

通信行业小组
联系人: 曾斌
0755-82940762
zengb@cmschina.com.cn

2009年12月13日

大唐电信 (600198.SH)/15.37元

国进民退趋势下, 被严重低估的龙头央企

通信·通信设备

目标估值: 21.6元

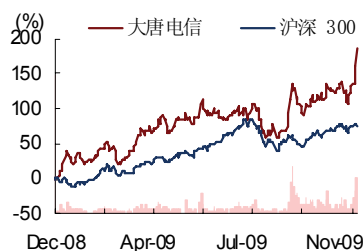
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3297
总股本(万股)	43899
已上市流通股(万股)	43733
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	1.1
ROE(TTM)	11.9
资产负债率	81.4%
主要股东	电信科学技术研究院
主要股东持股比例	30.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	38	187
相对表现	22	15	114



相关报告

本文详细分析了大唐电信的经营历史和未来看好的几大理由: 国进民退、央企整合、TD 用户爆发增长带来机遇、电子书、EMV 卡及手机支付等多个爆发性亮点与小市值的不匹配等, 建议以大局观看待大唐这类央企的价值和未来发展空间, 把握长期投资价值, 给予“审慎推荐”评级, 目标估值 21.6 元。公司最大不确定性在于增发能否通过, 如果增发成功我们将视情况上调评级。

- **国进民退与央企整合带来的投资机会:** 国进民退的大趋势意味着央企在未来的经营状况会向好; 2010 年央企数量要降至 80-100 家, 重组重点是中小央企, 央企整合使得央企之间面临竞争。这意味着在大唐这类中小央企上, 蕴含着央企经营从坏变好、央企并购重组等各种投资机会;
- **太多的亮点, 太小的市值:** 大唐在物联网、电子阅读、手机支付、增值业务、EMV 卡迁移等领域均有涉足或已是领军企业, 可以说是上市通信设备商中最具全面竞争力的企业之一。我们认为公司应可成为 A 股市值第二的通信设备商。公司目前 60 多亿的市值, 未能体现公司未来的业绩爆发性;
- **2010 是中移动 TD 用户爆发之年, 也是大唐业绩爆发之时:** 中移动的 TD 用户发展目标, 09 年底 500 万, 10 年底 3000 万。这将带动大唐的业绩爆发性增长, 而且随着中移动 TD 采购不断增加, 大唐未来几年有望业绩持续增长;
- **大唐业绩增长受融资成功与否影响:** 公司计划以不低于 8.7 元, 发行 1.4 亿股。如果成功公司每年可节省利息费用约 0.42 亿元, 且能支持开展各项新业务;
- **原有业务和新业务分开计算 EPS, 10、11 年原有业务贡献 EPS 0.28、0.48 元, 新业务启动后中性情况每年贡献 EPS 约 0.44 元。** 需要考虑各项新业务启动的可能性大小, 如 2010 年只有电子书和 RF-SIM 卡启动, 整体业绩为 0.55-0.85 元, 中性情况业绩为 0.72 元, 按 2010 年 30 倍 PE, 估值 21.6 元;
- **首次给予“审慎推荐”评级:** 我们看好大唐的央企属性以及未来各项业务的发展, 认为大唐是一个被严重低估的公司。由于增发能否通过尚有不不确定性, 因此给予“审慎推荐”评级, 目标价为 21.6 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2469	2706	3361	4364	5890
同比增长	14%	10%	24%	30%	35%
营业利润(百万元)		126	117	310	556
同比增长	-95%	-467%	-8%	165%	79%
净利润(百万元)	32	46	63	163	278
同比增长	-104%	44%	38%	159%	71%
每股收益(元)	0.07	0.10	0.14	0.28	0.48
PE	218.1	151.9	110.4	56.1	32.9
PB	19.9	16.9	15.0	5.1	4.5

资料来源: 招商证券

正文目录

一、看好大唐:国进民退,央企整合,太多的亮点,太小的市值.....	4
1、国进民退与央企整合带来的投资机会	4
2、物联网、电子书、手机支付、EMV, 太多的亮点, 太小的市值.....	4
3、2010 年: 中移动 TD 用户爆发之年, 大唐业绩爆发之时	4
二、大唐电信的控股股东及其子公司	5
1、控股股东: 电信科学技术研究院.....	5
2、子公司之一: 大唐移动, 拥有 TD 核心技术, 专注系统设备	6
3、子公司之二: 联芯科技, 芯片与终端	6
4、子公司之三: 中芯国际, 芯片代工	6
5、子公司之四: 大唐电信, 终端、微电子、软件、增值业务	6
6、子公司之五: 高鸿股份, 转型 IT 零售	6
7、电信科研院的财务状况及其与重组的关系:	6
三、大唐电信的经营情况	8
1、公司各主营产品的收入、毛利占比	8
2、公司 09 年收入恢复增长, 但利润率仍维持低位	8
3、从财务看公司的融资和并购势在必行	9
(1) 行业对比: 各家公司最大差距在于收入、毛利率和财务费用率	9
(2) 三家公司杜邦分析对比	10
(3) 通过并购进行产业链整合及提升盈利能力	11
(4) 增发融资, 从而改善资本结构, 年省利息 0.42 亿	11
4、公司主要业务及其亮点	12
(1) 战略亮点: 避开竞争激烈领域, 利用央企优势, 以协同优势, 布局未来	12
(2) 终端亮点一: TD 用户 2010 年爆发增长, 大唐整体受益	12
(3) 终端亮点二: TD 固话大发展	12
(4) 终端亮点三: 改变人类的阅读方式, 大唐电子书, 与新华社合作	13
(5) 微电子亮点一: EMV 卡迁移	14
(6) 微电子亮点二: 手机支付与 RF-SIM 卡	15
(7) 增值业务亮点之一: 手机游戏	16
(8) 接入业务亮点一: 无线城市, WiFi 建网	16
(9) 面向未来的物联网龙头: 与移动战略合作	16
四、大唐电信各新业务的敏感性分析	17
1、电子书增厚业绩的敏感性分析	17
2、EMV 卡增厚业绩的敏感性分析	17
3、RF-SIM 卡增厚业绩的敏感性分析	18
4、原有业务销售结构预测	18
五、公司估值	19
1、多个业务领域均出现爆发式增长机遇, 应给行业最高估值	19
2、相对估值法	19
(1) PE 法: 10 年 30 倍, 原业务估值 8.4 元, 加入不确定新业务估值 24 元	19
(2) PE 法: 10 年 30 倍, 考虑只有电子书和手机支付启动, 估值 21.6 元	19
(3) PB 法: 如果融资成功, 按行业平均 5.7 倍 PB, 估值底线为 18.2 元	19
(4) PS 法: 公司目前属于低估值	20
(5) 总市值法: 公司有望成为 A 股市值第二大的通信设备商	20

图表目录

图 1: 公司股权控制关系	5
图 2: 母公司的重要控股子公司	5
图 3: 电信科研院的产业布局	5
图 4: 09 年上半年公司各产品收入占比	8
图 5: 09 年上半年公司各产品毛利占比	8
图 6: 02 - 09 年公司季度收入	8
图 7: 05 - 09 年公司季度末净利润	8
图 8: 05 - 09 年公司毛利率	8
图 9: 05 - 09 年公司季度末净利率	8
图 10: 06 - 09 年三家公司单季度收入对比	9
图 11: 06 - 09 年三家公司季度末毛利率对比	9
图 12: 06 - 09 年三家公司季度末销售费用率对比	9
图 13: 06 - 09 年三家公司季度末管理费用率对比	9
图 14: 06 - 09 年三家公司季度末财务费用率对比	9
图 15: 06 - 09 年三家公司季度末资产负债率	9
图 16: 09 年 3 季度大唐杜邦分析	10
图 17: 09 年 3 季度中兴杜邦分析	10
图 18: 09 年 3 季度烽火杜邦分析	10
图 19: 大唐终端五种主要产品	12
图 20: 目前新华频媒的两种终端: 显示屏和手持终端	14
图 21: 主要通信设备商 PB 比较	20
图 22: 主要通信设备商 PS 比较	20
图 23: 主要通信设备商市值比较	20
图 24: 大唐电信历史 PE Band	21
图 25: 大唐电信历史 PB Band	21
表 1: 06 - 08 年度电信科研院主要财务数据	7
表 2: 08 年电信科研院合并资产负债表	7
表 3: 08 年电信科研院合并资产负债表	7
表 4: 募集资金投向	11
表 5: 各类电子书的比较	13
表 6: 电子书增厚业绩的敏感性分析	17
表 7: EMV 卡增厚业绩的敏感性分析	17
表 8: RF-SIM 卡增厚业绩的敏感性分析	18
表 9: 销售收入结构预测	18
表 10: 通信设备商估值对比表	21
附: 财务预测表	22

