

低谷未过，业绩反转点日益临近

东信和平 (002017) 评级: 中性 (首次)

股价: 11.54 元

目标价位: 12.60 元

跟踪报告

2009 年 8 月 10 日 星期一

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 12.60

升值潜力 (%) 9.2%

目标价确定日期: 09.08.10

重要数据

总股本(亿股) 1.53

流通股本(亿股) 1.51

总市值(亿元) 17.71

流通市值(亿元) 17.41

市场表现

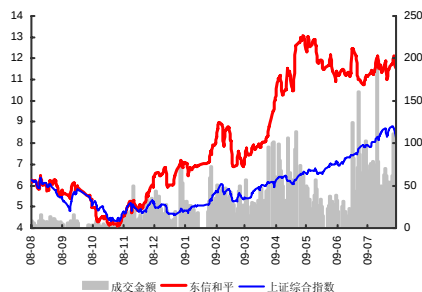
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 0.44 5.53

3 个月 -10.03 -37.88

6 个月 46.13 -20.82

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 3.7 亿元,同比减少 17.9%;营业利润 2,611 万元,同比增长 11.2%; 归属母公司所有者的净利润 2,154 万元,同比减少 14.2%; 每股收益 0.14 元。其中二季度实现营业收入 1.91 亿元,同比减少 31%; 归属母公司所有者的净利润 1,169 万元,同比减少 21%,每股收益 0.08 元。公司预计 09 年 1-9 月净利润同比增减变化幅度不超过 30%。
- 低谷未过，业绩反转点日益临近。**公司营业收入未能实现正增长，增速连续 4 个季度低迷，09 年第二季度更是同比下滑 31%。收入占比 77%的 SIM 卡收入同比减少 15.6%，一方面虽然国内运营商去库存接近尾声，但采购量仅略有恢复，同时竞争加剧导致产品单价下降，致使国内收入出现负增长，另一方面出口受经济危机影响，公司海外收入同比减少 29.8%，高于国内收入减少幅度。由于去年第 3 季度基数低，我们预计今年 3 季度 SIM 卡收入降幅将收窄甚至有望出现正增长，年底随着运营商 3G 网络建设接近尾声，侧重点将向销售倾斜，公司业绩也将进入加速好转期。
- 寒冬添暖意，金融卡、社保卡业务表现出色。**相比 SIM 产品的逊色，公司金融卡、社保卡业务表现突出，收入分别同比增长 70.4%、264.2%，银行 IC 卡以及社保卡小规模招标启动成为重要驱动因素。目前公司金融卡、社保卡收入占比仅为 5%，短期内的快速增长还难以对公司业绩起到支撑作用

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	771.5	838.6	889.4	1,074.1	1,340.9
营业收入增长率 (%)	41.5%	8.7%	6.1%	20.8%	24.8%
营业利润 (百万元)	42.3	30.5	48.7	65.4	93.5
营业利润增长率 (%)	158.6%	-27.9%	59.7%	34.2%	43.0%
净利润 (百万元)	40.8	42.1	48.8	64.1	89.0
净利润增长率 (%)	84.0%	3.1%	16.1%	31.2%	39.0%
营业利润率 (%)	5.5%	3.6%	5.5%	6.1%	7.0%
每股收益 (元)	0.266	0.274	0.318	0.417	0.580
每股净资产 (元)	2.80	3.08	3.40	3.81	4.39
PE (X)	43.4	42.1	36.3	27.6	19.9
PB (X)	4.1	3.8	3.4	3.0	2.6
ROE (%)	9.5%	8.9%	9.4%	10.9%	13.2%

用。从产品前景上看，我们认为金融卡的成长空间更加宽广，但目前 EMV 迁移仍处在小规模推进阶段，规模推广尚需时日，根据行业专家的观点，预计将在 2011 年全面开启 EMV 迁移。

- **保证研发投入，汇兑损失减少。**报告期公司期间费用率 17.6%，同比降低 1.1 个百分点，海外运费减少及佣金调整使销售费用率同比降低 0.8 个百分点；管理费用率同比上升 0.4 个百分点，主要是公司为保证研发投入，在收入负增长的情况下研发费用却同比增加 0.6% 至 1,666 万元，研发费用率同比上升 0.8 个百分点至 4.5%；财务费用率同比降低 0.7 个百分点，主要是由于美元汇率走势稳定，公司汇兑损失大幅减少所致。
- **营业外收入减少进一步降低利润。**1-6 月公司营业外收入同比减少 552 万元，系确认的增值税退税和政府补助的大幅减少所致，若不考虑这部分的影响，公司净利润可达 2,588 万元，同比增长 3.1%。
- **目前公司孟加拉国项目已建成投产，印度公司也开始运营，本地化的生产可更加切合当地运营商要求，同时降低成本及销售费用。**预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.32 元、0.42 元、0.58 元，对应动态市盈率分别为 36x、28x、20x，估值水平合理。我们认为由于运营竞争激烈，中国移动作为公司第一大客户，净增用户数正逐步走低，对 SIM 卡需求下降，而 TD-SCDMA 用户增长并不明朗，3G USIM 卡未进入规模采购阶段，因为我们给予公司“中性”的投资评级。

