

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 19.38
合理价格区间(元): 20.80~25.00

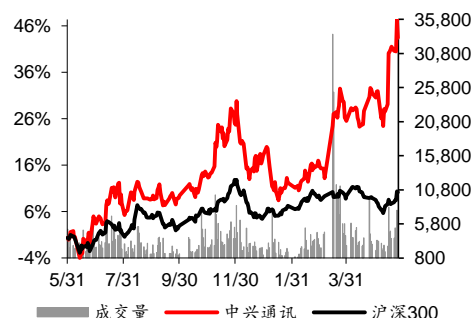
周明 执业证书编号: S0570517030002
研究员 0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

赵蓬 010-56793961
联系人 zhao.peng@htsc.com

相关研究

- 1《中兴通讯(000063,买入): 移动 PTN 集采, 中标超华为》2017.05
- 2《中兴通讯(000063,买入): 股权激励草案公布, 业绩指引明确》2017.04
- 3《中兴通讯(000063,买入): 筹备股权激励, 消除市场担心》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

5G 加速，提前布局确定性白马

中兴通讯(000063)

海外 5G 推进节奏超预期

5月24日, 韩国 MSIFP (科学 ICT 与未来规划部) 在“第三届全球 5G 大会”上宣布韩国计划在 2019 年给通信运营商指配 5G 频谱并颁布 5G 商用牌照, 在 2019 年底完成部署全球首张 5G 商用网络。5G 商用发展方面具体目标为: 2019 年下发 5G 商用牌照, 2021 年 5G 渗透率 30%, 2022 年渗透率 50%、2026 年达到 90%。该规划的 5G 落地节奏领先全球。

各国争夺 5G 时代先发优势，行业龙头当仁不让

市场认为 5G 牌照尚未发放, 目前处于运营商投资空窗期, 中兴虽然是行业龙头但目前布局为时尚早。我们的预期: 5G 推进节奏不断加速, 渗透速度超预期, 中兴相关业务业绩确定性不断增强并有望提前释放, 提前布局的最佳买点已经出现。与市场不同的逻辑有: 1、5G 时代各国争夺先发优势, 国内 5G 商用有望提前; 2、相对 3G、4G 时代, 5G 业绩释放节奏有望加速; 3、周期性白马公司业绩释放前迎来最佳布局时点。

与众不同的逻辑 1: 5G 时代各国争夺先发优势，国内 5G 商用有望提前

韩国力争全球 5G 首发商用, 且到 2022 年达到 50% 渗透率 (国内 4G 渗透率仅 57%), 迫切希望凭借先发优势来获得巨大的收益-预计 5G 网络商用将至少给韩国带来 3200 亿美元收入。鉴于国内 3G、4G 时代发展落后的教训, 海外国家加快推进 5G 必然倒逼国内加速落地, 国内 5G 商业化有望由目前工信部指引的 2020 年提前至 2019 年, 追赶韩国节奏。

与众不同的逻辑 2: 相对 3G、4G 时代，5G 业绩释放节奏有望加速

我国 3G 升级显著落后于国际水平, 以此为教训, 通过更快的 4G 升级大幅缩短了差距。但是相对于韩国, 我国 4G 网络建设仍然落后约 3 年时间。即将迎来的 5G 时代, 通信基础设施重要性日益提升, 5G 更是物联网等先进技术的基础, 我国必将进一步缩短与国际水平的差距, 加快推动 5G 落地。目前国内 5G 技术发展顺利, 已做好充分准备, 5G 时代龙头白马业绩释放节奏有望快于 4G 时代。

与众不同的逻辑 3: 周期性白马公司业绩释放前迎来最佳布局时点

由于运营商投资的波动性, 中兴相关业务具有一定周期性。对于此类周期性白马公司, 根据历史经验宜在周期低点度过之后、顶点到来之前提前布局, 享受周期上行过程直至顶点。假设 5G 于 2019 年商用, 参考 3G、4G 经验, 将会提前 4-10 个月至 2018 年下发运营商牌照, 考虑 Pre5G 等技术在 4G 网络的应用导致业绩提前至 2018 年中释放, 提前布局时点已显现。