一、看好大唐:国进民退,央企整合,太多的亮点,太小的市值

如果我们把眼光从当期净利润上移开,我们会发现,大唐是一个被严重低估的公司。作为一个刚刚 ST 摘帽,从经营困境中走出的央企,明年行业形势大好,3G 用户爆发增长,公司通过全产业链布局,在电子书、TD 终端、手机支付、EMV 卡、物联网等领域均有亮点,有望凭借产业协同重新成为行业龙头。

1、国进民退与央企整合带来的投资机会

我们从两方面考虑央企未来的发展:一是国进民退大趋势下,央企在对民企的竞争中以落败;二是央企之间的整合会继续,央企有做大做强的动力。这意味着在大唐这类中小央企上,蕴含着央企经营从坏变好,以及央企并购重组等各种投资机会。

■ 3G 时代,通信央企借助国家政策扶持,挤占外企和民企份额,重新站稳脚跟

大唐、烽火、新邮通、普天等企业在 2G 时代的国内无线市场毫无建树,却在 3G 时代的设备和终端市场崭露头角,其中在中移动的 TD 网络招标中总份额往往在 40%以上,外企和民企的份额却在下降,我们认为这并非是他们市场竞争力提升的结果,而是央企依照国家战略的指引,从支持国产 3G 发展入手,博弈政策扶持的结果。

■ 2010 年央企数量要降至 80-100 家,重组重点是中小央企

2009 年 12 月,国资委监管的央企数量已由年初的 141 家降至 131 家,并计划 2010 年进一步减少到 80-100 家左右,而且 2010 年的重组将主要在中小央企中进行。由此分析,大唐等资产、收入规模较小的中小央企,将是重组重点。

■ 央企整合使得央企之间面临竞争,央企之间、央企对民企的并购是预料中事

目前央企中主业为通信设备类的就有四家之多:电信研究院(大唐),贝尔,武汉邮科院,普天。央企数量大幅度减少的趋势下,同行业央企之间为存留而竞争,有做大做强的动力,为了做大规模和布局,央企对民企的并购也会加速;央企整合以及其旗下的上市公司的整合,将给资本市场带来重组和并购预期。

2、物联网、电子书、手机支付、EMV,太多的亮点,太小的市值

大唐以 TD-SCDMA 为主体,在终端、微电子、软件、增值业务等产业有完整的布局,在这些领域之间的产业协同,是大唐能够从低谷中恢复的主要优势所在。大唐在热点领域均有布局或已是领军企业:物联网、电子阅读、手机支付、增值业务、EMV 卡迁移等,可以说是上市通信设备商中最具全面竞争力的企业之一。公司应可成为 A 股市值第二的通信设备商,目前 60 多亿的市值,未能体现公司未来的业绩爆发性。

3、2010 年:中移动 TD 用户爆发之年,大唐业绩爆发之时

中移动的 TD 用户发展目标,09 年底 500 万,10 年底 3000 万。2010 年无论从增速还是总规模来说,都是 TD 用户爆发之年。随着用户数的提升,各种类型的 TD 终端采购都将提升,这是大唐面临的整体性机会,同时也将是大唐业绩爆发之时。而且随着中移动 TD 采购的不断增加,大唐未来几年有望业绩持续增长。

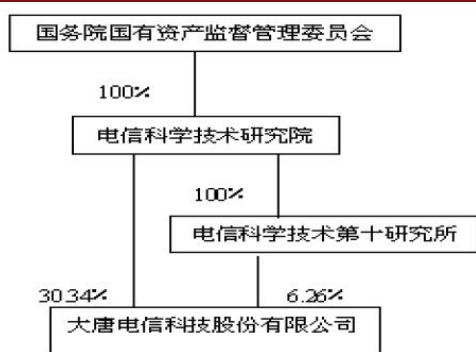
二、大唐电信的控股股东及其子公司

1、控股股东：电信科学技术研究院

电信科学技术研究院(以下简称“电信科研院”),也即大唐集团,前身是邮电部邮电科学研究院的一部分,1999年经信息产业部批准,电信科研院组建大唐电信科技产业集团。2001年整体转制成为大型国有科技企业集团。2003年起直接归属国资委管理。

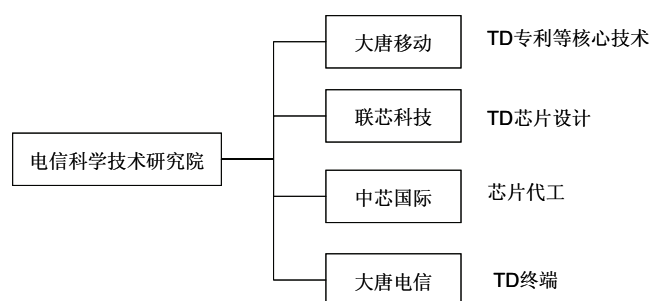
电信科研院的产业布局自称为“一体四翼三领域”:以TD-SCDMA为主体,微电子、无线接入、软件、特种通信四个产业协同发展,面向电信运营商、党政部门和重点行业信息化三领域,提供设备、解决方案和服务。

图1: 公司股权控制关系



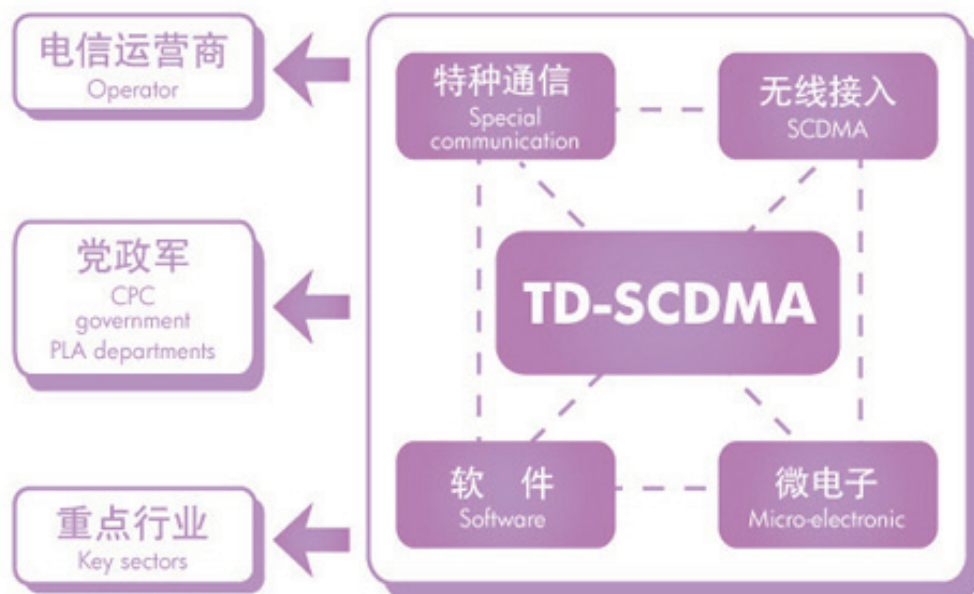
资料来源: 招商证券

图2: 母公司的重要控股子公司



资料来源: 招商证券

图3: 电信科研院的产业布局



资料来源: 招商证券

2、子公司之一：大唐移动，拥有 TD 核心技术，专注系统设备

大唐移动通信设备有限公司（以下简称“大唐移动”）是大唐电信科技产业集团的核心企业之一，电信科研院的 TD-SCDMA 专利和核心技术由大唐移动拥有。大唐移动的产品主要是 TD-SCDMA 系统设备和终端。

3、子公司之二：联芯科技，芯片与终端

成立联芯科技的目的，是整合上海大唐移动通信设备有限公司的 TD-SCDMA 终端业务和大唐集团内部相关资源，提供满足 3G 和 B3G/4G 用户需求的终端关键技术、终端整体解决方案、专业测试终端及业务和应用。

4、子公司之三：中芯国际，芯片代工

中芯国际(香港上市，代码 0981)是国内最大的芯片代工企业。2008 年 11 月，大唐控股收购中芯国际增发的 16.6% 股权，成为其第一大股东。

5、子公司之四：大唐电信，终端、微电子、软件、增值业务

大唐电信是大唐集团的核心企业之一，也是主业为通信设备制造的唯一上市公司。主要领域有四：终端、微电子、软件、增值业务。

6、子公司之五：高鸿股份，转型 IT 零售

大唐高鸿数据网络技术股份有限公司(以下简称“高鸿”)是大唐集团的另外一家 A 股上市公司，主业原为通讯技术研发及通讯器材制造，08 年通过收购原北京恒昌开拓科技有限公司(北京恒昌)，并投资设立北京大唐高鸿电子技术有限公司(高鸿电子)的方式，主业已经转向 IT 零售业务。

7、电信科研院的财务状况及其与重组的关系：

06 年之前，电信研究院受制于体制、国内电信投资低迷、激烈的市场竞争等原因，经营情况不佳。05 年现任董事长上任，06 年大唐电信开始战略转型，调整管理团队，产业重点由核心网转向用户端，07 年国家启动 TD 建设，从此电信研究院和大唐电信的经营业绩都开始逐步回升。

