

## 中兴通讯(000063)/通信设备

## 绑定核心骨干,共筑“中兴”之路

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 17.25

目标价格: 22.00

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenney@r.qlzq.com.cn

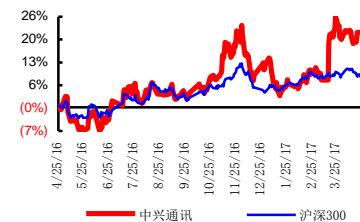
联系人: 樊生龙

电话: 021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	4,185
流通股本(百万股)	4,180
市价(元)	17.25
市值(百万元)	72,185
流通市值(百万元)	72,102

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;业绩逐步好转,开启“中兴”之路&gt;&gt;2017.04.18

&lt;&lt;美国罚款落地,一季度业绩超预期&gt;&gt;2017.03.08

&lt;&lt;紫光继续增持中兴,静候美国禁运事件靴子落地&gt;&gt;2016.11.14

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100,186.3	101,233.2	117,936.7	135,627.2	149,644.3
增长率 yoy%	22.97%	1.04%	16.50%	15.00%	10.34%
净利润	3,207.89	-2,357.42	4,220.83	4,630.39	5,100.00
增长率 yoy%	21.81%	-173.49%	252.15%	9.06%	10.79%
每股收益(元)	0.87	-0.57	1.01	1.10	1.22
每股现金流量	1.78	1.05	0.77	0.47	0.80
净资产收益率	10.82%	-8.93%	12.3%	12.1%	12.1%
P/E	21.34	—	17.1	15.7	14.2
PEG	0.98	—	0.9	0.7	0.4
P/B	1.98	1.96	2.4	2.1	1.9

备注:

**投资要点**

- 事件:** 2017年4月24日晚,公司公告了2017年股票期权激励计划,拟向本次股票期权激励计划的激励对象为公司董事、高级管理人员以及核心岗位的业务骨干共计2013人。公司拟向激励对象授予不超过15,000万份股票期权,对应的股票约占已发行股本总额的3.6%。本次激励计划行权条件是:以38.25亿元为基数,2017~2019年净利润增长率分别不低于10%、20%、30%,且当年的ROE不低于10%,上述行权条件对应的净利润水平分别为42.08亿元、45.90亿元和49.73亿元。
- 启动新一轮股权激励计划,彰显公司未来发展信心。**本次股权激励计划涉及的激励对象较多,公司通过此次激励计划将管理层和核心骨干的利益与公司深度绑定,有助于核心团队的稳固,为公司长期发展注入了强心剂。相比于我们之前的预测,本次股权激励的行权条件略超预期,显示出公司对未来业绩的发展充满信心。我们认为随着1)公司在全球市场份额的提升;2) M-ICT战略布局成果显著;3) 崭新管理层上任提升公司内控管理等多方面因素共同作用下,公司业绩有望正式开启反转之路。
- 国际竞争对手业绩下滑,全球市场份额提升削弱运营商CAPEX下降影响。**国际竞争对手爱立信、诺基亚业绩持续下滑,爱立信2016年收入同比下降10%,净利润同比下降86.13%。诺基亚2016年4季度收入也同比下降14%。与之相反,若剔除计提罚款的影响,2016年公司净利润为38.3亿元,同比增长19.2%。而一季报显示公司营收和净利润水平继续同比增长,公司全球市占率稳步提升。由于国内运营商资本开支减少,市场担心公司的业绩表现,我们认为公司在全球市场份额的提升有助于减缓运营商CAPEX下降带来的影响。
- M-ICT战略多点布局全面发展,崭新管理层带领公司走向“中兴”之路。**公司自2014年明确提出M-ICT战略以来,围绕移动互联网、大数据、云计算、人工智能等方面进行多点布局。目前在无线方面领导5G研发进展;有线方面,可提供SDN/NFV网络综合解决方案;云计算方面, IaaS、PaaS、SaaS业务全面展开;政企业务方面,在智慧城市、公共安全及物联网等重点领域持续发力,除此以外,公司在物联网、消费者业务等领域同样位居国内的领跑者之列。我们预计公司手机业务有望在17年大幅减亏。此外,公司新组建的管理层具备深厚的行业经验,在经历伊朗禁运事件后公司的内控管理将大幅加强,公司的运营有望逐步好转迎来“中兴”之路。
- 盈利预测与投资建议:** 公司启动新一轮的股权激励计划,显示出对未来业绩发展充满信心。我们预计公司2017-2019年的净利润分别为42.2亿、46.3亿、51.0亿,2017-2019年的EPS分别为1.01元、1.10元和1.22元。**目前公司股价对应2017-2019年的PE仅为17.1倍、15.7倍和14.2倍,估值水平较低,考虑到公司业绩反转并有望获得持续增长,我们继续给予公司“买入”评级,6个月目标价为22元。**
- 风险提示:** 1) 未来7年公司将会受到美国政府关于出口合规性监管和审计; 2) 通信终端业务竞争激烈导致继续亏损。

