

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

2010年1月4日

大唐电信 (600198.SH)/20.27元

电子书开始出货, 增发方案调整带来业绩增厚

通信·通信设备

目标估值: 22.2元

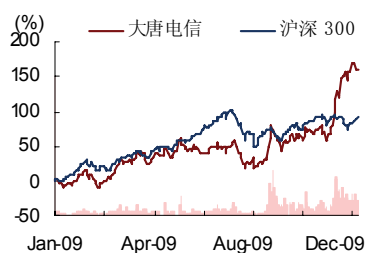
审慎推荐-A (维持)

基础数据

上证综指	3274
总股本 (万股)	43899
已上市流通股 (万股)	43733
总市值 (亿元)	81
流通市值 (亿元)	81
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	57	83	186
相对表现	56	73	89



相关报告

1、《国进民退趋势下, 被严重低估的龙头央企》

2009/12/13

我们最近参加了公司股东会, 了解公司业务最新进展, 并对增发方案调整影响业绩进行测算。看好公司的几大理由不变: 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。维持“审慎推荐”评级, 上调目标估值至 22.2 元。公司最大不确定性在于增发能否通过, 如果增发成功或者各项业务有突破性进展我们将视情况上调评级。

- **电子书在 2009 年已经开始出货, 这是一个好的开始:** 09 年底浙江移动已开始推广电子书, 公司是最早为其供货的公司, 全年出货可能到约一万部。电子书将是 10 年中移动力推产品之一。中移动要完成 10 年 TD 发展目标, 必然加大各类 TD 终端的推广力度, 10 年 TD 电子书市场有望爆发性增长;
- **大唐在 TD 电子书领域的优势在于全方位协同:** 既有 TD 终端上的技术优势、运营商渠道的市场优势, 也有与新华社合作的央企优势, 公司对未来拓展电子书增值业务的思路较多 (比如中国市场新闻类内容将比书籍类更有吸引力), 这种全面优势是竞争对手短期内难以超越的;
- **公司公告调整增发方案, 去除偿还银行贷款的项目:** 公司新增股本变少 (0.529 亿股), 由该项目直接带来的财务费用减少的利好也消失, 我们认为这个变动不会影响公司主业发展, 仅影响财务费用。不考虑三项爆发性业务, 公司 EPS 基本不变; 考虑三项爆发性业务后, 公司的 EPS 将有增厚, 中性情况下增厚 0.10 元, 即 2010 年业绩有望达到 0.82 元;
- **增发方案修改后, 原有业务和新业务分开计算 EPS,** 10、11 年原有业务贡献 EPS 0.27、0.49 元, 新业务启动后中性情况每年贡献 EPS 约 0.62 元。需考虑各项新业务启动的可能性大小, 如 10 年只有电子书和 RF-SIM 卡两项业务启动, 整体业绩 0.54-1.1 元, 中性情况业绩 0.74 元, 按 30 倍 PE 估值 22.2 元;
- **维持“审慎推荐”评级:** 我们维持原有看法, 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, 因此维持“审慎推荐”评级, 目标价为 22.2 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	242	478
同比增长	-95%	-467%	-8%	107%	98%
净利润 (百万元)	32	46	63	131	242
同比增长	-104%	44%	38%	109%	85%
每股收益 (元)	0.07	0.10	0.14	0.27	0.49
PE	218.1	151.9	110.4	59.2	32.1
PB	19.9	16.9	15.0	7.6	6.4

资料来源: 招商证券

一、公司公告调整募投项目，降低增发股数和募资金额

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 1：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

09 年 12 月，公司董事会通过《关于公司调整非公开发行中偿还银行贷款募集资金数额的议案》，同意公司将非公开发行募集资金项目中偿还银行贷款的金额调减为零，并相应下调募集资金规模。具体调整内容如下：发行数量由 1.2 亿股调整为 0.529 亿股，募集资金由不超过 12 亿元变为不超过 4.6 亿元，募集资金投向项目中，去除偿还银行贷款一项。

表 2：调整后的募集资金投向

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
合计		4.6	4.6

资料来源：招商证券，单位：亿元

二、调整带来影响：财务费用受益减少，EPS 增加

此次调整之后，公司新增股本变少(变为 0.529 亿股)，由增发直接带来的财务费用减少的利好也消失(公司自行预测每年可节省利息费用约 0.42 亿元)，我们认为，这个变动不会影响到公司的主业发展，仅仅影响到财务费用。

