



买入

33% ↑

目标价格:人民币 30.26

000063.CH

价格:人民币 22.82

目标价格基础:28倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

中兴通讯

规模稳步提升, 业绩大幅向好

中兴通讯发布 2017 上半年报, 集团实现营业收入 540.11 亿元人民币, 同比增长 13.09%; 实现归属于上市公司普通股股东的净利润为 22.93 亿元人民币, 同比增长 29.80%, 基本每股收益为 0.55 元人民币。

支撑评级的要点

■ **规模稳步提升, 业绩大幅向好。**报告期内公司营收稳步增长 13.09%, 达 540 亿元。其中运营商网络营收增 12.58%, 主要由于国内 4G 系统产品、国内固网和承载系统以及欧洲无线产品同比增长; 消费者业务营收增 24.13%, 主要由于国际手机产品和国内家庭终端产品增长; 政企业务收入同比减少 18.27%。归母净利润大增 29.8%, 接近 23 亿元, 主要因运营商毛利和手机产品毛利同比分别提升 0.41 和 0.11 个百分点, 综合毛利率 32.53%, 虽同比有所下降, 但销售费用率和管理费用率均有减少, 其中管理费用率减少近 2 个百分点, 显示加强内部费用管控卓有成效。因本期处置可供出售金融资产, 投资收益同比减少 85.47%; 营业外收支净额同比减少 100.42%, 主要因准则修订导致政府补助列示科目发生变化。研发费用虽然减少 5.43%, 但主要因为补助准则修订, 相关补助冲减了研发费用, 如回溯调整则研发投入金额同比增长 6.24%; 公司在营收规模整体稳健提升同时, 净利润大幅增长, 盈利能力显著向好。

■ **资产状况总体健康, 现金流有所承压。**报告期内公司流动资产 1,150 亿元, 流动负债 930 亿元, 流动性情况良好。应收账款和存货总资产占比分别下降 0.37 和 1.04 个百分点, 应收和存货管理正平稳改善。因本期持续加大 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广泛应用, 资本化研发投入增长 32.18%; 除长期负债有所减少, 短期负债有所增加外, 其余项目的总资产占比没有明显变化。因本期支付美国政府部门罚款约 55.52 亿元人民币所致, 经营活动净现金流由正转负, 净流出 42 亿元; 本期投资所收到的现金减少, 而投资所支付的现金增加, 投资活动净现金流流出从 9 亿扩大到 23.6 亿元; 本期借款所收到的现金增加, 筹资活动现金净流入由 2 亿扩大到 25 亿元。公司资产总体状况健康, 应收和存货平稳改善, 由于美政府罚款导致现金流有所承压。

■ **积极投入前瞻性布局, 成长空间与价值预期正在明朗。**在流量为主要收入来源的背景下, 国内各运营商在持续加强 4G 网络室内覆盖及深度覆盖的同时, 积极推动 5G 发展, 同时加快固网承载能力强化和数字化转型步伐。公司积极配合网络建设及业务转型需求, 国内市场份额稳定; 在国际市场, 公司坚持对人口大国和价值运营商的发掘, 依托创新产品和综合解决方案优势, 逐步重塑市场。5G 相关专利和 Pre-5G 试点已有丰硕积累, 未来两年价值将呈现突破。随着公司数通高端产品入围运营商集采, 基数相对较低的数通领域也有望在近几年取得突破, 并带动政企业务协同发展。自前年以来, 公司研发费用保持在 120 亿以上, 且将实际转化为未来 ICT 在 5G、云化、虚拟化和智慧城市等热点上的长期竞争力, 极具投资价值。成长空间和估值预期正在逐步明确, 建议长期战略配置。

评级面临的主要风险

■ 运营商投资不力风险、行业竞争风险、技术路线风险、地缘政治风险。

估值

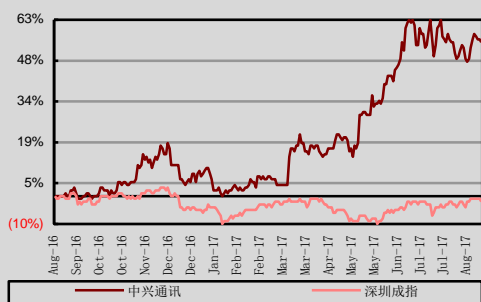
■ 预计 2017~2019 年全面摊薄每股收益分别为 1.08 元、1.20 元和 1.39 元, 参考可比公司 2017 年估值水平给予 21 倍市盈率, 再考虑 5G 确定性催化极大提升行业地位和盈利, 给予 20% 溢价, 公司 12 个月目标价为 30.26 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	100,186	101,233	110,843	121,915	135,566
变动(%)	23	1	9	10	11
净利润(人民币 百万)	3,208	(2,357)	4,536	5,030	5,830
全面摊薄每股收益(人民币)	0.773	(0.563)	1.084	1.202	1.393
变动(%)	0.9	(172.9)	(292.4)	10.9	15.9
全面摊薄市盈率(倍)	29.5	(40.5)	21.1	19.0	16.4
价格/每股现金流量(倍)	12.8	18.2	(13.8)	5.7	(139.8)
每股现金流量(人民币)	1.78	1.26	(1.65)	4.02	(0.16)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	39.1	37.3	17.7	13.8
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.108	0.120	0.139
股息率(%)	1.1	n.a.	0.5	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	40.9	(4.8)	20.2	55.2
相对深证成指	38.0	(6.2)	12.7	57.2

发行股数(百万)	4,190
流通股(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	78,266
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,145
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市中兴新通讯设备有限公司	30

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 8 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《中兴通讯: 重构聚焦, 引领 5G, 危除机来》
2017.4.24

《中兴通讯: 2017 年半年度业绩快报点评》
2017.7.19

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

吴友文

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

易景明

(8621)20328303

jingming.yi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080005

图表 1. 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2016 上半年	2017 上半年	同比(%)
营业收入	47,757.30	54,010.60	13.09
营业成本	31,824.39	36,447.74	14.53
毛利润	15,932.93	17,562.84	10.23
营业税金及附加	371.20	533.30	43.67
管理费用	1,393.99	1,427.75	2.42
销售费用	5,978.61	5,676.55	(5.05)
营业利润	495.42	3,296.62	565.42
资产减值	1,051.22	1,025.76	(2.42)
财务费用	(95.06)	289.16	(404.19)
投资收益	357.97	52.00	(0.85)
营业外收入	2,263.73	69.40	(96.93)
营业外支出	51.37	78.62	53.07
利润总额	2,707.78	3,287.40	21.41
所得税	519.43	744.18	43.27
少数股东损益	171.99	0.39	(99.78)
归属于母公司的净利润	1,766.40	2,292.87	29.80
基本每股收益(元)	0.43	0.55	27.91
毛利率(%)	33.36	32.52	(2.53)
净利率(%)	4.58	4.71	2.76

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	100,186	101,233	110,843	121,915	135,566
销售成本	(70,404)	(70,969)	(78,523)	(84,682)	(93,566)
经营费用	(26,471)	(28,131)	(29,790)	(32,818)	(36,169)
息税折旧前利润	3,311	2,133	2,530	4,414	5,831
折旧及摊销	(2,072)	(2,430)	(2,659)	(2,735)	(2,784)
经营利润(息税前利润)	1,239	(297)	(129)	1,679	3,047
净利息收入/(费用)	(1,431)	(208)	(300)	(1,500)	(2,000)
其他收益/(损失)	4,495	(263)	5,804	5,781	5,862
税前利润	4,304	(768)	5,375	5,960	6,909
所得税	(563)	(640)	(699)	(775)	(898)
少数股东权益	(532)	(949)	(140)	(156)	(180)
净利润	3,208	(2,357)	4,536	5,030	5,830
核心净利润	3,729	(2,357)	5,056	5,556	6,363
每股收益(人民币)	0.773	(0.563)	1.084	1.202	1.393
核心每股收益(人民币)	0.898	(0.563)	1.208	1.328	1.521
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.108	0.120	0.139
收入增长(%)	23	1	9	10	11
息税前利润增长(%)	(34)	(124)	(56)	(1,399)	81
息税折旧前利润增长(%)	(10)	(36)	19	75	32
每股收益增长(%)	1	(173)	(292)	11	16
核心每股收益增长(%)	(10)	(163)	(314)	10	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	4,304	(768)	5,375	5,960	6,909
折旧与摊销	2,072	2,430	2,659	2,735	2,784
净利息费用	1,431	208	300	1,500	2,000
运营资本变动	(825)	9,373	(18,667)	20,723	(15,024)
税金	(31)	309	(699)	(775)	(898)
其他经营现金流	454	(6,292)	4,129	(13,334)	3,547
经营活动产生的现金流	7,405	5,260	(6,903)	16,809	(683)
购买固定资产净值	166	706	50	75	100
投资减少/增加	596	1,349	1,700	1,800	1,750
其他投资现金流	(2,337)	(5,074)	139	(216)	(235)
投资活动产生的现金流	(1,575)	(3,019)	1,889	1,659	1,615
净增权益	(1,039)	0	(454)	(503)	(583)
净增债务	(8,671)	3,541	36,432	(11,552)	9,194
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	13,291	(2,341)	(7,946)	(980)	(2,938)
融资活动产生的现金流	3,582	1,227	28,086	(12,932)	5,894
现金变动	9,411	3,468	23,072	5,536	6,826
期初现金	18,116	28,025	32,350	55,422	60,957
公司自由现金流	5,829	2,241	(5,014)	18,468	932
权益自由现金流	(1,410)	5,990	31,718	8,416	12,126

