2020 年 08 月 30 日

公司研究●证券研究报告

中兴通讯（000063.SZ）

公司快报

国内业务继续增长，继续放量可期

投资要点

- **事件：**公司发布 20 年半年报，2020H1 公司实现营业总收入 471.99 亿元、同比增长 5.81%，归母净利润 18.57 亿元，同比增长 26.29%，扣非后归母净利润 9.02 亿元、同比增长 47.37%。其中 20Q2 营业总收入 257.15 亿元，同比增长 14.76%、环比增长 19.69%。

- **国内运营商及政企业务毛利率下滑及收入占比提升，导致 H1 毛利率同比下降。**分地区看，国内业务实现营收入 317 亿元，同比 15.79%，毛利率 30.99%，同比下降 9.29pct；国际业务实现营业收入 154.5 亿元，同比减少 10.12%，毛利率 38.45%，同比提升约 1pct。分业务看，公司 20 H1 整体毛利率为 33.43%，同比下降 5.78pct，主要是由于运营商网络以及政企业务毛利率较上年同期下降所致。其中，公司运营商业务毛利率 36.34%，同比下降 8.39pct.。毛利率 23.08%，同比提升 6.6pct，企业业务毛利率 28.27%，同比下降 8.68pct。运营商网络毛利率下降主要是由于国内低毛利率产品收入占比上升所致，政企业务毛利率下降主要是由于国内子公司政企业务毛利率下降及国内低毛利率产品收入占比上升所致。

- **费用率略有下降，净利率略有提升。**公司 20H1 期间费用同比降低 1.7pct，主要因管理费用率因疫情原因同比减少 0.89pct，销售费用率同比降低 0.68pct，财务费用率同比下降 0.15pct。其中财务费用 6.33 亿，主要因 18 年受到美国制裁增加了公司短期和长期的有息负债所致，随着公司定增融资 110 亿的落地，以及公司经营现金流改善，公司负债额度和结构预计将得到优化。公司 20H1 研发投入 66.37 亿，研发费用率基本维持稳定。公司 20H1 净利润同比增长 26.29%，扣非归母净利同比增长 47.3%，净利率约 4.92%，同比提升 0.83pct。在收入个位数增长、毛利率下降、费用率微降的背景下，主要因公允价值变动收益有 3.78 亿元、信用资产减值损失计提下降、资产减值损失计提下降，背后或是应收账款质量和存货质量的改善。

- **国内运营商业务增长较快，国外运营商网络受疫情影响下滑。**运营商业务实现营收 349.70 亿元，同比提升 7.65%。主要是由于国内 5G 系统设备、核心网等产品营业收入增长，国外运营商业务下滑所致。其中，国内运营商网络收入为 264 亿，同比增加 47.6 亿，同比增长 21.99%，考虑到 Q1 收入整体下滑，预计国内 5G 系统设备在 Q2 销售大幅增长。国外运营商网络收入 85.4 亿，同比减少 22.8 亿，同比增速-21.7%，预计主要因 H1 疫情对国外运营商业务产生较大影响。

- **政企业务和消费者业务平稳，消费者海外业务超预期。**20 年 H1 公司政企业务实现营收 48.16 亿元，同比提升 2.48%，主要是由于国内外光传送产品、国内服务器及国内轨道交通集成收入较上年同期增长所致，其中，政企业务国内增长 14.19%，海外下滑 3.92%。消费者业务实现营收 74.13 亿元，同比下降 0.15%，其中，国内收入降低 18%，海外收入增长 16.4%，超预期。

通信 | 系统设备 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-08-28)	38.83 元

交易数据

总市值（百万元）	179,139.68
流通市值（百万元）	134,986.28
总股本（百万股）	4,613.43
流通股本（百万股）	3,476.34
12 个月价格区间	28.69/56.70 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.35	-21.52	-13.52
绝对收益	-1.28	7.54	31.39

分析师 曾捷
SAC 执业证书编号：S0910518110001
zengjie@huajinsc.cn

相关报告

中兴通讯：研发投入创新高，5G 龙头聚焦发展 2020-04-27

中兴通讯：聚焦运营商业务，提升盈利能力 2020-03-30

中兴通讯：115 亿定增签署，5G 加速发展 2020-01-17

中兴通讯：基本面持续改善，聚焦 5G 再出发 2019-08-29

◆ **产品实力进一步提升，持续引领创新。**无线产品领域，公司在5G技术及应用两方面持续引领创新，处在5G产业化的第一阵营，已在全球获得46个5G商用合同，覆盖中国、欧洲、亚太、中东等主要5G市场，在国内稳居第一阵营；有线产品领域，自研核心专用芯片的上市实现了产品的高集成度、高性能、低功耗，提升了产品的竞争力，PON、FTTx、100G 光传输网络累计发货量均居全球第二；视频和能源产品领域，积累了视频编解码、接入、传送、存储等技术，拥有包括视频会议、视频物联、云电脑等全系列产品，在5G时代，将成为运营商网络新的增长点。公司自研的服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等核心产品在政企领域得到广泛应用，积极布局新基建、5G 行业应用、数字化转型升级等市场新热点，推动公司自研产品销售，提升计算和连接两大类产品的竞争力，持续优化市场格局。手机业务重点聚焦5G终端，积极拓展国内外运营商及消费者市场；移动数据终端与产业链上游器件厂家、下游运营商有着长期深度的合作关系，在行业内保持领先地位。

