

分析师: 乔琪

登记编码: S0730520090001

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

研究助理: 朱宇澍

zhuys@ccnew.com 021-50586328

经营持续向好, 运营商业务毛利率有望改善

——中兴通讯(000063)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2021-03-22)

发布日期: 2021年03月23日

收盘价(元)	29.66
一年内最高/最低(元)	47.88/27.80
沪深300指数	5057.15
市净率(倍)	3.16
流通市值(亿元)	1,144.10

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	9.39
每股经营现金流(元)	2.22
毛利率(%)	31.61
净资产收益率-摊薄(%)	9.84
资产负债率(%)	69.38
总股本/流通股(万股)	461343.49/347625.38
B股/H股(万股)	0/75550.25

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《中兴通讯(000063)公司点评报告: Q4业绩超预期, 国内外业务共振》 2021-01-25
- 《中兴通讯(000063)中报点评: 业绩平稳增长, 运营商业务毛利率待改善》 2020-09-04
- 《中兴通讯(000063)年报点评: 盈利能力显著增强, 运营商大规模资本开支与新基建政策吹来东风》 2020-04-02

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

公司发布2020年年报, 2020年实现营收1014.51亿元, 同比增长11.81%; 归母净利润42.6亿元, 同比下降17.25%; 扣非后归母净利润10.36亿元, 同比增长113.66%。

公司发布2021年一季度业绩预告, 2021年1-3月实现18亿-24亿元, 同比上升130.77%-207.7%; 本报告期本公司转让北京中兴高达通信技术有限公司90%股权, 确认税前利润约7.74亿元人民币。

投资要点:

- **三大业务均录得增长, 海外业务下半年发展顺利:** 分业务来看, 公司2020年运营商网络实现营业收入740.18亿元, 同比增长11%, 毛利率33.8%(同比-8.8PCT); 政企业务实现营业收入112.72亿元, 同比增长23%, 毛利率28.8%(同比-0.3PCT); 消费者业务实现营业收入161.6亿元, 同比增长8%, 毛利率23.6%(同比+6PCT)。分地区来看, 公司2020年国内市场实现营业收入680.51亿元, 同比增长16.89%, 占公司整体营收的67%, 毛利率为28.86%(同比-8.8PCT); 国际市场实现营业收入680.51亿元, 同比增长2.7%, 营收占比为33%, 毛利率为37.23%(同比+4.9PCT)。受疫情影响, 上半年国际市场遭遇一定阻力, 但下半年边际改善明显, H2营收同比增长17%, 海外市场受疫情影响减缓的预期得到印证。
- **运营商业务毛利率下降明显, 但预计2021年会迎来反弹:** 公司运营商业务的毛利率下降的原因主要系2020年国内运营商5G产品毛利率下降, 且5G产品收入占比上升。细究其毛利率下降原因, 主要有三点: (1) 5G初期运营商招标竞争环境较激烈, 主设备商需抢占市场份额, 导致产品价格下降; (2) 去年5G产品供应链的规模效应还未显现, 上游成本较高; (3) 去年上半年公司仍使用的是旧版本基站的基带芯片, 产品的成本控制尚有较大的优化空间。而公司在20年下半年以后开始发货新一代基带芯片的基站, 新产品成本得到明显优化, 新产品的收入会在今年逐步确认。宏观层面下, 我们认为2021年随着5G设备产业链进一步成熟, 规模效应得到体现以及主设备商竞争环境的趋缓, 公司运营商业务毛利率水平会得到明显改善, 这一趋势也在公司的一季度业绩预告有所体现。
- **研发投入持续增长, 现金流情况良好:** 2020年中兴通讯研发费用为147.97亿元, 同比增长17.92%, 创历史新高。研发费用占营收比例为14.59%, 较19年上升0.76PCT, 近三年维持增长, 为公司在技术上保持全球领先奠定了基础。公司现金流健康, 2019年工信部发文规定的

运营商不得拖欠款项效果显现。2020 年实现经营活动产生的现金流量净额 102.30 亿元，同比增长 37.38%，达到了历史最高水平。销售商品提供劳务收到的现金占营收比为 113.08%，为近五年来最高水平。

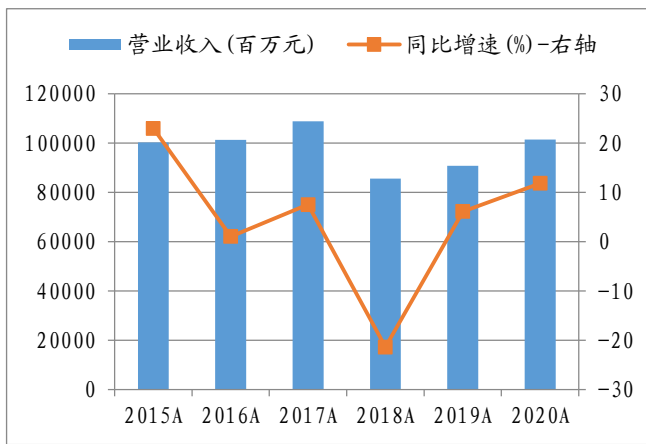
- **投资建议：**公司作为 A 股通信设备龙头，在 2020 年美国对华限制以及国际环境的影响下，向下调整充分。公司 2020 年业绩回暖，虽运营商业务毛利率下滑明显，但今年改善的预期确定性较强；一季度业绩向好为全年奠定了基础。预测公司 2021 年-2023 年净利润为 59.24 亿元、71.43 亿元和 84.75 亿元，EPS 为 1.28 元、1.55 元和 1.84 元，结合公司当前股价，对应 P/E 为 23.1X、19.16X 和 16.15X。综合考虑公司基本面持续向好以及美国对中国科技制裁的不确定性，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：国际经济政治环境风险；市场竞争加剧；运营商 5G 资本开支不及预期。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	101,451	117,904	132,687	146,237
增长比率(%)	6.1	11.8	16.2	12.5	10.2
净利润(百万元)	5,148	4,260	5,924	7,143	8,475
增长比率(%)	-173.7	-17.3	39.1	20.6	18.6
每股收益(元)	1.12	0.92	1.28	1.55	1.84
市盈率(倍)	26.6	32.12	23.10	19.16	16.15

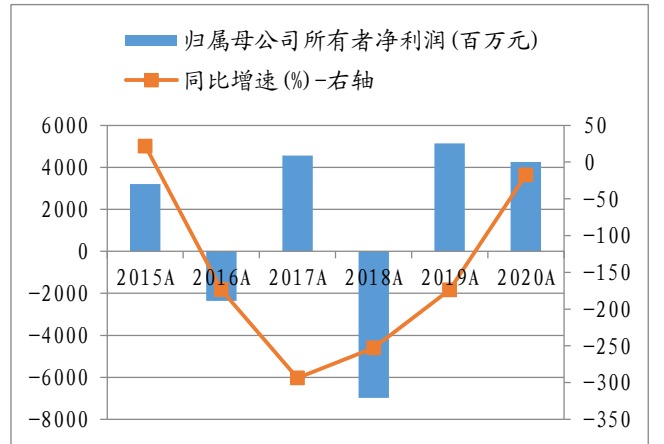
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-2020 年公司营业收入及增速



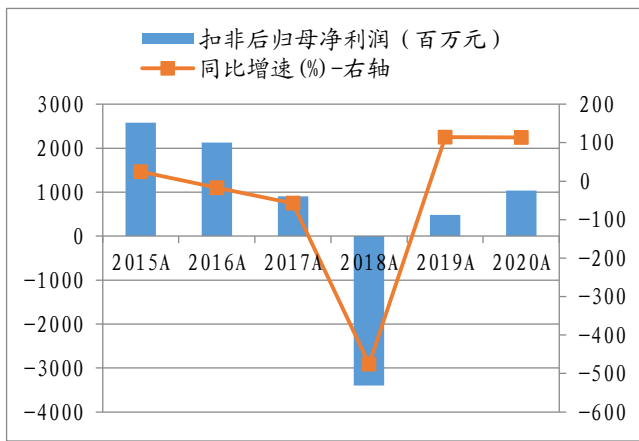
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-2020 年公司归母净利润及增速