从做大做强的角度来看，电信研究院需要整合内部各子公司，07 年上市公司有退市风险时，也曾公告过电信研究院关于整体上市问题的复函，表示考虑过将所持大唐电信的股份划转大唐控股的计划，但当时“该计划尚处论证中”。07、08 年上市公司经营形势好转后，集团重组的迫切性压力在变小；另一方面，经营形势好转，如果 09 年电信研究院继续盈利，就意味着整体上市的基础财务要求得到满足，这也给整体上市带来便利。因此只能说，电信研究院的财务状况在变好，能符合整体上市的要求，但是否整体上市仍需视电信研究院的发展规划以及主管部门的思路而定。

表 1: 06 - 08 年度电信科研院主要财务数据

年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度
主营业务收入	52.6	56.5	43.4
营业利润	1.2	-0.9	-11.6
利润总额	2.9	2.5	-11.3
净利润	2.2	1.9	-8.5

资料来源：招商证券，单位：亿元

表 2: 08 年电信科研院合并资产负债表

项目	2008 年 12 月 31 日
流动资产合计	151
非流动资产合计	44
资产总计	195
流动负债合计	58
非流动负债合计	24
负债合计	82
所有者权益合计	112

资料来源：招商证券，单位：亿元

表 3: 08 年电信科研院合并现金流量表

项目	2008 年度
经营活动产生的现金流量净额	1
投资活动产生的现金流量净额	-18
筹资活动产生的现金流量净额	54
现金及现金等价物净增加额	38

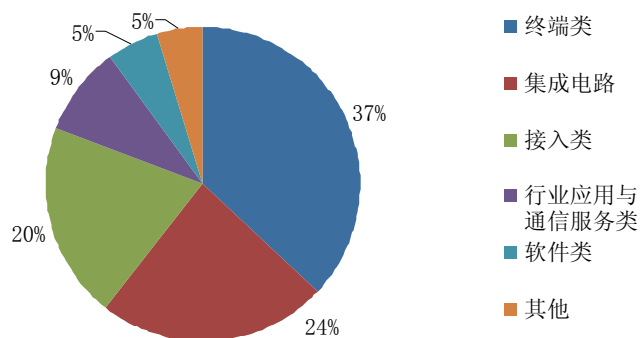
资料来源：招商证券，单位：亿元

三、大唐电信的经营情况

1、公司各主营产品的收入、毛利占比

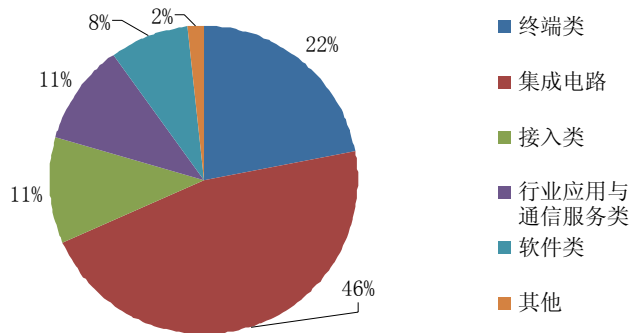
公司的业务较多，分终端类、集成电路、接入类、行业应用与通信服务类、软件类、其他等六大类，其中收入占比最大的前三个依次是：终端、集成电路、接入，毛利占比前三为：集成电路、终端、接入。

图4：09年上半年公司各产品收入占比



资料来源：招商证券

图5：09年上半年公司各产品毛利占比

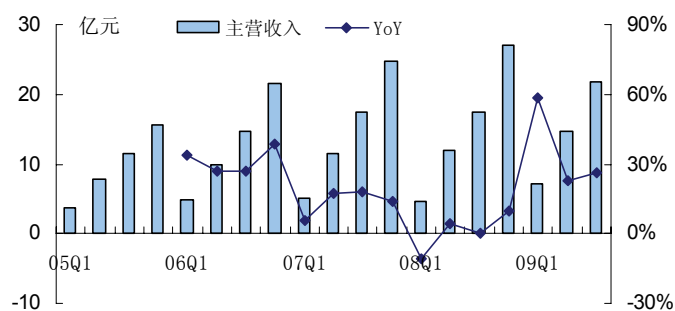


资料来源：招商证券

2、公司 09 年收入恢复增长，但利润率仍维持低位

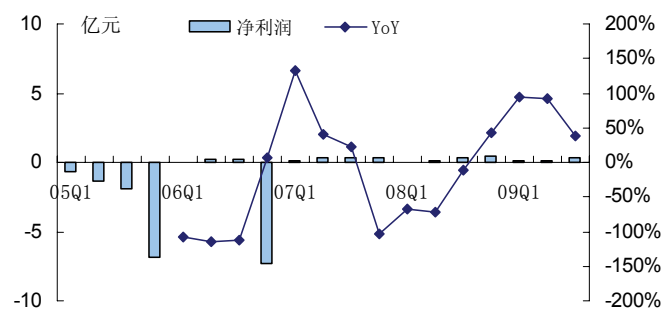
09 年前三季度公司收入同比增 26%，净利润增 38%，但净利率仍然维持在低位，仅有 1.8%，远远低于行业平均水平。

图6：02 - 09年公司季度收入



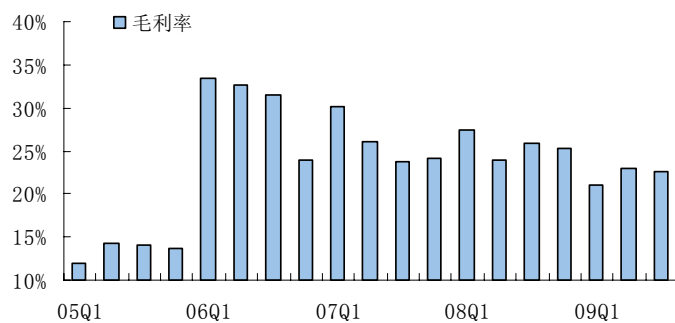
资料来源：招商证券

图7：05 - 09年公司季度末净利润



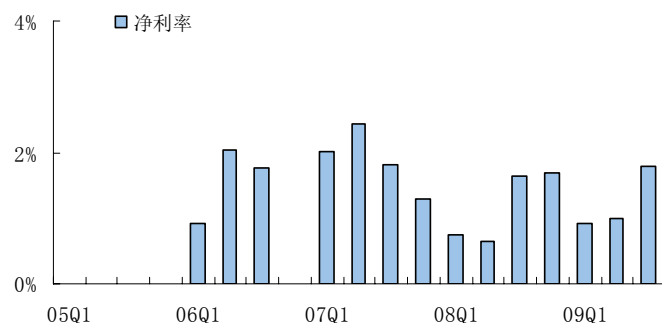
资料来源：招商证券

图8：05 - 09年公司毛利率



资料来源：招商证券

图9：05 - 09年公司季度末净利率



资料来源：招商证券

3、从财务看公司的融资和并购势在必行

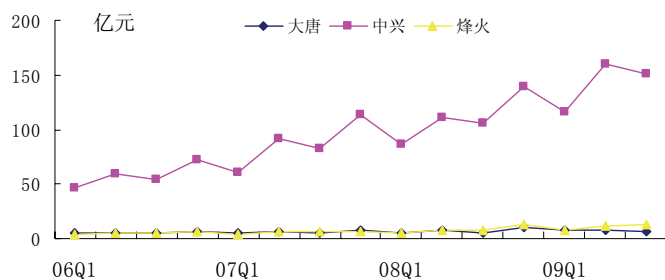
(1) 行业对比：各家公司最大差距在于收入、毛利率和财务费用率

我们选取大唐、中兴、烽火三家公司，对比其财务指标即可看出，三家公司的差距如下：

- 收入规模：中兴由于有海外销售，与大唐、烽火拉开距离
- 毛利率：中兴高出烽火和大唐，09年3季度分别为33%、26%、23%
- 销售费用率：同样由于有海外销售，中兴在此项上超过大唐烽火近5个百分点
- 管理费用率：如果将中兴的研发费用计入管理费用，三家公司管理费用率相近
- 资产负债率和财务费用率：大唐远远超过其他两家，09年3季度资产负债率81%，财务费用率3%

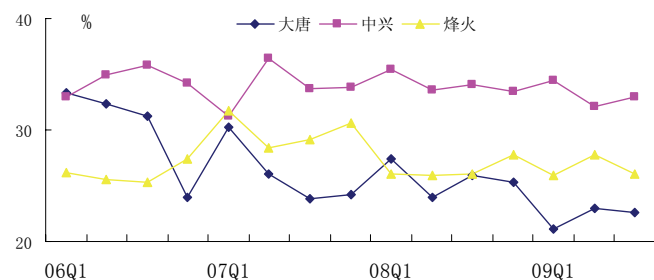
我们的结论是，如果大唐希望在盈利上提升，提升收入规模、提升毛利率、降低资产负债率和财务费用率是三个必选项。鉴于大唐原有的业务和体制，最有效的办法就是并购和融资。

