

强烈推荐-A (维持)

中兴通讯 000063.SZ

目标估值: 27.9 元

当前股价: 15.28 元

2017 年 03 月 08 日

靴子落地, 新起点轻装上阵

基础数据

上证综指	3241
总股本 (万股)	415961
已上市流通股 (万股)	339487
总市值 (亿元)	636
流通市值 (亿元)	519
每股净资产 (MRQ)	9.8
ROE (TTM)	8.5
资产负债率	65.6%
主要股东	深圳市中兴新通讯设
主要股东持股比例	30.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	2	3
相对表现	-1	-1	-8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中兴通讯 (000063): 限制出口事件取得重大进展, 压制因素有望突破》2017-02-15
- 2、《中兴通讯(000063): 中标欧洲运营商大单, 海外业务再下一城》2016-12-28

周炎

0755-82853775  
zhouyan3@cmschina.com.cn  
S1090513070008

王林

010-57601716  
wanglin10@cmschina.com.cn  
S1090514080005

研究助理

余俊  
yujun@cmschina.com.cn

**事件:** 3月7日晚, 公司发布公告已就美国商务部 (BIS)、司法部 (DOJ) 及财政部海外资产管理办公室 (OFAC) 的制裁调查达成协议, 公司认罪并同意支付 8.9 亿美元罚款。此外, BIS 还处以暂缓执行的 3 亿美元罚款, 七年观察期满后豁免支付。

公司同时发布 2016 年业绩快报和 2017 年一季度业绩预告, 2016 年营业收入 1012 亿, 同比增长 1.04%; 营业利润 11.7 亿, 同比增长 263.7%; 亏损总额 7.68 亿元, 归属于上市公司普通股股东的净亏损 23.57 亿元; 2017 年一季度净利润 11.5-12.5 亿, 同比增长 21.12%-31.65%。

评论:

1、靴子终于落地, 主营业绩增速符合预期

从公告内容看, 此次罚款总金额为 8.9 亿美元+3 亿美元, 其中, 8.9 亿罚款计入当期 (2016 年) 损益, 剩下 3 亿美元暂缓执行, 符合条件的情况下将会豁免。公告时间距离去年美国出发时间正好整一年, 罚款金额和附加条款略超市场预期, 但整体符合我们近期对此事谨慎的判断。

净利润亏损 23.6 亿, 主要因美国罚款导致公司计提约 8.92 亿美元损失所致。如剔除计提损失, 归母净利润为 38.25 亿元, 同比增长 19.2%, 符合预期。主营增长主要由于运营商网络、消费者业务收入同比微增, 并且 2016 年整体毛利率为 30.75%, 同比基本持平。

预告今年一季度净利润 11.5-12.5 亿, 同比增长 21.12%-31.65%。一方面因运营商网络收入及消费者业务收入同比增长, 收入和毛利双重提升所致; 另一方面, 我们判断去年同期因为美国处罚, 使得一、二季度部分业务受到供应链的一定影响。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	81471	100186	101228	116413	139695
同比增长	8%	23%	1%	15%	20%
营业利润 (百万元)	60	320	1143	1592	2954
同比增长	-99%	431%	257%	39%	86%
净利润 (百万元)	2634	3208	-2357	4822	6074
同比增长	-70%	22%	-173%	-305%	26%
每股收益 (元)	0.77	0.77	-0.57	1.16	1.46
PE	19.9	19.8	-26.9	13.2	10.4
PB	2.1	1.6	1.8	1.5	1.3

## 2、罚款金额略超预期，长期压制股价因素消除

综合判断，罚款金额和附加条款略超市场预期，短期存在调整压力，但我们认为：罚款事件尘埃落定，利空出尽，市场在此次美国处罚最大的担忧是中兴的供应链是否会受到影响，目前来看，从进入和解到达成最终罚款金额，中兴在美国的上游供应链并不会受到影响。包括光器件、终端芯片、网络设备芯片等在 7 年观察期内如果遵循美国商务部（BIS）的协议的前提下，会得到有效的供应保证。现金流足以承担罚款金额，经营性现金流自 2011 年以来逐年改善，2015 年经营性现金流 74 亿，2016 年存在继续改善的空间，承担罚款压力不大，财务成本压力较小。

