

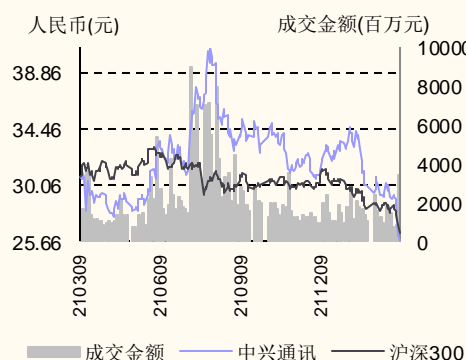
中兴通讯 (000063.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 25.66 元
目标价格 (人民币): 60.00-60.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	47.32
已上市流通 A 股(亿股)	38.90
流通港股(亿股)	7.56
总市值(亿元)	1,214.15
年内股价最高最低(元)	40.83/25.66
沪深 300 指数	4265
深证成指	12244



相关报告

- 《毛利持续提升, 经营全面向好-国金通信中兴通讯三季报点评》, 2021.10.26
- 《营收利润双升, 向成长蜕变-国金通信中兴通讯中报点评》, 2021.8.29
- 《进入利润释放期, 有望迎来盈利和估值双升-中兴通讯年报点评》, 2021.3.17

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

金晶 联系人
jinjing@gjzq.com.cn

开启有质量的增长新阶段

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	101,451	114,522	132,000	146,700	163,300
营业收入增长率	11.81%	12.88%	15.26%	11.14%	11.32%
归母净利润(百万元)	4,276	6,813	9,098	11,300	13,398
归母净利润增长率	-22.20%	59.33%	33.53%	24.21%	18.57%
摊薄每股收益(元)	0.927	1.440	1.923	2.388	2.832
每股经营性现金流净额	1.54	2.27	2.93	3.58	4.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.63%	13.23%	15.38%	16.42%	16.68%
P/E	36.31	23.26	13.35	10.74	9.06
P/B	3.13	3.08	2.05	1.76	1.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 3 月 8 日发布 2021 年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 1145.2 亿元, 同比增长 12.9%; 归属于上市公司普通股股东净利润 68.1 亿元, 同比增长 59.9%; 扣非净利润 33.1 亿元, 同比增长 219.2%。总体符合预期。

经营分析

- **经营全面向好, 净利高增长。** 受益于运营商业务毛利如期恢复至 42%+ 水平, 公司整体毛利上升 3.6PP 至 35.2%。从营收结构看, 21 年公司运营商、政企、消费者业务占比分别为 66%/11%/23%, 与 20 年 73%/11%/16% 相比, 消费者业务占比显著提升。公司运营商业务收入同增 2.3%, 与全球及国内运营商资本开支增幅相当。受益于海外 5G 建设从发达市场向发展中国家扩散, 同时预计公司在国内 5G 市场份额将持续提升, 预计 22 年公司运营商业务增速有望小幅提升。政企业务 21 年增长 16%, 略低于预期, 受益于行业数字化加深和公司竞争力增强预计 22 年增速有望重回 20%+。
- **核心优势稳固, 新业务发力。** 5G 方面, 公司 5G 基站份额继续位居全球第二, 5G 标准必要声明量位居全球第四。芯片领域, 公司已具备业界领先的芯片全流程设计能力, 终端芯片自研比例达 50%, 中兴微电子全年营收接近百亿, 外销份额不断加大。政企方面, 公司服务器和存储产品 21 年全球累计发货量超 15 万台, 已规模进入金融、互联网、能源等行业头部客户; GoldenDB 在大型商业银行稳定运营超三年, 并向运营商等重点领域进行拓展。汽车电子业务蓄势待发, 已与一汽、上汽集团达成战略合作协议。
- **开启有质量的增长新阶段。** 在全球运营商资本开支保持平稳的大背景下, 公司全球份额提升是未来 3-5 年成长的核心逻辑, 其全球无线市场份额有望从 12% 向 20%, 国内市场份额有望从 30% 向 40% 演进。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、汽车电子等新型业务领域的价值有望被市场逐步认可, 公司将开启有质量的增长新阶段, 市场估值中枢有望逐步上行。