图10：06-09年三家公司单季度收入对比



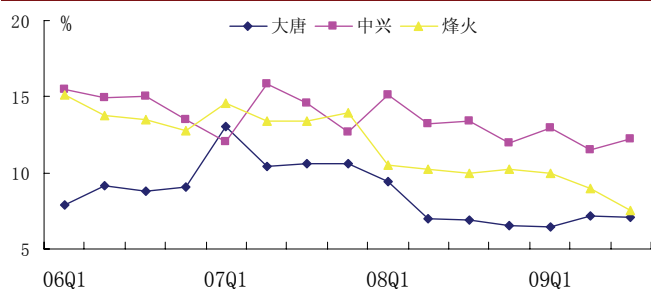
资料来源：招商证券

图11：06-09年三家公司季度末毛利率对比



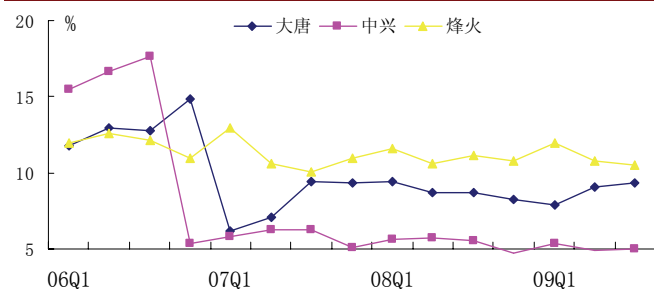
资料来源：招商证券

图12：06-09年三家公司季度末销售费用率对比



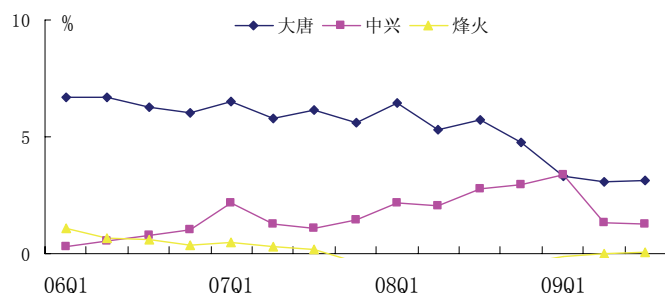
资料来源：招商证券

图13：06-09年三家公司季度末管理费用率对比



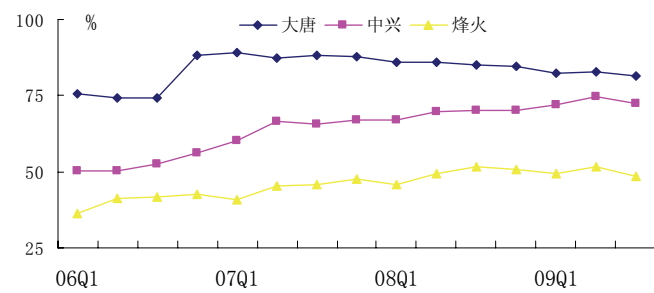
资料来源：招商证券

图14：06-09年三家公司季度末财务费用率对比



资料来源：招商证券

图15：06-09年三家公司季度末资产负债率



资料来源：招商证券

(2) 三家公司杜邦分析对比

从杜邦分析也可看出，三家公司 ROE 相近，差距在于净利率、归属母公司股东的净利润占比以及权益乘数，和上面的分析结合起来，净利率受毛利率、期间费用率影响，权益乘数与资产负债率可看作同类指标，而归属母公司股东的净利润占比，则体现的是大唐从 08 年开始进行的改变，即通过并购来提升盈利能力。

图 16：09 年 3 季度大唐杜邦分析



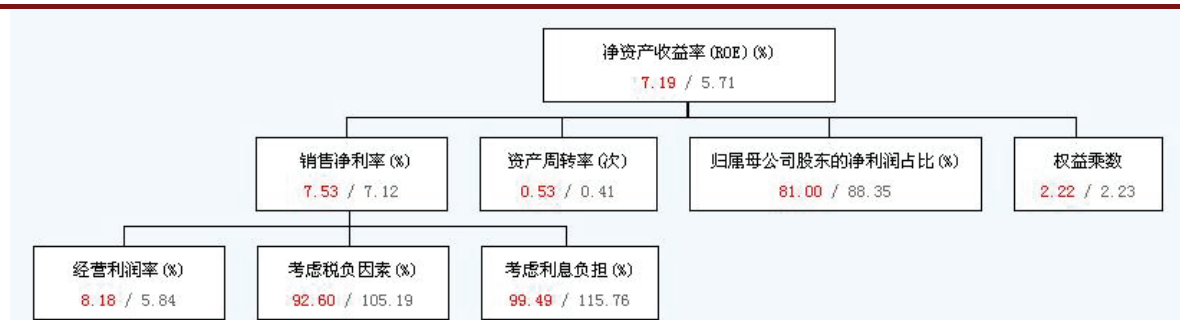
资料来源：招商证券

图 17：09 年 3 季度中兴杜邦分析



资料来源：招商证券

图 18：09 年 3 季度烽火杜邦分析



资料来源：招商证券

(3) 通过并购进行产业链整合及提升盈利能力

08 年底，大唐电信以 1.55 亿元人民币，收购上海优思通信科技有限公司 35% 的股权。上海优思主要采用台湾半导体厂商 MTK（联发科）和美国 Qualcomm 的手机技术方案，从事移动终端软、硬件设计，提供手机解决方案、以及手机核心零部件、整机的销售业务，主要模式为向国内的手机终端厂商提供主板。目前该公司是业内少数拥有基于 CDMA(EVDO)、GSM(WCDMA)、TD-SCDMA 三个平台的主板和整机方案设计服务供应商。

2008 年 1 至 7 月，优思销售收入为 6.9 亿元，净利润为 0.4 亿元，净利率 6.2%，远高于大唐电信 08 年上半年的 0.6%。因此优思可以看做大唐今后的发展思路的一个体现，即通过并购进行产业链整合及提升盈利能力。

(4) 增发融资，从而改善资本结构，年省利息 0.42 亿

09 年 5 月，公司公告非公开发行股票预案，称将以不低于 8.7 元的价格，发行 1.4 亿股，公司控股股东电信科学技术研究院拟现金认购股份数量不低于本次发行股份总数的 10%。募集资金不超过 12 亿元。

表 4：募集资金投向

序号	项目名称	项目资金需求	拟投入募集资金
1	新型 3G 智能卡研发及产业化	1.0	1.0
2	银行 EMV 卡研发及产业化	1.9	1.9
3	TD-SCDMA 数据融合产品研发及产业化	1.7	1.7
4	偿还银行贷款	8.0	7.4
合计		12.6	12.0

资料来源：招商证券，单位：亿元

公司公告称，由于多年历史沉淀，且自 2000 年实施配股以来，公司从未通过任何股权融资的方式获取产业发展所需资金，长期依靠银行借款方式筹措资金造成资本结构不合理、负债率过高（截止到 2008 年底，公司累计银行借款总额高达 22 亿元，资产负债率高达 84.7%）。每年沉重的财务费用负担，严重侵蚀公司经营利润（2008 年净利润为 4,564.64 万元，而财务费用就达到 1.37 亿元），公司迫切需要积极拓宽融资渠道，通过多元化融资方式降低财务成本、改善资本结构。

若以 2008 年 12 月 23 日调整后的一年期银行贷款年利率 5.31% 作为参考利率水平测算，募集资金用于偿还银行贷款后，公司每年可节省利息费用约 0.42 亿元。

4、公司主要业务及其亮点

(1) 战略亮点：避开竞争激烈领域，利用央企优势，以协同优势，布局未来

公司自 06 年战略转型以来，产业重点由核心网转向用户端，布局终端、微电子(即集成电路)、软件、增值业务四个产业，其中终端是连接微电子、软件、增值业务的纽带。

这个转型，让公司避开了核心网络设备领域的激烈竞争；大唐凭借在 TD 技术、终端、微电子领域的积累和综合优势，在面对终端、增值业务等领域的对手时，还是有各种优势的，有望在终端产业重新回到国内第一集团。总的来说，大唐是发挥多年国家单独投入大唐研发 TD 的优势，发挥央企在把握国家科技战略的优势，发挥央企与中移动、新华社等级别的单位合作时的优势，目前来看这个发展思路是有效的。

从战略发展方向、收入、毛利等各方面指标来看，目前大唐最重要的是终端、微电子、增值服务、接入四类业务，有以下多个亮点：电子书、TD 固话、TD 模块、EMV 卡、手机支付（RF-SIM 卡）、手机游戏，WiFi 网络建设。

(2) 终端亮点一：TD 用户 2010 年爆发增长，大唐整体受益

大唐的终端业务 08 年全年和 09 年上半年的收入分别为 7.2、5.4 亿，毛利率均为约 14%。

主要有五种产品：手机、上网卡、上网模块、TD 固话、电子书，全部是以 TD 制式为主或仅有 TD 制式。我们认为随着 TD 用户在 2010 年的迅速增长(中移动目前的目标是 3000 万户，09 年底估计为 400-500 万户)，大唐在 TD 上网卡、上网模块、固话等领域的业务将随之增长。我们预计在不考虑电子书销售的情况下，终端业务的增速也将达 50%。

图19：大唐终端五种主要产品



资料来源：招商证券

注：由左至右依次为手机、上网卡、上网模块、TD 固话、电子书

(3) 终端亮点二：TD 固话大发展

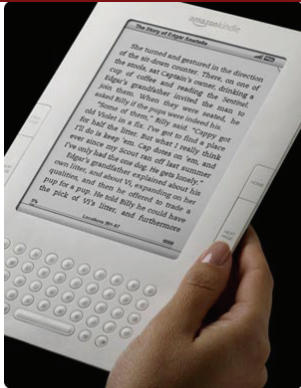
TD 固话，又称 TD “无线座机”，是基于 TD 网络的无线固话，没有电话线，只要在电话机底部插入 TD 芯片就可以使用，与中国联通的“小灵通”颇为类似。无线座机形式上类似于普通座机，功能则与小灵通相近，可以接收短信、彩信。它的卖点除了无线外，资费也相当低廉。目前中国三家运营商竞争日趋激烈，TD 固话既是移动反击电信“移动固话捆绑”的利器，同时移动增加 TD 终端出货量、培育 TD 产业链的重要措施。据运营商预测，TD 固话全国市场容量可望达 500 万部。

(4) 终端亮点三：改变人类的阅读方式，大唐电子书，与新华社合作

电子阅读终端是基于电子墨水技术的阅读器，特点是可以像阅读纸书一样阅读电子书，舒适环保、不伤眼睛。2007 年 11 月，全球第一大网络书店亚马逊推出了号称可以“改变人类阅读方式”的 Kindle 电子书。Kindle 的出现在美国掀起了抢购的热潮，即使价格高达 359 美元仍然供不应求。之后亚马逊推出了更大屏幕尺寸的 Kindle2 和 KindleDX，同样畅销。数据显示，2008 年全球共销售电子书产品 103 万台，其中近 80 万台的销量在美国。

- **大唐介入途径一：与中移动合作。**通过定制终端，获得研发和制造的利润。由于中移动将对 TD 电子阅读终端进行补贴，而且目前生产厂商较少，因此我们预计 TD 电子书的毛利率将超过目前大唐终端产品的平均毛利率(14%)。按单价 3000 元，40 万台销量，20%毛利进行保守估算，将贡献毛利 2.4 亿，08 年公司毛利 6.8 亿，相当于在 08 年的毛利的基础上增长 35%。

表 5：各类电子书的比较

	TD 电子书	亚马逊 Kindle	普通电子书
			
售价	未定，预计不超过 4000 元	6 英寸的 Kindle 二代 09 年底美国售价 259 美元	6 英寸的不带上网功能的电子书 售价约 2000 元
盈利模式	硬件+内容 运营商：销售终端+售书分成 终端厂商：为运营商定制终端	硬件+内容 亚马逊自卖终端和电子书籍	销售终端 终端厂商自行销售终端
利润分配	中移动将不收取 TD 电子书的流量费，但会按照下载内容进行收费。对下载内容，中移动拟与内容合作伙伴采取四六分成，中移动将获得六成收益	亚马逊独享终端利润，并与内容合作伙伴分成，同时亚马逊在美国为 Kindle 支付流量费(在全球其他地区下载需交流量费)	终端厂商独享销售硬件所得利润
特点	运营商的介入，使得图书作品在移动终端上展现的广度和深度越来越强，并且可以拓展到行业应用，实现“终端+通道+内容”的整合拓展	亚马逊作为在线购书网站，销售纸件书籍有助于带动其销售电子书籍，据称在有相应 Kindle 电子书版本的书籍中，亚马逊每卖出 100 本印刷书籍，就会同时卖出 48 本 Kindle 电子书。	价格便宜，可满足低端客户的需求，但由于功能简单，预计会像 PDA 被智能手机取代一样，逐步被带无线功能的电子书取代

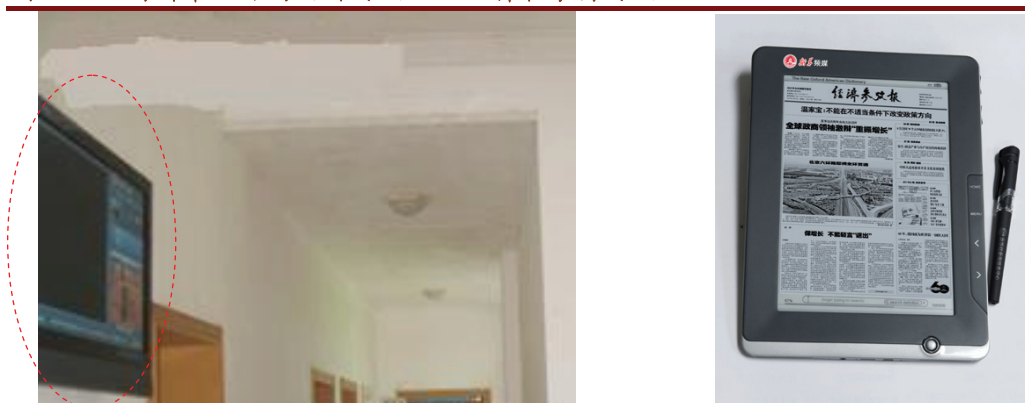
资料来源：招商证券

- **大唐介入途径二：与新华社合作。**双方将成立“新华电子阅读”项目联合体，投巨资打造名为“新华频媒”的数字内容传播完整的产业链。包括内容采集与加工系统、数字出版与传播平台、终端制造与销售体系等。

“新华频媒”称将充分利用电信运营商的“3G”网络和“电子墨水”显示技术，在各个环节上采用最先进的技术，形成一个面向全社会开放的数字阅读系统。可为新华社本身及社外新闻出版单位提供数字阅读的传播平台，同时为个人提供互联网出版渠道的销售平台。传播终端将以类纸显示电子阅读器为主，同时涵盖手机、PDA、桌面电脑等多种个人电子媒介。

新华社作为国家通讯社，是世界四大通讯社之一，不仅拥有覆盖全球的文字、图片、视频内容采集、编辑加工与传播营销体系，是强大的内容提供商和广泛的终端拥有者，拥有无可比拟的全媒体形态优势。我们认为大唐选择新华社合作，充分发挥了央企的优势，一定程度上避免了单纯与电子书终端制造商进行竞争的局面。

图20：目前新华频媒的两种终端：显示屏和手持终端



资料来源：招商证券

(5) 微电子亮点一：EMV 卡迁移

大唐的微电子业务 08 上半年、全年、09 上半年的收入分别为 3.6、7.0、3.5 亿，毛利率为 48%、41%、45%。08 年收入主要来源于通信卡业务 5.1 亿元，其余为银行卡。

微电子业务是公司的传统优势产业，在国内的集成电路设计企业中名列第三位。公司由于具有芯片设计能力，此业务的毛利率相比东信和平和恒宝股份要高。

过往收入的主要支柱是身份证卡和社保卡，目前来看，来自身份证卡的收入在下滑，来自社保卡的收入在上升，未来的增量将来自 3G 通信卡和 EMV 卡。

- **EMV 卡市场容量在 150-180 亿元，启动后公司有望年新增毛利 1-1.2 亿**

所谓的 EMV 迁移，指银行磁条卡向 IC 卡升级的过程。按照成本 8-10 元/张，18 亿张存量银行卡需进行 EMV 转移来测算，银行卡存量替换所带来的市场规模约为 150-180 亿元。如果按 10 年时间完成迁移估算，每年的市场规模约在 15-18 亿元。如果大唐微电子能获得 15% 的市场份额，那么依靠 EMV 卡的新增收入在 2.3-2.7 亿元，相比之下，08 年大唐的银行卡收入不到 2 亿元。按照 45% 的毛利估算，这部分业务能新增毛利 1-1.2 亿元，08 年公司毛利 6.8 亿，相当于在 08 年的毛利的基础上增长 18%。

- **EMV 卡迁移的启动动力在于安全考虑，阻力在于成本，何时启动有不确定性，但是大势所趋，特别是 2010 年世博会加速 EMV 卡迁移的预期，会使得 EMV 卡生产企业持续成为市场热点**

把磁条卡升级成为 IC 智能卡，能够系统降低银行磁条卡被盗风险，但全面升级成本达上千亿元，关系到银行卡、ATM、POS 机终端等的改造升级、银行后台计算机系统的升级、银行卡系统工作人员培训等几个方面，因此中国 EMV 卡迁移步伐缓慢。中国银联对 EMV 卡迁移的建议是：首先从外卡收单的领域开始迁移，然后试点发卡，并积极争取与行业卡联合发展，建设、完善 IC 卡受理环境，坚持密码验证，另外还要尽早布放 EMV 终端，选择局部迁移，阶段性推进，以实现整个产业迁移成本最小化。

此外，目前市场上存在两种芯片卡标准，一种是国际上应用较多的 EMV 标准，一种是中国人民银行的 PBOC2.0 标准。09 年 10 月中国工商银行开始全面推广芯片卡，是符合中国人民银行 PBOC2.0 标准的工银芯片白金卡和理财金账户芯片卡。

但是大唐微电子的优势在于，它是国内第一家以芯片产品为主业进入到银联卡供应商行列的企业，只要方向是选择向 IC 卡迁移，大唐将会是极具竞争优势的一家企业。

市场普遍预期，外卡的使用将推动 EMV 卡迁移的速度，08 年奥运会之前，市场即普遍预期奥运会大量外卡消费将加速 EMV 卡迁移，从而使 EMV 卡相关生产企业受益，估计 2010 年上海世博会之前，市场会有同样的预期。

(6) 微电子亮点二：手机支付与 RF-SIM 卡

大唐微电子是目前全球智能卡领域中生产规模最大、产业链最完整、生产设备最先进的智能卡企业之一，是全球唯一一家能够同时在芯片级、模块级、卡片级向客户提供全方位产品、服务与解决方案的企业。目前，公司模块年生产能力达 4 亿只，智能卡年发行能力 15,000 万张。大唐微电子一直是国内最主要的智能卡供应商，2008 年移动通信智能卡销售额 5.1 亿元，占据 17.6% 的市场份额，整体市场排名第二(数据来源：CCID)。在 2004—2007 年蝉联中国移动 SIM 卡供应商综合评比第一名，占中国移动智能卡总采购量的 20% 以上。目前，在国内先期启动的 TD-SCDMA 商用中，大唐微电子作为首批电信智能卡供应商之一，市场份额超过 40%。

- **RF-SIM 卡市场容量上限尚难估算，每 100 万张能给大唐新增毛利 0.2 亿元**

所谓的 RF-SIM 卡，是指可以支持移动支付的手机 SIM 卡。目前运营商小批量采购价 100-120 元之间，制造商的毛利率在 20%-30%。由于大规模采购后价格会有下降，我们按 100 元单价，20% 毛利估算，每 100 万张能给大唐带来 1 亿元收入，新增毛利 0.2 亿元。08 年公司毛利 6.8 亿，相当于在 08 年的毛利的基础上增长 3%。

考虑到 RF-SIM 卡明年推广情况的不确定性，以及大唐的芯片设计实力、以往 45% 的毛利率，我们认为目前对 RF-SIM 卡市场容量和收入的各种估算都难免有很大的偏差。

目前，产业链各方利益，特别是运营商和银行的利益无法达到平衡已经成为制约移动支付业务发展的一大桎梏。因此我们在业绩预测中不考虑此业务的贡献。

(7) 增值业务亮点之一：手机游戏

公司收购的上海优思于 09 年推出 U-game 手机，不仅是一台多媒体手机，而且也是游戏遥控手柄。利用 U-game 手机，用户可以方便的操控电脑及电视游戏，玩法类似任天堂的 Wii 游戏机。公司目前已经开发出 10 多款游戏，后续还有数十款的开发计划。这也是公司借助自己的终端优势，介入手机游戏领域的一个创新。

(8) 接入业务亮点一：无线城市，WiFi 建网

大唐的接入业务 08 上半年、全年、09 上半年的收入分别为 3.1、6.7、2.8 亿，毛利率为 15%、17%、13%。

公司认为，作为 3G 应用的重要补充手段，WLAN(即 WiFi)的部署周期会伴随着 3G 的发展而发展，现在 WLAN 产业已经进入了一个高速发展期。未来三年，WLAN 将呈现快速增长态势。VoWiFi、无线监控、无线多媒体播放等增值业务的推出，WLAN 还可广泛应用于石油石化、金融、医疗、交通等多个行业，在专网领域具有巨大的发展空间。

目前，中国移动的 WLAN 上网业务从商务人士和集团用户转向普通个人用户，在现有的优质 2G 网络基础上，以 TD-SCDMA/EDGE/WLAN “三网合一”的混合组网模式实现“无线城市”建设目标，WLAN 将会成为其抢占无线宽带数据业务制高点的重要手段。大唐电信在中标中国移动总部 WLAN 设备集采全部项目后，又在中国移动各省的招标中中标 11 个省份。

虽然 WLAN 业务的毛利较低，但就全面布局而言，仍然是不可或缺的一枚棋子。

(9) 面向未来的物联网龙头：与移动战略合作

物联网(Internet of Things)又名传感网，它是通过装置在各类物体上的各种信息传感设备，如射频识别(RFID)装置、M2M、二维码、红外感应器、全球定位系统、激光扫描器等种种装置与互联网或无线网络相连而形成的一个巨大网络。其目的是让所有的物品都与网络连接在一起，方便识别和管理。

中国移动人士认为，TD-SCDMA 与传感网的有效结合，将使我国拥有物联网发展的主导权。“无处不在”的移动通信网络是物联网发展的基础条件。而中国移动运营的 GPRS 和中国自主知识产权的 TD-SCDMA 网络，拥有覆盖面积大、电信级服务质量等优势，为数据信息可靠、自由地传送提供了“高速公路”，是物联网成为普遍服务的关键基础。

09 年 11 月，中国移动广东公司与华为、大唐、联想中望等 8 家厂商签署物联网项目战略合作协议，携手发力物联网领域。同时广东移动率先在全国首发物联网新产品动力 100 机器卡，正式开始募集各级合作伙伴，绸缪构建物联网产业链。虽然目前物联网还没有大规模的应用，但我们看好以运营商为主导发力物联网的形式。此前大唐也提出产业聚焦和产业协同，作积极的筹划和资源重整，将我们的人力、物力和技术调整到位，为未来的物联网时代做好准备。我们认为大唐在从感应芯片、终端、接入、软件、行业应用等各个领域都有布局，未来物联网业务启动，大唐可借助之前的准备受益。

四、大唐电信各新业务的敏感性分析

公司明年有望爆发性增长的业务有三个：电子书、EMV 卡、RF-SIM 卡，这三个产品目前均未开始正式销售，销量和毛利均有不确定性，因此我们均未计入明年的收入及业绩预测，但是这些业务可能对公司的业绩有重大影响，下面是在不同的销量和毛利水平下，各类业务带来业绩增厚的敏感性分析。综合起来，**这三项业务如果全部在明年启动，增厚业绩在 0.33-0.67 元，其中中性情况为增厚业绩 0.52 元。**

1、电子书增厚业绩的敏感性分析

我们进行敏感性分析的前提是：按单价 3000 元、20-100 万五种销量情况，毛利率 16%-24%。此外股本按增发成功后 5.79 亿股计算，所得税率为 25%，假设新增几十万台终端销售基本不带来销售和管理费用增长，即新增毛利直接成为新增税前利润。

我们认为明年相对中性的预测是 20-60 万的销量、18-22% 的毛利率，则明年电子书增厚业绩 0.17-0.42 元，其中 40 万销量、20% 毛利率的情况，增厚 EPS 0.31 元。

表 6：电子书增厚业绩的敏感性分析

毛利 数量	16%	18%	20%	22%	24%
10	0.06	0.07	0.08	0.09	0.09
20	0.12	0.14	0.16	0.17	0.19
40	0.25	0.28	0.31	0.34	0.37
60	0.37	0.42	0.47	0.51	0.56
80	0.50	0.56	0.62	0.68	0.75

资料来源：招商证券，单位：数量为万台，EPS 为元

2、EMV 卡增厚业绩的敏感性分析

我们进行敏感性分析的前提是：按单价 10 元、1500-3500 万五种销量情况，毛利率 41%-49%。此外股本按增发成功后 5.79 亿股计算，公司在大唐微电子公司持股比例为 95%，所得税率为 15%，假设新增毛利直接成为新增税前利润。

我们认为明年相对中性的预测是 1500-2500 万张的销量(全国 18 亿张中更换 6-10%，即 1-1.8 亿张，公司获 15% 份额)、41-49% 的毛利率，则明年 EMV 卡增厚业绩 0.1-0.15 元，其中 2000 万销量，45% 毛利率的情况下，增厚 EPS 0.13 元。

表 7：EMV 卡增厚业绩的敏感性分析

毛利 数量	41%	43%	45%	47%	49%
1000	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
1500	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
2000	0.11	0.12	0.13	0.13	0.14
2500	0.14	0.15	0.16	0.16	0.17
3000	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21

资料来源：招商证券，单位：数量为万张，EPS 为元

3、RF-SIM 卡增厚业绩的敏感性分析

我们进行敏感性分析的前提是：按 100-500 万张五种销量情况，毛利率 21%-29%。此外股本按增发成功后 5.79 亿股计算，公司在大唐微电子公司持股比例为 95%，所得税率为 15%，假设新增毛利直接成为新增税前利润。我们认为明年相对中性的预测是 200-400 万张的销量、23-27%的毛利率，则明年 EMV 卡带来业绩增厚的范围是 0.06-0.1 元，其中 300 万销量，25%毛利率的情况下，增厚 EPS 0.08 元。