综合起来，不考虑三项爆发性业务，公司的 EPS 基本不变；考虑三项爆发性业务后，公司的 EPS 将有增厚，中性情况下增厚 0.10 元，即 2010 年业绩有望达到 0.82 元。

我们在之前的深度报告中指出过，公司 2010 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大规模正式销售，销量和毛利均有不确定性，因此我们均未计入 2010 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，下面是在新的股本之下，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 2010 年启动，增厚业绩在 0.39-0.79 元，其中中性情况为增厚业绩 0.62 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 4.92 亿股计算，所得税率为 25%，假设新增几十万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 2010 年相对中性的预测是 20-60 万的销量、18-22% 的毛利率，则 2010 年电子书增厚业绩 0.2-0.49 元，其中 40 万销量、20% 毛利率的情况，增厚 EPS 0.37 元，相比调整前的 0.31 元，增厚 0.06 元。

表 3：电子书增厚业绩的敏感性分析

毛利 数量	16%	18%	20%	22%	24%
10	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
20	0.15	0.16	0.18	0.20	0.22
40	0.29	0.33	0.37	0.40	0.44
60	0.44	0.49	0.55	0.60	0.66
80	0.59	0.66	0.73	0.81	0.88

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 4.92 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 2010 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 2010 年 EMV 卡增厚业绩 0.12-0.18 元，其中 2000 万销量，45% 毛利率的情况下，增厚 EPS 0.15 元，相比调整前的 0.13 元，增厚 0.02 元。

表 4：EMV 卡增厚业绩的敏感性分析

毛利 数量	41%	43%	45%	47%	49%
1000	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
1500	0.10	0.11	0.11	0.12	0.12
2000	0.13	0.14	0.15	0.15	0.16
2500	0.17	0.18	0.18	0.19	0.20
3000	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24

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 4.92 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 2010 年相对中性的预测是 200-400 万张的销量、23-27%的毛利率，则 2010 年 RF-SIM 卡带来业绩增厚的范围是 0.07-0.12 元，其中 300 万销量，25%毛利率的情况下，增厚 EPS 0.10 元，相比调整前的 0.08 元，增厚 0.02 元。

表 5：RF-SIM 卡增厚业绩的敏感性分析

毛利 数量	21%	23%	25%	27%	29%
100	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
200	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08
300	0.08	0.09	0.10	0.11	0.11
400	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15
500	0.14	0.15	0.16	0.18	0.19