## 3、聚焦于 M-ICT 核心战略，加大上游核心元器件自研投入

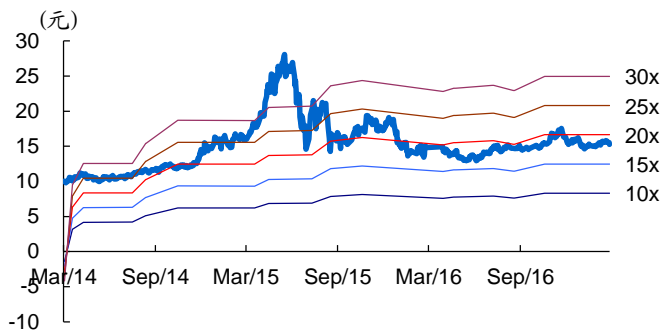
我国在通信技术标准方面经历了 2G 空白、3G 跟随、4G 同步的发展路径，未来 5G 技术我国将力争主导。目前中兴、华为为代表的中国企业在 5G、物联网等新技术领域已经开始引领全球，在 5G、NB-IOT、LTE-V 等技术标准的制定过程中发挥关键主导作用，此外，我国产业链上游发展迅速，中兴也积极打造芯片纵向一体化能力，研发持续高投入，抢占价值链核心端。我们认为，往后几年，中兴会聚焦于 M-ICT 核心战略，重点发展核心业务，包括运营商网络、政企网、消费终端等业务，并且会加快布局上游芯片，包括集成电路和光电子芯片，以及加大对国产产业链的扶持和投入。

## 4、低估值行业龙头价值重新发现，维持“强烈推荐-A”投资评级

维持公司 5G 及物联网龙头、全球竞争实力提升、内生改善、低估值的整体判断。靴子落地，提供建仓良机。从物联网到 5G，从芯片到政企布局，若此次股价调整或许是中兴未来三年的股价起点。预计 2017-2018 年净利润分别约为 48.2 亿元和 60.7 亿元，摊薄后 EPS 分别 1.16 元和 1.46 元，对应 2017-2018 年 PE 分别为 13X 和 10X。从这个角度，我们认为公司在当前 600 亿市值下属于低估，公司价值面临重新发现。给予 2017 年 24 倍 PE，对应 6 个月目标价 27.90 元，维持“强烈推荐-A”。

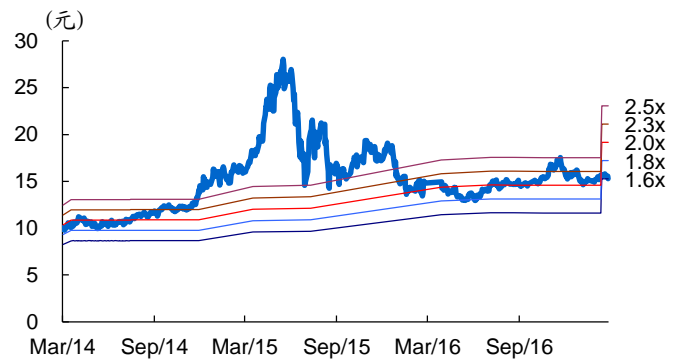
**风险提示：美国商务部处罚期内风险，全球运营商市场增长放缓。**

图 1: 中兴通讯历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中兴通讯历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中兴通讯(000063): 限制出口事件取得重大进展, 压制因素有望突破》2017-02-15
- 2、《中兴通讯(000063): 中标欧洲运营商大单, 海外业务再下一城》2016-12-28
- 3、《中兴通讯(000063): 产业资本眼中价值洼地, 低估值龙头价值重发现》2016-11-10

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	82226	95292	91868	108267	127763
现金	18116	28025	23639	29821	33709
交易性投资	241	0	0	0	0
应收票据	2087	3463	3745	4307	5169
应收款项	25153	25251	25494	29318	35181
其它应收款	2160	2970	3001	3451	4142
存货	19592	19732	19970	22949	27460
其他	14877	15851	16018	18420	22102
<b>非流动资产</b>	23989	25602	25693	25866	26121
长期股权投资	461	561	561	561	561
固定资产	7348	7692	7615	7749	7964
无形资产	1365	4224	4314	4304	4294
其他	14814	13124	13202	13252	13302
<b>资产总计</b>	<b>106214</b>	<b>120894</b>	<b>117561</b>	<b>134134</b>	<b>153884</b>
<b>流动负债</b>	65925	67638	62805	72036	83984
短期借款	10998	7908	7000	9000	10000
应付账款	19244	22933	23265	26735	31990
预收账款	3306	4036	4094	4705	5629
其他	32377	32762	28446	31596	36365
<b>长期负债</b>	13997	9907	14071	14071	14071
长期借款	10040	6016	14016	14016	14016
其他	3957	3891	55	55	55
<b>负债合计</b>	<b>79922</b>	<b>77545</b>	<b>76876</b>	<b>86107</b>	<b>98055</b>
股本	3438	4151	4151	4151	4151
资本公积金	8948	19130	20479	22048	24924
留存收益	12493	15701	11268	16797	21424
少数股东权益	1414	4367	4787	5030	5330
归属于母公司所有者权益	24879	38981	35898	42997	50499
<b>负债及权益合计</b>	<b>106214</b>	<b>120894</b>	<b>117561</b>	<b>134134</b>	<b>153884</b>

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	2513	7405	(1800)	2552	2215
净利润	2634	3208	(2357)	4822	6074
折旧摊销	1826	2114	1087	1076	1095
财务费用	1629	1761	782	887	922
投资收益	(134)	(696)	(1462)	(1490)	(1516)
营运资金变动	(3623)	1158	(298)	(2990)	(4665)
其它	182	(140)	448	247	306
<b>投资活动现金流</b>	(1623)	(1575)	(1178)	(1250)	(1350)
资本支出	(2068)	(2469)	(1100)	(1200)	(1300)
其他投资	445	894	(78)	(50)	(50)
<b>筹资活动现金流</b>	(3726)	3582	(1408)	4880	3023
借款变动	6617	(4716)	2475	2000	1000
普通股增加	0	713	0	0	0
资本公积增加	(647)	10182	1349	1569	2875
股利分配	(1719)	(1719)	(2075)	707	(1447)
其他	(7978)	(879)	(3156)	603	594
<b>现金净增加额</b>	<b>(2836)</b>	<b>9411</b>	<b>(4386)</b>	<b>6182</b>	<b>3888</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	81471	100186	101228	116413	139695
营业成本	55760	69100	70101	80558	96390
营业税金及附加	1331	1304	1317	1515	1818
营业费用	10259	11772	12147	13970	16484
管理费用	11040	14584	15083	17462	20815
财务费用	2101	1431	782	887	922
资产减值损失	1202	2187	2117	1920	1830
公允价值变动收益	148	(184)	150	160	140
投资收益	134	696	1312	1330	1376
<b>营业利润</b>	60	320	1143	1592	2954
营业外收入	3788	4443	4710	4722	4927
营业外支出	310	460	6618	511	520
<b>利润总额</b>	3538	4304	(765)	5803	7361
所得税	810	563	1172	738	987
<b>净利润</b>	2728	3740	(1937)	5065	6373
少数股东损益	94	116	420	243	300
<b>归属于母公司净利润</b>	2634	3208	(2357)	4822	6074
<b>EPS (元)</b>	0.77	0.77	(0.57)	1.16	1.46

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	23%	1%	15%	20%
营业利润	-99%	431%	257%	39%	86%
净利润	-70%	22%	-173%	-305%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.6%	31.0%	30.7%	30.8%	31.0%
净利率	3.2%	3.2%	-2.3%	4.1%	4.3%
ROE	10.6%	8.2%	-6.6%	11.2%	12.0%
ROIC	3.1%	2.4%	2.6%	2.9%	4.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.2%	64.1%	65.4%	64.2%	63.7%
净负债比率	25.6%	15.3%	17.9%	17.2%	15.6%
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.5	3.5	3.5	3.8	3.8
应收帐款周转率	3.5	4.0	4.0	4.2	4.3
应付帐款周转率	3.1	3.3	3.0	3.2	3.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.77	0.77	-0.57	1.16	1.46
每股经营现金	0.73	1.78	-0.43	0.61	0.53
每股净资产	7.24	9.39	8.65	10.36	12.17
每股股利	0.50	0.50	-0.17	0.35	0.44
<b>估值比率</b>					
PE	19.9	19.8	-26.9	13.2	10.4
PB	2.1	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	1673.2	1835.3	1731.0	1466.6	1049.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，6年证券行业经验，2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，5年证券研究经验，2015年新财富第五，水晶球第四

余俊 招商证券通信行业分析师 工学硕士，7年民航空管从业经历

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。