中興通訊（0763）

首次報告

買入

2008 年 8 月 8 日

黃金機遇+獨特優勢，未來成長空間巨大

- **三大發展機遇：**國內電信重組和 3G 建設將爲中興帶來前所未有的發展機遇，預計國內電信資本開支將由 2007 年的 2111 億增加到 2010 年的 3102 億，中興在三種 3G 制式中的兩種都佔有第一的市場份額；海外新興電信市場需求保持旺盛，複合年均增長超過 10%，憑藉低價和快速反應，新興海外市場已成爲中興的產糧區；歐美成熟市場競爭格局發生變化，現有設備商數量減少，爲中興向發達市場滲透創造良好的契機，來自歐美市場的收入占總收入的比重已由 06 年的 1%上升到 07 年的 8%。
- **獨特競爭優勢：**政策扶持、本土大市場、成本優勢、靈活快速的定制能力、市場驅動型技術創新和清晰的發展戰略是中興的核心競爭力和未來成長的內在因素。
- **巨大成長空間：**中興以其極長的產品線、極富競爭力的產品和服務，爲遍佈全球 135 個國家和地區、超過 500 家運營商提供設備和服務，它的技術實力和銷售網路已具備衝刺全球第一陣營的潛力。目前中興和全球電信設備巨頭在收入規模上的差距還很大，只有諾基亞的 1/16、愛立信的 1/6、三星的 1/12, 中興通過抓住三個外部機遇、發揮自身獨特競爭優勢，未來將完全有可能成爲和諾基亞、愛立信等國際電信巨頭比肩的全球頂尖企業。
- **預計未來三年收入複合年均增長率 35.3%：**無線通信、手機、光數通信三項業務將是公司未來快速成長的主要收入來源，我們預計公司在未來三年的收入將由 2007 年的 348 億元人民幣，增加到 2010 年的 861 億元人民幣，複合年均增長率爲 35.3%，隨著全球銷售網路的逐步完善，我們預計其費用率將有一定的下降空間，因而每股收益的複合年均增長率預計可達 48.1%。
- **首次評級買入，目標價 45.90 港元：**我們給予公司 45.90 港元目標價，此目標價相當於 08 年 26.6 倍 P/E，較現價有 21.6%的上升空間，首次投資評級爲**買入。**

第一上海研究部
86755-33367016

主要資料

行業	資訊科技
股價	37.75 港元
目標價	45.90 港元（+21.6%）
股票代碼	0763
已發行 H 股本	2.24 億股
H 股市值	84.56 億港元
52 周高/低	41.8-20.9 港元
每股淨現值	9.04 元人民幣
主要股東	中興新通訊(35.07%)

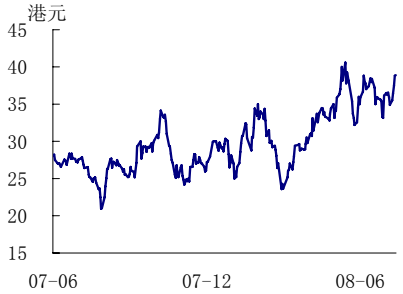
★ 1 港元=0.88 元人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（亿人民币）	232	348	462	656	861
变动	6.8%	49.8%	32.7%	42.2%	31.3%
净利润（亿人民币）	8	13	21	30	42
每股盈利（人民币）	0.80	1.29	1.52	2.18	3.03
变动	-40.3%	61.5%	17.5%	43.8%	38.6%
基于37.75港元的市盈率(倍)	66.1	35.6	21.9	15.2	11.0
每股派息（港元）	0.15	0.27	0.31	0.45	0.63
息率	0.46%	0.80%	0.94%	1.35%	1.89%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

目 錄

目 錄 2
黃金發展機遇 4
全球產品線最全、增長最快的通信設備商 4
機遇一：國內電信重組和 3G 發牌 4
機遇二：海外新興電信市場的旺盛需求 5
機遇三：進入歐美日成熟市場的契機 6
獨特的競爭優勢 7
政策扶持 7
主場優勢 7
成本優勢 7
靈活應變、快速反應 8
市場驅動型技術創新 8
未來成長空間巨大 9
從當今的全球電信設備巨頭看未來中興的成長空間 9
中興發展戰略：跑馬圈地，持續發展 10
成長動力一：無線通信 11
全球基站市場規模 11
中興海外市場份額 12
中興海外收入增長的主要動力：市場份額穩步提升 13
中興國內市場份額 14
國內收入增長的主要動力：3G 建設帶來的新增需求 14
成長動力二：手機 16
全球手機市場規模 16
全球手機製造商市場份額排名 16
國內手機市場情況 17
中興手機的競爭優勢和競爭策略 17
中興在 TD 手機招標中的份額 18
中興手機的成長動力 18
成長動力三：光通信、資料通信 19
全球光通信、資料通信市場 19
中國光通信、資料通信市場 19
光數通信的成長動力 21
中興的光通信業務全球增長最快 21
中興的資料企業網業務高速增長 22
中興在資料企業網的競爭優勢 22
盈利預測與財務分析 23
重要假設 23
經營收入預測 23
毛利率變化 24
費用率變化 25
現金周轉率分析 26

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

自由現金流分析.....26
杜邦分析.....27
存貨、應收賬款分析.....27
股本變化因素.....28
估值.....29
股價表現.....29
P/E 帶分析.....29
EV/EBITDA 帶分析.....30
DCF 估值.....31
風險因素.....32
附錄 2：主要財務報表.....34

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

黃金發展機遇

全球產品線最全、增長最快的通信設備商

公司簡介

中興通訊是中國最大的通信設備製造業上市公司，是中國政府重點扶持的 520 戶重點企業之一。1985 年公司成立。1997 年，中興通訊 A 股在深圳證券交易所上市。2004 年 12 月，中興通訊在香港主板上市。2007 年實現銷售收入 348 億元,同比增長 50%。

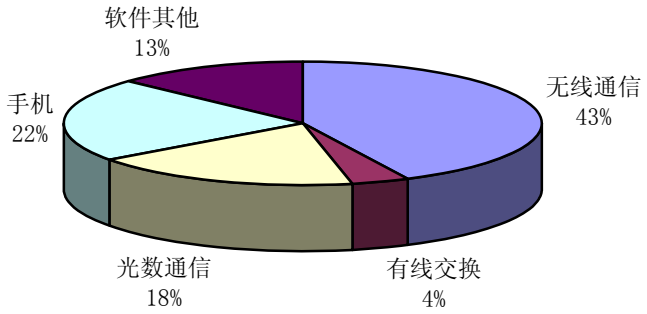
五大業務

公司是全球產品最全、增長最快的綜合性通信設備供應商。公司產品分五大類：無線通信、手機、光數通信、有線通信、電信軟體及其他業務，幾乎覆蓋了通信領域的所有產品線和制式。

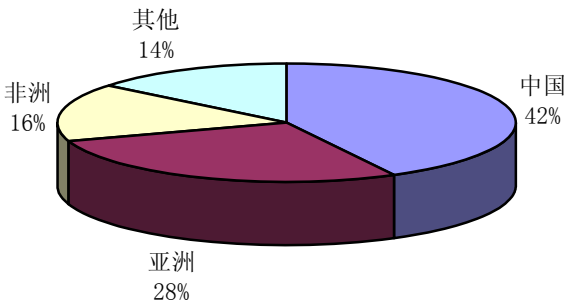
銷售網路遍佈全球

目前，中興在全球設立了 96 個代表處，爲全球 135 個國家的 500 多家運營商提供著優質、高性價比的產品與服務。中興分佈在海外的 8000 名員工中，當地員工人數已超過 65%。2007 年中興海外市場收入同比增長 96.4%，達到 200.91 億元，占總收入比重由 2006 年的 44%增至 57.8%

圖表 1：公司收入按業務構成（2007 年）



圖表 2：公司收入按地區構成（2007 年）



資料來源：公司資料，第一上海

機遇一：國內電信重組和 3G 發牌

3G、重組爲國內設備商帶來前所未有的發展機遇

2008 年五月 24 日，工業資訊化部、國家發展和改革委員會、財政部聯合發出了“關於深化電信體制改革的通告”，正式啓動業界期盼已久的中國電信體制改革。通告中指出：

“發放三張 3G 牌照，支持形成三家擁有全國性網路資源、實力與規模相對接近、具有全業務經營能力和較強競爭力的市場競爭主體”

“強調大力支持自主創新，鼓勵優先使用自主創新產品，引導金融機構加大對自主創新的支持。”

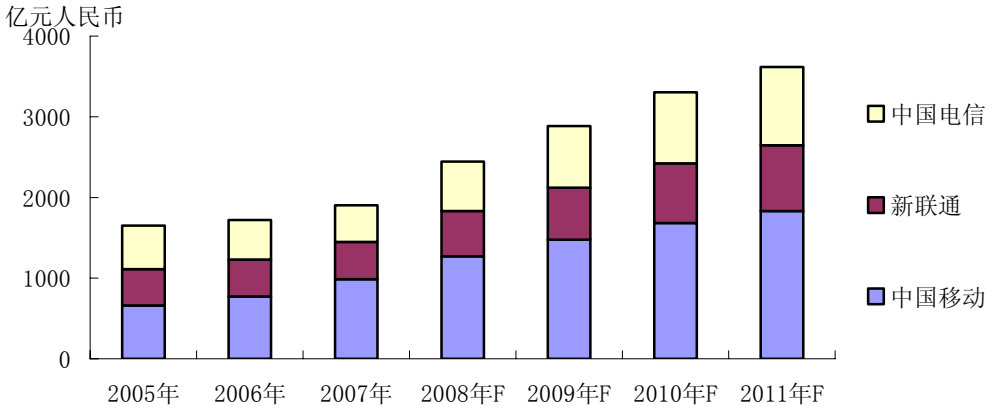
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

以中興爲代表的本土廠商所占市場份額將顯著提高

我們預計，重組後的中國移動、中國電信、新聯通將在全業務經營的競爭局面下，顯著增加資本開支，大力發展 3G 網路、寬頻互聯網等業務，這將爲設備商帶來巨大新增需求。同時國家將重點扶持自有知識產權和本土國有廠商，中興通訊必將顯著受益。

從目前中移動的兩期 TD 手機招標情況來看，國內廠商的份額都在 85%，相比市場上國外手機占七成的情況來看，這種對國內廠商的扶持力度可見一斑。

圖表 3：中國三大電信運營商資本開支預測



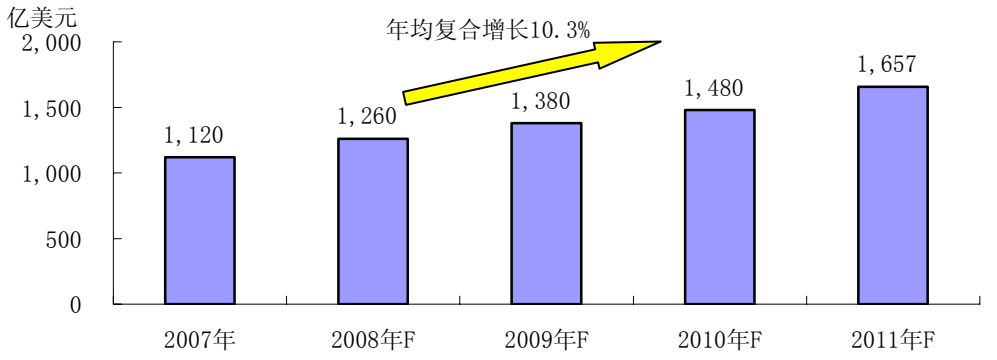
資料來源：公司資料，第一上海預測

機遇二：海外新興電信市場的旺盛需求

海外新興電信市場需求旺盛

隨著亞太地區、拉丁美洲、非洲的經濟快速發展，對電信設備的需求也非常旺盛，預計海外新興電信市場的投資規模將從 2007 的 1120 億美元增加到 2011 年的 1657 億美元，複合年均增長率爲 10.3%，遠遠高於發達國家的 2%左右的增速。

圖表 4：海外新興電信市場規模增長預測



資料來源：CCID

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

中低端產品需求大

這些新興海外市場的電信基礎設施普遍比較落後，有的地區只相當於中國 10 年、20 年前的水準，很多地方的電信投入還是處於從無到有的階段，因此他們對產品的品質、穩定性並不是特別苛求，相對而言對價格卻非常敏感，中低端產品的需求量很大，同時也希望設備商能夠快速回應他們的一些特殊的定制要求。