图表 1: 财务报表摘要

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,186.4	101,233.2	117,936.7	135,627.2	149,644.3	成长性					
减:营业成本	69,100.4	70,100.7	80,829.9	92,954.4	102,545.1	营业收入增长率	23.0%	1.0%	16.5%	15.0%	10.3%
营业税费	1,303.6	868.2	1,887.0	2,170.0	2,394.3	营业利润增长率	431.2%	263.7%	-10.8%	40.8%	30.3%
销售费用	11,771.7	12,458.2	15,331.8	17,835.0	19,603.4	净利润增长率	21.8%	-186.5%	-252.2%	9.1%	10.8%
管理费用	9,579.9	10,980.5	15,697.8	18,052.4	19,918.2	EBITDA增长率	31.0%	-8.5%	-33.7%	7.9%	8.4%
财务费用	1,430.8	207.8	2,101.0	2,101.0	2,101.0	EBIT增长率	37.0%	-16.5%	-44.3%	13.5%	12.4%
资产减值损失	2,187.5	2,853.1	1,199.5	1,200.2	1,324.8	NOPLAT增长率	-1.5%	-144.5%	-393.0%	6.6%	7.9%
加:公允价值变动收益	-183.7	30.0	-	-	-	投资资本增长率	0.3%	-12.6%	1.0%	10.5%	8.7%
投资和汇兑收益	695.6	1,640.3	150.0	150.0	150.0	净资产增长率	64.9%	-5.7%	-12.0%	10.9%	10.9%
营业利润	320.5	1,165.5	1,039.8	1,464.2	1,907.5	利润率					
加:营业外净收支	3,983.1	-1,933.3	4,161.2	4,222.2	4,391.1	毛利率	31.0%	30.8%	31.5%	31.5%	31.5%
利润总额	4,303.5	-767.8	5,201.0	5,686.3	6,298.6	营业利润率	0.3%	1.2%	0.9%	1.1%	1.3%
减:所得税	563.3	640.1	780.1	853.0	944.8	EBITDA/营业收入	8.8%	8.0%	4.5%	4.3%	4.2%
净利润	3,207.9	-2,774.0	4,220.8	4,603.4	5,100.0	EBIT/营业收入	6.7%	5.6%	2.7%	2.6%	2.7%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	28,025.0	32,349.9	28,748.1	32,300.0	35,741.7	固定资产周转天数	27	27	25	26	25
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	82	68	60	68	69
应收帐款	28,221.5	30,428.3	32,049.7	36,857.1	40,666.3	流动资产周转天数	319	370	335	299	298
应收票据	3,463.4	1,984.5	4,846.7	5,573.7	6,149.8	应收帐款周转天数	109	115	101	92	94
预付帐款	640.1	1,739.7	1,739.7	1,739.7	1,739.7	存货周转天数	79	93	79	63	64
存货	19,731.7	26,810.6	19,754.1	22,764.0	25,086.9	总资产周转天数	408	467	420	371	362
其他流动资产	15,210.6	19,539.1	19,539.1	19,539.1	19,539.1	投资资本周转天数	121	112	90	83	82
可供出售金融资产	2,381.5	2,659.7	1,100.0	1,100.0	1,100.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.6%	-3.4%	12.3%	12.1%	12.1%
长期股权投资	560.9	665.9	670.6	670.6	670.6	ROA	3.1%	-1.0%	3.3%	3.3%	3.4%
投资性房地产	2,010.4	2,016.5	1,560.0	560.0	-	ROIC	14.2%	-6.3%	21.1%	22.3%	21.8%
固定资产	7,692.2	7,516.2	9,129.3	10,170.4	10,853.2	费用率					
在建工程	643.8	1,729.5	1,114.7	807.4	653.7	销售费用率	11.7%	12.3%	13.0%	13.2%	13.1%