重申“买入”评级

5G 升级确定性强, 落地节奏不断加快, 公司作为先发龙头将首先受益, 运营商业务有望持续超预期。预计公司 17-19 年净利润 43.5/49.8/62.4 亿元, 对应市盈率分别为 16.7/14.6/11.7x, 合理价格区间 20.8-25.0 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 运营商投资不及预期, 消费者业务竞争加剧。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,186
流通 A 股(百万股)	3,426
52 周内股价区间(元)	13.18-19.92
总市值(百万元)	81,129
总资产(百万元)	141,198
每股净资产(元)	6.59

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100,186	101,233	106,740	114,519	131,367
+/-%	22.97	1.04	5.44	7.29	14.71
归属母公司净利润(百万元)	3,208	(2,357)	4,347	4,982	6,237
+/-%	21.81	(173.49)	284.42	14.60	25.19
EPS (元, 最新摊薄)	0.77	(0.56)	1.04	1.19	1.49
PE (倍)	22.70	(30.89)	16.75	14.61	11.67

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

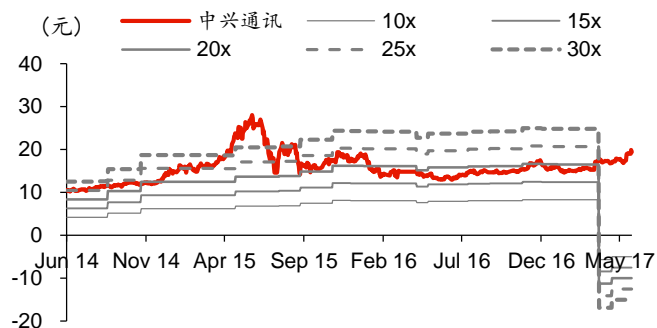
图表1: 韩国电信 5G 路线图 (2019 年正式开启商用)



资料来源: KT, 华泰证券研究所

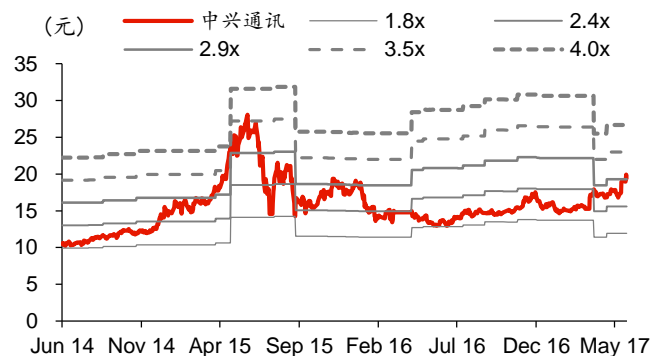
PE/PB - Bands

图表2: 中兴通讯历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 中兴通讯历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	99,230	112,852	102,719	112,737	118,951
现金	28,025	32,350	30,187	31,269	36,847
应收账款	25,251	25,998	26,380	26,325	31,304
其他应收账款	2,970	4,430	(29.62)	7,232	289.85
预付账款	640.11	1,740	1,130	1,291	1,682
存货	19,732	26,811	23,191	24,082	26,616
其他流动资产	22,612	21,524	21,859	22,538	22,212
非流动资产	25,602	28,789	29,663	30,228	30,377
长期投资	560.94	665.88	670.64	670.64	670.64
固定投资	7,692	7,516	9,507	10,337	10,519
无形资产	4,224	4,354	4,454	4,633	4,833
其他非流动资产	13,124	16,253	15,031	14,587	14,355
资产总计	124,832	141,641	132,382	142,965	149,329
流动负债	71,576	91,747	86,100	92,330	92,330
短期借款	7,908	15,132	15,347	17,098	12,723
应付账款	22,933	25,244	24,092	24,243	26,673
其他流动负债	40,735	51,371	46,661	50,989	52,933
非流动负债	9,907	9,009	10,171	9,353	9,247
长期借款	6,016	5,018	6,025	6,185	5,222
其他非流动负债	3,891	3,990	4,145	3,167	4,026
负债合计	81,483	100,756	96,271	101,683	101,577
少数股东权益	4,367	5,163	5,363	5,551	5,784
股本	4,151	4,185	4,185	4,185	4,185
资本公积	10,493	10,734	10,734	10,734	10,734
留存公积	15,701	12,305	15,830	20,812	27,049
归属母公司股	29,660	26,401	30,749	35,731	41,968
负债和股东权益	124,832	141,641	132,382	142,965	149,329

