

强烈推荐-A (维持)

中兴通讯 000063.SZ

目标估值: 27.9 元  
当前股价: 17.9 元  
2017 年 03 月 26 日

业绩符合预期, M-ICT 龙头再起航

基础数据

上证综指	3269
总股本 (万股)	418463
已上市流通股 (万股)	342430
总市值 (亿元)	749
流通市值 (亿元)	613
每股净资产 (MRQ)	8.5
ROE (TTM)	-6.6
资产负债率	71.1%
主要股东	中兴新
主要股东持股比例	30.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	21	21
相对表现	14	14	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中兴通讯 (000063): M-ICT 时代, 通信龙头价值再发现》2017-03-17
- 2、《中兴通讯 (000063): 靴子落地, 新起点轻装上阵》2017-03-09
- 3、《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

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23日晚公司发布2016年度报告,报告期内,公司实现营业收入1012.3亿元,同比增长1.04%;营业利润11.7亿元,同比增长263.7%;归属于上市公司普通股股东的净亏损23.6亿元;EPS -0.57元。排除美国罚款因素,净利润38.3亿元,同比增长19.2%。业绩符合预期。

评论:

1、扣除罚款后净利润增长符合预期, 客户结构持续优化

2016年公司实现营业收入1012.3亿元,收入同比增长1.04%,主要源于运营商网络、消费者业务收入的同比微增。其中:1)运营商网络营收588.8亿元,同比增长2.90%,占比58.16%,主要由国内外4G系统产品和光传送产品同比增长带动;2)政企业务营收89.0亿元,同比减少15.18%,占比8.80%。政企海外业务下滑应该是收入减少的主要因素;3)消费者业务营收334.5亿元,同比增长3.02%,占比33.04%,主要受益于手机业务国内增长,国内收入占比提升至30%以上。

从海内外市场结构看,国内市场实现营业收入585.5亿元,同比增长10.25%,收入占比57.8%;国际市场实现营业收入426.8亿元,同比下降9.34%,占比42.2%。

公司前五大客户销售金额为442.2亿人民币,占销售总额的43.69%,同比上升0.95个百分点。公司在海外市场聚焦人口大国和主流运营商的战略,在Pre 5G和5G技术研发和应用方面,与德国电信、西班牙Telefonica、日本软银、韩国电信等全球主流运营商达成战略合作,目前已在欧洲等重点区域取得新的突破,逐步重塑市场格局。公司客户结构的持续优化将为公司带来更加稳健的财务表现和盈利能力。

由于计提约8.92亿美元(约61.8亿人民币)罚款所致,如剔除前述计提损失,公司归属于上市公司普通股股东的净利润为38.3亿元人民币,同比增长19.2%。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	100186	101233	116420	139720	174773
同比增长	23%	1%	15%	20%	25%
营业利润(百万元)	320	1166	1879	3380	4933
同比增长	431%	264%	61%	80%	46%
净利润(百万元)	3208	-2357	4822	6074	7160
同比增长	22%	-173%	305%	26%	18%
每股收益(元)	0.77	-0.56	1.15	1.45	1.71
PE	23.2	-31.8	15.5	12.3	10.5
PB	1.9	2.1	1.9	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

本年度投资收益 16.4 亿元，同比增长 135.8%，主要是由于本期处置子公司讯联智付、天津智联、中兴物联产生投资收益所致。三家公司分别在 2016 年为公司带来 3.51、1.47 和 5.94 亿元，合计 10.92 亿元的投资收益。

## 2、毛利率保持稳定，综合费用率略有下降，现金流充裕

**综合毛利率：**2016 年公司综合毛利率 30.75%，同比下降 0.28 个百分点。其中，运营商网络毛利率 39.12%（为近 5 年最高），同比增长 2.06 个百分点；政企业务毛利率 37.09%，同比减少 3.55 个百分点；消费者业务毛利率 14.34%，同比减少 2.95 个百分点。整体毛利率维持稳定，运营商业务随着产品结构和客户结构的优化毛利率保持稳定增长，政企和消费者业务受竞争加剧和上游原材料上涨压力，毛利率有所下降。

**费用率：**销售费用率 12.31%，同比上升 0.56 个百分点；管理费用率 2.46%，同比上升 0.08 个百分点；研发费用率 12.61%，同比上升 0.43 个百分点，主要是加大 Pre-5G、5G、高端路由器、SDN、OTN、核心芯片等产品的研发投入并在市场中得到广泛应用所致；财务费用率 0.21%，同比下降 1.22 个百分点，主要由本期实现兑汇收益且利息支出减少所致。公司综合费率保持稳定，过去一年实现了有效管控。

