

中兴通讯 (000063)

高通反垄断调查，中兴专利价值凸显

——中兴通讯调研报告

	宋嘉吉 (分析师)	王胜 (分析师)	周明 (研究助理)
	021-38674943	021-38674874	0755-23976212
	songjiagi@gtjas.com	Wangsheng014132@gtjas.co	zhouming@gtjas.com
证书编号	S0880514020001	S0880514060012	S0880113080001

本报告导读:

发改委针对高通的反垄断调查，预计将使中兴等拥有较多专利的厂商获得额外的专利授权费收入高达数亿元，同时有望获取更大的智能手机市场份额。

投资要点:

- **维持“增持”，维持目标价 20.75 元。**近期小米联手联芯科技、高通反垄断案有望拉动 ICT 行业进入 IPR 时代，使拥有众多专利的中兴获得额外的专利授权费收入，同时获取更大的智能手机市场份额。另外，随着 4G 建设的推进以及明后年联通、电信对 FDD 投资的追加，预计 2015 年新建基站增速将达 20% 以上，中兴的运营商网络业务面临战略性机遇。维持 2014-2015 年 EPS 为 0.89/1.15 元的预测，维持目标价 20.75 元，维持“增持”。
- **高通反垄断调查，将使中兴专利价值凸显。**据 C114，发改委针对高通的反垄断调查，预计将会否定其“免费反向专利授权”的商业模式，这将对中兴、华为等拥有众多专利的厂商相对更有利。公司已连续三年在全球专利申请数上位居前二，且 LTE 基础专利领域占比达 13%。我们预计，若高通模式动摇，则专利之争将有利于中兴、华为等国内巨头，我们预计中兴有望每年获得的专利授权费收入将达数亿元；同时还将有公司凭借专利优势获取更大的智能手机市场份额。
- **2015 年三大运营商网络设备投资将增长 20% 以上。**移动数据流量的增长是国内通信网络建设的根本推动力。我们预计，2015 年中移动对 4G 网络将持续高投入，而联通和电信将加大对 FDD 的投资力度；2014 年三大运营商新建基站合计将达 65 万以上，而 2015 年合计将达 80 万以上，增速将达 20% 以上，高于此前市场预期。运营商对网络设备的持续高投入，预计将带动中兴 2015 年运营商网络业务收入增速达 10% 以上。
- **风险因素：**汇率波动影响净利润表现；新业务开拓增加费用开支。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	84,219	75,234	87,900	101,000	114,000
(+/-)%	-2%	-11%	17%	15%	13%
经营利润 (EBIT)	-3,355	1,438	2,629	3,325	3,502
(+/-)%	-222%	143%	83%	26%	5%
净利润	-2,841	1,358	3,059	3,949	4,785
(+/-)%	-238%	148%	125%	29%	21%
每股净收益 (元)	-0.83	0.39	0.89	1.15	1.39
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-4.0%	1.9%	3.0%	3.3%	3.1%
净资产收益率 (%)	-13.2%	6.0%	11.8%	13.6%	14.4%
投入资本回报率 (%)	-18.6%	4.5%	14.7%	22.7%	23.8%
EV/EBITDA	-30.2	17.3	11.3	8.0	6.8
市盈率	-17.2	36.1	16.0	12.4	10.2
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **20.75**

上次预测: 20.75

当前价格: 14.71

2014.11.14

交易数据

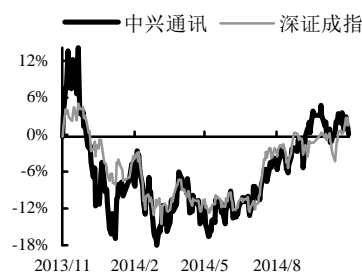
52 周内股价区间 (元)	12.00-17.08
总市值 (百万元)	50,566
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,438/2,801
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/630
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	48.86
日均成交值 (百万元)	717.53

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	24,222
每股净资产	7.05
市净率	2.1
净负债率	45.28%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.06	0.18
Q2	0.03	0.15
Q3	0.07	0.20
Q4	0.23	0.36
全年	0.39	0.89

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	4%	0%
相对指数	-3%	0%	-1%

相关报告

《Q3 业绩符合预期，终端收入大幅增长》
2014.10.23

《M-ICT 战略再加码，进军互联网金融领域》
2014.10.08

《无线充电为先导，开辟车联网大市场》
2014.09.21

《践行 M-ICT 战略，首条公交无线充电系统启用》
2014.09.19

《突破德国电信，LTE 欧洲市场再下一城》
2014.08.26

模型更新时间: 2014.11.14

股票研究

信息技术
电信运营

中兴通讯 (000063)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.75

上次预测: 20.75

当前价格: 14.71

公司网址

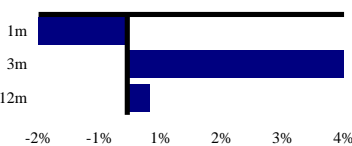
www.zte.com.cn

公司简介

公司是全球领先的综合性通信制造业上市公司,是近年全球增长最快的通信解决方案提供商。

公司凭借在无线产品(CDMA、GSM、3G、WiMAX 等)、网络产品(xDSL、NGN、光通信等)、手机终端(CDMA、GSM、小灵通、3G 等)和数据产品(路由器、以太网交换机等)四大产品领域的卓越实力,现已成为中国电信市场最主要的设备提供商之一,并为 100 多个国家的 500 多家运营商,及全球近 3 亿人口提供优质的、高性价比的产品与服务。