國際巨頭並不看重海外新興市場

一些老牌的設備供應商如愛立信等國際巨頭並不特別看重海外新興電信市場，儘管這個市場的增速很快，但總量卻不如歐美發達市場大，而且比較分散，他們也不願意對自己的產品做太多的個性化的定制，因爲這樣做不利於體現他們的規模效益，將大大增加他們的成本。他們的產品特點是質優價高，對目標市場的選擇也比較看中市場總量的大小，太小的市場是不足以支撐他們龐大的研發和運營成本的。

新興市場正成爲中興的海外糧倉

對中興而言，海外新興市場的快速發展卻提供了一個大好的發展機遇，中興的低成本、快速回應、定制能力完全能夠滿足客戶的要求，從長遠看，這個市場一旦被佔領，後續的擴容、升級等業務也就順理成章地歸中興所有。中興未來將跟隨這些新興市場國家的電信成長而成長，海外新興市場正成爲中興的海外糧倉。

機遇三：進入歐美日成熟市場的契機

全球並購導致供應商減少

目前，部分國際設備巨頭盈利倒退、份額下降、業務收縮，爲了應付日益激烈的競爭，全球設備商巨頭紛紛尋求合併以提高自身的綜合競爭力。2006 年 4 月，阿爾卡特（Alcatel）與朗訊（Lucent）宣佈合併，2006 年 6 月，諾基亞（Nokia）與西門子（Siemens）宣佈合併雙方電信業務。愛立信收購馬可尼公司。

同時，由於巨額的研發投入、較高的技術演進壁壘使得通訊設備行業很難出現更多的新競爭者。因此，給中興通訊爲代表的中國設備商以巨大機會。

歐美運營商尋求降低運營成本

歐美運營商爲了應對供應商數目的減少，有意將中興、華爲等後起之秀納入他們的採購對象名單中，這樣做的好處是保持自己在和設備商談判中的議價能力，儘管在初期他們並不會大量採購中興、華爲的設備，但隨著時間的推移和合作的逐步深入，中興、華爲的性價比優勢將逐漸體現，從而提高在歐美市場的份額。

中興在歐美市場取得突破

2007 年，中興通訊在歐、美等成熟市場的銷售增長率達到 155%，目前中興通訊已經和沃達豐、和黃、法電、澳電、西班牙電訊等運營商全部簽署了終端和系統方面的協定。這些運營商對設備商的考察非常嚴格，除了產品考核外，還有一整套包括企業品質、企業文化、企業可持續發展力等的考核標準。

中興在日本市場的突破

日本是中興在亞太地區的最後一個堡壘，2008 年 7 月下旬，中興通訊將參加在日本東京舉辦的“2008 年日本 EXPOCOMM 展會”。而此前，中興通訊還獲得了與 MVNO 運營商日本通信成功簽約 WCDMA 資料卡訂單。這次簽約的 3G 資料卡，屬中高檔產品，技術領先。今年 6 月 30 日日本通信公司曾宣佈向中興通訊採購 3G 手機，用於在日本發佈自己的 3G 移動網路服務。在中興手機通過了 JATE（日本電信設備認證協會）和 TELEC（日本電信工程中心）的檢驗後，該公司又再向中興訂購 10 萬部 3G 手機。與日本運營商的成功合作，標誌中興通訊在全球高端市場的全面突破。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

獨特的競爭優勢

政策扶持

資訊化帶動工業化是國家長期發展戰略

資訊化帶動工業化是我國目前的發展戰略。通信產業是資訊產業的重要組成部分，目前也面臨三網融合（電信網、互聯網、電視網）的重大發展機遇。

政府支援國有電信設備商做大做強

中興通訊是中國最大的通信設備製造業上市公司，同時也是中國政府重點扶持的 520 戶重點企業之一。中興經常有機會跟隨國家領導人出訪，在國與國的經貿洽談中簽下大單。中國對很多第三世界國家都有經濟援助和專案貸款，涉及到通信領域的項目一般也是優先交給中興去做，這種專案由於是中國提供貸款，錢直接劃撥給中興，沒有應收賬款的風險，同時利潤也比市場競標要好的多。

在國內 3G 的建網中，國家的政策也是支持自主知識產權，儘量扶持本土廠商。

主場優勢

本土大市場是培育中興的搖籃

中國有 13 億多人口，電信市場的規模也非常大。中國的移動用戶數已達六億，位居全球第一。2008 年第一季度，中國固話寬頻用戶人數達到 7160 萬人，同比增長 28%，從而超越美國，成爲全球最大的固話寬頻市場.

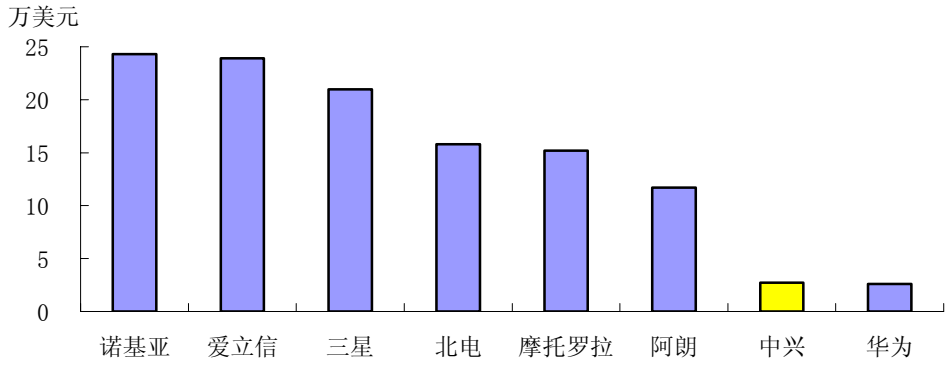
一直以來，中興的成長是和國內的電信市場的發展密切相關的，在中國市場，中興佔有一系列的主場優勢，可以說，正是中國這個龐大的本土電信設備市場培育了中興，使得中興有一定的技術儲備，達到一定的規模效益，才能到海外市場攻城掠地。隨著國內電信重組和 3G 建設的逐步深入，中興將在 3 個 3G 技術上更加確立優勢地位。

成本優勢

人均研發成本只有歐美廠商的十分之一

中興通訊的成本優勢主要體現在研發成本上，從 2006 年的公司財務報表資料中看，研發費用占整個期間費用的 38.5%，占銷售收入的 12.2%，中興研發人員的人均每年的研發費用是 2.7 萬美元，而諾基亞、愛立信、三星等公司的人均每年成本爲 24.3 萬、23.9 萬和 21 萬美元，中興的人均研發成本只有他們的十分之一左右。

圖表 5：全球主要電信設備廠商人均研發成本比較（2006 年）



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

靈活應變、快速反應

靈活、快速回應客戶需求

中興在國際市場競爭中的一個最主要優勢是靈活性，只要客戶提出要求，中興都能在最短的時間內拿出定制方案。比如中興提供給運營商的手機，如果運營商希望印上自己的品牌，或是印上雙方的品牌，中興都可以靈活接受，在中興看來，做成生意才是最主要的，而其他大廠如諾基亞，則比較堅持自己的管理流程，不願意做太多的非標準化定制。

市場驅動型技術創新

市場驅動型技術創新

中興的戰線拉的很長，看似不合理，不能形成凝聚的競爭力，但這恰恰反映出中興清醒的自我定位和市場化發展戰略。中興始終把自己放在一個後來者、跟隨者的地位，他並不急於和國際巨頭們打面對面的陣地戰，而是採用多點小投入，每個可能的市場機會都不放棄，耐心等待市場機會出現，再重兵投入，一舉領先。中興的這種策略在過去的小靈通、CDMA、TD 三個超千億的市場都取得了成功。

齊全的產品線，滿足運營商各種差異化需求

正是由於這種多點投入，使得中興的產品線在全球各大設備商中是最全的，從無線產品到有線產品，從傳輸到終端，從軟體到電源，只要是通信領域用到的，中興差不多都有產品。如此齊全的產品線，使得中興能夠很好地滿足不同運營商的各種差異化要求，也能產生很多交叉銷售的機會。

研發實力和投入

中興始終保持了在專利積累和超前技術研發上的優勢。截止到 2008 年 2 月，中興通訊申請的專利達到 1.2 萬件；研發人員已達到了 1.7 萬人，研發人員數量位居全球同行業前 5 位，分佈於中國、美國、瑞典、法國、印度等全球 16 個研發中心；

部分技術開始全球領先

中興通訊相繼與包括英代爾、葡萄牙電信、阿爾卡特、法國電信、愛立信等在內的眾多歐美 IT、電信巨頭建立了戰略合作關係，並不斷突破發達國家的高端市場。中興在全球最熱點的 3G、NGN、IPTV、寬頻接入、數位集群等通信領域的技術和應用已居於國際先進水準。其中，在 CDMA2000、GoTa 數位集群等產品方面已居於全球領導者地位。中興在 WCDMA、CDMA2000 和 TD-SCDMA 等三種 3G 制式上穩步、全面推進，成爲全球爲數不多的能同時在三種 3G 制式上提供成熟方案的通信設備廠商之一。此外，中興的全系列 TD-SCDMA 商用解決方案已經成功奠定了自己在 3G TD-SCDMA 領域的“獨樹一幟”的全面領先地位。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

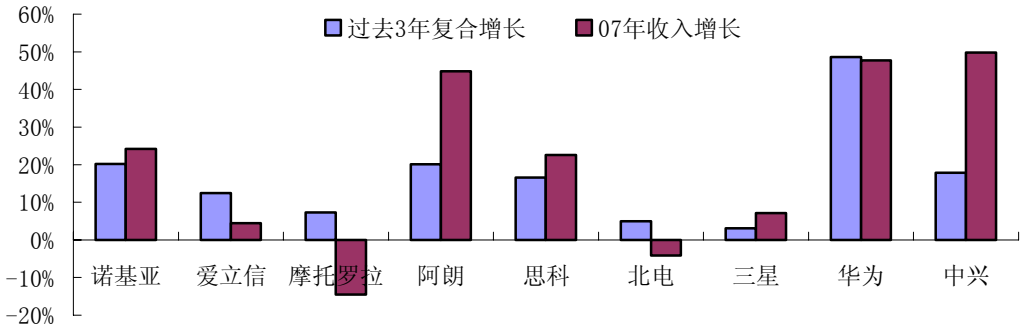
未來成長空間巨大

從當今的全球電信設備巨頭看未來中興的成長空間

中興、華爲的成長速度遠高於其他國外巨頭

從近幾年的全球主要電信設備商的運營資料比較看出，中興、華爲的收入增長速度遠遠高於國外其他廠商，摩托羅拉、北電在 2007 年出現了負增長，阿朗是由於企業合併的原因導致收入增長。