**其他事项：**本年度经营活动产生的现金流量净额 52.6 亿，同比下降 29%；货币资金 323.5 亿，同比增长 15.4%，充足的现金流保证了罚款将不会影响公司的正常经营；存货 268.1 亿，同比增长 35.9%，其中发出商品 186 亿，同比增长 40%，存货的大幅增长一定程度上反映了公司网络设备的订单充足。

## 3、5G 时代引领全球通信产业，新帅上任带来新期盼

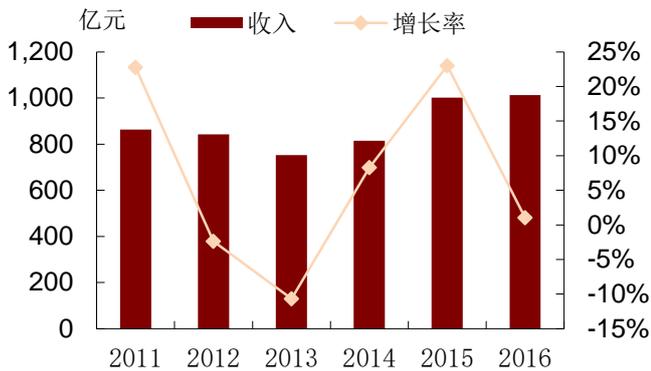
以中兴、华为为代表的中国通信企业不断蚕食爱立信、诺基亚、思科等欧美传统巨头市场份额，公司在全球无线、光通信、数据中心等市场份额持续提升。同时，ICT 融合、运营商转型都将带来主设备商地位的进一步提升。目前公司在 5G、物联网等新技术领域已经开始引领全球，在 5G、NB-IOT、LTE-V 等技术标准的制定过程中发挥关键主导作用。今明两年三大运营商资本开支下降带来增长压力，但是移动 FDD 牌照、广电 700M 网络建设、电信 800M 网络重耕等增量市场将带动无线领域投资预期提升。公司换帅，更加注重合规管理，聚焦核心业务，逐步清理非核心方向子公司，向薄弱环节上游核心芯片拓展。同时手机业务也开始走精品化路线，削减渠道和营销费用，更加注重内生品质和核心竞争力。

## 4、低估值龙头价值重发现，维持“强烈推荐-A”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。未来 5G 技术我国将力争主导，以此角度，我们认为在当前 750 亿左右市值对应当前股价 PE 仅 15 倍，被明显低估。公司在 5G、SDN、物联网和云计算等核心技术的价值值得重新发现。预计 2017-2018 年净利润分别约为 48.2 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 15X 和 12X。给予 2017 年 24 倍 PE，对应 12 个月目标价 27.90 元，维持“强烈推荐-A”。

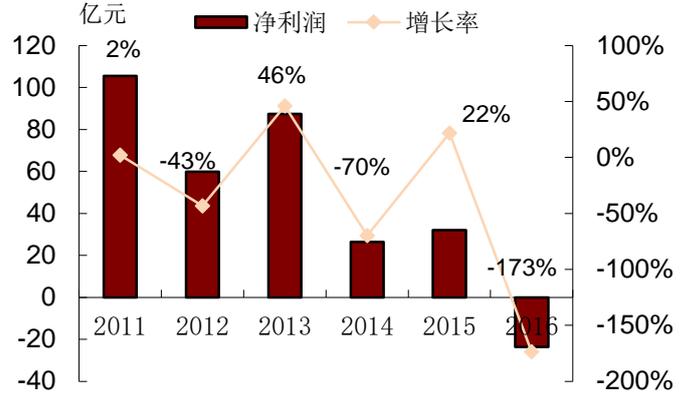
**风险提示：**美国商务部处罚金额带来财务风险，运营商资本开支持续下降。

图 1 公司营业收入及增长率 (亿元)



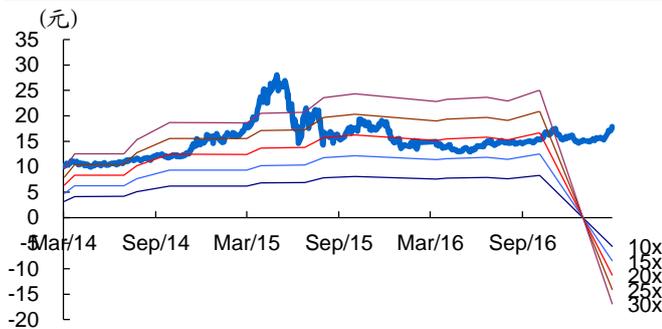
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2 公司净利润及增长率 (亿元)