绝对价格回报 (%)



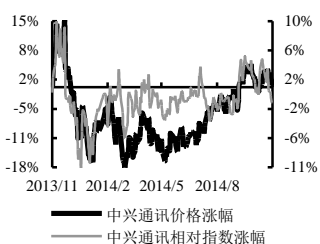
52 周价格范围 12.00-17.08

市值 (百万) 50,566

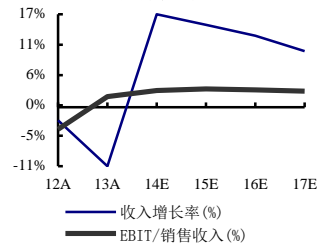
财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
损益表						
营业总收入	84,219	75,234	87,900	101,000	114,000	125,500
营业成本	64,092	53,126	61,292	70,507	80,288	88,948
税金及附加	1,192	1,080	1,213	1,414	1,596	1,757
销售费用	11,181	10,004	11,515	13,130	14,592	16,014
管理费用	11,111	9,586	11,251	12,625	14,022	15,186
EBIT	-3,355	1,438	2,629	3,325	3,502	3,596
公允价值变动收益	-107	204	0	0	0	0
投资收益	1,259	914	200	150	200	200
财务费用	2,331	2,460	1,577	1,569	1,352	1,291
营业利润	-5,002	-1,493	362	1,098	1,575	1,764
所得税	621	394	784	889	1,004	1,132
少数股东损益	236	76	78	99	118	133
净利润	-2,841	1,358	3,059	3,949	4,785	5,394
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	24,233	21,120	50,882	66,565	80,552	98,346
其他流动资产	17,832	15,476	0	0	0	0
长期投资	4,441	4,330	4,330	4,330	4,330	4,330
固定资产合计	7,921	7,627	6,343	5,013	3,637	2,215
无形及其他资产	11,247	10,364	4,317	4,465	4,613	4,761
资产合计	107,446	100,079	117,978	133,989	159,274	175,777
流动负债	72,959	60,971	48,350	50,998	62,066	63,725
非流动负债	11,849	15,483	42,505	52,507	62,510	72,514
股东权益	21,502	22,533	25,848	29,110	33,207	37,913
投入资本(IC)	23,651	25,163	14,312	11,992	12,223	9,272
现金流量表						
NOPLAT	-4,407	1,128	2,103	2,726	2,907	2,985
折旧与摊销	1,549	1,745	992	1,038	1,083	1,129
流动资金增量	2,060	-3,811	-2,979	331	-2,234	937
资本支出	-2,336	-2,331	9,899	3,982	4,476	5,039
自由现金流	-3,134	-3,269	10,015	8,077	6,232	10,090
经营现金流	1,550	2,575	8,834	4,507	2,666	6,310
投资现金流	-1,603	-1,662	10,099	4,132	4,676	5,239
融资现金流	2,086	-2,682	10,829	7,044	6,644	6,245
现金流净增加额	2,033	-1,769	29,762	15,683	13,987	17,794
财务指标						
成长性						
收入增长率	-2.4%	-10.7%	16.8%	14.9%	12.9%	10.1%
EBIT 增长率	-221.7%	142.9%	82.8%	26.5%	5.3%	2.7%
净利润增长率	-237.9%	147.8%	125.3%	29.1%	21.2%	12.7%
利润率						
毛利率	23.9%	29.4%	30.3%	30.2%	29.6%	29.1%
EBIT 率	-4.0%	1.9%	3.0%	3.3%	3.1%	2.9%
净利润率	-3.4%	1.8%	3.5%	3.9%	4.2%	4.3%
收益率						
净资产收益率(ROE)	-13.2%	6.0%	11.8%	13.6%	14.4%	14.2%
总资产收益率(ROA)	-2.6%	1.4%	2.6%	2.9%	3.0%	3.1%
投入资本回报率(ROIC)	-18.6%	4.5%	14.7%	22.7%	23.8%	32.2%
运营能力						
存货周转天数	75	82	82	82	82	82
应收账款周转天数	100	105	105	105	105	105
总资产周转天数	461	503	453	455	469	487
净利润现金含量	-0.55	1.90	2.89	1.14	0.56	1.17
资本支出/收入	3%	3%	-11%	-4%	-4%	-4%
偿债能力						
资产负债率	78.9%	76.4%	77.0%	77.2%	78.2%	77.5%
净负债率	25.2%	25.7%	-32.4%	-48.3%	-54.3%	-68.1%
估值比率						
PE	-17.2	36.1	16.0	12.4	10.2	9.1
PB	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	-30.2	17.3	11.3	8.0	6.8	4.9
P/S	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

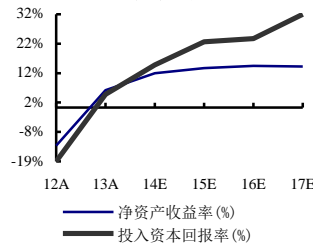
股票绝对涨幅和相对涨幅



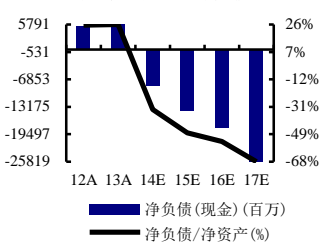
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		