圖表 6：全球主要設備商收入增長率對比

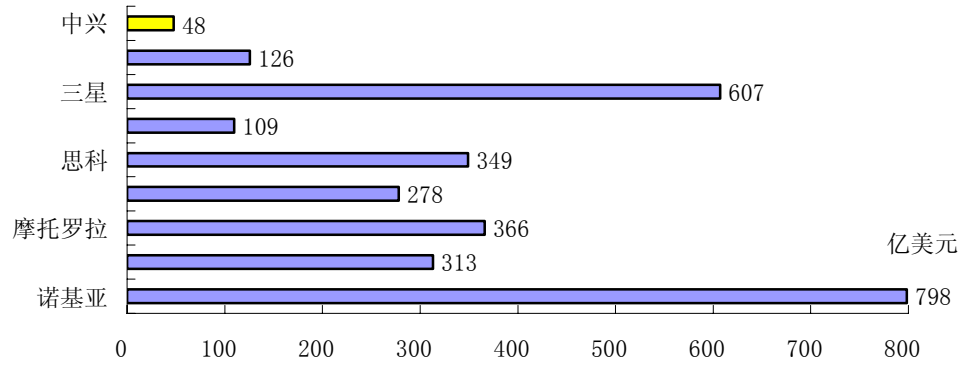


資料來源：公司資料，第一上海

中興的收入規模和國際巨頭相比還很小

儘管 07 年中興收入增長 50%，規模達到 48 億美元，但和其他國際巨頭相比還很小，只有諾基亞的 1/16,三星的 1/12。

圖表 7：全球主要設備商收入規模比較（2007 年）



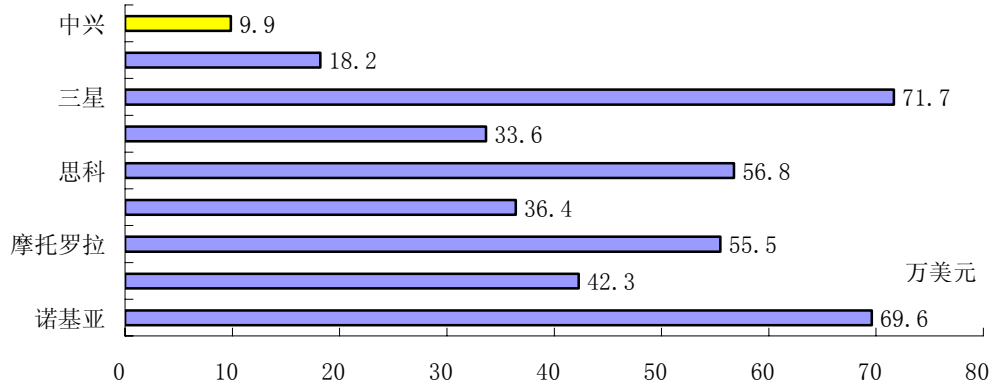
資料來源：公司資料，第一上海

人均銷售收入對比

中興 2007 年的人均銷售收入約爲 10 萬美元，只相當於諾基亞、三星的 1/7,其中的一個原因是中興主要是中低端產品居多，走低價路線，其二是中興海外銷售網路雖然已遍佈全球，但實現收入的大幅增長還有一個滯後期。我們預計隨著中興不斷拓寬自己的優勢領域，中高端產品的比例會逐漸加大；同時遍佈 135 個國家的海外銷售網路所帶來的規模效益將開始逐步體現。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 8：全球主要設備商人均銷售收入對比（2007 年）

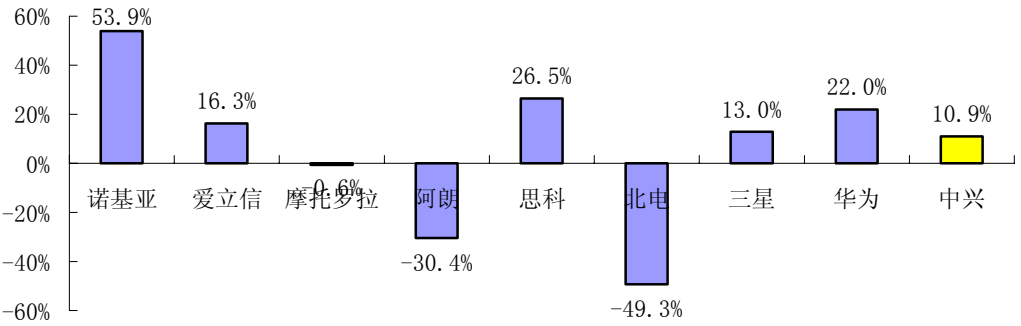


資料來源：公司資料，第一上海

ROE 對比

從全球各大廠商的 ROE 指標來看，中興的整體運作效率還有很多潛力可挖。國外廠商中，摩托羅拉、阿朗、北電都出現了虧損，說明他們的競爭力和市場份額正快速下降，被中興、華爲等中國廠商取而代之。

圖表 9：全球主要設備商 ROE 對比（2007 年）



資料來源：公司資料，第一上海

中興發展戰略：跑馬圈地，持續發展

全球快速擴張

近年來，中興以最快的速度在全球範圍內跑馬圈地、佔領市場，特別是對亞太、非洲等海外新興市場的佔領，按照通信領域的特點，通常誰的產品首先佔領了市場，以後的擴容和升級一般也由這家廠商提供，後來者將很難在短期內大規模替換，因此中興在海外的快速擴張，將使中興能夠做到長遠的可持續發展。

目前中興已爲全球 135 個國家的 500 多家運營商提供設備，中興約 5 萬名員工中，有 8000 多人分佈在全球 96 個代表處，其中本地員工已經超過 65%。公司來自海外的收入已占全部收入的 58%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

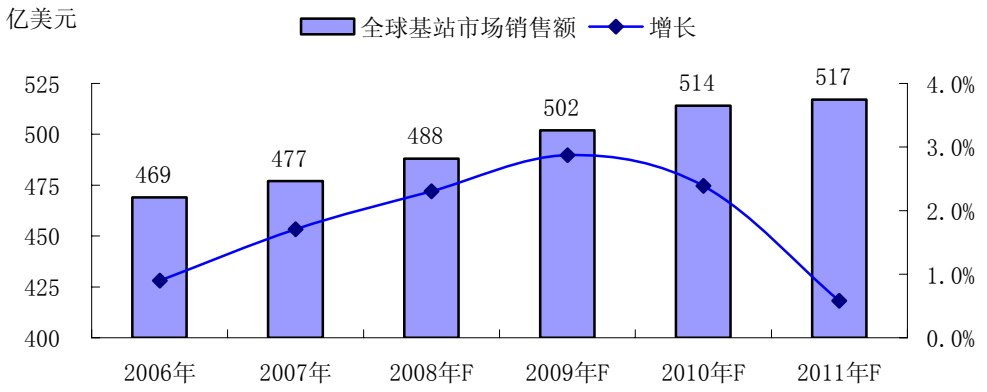
成長動力一：無線通信

全球基站市場規模

2008 年全球基站市場規模約 488 億美元

據 CCID 預測，2008 年全球基站市場銷售額將達 488 億美元，增長率在 2010 年開始將有所放緩。

圖表 10：全球基站市場銷售額及增長

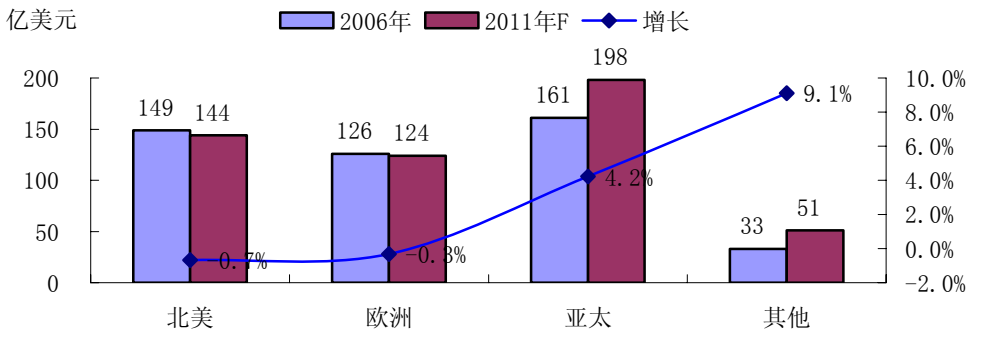


資料來源：CCID

增長來自海外新興市場

從全球基站市場未來增長的地域分佈來看，北美及歐洲將出現輕微下降，而亞太、非洲和拉丁美洲將會有明顯增長。

圖表 11：全球基站市場銷售額按地區增長比較



資料來源：CCID

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

中興海外市場份額

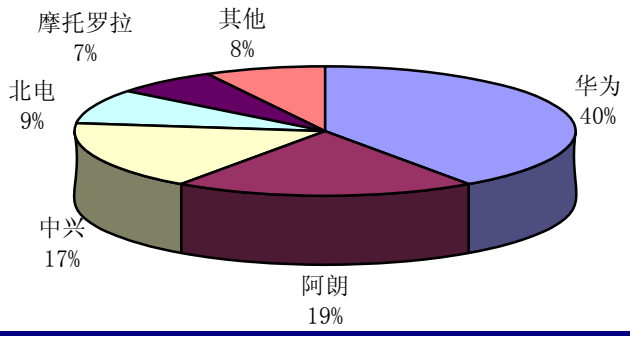
CDMA：連續兩年全球合同數第一

根據信產部《中國 CDMA 市場研究發展報告》表明，中興在全球 CDMA 合同中占比由 2006 年的 41%，提高到 2007 年的 43%，2006 年出貨 1.2 萬台 CDMA 基站，2007 年出貨 2.4 萬台 CDMA 基站，增長率 100%，中興累計出貨已達 6.8 萬台，目前有 60 多個國家的 100 多個 CDMA 網路都在使用中興提供的基礎設施產品。

CDMA2000 1x Ev-do：全球新增合同數排第三，占 17%

根據 In-Stat 08 年 6 月的最新統計表明，2007 年全球新增 CDMA2000 1x Ev-do 合同數中，中興獲得 18 個合同，占比 17.3%，位居全球第三。

圖表 12：2007 年全球新增 CDMA2000 1x Ev-do 合同數排名

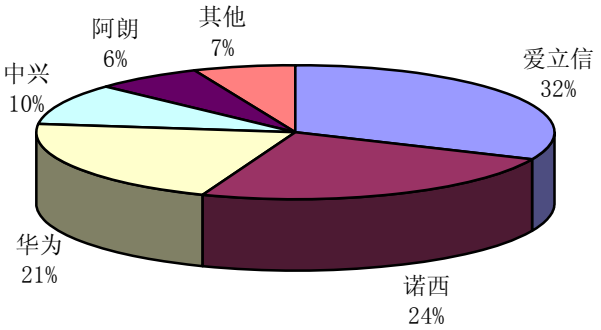


資料來源：In-Stat

GSM：全球基站市場份額排第四，占 10%

根據 In-Stat 08 年 6 月的最新統計表明，2007 年全球 GSM 基站市場約 340 萬載頻，中興約占 10%，位居全球第四。

圖表 13：2007 年全球 GSM 基站市場份額



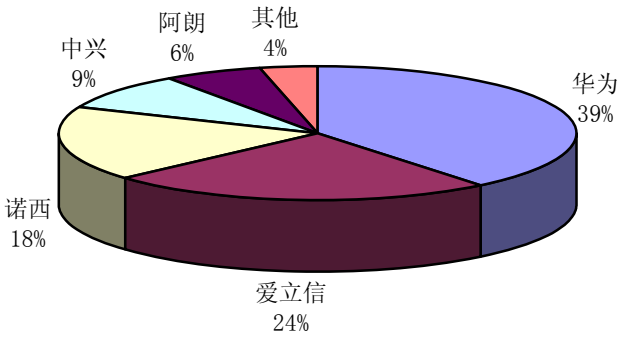
資料來源：In-Stat

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

WCDMA：全球新增合同排第四，占 9%

根據 In-Stat 08 年 6 月的最新統計表明，2007 年全球新增 WCDMA 合同數中興約占 9%，位居全球第四。

圖表 14：2007 年全球新增 WCDMA 合同數排名



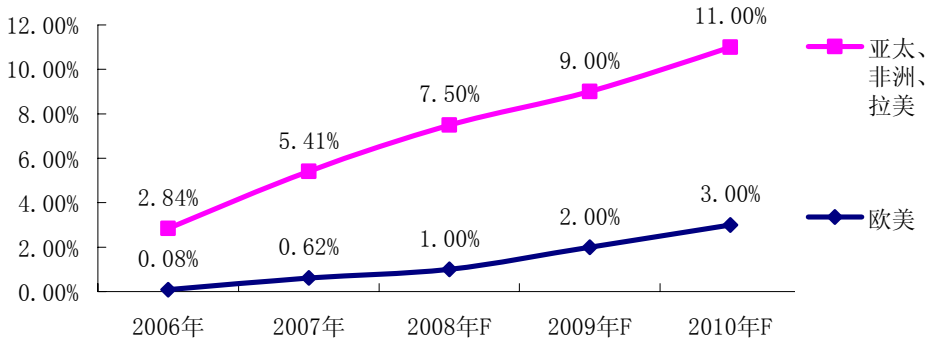
資料來源：In-Stat

中興海外收入增長的主要動力：市場份額穩步提升

市場份額穩步提升

中興在歐美發達市場的市場份額已由 2006 年的 0.08%大幅提升至 2007 年的 0.62%，在亞太、非洲、拉美等新興市場的份額由 2006 年的 2.84%，提高到 2007 年的 5.41%。