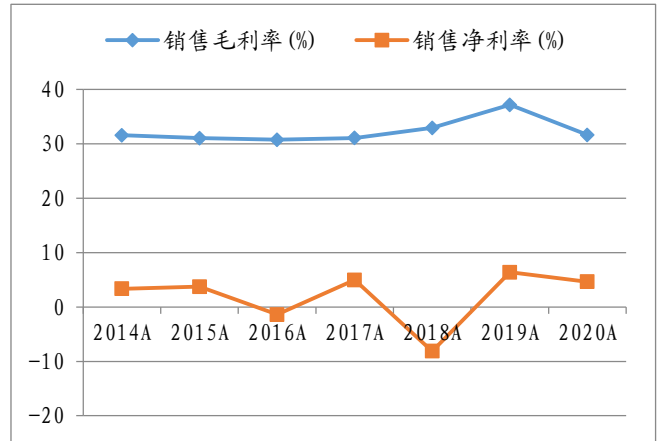
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2018-2020Q2 公司单季度营业收入及增速



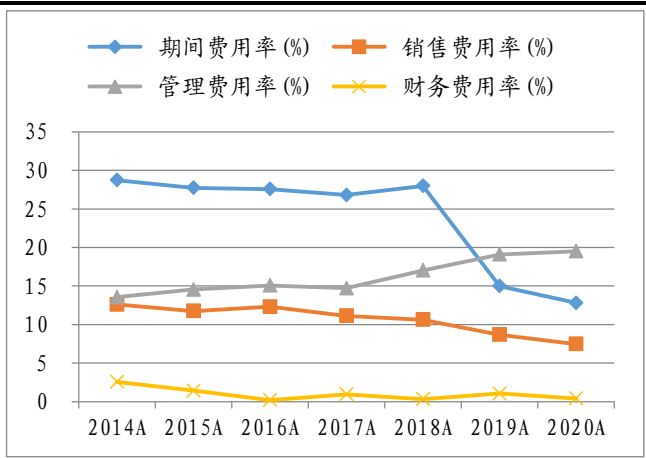
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2014-2020 年公司销售毛利率和净利率



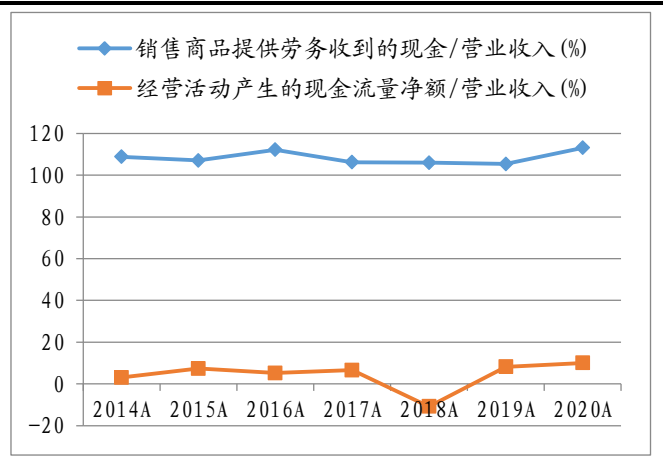
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2014-2020 年公司费用率情况



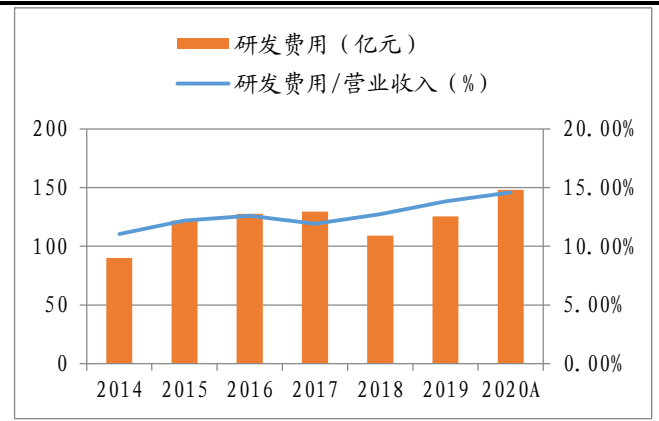
资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 公司经营性现金流情况