盈利调整及投资建议

■ 我们调低了公司运营商业务收入增速预期, 调整公司 22-23 年归母净利润 91 (-14%) / 113 (-9%) 亿元, 预测 24 年归母净利润 134 亿元。看好公司在全球和国内设备商市场份额扩张的同时, 实现政企、半导体、汽车电子等新业务的快速增长, 给予 22 年 31 倍 PE, 目标价 60 元, 重申“买入”评级。

风险提示

5G 商业化不及预期, 运营商资本支出不达预期, 中美贸易摩擦加剧, 手机终端业务波动风险, 汽车电子新业务拓展不及预期, 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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	90,737	101,451	114,522	132,000	146,700	163,300	货币资金	33,309	35,660	50,713	60,038	62,947	72,061
增长率		11.8%	12.9%	15.3%	11.1%	11.3%	应收款项	23,232	19,014	24,059	26,548	29,103	31,949
主营业务成本	-57,008	-69,379	-74,160	-84,908	-93,912	104,373	存货	27,689	33,689	36,317	38,478	41,280	44,399
%销售收入	62.8%	68.4%	64.8%	64.3%	64.0%	63.9%	其他流动资产	18,337	18,614	16,782	24,119	25,979	27,944
毛利	33,728	32,071	40,362	47,093	52,788	58,927	流动资产	102,567	106,977	127,871	149,184	159,309	176,352
%销售收入	37.2%	31.6%	35.2%	35.7%	36.0%	36.1%	%总资产	72.6%	71.0%	75.8%	78.0%	77.9%	78.4%
营业税金及附加	-931	-685	-787	-924	-1,027	-1,143	长期投资	8,698	7,965	7,230	8,197	9,683	11,269
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	10,756	13,302	13,054	13,319	13,404	13,552
销售费用	-7,869	-7,579	-8,733	-9,900	-11,003	-12,248	%总资产	7.6%	8.8%	7.7%	7.0%	6.6%	6.0%
%销售收入	8.7%	7.5%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	无形资产	9,781	11,626	10,548	11,158	12,553	13,906
管理费用	-4,773	-4,995	-5,445	-6,204	-6,895	-7,675	非流动资产	38,635	43,658	40,892	42,022	45,176	48,527
%销售收入	5.3%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	%总资产	27.4%	29.0%	24.2%	22.0%	22.1%	21.6%
研发费用	-12,548	-14,797	-18,804	-18,480	-19,951	-21,882	资产总计	141,202	150,635	168,763	191,205	204,485	224,879
%销售收入	13.8%	14.6%	16.4%	14.0%	13.6%	13.4%	短期借款	27,258	12,664	9,924	15,353	9,966	8,425
息税前利润 (EBIT)	7,608	4,016	6,593	11,585	13,913	15,979	应付款项	32,350	32,869	36,780	44,395	49,070	54,516
%销售收入	8.4%	4.0%	5.8%	8.8%	9.5%	9.8%	其他流动负债	26,763	28,863	31,981	36,440	40,333	44,734
财务费用	-966	-421	-963	-1,802	-1,812	-1,531	流动负债	86,371	74,395	78,685	96,188	99,369	107,674
%销售收入	1.1%	0.4%	0.8%	1.4%	1.2%	0.9%	长期贷款	10,045	22,614	29,908	29,908	29,908	29,908
资产减值损失	3,509	643	1,790	-1,068	-877	-839	其他长期负债	6,832	7,503	6,882	3,787	3,791	3,824
公允价值变动收益	-214	39	1,099	500	600	700	负债	103,248	104,512	115,476	129,883	133,069	141,407
投资收益	249	906	1,564	1,000	1,000	1,000	普通股股东权益	35,079	49,549	51,482	59,167	68,811	80,316
%税前利润	3.5%	17.9%	18.4%	9.0%	7.2%	6.1%	其中：股本	4,228	4,613	4,731	4,732	4,732	4,732
营业利润	7,552	5,471	8,676	11,315	14,023	16,609	未分配利润	11,680	14,824	20,651	28,329	37,973	49,478
营业利润率	8.3%	5.4%	7.6%	8.6%	9.6%	10.2%	少数股东权益	2,875	2,826	1,806	2,156	2,606	3,156
营业外收支	-391	-407	-177	-200	-200	-200	负债股东权益合计	141,202	156,887	168,763	191,205	204,485	224,879
税前利润	7,162	5,064	8,499	11,115	13,823	16,409			0	0	0	0	
利润率	7.9%	5.0%	7.4%	8.4%	9.4%	10.0%	比率分析						
所得税	-1,385	-342	-1,463	-1,667	-2,074	-2,461		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	19.3%	6.8%	17.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	5,777	4,722	7,036	9,448	11,750	13,948	每股收益	1.300	0.927	1.440	1.923	2.388	2.832
少数股东损益	280	446	223	350	450	550	每股净资产	8.298	10.740	10.882	12.505	14.543	16.974
归属于母公司的净利润	5,496	4,276	6,813	9,098	11,300	13,398	每股经营现金净流	0.527	1.540	2.272	2.932	3.578	4.155
净利率	6.1%	4.2%	5.9%	6.9%	7.7%	8.2%	每股股利	0.000	0.200	0.200	0.300	0.350	0.400
							回报率						
							净资产收益率	15.67%	8.63%	13.23%	15.38%	16.42%	16.68%
							总资产收益率	3.89%	2.73%	4.04%	4.76%	5.53%	5.96%
							投入资本收益率	8.14%	4.27%	5.85%	9.23%	10.61%	11.14%
							增长率						
							主营业务收入增长率	6.11%	11.81%	12.88%	15.26%	11.14%	11.32%
							EBIT增长率	96.78%	-47.22%	64.16%	75.72%	20.10%	14.85%
							净利润增长率	183.70%	-22.20%	59.33%	33.53%	24.21%	18.57%
							总资产增长率	14.71%	11.11%	7.57%	13.30%	6.95%	9.97%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	83.2	64.2	53.2	55.0	54.0	53.0
							存货周转天数	168.7	161.5	172.3	170.0	168.0	165.0
							应付账款周转天数	121.3	93.4	95.7	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	37.7	42.9	36.5	32.3	29.5	27.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	8.77%	-2.78%	-23.36%	-26.66%	-34.51%	-42.29%
							EBIT利息保障倍数	7.9	9.5	6.8	6.4	7.7	10.4
							资产负债率	73.12%	66.62%	68.42%	67.93%	65.07%	62.88%

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	4	13	25	31	87
增持	0	1	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.14	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。

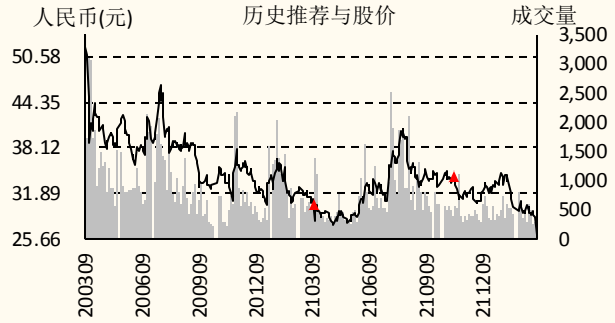
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-03-29	买入	43.39	72.00 ~ 72.00
2	2020-04-26	买入	38.85	72.00 ~ 72.00
3	2020-08-30	买入	38.83	72.00 ~ 72.00
4	2021-03-17	买入	28.55	72.00 ~ 72.00
5	2021-08-29	买入	34.42	72.00 ~ 72.00
6	2021-10-26	买入	33.94	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