圖表 15：中興在歐美和新興市場的份額



資料來源：Gartner，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

中興國內市場份額

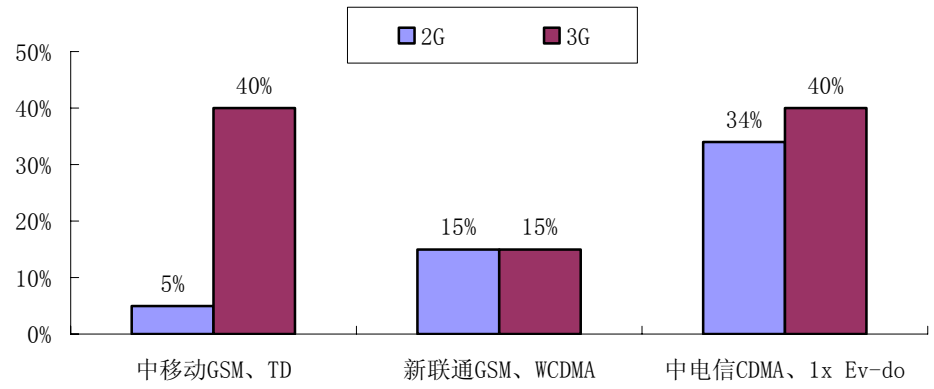
中興在國內移動網路的份額

中興目前在聯通的 CDMA 網路上佔有 34%的份額，預計中國電信收購 CDMA 網路後將很快升級到 CDMA 1x Ev-Do, 預計中興將可占 40%的份額。

中興在聯通 GSM 網路上過去佔有 15%的份額，預計未來將至少能保持這一份額。

在中移動的 GSM 網路上，中移動過去只佔有 5%的市場份額，但從中興在 TD 的領先優勢和目前的份額來看，我們預計中興將佔有 TD40%的份額。

圖表 16：中興在國內 2G 和未來 3G 市場的份額情況



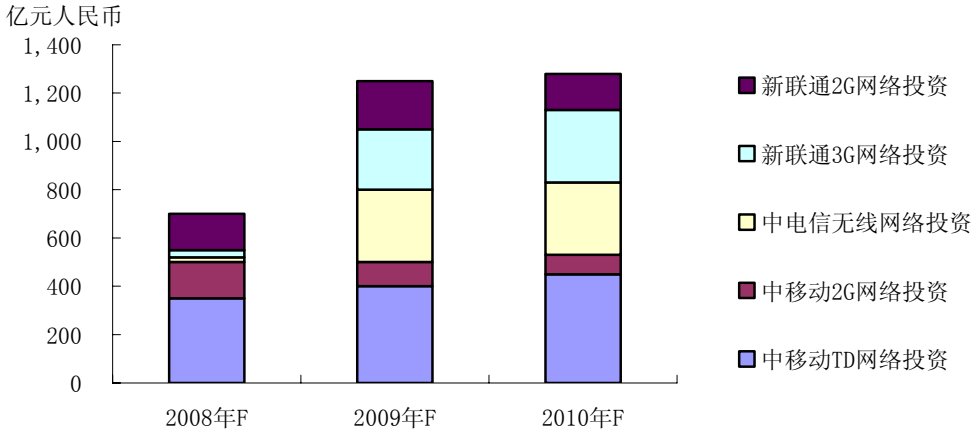
資料來源：公司資料，第一上海預測

國內收入增長的主要動力：3G 建設帶來的新增需求

3G 建設帶來新需求

我們預計電信重組和 3G 發牌將在 2008 年第四季度完成，未來幾年中移動、中電信、新聯通三個全業務經營的運營商將對各自的無線網路大幅增加投入。

圖表 17：三個運營商在 2G 和 3G 無線網路的投資規模預測



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

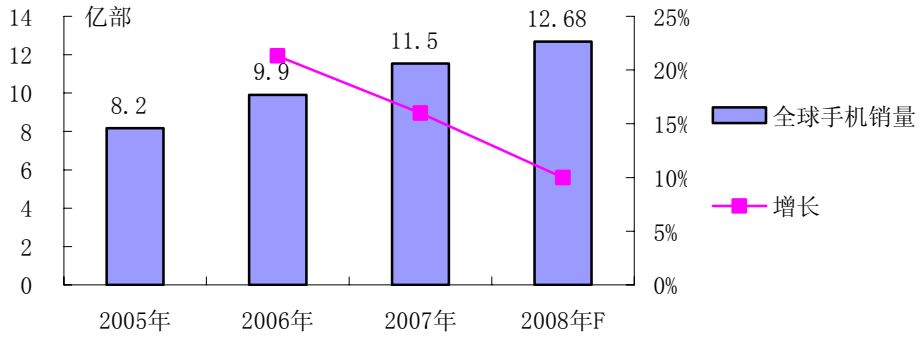
成長動力二：手機

全球手機市場規模

08 年全球手機銷售增長 10%，達 12.7 億部

據 Gartner 的報告顯示，全球手機銷售量 2007 年達到 11.5 億部，預計 2008 年將達到 12.7 億部，但銷售增長率逐年下降，由 2006 的 21%，下降到 2007 年的 16%，和 2008 年的 10%。

圖表 18：全球手機市場規模



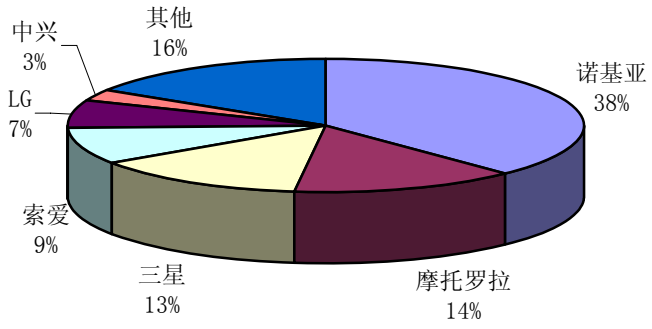
資料來源：Gartner

全球手機製造商市場份額排名

中興銷量排名第六，增長最快

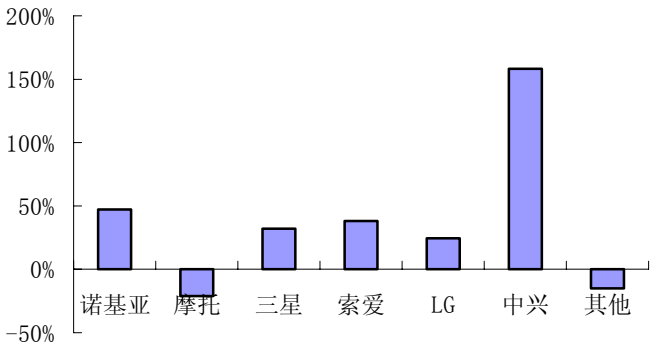
從 2007 年的全球手機銷售情況來看，份額最大的是諾基亞，占 38%，同比增長 47%。摩托羅拉和三星分列第二和第三，占比接近，但摩托羅拉出現 21%的負增長。中興手機在全球的份額約占 3%，同比增長是最快的，達到 158%。

圖表 19：全球手機製造商所占份額（2007 年）



資料來源：Gartner

圖表 20：手機製造商銷售增長率（2007 年）



資料來源：Gartner

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

國內手機市場情況

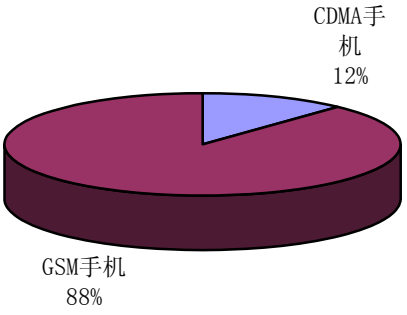
國外品牌佔據了 60%以上的份額

國內 2007 年手機銷售量約 1.5 億部，另外大約有 5 千部的山寨手機。從品牌分佈來看，國外手機占比超過 60%，排名在前三位的是諾基亞、摩托羅拉和三星。國內手機廠商普遍出現大幅度的業績下滑，主要是受到國外中高端品牌手機和中低端山寨機的兩面擠壓。

運營商定制比例將上升

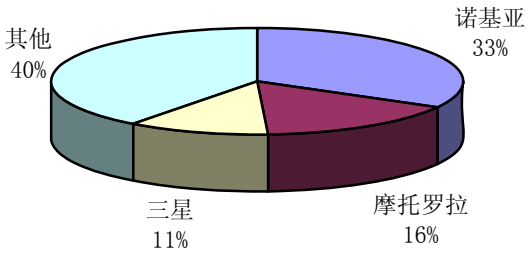
2007 年中國的運營商定制手機約占全部手機銷售的 20.6%，根據賽迪諮詢的預測，2008 年，中國的手機定制比例將上升到 25%。聯通華盛 2007 年的集采量是 1008 萬部，其中 CDMA 是 963 萬部，GSM 是 45 萬部，最近有消息指出，中國電信 2008 年將集采 500 萬部 CDMA 手機。

圖表 21：2007 年中國手機市場按制式分佈



資料來源：易觀國際

圖表 22：2007 年中國手機市場份額



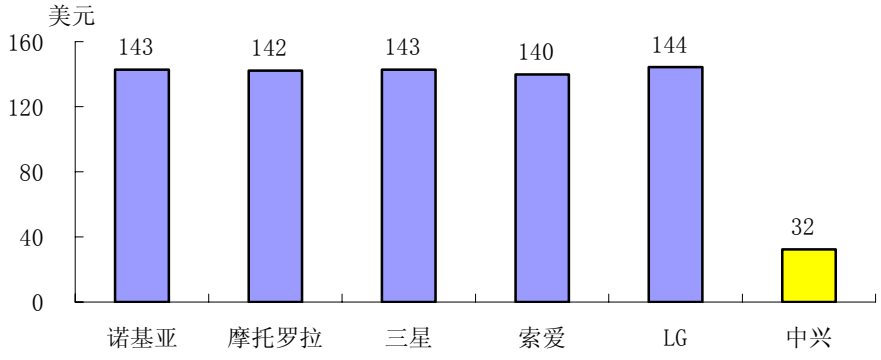
資料來源：易觀國際

中興手機的競爭優勢和競爭策略

主攻中低端走量，差異化競爭

中興對手機的定位主要是中低端，這和中興的目標市場定位有很大關係，中興海外市場主要是以印度爲代表的亞太地區和非洲。當地消費者對價格非常敏感，對中低端手機的需求非常大。中興利用自身的成本優勢和技術優勢，採取非常靈活的銷售策略，大量向這些地區出貨，快速佔領市場。對比各大手機廠商每部手機的平均銷售價格可以發現，中興的 ASP 明顯低於其他廠商，體現出顯著的差異化競爭策略。

圖表 23：全球手機主要廠商 ASP（平均單位售價）



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

運營商定制

中興手機的一個顯著特點是運營商定制，這種方式發揮了中興產品線最全的優勢，在銷售主設備的過程中，和運營商建立良好關係和信譽，根據運營商的要求，爲運營商靈活定制手機，因爲沒有銷售管道的相關費用，因此大大降低了銷售成本。隨著公司業務的發展，中興也試圖開始建立自己的中高端品牌形象。

中興在 TD 手機招標中的份額

一期 TD 招標，中興排第四，占 15%

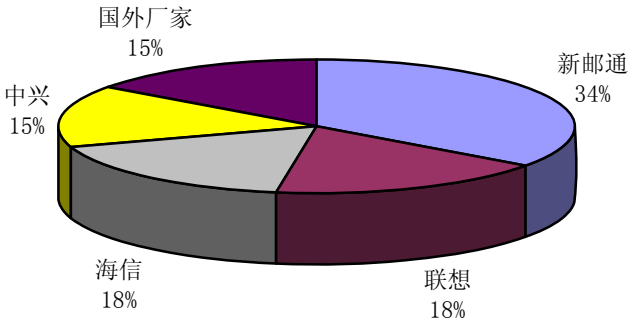
中移動的 TD 第一期招標共 6 萬部手機，中興拿到 9000 部，占比 15%，排名第四。

二期 TD 招標，中興排第一，占 30%

中移動的 TD 第二期招標共 20 萬部手機，中興拿到 6.1 萬部，占比 30%，排名第一。

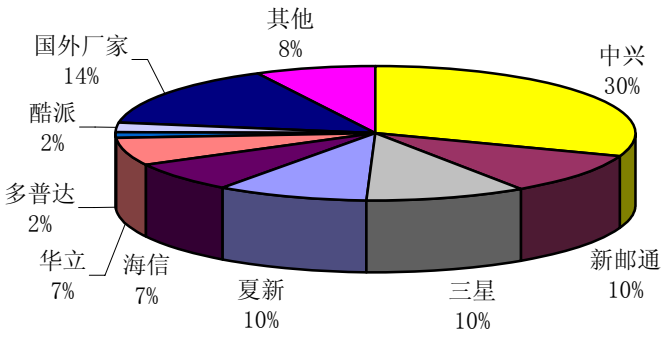
從兩次手機的招標結果看，國外廠家都只占 15%的份額，一方面是國外廠家目前對 TD 的參與欲望不強，另外也說明國家對本土廠商的扶持。

圖表 24：TD 一期手機招標份額



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 25：TD 二期手機招標份額



資料來源：公司資料，第一上海

中興手機的成長動力

海外銷售高速增長

移動通信在以印度爲代表的亞太地區、非洲等海外新興市場還處於高速成長期，這些地方人口多，地域分佈廣，過去的通信基礎設施非常薄弱，市場成水桶型，具備很大的縱深性，層層普及需要一個比較長的時間。中興在這些地方已經建立了良好的銷售管道，未來這些地方仍將成爲中興手機銷量增長的主要動力來源。

國內 3G 運營商定制

隨著國內電信重組和 3G 建設進程正式啓動，我們預計在 2008 年第四季度，重組將告一段落，三個運營商將開始吧注意力放在全業務競爭上。首先，3G 作爲一個新的制式，它在發展初期需要運營商的推動和引導，因此定制手機比例將大大增加。其次，運營商爲了更好地提供各項增值服務和捆綁銷售，手機也將不再是一個獨立的終端，而是會出現更多的定制功能，配合每個運營商的特殊增值服務。

以運營商定制爲主要銷售手段的中興手機業務將大大受益於 3G 帶來的手機定制趨勢。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

成長動力三：光通信、資料通信

全球光通信、資料通信市場

全球光通信市場連續四年增長

據 Infonetics Research 統計顯示，2007 年是光纖網路硬體市場自從 2001 年以來增長最強勁的一年。來自消費和商業語音、視頻、資料和移動通訊等所有領域業務的增長，將繼續推動 IP 轉換工程和光網路設備的需求。2007 年新興的分組光傳輸系統市場的收入已經接近了 10 億美元。

全球資料通信設備市場由 04 年的 575 億美元增長到 08 年的 798 億美元

據 Infonetics 最新的研究報告顯示，全球企業電信和資料通信設備市場規模將從 2004 年的 575 億美元增長到 2008 年的 798 億美元。儘管企業路由器和交換機產品佔據了這一市場最大的份額，但是在今後幾年其他設備產品市場包括下一代語音通信設備、寬頻設備、無線局域網設備、網路安全設備和企業 IP 電話設備收入也將快速增長。

未來成長動力：互聯網和全 IP 網路

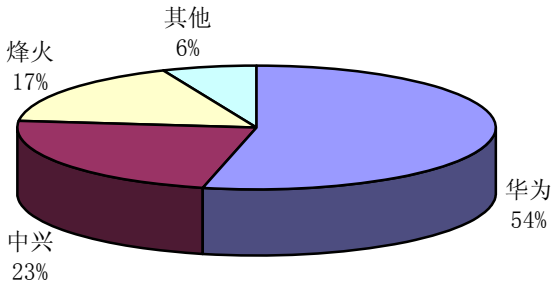
未來電信和資料通信設備市場收入的增長動力主要來自於兩個方面：第一，全球越來越多的人口使用互聯網；第二，電信運營商的通信網路正在向單一的資料通信網路演進， 即全 IP 網路，它能夠爲運營商節省更多的 CAPEX 和 OPEX（運營成本），組網也更加靈活。

中國光通信、資料通信市場

中興 07 年國內光通信設備市場排名第二

2007 年中國光通信設備市場規模約 90 億元人民幣，華爲排第一，約占 54%的市場份額，中興第二，占 23%的市場份額。

圖表 26：中國光通信設備市場份額

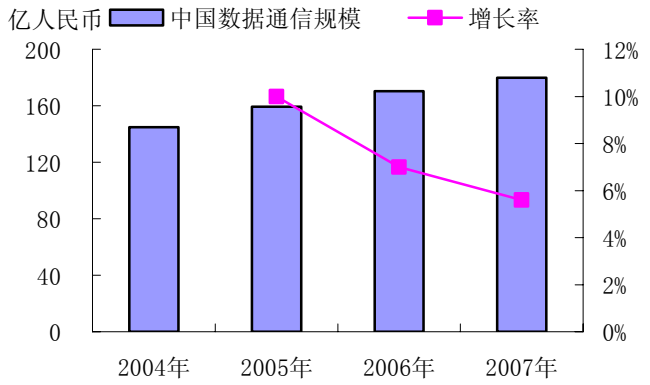


資料來源：CCID

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

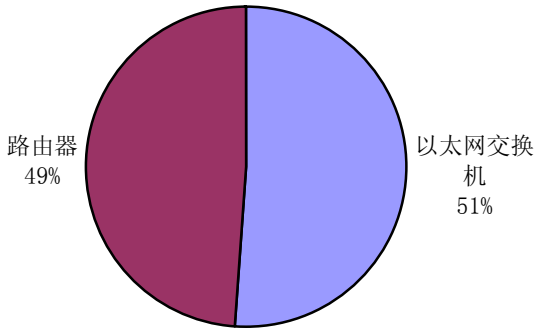
中國資料通信市場規模 2007 年已達 180 億元人民幣，從產品分佈來看，路由器和乙太網交換機約各占一半的份額。

圖表 27：中國資料通信市場規模及增長率



資料來源：CCID

圖表 28：中國資料通信市場產品構成（2007 年）

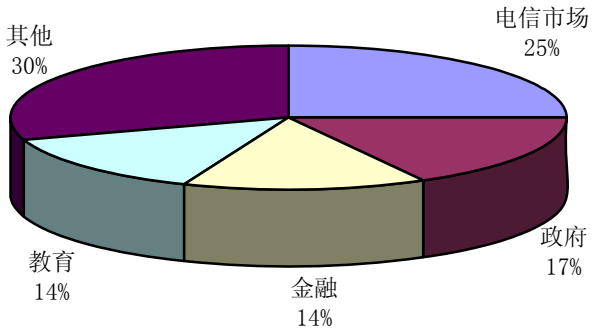


資料來源：CCID

資料企業級市場規模快速增長

在市場結構方面，由於近幾年企業資訊化規模不斷擴大，VoIP 等基於 IP 的網路通信設備在企業中廣泛應用，企業級市場的規模快速增長，一些大的行業市場，如政府、金融、教育等，所占的市場比例已經接近電信級市場。

圖表 29：中國資料通信企業級市場分佈



資料來源：CCID

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

光數通信的成長動力

電信級市場：“光進銅退”、3G 建設

隨著運營商對“光進銅退”的推進，以及重組後的全業務運營給光通信和寬頻的發展帶來了前所未有的機遇。

到 2007 年底，全球大概有 3780 萬的 FTTx 用戶，占全球的寬頻用戶的 10%以上，和 2006 年相比，2007 年的增長率達到了 26%。儘管 ADSL 和 DSL 技術占 65%以上，FTTx 是占 10%，但是它的增長速度是非常快的。其中亞太是 FTTx 接入最多的地區。FTTx 的發展之迅速的一個重要原因是，FTTx 可以帶來更好的用戶體驗。

2008 年中國 FTTx 整體建設規模會達到 300 萬線左右，相比於 2007 年 30 萬線，增長了 10 倍，到 2017 年，我國 FTTx 用戶將超過 6000 萬戶。

中國光通信快速增長的原因有三個方面：

首先，是業務發展的需要。中國寬頻用戶數已達 1.22 億戶，居全球第一，但目前較低的接入速率還無法滿足用戶使用 VoIP、網路視頻等融合業務的需求。

其次，是戰略選擇的需要。在移動牌照短期還未能發放的前提下，寬頻業務將是現階段固網運營商主要經營目標，如今兩家固網運營商不約而同地計畫加速推進 FTTx，既是尋求利潤增長點的迫切需求，也是著眼于未來與 3G 業務捆綁，開發融合業務而進行的前瞻性部署。

再次，是成本的考慮。隨著銅纜價格大幅上漲，運營商繼續使用銅原料增加帶寬成本太高，而光纖光纜和光收發模組的價格卻逐步降低，發展 FTTx 已經成爲最現實的選擇。

企業網市場：從建網轉向應用

隨著企業資訊化規模的不斷擴大，資訊化建設的關注點從最初的建網轉向了對應用的關注。從關注建立各種通信手段轉爲關注業務流與通信流的結合，VoIP、全 IP 網路通信架構的解決方案和產品在行業市場中得到了深度應用，其增長非常迅速。未來的企業網市場將以業務應用爲主體，以完善的智慧型網路爲基礎，面向企業用戶構建端到端、全網高度融合的解決方案。

中興的光通信業務全球增長最快

中興光通信 2007 年取得 100%增長

2007 年中興光數通信業務收入爲 63.7 億元人民幣，同比增長 64.3%，其中光通信業務取得了同比 100%以上的增長，增速位居行業首位，遠高於市場整體 24%的增速。截至目前，中興通訊光網路產品已廣泛進入歐洲、亞太、拉美、非洲及中東等區域的 90 多個國家的 250 多個運營商網路。

中興被評爲中國最具綜合競爭力的光通信企業

中興通訊光傳輸目前具有 5 個 ITU 標準的編輯組席位，在專利領域，中興通訊光網路產品也擁有了 600 余項國內專利和 87 項國際專利。在國際知名機構 Ovum-RHK 的最新統計報告中，中興通訊長途傳輸產品(LHDWDM)全球市場佔有率已進入世界前二，市場增長率則連續三年穩居全球第一位。2007 年，中興通訊被評爲光通信行業國內“最具綜合競爭力”的企業

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

中興的資料企業網業務高速增長

2007 年中興資料企業網收入同比增長 51.7%

自 2005 年切入企業網市場以來，中興通訊的市場地位迅速上升，產品銷售收入連續三年實現翻番，成爲與思科、華爲 3com 等國內外大廠並駕齊驅的一線廠商

2007 年企業網市場銷售收入同比增長了 51.7%，資料產品銷售突破了 15 億元，同比增長超過了 100%，連續三年實現翻番。此外，多媒體產品銷售也突破了 15 億元，同比增長超過了 150%。

行業突破

中興企業網業績的取得主要源於行業市場的突破，目前中興通訊已逐步奠定了政府、金融、能源、公共事業等行業領域領先地位，政府、能源、金融、教育等行業所占的市場份額連續實現成倍增長。2007 年，中興資料在上述行業拿下了陝西電子政務網、克拉瑪依平安城市一、二期工程、國家海關總署集中採購、國家稅務總局局域網、江蘇電力/海南電力/山東電力資料調度網、證監會全國視頻專案等重要的大單。

中興在資料企業網的競爭優勢

產品齊全

中興通訊在今年向企業網市場推出了高端 IPv6 智慧 MPLS 交換機系列資料產品、安全和伺服器存儲產品、DWDM 和 ASON 新品、高清會議電視、xPON 接入等系列新品;在行業解決方案方面更是提出了一系列端到端的細化解決方案，囊括了資料、視訊、傳輸到監控、ICT 等各個領域

品牌優勢

中興通訊在政府、能源、教育等細分行業市場均具有一定的影響力和品牌認知度

靈活、定制

本土化所帶來的優質客戶服務、市場需求反應速度等也是一些海外廠商所不能比擬的。中國經濟規模龐大，不同行業用戶有著不同的需求，甚至同一行業不同地域的用戶需求也差別很大，中興通訊採取了深耕細分市場、圍繞客戶需求提供定制化服務的企業網差異化發展策略。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

盈利預測與財務分析

重要假設

重要假設

我們預計中國的電信重組和 3G 發牌能夠在 2008 年底完成。中興能在 TD 和 CDMA 兩個領域繼續保持領先優勢。亞太、非洲、拉丁美洲等海外新興電信市場繼續保持高速增長，不會因爲能源危機和全球通脹導致經濟嚴重衰退，從而嚴重影響在電信基礎設施上的投入。

圖表 30：收入預測假設條件

业务	项目	2006年	2007年	2008年F	2009年F	2010年F
无线通信	欧美市场份额	0.08%	0.62%	1.00%	2.00%	3.00%
	海外新兴市场份额	2.84%	5.41%	7.50%	9.00%	11.00%
	中移动TD份额	不适用	46%	45%	46%	47%
	中移动GSM份额	5%	6%	10%	12%	15%
	中电信CDMA份额	20%	34%	40%	43%	45%
	新联通WCDMA	不适用	不适用	15%	20%	22%
	新联通GSM	<10%	12%	15%	16%	17%
手机	手机销量(百万部)	12	31	50	75	100
	平均售价(美元)	47	32	29	31	32
光数通信	收入增长率	16%	64%	40%	30%	15%
有线交换	收入增长率	-17.2%	-40.8%	-25.0%	-20.0%	-15.0%
软件及其他	收入增长率	52.0%	36.1%	30.0%	30.0%	30.0%

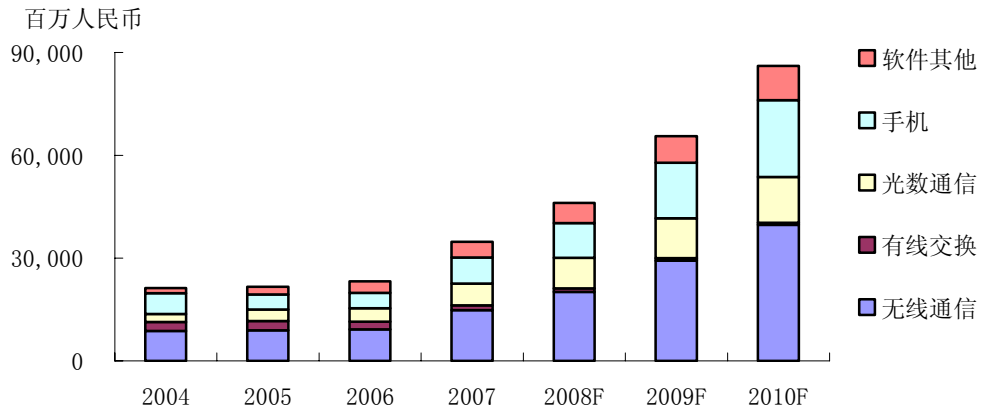
資料來源：公司資料，第一上海預測

經營收入預測

預測營業收入複合年均增長率 35.3%

根據我們對公司各項業務收入的預測假設，公司 2007-2010 年營業收入複合年均增長率爲 35.3%。其中無線通信的複合年均增長率爲 38.8%，手機的複合年均增長率爲 43.1%，光數通信的複合年均增長率爲 27.9%，電信軟體及其他收入的複合年均增長率爲 30%。

圖表 31：收入預測



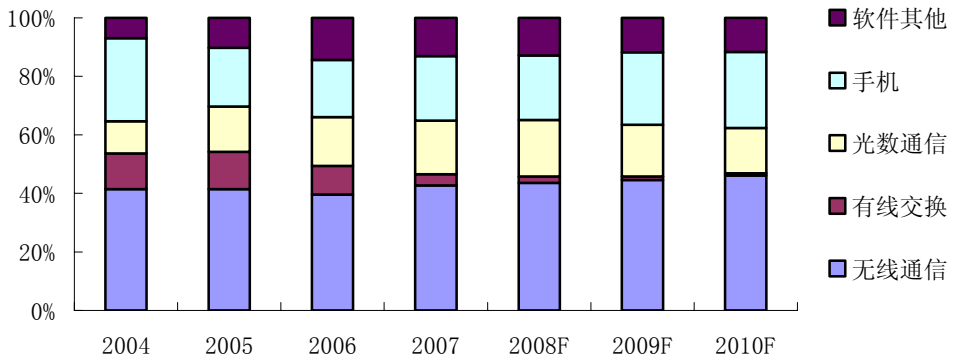
資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

各項收入占比

無線通信的占比將由 2007 年的 42.7%上升到 2010 年的 46.1%，手機的占比將由 2007 年的 22.0%上升到 2010 年的 26.0%，有線交換、光數通信、軟體及其他收入的占比將呈現下降趨勢。

圖表 32：各項收入占比變化



資料來源：公司資料，第一上海預測

毛利率變化

毛利率保持穩定

無線通信產品的毛利率較高且比較穩定，從 2004 年到 2007 年期間，基本上在 41%到 43%之間波動，未來由於中興在 TD-SCDMA 上的領先地位，我們預計無線通信產品的毛利率將能夠保持基本穩定。

手機的毛利率從 2004 年的 12.11%上升到 2007 年的 22.3%，隨著中興的中高端產品增加，我們預計未來手機的毛利率有可能會略微上升。

光數通信的毛利率在 2004-2006 年一直在 20%-24%之間波動，2007 年由於部分高毛利率的光產品銷售大幅上升，使得毛利率達到 31.5%的水準，鑒於中興在光數通信的實力很強，我們預計未來的毛利率應該能穩定在 30%左右。

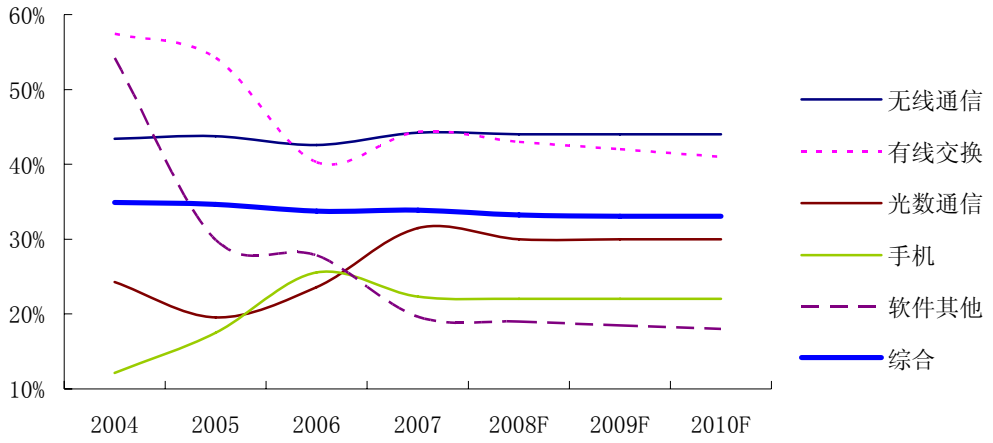
有線交換的毛利率從 2004 年的 57%逐步降低到近兩年的 40%-44%，我們預計隨著該部分業務市場需求的減弱和收入的進一步下降，毛利率也將逐步走低。

電信軟體和其他收入的毛利率在過去三年從 30%逐步下降到 20%，由於該部分業務屬於混合業務，毛利率的變化取決於各組成部分的比重關係，同時考慮到該部分業務屬於和主設備配套的業務，我們預計毛利率在未來將略微下降。

綜合來看，收入比重最大的無線通信產品毛利率較高，手機的毛利率較低，光數通信的毛利率略低於綜合毛利率，未來這三塊業務收入都有 28%到 43%的複合增長率，從測算結果來看，綜合毛利率將能夠保持在 33.3%左右。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 33：毛利率變化分析



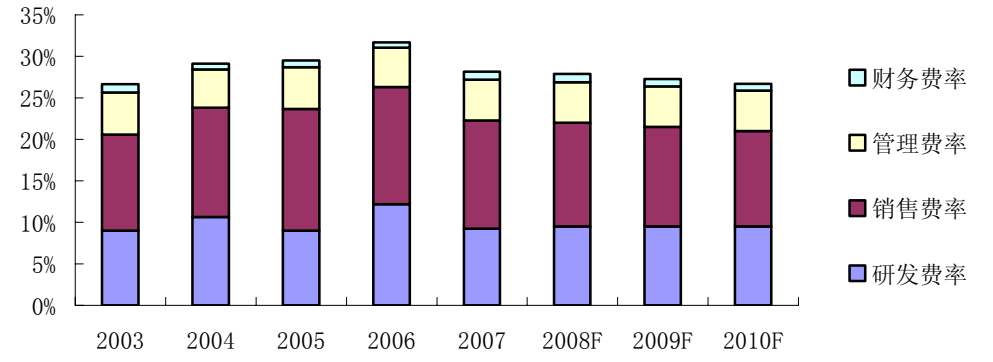
資料來源：公司資料，第一上海預測

費用率變化

費用率變化分析

我們預計中興將繼續保持在研發上的投入力度，研發費用占收入的比率在 9%-10%之間。隨著海外佈局的基本成型，銷售費用率將有望下降，從 2007 年的 13%，逐步下降到 2010 年的 11.5%的水準。管理費用率和財務費用率將保持基本穩定。

圖表 34：費用率構成及變化預測



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

現金周轉率分析

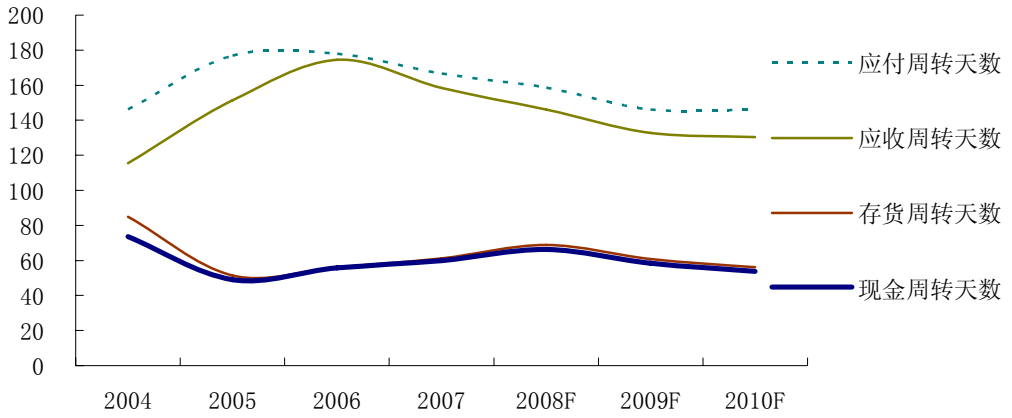
現金周轉率分析

過去幾年，由於中興的海外業務大幅增加，特別是一些交鑰匙工程，專案週期長，導致現金周轉天數由 2004 年的 49 天上升到 2007 年的 60 天。

隨著中興對應收賬款的逐步重視，海外銷售本地化的逐步建立和海外客戶品質鑒別能力的提高，以及現金周轉較快的手機收入的比重增加，我們預計未來的現金周轉天數將由 2008 年的 66 天逐漸回落到 2010 年的 54 天。

自由現金流也將在 2009 年變爲正值。

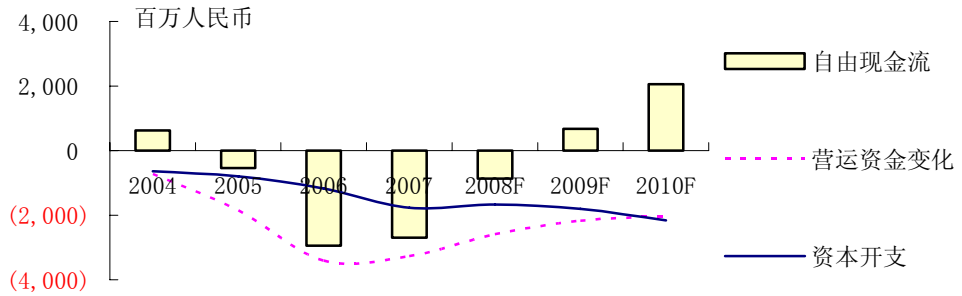
圖表 35：現金周轉率分析



資料來源：公司資料，第一上海預測

自由現金流分析

圖表 36：自由現金流分析



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

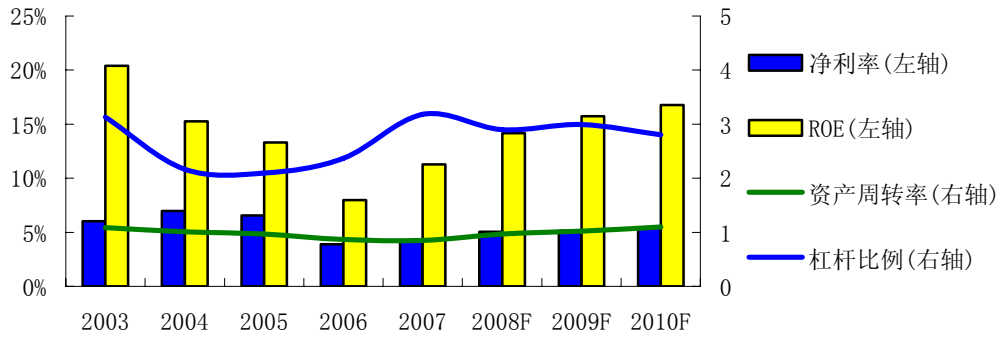
杜邦分析

ROE 穩步上升

我們預計由於費用率的下降，淨利率將由 2007 年的 4.15%逐步上升到 2010 年的 5.45%，隨著規模效益的逐步體現，資產周轉率也將由 2007 年的 0.85 倍，上升到 2010 的 1.1 倍，公司將繼續利用財務杠杆的放大效應，但杠杆比例將由 2007 年的 3.18 倍緩慢下降到 2.8 倍。

