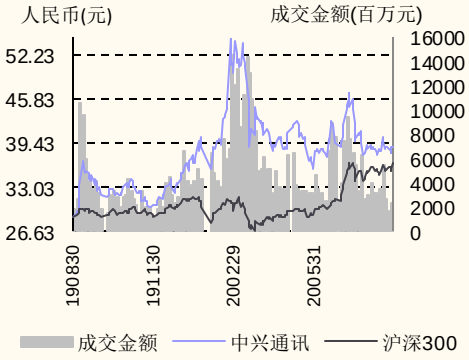
创新技术与企业服务研究中心

中兴通讯 (000063.SZ) 买入（维持评级） 公司点评

市场价格（人民币）： 38.83 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)	34.76
流通港股(亿股)	7.56
总市值(亿元)	1,791.40
年内股价最高最低(元)	40.25/37.83
沪深 300 指数	4844
深证成指	13851



相关报告

1.《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
2.《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
3.《我们为什么看好中兴通讯到 3000 亿市值-我们为什么看好中兴通...》，2020.2.18
4.《非经平滑利润谷底，核心优势巩固迎接新成长周期-中兴通讯三季报...》，2019.10.29

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

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

毛利提升趋势戛然而止？

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	109,036	127,666	146,536
营业收入增长率	-21.41%	6.11%	20.17%	17.09%	14.78%
归母净利润(百万元)	-6,567	5,496	6,723	10,345	14,282
归母净利润增长率	-229.53%	-183.70%	22.32%	53.87%	38.05%
摊薄每股收益(元)	-1.566	1.300	1.457	2.242	3.096
每股经营性现金流净额	-2.81	1.13	2.78	-1.52	8.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	-22.53%	15.67%	13.29%	18.22%	21.86%
P/E	-12.51	27.22	26.64	17.32	12.54
P/B	2.82	4.26	3.54	3.16	2.74

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年半年度报告，实现营业收入 472.0 亿元人民币，同比增长 5.8%；归属于上市公司普通股股东的净利润 18.6 亿元人民币，同比增长 26.3%；扣非净利润 9.0 亿元人民币，同比增长 47.4%。总体略低于预期。

经营分析

- **营收稳健增长，盈利能力有待提升。**上半年公司营收增长 5.8%，利润增长 26%，利润增长主要来自三费压降以及信用和资产减值大幅减少，其中后者贡献了 14.7 亿的利润增量。从公司营收结构看，2020H1 与 2019 年全年对比，公司运营商、政企、消费者业务占比分别为 74%/10%/16% V.S. 73%/10%/17%；国内、海外收入占比分别为 67%/33% V.S. 70%/30%，上半年国内业务收入同比增长 16%，海外业务受疫情等影响收入同比下降 10%;结构总体上变化不大，显示 2018 年禁运对公司经营结构的冲击调整已基本结束。报告期内，公司持续提升内部管理水平，销售/管理/财务费用分别同比下降 2%/11%/5%。随着 5G 进入规模商用期，研发投入强度有所降低，研发费用同比增长 2.6%。
- **毛利短期大幅下降，未来有望回升。**报告期内，公司整体毛利同比下降 5.8PP，其中运营商业务毛利率 36.3%，同比下降 8.4PP。运营商业务毛利水平如此剧烈的变化在公司历史上非常罕见，近十年内仅在执行“大国大 T”战略的 2012 年出现过类似情形。我们认为主要系上半年 5G 规模建网放量，低毛利的 5G 产品占比显著上升所致。一方面，公司与主要竞争对手华为在 5G 产品综合竞争力上仍有一定差距，产品议价能力有限；另一方面，5G 规模建网前期集采设备商出于抢地盘目的，往往采取低价策略。随着公司后续有望在 5G 产品演进中缩小与华为差距，同时扩容订单占比提升，运营商业务毛利大概率将重回 40%左右水平。
- **未来仍将延续经营上升趋势。**预测 2020H2-2021，公司运营商业务仍将同时受益于运营商资本开支上升和市场份额提升；公司消费者业务营收略有下滑后将保持平稳，同时毛利水平有所提升；政企业务营收将加速增长，长期看政企业务有望成为运营商业务外第二条 S 曲线。