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变

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

表 6：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%

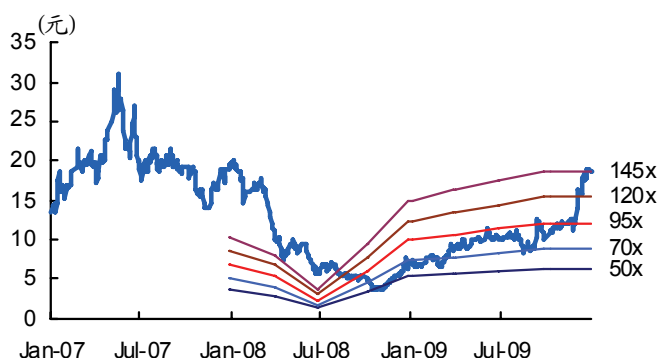
资料来源：招商证券，单位：收入为百万元

表 7: 通信设备商估值对比表

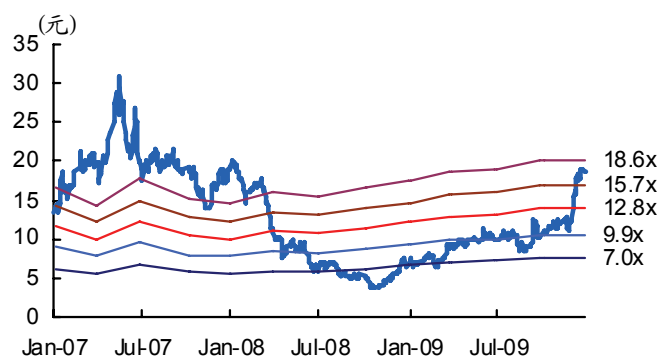
公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	MRQ	09E	TTM	亿元	(元)
中兴 A 股	000063	1.24	1.41	1.83	33	48	14	37	32	25	5.4	1.4	13	831	45.4
中兴 H 股	0763	1.24	1.41	1.83	33	48	14	34	29	23	6.2	1.3	12	908	52.0
武汉凡谷	002194	0.77	0.69	0.86	44	17	25	29	32	26	6.7	7.1	21	124	22.4
烽火通信	600498	0.43	0.65	0.91	66	52	41	64	42	30	3.3	2.5	8	121	27.4
中天科技	600522	0.54	0.98	1.17	73	115	19	47	26	22	5.3	2.1	19	81	25.3
大唐电信	600198	0.10	0.14	0.27	44	39	159	193	144	76	18.8	2.5	12	89	20.3
亿阳信通	600289	0.21	0.53	0.73	(41)	152	38	82	32	23	4.3	5.5	6	60	17.1
国脉科技	002093	0.29	0.40	0.56	36	37	41	64	47	33	10.1	7.6	18	50	18.7
亨通光电	600487	0.64	1.06	1.30	34	58	24	50	30	25	4.3	2.5	13	53	32.2
恒宝股份	002104	0.28	0.34	0.43	32	23	27	78	63	50	12.4	13.7	18	63	21.5
新海宜	002089	0.20	0.35	0.44	20	138	26	79	46	37	8.6	6.9	16	34	16.1
中创信测	600485	0.42	0.50	0.70	111	21	39	43	36	26	6.3	7.2	14	25	18.1
三维通信	002115	0.47	0.83	1.09	35	39	36	58	33	25	6.0	4.7	11	37	27.4
长江通信	600345	0.10	0.21	0.20	(43)	0	0	136	66	69	2.8	4.9	3	28	13.9
东信和平	002017	0.27	0.23	0.31	3	10	33	69	81	61	7.5	4.3	7	38	19.0
动力源	600405	0.02	0.20	0.30	45	0	0	406	50	33	5.4	2.9	13	21	9.9
奥维通信	002231	0.19	0.24	0.29	(43)	30	17	103	79	68	5.5	11.2	7	21	19.3
拓维信息	002261	0.98	0.81	1.02	24	15	27	43	53	42	8.0	15.3	14	48	42.5
北纬通信	002148	0.46	0.54	0.71	8	18	32	81	69	52	7.3	16.6	10	28	36.9
平均					24	48	35	104	56	42	8	7	12		

资料来源: Wind, 招商证券

注: 股价为 10 年 1 月 4 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 1: 大唐电信历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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	3619	4555
现金	761	930	956	990	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	4559	5538
流动负债	2843	2957	3137	3158	3814
短期借款	1739	2123	2123	1894	2188
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	3269	3925
股本	439	439	439	492	492
资本公积金	1355	1373	1373	1780	1780
留存收益	(1445)	(1399)	(1349)	(1244)	(1050)
少数股东权益	69	147	194	264	393
母公司所有者权益	348	411	462	1026	1220
负债及权益合计	3422	3638	3912	4559	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	13	45
净利润		46	63	131	242
折旧摊销		0	52	54	57
财务费用		0	64	83	92
投资收益		0	(2)	0	0
营运资金变动		0	17	(333)	(498)
其它		222	81	78	152
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)	122	154
借款变动		0	(80)	(229)	295
普通股增加		0	0	53	0
资本公积增加		0	0	407	0
股利分配		0	(13)	(26)	(48)
其他		(329)	(68)	(83)	(92)
现金净增加额	312	(141)	26	34	99

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	83	92
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	242	478
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	280	516
所得税	36	37	45	78	145
净利润	46	96	110	201	372
少数股东损益	14	51	47	70	129
母公司所有者净利润	32	46	63	131	242
EPS (元)	0.07	0.10	0.14	0.27	0.49

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%	107%	98%
净利润	-104%	44%	38%	109%	85%
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%	3.0%	4.1%
ROE	9.1%	11.1%	13.6%	12.8%	19.8%
ROIC	2.5%	6.7%	4.6%	7.3%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	87.8%	84.7%	83.2%	71.7%	70.9%
净负债比率	56.1%	60.6%	54.3%	41.5%	39.5%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.0	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	0.27	0.49
每股经营现金	0.37	0.61	0.62	0.03	0.09
每股净资产	0.79	0.94	1.05	2.09	2.48
每股股利	0.25	0.30	0.03	0.05	0.10
估值比率					
PE	218.1	151.9	110.4	59.2	32.1
PB	19.9	16.9	15.0	7.6	6.4
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。