在以上因素的共同作用下，ROE 將由 2007 年的 11.26%，上升到 2010 年的 16.76%

圖表 37：杜邦分析



資料來源：公司資料，第一上海預測

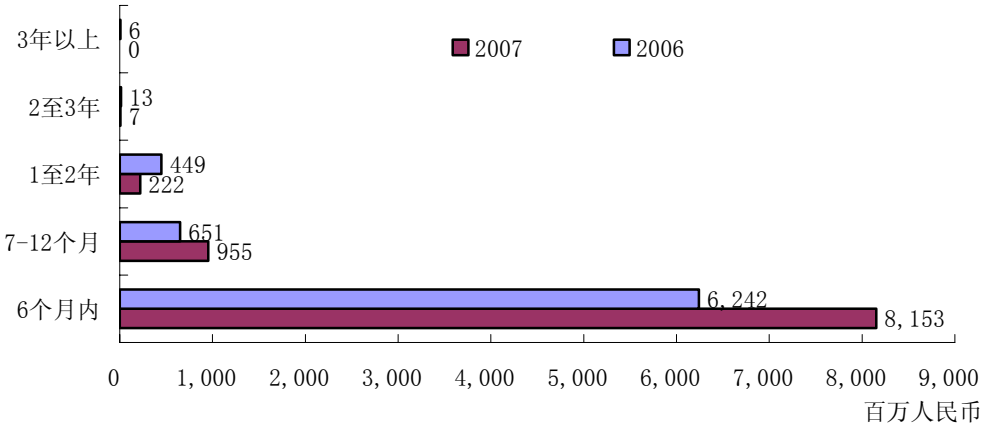
存貨、應收賬款分析

貿易應收賬款增加 26.8%

帳齡在 6 個月內的應收賬款從 06 年的 62.4 億元增加到 07 年的 81.5 億，增長 30.6%；帳齡在 7-12 個月內的應收賬款從 06 年的 6.5 億元增加到 07 年的 9.6 億，增長 46.7%；超過一年的應收賬款 07 年比 06 年有 50%的減少。

應收賬款周轉天數由 2006 年的 175 天下降到 2007 年的 158 天，顯示公司注重對應收賬款的控制。

圖表 38：應收賬款帳齡變化



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

工程應收賬款增加 48%

07 年工程應收賬款同比增長了 48%，基本和收入增長同比。

存貨增加

存貨由 06 年的 24.8 億增長到 07 年的 53.6 億，增幅 216.2%，其中在產品基本持平，原材料增長 99.5%，達 24.75 億，產成品增幅 408.6%，達 21.9 億，存貨周轉天數由 2006 年的 56 天上升到 2007 年的 60 天，表明公司爲應付業務的快速擴張，導致存貨增加。

圖表 39：資產減值準備（2007 年）

百万人民币	年初数	本年计提	本年转回	年末数
坏账准备	557	714		1,271
存货跌价准备	449	92	(17)	524
固定资产减值准备	87			87
无形资产减值准备	27			27
总计	1, 119	806	(17)	1, 909

資料來源：公司資料，第一上海

股本變化因素

送股、股權激勵、可轉債

公司 2007 已發行股份爲 9.59 億股，10 送 4 後將導致 2008 年的總股本增加到 13.4 億股。

公司從 2007 年開始實施股權激勵計畫，總共 4798 萬股，每年發出 20%，業績考核條件是加權平均淨資產收益率不低於 10%。

公司在 2008 年初發行了 40 億元人民幣的可轉債，相當於 6520 萬份認股權證，初始行權價 78.13 元，最新行權價 55.58 元。由於該行權價顯著高於目前的 A 股和 H 股股價，因此我們目前暫時不考慮它對每股盈利的攤薄效應。

綜合考慮上述因素，本報告的每股盈利預測已包括送股和股權激勵因素後的全面攤薄計算結果。

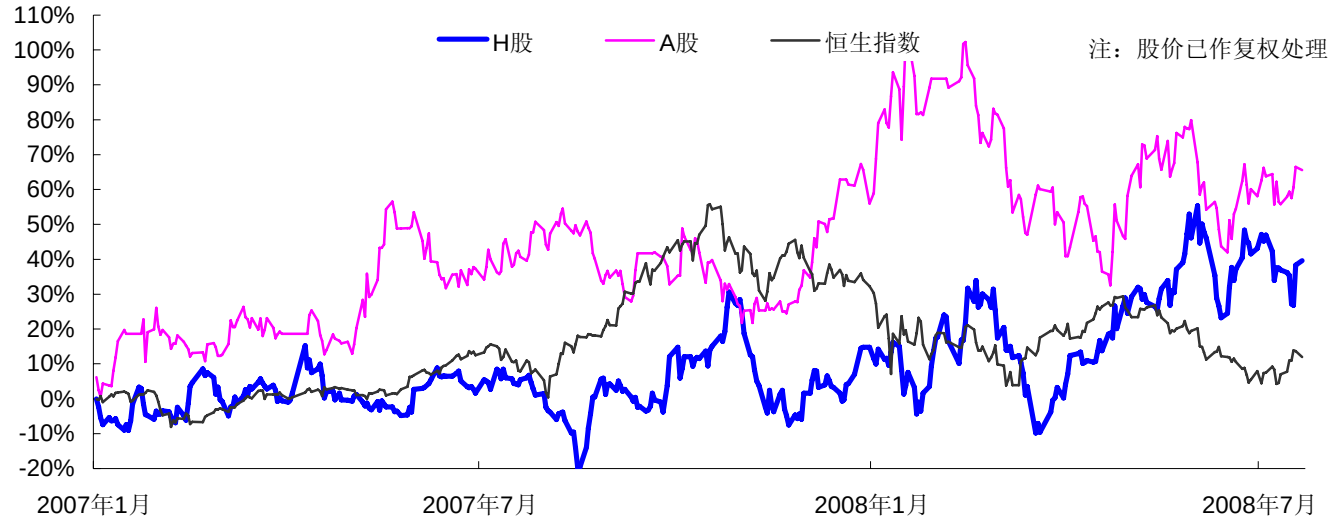
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

估值

股價表現

以 2007 年 1 月 1 日爲基準，恒指目前上漲 10.9%，中興 H 股上漲 39.6%，中興 A 股上漲 62.4%。中興 H 股漲幅超過恒指約 30%，說明中興 H 股股價已經在某種程度上反映了對業績增長的預期。目前中興 A 股較中興 H 股溢價 44%。

圖表 40：歷史股價表現



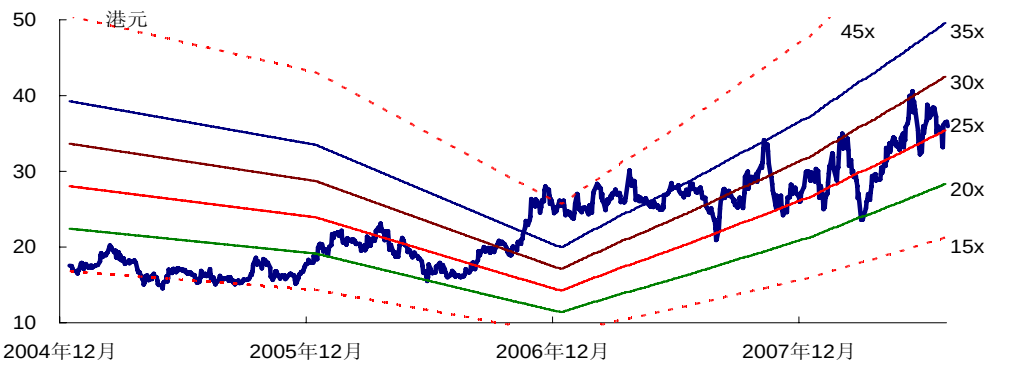
資料來源：公司資料，第一上海預測

P/E 帶分析

20 倍-35 倍 P/E 爲股價波動區間。

通過對 P/E 帶分析得出，中興最近 2 年的歷史股價的波動範圍大約在當年每股收益的 20 倍到 35 倍之間，明顯高於 05 年-06 上半年的 15 倍-25 倍的區間，估值水準的提升表明市場對每股盈利高速增長的預期。

圖表 41：歷史 P/E 帶分析



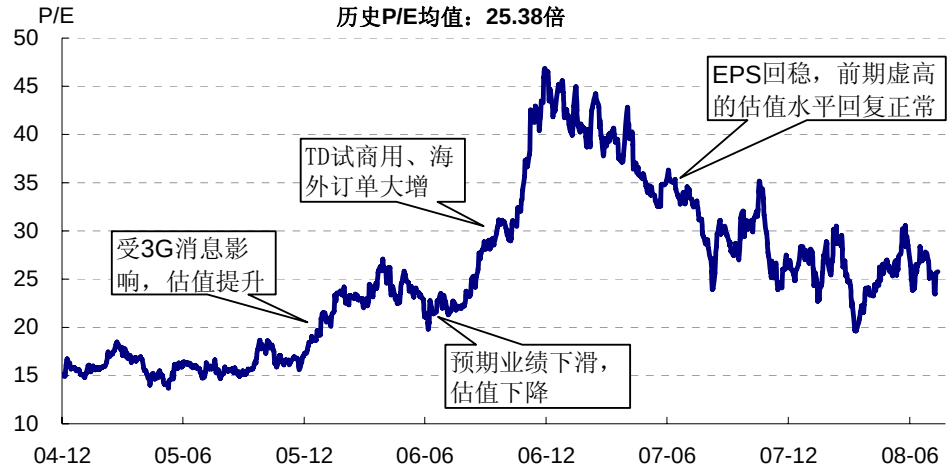
資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

P/E 估值法：43.80 港元

我們將股價除以當年對應的每股收益（按時間連續變化），得到 P/E 歷史走勢圖。自 2004 年 12 月上市以來的歷史 P/E 均值爲 25.38 倍，按 2008 年預期每股收益計算得出 43.80 港元的目標價。

圖表 42：P/E 走勢圖



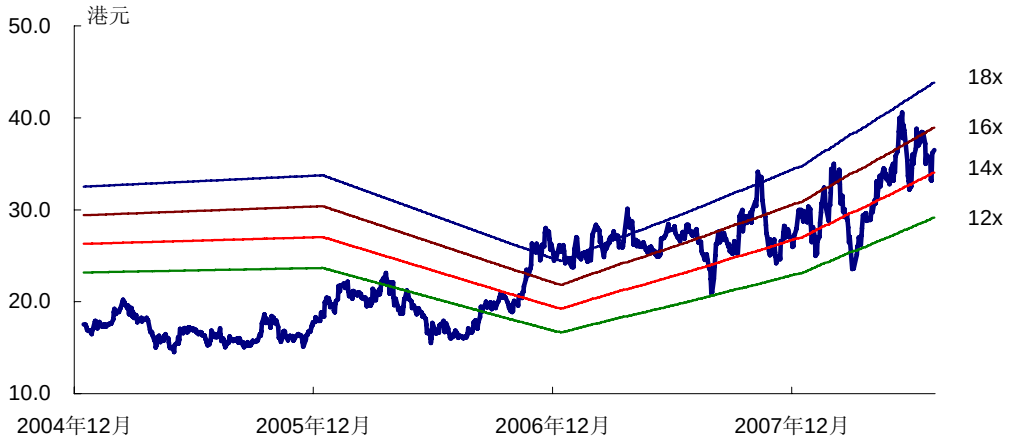
資料來源：公司資料，第一上海預測

EV/EBITDA 帶分析

12 到 18 倍 EV/EBITDA 爲股價波動區間

從歷史 EV/EBITDA 帶分析得出，最近 2 年股價基本處於 12 到 18 倍 EV/EBITDA 之間波動

圖表 43：EV/EBITDA 帶分析



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

相關公司成長性不同，無太多可比性

公司	代码	上市	07年EPS	08年EPS	现价	08年PE	08年PEG	CAGR
诺基亚	nok	美国	2.01	2.50	27.94	11.18	1.16	9.7%
爱立信	eric	美国	1.02	0.79	11.10	14.05	43.14	0.3%
摩托罗拉	mot	美国	(0.05)	0.02	9.50	475.00	不适用	不适用
阿朗	alu	美国	(0.20)	0.24	6.54	27.25	不适用	不适用
思科	csco	美国	1.34	1.55	23.93	15.44	1.23	12.5%
北电	nt	美国	(1.99)	0.67	6.12	9.13	不适用	不适用
行业平均						**15.41**	**15.17**	**7.5%**
中兴@37.75港元	0763	香港	1.06	1.73	37.75	21.88	0.46	48.1%

DCF 估值

DCF 估值法：48.02 港元

我們利用絕對法爲其估值，未來 5 年爲其高速成長期，收入增長介於 25%-42%之間，隨後 5 年爲穩定成長期，收入增長率爲 10%，永續增長率爲 3%，得到的每股價值爲 42.25 元人民幣，相當於 48.02 港元。

圖表 44：DCF 估值

百万人民币	高速成长期					稳定成长期					永续期
期数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	
自由现金流	(873)	669	2,058	4,660	5,301	5,862	6,487	7,182	7,955	8,816	98,381
自由现金流折现	(873)	599	1,649	3,344	3,405	3,371	3,340	3,310	3,283	3,257	32,537

WACC	11.7%	
永续增长率	3.0%	
无风险利率	4.5%	
贝塔值	1.20	
风险溢价	6.0%	
企业价值	57,222	
加：净现金	(461)	
股份数量	1,343	
每股价值	42.25	人民币
每股价值	48.02	港元

資料來源：公司資料，第一上海預測

圖表 45：DCF 估值敏感性分析

		永续增长率				
人民币每股价值		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	9.7%	49.67	53.18	57.76	63.94	72.77
	10.2%	46.28	49.25	53.04	58.07	65.05
	10.7%	43.26	45.78	48.96	53.10	58.70
	11.2%	40.55	42.71	45.40	48.83	53.39
	11.7%	38.12	39.97	**42.25**	45.14	48.88
	12.2%	35.91	37.51	39.47	41.90	45.02
	12.7%	33.91	35.30	36.98	39.05	41.67
	13.2%	32.09	33.30	34.75	36.52	38.73
	13.7%	30.42	31.48	32.74	34.26	36.14

資料來源：公司資料，第一上海預測

最終目標價：45.90 港元

綜合考慮以上因素，我們取 P/E 估值和 DCF 估值的平均，得出公司的 12 個月的合理目標價爲 45.90 港元，該目標價相當於公司 08 年 26.6 倍 P/E，16 倍 EV/EBITDA，給予買入評級。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

風險因素

全球經濟動盪影響電信設備需求的風險

由於石油、糧食等基本材料價格大幅上漲，導致全球大部分國家的通脹上升，全球經濟處於一個相對很不穩定的時期，一些發展中國家相對抗風險能力較弱，在經濟轉型和調整過程中，電信投資和消費需求有可能受到階段性的影響。

應收賬款風險

中興正處於高速發展期，海外業務主要集中在發展中國家，由於政治、經濟等原因完全避免壞賬幾乎是不可能的。

匯率風險

公司海外業務已接近總收入的 60%，存在一定的由於美元貶值、人民幣升值帶來的匯率變動風險。公司目前採用：1.費用本地化 2.增加美元借款 3.對沖機制 4.和銀行約定 1 年後匯率等四項措施來盡可能減小匯率風險。

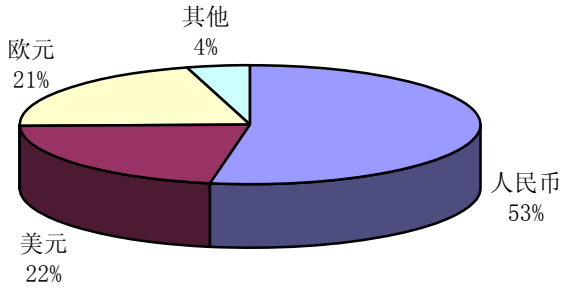
圖表 46：現金的幣種構成

百万人民币	2,006		2,007	
人民币	1,889	46%	3,324	53%
美元	1,536	37%	1,373	22%
欧元	237	6%	1,321	21%
其他	442	11%	272	4%
合计	4,104		6,289	

注：各币种已换算成人民币

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 47：現金的幣種構成（2007 年）



資料來源：公司資料，第一上海

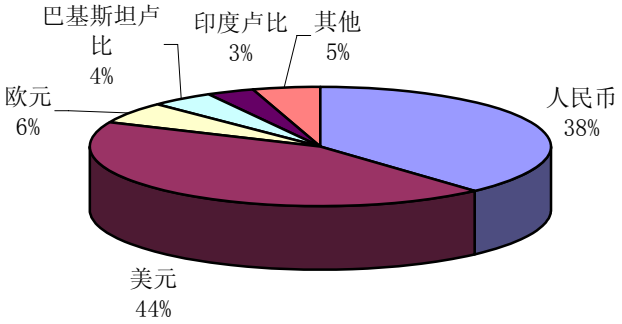
圖表 48：應收賬款的幣種構成

百万人民币	2,006		2,007	
人民币	2,593	49%	2,729	38%
美元	1,766	33%	3,066	43%
欧元	108	2%	413	6%
巴基斯坦卢	371	7%	314	4%
印度卢比	16	0%	236	3%
其他	475	9%	342	5%
合计	5,330		7,099	

注：各币种已换算成人民币

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 49：應收賬款的幣種構成（2007 年）



資料來源：公司資料，第一上海

競爭風險

面臨來自於國際老牌電信設備巨頭如諾基亞、愛立信、阿朗，以及國內華爲的競爭風險。

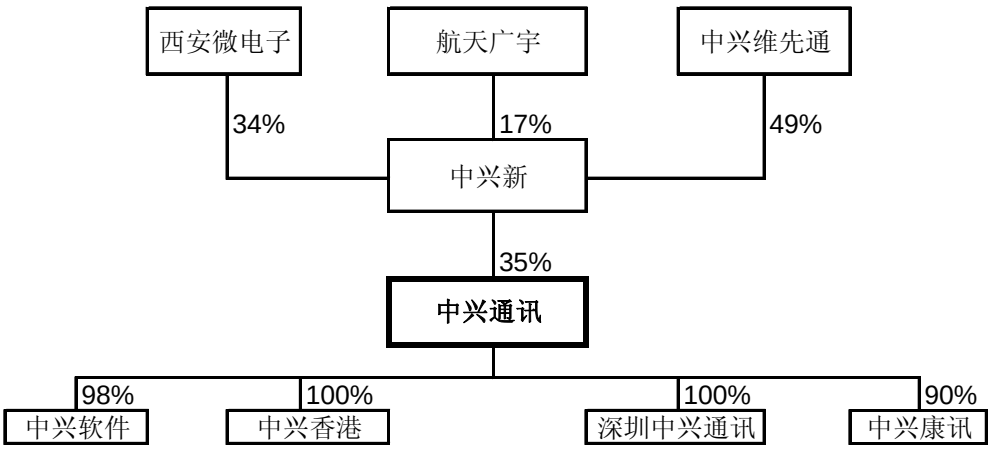
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

附錄 1：股權及股份結構

國家控股 51%的中興新持上市公司 35%股份

中興通訊的主要發起人深圳市中興新通訊設備有限公司系於 1993 年 4 月 29 日由中國航太工業總公司（原航天部）所屬深圳航太廣宇工業（集團）公司（“廣宇集團”）和 691 廠、深圳市中興維先通設備有限公司（“維先通公司”）合資設立的有限責任公司。

圖表 50：股權結構

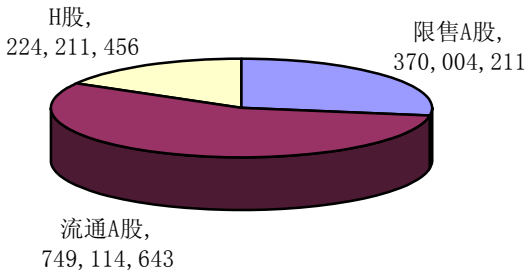


資料來源：公司資料

總發行股份 13.4 億

經過 08 年 10 股送 4 股後，總發行股份爲 1,343,330,310，具體構成如下圖所示。

圖表 51：股份情況



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

附錄 2：主要財務報表

损益表

<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	232	348	462	656	861
毛利	78	114	154	218	287
其他业务收入	7	10	10	10	10
销售及管理费用	(72)	(95)	(124)	(173)	(223)
其他支出	(2)	(9)	(8)	(10)	(12)
营运收入	11	20	31	45	62
财务开支	(1)	(3)	(4)	(5)	(6)
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	10	17	28	40	56
所得税	(1)	(3)	(4)	(6)	(9)
少数股东应占利润	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
净利润	8	13	21	30	42
折旧及摊销	6	6	7	9	10
EBITDA	17	26	39	54	72
增长					
总收入 (%)	6.8%	49.8%	32.7%	42.2%	31.3%
EBITDA (%)	-22.9%	49.4%	49.6%	38.0%	35.0%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	33.8%	32.7%	33.3%	33.2%	33.3%
EBITDA 利率 (%)	7.5%	7.5%	8.4%	8.2%	8.4%
净利率(%)	3.3%	3.6%	4.5%	4.6%	4.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	31.0%	27.2%	26.9%	26.4%	25.9%
实际税率 (%)	12.3%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
股息支付率 (%)	46.4%	16.8%	19.2%	19.2%	19.2%
库存周转	56	61	69	61	56
应付账款天数	245	222	213	188	181
应收账款天数	175	158	146	133	130
财务状况					
净负债/股本	1.49	2.38	2.09	2.20	1.99
收入/总资产	0.87	0.85	0.97	1.02	1.10
总资产/股本	2.49	3.38	3.09	3.20	2.99
盈利对利息倍数	7	4	5	6	6

资产负债表

<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	41	63	78	111	164
应收账款	128	174	196	282	334
存货	25	54	62	84	93
其他流动资产	19	33	36	40	45
总流动资产	213	323	372	516	635
固定资产	31	40	49	59	71
无形资产	3	4	5	5	6
长期投资	0	0	0	0	0
其他	21	42	49	60	73
总资产	268	410	476	641	786
应付帐款	107	177	181	269	300
短期银行贷款	9	44	57	74	97
短期负债	2	2	2	2	3
其他短期负债	4	4	6	8	11
总短期负债	122	227	246	354	410
长期银行贷款	17	21	25	28	30
其他负债	3	5	7	7	9
总负债	155	281	312	427	505
少数股东权益	6	8	10	13	18
股东权益	108	121	154	201	262
每股账面值	8.0	9.0	11.3	14.6	19.0
营运资金	91.2	95.5	125.6	161.7	225.1

现金流量表

<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>

		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA		17	26	39	54	72
	融资成本	(2)	(3)	(5)	(6)	(7)
	营运资金变化	(34)	(33)	(26)	(22)	(20)
	所得税	(1)	(3)	(4)	(6)	(9)
	其他	(2)	8	5	7	0
营运现金流		(21)	(6)	8	26	44
	资本开支	(11)	(15)	(16)	(18)	(21)
	其他投资活动	0	(2)	0	0	0
投资活动现金流		(11)	(17)	(16)	(17)	(21)
	负债变化	19	39	17	20	25
	股本变化	0	0	4	0	0
	股息	(4)	(2)	(4)	(6)	(8)
	其他融资活动	4	7	5	11	13
融资活动现金流		20	44	22	25	30
现金变化		(12)	22	15	33	53
期初持有现金		54	41	63	78	111
汇兑变化		(0)	0	0	0	0
期末持有现金		41	63	78	111	164

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。