,884
长期投资	2,327	1,714	1,714	1,714	1,714
固定投资	9,383	11,914	12,983	14,011	14,913
无形资产	9,595	11,440	10,294	8,976	7,485
其他非流动资产	17,329	18,590	17,698	19,151	19,772
资产总计	141,202	150,635	222,452	178,420	233,384
流动负债	86,371	74,395	144,887	97,780	149,915
短期借款	26,646	10,559	18,603	14,581	16,592
应付账款	18,356	17,152	37,290	20,869	38,972
其他流动负债	41,369	46,684	88,995	62,331	94,351
非流动负债	16,877	30,117	25,596	23,323	20,249
长期借款	10,045	22,614	20,331	17,489	14,086
其他非流动负债	6,832	7,503	5,265	5,835	6,163
负债合计	103,248	104,512	170,483	121,104	170,163
少数股东权益	2,875	2,826	3,060	3,320	3,602
股本	4,228	4,613	4,613	4,613	4,613
资本公积	12,144	23,276	23,276	23,276	23,276
留存公积	14,456	17,793	23,399	29,567	36,171
归属母公司股东权益	28,827	43,297	48,909	53,997	59,619
负债和股东权益	141,202	150,635	222,452	178,420	233,384

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	7,447	10,233	14,913	4,069	1,864
净利润	5,777	4,722	5,846	6,501	7,057
折旧摊销	3,062	3,565	3,684	4,177	4,698
财务费用	965.96	420.54	846.18	793.18	369.97
投资损失	(249.45)	(906.41)	(1,274)	(1,000)	(1,000)
营运资金变动	(4,471)	(1,001)	5,881	(5,599)	(8,784)
其他经营现金	2,362	3,433	(70.77)	(803.42)	(476.17)
投资活动现金	(6,023)	(7,082)	(1,855)	(4,058)	(3,795)
资本支出	6,551	6,472	4,993	4,992	4,990
长期投资	120.81	(853.69)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	406.70	243.23	3,138	933.61	1,195
筹资活动现金	5,722	(289.91)	5,654	(7,681)	(2,027)
短期借款	2,906	(16,087)	8,043	(4,022)	2,011
长期借款	7,679	12,569	(2,283)	(2,843)	(3,403)
普通股增加	34.86	385.91	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	699.98	11,131	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,598)	(8,290)	(106.25)	(816.86)	(635.05)
现金净增加额	7,372	2,897	18,712	(7,670)	(3,958)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	90,737	101,451	115,152	127,315	135,472
营业成本	57,008	69,379	76,218	84,330	89,762
营业税金及附加	930.51	684.62	953.43	1,042	1,134
营业费用	7,869	7,579	8,867	9,816	10,458
管理费用	4,773	4,995	5,758	6,328	6,706
财务费用	965.96	420.54	846.18	793.18	369.97
资产减值损失	(1,281)	(209.72)	(1,036)	(891.21)	(948.30)
公允价值变动收益	(213.99)	39.02	50.00	50.00	50.00
投资净收益	249.45	906.41	1,274	1,000	1,000
营业利润	7,552	5,471	6,653	7,353	7,948
营业外收入	183.70	237.76	200.00	200.00	200.00
营业外支出	574.21	644.31	600.00	600.00	600.00
利润总额	7,162	5,064	6,253	6,953	7,548
所得税	1,385	342.47	406.44	451.95	490.59
净利润	5,777	4,722	5,846	6,501	7,057
少数股东损益	280.19	445.70	233.86	260.05	282.28
归属母公司净利润	5,148	4,260	5,613	6,241	6,775
EBITDA	12,002	10,227	10,991	12,138	13,177
EPS (人民币, 基本)	1.12	0.92	1.22	1.35	1.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.11	11.81	13.51	10.56	6.41
营业利润	1,334	(27.56)	21.61	10.53	8.08
归属母公司净利润	(173.71)	(17.25)	31.76	11.20	8.55
获利能力 (%)					
毛利率	37.17	31.61	33.81	33.76	33.74
净利率	6.37	4.65	5.08	5.11	5.21
ROE	15.22	10.24	11.25	11.34	11.16
ROIC	25.78	16.28	21.14	18.98	16.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.12	69.38	76.64	67.88	72.91
净负债比率 (%)	26.37	13.59	(11.43)	(6.99)	(0.87)
流动比率	1.19	1.44	1.24	1.38	1.26
流动比率	0.77	0.87	0.85	0.86	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.70	0.62	0.64	0.66
应收账款周转率	4.39	5.69	3.90	3.90	3.70
应付账款周转率	3.01	3.91	2.80	2.90	3.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.12	0.92	1.22	1.35	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.22	3.23	0.88	0.40
每股净资产(最新摊薄)	4.89	9.38	10.60	11.70	12.92
估值比率					
PE (倍)	27.36	33.06	25.10	22.57	20.79
PB (倍)	6.24	3.25	2.88	2.61	2.36
EV EBITDA (倍)	12.76	14.56	12.46	11.46	10.84

免责声明

分析师声明

本人, 王林、付东, 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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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, 华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、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, 华泰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。华泰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。

华泰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, 华泰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。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“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》及其附属法律规定的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

在美国本报告由华泰证券（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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。本披露中所提及的“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。
- 中兴通讯（000063 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 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

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

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2021年华泰证券股份有限公司