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	43,236	51,889	71,817	78,005	85,444
应收帐款	31,685	32,413	38,915	37,744	48,362
库存	19,732	26,811	19,776	31,289	26,408
其他流动资产	640	1,740	292	1,916	746
流动资产总计	95,292	112,852	130,799	148,954	160,960
固定资产	8,336	9,246	7,888	6,473	5,031
无形资产	5,014	5,720	4,469	3,224	1,982
其他长期资产	9,870	10,977	10,321	10,427	10,575
长期资产总计	23,220	25,943	22,678	20,123	17,588
总资产	120,894	141,641	155,924	171,698	181,185
应付帐款	32,818	36,934	37,253	42,262	47,042
短期债务	7,908	15,132	35,212	37,237	40,877
其他流动负债	26,912	39,681	24,242	41,062	30,773
流动负债总计	67,638	91,747	96,707	120,561	118,692
长期借款	6,016	5,018	19,061	6,129	12,023
其他长期负债	3,891	3,990	3,946	3,943	3,960
股本	4,151	4,185	4,185	4,185	4,185
储备	26,194	23,039	26,722	31,422	36,687
股东权益	30,345	27,224	30,907	35,607	40,871
少数股东权益	4,367	5,163	5,303	5,458	5,639
总负债及权益	120,894	141,641	155,924	171,698	181,185
每股帐面价值(人民币)	7.31	6.51	7.39	8.51	9.77
每股有形资产(人民币)	6.10	5.14	6.32	7.74	9.29
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.40)	(2.92)	(0.27)	(4.20)	(3.56)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.3	2.1	2.3	3.6	4.3
息税前利润率(%)	1.2	(0.3)	(0.1)	1.4	2.2
税前利润率(%)	4.3	(0.8)	4.8	4.9	5.1
净利率(%)	3.2	(2.3)	4.1	4.1	4.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.4	1.2	1.4
利息覆盖率(倍)	0.9	(1.4)	(0.4)	1.1	1.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	0.9	1.1	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	29.5	(40.5)	21.1	19.0	16.4
核心业务市盈率(倍)	25.4	(40.5)	18.9	17.2	15.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	33.7	(53.7)	25.0	22.8	19.9
市净率(倍)	3.1	3.5	3.1	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	12.8	18.2	(13.8)	5.7	(139.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	39.1	37.3	17.7	13.8
周转率					
存货周转天数	101.9	119.7	108.3	110.1	112.5
应收帐款周转天数	111.3	115.6	117.4	114.8	115.9
应付帐款周转天数	113.7	125.7	122.1	119.0	120.2
回报率					
股息支付率(%)	32.4	n.a.	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.7	(8.2)	15.6	15.1	15.2
资产收益率(%)	0.9	(0.2)	(0.1)	0.9	1.5
已运用资本收益率(%)	1.7	(1.2)	1.6	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371