

### 中短期不確定性增加，長期成長性仍可期待

- **資源分享對設備商影響不大**：10月7日工信部發出“電信基礎設施共建共用緊急通知”，要求杜絕同地點新建鐵塔、同路由新建杆路現象；實現新增鐵塔、杆路的共建。我們認為這對設備商影響不大，畢竟不同制式之間設備共用比例並不太高。
- **財務問題並不嚴重**：10月7日公司在財務報表例行檢查中被查出存在6個方面的問題，罰款16萬元，並需補交企業所得380萬元。我們認為這只是公司作為A/H股兩地上市公司對會計政策的理解不同導致，調整後的資產負債率降低0.6%至66.5%，淨資產收益率上調0.25%至11.19%。
- **國內競爭環境加劇**：一方面面臨來自運營商的壓力，運營商在產業鏈中具有絕對的主導地位，三家全業務運營商的競爭格局、不斷加大的資本開支以及整個移動行業需求增速趨緩，使得運營商不得不儘量向設備商轉嫁成本；另一方面是來自國內同行的壓力，在全球融資困難的大環境下，競爭對手通過極低的價格來搶佔市場份額，儘管在這種環境下歐美廠商的壓力更大，但也使中興的市場份額和毛利率都面臨前所未有的壓力。
- **全球金融危機或影響海外市場需求**：全球金融危機愈演愈烈，並逐步向實體經濟蔓延，儘管全球電信設備市場可能目前還沒有受到直接的衝擊，但持續的經濟低迷，將最終在某種程度上對電信設備市場產生不利影響。
- **長期成長性仍可期待**：儘管中短期而言，公司面臨諸多外部環境的不確定性，但必須看到歐美設備廠商比中興的處境要困難得多，因此長期而言需求增速減緩、競爭加劇將有利於中興縮小和全球頂尖廠商的差距，並逐步獲得更多的海外市場份額，因此我們依然看好中興的長期成長性。
- **目標價調低至20.50港元，維持投資評級為持有**：我們將08年無線通信板塊的收入由原來的192億元調低至170億元，同時將毛利率調低至40%，通過DCF估值，給予公司20.50港元目標價，此目標價相當於08年16倍P/E，較現價有3.5%的上升空間，維持投資評級為持有。

★ 1港元=0.88元人民幣

### 第一上海研究部

86755-33367016

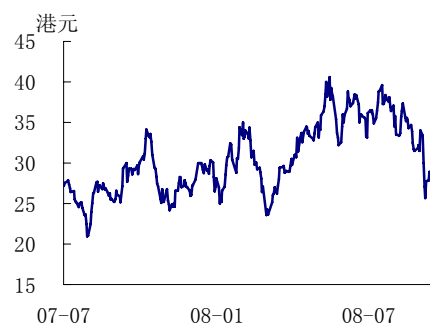
### 主要資料

行業	資訊科技
股價	19.80 港元
目標價	20.50 港元 (+3.5%)
股票代碼	0763
市值	44.35 億港元
已發行股本	2.24 億 H 股
52 周高/低	41.8 港元/18.1 港元
每股淨現值	9.72 元人民幣
主要股東	中興新通訊 (35.07%)

### 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	434	593	749
变动	6.8%	49.8%	24.7%	36.8%	26.3%
净利润 (亿人民币)	8	13	15	18	22
每股盈利 (人民币)	0.80	1.29	1.09	1.29	1.59
变动	-40.3%	61.5%	-15.5%	18.2%	23.2%
基于19.8港元的市盈率(倍)	34.7	18.7	16.0	13.5	10.9
每股派息 (港元)	0.15	0.27	0.22	0.26	0.32
息率	0.88%	1.53%	1.28%	1.51%	1.86%

### 股價表現



資料來源：公司資料，第一上海估計

來源：彭博

## DCF 估值

### 圖表 1 : DCF 估值

百万人民币 期数	高速成长期					稳定成长期					永续期
	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	329	(808)	1,883	2,516	2,727	2,982	3,263	3,573	3,916	4,294	40,705
自由现金流折现	329	(714)	1,468	1,732	1,658	1,601	1,547	1,496	1,448	1,402	11,737
WACC	13.24%										
永续增长率	3.0%										
债务资本成本	6.0%										
权益资本成本	15.3%										
目标资本结构	20.0%										
企业价值	23,706										
加: 净现金	509										
股份数量	1,343										
每股价值	18.03 人民币										
每股价值	20.48 港元										

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 圖表 2 : DCF 估值敏感性分析

人民币每股价值		永续增长率				
		1%	2%	3%	4%	5%
W A C C	11.2%	20.87	21.91	23.20	24.85	27.03
	11.7%	19.68	20.58	21.68	23.06	24.86
	12.2%	18.61	19.38	20.32	21.49	22.99
	12.7%	17.64	18.31	19.12	20.11	21.37
	13.2%	16.75	17.33	18.03	18.88	19.94
	13.7%	15.93	16.44	17.05	17.78	18.69
	14.2%	15.18	15.63	16.16	16.80	17.57
	14.7%	14.49	14.89	15.35	15.91	16.57
	15.2%	13.86	14.21	14.61	15.10	15.67

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 主要財務報表

損益表						財務分析					
<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	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测	
收入	232	348	434	593	749	<b>盈利能力</b>					
毛利	78	114	139	176	221	毛利率 (%)	33.8%	32.7%	32.0%	29.7%	29.4%
其他业务收入	7	10	12	16	20	EBITDA 利率 (%)	7.5%	7.5%	7.7%	6.6%	6.3%
销售及管理费用	(72)	(95)	(117)	(153)	(193)	净利率 (%)	3.3%	3.6%	3.5%	3.0%	2.9%
其他支出	(2)	(9)	(8)	(9)	(10)	<b>营运表现</b>					
营运收入	11	20	26	30	37	销售及管理费用/收入 (%)	31.0%	27.2%	26.9%	25.8%	25.8%
财务开支	(1)	(3)	(6)	(7)	(8)	实际税率 (%)	12.3%	16.0%	16.5%	16.0%	16.0%
联营公司	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	46.4%	16.8%	19.2%	19.2%	19.2%
税前盈利	10	17	20	24	29	库存周转	56	61	68	61	56
所得税	(1)	(3)	(3)	(4)	(5)	应付账款天数	245	222	215	190	184
少数股东应占利润	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	应收账款天数	175	158	146	133	130
净利润	8	13	15	18	22	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	6	6	7	9	10	净负债/股本	1.49	2.38	2.20	2.46	2.29
EBITDA	17	26	33	39	48	收入/总资产	0.87	0.85	0.92	0.95	1.03
<b>增长</b>						总资产/股本	2.49	3.38	3.20	3.46	3.29
总收入 (%)	6.8%	49.8%	24.7%	36.8%	26.3%	盈利对利息倍数	7	4	3	3	3
EBITDA (%)	-22.9%	49.4%	28.6%	16.6%	22.0%						
资产负债表						现金流量表					
<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>						<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	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测	
现金	41	63	101	122	178	EBITDA	17	26	33	39	48
应收账款	128	174	173	258	277	融资成本	(2)	(3)	(6)	(7)	(9)
存货	25	54	57	82	81	营运资金变化	(34)	(33)	(9)	(24)	(1)
其他流动资产	19	33	36	40	45	所得税	(1)	(3)	(3)	(4)	(5)
总流动资产	213	323	367	502	581	其他	(2)	10	4	8	(0)
固定资产	31	40	49	59	71	营运现金流	(21)	(6)	18	10	42
无形资产	3	4	5	5	6	资本开支	(11)	(15)	(16)	(18)	(21)
长期投资	0	0	0	0	0	其他投资活动	0	(2)	0	0	0
其他	21	42	49	60	73	投资活动现金流	(11)	(17)	(16)	(17)	(21)
总资产	268	410	471	627	731	负债变化	19	39	31	24	30
应付帐款	107	177	170	263	270	股本变化	0	0	4	0	0
短期银行贷款	9	44	70	92	119	股息	(4)	(2)	(3)	(3)	(4)
短期负债	2	2	2	2	3	其他融资活动	4	7	4	8	9
其他短期负债	4	4	6	8	9	融资活动现金流	20	44	36	29	35
总短期负债	122	227	248	365	401	现金变化	(12)	22	37	22	56
长期银行贷款	17	21	25	28	30	期初持有现金	54	41	63	101	122
其他负债	3	5	7	7	9	汇兑变化	(0)	0	0	0	0
总负债	155	281	314	433	490	期末持有现金	41	63	101	122	178
少数股东权益	6	8	10	13	18						
股东权益	108	121	147	181	222						
每股账面值	8.0	9.0	10.9	13.8	17.6						
营运资金	91.2	95.5	118.9	137.2	179.6						

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 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,並非作為或被視為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為可靠,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。