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 中兴通讯历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 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): M-ICT 时代, 通信龙头价值再发现》2017-03-17
- 2、《中兴通讯 (000063): 靴子落地, 新起点轻装上阵》2017-03-09
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	95292	112852	115882	143659	170613
现金	28025	32350	37390	47667	52858
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3463	1984	2328	2794	3495
应收款项	25251	25998	28268	34065	42777
其它应收款	2970	4430	4075	4471	5768
存货	19732	26811	23993	29573	38072
其他	15851	21279	19827	25088	27644
<b>非流动资产</b>	25602	28789	28246	28864	29948
长期股权投资	561	666	700	730	760
固定资产	7692	7516	7589	7826	8131
无形资产	4224	4354	4254	4154	4054
其他	13124	16253	15704	16153	17003
<b>资产总计</b>	<b>120894</b>	<b>141641</b>	<b>144128</b>	<b>172523</b>	<b>200561</b>
<b>流动负债</b>	67638	91747	86337	104147	121647
短期借款	7908	15132	11000	14000	12000
应付账款	22933	25244	28003	34357	41658
预收账款	4036	8092	8001	10498	14283
其他	32762	43279	39333	45291	53707
<b>长期负债</b>	9907	9009	12010	16030	21030
长期借款	6016	5018	8018	12018	17018
其他	3891	3990	3992	4012	4012
<b>负债合计</b>	<b>77545</b>	<b>100756</b>	<b>98348</b>	<b>120177</b>	<b>142677</b>
股本	4151	4185	4185	4185	4185
资本公积金	19130	19233	20802	23678	25027
留存收益	15701	12305	15035	17975	21186
少数股东权益	4367	5163	5759	6509	7486
归属于母公司所有者权益	38981	35722	40022	45837	50398
<b>负债及权益合计</b>	<b>120894</b>	<b>141641</b>	<b>144128</b>	<b>172523</b>	<b>200561</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	7405	5260	8731	4667	6778
净利润	3208	(2357)	4822	6074	7160
折旧摊销	2114	2467	1228	1163	1196
财务费用	1761	1981	954	1011	1249
投资收益	(696)	(1640)	(1540)	(1560)	(1590)
营运资金变动	742	3985	2633	(2699)	(2283)
其它	276	825	634	678	1046
<b>投资活动现金流</b>	(1575)	(3019)	(690)	(1680)	(2330)
资本支出	(2469)	(4002)	(2400)	(2600)	(2800)
其他投资	894	983	1710	920	470
<b>筹资活动现金流</b>	3582	1227	(3001)	7290	742
借款变动	(4716)	1649	(3064)	7000	3000
普通股增加	713	34	0	0	0
资本公积增加	10182	103	1569	2875	1349
股利分配	(1719)	(2075)	(2092)	(3134)	(3948)
其他	(879)	1516	586	549	341
<b>现金净增加额</b>	<b>9411</b>	<b>3468</b>	<b>5041</b>	<b>10277</b>	<b>5190</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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	100186	101233	116420	139720	174773
营业成本	69100	70101	80009	95437	119022
营业税金及附加	1304	868	1397	1537	1923
营业费用	11772	12458	13621	16347	20448
管理费用	14584	15250	17230	20679	25866
财务费用	1431	208	954	1011	1249
资产减值损失	2187	2853	2870	2889	2921
公允价值变动收益	(184)	30	160	170	180
投资收益	696	1640	1380	1390	1410
<b>营业利润</b>	320	1166	1879	3380	4933
营业外收入	4443	4362	4717	4898	4910
营业外支出	460	6295	465	494	520
<b>利润总额</b>	4304	(768)	6131	7784	9323
所得税	563	640	713	959	1187
<b>净利润</b>	3740	(1408)	5418	6825	8136
少数股东损益	532	950	596	751	976
<b>归属于母公司净利润</b>	3208	(2357)	4822	6074	7160
<b>EPS (元)</b>	0.77	(0.56)	1.15	1.45	1.71

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	23%	1%	15%	20%	25%
营业利润	431%	264%	61%	80%	46%
净利润	22%	-173%	305%	26%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.0%	30.8%	31.3%	31.7%	31.9%
净利率	3.2%	-2.3%	4.1%	4.3%	4.1%
ROE	8.2%	-6.6%	12.0%	13.3%	14.2%
ROIC	2.4%	2.8%	3.7%	4.8%	6.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.1%	71.1%	68.2%	69.7%	71.1%
净负债比率	15.3%	15.6%	13.2%	15.1%	14.5%
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	3.5	3.0	3.1	3.6	3.5
应收帐款周转率	4.0	4.0	4.3	4.5	4.5
应付帐款周转率	3.3	2.9	3.0	3.1	3.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.77	-0.56	1.15	1.45	1.71
每股经营现金	1.78	1.26	2.09	1.12	1.62
每股净资产	9.39	8.54	9.56	10.95	12.04
每股股利	0.50	0.50	0.75	0.94	1.11
<b>估值比率</b>					
PE	23.2	-31.8	15.5	12.3	10.5
PB	1.9	2.1	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA	617.4	668.8	432.0	315.8	237.7

## 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。