◆ **存货构成显示公司未来销售放量可期。**存货账面价值371.8亿，较年初增长94.9亿，从存货构成看，原材料较年初分别增加45.7亿，预计主要原因是在美国加大对中国科技企业制裁的背景下，公司增加了关键原材料备货，在产品、发出商品分别较年初增加10.7亿、19.5亿，其中发出商品账面价值比去年同期增长近90亿，同比大幅提升，公司未来放量可期。

◆ 投资建议：公司具备完整的5G端到端解决方案的能力，在无线、核心网、承载、芯片、终端和行业应用等方面已做好全面商用准备。我们预测公司2020-2021年EPS分别为1.33/1.75元，对应PE分别为29.3 /22.1x，维持公司“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**中美贸易摩擦加剧及全球疫情影响海外订单需求，疫情影响持续海外运营商网络建设不及预期，5G推进速度不及预期、市场竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	103,970	122,573	129,625
YoY(%)	-21.4	6.1	14.6	17.9	5.8
净利润(百万元)	-6,984	5,148	6,115	8,093	9,366
YoY(%)	-252.9	-173.7	18.8	32.4	15.7
毛利率(%)	32.9	37.2	37.6	37.1	36.6
EPS(摊薄/元)	-1.51	1.12	1.33	1.75	2.03
ROE(%)	-21.1	15.2	14.8	16.5	16.2
P/E(倍)	-25.7	34.8	29.3	22.1	19.1
P/B(倍)	7.8	6.2	5.3	4.3	3.6
净利率(%)	-8.2	5.7	5.9	6.6	7.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	92848	102567	150149	159568	164421
现金	24290	33309	61982	72406	66058
应收票据及应收账款	21592	19778	32532	26104	37469
预付账款	615	403	897	552	1023
存货	25011	27689	31305	39314	35667
其他流动资产	21339	21389	23433	21191	24204
非流动资产	36503	38635	33112	30709	26553
长期投资	3015	2327	774	-684	-2190
固定资产	8898	9383	9110	8286	7244
无形资产	11291	9595	8719	7808	6772
其他非流动资产	13299	17329	14509	15298	14726
资产总计	129351	141202	183261	190276	190974
流动负债	89377	86371	126278	126982	121276
短期借款	23740	26646	25193	25919	25556
应付票据及应付账款	27443	27729	38526	38024	44701
其他流动负债	38194	31996	62559	63039	51019
非流动负债	**7013**	**16877**	**13039**	**11290**	**8518**
长期借款	2367	10045	7300	5005	2506
其他非流动负债	4647	6832	5739	6286	6013
负债合计	96390	103248	139317	138273	129794
少数股东权益	3811	2875	3209	3636	4139
股本	4193	4228	4613	4613	4613
资本公积	11444	12144	12144	12144	12144
留存收益	9308	14456	20375	27847	36702
归属母公司股东权益	29150	35079	40735	48367	57041
负债和股东权益	129351	141202	183261	190276	190974

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9215	7447	30284	11852	-4219
净利润	-6949	5777	6449	8521	9869
折旧摊销	2507	3062	3062	3310	3549
财务费用	281	966	-107	-791	-1005
投资损失	-294	-249	-825	-487	-505
营运资金变动	-9792	-4471	21513	754	-16431
其他经营现金流	5032	2362	192	545	305
投资活动现金流	-966	-6023	2627	-731	691
筹资活动现金流	888	5722	-4238	-697	-2820
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-1.51	1.12	1.33	1.75	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.00	1.61	6.56	2.57	-0.91
每股净资产(最新摊薄)	4.96	6.25	7.39	9.05	10.93

利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513	90737	103970	122573	129625
营业成本	57368	57008	64929	77058	82172
营业税金及附加	638	931	914	1083	1205
营业费用	9084	7869	9129	10897	11368
管理费用	3651	4773	4954	6144	6337
研发费用	10906	12548	14441	17013	17110
财务费用	281	966	-107	-791	-1005
资产减值损失	2077	-1281	1159	871	179
公允价值变动收益	-861	-214	-339	-471	-341
投资净收益	294	249	825	487	505
营业利润	-612	7552	10926	12105	14264
营业外收入	143	184	163	173	168
营业外支出	6881	574	3728	2151	2939
利润总额	-7350	7162	7362	10128	11493
所得税	-401	1385	913	1607	1624
税后利润	-6949	5777	6449	8521	9869
少数股东损益	-383	280	334	427	503
归属母公司净利润	-6984	5148	6115	8093	9366
EBITDA	-3977	11502	10851	13173	14648

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	6.1	14.6	17.9	5.8
营业利润(%)	-109.1	1334.1	44.7	10.8	17.8
归属于母公司净利润(%)	-252.9	-173.7	18.8	32.4	15.7
获利能力					
毛利率(%)	32.9	37.2	37.6	37.1	36.6
净利率(%)	-8.2	5.7	5.9	6.6	7.2
ROE(%)	-21.1	15.2	14.8	16.5	16.2
ROIC(%)	-10.1	8.6	8.5	9.5	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	74.5	73.1	76.0	72.7	68.0
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.6	4.4	4.0	4.2	4.1
应付账款周转率	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	-25.7	34.8	29.3	22.1	19.1
P/B	7.8	6.2	5.3	4.3	3.6
EV/EBITDA	-47.5	16.7	14.7	11.3	10.4

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn