



2009 年 3 月 12 日

中性

通讯设备及服务

中金公司研究部

分析员: 李源 lilisa@cicc.com.cn

赵苏 zhaosu@cicc.com.cn

联系人: 邱爽 qius@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

ST 大唐 (600198/7.22 元)

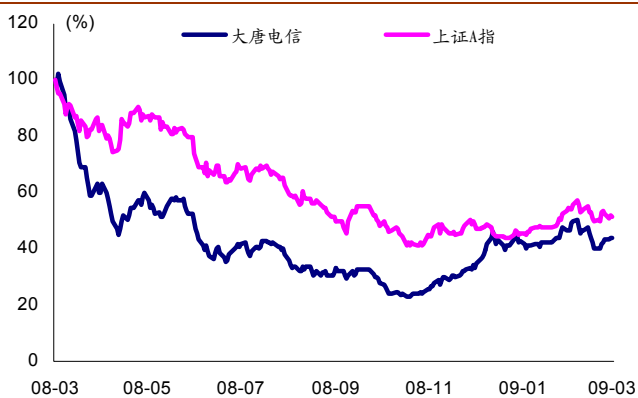
08 年业绩回顾

主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,161.6	2,468.6	2,706.1	3,098.4	3,563.7
(+/-%)	38.5%	14.2%	9.6%	14.5%	15.0%
主营业务利润	508.5	581.0	668.9	732.7	825.6
(+/-%)	147.3%	14.3%	15.1%	9.5%	12.7%
营业利润	(707.9)	(34.4)	126.5	132.3	184.7
(+/-%)	4.8%	-95.1%	-467.1%	4.7%	39.6%
净利润	(732.6)	31.8	45.6	51.5	71.3
(+/-%)	5.2%	n.a.	43.6%	12.9%	38.3%
每股收益 (元)	(1.667)	0.072	0.104	0.117	0.162
(+/-%)	5.1%	n.a.	43.6%	12.9%	38.3%
市盈率 (倍)	n.a.	99.7	69.4	61.5	44.5
市净率 (倍)	8.0	8.8	7.7	6.8	5.9
市销率	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
净资产收益率 (%)	-185.9%	8.8%	11.1%	11.1%	13.3%
投入资本回报率 (%)	-23.1%	4.4%	9.2%	10.0%	11.3%

A股	
股票代码	600198.CH
当前股价	人民币7.22
日成交量 (百万股)	3.18
52周最高价/最低价	人民币16.88/3.60
总市值 (百万元)	3,170
发行股数 (百万股)	439
其中: 流通股 (百万股)	270
主要股东 (持股比例)	电信科学技术研究院(30.34%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

年报业绩超出预期, 公司 08 年收入同比增长 9.6%达到 27.1 亿元, 符合预期; 每股收益同比增长 43.6%至 0.104 元, 好于我们的预期, 主要由于毛利率的提升和费用控制好于我们预期。

收入增长符合预期, 公司上半年实现收入 27.1 亿元, 同比增长 9.6%。公司微电子和软件收入同比下降, 我们分析主要受电信重组投资推迟导致收入确认有所延后。

毛利率上升 1.1 个百分点, 好于我们同比略降的预期, 主要原因是软件和接入产品的毛利率好于预期。从软件产品看我们分析主要是毛利率较低的分销业务占比下降; 从接入产品看, 主要是接入产品市场竞争趋缓导致毛利率回升。

费用率同比降 6 个百分点, 好于预期, 主要受益于公司持续压缩运营费用, 加强费用控制。

有效税率大幅下降 16.5 个百分点, 我们分析主要原因是部分子公司扭亏为盈。

少数股东损益大幅增加, 我们分析主要原因是收购上海优思后, 分别持有优思 32.5%股份的两自然人股东权益记入大唐少数股东权益所致。

维持盈利预期, 维持“中性”的投资评级: 根据 08 年经营情况, 我们维持 2009 年和 2010 年每股收益分别为 0.117 元和 0.162 元的盈利预测, 但对盈利结构进行调整, 主要上调收入、毛利率和少数股东损益, 下调有效税率。目前公司 2009 年和 2010 年市盈率分别达到 61.5 倍和 44.5 倍, 估值水平明显偏高, 因此维持对公司“中性”的投资评级。

表 1、ST 大唐 08 年及 4 季度业绩对比

(百万元)	2007A	2008A	同比变化	4Q2007	3Q2008	4Q2008	同比变化	环比变化
主营业务收入	2,468.6	2,706.1	9.6%	734.0	526.9	974.1	32.7%	84.9%
微电子类	922.0	695.6	-24.6%	-	-	-	-	-
软件类	274.6	219.8	-19.9%	-	-	-	-	-
接入类	504.1	670.5	33.0%	-	-	-	-	-
终端类	547.7	721.4	31.7%	-	-	-	-	-
行业应用与通信服务类	51.1	152.4	198.4%	-	-	-	-	-
其它	169.2	246.2	45.5%	-	-	-	-	-
占收比								
微电子类	37.3%	25.7%	-11.6%	-	-	-	-	-
软件类	11.1%	8.1%	-3.0%	-	-	-	-	-
接入类	20.4%	24.8%	4.4%	-	-	-	-	-
终端类	22.2%	26.7%	4.5%	-	-	-	-	-
行业应用与通信服务类	2.1%	5.6%	3.6%	-	-	-	-	-
其它	6.9%	9.1%	2.2%	-	-	-	-	-
主营业务成本	(1,872.5)	(2,022.0)	8.0%	(550.3)	(366.8)	(739.2)	34.3%	101.5%
毛利	596.1	684.1	14.8%	183.7	160.1	234.9	27.9%	46.7%
毛利率	24.1%	25.3%	1.1%	25.0%	30.4%	24.1%	-0.9%	-6.3%
微电子类	41.8%	41.4%	-0.4%	-	-	-	-	-
软件类	24.7%	35.8%	11.1%	-	-	-	-	-
接入类	13.4%	16.7%	3.3%	-	-	-	-	-
终端类	4.0%	13.8%	9.8%	-	-	-	-	-
行业应用与通信服务类	70.0%	46.2%	-23.8%	-	-	-	-	-
其它	10.6%	14.5%	3.8%	-	-	-	-	-
营业税金及附加	(15.1)	(15.1)	0.2%	(2.9)	(4.0)	(5.3)	82.7%	33.8%
主营业务利润	581.0	668.9	15.1%	180.7	156.2	229.6	27.0%	47.0%
费用	(629.0)	(527.5)	-16.1%	(176.2)	(117.1)	(157.5)	-10.6%	34.5%
费用率	25.5%	19.5%	-6.0%	24.0%	22.2%	16.2%	-7.8%	-6.1%
营业费用	(260.6)	(176.1)	-32.4%	(77.1)	(35.7)	(56.8)	-26.4%	59.1%
营业费用率	10.6%	6.5%	-4.0%	10.5%	6.8%	5.8%	-4.7%	-0.9%
管理费用	(230.6)	(223.0)	-3.3%	(67.5)	(45.8)	(71.9)	6.6%	57.2%
管理费用率	9.3%	8.2%	-1.1%	9.2%	8.7%	7.4%	-1.8%	-1.3%
财务费用	(137.8)	(128.4)	-6.8%	(31.7)	(35.7)	(28.8)	-9.0%	-19.1%
财务费用率	5.6%	4.7%	-0.8%	4.3%	6.8%	3.0%	-1.4%	-3.8%
资产减值损失	(81.8)	(14.9)	n.m.	(73.3)	0.6	(20.7)	n.a.	n.m.
减值损失率	3.3%	0.5%	-2.8%	10.0%	-0.1%	2.1%	-7.9%	2.2%
投资收益	95.3	(0.1)	n.m.	0.9	0.0	0.0	n.a.	n.m.
营业利润	(34.4)	126.5	n.a.	(67.9)	39.7	51.4	n.a.	29.6%
营业外收支净额	116.1	6.5	-94.4%	88.2	4.5	0.6	-99.3%	-86.0%
利润总额	81.7	132.9	62.8%	20.3	44.2	52.1	156.6%	17.8%
所得税	(35.9)	(36.6)	1.8%	(13.4)	(20.9)	10.9	-181.2%	n.a.
有效税率	44.0%	27.5%	-16.5%	66.2%	47.3%	-20.9%	-87.2%	-68.2%
税后利润	45.7	96.4	110.8%	6.9	23.3	63.0	818.4%	170.2%
少数股东损益	(13.9)	(50.7)	263.8%	(6.8)	(2.7)	(45.5)	571.3%	n.m.
净利润	31.8	45.6	43.6%	0.1	20.6	17.5	n.m.	-15.1%
净利润率	1.3%	1.7%	0.4%	0.0%	3.9%	1.8%	1.8%	-2.1%
每股收益	0.072	0.104	43.6%	0.000	0.047	0.040	n.m.	-15.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 2、ST 大唐盈利预测调整

(百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	差异率	调整前	调整后	差异率
主营业务收入	2,906.1	3,098.4	6.6%	3,080.9	3,563.7	15.7%
微电子类	782.4	639.0	-18.3%	782.7	643.9	-17.7%
软件类	271.8	241.8	-11.0%	326.2	266.0	-18.5%
接入类	704.6	882.9	25.3%	852.6	1,059.4	24.3%
终端类	n.a.	865.7	n.a.	n.a.	1,038.8	n.a.
行业应用与通信服务类	n.a.	198.2	n.a.	n.a.	257.6	n.a.
其它	n.a.	270.9	n.a.	n.a.	298.0	n.a.
占收比						
微电子类	26.9%	20.6%	-6.3%	25.4%	18.1%	-7.3%
软件类	9.4%	7.8%	-1.5%	10.6%	7.5%	-3.1%
接入类	24.2%	28.5%	4.2%	27.7%	29.7%	2.1%
终端类	n.a.	27.9%	n.a.	n.a.	29.1%	n.a.
行业应用与通信服务类	n.a.	6.4%	n.a.	n.a.	7.2%	n.a.
其它	n.a.	8.7%	n.a.	n.a.	8.4%	n.a.
主营业务成本	(2,235.7)	(2,348.4)	5.0%	(2,352.4)	(2,718.2)	15.6%
毛利	670.3	750.0	11.9%	728.5	845.5	16.1%
毛利率	23.1%	24.2%	1.1%	23.6%	23.7%	0.1%
营业税金及附加	(17.8)	(17.3)	-2.5%	(18.9)	(19.9)	5.8%
主营业务利润	652.6	732.7	12.3%	709.7	825.6	16.3%
费用	(542.4)	(600.3)	10.7%	(556.1)	(640.9)	15.2%
费用率	18.7%	19.4%	0.7%	18.1%	18.0%	-0.1%
营业费用	(193.5)	(188.8)	-2.4%	(197.2)	(207.2)	5.1%
营业费用率	6.7%	6.1%	-0.6%	6.4%	5.8%	-0.6%
管理费用	(214.0)	(256.7)	20.0%	(224.0)	(278.7)	24.4%
管理费用率	7.4%	8.3%	0.9%	7.3%	7.8%	0.6%
财务费用	(134.9)	(154.9)	14.8%	(135.0)	(154.9)	14.8%
资产减值损失	4.0	(15.0)	n.m.	4.0	(15.0)	n.m.
营业利润	110.2	132.3	20.1%	153.5	184.7	20.3%
营业外收入	3.0	5.0	66.7%	3.0	5.0	66.7%
减: 营业外支出	(1.0)	(2.0)	100.0%	(1.0)	(2.0)	100.0%
利润总额	114.5	137.4	20.0%	158.3	190.0	20.0%
所得税	(57.3)	(34.4)	-40.0%	(79.2)	(47.5)	-40.0%
有效税率	50.0%	25.0%	-25.0%	50.0%	25.0%	-25.0%
少数股东损益	(5.7)	(51.5)	n.m.	(7.9)	(71.3)	n.m.
净利润	51.5	51.5	0.0%	71.3	71.3	0.0%
净利润率	1.8%	1.7%	-0.1%	2.3%	2.0%	-0.3%
每股收益	0.117	0.117	0.0%	0.162	0.162	0.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 3、ST 大唐盈利预测

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	07Vs06	08Vs07	09Vs08	10Vs09
主营业务收入	2,161.6	2,468.6	2,706.1	3,098.4	3,563.7	14.2%	9.6%	14.5%	15.0%
微电子类	916.5	922.0	695.6	639.0	643.9	0.6%	-24.6%	-8.1%	0.8%
软件类	255.6	274.6	219.8	241.8	266.0	7.4%	-19.9%	10.0%	10.0%
接入类	293.1	504.1	670.5	882.9	1,059.4	72.0%	33.0%	31.7%	20.0%
终端类	496.6	547.7	721.4	865.7	1,038.8	10.3%	31.7%	20.0%	20.0%
行业应用与通信服务类	45.2	51.1	152.4	198.2	257.6	13.0%	198.4%	30.0%	30.0%
其它	154.6	169.2	246.2	270.9	298.0	9.5%	45.5%	10.0%	10.0%
占收比									
微电子类	42.4%	37.3%	25.7%	20.6%	18.1%	-5.1%	-11.6%	-5.1%	-2.6%
软件类	11.8%	11.1%	8.1%	7.8%	7.5%	-0.7%	-3.0%	-0.3%	-0.3%
接入类	13.6%	20.4%	24.8%	28.5%	29.7%	6.9%	4.4%	3.7%	1.2%
终端类	23.0%	22.2%	26.7%	27.9%	29.1%	-0.8%	4.5%	1.3%	1.2%
行业应用与通信服务类	2.1%	2.1%	5.6%	6.4%	7.2%	0.0%	3.6%	0.8%	0.8%
其它	7.2%	6.9%	9.1%	8.7%	8.4%	-0.3%	2.2%	-0.4%	-0.4%
主营业务成本	(1,644.4)	(1,872.5)	(2,022.0)	(2,348.4)	(2,718.2)	13.9%	8.0%	16.1%	15.7%
毛利	517.2	596.1	684.1	750.0	845.5	15.3%	14.8%	9.6%	12.7%
毛利率	23.9%	24.1%	25.3%	24.2%	23.7%	0.2%	1.1%	-1.1%	-0.5%
营业税金及附加	(8.8)	(15.1)	(15.1)	(17.3)	(19.9)	71.8%	0.2%	14.5%	15.0%
主营业务利润	508.5	581.0	668.9	732.7	825.6	14.3%	15.1%	9.5%	12.7%
费用	(647.8)	(710.8)	(542.4)	(600.3)	(640.9)	9.7%	-23.7%	10.7%	6.8%
费用率	30.0%	28.8%	20.0%	19.4%	18.0%	-1.2%	-8.7%	-0.7%	-1.4%
营业费用	(195.7)	(260.6)	(176.1)	(188.8)	(207.2)	33.1%	-32.4%	7.2%	9.8%
营业费用率	9.1%	10.6%	6.5%	6.1%	5.8%	1.5%	-4.0%	-0.4%	-0.3%
管理费用	(321.7)	(312.4)	(237.9)	(256.7)	(278.7)	-2.9%	-23.9%	7.9%	8.6%
管理费用率	14.9%	12.7%	8.8%	8.3%	7.8%	-2.2%	-3.9%	-0.5%	-0.5%
财务费用	(130.4)	(137.8)	(128.4)	(154.9)	(154.9)	5.7%	-6.8%	20.6%	0.0%
资产减值损失	(568.5)	(81.8)	(14.9)	(15.0)	(15.0)	-85.6%	-81.8%	1.0%	0.0%
营业利润	(707.9)	(34.4)	126.5	132.3	184.7	-95.1%	n.a.	4.7%	39.6%
营业外收入	2.6	116.9	8.7	5.0	5.0	n.m.	-92.6%	-42.5%	0.0%
减: 营业外支出	(2.7)	(0.8)	(2.2)	(2.0)	(2.0)	-70.9%	178.3%	-9.3%	0.0%
利润总额	(708.1)	81.7	132.9	137.4	190.0	n.a.	62.8%	3.4%	38.3%
所得税	(18.5)	(35.9)	(36.6)	(34.4)	(47.5)	94.8%	1.8%	-6.1%	38.3%
有效税率	-2.6%	44.0%	27.5%	25.0%	25.0%	46.6%	-16.5%	-2.5%	0.0%
少数股东损益	(6.0)	(13.9)	(50.7)	(51.5)	(71.3)	131.0%	263.8%	1.6%	38.3%
净利润	(732.6)	31.8	45.6	51.5	71.3	n.a.	43.6%	12.9%	38.3%
净利润率	-33.9%	1.3%	1.7%	1.7%	2.0%	35.2%	0.4%	0.0%	0.3%
每股收益	(1.667)	0.072	0.104	0.117	0.162	n.a.	43.6%	12.9%	38.3%

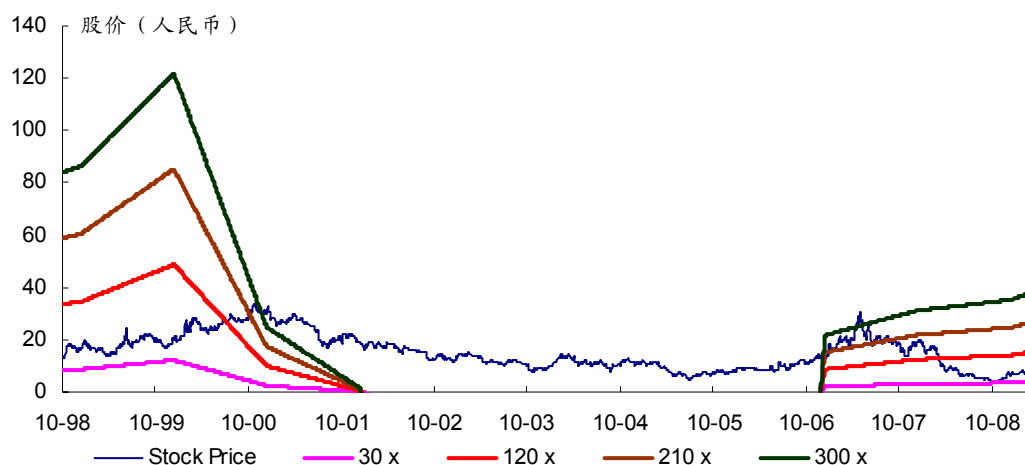
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 4、行业可比公司估值表

	股价	总市值 (百万美元)	销售规模 (百万美元)	市盈率			利润增长率			PEG
	2009-3-11	2009-3-11	2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY08/FY10	2010E
综合设备制造商										
国内可比公司										
中兴通讯-A	CNY 33.63	6,272	3,393	58.9x	36.1x	27.3x	20.1x	16.8x	27.4%	0.7x
中兴通讯-A (除激励成本)	CNY 33.63	6,272	3,393	58.9x	29.1x	23.1x	18.5x	15.6x	21.5%	0.9x
大唐电信	CNY 7.22	463	315	-	99.7x	69.4x	61.5x	44.5x	24.9%	2.5x
南京熊猫	CNY 4.65	311	129	35.2x	34.2x	49.7x	37.0x	32.5x	23.6%	1.6x
烽火通信	CNY 13.42	804	279	106.1x	52.1x	33.4x	30.2x	25.0x	15.7%	1.9x
平均值				66.7x	53.8x	43.9x	36.8x	29.4x	21.5%	1.7x
通信光缆厂商										
亨通光电	CNY 14.69	357	159	40.7x	30.6x	27.5x	23.0x	18.2x	22.8%	1.0x
中天科技	CNY 12.69	502	169	103.0x	48.3x	30.1x	22.5x	18.7x	26.7%	0.8x
平均值				71.9x	39.5x	28.8x	22.8x	18.5x	24.8%	0.9x
系统集成及服务提供商										
亿阳信通	CNY 12.49	642	128	51.5x	35.1x	26.9x	19.9x	17.2x	24.9%	0.8x
华胜天成	CNY 11.94	731	250	33.4x	28.0x	25.8x	19.8x	15.8x	27.6%	0.7x
平均值				42.5x	31.6x	26.3x	19.9x	16.5x	26.3%	0.8x
专业设备提供商										
武汉凡谷	CNY 20.50	1,281	118	55.8x	38.3x	27.3x	21.0x	17.6x	24.6%	0.9x
中创信测	CNY 15.00	300	27	136.3x	76.1x	48.6x	28.2x	18.8x	60.7%	0.5x
动力源	CNY 5.65	172	54	156.2x	335.7x	1,786.9x	100.5x	47.4x	513.9%	0.2x
平均值				116.1x	150.0x	620.9x	49.9x	27.9x	199.7%	0.5x
国际可比公司										
中兴通讯-H	HKD 26.70	6,272	2,993	46.8x	26.9x	18.6x	14.1x	12.1x	23.9%	0.6x
中兴通讯-H (除激励成本)	HKD 26.70	6,272	2,993	46.8x	21.7x	15.8x	12.9x	11.3x	18.2%	0.7x
南京熊猫-H	HKD 0.98	311	114	6.9x	5.4x	9.0x	6.9x	6.2x	20.2%	0.3x
中通服	HKD 4.40	3,274	2,490	31.1x	20.5x	15.9x	12.9x	11.2x	19.0%	0.7x
摩托罗拉	USD 3.39	7,718	42,847	1.8x	2.3x	15.0x	260.8x	-	-	-
爱立信	SEK 72.70	26,685	20,115	9.5x	8.8x	10.4x	16.0x	15.3x	-17.5%	-0.9
诺基亚	EUR 7.66	36,893	52,106	9.2x	7.2x	5.1x	5.9x	10.4x	-30.1%	-0.2
阿尔卡特/朗讯	EUR 1.03	3,016	15,563	1.5x	-	128.4x	-	-	-	-
北电	CAD 0.10	39	8,888	-	1.7x	0.2x	-	-	-	-
思科	USD 14.64	85,425	28,484	16.6x	16.1x	11.0x	9.5x	11.7x	-3.1%	-3.1
高通	USD 35.36	58,325	7,526	27.0x	23.7x	17.7x	16.3x	22.2x	-10.6%	-1.5
平均值				18.6x	11.9x	11.1x	42.6x	12.6x	-0.6%	-0.6

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

图 1、历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。