表 1. 东信和平半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	370.05	450.91	-17.9%	190.60	276.14	-31.0%	179.45	6.2%
增长率	-17.9%	32.0%	-49.9%	-31.0%	49.9%	-80.9%	2.7%	-33.7%
毛利率	25.3%	25.8%	-0.5%	24.9%	24.3%	0.6%	25.7%	-0.8%
营业成本	276.32	334.63	-17.4%	143.08	208.96	-31.5%	133.25	7.4%
营业税金及附加	2.98	2.33	27.9%	1.17	1.12	3.6%	1.82	-35.9%
期间费用率	17.6%	18.8%	-1.1%	17.5%	19.1%	-1.6%	17.8%	-0.3%
销售费用	26.48	36.00	-26.4%	14.41	20.17	-28.5%	12.07	19.4%
销售费用率	7.2%	8.0%	-0.8%	7.6%	7.3%	0.3%	6.7%	0.8%
管理费用	37.75	44.30	-14.8%	20.16	29.83	-32.4%	17.59	14.6%
管理费用率	10.2%	9.8%	0.4%	10.6%	10.8%	-0.2%	9.8%	0.8%
财务费用	1.05	4.41	-76.2%	(1.22)	2.62	-146.7%	2.27	-153.8%
财务费用率	0.3%	1.0%	-0.7%	-0.6%	0.9%	-1.6%	1.3%	-1.9%
资产减值损失	(0.66)	5.76	-111.5%	(1.14)	1.07	-206.8%	0.48	-337.9%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
投资净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
营业利润	26.12	23.48	11.2%	14.15	12.37	14.4%	11.97	18.2%
增长率	11.2%	26.9%	-15.7%	14.4%	2.0%	12.4%	7.7%	6.7%
营业利润率	7.1%	5.2%	1.9%	7.4%	4.5%	2.9%	6.7%	0.8%
加: 营业外收入	0.28	5.79	-95.2%	0.20	4.15	-95.1%	0.07	174.3%
减: 营业外支出	0.09	0.69	-86.8%	0.05	0.55	-91.8%	0.05	-2.9%
利润总额	26.30	28.58	-8.0%	14.31	15.97	-10.4%	12.00	19.3%
减: 所得税	4.43	3.00	47.9%	2.42	0.98	147.5%	2.02	19.8%
实际所得税率	16.9%	10.5%	6.4%	16.9%	6.1%	10.8%	16.8%	0.1%
净利润	21.87	25.59	-14.5%	11.89	15.00	-20.7%	9.98	19.2%
减: 少数股东损益	0.32	0.48	-32.2%	0.20	0.20	-0.8%	0.13	57.4%
归属于母公司所有者的净利润	21.55	25.11	-14.2%	11.69	14.80	-21.0%	9.85	18.7%
增长率	-14.2%	62.8%	-77.0%	-21.0%	40.9%	-61.9%	-4.4%	-16.5%
净利润率	5.8%	5.6%	0.3%	6.1%	5.4%	0.8%	5.5%	0.6%
每股收益 (元)	0.14	0.16	-14.2%	0.08	0.10	-21.0%	0.06	18.7%