资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 公司研发费用情况



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	102567	106977	118066	124050	136671
现金	33309	35660	35593	38870	41108
应收票据及应收账款	19778	15891	25563	21088	30327
其他应收款	1023	1152	1376	1470	1667
预付账款	403	322	520	427	617
存货	27689	33689	34751	41932	42689
其他流动资产	20365	20263	20263	20263	20263
非流动资产	38635	43658	42621	40980	38703
长期投资	2327	1714	595	-496	-1596
固定资产	9383	11914	12377	12582	12514
无形资产	9595	11440	10548	9532	8356
其他非流动资产	17329	18590	19101	19362	19430
资产总计	141202	150635	160687	165030	175375
流动负债	86371	74395	83804	85577	92239
短期借款	26646	10559	10559	10559	10559
应付票据及应付账款	27729	28516	34200	36069	41475
其他流动负债	31996	35320	39044	38948	40205
非流动负债	16877	30117	25614	20917	15987
长期借款	10045	22614	18111	13414	8484
其他非流动负债	6832	7503	7503	7503	7503
负债合计	103248	104512	109418	106493	108225
少数股东权益	2875	2826	2971	3557	4272
股本	4228	4613	4613	4613	4613
资本公积	12144	23276	23276	23276	23276
留存收益	14456	17793	23284	30093	37916
归属母公司股东权益	35079	43297	48298	54980	62878
负债和股东权益	141202	150635	160687	165030	175375

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7447	10233	5091	9840	8850
净利润	5777	4722	6069	7729	9190
折旧摊销	3062	3565	3678	4145	4623
财务费用	966	421	12	-573	-797
投资损失	-249	-906	-687	-760	-736
营运资金变动	-4471	-1001	-4170	-934	-3721
其他经营现金流	2362	3433	190	234	292
投资活动现金流	-6023	-7082	-2144	-1978	-1902
资本支出	6551	6472	82	-550	-1177
长期投资	121	-854	1119	1097	1100
其他投资现金流	648	-1464	-942	-1430	-1978
筹资活动现金流	5722	-290	-3015	-4586	-4710
短期借款	2906	-16087	0	0	0
长期借款	7679	12569	-4503	-4697	-4930
普通股增加	35	386	0	0	0
资本公积增加	700	11131	0	0	0
其他筹资现金流	-5598	-8290	1488	112	221
现金净增加额	7372	2897	-67	3277	2239

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	90737	101451	117904	132687	146237
营业成本	57008	69379	77363	86680	95653
营业税金及附加	931	685	976	1086	1224
营业费用	7869	7579	10884	11891	12880
管理费用	4773	4995	5521	6408	7088
研发费用	12548	14797	16751	19102	20914
财务费用	966	421	12	-573	-797
资产减值损失	-1281	-210	1405	1149	839
其他收益	1696	1573	1614	1600	1605
公允价值变动收益	-214	39	-190	-234	-292
投资净收益	249	906	687	760	736
资产处置收益	2688	0	0	0	0
营业利润	7552	5471	7105	9071	10485
营业外收入	184	238	204	212	213
营业外支出	574	644	644	644	644
利润总额	7162	5064	6664	8639	10055
所得税	1385	342	595	910	865
净利润	5777	4722	6069	7729	9190
少数股东损益	280	446	145	586	715
归属母公司净利润	5148	4260	5924	7143	8475
EBITDA	11502	9692	10586	12827	14479
EPS (元)	1.12	0.92	1.28	1.55	1.84

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	6.1	11.8	16.2	12.5	10.2
营业利润 (%)	1334.1	-27.6	29.9	27.7	15.6
归属母公司净利润 (%)	-173.7	-17.3	39.1	20.6	18.6
获利能力					
毛利率 (%)	37.2	31.6	34.4	34.7	34.6
净利率 (%)	5.7	4.2	5.0	5.4	5.8
ROE (%)	15.2	10.2	11.8	13.2	13.7
ROIC	8.6	6.6	7.1	8.6	9.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.1	69.4	68.1	64.5	61.7
净负债比率 (%)	28.1	15.1	9.7	-5.1	-15.1
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.4	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.12	0.92	1.28	1.55	1.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.61	2.22	1.10	2.13	1.92
每股净资产 (最新摊薄)	6.25	9.38	10.47	11.92	13.63
估值比率					
P/E	26.6	32.1	23.1	19.2	16.1
P/B	4.7	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.0	15.0	13.6	10.6	9.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。