表 8：RF-SIM 卡增厚业绩的敏感性分析

毛利 数量	21%	23%	25%	27%	29%
100	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
200	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
300	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10
400	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13
500	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16

资料来源：招商证券，单位：数量为万张，EPS 为元

4、原有业务销售结构预测

不考虑电子书、EMV 卡、RF-SIM 卡等三项业务的情况下，销售收入结构预测为：

表 9：销售收入结构预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,693	3,361	4,364	5,890
终端	721	1,262	2,020	3,232
微电子	696	674	667	700
接入	671	641	705	776
行业应用与通信服务	152	381	610	854
软件	220	216	212	208
其他	233	187	149	119
收入增长率	109%	25%	30%	35%
终端		75%	60%	60%
微电子	-25%	-3%	-1%	5%
接入		-4%	10%	10%
行业应用与通信服务		150%	60%	40%
软件	-20%	-2%	-2%	-2%
其他		-20%	-20%	-20%
毛利率预测	25%	22%	24%	24%
终端	14%	14%	20%	20%
微电子	41%	45%	45%	45%
接入	17%	13%	13%	13%
行业应用与通信服务	46%	27%	30%	30%
软件	36%	36%	36%	36%
其他	11%	8%	8%	8%

资料来源：招商证券，单位：收入为百万元

五、公司估值

1、多个业务领域均出现爆发式增长机遇，应给行业最高估值

公司的亮点有三，首先是公司的多个业务领域均出现了爆发式增长的机遇，投资风险远小于只有单一业务的公司；其次，公司在应对新机遇时的业务整合期，后续将持续有资产剥离和整合、并购的动作；最后，央企整合使得央企之间面临竞争，央企之间、央企对民企的并购也是预料中事；央企整合以及其旗下的上市公司的整合，将给资本市场带来重组和并购预期。因此可以给予电信设备商中最高估值。

2、相对估值法

我们采用 PE、PB、PS 等相对估值法对公司进行评估。采用 PE 法，假设 2010 年只有电子书和 RF-SIM 卡启动，整体业绩为 0.55-0.85 元，中性情况业绩为 0.72 元，按 2010 年 30 倍 PE，估值 21.6 元。(如未说明股本按增发成功后 5.79 亿股计算)

(1) PE 法：10 年 30 倍，原业务估值 8.4 元，加入不确定新业务估值 24 元

■ 公司新业务带来业绩增厚远大于原有业务

我们预测 2010 年公司原有业务业绩为 0.28 元，按 10 年 30 倍 PE 估值为 8.4 元。电子书、EMV 卡、RF-SIM 卡这三项业务如果全部在明年启动，增厚业绩在 0.33-0.67 元，其中中性情况为增厚业绩 0.52 元。即整体业绩变为 0.61-0.95 元，其中中性情况业绩为 0.8 元，按照 2010 年 30 倍 PE，估值 24 元。

(2) PE 法：10 年 30 倍，考虑只有电子书和手机支付启动，估值 21.6 元

■ 需要考虑各项新业务启动的可能性大小，如只有电子书和 RF-SIM 卡启动(目前来看电子书和 RF-SIM 卡业务启动已经是大概率事件)，则业绩增厚将在 0.27-0.57 元，加入新业务估值 21.6 元

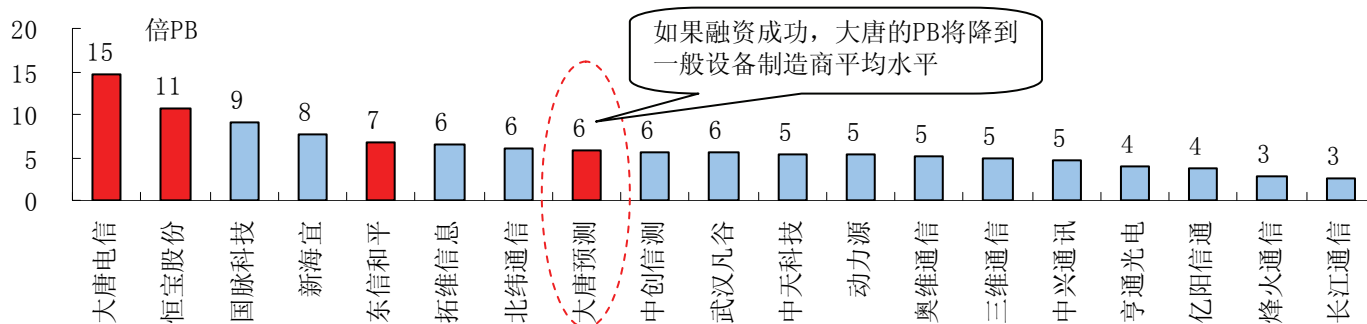
假设 2010 年只有电子书和 RF-SIM 卡这两项业务启动，增厚业绩在 0.27-0.57 元，其中中性情况为增厚业绩 0.44 元。即整体业绩变为 0.55-0.85 元，其中中性情况业绩为 0.72 元，按照 2010 年 30 倍 PE，估值 21.6 元。

(3) PB 法：如果融资成功，按行业平均 5.7 倍 PB，估值底线为 18.2 元

根据 09 年三季报，公司所有者权益 6.3 亿，如果融资 12 亿元，股本增厚至 5.8 亿，每股净资产 3.2 元，按行业平均 5.7 倍 PB，估值为 18.2 元。与同样是有手机支付和 EMV 卡业务的东信和平和恒宝股份进行比较，大唐 5.7 倍 PB 低于恒宝的 10.6 倍和东信和平的 6.6 倍，仍然偏低。

如果融资不成功，公司每股净资产 1.4 元，按 5.7 倍 PB，估值 8.2 元，目前股价为 14.7 倍 PB，超过一般的通信设备商，因此融资成功才能给公司足够的安全底线。

图21: 主要通信设备商PB比较

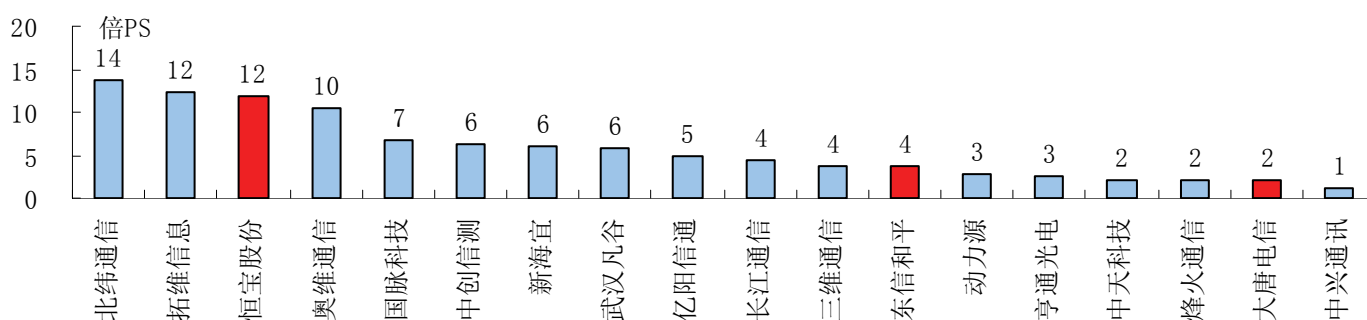


资料来源: 招商证券

(4) PS 法: 公司目前属于低估值

就行业平均的 09 年 PS 为 6 倍来看, 公司目前的 PS 为 2 倍, 属于低估值。更是大大低于恒宝股份(13.6 倍)及东信和平(11.8 倍)。

图22: 主要通信设备商PS比较

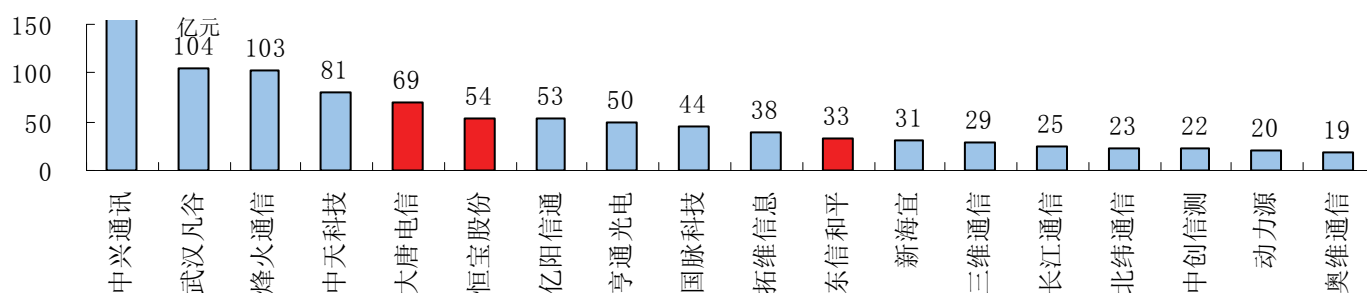


资料来源: 招商证券

(5) 总市值法: 公司有望成为 A 股市值第二大的通信设备商

公司目前市值不到 70 亿, 在行业向好的趋势下, 以公司的综合技术实力和产业布局, 未来的业绩爆发性和持续性将保持在行业内领先的水平, 如果公司融资成功、未来又能借助央企整合的机会获得更多政策支持, 我们认为公司有望名列中兴通讯之后, 成为 A 股市值第二大的通信设备商, 目前的市值是被严重低估的。

图23: 主要通信设备商市值比较



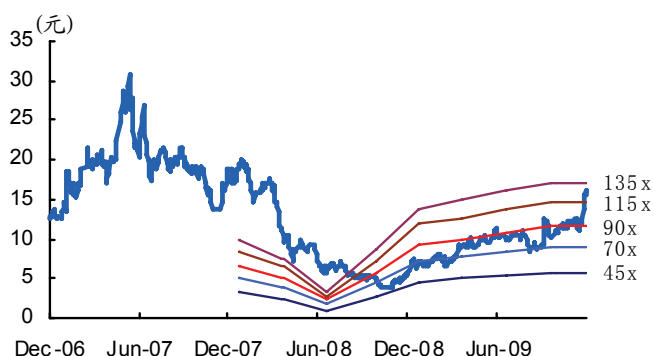
资料来源: 招商证券

表 10: 通信设备商估值对比表

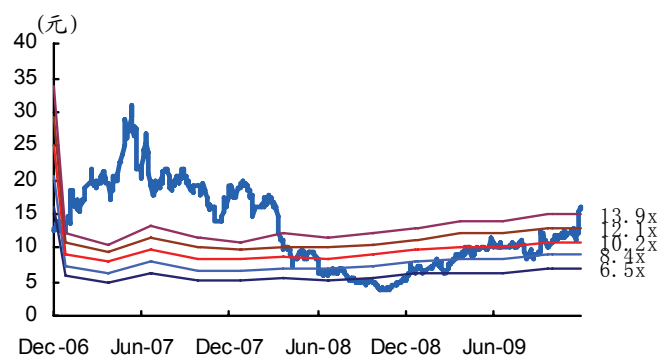
公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	MRQ	09E	TTM	亿元	(元)
中兴 A 股	000063	1.24	1.41	1.83	33	48	14	32	28	22	4.8	1.2	13	731	39.9
中兴 H 股	0763	1.24	1.41	1.83	33	48	14	30	26	20	5.2	1.1	12	757	43.4
武汉凡谷	002194	0.77	0.69	0.86	44	17	24	24	27	22	5.6	5.9	21	104	18.7
烽火通信	600498	0.43	0.65	0.91	66	52	41	55	36	26	2.8	2.1	8	103	23.4
中天科技	600522	0.54	0.98	1.16	73	115	19	47	26	22	5.3	2.1	19	81	25.1
大唐电信	600198	0.10	0.14	0.28	44	28	60	151	112	55	14.7	2.0	12	69	15.8
亿阳信通	600289	0.21	0.53	0.73	(41)	146	20	71	28	21	3.8	4.8	6	53	15.0
国脉科技	002093	0.29	0.40	0.56	36	37	41	57	42	30	9.0	6.7	18	44	16.6
亨通光电	600487	0.64	1.06	1.30	34	58	24	47	28	23	4.1	2.6	13	50	30.1
恒宝股份	002104	0.28	0.34	0.43	32	23	27	67	54	43	10.6	11.8	18	54	18.4
新海宜	002089	0.20	0.35	0.44	20	138	26	70	41	33	7.6	6.1	16	31	14.4
中创信测	600485	0.42	0.51	0.70	111	23	38	39	32	23	5.7	6.3	14	22	16.2
三维通信	002115	0.47	0.83	1.09	35	39	35	46	26	20	4.8	3.8	11	29	21.9
长江通信	600345	0.10	0.21	0.20	(43)	0	0	125	60	63	2.5	4.5	3	25	12.7
东信和平	002017	0.27	0.32	0.42	3	16	33	79	68	51	6.6	3.7	7	33	21.6
动力源	600405	0.02	0.20	0.30	45	0	0	394	48	32	5.3	2.8	13	20	9.6
奥维通信	002231	0.19	0.24	0.29	(43)	30	17	96	74	63	5.1	10.4	7	19	17.9
拓维信息	002261	0.98	0.81	1.02	24	15	26	35	42	33	6.4	12.2	14	38	34.1
北纬通信	002148	0.46	0.54	0.72	8	18	33	67	57	43	6.1	13.6	10	23	30.8
平均					24	48	26	94	49	37	7	6	12		

资料来源: Wind, 招商证券

注: 股价为 09 年 12 月 11 日收盘价; 中兴 H 股股价和市值单位为港币, 其余均为人民币;

图 24: 大唐电信历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 25: 大唐电信历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2814	2779	3016	3708	4555
现金	761	930	956	1079	1089
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	48	15	7	9	12
应收款项	951	916	1151	1451	1900
其它应收款	141	42	62	80	109
存货	826	808	744	964	1279
其他	86	67	97	125	167
非流动资产	608	859	896	940	983
长期股权投资	47	32	32	32	32
固定资产	411	373	445	509	570
无形资产	82	223	201	181	163
其他	67	231	218	218	218
资产总计	3422	3638	3912	4648	5538
流动负债	2843	2957	3137	2464	2983
短期借款	1739	2123	2123	1200	1357
应付账款	427	350	519	671	891
预收账款	52	38	78	102	135
其他	625	446	417	492	599
长期负债	163	123	120	111	111
长期借款	80	0	0	0	0
其他	83	123	120	111	111
负债合计	3005	3080	3257	2576	3094
股本	439	439	439	579	579
资本公积金	1355	1373	1373	2433	2433
留存收益	(1445)	(1399)	(1349)	(1219)	(996)
少数股东权益	69	147	194	281	429
母公司所有者权益	348	411	462	1792	2015
负债及权益合计	3422	3638	3912	4648	5538

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	164	268	274	(6)	23
净利润		46	63	163	278
折旧摊销		0	52	54	57
财务费用		0	64	15	15
投资收益		0	(2)	0	0
营运资金变动		0	17	(333)	(498)
其它		222	81	95	171
投资活动现金流	224	(79)	(88)	(100)	(100)
资本支出		0	(100)	(100)	(100)
其他投资		(79)	12	0	0
筹资活动现金流	(76)	(329)	(161)	230	86
借款变动		0	(80)	(923)	157
普通股增加		0	0	140	0
资本公积增加		0	0	1060	0
股利分配		0	(13)	(33)	(56)
其他		(329)	(68)	(15)	(15)
现金净增加额	312	(141)	26	124	10

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2469	2706	3361	4364	5890
营业成本	1872	2022	2611	3381	4489
营业税金及附加	15	15	19	24	33
营业费用	261	176	239	280	366
管理费用	231	223	314	355	432
财务费用	138	128	64	15	15
资产减值损失	82	15	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	95	(0)	2	0	0
营业利润	(34)	126	117	310	556
营业外收入	117	9	39	39	39
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	82	133	155	347	593
所得税	36	37	45	97	166
净利润	46	96	110	250	427
少数股东损益	14	51	47	87	149
母公司所有者净利润	32	46	63	163	278
EPS (元)	0.07	0.10	0.14	0.28	0.48

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	14%	10%	24%	30%	35%
营业利润	-95%	-467%	-8%	165%	79%
净利润	-104%	44%	38%	159%	71%
获利能力					
毛利率	24.1%	25.3%	22.3%	22.5%	23.8%
净利率	1.3%	1.7%	1.9%	3.7%	4.7%
ROE	9.1%	11.1%	13.6%	9.1%	13.8%
ROIC	2.5%	6.7%	4.6%	7.1%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	87.8%	84.7%	83.2%	55.4%	55.9%
净负债比率	56.1%	60.6%	54.3%	25.8%	24.5%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.5	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.7	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.1
存货周转率	2.1	2.5	3.4	4.0	4.0
应收帐款周转率	2.2	2.9	3.3	3.4	3.5
应付帐款周转率	3.2	5.2	6.0	5.7	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.07	0.10	0.14	0.28	0.48
每股经营现金	0.37	0.61	0.62	-0.01	0.04
每股净资产	0.79	0.94	1.05	3.10	3.48
每股股利	0.25	0.30	0.03	0.06	0.10
估值比率					
PE	218.1	151.9	110.4	56.1	32.9
PB	19.9	16.9	15.0	5.1	4.5
EV/EBITDA	48.6	26.2	37.3	22.9	13.8

分析师简介

曾斌: 6 年通信行业从业经历, 目前为招商证券通信行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。