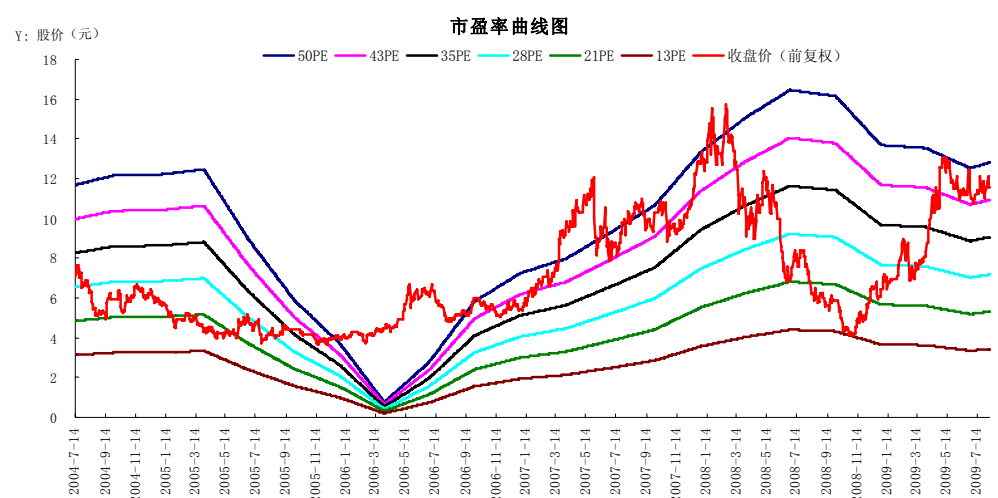
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 东信和平盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	545.2	771.5	838.6	889.4	1,074.1	1,340.9	8.7%	6.1%	20.8%	24.8%
增长率	-15.8%	41.5%	8.7%	6.1%	20.8%	24.8%	-32.8%	-2.6%	14.7%	4.1%
SIM卡、UIM卡、USIM卡	354.7	496.0	653.1	698.5	844.5	1,064.9	31.7%	6.9%	20.9%	26.1%
身份识别及其他	184.3	263.1	180.8	190.8	229.6	276.0	-31.3%	5.5%	20.3%	20.2%
综合毛利率	20.2%	19.9%	24.9%	24.3%	24.6%	24.7%	5.0%	-0.7%	0.3%	0.1%
营业成本	435.3	617.9	629.6	673.5	810.0	1,010.1	1.9%	7.0%	20.3%	24.7%
营业税金及附加	2.6	2.2	3.4	3.6	4.3	5.4	57.5%	3.3%	20.8%	24.8%
期间费用率	17.4%	14.0%	19.2%	17.4%	17.1%	16.3%	5.2%	-1.8%	-0.3%	-0.8%
销售费用	29.4	43.3	65.1	64.0	80.6	96.5	50.6%	-1.7%	25.8%	19.9%
销售费用率	5.4%	5.6%	7.8%	7.2%	7.5%	7.2%	2.2%	-0.6%	0.3%	-0.3%
管理费用	67.3	64.6	83.2	87.2	99.9	116.7	28.9%	4.7%	14.6%	16.8%
管理费用率	12.3%	8.4%	9.9%	9.8%	9.3%	8.7%	1.6%	-0.1%	-0.5%	-0.6%
财务费用	(1.6)	0.5	12.8	3.6	3.2	5.4	2236.6%	-72.3%	-9.4%	66.5%
财务费用率	-0.3%	0.1%	1.5%	0.4%	0.3%	0.4%	1.5%	-1.1%	-0.1%	0.1%
资产减值损失	(4.0)	0.7	13.9	8.9	10.7	13.4	1820.2%	-36.1%	20.8%	24.8%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
营业利润	16.4	42.3	30.5	48.7	65.4	93.5	-27.9%	59.7%	34.2%	43.0%
增长率	572.4%	158.6%	-27.9%	59.7%	34.2%	43.0%	-186.5%	87.6%	-25.5%	8.8%
营业利润率	3.0%	5.5%	3.6%	5.5%	6.1%	7.0%	-1.8%	1.8%	0.6%	0.9%
加: 营业外收入	8.9	4.7	18.2	8.5	9.2	9.6	287.4%	-53.2%	8.2%	4.3%
减: 营业外支出	2.1	0.3	1.3	1.5	1.5	1.5	379.1%	19.4%	0.0%	0.0%
利润总额	23.2	46.7	47.4	55.7	73.1	101.6	1.5%	17.5%	31.2%	39.0%
减: 所得税	1.0	5.2	4.9	6.1	8.0	11.2	-5.2%	24.3%	31.2%	39.0%
实际所得税率	4.3%	11.1%	10.4%	11.0%	11.0%	11.0%	-0.7%	0.6%	0.0%	0.0%
净利润	22.2	41.5	42.5	49.6	65.0	90.4	2.3%	16.7%	31.2%	39.0%
减: 少数股东损益	0.0	0.8	0.4	0.7	1.0	1.4	-40.5%	65.5%	31.2%	39.0%
归属于母公司所有者的净利润	22.2	40.8	42.1	48.8	64.1	89.0	3.1%	16.1%	31.2%	39.0%
增长率	91.4%	84.0%	3.1%	16.1%	31.2%	39.0%	-81.0%	13.1%	15.0%	7.8%
净利润率	4.1%	5.3%	5.0%	5.5%	6.0%	6.6%	-0.3%	0.5%	0.5%	0.7%
每股收益(元)	0.14	0.27	0.27	0.32	0.42	0.58	3.1%	16.1%	31.2%	39.0%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 东信和平 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所

图2. 东信和平 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级分析师, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业研究员; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122