

中兴通讯 (000063.SZ)

紫光继续增持中兴，静候美国禁运事件靴子落地

 评级：**买入**

前次：

目标价（元）：

22

分析师

联系人

李伟

樊生龙

S0740516110001

中泰证券通信团队

liwei@r.qlzq.com.cn

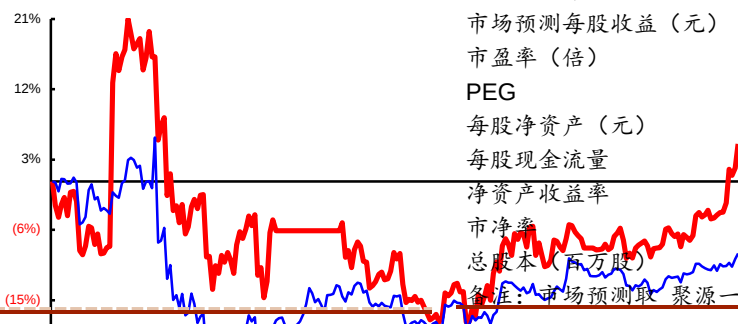
fansl@r.qlzq.com.cn

2016 年 11 月 14 日

基本状况

总股本(百万股)	4,160
流通股本(百万股)	4,150
市价(元)	16.84
市值(百万元)	70,048
流通市值(百万元)	69,892

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	81,471.2	100,186	110,399	121,808	134,403
营业收入增速	8.29%	22.97%	10.19%	10.34%	10.34%
归属于母公司的净利润	2,633.57	3,207.89	3,943.64	4,690.80	5,438.20
净利润增长率	93.98%	21.81%	22.94%	18.95%	15.93%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.87	0.95	1.13	1.31
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
市盈率（倍）	23.57	21.34	17.72	14.90	12.85
PEG	0.25	0.98	0.77	0.79	0.81
每股净资产（元）	7.24	9.39	10.09	11.22	12.53
每股现金流量	0.73	1.78	0.44	0.42	0.61
净资产收益率	10.59%	8.23%	9.41%	10.07%	10.45%
市净率	2.50	1.98	1.67	1.50	1.34
总股本（百万股）	3,437.54	4,150.79	4,150.79	4,150.79	4,150.79

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ **事件：**香港交易所网站公布，截止到2016年11月7日紫光集团已经拥有中兴通讯H股5.12%的股份。

■ 点评：

- **紫光集团有望继续增持公司股份。**公司三季报显示，截止9月30日前十大股东中紫光集团下属两家公司共持有1.37%的股份，加上紫光集团所持有的H股，截止目前紫光集团共持有95,562,239股，至少占到中兴通讯总股本的2.297%。紫光集团自2季度开始，不断从A股和H股增持中兴通讯股票，参与中兴通讯运营，符合紫光集团定位华为的平衡者和思科的替代者的战略目标。因为目前A股/H股有较大溢价，我们认为紫光集团有可能继续增持中兴通讯H股。
- **美国禁运问题有望靴子落地，罚款预期已经体现股价内。**美国政府由于中兴违反了对禁运国家的规定，将美国企业生产的禁运产品出售给伊朗等国家，从2016年3月8日开始对中兴实行美国产品禁运，后通过政府协调，中兴承诺配合美国政府进行调查、内控整改和更换管理层，美国商务部颁发临时许可证以保证中兴通讯可以正常采购美国元器件和软件。临时许可证从6月30日后，两次延期，目前许可证的有效时间为11月28日。随着美国大选确定，新一届美国政府即将组阁，我们认为无论是美国商务部还是中兴通讯都将希望能在本届美国政府任期内完成相关调查并给出结论和措施，使得临时许可证可以变成永久的许可证。市场对可能最终的罚款等处罚措施预期或已经体现在股价中。
- **国际竞争对手爱立信、诺基亚业绩持续下滑，中国通信设备企业在全市场份额有望持续提升。**爱立信2016年三季度，收入同比下降14%，亏损2600万美金，为爱立信首次亏损。诺基亚2016年3

季度收入同比下降 7%，运营利润下降了 18%。中国厂商在全球电信市场中份额不断增加。

- **风险：**美国禁运事件罚款金额和其他惩罚力度超出市场预期。
- **投资建议：**中兴通讯为全球前四大通讯设备厂商，在通信技术研究、ICT 产品研发都有深厚积累，对于国内同行公司，其价值明显低估，由于受到美国禁运调查事件的影响，股价一直受到压制，我们认为随着年底前美国禁运事件有望解决，压制因素将得到消除。对比紫光收购的华三，公司无论从销售额、利润额和客户覆盖都是三倍以上的规模。紫光集团继续增持公司股票符合其产业布局逻辑。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.95/1.13/1.31 元，维持“买入”评级，6 个月目标价为 22 元。