盈利调整及投资建议

- 考虑到 5G 产品毛利可能低于预期，我们调整了公司盈利水平。预计 20-22 年归母净利润分别为 67（-5.6%）/103（-5.9%）/143（-3.2%）亿元，对应 EPS 1.46/2.24/3.10 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（32X 2021EPS），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）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**108,815**	**85,513**	**90,737**	**109,036**	**127,666**	**146,536**
增长率		-21.4%	6.1%	20.2%	17.1%	14.8%
主营业务成本	-75,006	-57,368	-57,008	-68,117	-77,823	-87,390
%销售收入	68.9%	67.1%	62.8%	62.5%	61.0%	59.6%
毛利	33,809	28,146	33,728	40,919	49,843	59,146
%销售收入	31.1%	32.9%	37.2%	37.5%	39.0%	40.4%
营业税金及附加	-942	-638	-931	-1,090	-1,277	-1,465
%销售收入	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-12,104	-9,084	-7,869	-8,265	-9,320	-10,551
%销售收入	11.1%	10.6%	8.7%	7.6%	7.3%	7.2%
管理费用	-3,057	-3,651	-4,773	-5,452	-6,128	-7,034
%销售收入	2.8%	4.3%	5.3%	5.0%	4.8%	4.8%
研发费用	-12,962	-10,906	-12,548	-15,265	-17,363	-19,636
%销售收入	11.9%	12.8%	13.8%	14.0%	13.6%	13.4%
息税前利润（EBIT）	4,744	3,866	7,608	10,847	15,756	20,460
%销售收入	4.4%	4.5%	8.4%	9.9%	12.3%	14.0%
财务费用	-1,043	-281	-966	-1,539	-2,023	-2,063
%销售收入	1.0%	0.3%	1.1%	1.4%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-2,534	-5,732	-3,509	-2,077	-2,268	-2,312
公允价值变动收益	58	-861	-214	500	600	700
投资收益	2,540	294	249	200	300	400
%税前利润	37.8%	-4.0%	3.5%	2.2%	2.2%	2.2%
营业利润	6,753	-612	7,552	9,031	13,565	18,486
营业利润率	6.2%	n.a	8.3%	8.3%	10.6%	12.6%
营业外收支	-34	-6,738	-391	10	10	10
税前利润	6,719	-7,350	7,162	9,041	13,575	18,496
利润率	6.2%	n.a	7.9%	8.3%	10.6%	12.6%
所得税	-1,333	401	-1,385	-1,718	-2,579	-3,514
所得税率	19.8%	n.a	19.3%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	5,386	-6,949	5,777	7,323	10,995	14,982
少数股东损益	317	-383	280	600	650	700
归属于母公司的净利润	**5,069**	**-6,567**	**5,496**	**6,723**	**10,345**	**14,282**
净利率	4.7%	n.a	6.1%	6.2%	8.1%	9.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,386	-6,949	5,777	7,323	10,995	14,982
少数股东损益	317	-383	280	600	650	700
非现金支出	5,137	4,549	4,343	3,737	4,053	4,241
非经营收益	-959	416	-861	1,527	1,761	1,569
营运资金变动	-3,405	-9,792	-4,471	230	-23,811	16,611
经营活动现金净流	**6,159**	**-11,775**	**4,788**	**12,817**	**-7,001**	**37,403**
资本开支	-5,855	-4,507	-4,667	-2,288	-2,490	-2,600
投资	-822	809	569	-367	-786	-786
其他	1,743	2,732	-1,925	100	200	300
投资活动现金净流	**-4,935**	**-966**	**-6,023**	**-2,555**	**-3,076**	**-3,086**
股权募资	102	181	591	11,457	0	0
债权募资	100	5,886	9,019	-10,622	22,814	-19,760
其他	-2,428	-1,861	-3,662	-4,910	-6,827	-8,482
筹资活动现金净流	**-2,226**	**4,206**	**5,948**	**-4,075**	**15,987**	**-28,242**
现金净流量	**-1,001**	**-8,535**	**4,713**	**6,187**	**5,910**	**6,075**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	33,408	24,290	33,309	39,320	45,102	51,083
应收款项	30,028	23,597	23,232	28,322	54,777	39,910
存货	26,234	25,011	27,689	31,777	36,652	42,807
其他流动资产	18,560	19,949	18,337	20,751	23,012	25,194
流动资产	108,231	92,848	102,567	120,171	159,543	158,995
%总资产	75.2%	71.8%	72.6%	75.0%	79.1%	78.2%
长期投资	10,411	7,373	8,698	9,665	11,151	12,737
固定资产	12,810	10,626	10,756	9,931	9,049	8,173
%总资产	8.9%	8.2%	7.6%	6.2%	4.5%	4.0%
无形资产	6,952	11,477	9,781	10,902	12,230	13,515
非流动资产	35,732	36,503	38,635	40,082	42,190	44,437
%总资产	24.8%	28.2%	27.4%	25.0%	20.9%	21.8%
资产总计	**143,962**	**129,351**	**141,202**	**160,253**	**201,733**	**203,432**
短期借款	18,536	24,983	27,258	20,483	43,730	24,160
应付款项	41,534	38,578	32,350	42,246	49,308	56,597
其他流动负债	27,525	25,815	26,763	30,651	35,526	40,520
流动负债	87,595	89,377	86,371	93,380	128,564	121,277
长期贷款	3,002	2,367	10,045	8,958	8,415	8,115
其他长期负债	7,985	4,647	6,832	3,869	3,851	3,868
负债	**98,582**	**96,390**	**103,248**	**106,207**	**140,830**	**133,260**
普通股股东权益	**40,968**	**29,150**	**35,079**	**50,571**	**56,778**	**65,347**
其中：股本	4,193	4,193	4,228	4,609	4,609	4,609
未分配利润	14,668	6,983	11,680	15,714	21,922	30,491
少数股东权益	4,412	3,811	2,875	3,475	4,125	4,825
负债股东权益合计	**143,962**	**129,351**	**141,202**	**160,253**	**201,733**	**203,432**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.209	-1.566	1.300	1.457	2.242	3.096
每股净资产	9.771	6.953	8.298	10.962	12.307	14.164
每股经营现金净流	1.469	-2.809	1.133	2.781	-1.519	8.116
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.584	0.898	1.240
回报率						
净资产收益率	12.37%	-22.53%	15.67%	13.29%	18.22%	21.86%
总资产收益率	3.52%	-5.08%	3.89%	4.20%	5.13%	7.02%
投入资本收益率	5.65%	6.05%	8.14%	10.51%	11.27%	16.15%
增长率						
主营业务收入增长率	7.49%	-21.41%	6.11%	20.17%	17.09%	14.78%
EBIT增长率	85.57%	-18.49%	96.78%	42.57%	45.25%	29.86%
净利润增长率	########	-229.53%	########	22.32%	53.87%	38.05%
总资产增长率	8.80%	-10.15%	9.16%	13.49%	25.88%	0.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.4	98.0	83.2	80.0	85.0	90.0
存货周转天数	129.1	163.0	168.7	175.0	180.0	190.0
应付账款周转天数	118.9	137.2	121.3	130.0	135.0	140.0
固定资产周转天数	29.2	38.0	37.7	28.7	22.4	17.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.41%	4.11%	8.77%	-19.51%	10.47%	-27.75%
EBIT利息保障倍数	4.5	13.8	7.9	7.0	7.8	9.9
资产负债率	68.48%	74.52%	73.12%	66.27%	69.81%	65.51%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-14	买入	22.95	32.00～32.00
2	2019-03-28	买入	26.67	36.00～36.00
3	2019-04-30	买入	33.85	40.00～40.00
4	2019-08-28	买入	29.71	40.00～40.00
5	2019-10-29	买入	33.64	40.00～40.00
6	2020-02-18	买入	43.12	72.00～72.00
7	2020-03-29	买入	43.39	72.00～72.00
8	2020-04-26	买入	38.85	72.00～72.00

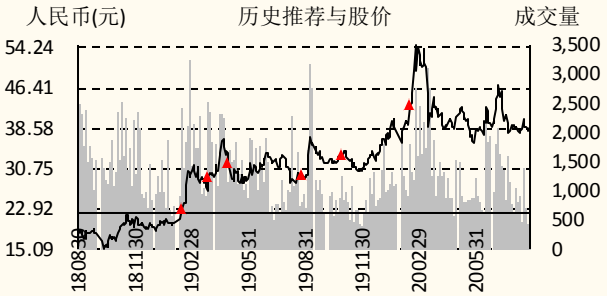
来源：国金证券研究所

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



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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH