

通信传输设备

赵军华

0755-82026822

zhaojunhua@cjis.cn

中兴通讯

000063

强烈推荐

08年业绩符合预期，未来仍将稳健增长

公司于本日发布了2008年的业绩报告，其每股收益1.24元，与我们之前1.25元的预测值十分接近。且在经营性现金流等方面都好于市场预期。

投资要点：

- 公司收入增长27%，达到442.93亿元；净利润增长33%，归属母公司净利达到16.6亿元。每股收益1.24元，符合市场的普遍预期。同时，公司四季度经营性现金流成功转正，且达到36.48亿元，为近年最佳表现。公司坏账计提相比07年大幅下降，投资者普遍担心的坏账问题在08年并未出现。
- 全年来看，公司收入增长的驱动力仍为海外市场，但分区域的收入增长上下半年差异明显，反映了经济危机三季度后对海外的影响和国内CAPEX三季度后的爆发增长。公司08年全年海外收入增长33.53%，国内收入增长18.93%。从上半年来看，海外收入保持高速增长58.92%，而国内收入则小幅下滑2.75%；但下半年海外收入的增速放缓至16.83%，而国内收入则高速增长40.13%。
- 海外分区域看，亚洲（不含中国）下半年收入出现下滑，而非洲、发达国家市场则仍保持快速增长。我们认为这主要反映了市场份额的变化和公司针对不同毛利率订单的选择，中兴在印度等亚洲市场受到爱立信、华为的挑战，但在发达国家则成功实现突破。
- 公司毛利率保持稳定，相比2007年33.9%的毛利率，2008年全年毛利率为33.4%。我们认为，国内市场毛利率的回升以及非洲等高毛利区域收入占比的提升，为毛利率平稳的主要原因。国内毛利率由07年的31.99%上升到35.98%，主要为手机和电信软件、服务的毛利率回升有效的弥补了CDMA等网络设备毛利率的下降。
- 从中兴通讯与爱立信、诺基亚、摩托、阿朗等国际设备商08年收入增长和毛利率变化的对比发现，当前的竞争主要集中在爱立信与华为、中兴的竞争，诺西、摩托、阿朗为了保持毛利率有放弃主动攻击的迹象。市场竞争有望在未来达成平衡。
- 公司的营业费用率、管理费用率进一步下降，财务费用则由于利息支出和汇兑损失的增加占收入比由07年的1.42%达到2.95%。总体而言，期间费用率保持平稳。
- 公司未来增长驱动力仍强，预测公司2009-2010年EPS分别为1.62元、2.15元，考虑公司的高成长性，给予09年25倍PE，对应股价40元，维持强烈推荐评级

6-12个月目标价：40

当前股价：35.45元

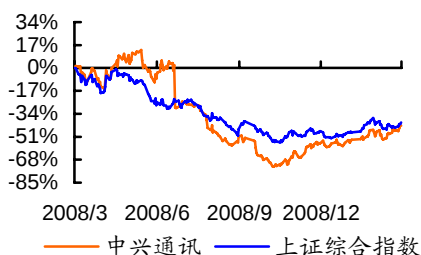
评级调整：维持

基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2265.76 |
| 总股本(百万)   | 1343    |
| 流通股本(百万)  | 1342    |
| 流通市值(亿)   | 476     |
| EPS (TTM) | 1.09    |
| 每股净资产(元)  | 11.30   |
| 资产负债率     | 70.1%   |

股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 中兴通讯   | 13.99 | 29.38 | 15.70 |
| 上证综合指数 | 1.73  | 12.25 | 9.19  |



相关报告

《中兴通讯：未来2年增长明确，弱市中的安全品种》  
《中兴通讯：就当前投资者关心问题的跟踪研究》  
《通信设备行业：从国际设备商08年四季报跟踪海外市场》

主要财务指标

| 单位：百万元        | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 34777 | 44293 | 55304 | 68284 |
| 同比(%)         | 50%   | 27%   | 25%   | 23%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1252  | 1660  | 2171  | 2882  |
| 同比(%)         | 63%   | 33%   | 31%   | 33%   |
| 毛利率(%)        | 33.9% | 33.4% | 33.0% | 32.7% |
| ROE(%)        | 10.3% | 11.7% | 13.2% | 15.1% |
| 每股收益(元)       | 1.30  | 1.24  | 1.62  | 2.15  |
| P/E           | 15.02 | 28.68 | 21.94 | 16.52 |
| P/B           | 1.55  | 3.34  | 2.90  | 2.49  |
| EV/EBITDA     | 11    | 18    | 15    | 12    |

资料来源：中投证券研究所

## 一、2008 年四季度主要经营数据

从下表可以发现如下结论:

(1)、营业收入在第四季度增速明显放缓,我们认为主要是海外市场增速下滑所致。

(2)、毛利率在第四季度出现一定程度所下滑,我们认为这反映了国内第四季度 CDMA、TD-SCDMA 等招标的价格竞争,对当季毛利率产生了影响。

(3)、营业费用率在 2008 年第四季度出现了小幅增长,而财务费用率则增幅相对较大。

(4)、资产减值占收入比在 2008 年第四季度相比 2007 年大幅下滑,这反映了坏账损失的减少。

**表格 1: 中兴通讯 2008 年四季度主要经营数据**

|          | 2006Q4   | 2007Q4    | 2008Q4    |
|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入     | 7,258.08 | 11,329.30 | 13,966.08 |
| 增长率      |          | 56.09%    | 23.27%    |
| 毛利率      | 29.81%   | 34.11%    | 31.91%    |
| 营业费用率    | 10.31%   | 8.53%     | 8.85%     |
| 管理费用率    | 1.69%    | 2.80%     | 3.09%     |
| 财务费用率    | 1.57%    | 2.10%     | 3.33%     |
| 资产减值占收入比 | 0.64%    | 5.55%     | 0.69%     |

资料来源: 公司业绩报告 (单位: 百万元)

## 二、收入的区域分析

我们希望通过国内、海外市场在 2008 年四季度的表现,来分析经济危机对中兴通讯收入的影响。考虑到中兴通讯并未在季度报告披露分区域的收入情况,我们采用半年报的数据进行分析。我们认为,经济危机在下半年已经产生了实质的影响。

### 1. 从国内、海外两个市场看下半年的业绩表现

从下表可以发现,中兴通讯 2008 年上下半年的国内、海外的收入增长出现截然不同的表现: 上半年来看,海外收入保持高速增长,而国内收入则出现了小幅下滑;但下半年海外收入的增速出现明显放缓,而国内收入则出现高速增长态势。我们认为,上下半年的不同表现,反映了经济危机对海外市场的影响以及国内重组和 3G 建设对经营业绩的拉动。

**表格 2: 中兴通讯 2008 年上半年境内、境外收入**

|      | 2007 年 H1 | 2008 年 H1 |
|------|-----------|-----------|
| 境外收入 | 7971      | 12667     |
| 增长率  |           | 58.92%    |
| 境内收入 | 7261      | 7062      |
| 增长率  |           | -2.75%    |

资料来源: 公司业绩报告 (单位: 百万元)

**表格 3: 中兴通讯 2008 年下半年境内、境外收入**

|      | 2007 年 H2 | 2008 年 H2 |
|------|-----------|-----------|
| 境外收入 | 12119     | 14160     |
| 增长率  |           | 16.83%    |
| 境内收入 | 7425      | 10405     |
| 增长率  |           | 40.13%    |

资料来源: 公司业绩报告 (单位: 百万元)

## 2. 分亚、非、发达国家看海外市场下半年收入增长

**表格 4: 中兴通讯 2008 年上半年海外分区域收入增长**

|              | 2007 年 H1 | 2008 年 H1 |
|--------------|-----------|-----------|
| 亚洲 (不含中国)    | 3980      | 5650      |
| 增长率          |           | 41.97%    |
| 非洲           | 1850      | 3834      |
| 增长率          |           | 107.24%   |
| 其他 (以发达国家为主) | 2140      | 3183      |
| 增长率          |           | 48.69%    |

资料来源: 公司业绩报告 (单位: 百万元)

**表格 5: 中兴通讯 2008 年下半年海外分区域收入增长**

|              | 2007 年 H2 | 2008 年 H2 |
|--------------|-----------|-----------|
| 亚洲 (不含中国)    | 5700      | 4783      |
| 增长率          |           | -16.09%   |
| 非洲           | 3635      | 5477      |
| 增长率          |           | 50.68%    |
| 其他 (以发达国家为主) | 2786      | 3900      |
| 增长率          |           | 40.01%    |

资料来源: 公司业绩报告 (单位: 百万元)

从上表我们可以发现如下结论:

(1)、2008 年上半年, 亚洲、非洲、发达国家等区域市场都保持了高速增长态势, 尤其是非洲市场出现了 100%以上的增长。

(2)、2008 年下半年，海外各区域的增长出现了分化。需要引起注意的是，亚洲（不含中国）市场的收入出现一定程度的下滑。

(3)、但我们也注意到，非洲市场仍保持了快速的增长，虽然相比上半年增速有所放缓。

(3)、另外，值得注意的是，发达国家市场仍保持了几乎接近于上半年的收入增长速度。

### 3. 国际设备商海外市场 2008 年四季度收入增长

我们对爱立信、诺基亚西门子等设备商 2008 年四季度各区域收入增长进行分析，并与中兴通讯的表现进行对比，从而得到有价值的信息。

表格 6: 爱立信近年 4 季度分区域收入增长

|           | 2006 年 Q4 | 2007 年 Q4 | 2008 年 Q4 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 西欧        | 17.2      | 15.4      | 16.1      |
| 增长率       |           | -10.47%   | 4.55%     |
| 中东欧、中东和非洲 | 14.3      | 14.3      | 17.6      |
| 增长率       |           | 0.00%     | 23.08%    |
| 亚太        | 14        | 13.7      | 20.5      |
| 增长率       |           | -2.14%    | 49.64%    |
| 拉美        | 4.8       | 6.8       | 7.9       |
| 增长率       |           | 41.67%    | 16.18%    |
| 北美        | 4         | 4.3       | 4.9       |
| 增长率       |           | 7.50%     | 13.95%    |

资料来源：公司业绩报告（单位：十亿瑞典克朗）

表格 7: 诺基亚西门子近年 4 季度网络设备收入

|       | 2006 年 Q4 | 2007 年 Q4 | 2008 年 Q4 |
|-------|-----------|-----------|-----------|
| 欧洲    | 1500      | 2045      | 1636      |
| 增长率   |           | 36.33%    | -20.00%   |
| 中东及非洲 | 448       | 541       | 615       |
| 增长率   |           | 20.76%    | 13.68%    |
| 大中国区  | 372       | 492       | 409       |
| 增长率   |           | 32.26%    | -16.87%   |
| 亚太    | 849       | 838       | 967       |
| 增长率   |           | -1.30%    | 15.39%    |
| 北美    | 152       | 243       | 198       |
| 增长率   |           | 59.87%    | -18.52%   |
| 拉美    | 353       | 424       | 513       |
| 增长率   |           | 20.11%    | 20.99%    |

资料来源：公司业绩报告（单位：百万欧元）

从上表可发现，爱立信 2008 年四季度在各区域增长态势良好，尤其是在新兴市场的亚太、非洲、拉美保持了快速增长，基本未受全球经济危机的影响。

而对于诺西来说，其网络设备的收入在各区域的表现则差异较大，在欧洲、北美等成熟市场，诺西的收入出现了下滑，而在中东非洲、亚太、拉美等新兴市场，其收入则受危机影响较小，仍然保持了增长态势。

**对比中兴通讯在海外市场的表现，我们可以得到如下结论：**

**(1)、发达市场的表现：**我们认为，相比诺西在欧洲、北美等市场的收入下滑，中兴通讯仍保持了快速的增长，这说明其市场份额出现了明显的提升。我们仍然认为欧洲、北美等市场的总体空间因经济危机收到了压缩，但中兴通讯由于原有市场份额极低，借助市场份额的提升也可以保持收入增长。

**(2)、新兴市场的表现：**可以发现，中兴通讯、爱立信、诺西在非洲、拉美等市场在 2008 年四季度都保持了收入的快速增长，说明该区域受经济危机的影响相对较小。

但我们也同时发现，虽然爱立信在亚洲市场保持了快速的增长，而中兴通讯、诺西的收入增长都出现了一定程度的下滑。我们认为，这有可能是香港、韩国、新加坡等国家受经济危机的影响而放缓了 CAPEX；同时也说明，爱立信在亚洲的市场份额处于快速提升的趋势，反映了亚洲市场竞争程度的加剧。

## 三、毛利率变化

我们首先分析中兴通讯各区域毛利率的变化，以及其总体毛利率的变化；其次，对比爱立信、诺基亚、摩托罗拉、阿朗等设备商毛利率的变化，分析该毛利率的变化反映了怎样的竞争格局变化。

### 1. 中兴通讯毛利率变化

**表格 8：中兴通讯毛利率近年变化**

|            | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年  |
|------------|--------|--------|---------|
| 中国         | 32.70% | 31.99% | 35.98%  |
| 增长率        | 0.70%  | -2.17% | 12.47%  |
| 亚洲（不含中国）   | 31.40% | 28.64% | 24.77%  |
| 增长率        | -9.20% | -8.79% | -13.51% |
| 非洲         | 40.90% | 47.06% | 43.71%  |
| 增长率        | -0.60% | 15.06% | -7.12%  |
| 其他（主要发达国家） | 36.90% | 34.93% | 26.28%  |
| 增长率        | 19.00% | -5.34% | -24.76% |
| 合计         | 33.60% | 33.85% | 33.42%  |
| 增长率        | -1.30% | 0.74%  | -1.27%  |

资料来源：公司业绩报告（单位：百万欧元）

从上表可以发现如下结论:

(1)、国内市场的毛利率出现回升,这与市场的普遍预期截然不同。我们认为,其背后的主要原因为手机和电信软件、服务及其他产品毛利率回升,这两类产品毛利率的回升有效的弥补了 CDMA、TD-SCDMA 招标引致的网络设备毛利率下降。

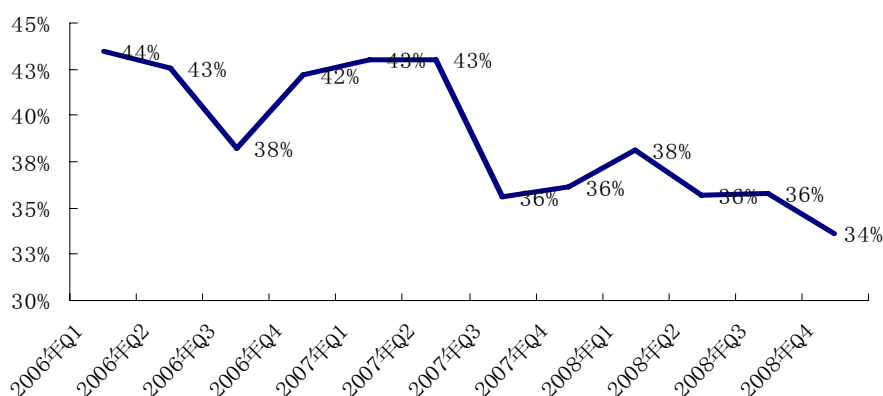
(2)、亚洲市场毛利率的下降,反映了竞争的加剧,尤其是爱立信在印度市场拓展力量的加强。

(3)、其他市场(以发达国家为主)毛利率的大幅下降,我们认为这是由于公司在此市场为了实现战略性突破,以市场份额为主要目的,而部分牺牲了毛利率。

(4)、总体来看,国内市场毛利率的回升以及非洲等高毛利区域收入占比的提升,使得中兴通讯总体毛利率保持了平稳。

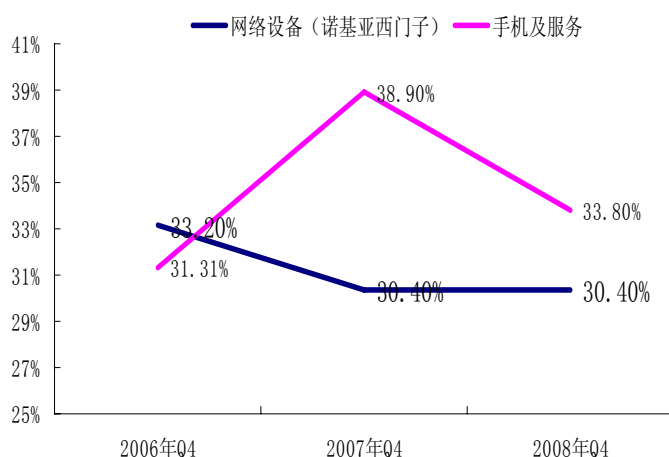
## 2. 国际设备商毛利率近年变化

图表 1: 爱立信近年各季度毛利率变化

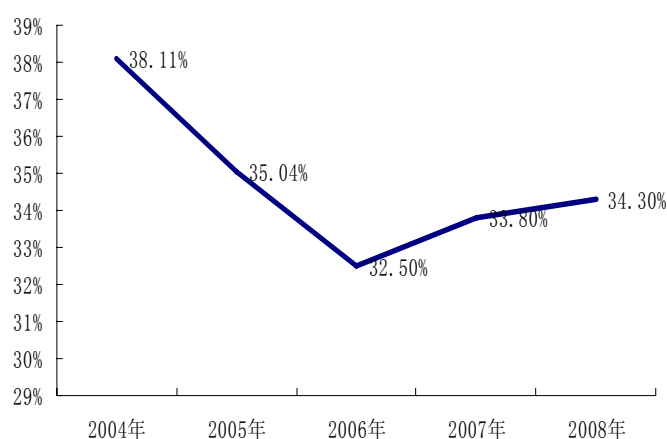


资料来源: 公司业绩报告

图表 2: 诺基亚手机、网络设备近年各季度毛利率

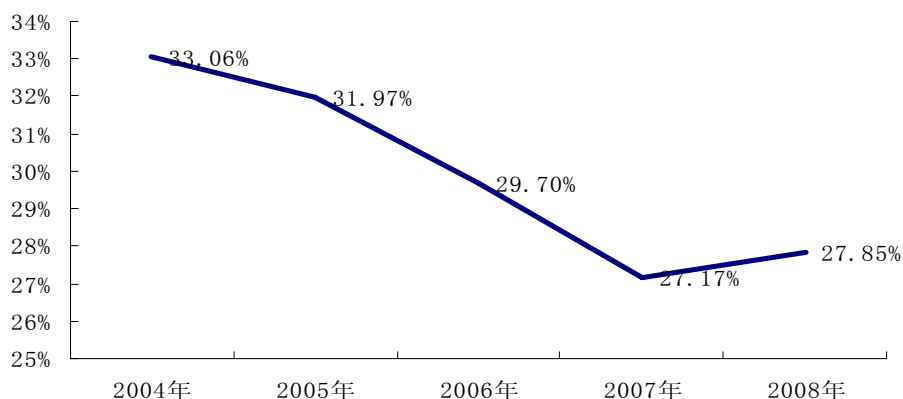


图表 3: 诺基亚各年毛利率



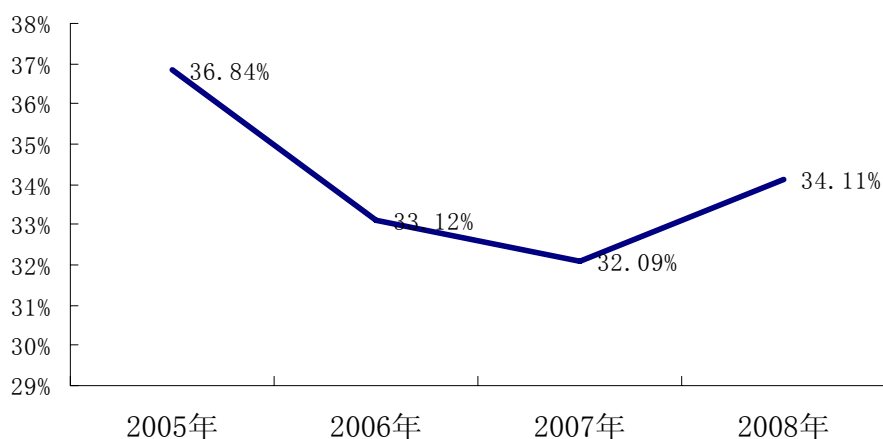
资料来源: 公司业绩报告

图表 4: 摩托罗拉近年毛利率变化



资料来源: 公司业绩报告

图表 5: 阿尔卡特朗讯近年毛利率变化



资料来源: 公司业绩报告

从上图可以发现, 国际设备商除爱立信外, 诺基亚、摩托罗拉、阿朗的毛利率在 2008 年都出现了回升的迹象。而从爱立信 2008 年各季度毛利率的变化来看, 其毛利率仍然处于下滑通道。

### 3. 中兴通讯与国际设备商毛利率对比结论

我们认为, 从中兴通讯与爱立信、诺基亚、摩托罗拉、阿朗等国际设备商的毛利率近年变化对比可以发现:

(1)、诺基亚西门子、摩托罗拉、阿朗等设备商毛利率的回升, 我们认为反映了这些设备商在市场份额和毛利率之间更加重视毛利率的保护。

(2)、爱立信毛利率近年来的加速下滑, 加之上文已经分析的其收入的快速增长, 可以判断爱立信近年采取了较为激进的市场竞争策略, 为了获取市场份额, 不惜以毛利率的牺牲为代价。

(3)、以上的结论预示着未来的产业变化动态: 一方面, 爱立信、华为、中兴等厂商将进一步获取更大的市场份额; 另一方面, 这也预示这竞争格局的趋于稳定有可能将较快的到来。