无形资产	4,224.4	4,354.1	3,438.3	2,781.8	2,293.3	管理费用率	9.6%	10.8%	13.3%	13.3%	13.3%
其他非流动资产	7,298.5	8,481.2	8,540.6	8,817.4	9,135.7	财务费用率	1.4%	0.2%	1.8%	1.5%	1.4%
资产总额	120,893.9	141,640.9	133,801.8	145,487.7	155,707.4	三费/营业收入	22.7%	23.4%	28.1%	28.0%	27.8%
短期债务	7,907.6	15,132.1	9,998.1	9,998.1	9,998.1	偿债能力					
应付帐款	28,938.0	38,904.3	34,325.0	39,473.8	43,546.6	资产负债率	64.1%	71.1%	71.5%	70.8%	69.8%
应付票据	9,885.1	11,690.0	14,394.4	16,553.5	18,261.5	负债权益比	178.9%	246.4%	250.6%	242.5%	231.0%
其他流动负债	5,350.4	14,258.4	7,578.4	6,833.7	6,514.6	流动比率	1.41	1.23	1.31	1.35	1.38
长期借款	6,016.3	5,018.3	5,018.3	5,018.3	5,018.3	速动比率	1.08	0.90	1.04	1.06	1.08
其他非流动负债	3,891.0	3,990.4	3,972.1	3,972.1	3,972.1	利息保障倍数	4.72	27.16	1.49	1.70	1.91
负债总额	77,545.3	100,755.8	90,116.5	96,679.7	102,141.3	分红指标					
少数股东权益	4,367.2	5,162.6	5,362.6	5,592.6	5,846.4	DPS(元)	0.17	0.25	0.20	0.22	0.24
股本	4,150.8	4,184.6	4,184.6	4,184.6	4,184.6	分红比率	21.4%	-37.4%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	26,194.4	23,039.2	26,415.9	30,098.6	34,178.6	股息收益率	1.0%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%
股东权益	43,348.6	40,885.1	35,963.2	39,875.9	44,209.6	业绩和估值指标					
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.77	-0.67	1.01	1.10	1.22
净利润	3,740.3	-1,407.9	4,220.8	4,603.4	5,100.0	BVPS(元)	7.15	6.36	7.31	8.19	9.17
加:折旧和摊销	2,113.8	2,466.5	2,210.6	2,207.4	2,246.5	PE(X)	22.3	-25.8	17.1	15.7	14.2
资产减值准备	2,187.5	2,853.1	1,199.5	1,200.2	1,324.8	PB(X)	2.4	2.7	2.4	2.1	1.9
公允价值变动损失	183.7	-30.0	-	-	-	P/FCF	-12.8	14.3	-12.3	273.8	39.6
财务费用	1,628.7	1,760.6	1,981.5	2,101.0	2,101.0	P/S	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
投资收益	-695.6	-1,640.3	-150.0	-150.0	-150.0	EV/EBITDA	8.2	7.5	13.3	12.2	11.1
少数股东损益	115.8	448.2	200.0	230.0	253.8	CAGR(%)	8.9%	-256.1%	18.4%	23.2%	37.1%
营运资金的变动	148.8	-4,462.6	-1,077.1	-3,045.3	-2,246.3	PEG	2.5	0.1	0.9	0.7	0.4
经营活动产生现金流	7,404.7	5,260.2	8,704.8	7,146.8	8,629.8	ROIC/WACC	1.6	-0.7	2.3	2.5	2.4
投资活动产生现金流	-1,575.4	-3,019.0	-490.3	-2,150.0	-2,150.0	REP	1.4	-2.9	1.0	0.9	0.8
融资活动产生现金流	3,582.0	1,226.5	-5,011.2	-3,021.7	-3,121.0						

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		