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	7,405	5,260	(4,586)	2,295	14,196
净利润	3,740	(1,408)	4,547	5,477	6,738
折旧摊销	2,114	2,467	2,228	2,656	2,969
财务费用	1,431	207.77	940.33	1,073	860.24
投资损失	(695.62)	(1,640)	(965.00)	(977.09)	(1,013)
营运资金变动	(1,532)	1,872	2,192	(7,488)	5,053
其他经营现金	2,347	3,762	(13,528)	1,554	(411.60)
投资活动现金	(1,575)	(3,019)	(2,066)	(2,319)	(2,161)
资本支出	2,469	4,002	2,400	2,100	2,000
长期投资	(203.13)	762.88	(248.09)	77.34	2.45
其他投资现金	690.62	1,746	86.12	(141.93)	(158.37)
筹资活动现金	3,582	1,227	4,489	1,106	(6,456)
短期借款	(3,091)	7,225	215.34	1,751	(4,375)
长期借款	(4,023)	(997.98)	1,007	159.92	(963.61)
普通股增加	713.25	33.84	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,769	240.86	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	8,214	(5,275)	3,267	(805.08)	(1,118)
现金净增加额	9,387	3,433	(2,162)	1,081	5,578

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,186	101,233	106,740	114,519	131,367
营业成本	69,100	70,101	73,206	78,203	88,911
营业税金及附加	1,304	868.21	915.44	982.15	1,127
营业费用	11,772	12,458	12,542	13,456	15,239
管理费用	2,383	2,488	2,623	2,814	3,228
财务费用	1,431	207.77	940.33	1,073	860.24
资产减值损失	2,187	2,853	2,237	2,237	2,237
公允价值变动收益	(183.68)	29.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	695.62	1,640	965.00	977.09	1,013
营业利润	320.47	1,166	1,899	2,416	3,963
营业外收入	4,443	4,362	4,389	4,380	4,383
营业外支出	459.88	6,295	400.00	500.00	600.00
利润总额	4,304	(767.75)	5,887	6,295	7,745
所得税	563.26	640.12	1,340	818.40	1,007
净利润	3,740	(1,408)	4,547	5,477	6,738
少数股东损益	115.76	448.25	200.00	188.86	232.36
归属母公司净利润	3,208	(2,357)	4,347	4,982	6,237
EBITDA	3,865	3,840	5,067	6,145	7,792
EPS (元)	0.77	(0.56)	1.04	1.19	1.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	22.97	1.04	5.44	7.29	14.71
营业利润	431.21	263.70	62.91	27.23	64.03
归属母公司净利润	21.81	(173.49)	284.42	14.60	25.19
获利能力 (%)					
毛利率	31.03	30.75	31.42	31.71	32.32
净利率	3.20	(2.33)	4.07	4.35	4.75
ROE	10.82	(8.93)	14.14	13.94	14.86
ROIC	6.07	11.74	10.55	10.47	16.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.27	71.13	72.72	71.12	68.02
净负债比率 (%)	22.75	21.92	25.14	25.39	20.25
流动比率	1.39	1.23	1.19	1.22	1.29
速动比率	1.08	0.91	0.90	0.93	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.76	0.78	0.83	0.90
应收账款周转率	3.32	3.23	3.35	3.57	3.74
应付账款周转率	3.28	2.91	2.97	3.24	3.49
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	(0.56)	1.04	1.19	1.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.77	1.26	(1.10)	0.55	3.39
每股净资产 (最新摊薄)	7.09	6.31	7.35	8.54	10.03
估值比率					
PE (倍)	22.70	(30.89)	16.75	14.61	11.67
PB (倍)	2.45	2.76	2.37	2.04	1.74
EV_EBITDA (倍)	14.99	15.09	11.44	9.43	7.44

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com