图表 1：盈利预测及财务模型

损益表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	75,234	81,471	100,186	110,399	121,809	134,404
增长率	-10.56%	8.3%	23.0%	10.2%	10.3%	10.3%
营业成本	-53,126	-55,760	-69,100	-75,664	-83,471	-92,087
% 销售收入	70.6%	68.4%	69.0%	68.5%	68.5%	68.5%
毛利	22,108	25,711	31,086	34,735	38,338	42,317
% 销售收入	29.4%	31.6%	31.0%	31.5%	31.5%	31.5%
营业税金及附加	-1,080	-1,331	-1,304	-1,512	-1,651	-1,828
% 销售收入	1.4%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-10,004	-10,259	-11,772	-14,573	-15,945	-17,473
% 销售收入	13.3%	12.6%	11.7%	13.2%	13.1%	13.0%
管理费用	-9,586	-11,040	-14,584	-16,118	-17,650	-19,052
% 销售收入	12.7%	13.6%	14.6%	14.6%	14.5%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	1,438	3,081	3,427	2,532	3,093	3,965
% 销售收入	1.9%	3.8%	3.4%	2.3%	2.5%	2.9%
财务费用	-2,460	-2,101	-1,431	-1,400	-1,400	-1,400
% 销售收入	3.3%	2.6%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-1,589	-1,202	-2,187	-302	-31	-35
公允价值变动收益	204	148	-184	0	0	0
投资收益	914	134	696	150	150	150
% 税前利润	50.0%	3.8%	16.2%	3.2%	2.7%	2.3%
营业利润	-1,493	60	320	979	1,812	2,680
营业利润率	-2.0%	0.1%	0.3%	0.9%	1.5%	2.0%
营业外收支	3,321	3,478	3,983	3,704	3,759	3,778
税前利润	1,828	3,538	4,304	4,684	5,571	6,459
利润率	2.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.6%	4.8%
所得税	-394	-810	-563	-656	-780	-904
所得税率	21.6%	22.9%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,434	2,728	3,740	4,028	4,791	5,554
少数股东损益	76	94	116	84	100	116
归属于母公司的净利润	1,358	2,634	3,625	3,944	4,691	5,438
净利率	1.8%	3.2%	3.6%	3.6%	3.9%	4.0%
现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,434	2,728	3,740	4,028	4,791	5,554
少数股东损益	0	0	0	84	100	116
非现金支出	3,311	3,007	4,259	2,666	2,395	2,388
非经营收益	828	1,470	1,021	-3,854	-3,909	-3,928
营运资金变动	-2,999	-4,692	-1,616	-996	-1,523	-1,483
经营活动现金净流	2,575	2,513	7,405	9,637	9,673	10,503
资本开支	2,331	1,996	2,445	-670	-2,298	-2,196
投资	486	217	215	0	0	0
其他	183	156	655	150	150	150
投资活动现金净流	-1,662	-1,623	-1,575	-520	-2,148	-2,046
股权募资	19	254	3,009	0	0	0
债权募资	-1,015	-2,121	2,805	1,000	1,000	1,000
其他	-2,458	-1,910	-2,256	-7	-1,038	0
筹资活动现金净流	-3,454	-3,778	3,558	993	-38	1,000
现金净流量	-2,541	-2,888	9,387	10,110	7,487	9,457

资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	20,903	18,116	28,025	31,681	35,845	41,722
应收款项	26,623	29,399	31,685	36,703	40,382	44,658
存货	12,434	19,592	19,732	20,730	22,869	25,229
其他流动资产	16,445	15,118	15,851	16,048	16,101	16,184
流动资产	76,405	82,226	95,292	105,162	115,196	127,793
% 总资产	76.3%	77.4%	78.8%	80.0%	82.0%	83.9%
长期投资	4,330	4,472	5,316	5,316	5,316	5,316
固定资产	7,627	7,611	8,336	7,631	6,986	6,341
% 总资产	7.6%	7.2%	6.9%	5.8%	5.0%	4.2%
无形资产	4,169	4,848	5,014	6,390	6,133	6,007
非流动资产	23,674	23,989	25,602	26,272	25,370	24,599
% 总资产	23.7%	22.6%	21.2%	20.0%	18.0%	16.1%
资产总计	100,079	106,214	120,894	131,435	140,567	152,392
短期借款	15,343	17,172	12,525	17,525	18,525	19,525
应付款项	36,245	40,464	42,859	49,133	53,432	58,493
其他流动负债	9,383	8,289	12,254	8,530	7,572	7,782
流动负债	60,971	65,925	67,638	75,189	79,529	85,800
长期贷款	5,386	10,040	6,016	6,016	6,016	6,016
其他长期负债	10,097	3,957	3,891	3,891	3,891	3,891
负债	76,454	79,922	77,545	85,096	89,437	95,708
普通股股东权益	22,533	24,879	38,981	41,887	46,578	52,016
少数股东权益	1,093	1,414	4,367	4,451	4,552	4,668
负债股东权益合计	100,079	106,214	120,894	131,435	140,567	152,392
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.395	0.766	0.773	0.950	1.130	1.310
每股净资产 (元)	6.555	7.237	9.391	10.091	11.222	12.532
每股经营现金净流 (元)	0.749	0.731	1.784	0.444	0.422	0.610
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.03%	10.59%	8.23%	9.41%	10.07%	10.45%
总资产收益率	1.36%	2.48%	2.65%	3.00%	3.34%	3.57%
投入资本收益率	4.48%	7.49%	10.14%	6.46%	7.53%	9.47%
增长率						
营业总收入增长率	-10.56%	8.29%	22.97%	10.19%	10.34%	10.34%
EBIT增长率	-73.23%	114.20%	11.23%	-26.12%	22.16%	28.20%
净利润增长率	-77.33%	93.98%	21.81%	22.94%	18.95%	15.93%
总资产增长率	-6.77%	6.13%	13.82%	8.72%	6.95%	8.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	105.4	104.3	91.8	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	82.0	104.8	103.9	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	118.9	117.0	111.4	114.5	113.9	113.7
固定资产周转天数	35.3	33.1	27.4	24.1	19.3	15.2
偿债能力						
净负债/股东权益	24.53%	34.60%	-12.65%	-17.57%	-22.11%	-28.54%
EBIT利息保障倍数	0.6	1.5	2.4	1.8	2.2	2.8
资产负债率	76.39%	75.25%	64.14%	64.74%	63.63%	62.80%

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。