附：财务预测表

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2007         | 2008         | 2009E        | 2010E        | 会计年度            | 2007         | 2008         | 2009E        | 2010E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>30487</b> | <b>42676</b> | <b>39457</b> | <b>50074</b> | <b>营业收入</b>     | <b>34777</b> | <b>44293</b> | <b>55304</b> | <b>68284</b> |
| 现金             | 6483         | 11480        | 13194        | 11343        | 营业成本            | 23005        | 29493        | 37054        | 45989        |
| 应收账款           | 7099         | 9972         | 12050        | 15043        | 营业税金及附加         | 280          | 416          | 553          | 683          |
| 其它应收款          | 690          | 758          | 1367         | 1459         | 营业费用            | 4395         | 5313         | 6443         | 7887         |
| 预付账款           | 311          | 356          | 447          | 555          | 管理费用            | 1778         | 2100         | 2456         | 2827         |
| 存货             | 5363         | 8978         | 9877         | 12660        | 财务费用            | 494          | 1308         | 1202         | 1477         |
| 其他             | 10540        | 11131        | 2522         | 9014         | 资产减值损失          | 789          | 419          | 907          | 907          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>8686</b>  | <b>8190</b>  | <b>7883</b>  | <b>9819</b>  | 公允价值变动收益        | 116          | -128         | 0            | 0            |
| 长期投资           | 137          | 168          | 185          | 204          | 投资净收益           | 59           | 123          | 27           | 29           |
| 固定资产           | 3038         | 4103         | 4288         | 4258         | <b>营业利润</b>     | <b>1001</b>  | <b>1245</b>  | <b>1629</b>  | <b>2261</b>  |
| 无形资产           | 225          | 589          | 980          | 1345         | 营业外收入           | 906          | 1098         | 1410         | 1775         |
| 其他             | 5287         | 3329         | 2430         | 4013         | 营业外支出           | 179          | 81           | 81           | 81           |
| <b>资产总计</b>    | <b>39173</b> | <b>50866</b> | <b>47340</b> | <b>59893</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1728</b>  | <b>2263</b>  | <b>2958</b>  | <b>3955</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>20939</b> | <b>29997</b> | <b>24023</b> | <b>31644</b> | 所得税             | 276          | 351          | 459          | 633          |
| 短期借款           | 2894         | 3882         | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | <b>1451</b>  | <b>1912</b>  | <b>2500</b>  | <b>3322</b>  |
| 应付账款           | 7856         | 9496         | 12104        | 15065        | 少数股东损益          | 199          | 252          | 329          | 440          |
| 其他             | 10189        | 16618        | 11920        | 16579        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1252</b>  | <b>1660</b>  | <b>2171</b>  | <b>2882</b>  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>5346</b>  | <b>5686</b>  | <b>5633</b>  | <b>7451</b>  | EBITDA          | 2112         | 2554         | 3051         | 3972         |
| 长期借款           | 2085         | 1293         | 1828         | 2391         | EPS (元)         | 1.30         | 1.24         | 1.62         | 2.15         |
| 其他             | 3261         | 4393         | 3805         | 5059         | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>26285</b> | <b>35682</b> | <b>29657</b> | <b>39094</b> | <b>会计年度</b>     | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 少数股东权益         | 751          | 934          | 1263         | 1703         | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 股本             | 960          | 1343         | 1343         | 1343         | 营业收入            | 49.8%        | 27.4%        | 24.9%        | 23.5%        |
| 资本公积           | 5807         | 6298         | 6298         | 6298         | 营业利润            | 151.4        | 24.4%        | 30.8%        | 38.7%        |
| 留存收益           | 5196         | 6453         | 9027         | 11702        | 归属于母公司净利润       | 63.3%        | 32.6%        | 30.8%        | 32.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 12137        | 14250        | 16420        | 19096        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>39173</b> | <b>50866</b> | <b>47340</b> | <b>59893</b> | 毛利率             | 33.9%        | 33.4%        | 33.0%        | 32.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | 净利率             | 3.6%         | 3.7%         | 3.9%         | 4.2%         |
| 单位:百           |              |              |              |              | ROE             | 10.3%        | 11.7%        | 13.2%        | 15.1%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | ROIC            | 12.2%        | 16.4%        | 22.1%        | 19.3%        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>88</b>    | <b>3648</b>  | <b>6764</b>  | <b>-43</b>   | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润            | 1451         | 1912         | 2500         | 3322         | 资产负债率           | 67.1%        | 70.1%        | 62.6%        | 65.3%        |
| 折旧摊销           | 617          | 0            | 220          | 235          | 净负债比率           |              | 19.50%       | 12.17        | 10.67%       |
| 财务费用           | 494          | 1308         | 1202         | 1477         | 流动比率            | 1.46         | 1.42         | 1.64         | 1.58         |
| 投资损失           | -59          | -123         | -27          | -29          | 速动比率            | 1.17         | 1.11         | 1.21         | 1.16         |
| 营运资金变动         | -3209        | 0            | 2357         | -5600        | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
| 其它             | 794          | 550          | 512          | 551          | 总资产周转率          | 1.07         | 0.98         | 1.13         | 1.27         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1758</b> | <b>-1988</b> | <b>-499</b>  | <b>-688</b>  | 应收账款周转率         | 5            | 5            | 4            | 4            |
| 资本支出           | 1777         | 1912         | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 3.65         | 3.40         | 3.43         | 3.39         |
| 长期投资           | -33          | -218         | -52          | 42           | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 其他             | -14          | -294         | -551         | -646         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.93         | 1.24         | 1.62         | 2.15         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>3828</b>  | <b>3643</b>  | <b>-4551</b> | <b>-1121</b> | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.07         | 2.72         | 5.03         | -0.03        |
| 短期借款           | 1948         | 989          | -3882        | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 9.04         | 10.61        | 12.22        | 14.22        |
| 长期借款           | 406          | -793         | 536          | 563          | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
| 普通股增加          | 0            | 384          | 0            | 0            | P/E             | 15.02        | 28.68        | 21.94        | 16.52        |
| 资本公积增加         | 298          | 491          | 0            | 0            | P/B             | 1.55         | 3.34         | 2.90         | 2.49         |
| 其他             | 1177         | 2572         | -1204        | -1683        | EV/EBITDA       | 11           | 18           | 15           | 12           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2168</b>  | <b>5034</b>  | <b>1714</b>  | <b>-1852</b> |                 |              |              |              |              |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |