

公司研究/中报点评

2017年08月25日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 22.82  
合理价格区间(元): 28.60~30.68

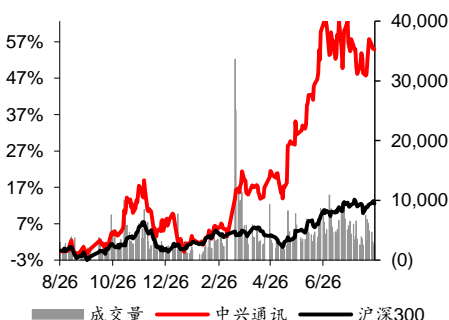
**周明** 执业证书编号: S0570517030002  
研究员 0755-23950856  
zhouming2017@htsc.com

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

相关研究

- 1 《中兴通讯(000063,买入): 转让努比亚股权, 手机业务或超预期》2017.07
- 2 《中兴通讯(000063,买入): 中报预告点评: 多主业持续向好》2017.07
- 3 《中兴通讯(000063,买入): Massive MIMO 产品闪亮 MWC》2017.06

股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩符合市场预期, 主业持续向好

## 中兴通讯(000063)

### 2017 上半年公司业绩符合预期

中兴通讯 2017 年上半年实现营收 540.11 亿元, 同比增长 13.09%; 归母净利润为 22.93 亿元, 同比增长 29.80%; 上半年每股收益实现 0.55 元。费用方面, 公司销售费用和管理费用保持稳定, 因汇率原因公司财务费用大幅增长 404.19%, 但在营收中的占比依然较低。我们认为公司收入和净利润均实现稳定增长, 符合市场预期。

### 与市场不同的观点

市场认为, 随着国内运营商支出的下降, 5G 建设尚未到来, 通信设备厂商将受到影响。我们的观点: 从全球看, 4G 建设方兴未艾, 尤其是发展中国家网络建设预期依然强烈; 从国内看, NB-IoT 建设大幕即将拉开, 运营商投资方向发生转移。与市场对手机市场增量空间有限, 中兴手机品牌较为薄弱的观点不同, 我们认为中兴手机业务有望在海外取得持续增长, 有望增加在公司营收结构中的比重。另外, 我们坚持认为公司基本面将随着新管理层对公司治理的深化而不断改善。

### 与众不同的逻辑 1: 4G 网络建设方兴未艾, NB-IoT 建设大幕开启

公司作为国内第二, 世界第四的通信设备商龙头, 将持续受益全球 4G 网络建设, 目前 4G 网络仍未充分覆盖, 在广大发展中国家市场空间依然很大。从国内角度看, NB-IoT 建设大幕即将拉开, 受益于国内政策推动, 运营商将从今年下半年起持续增加对 NB-IoT 的网络建设投入。5G 规模建设到来之前, 我们预计公司运营商网络业务仍将保持较快增长态势。

### 与众不同的逻辑 2: 手机海外销售有望延续强劲表现

得益于海外布局和持续的市场深耕, 公司手机业务上半年实现营收和毛利的双增长。其中, 美国表现尤为强劲, 继续保持前 4 的位置; 日本同比发货量获得突破性进展; 西班牙、澳大利亚等国家继续保持高速增长。我们认为, 公司手机业务将持续上半年的良好表现, 在全球其他主要市场保持稳定增长。

### 与众不同的逻辑 3: 公司加强管理, 基本面持续改善, 提高发展动力

今年以来, 公司不断推出内部治理措施, 新董事长上任、优化产品线 and 剥离非核心业务、调整手机部门、进行内部审计, 经过一系列治理和改革, 公司基本面改善, 业务上聚焦主业, 更加重视合规和风控。我们认为公司加强治理的效果已经显现, 促使公司上半年主业毛利率提升。

### 维持“买入”评级

作为全球通信设备龙头企业, 公司将充分享受 5G 带来的市场红利。预计 2017-2019 年净利润分别为 43.5/49.8/62.4 亿元, 对应市盈率分别为 21.9/19.1/15.3x, 目标价为 28.60-30.68 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内运营商支出不达预期, 公司海外业务拓展不达预期, 政策变化带来的其他风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,190
流通 A 股(百万股)	3,435
52 周内股价区间(元)	14.49-23.97
总市值(百万元)	95,624
总资产(百万元)	144,670
每股净资产(元)	6.92

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

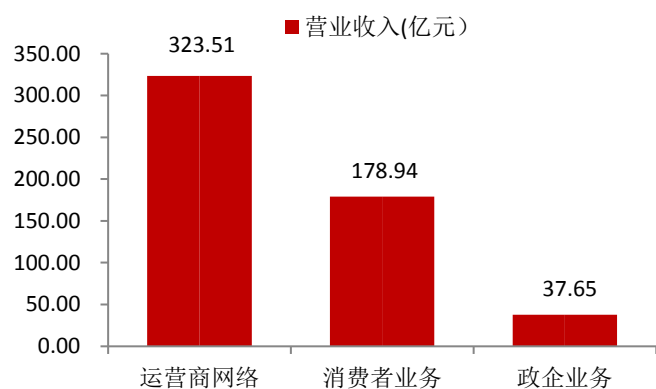
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100,186	101,233	106,740	114,519	131,367
+/-%	22.97	1.04	5.44	7.29	14.71
归属母公司净利润(百万元)	3,208	(2,357)	4,347	4,982	6,237
+/-%	21.81	(173.49)	284.42	14.60	25.19
EPS (元, 最新摊薄)	0.77	(0.56)	1.04	1.19	1.49
PE (倍)	29.68	(40.38)	21.90	19.11	15.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

附录

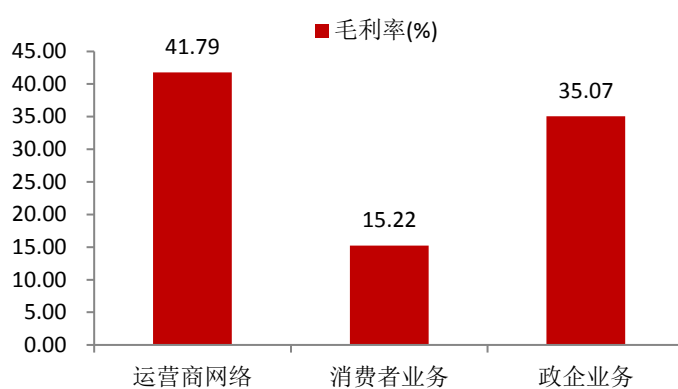
各业务上半年表现

图表1: 2017H1 各业务营收情况



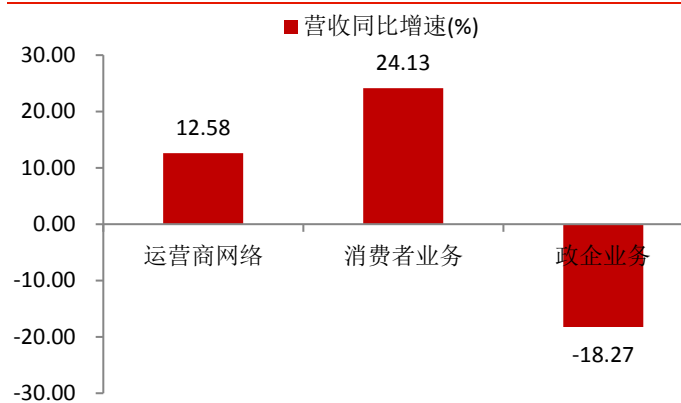
资料来源: 公司中报, 华泰证券研究所

图表2: 2017H1 各业务毛利率情况



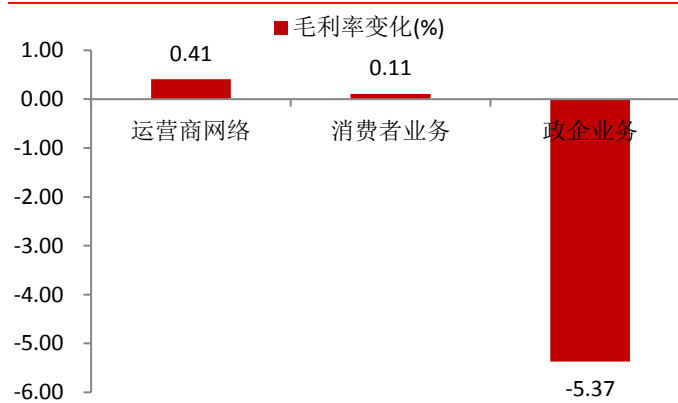
资料来源: 公司中报, 华泰证券研究所

图表3: 2017H1 各业务营收同比增长情况



资料来源: 公司中报, 华泰证券研究所

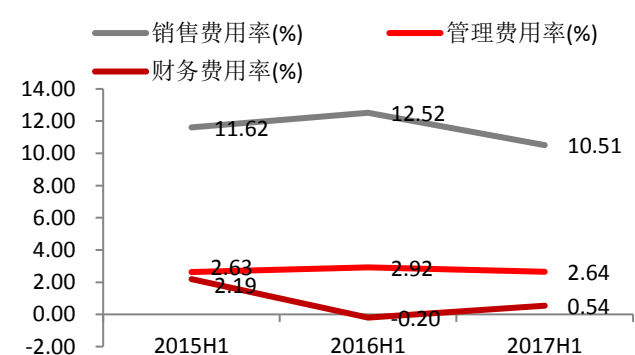
图表4: 2017H1 各业务毛利率与上年同期差值



资料来源: 公司中报, 华泰证券研究所

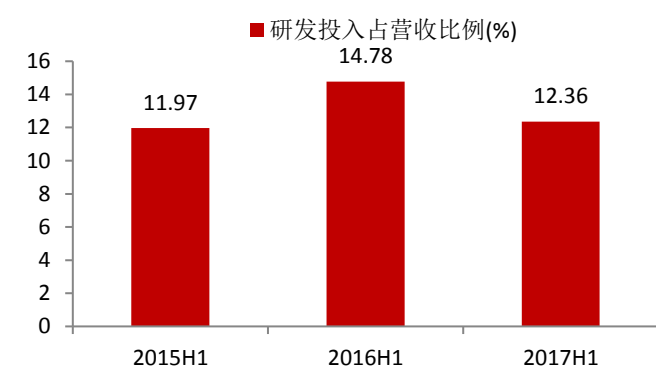
财报分析: 管理费率先降, 财务费率上升

图表5: 2017H1 财务费用率有所上升, 销售费用率下降明显



资料来源: 公司中报, 华泰证券研究所

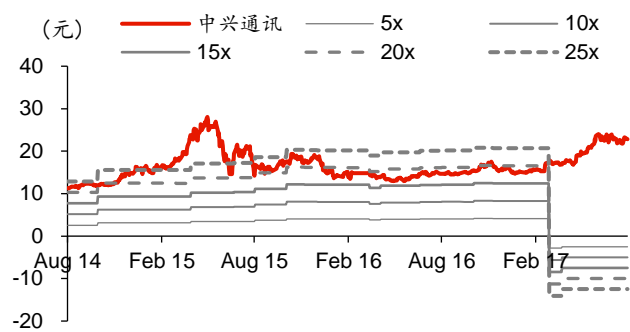
图表6: 2017H1 研发投入在营收中的占比有所下降



资料来源: 公司中报, 华泰证券研究所

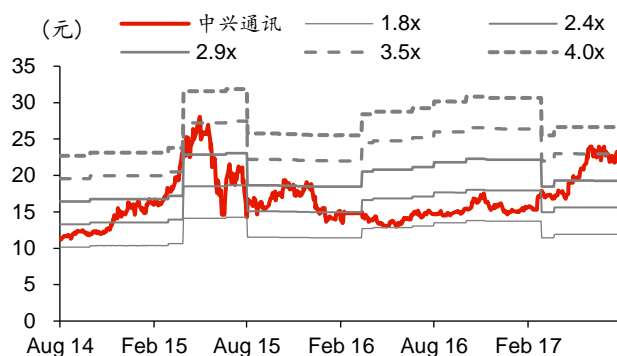
**PE/PB - Bands**

图表7: 中兴通讯历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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)	29.68	(40.38)	21.90	19.11	15.26
PB (倍)	3.21	3.61	3.10	2.66	2.27
EV_EBITDA (倍)	20.74	20.88	15.82	13.05	10.29

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