

中报平平，银行 IC 卡、电子书发展有望超预期

大唐电信 (600198)

评级: 增持 (维持)

通信设备

股价: 17.99 元

跟踪报告

2010 年 08 月 26 日 星期四

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

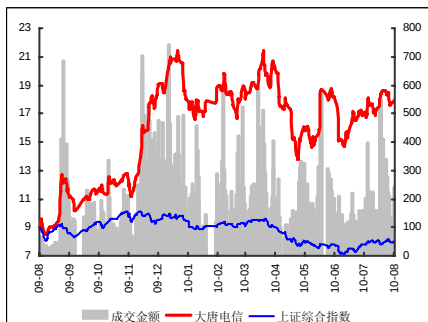
重要数据

总股本(亿股)	4.39
流通股本(亿股)	4.37
总市值(亿元)	78.97
流通市值(亿元)	78.68

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	5.58	2.54
3 个月	12.67	11.61
6 个月	-5.82	6.48

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《符合预期，终端产品发力》

10.03.12

《短期利润受损，业务经营反转趋势未变》

10.03.01

投资要点

- **上半年业绩低于预期。**2010 年上半年公司实现营业收入 17.6 亿元，同比增长 19.4%；营业利润 3,729 万元，同比减少 23.9%；净利润 1,836 万元，同比增长 24.9%；摊薄每股收益 0.04 元，低于市场预期。第二季度公司实现营业收入 10.1 亿元，同比增长 34.1%；净利润 3,378 亿元，同比增长 320.5%；摊薄每股收益 0.08 元。
- **软件分销、终端销售、行业应用收入大幅增长，微电子产品收入下滑。**公司增长动力来自：①软件收入 2.3 亿元，同比增长 190%，主要是由于软件分销收入增长超过预期。②终端收入 7.5 亿元，同比增长 39%，主要是由于 TD 数据卡、电子书的销售增长，另外上海优思随着海外市场的复苏，手机解决方案收入也同比增长 1.2 亿元。③行业应用 1.76 亿元，同比增长 29%，主要是由于在核电和特种行业取得突破。公司传统主业微电子收入 3.1 亿元，同比减少 10%，主要是由于二代证模块出货量大幅减少，同时 SIM 卡销量保持平稳所致。
- **产品结构变化致综合毛利率下滑。**综合毛利率 19.1%，同比下滑 4 个百分点：①低毛利率的终端类收入占比同比提升 6 个百分点至 43%，终端毛利率仅为 13%。②微电子产品中高毛利率的二代证模块收入减少，微电子毛利率 35%，同比下滑 10 个百分点。③软件分销比例扩大，软件毛利率同比下滑 19 个百分点至 16.7%。
- **期间费用控制加强，政府补助为利润增长来源。**期间费用率 16%，同比降低 3.3 个百分点，其中销售费用率下降 2 个百分点，财务费用率下降 1.3 个百分点，一方面是由于费用控制加强，另一方面公司短期贷款减少、获得利率优惠，利息支出也相应减少。二季度公司增加约 3,200 万元政府补助，弥补利润下滑并推动了利润增长。
- **关注焦点。**①银行 IC 卡正逐步推进，商业银行积极推广态度还未出现。②与新华社成立合资公司，有望在电子书领域获得新突破。③非公开发行正在进程中，等待结果。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,706.1	3,211.1	3,734.3	4,737.9	6,199.8
营业收入增长率(%)	9.6%	18.7%	16.3%	26.9%	30.9%
营业利润(百万元)	126.5	81.2	87.1	181.0	308.5
营业利润增长率(%)	-467.1%	-35.8%	7.3%	107.8%	70.4%
净利润(百万元)	45.6	57.5	73.1	117.4	177.7
净利润增长率(%)	43.6%	25.9%	27.2%	60.6%	51.4%
营业利润率(%)	4.7%	2.5%	2.3%	3.8%	5.0%
每股收益(元)	0.104	0.131	0.167	0.267	0.405
每股净资产(元)	0.94	1.16	1.32	1.59	1.99
PE(X)	173.0	137.4	108.0	67.3	44.4
PB(X)	19.2	15.6	13.6	11.3	9.0
ROE(%)	12.0%	12.5%	13.4%	18.4%	22.6%

□ **盈利预测及投资建议。**暂不考虑银行 IC 卡的爆发式增长, 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.17/0.27/0.40 元, 虽然目前估值水平高, 但我们认为银行 IC 卡迁移方向明确, 同时公司电子书业务也有望超预期, 因此维持公司“增持”评级, 建议投资者继续关注公司转变。

表 1. 大唐电信上半年度业绩对比

百万元	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	YoY	QoQ	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	备注
营业收入	755.84	701.91	1,030.10	752.16	1,013.62	34.1%	34.8%	1,479.06	1,765.79	19.4%	软件分超预期, 上海优惠收入也同比增长1.2亿元, 行业应用在核电和特种行业取得突破
增长率	1.0%	33.2%	5.7%	4.0%	34.1%	33.1%	30.1%	22.7%	19.4%	-3.4%	
毛利率	24.8%	21.9%	22.8%	17.6%	20.1%	-4.7%	2.6%	23.0%	19.1%	-4.0%	低毛利率的终端类收入占比提高, 微电子产品中高毛利率的一级证据减少, 致使毛利率下降
营业成本	568.26	548.19	794.91	619.97	809.40	42.4%	30.6%	1,138.69	1,429.37	25.5%	
营业税金及附加	4.54	4.19	4.92	5.41	2.92	-35.6%	-46.0%	7.92	8.33	5.1%	
期间费用率	21.0%	20.0%	15.3%	18.7%	14.1%	-6.9%	-4.6%	19.3%	16.0%	-3.3%	
销售费用	59.81	48.74	53.77	48.51	42.34	-29.2%	-12.7%	106.40	90.85	-14.6%	
销售费用率	7.9%	6.9%	5.2%	6.4%	4.2%	-3.7%	-2.3%	7.2%	5.1%	-2.0%	
管理费用	76.90	69.76	83.14	74.46	85.60	11.3%	15.0%	133.70	160.06	19.7%	
管理费用率	10.2%	9.9%	8.1%	9.9%	8.4%	-1.7%	-1.5%	9.0%	9.1%	0.0%	
财务费用	21.83	22.05	20.31	17.45	15.04	-31.1%	-13.8%	45.76	32.49	-29.0%	
财务费用率	2.9%	3.1%	2.0%	2.3%	1.5%	-1.4%	-0.8%	3.1%	1.8%	-1.3%	利息支出减少。
资产减值损失	(0.20)	(0.02)	76.21	0.00	8.16	-4222.7%	NA	(0.21)	8.16	-4038.6%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	0.00	0.00	26.36	0.00	0.76	NA	NA	2.17	0.76	-64.9%	天津大唐投资收益减少。
营业利润	24.70	8.99	23.21	(13.63)	50.92	106.2%	-473.5%	48.98	37.29	-23.9%	
增长率	8.4%	-77.3%	-54.8%	-156.1%	106.2%	97.7%	262.3%	38.3%	-23.9%	-62.1%	
营业利润率	3.3%	1.3%	2.3%	-1.8%	5.0%	1.8%	6.8%	3.3%	2.1%	-1.2%	
加: 营业外收入	1.14	36.73	20.77	12.26	22.13	1841.0%	80.4%	1.92	34.39	1686.9%	政府补助增加。
减: 营业外支出	0.50	0.24	2.95	0.01	0.32	-35.6%	3740.2%	0.52	0.33	-37.0%	
利润总额	25.34	45.48	41.03	(1.38)	72.73	187.0%	-5376.1%	50.39	71.35	41.6%	
减: 所得税	10.88	8.90	(1.93)	3.46	13.57	24.7%	292.2%	18.84	17.03	-9.6%	
实际所得税率	42.9%	19.6%	-4.7%	-251.0%	18.7%	-24.3%	269.7%	37.4%	23.9%	-13.5%	
净利润	14.46	36.58	42.96	(4.84)	59.16	309.0%	-1322.6%	31.55	54.32	72.2%	
减: 少数股东损益	6.43	12.33	24.44	10.58	25.38	294.7%	139.9%	16.85	35.96	113.4%	上海优惠利润增长近100%, 大唐电信持股35%。
归属于母公司所有者的净利润	8.03	24.25	18.52	(15.42)	33.78	320.5%	-319.1%	14.70	18.36	24.9%	
增长率	88.8%	17.9%	6.5%	-331.2%	320.5%	231.7%	651.7%	91.2%	24.9%	-66.3%	
净利润率	1.1%	3.5%	1.8%	-2.0%	3.3%	2.3%	5.4%	1.0%	1.0%	0.0%	
每股收益(元)	0.02	0.06	0.04	(0.04)	0.08	320.5%	-319.1%	0.03	0.04	24.9%	

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 大唐电信盈利预测

单位: 百万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	1,560.4	2,161.6	2,468.6	2,706.1	3,211.1	3,734.3	4,737.9	6,199.8	9.6%	18.7%	16.3%	26.9%	30.9%
增长率	-40.6%	38.5%	14.2%	9.6%	18.7%	16.3%	26.9%	30.9%	-4.6%	9.0%	-2.4%	10.6%	4.0%
微电子类	476.9	916.5	922.0	695.6	510.7	462.2	523.2	575.6	-24.6%	-26.6%	-9.5%	13.2%	10.0%
终端类	435.7	293.1	412.9	721.4	1,184.9	1,660.0	2,300.8	3,336.2	74.7%	64.2%	40.1%	38.6%	45.0%
其他	647.8	933.4	1,123.6	1,276.1	1,479.6	1,612.0	1,913.8	2,288.1	13.6%	15.9%	8.9%	18.7%	19.6%
综合毛利率	13.7%	23.9%	24.1%	25.3%	22.7%	19.7%	19.4%	18.9%	1.1%	-2.6%	-3.0%	-0.3%	-0.6%
营业成本	1,347.3	1,644.4	1,872.5	2,022.0	2,481.8	2,997.7	3,817.6	5,029.7	8.0%	22.7%	20.8%	27.3%	31.8%
营业税金及附加	7.5	8.8	15.1	15.1	17.0	18.7	23.7	31.0	0.2%	12.5%	9.6%	26.9%	30.9%
期间费用率	56.7%	30.0%	25.5%	19.5%	18.2%	15.7%	13.9%	12.2%	-6.0%	-1.3%	-2.5%	-1.8%	-1.7%
销售费用	258.6	195.7	260.6	176.1	208.9	190.4	222.7	254.2	-32.4%	18.6%	-8.8%	16.9%	14.2%
销售费用率	16.6%	9.1%	10.6%	6.5%	6.5%	5.1%	4.7%	4.1%	-4.0%	0.0%	-1.4%	-0.4%	-0.6%
管理费用	499.6	321.7	230.6	223.0	286.6	332.4	407.5	483.6	-3.3%	28.5%	16.0%	22.6%	18.7%
管理费用率	32.0%	14.9%	9.3%	8.2%	8.9%	8.9%	8.6%	7.8%	-1.1%	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.8%
财务费用	126.6	130.4	137.8	128.4	88.1	63.5	28.4	18.6	-6.8%	-31.4%	-28.0%	-55.2%	-34.6%
财务费用率	8.1%	6.0%	5.6%	4.7%	2.7%	1.7%	0.6%	0.3%	-0.8%	-2.0%	-1.0%	-1.1%	-0.3%
资产减值损失	0.0	568.5	81.8	14.9	76.0	46.7	59.2	77.5	-81.8%	411.4%	-38.6%	26.9%	30.9%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	15.1	0.8	95.3	(0.1)	28.5	2.2	2.2	2.2	-100.1%	-38469%	-92.3%	0.0%	0.0%
营业利润	(675.1)	(707.2)	(34.4)	126.5	81.2	87.1	181.0	308.5	-467.1%	-35.8%	7.3%	107.8%	70.4%
增长率	-5371%	4.7%	-95.1%	-467.1%	-35.8%	7.3%	107.8%	70.4%	-371.9%	431.3%	43.1%	100.4%	-37.3%
营业利润率	-43.3%	-32.7%	-1.4%	4.7%	2.5%	2.3%	3.8%	5.0%	6.1%	-2.1%	-0.2%	1.5%	1.2%
加: 营业外收入	2.8	2.6	116.9	8.7	59.4	73.0	75.0	78.0	-92.6%	583.8%	22.8%	2.7%	4.0%
减: 营业外支出	33.0	2.7	0.8	2.2	3.7	2.0	2.0	2.0	178.5%	68.5%	-46.2%	0.0%	0.0%
利润总额	(694.7)	(707.3)	81.7	132.9	136.9	158.1	254.0	384.5	62.8%	3.0%	15.5%	60.6%	51.4%
减: 所得税	1.2	18.5	35.9	36.6	25.8	29.9	48.0	72.7	1.8%	-29.4%	15.8%	60.6%	51.4%
实际所得税率	-0.2%	-2.6%	44.0%	27.5%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	-16.5%	-8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	(688.5)	(725.8)	45.7	96.4	111.1	128.2	206.0	311.8	110.8%	15.3%	15.4%	60.6%	51.4%
减: 少数股东损益	0.2	6.0	13.9	50.7	53.6	55.1	88.6	134.1	263.8%	5.7%	2.9%	60.6%	51.4%
归属于母公司所有者的净利润	(688.7)	(731.8)	31.8	45.6	57.5	73.1	117.4	177.7	43.6%	25.9%	27.2%	60.6%	51.4%
增长率	3899%	6.3%	-104.3%	43.6%	25.9%	27.2%	60.6%	51.4%	148.0%	-17.7%	1.3%	33.5%	-9.3%
净利润率	-44.1%	-33.9%	1.3%	1.7%	1.8%	2.0%	2.5%	2.9%	0.4%	0.1%	0.2%	0.5%	0.4%
每股收益(元)	(1.57)	(1.67)	0.07	0.10	0.13	0.17	0.27	0.40	43.6%	25.9%	27.2%	60.6%	51.4%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,074.7	1,074.7	5.07	0.15	0.10	0.13	34.3x	50.7x	39.8x	-7.2%	NA	1.5x
平均值									34.3x	50.7x	39.8x	-7.2%		1.5x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	659.1	522.5	22.99	0.86	1.10	1.31	26.8x	20.9x	17.6x	23.5%	0.9x	3.3x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	77.9	19.8	14.02	0.61	0.70	0.87	22.9x	20.1x	16.2x	18.8%	1.1x	3.9x
平均值									24.8x	20.5x	16.9x	21.1%	1.0x	3.6x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	123.2	55.8	27.89	0.59	0.85	1.16	47.0x	32.6x	24.1x	39.5%	0.8x	3.8x
光迅科技	002281.SZ	增持	50.9	26.1	31.82	0.65	0.76	1.03	48.9x	42.0x	30.8x	26.0%	1.6x	5.2x
亨通光电	600487.SH	中性	44.8	44.8	26.95	1.11	1.15	1.43	24.3x	23.4x	18.9x	13.5%	1.7x	3.4x
中天科技	600522.SH	中性	67.2	67.2	20.95	1.04	1.10	1.33	20.1x	19.1x	15.8x	12.7%	1.5x	3.9x
平均值									35.1x	29.3x	22.4x	22.9%	1.4x	4.1x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	41.6	26.1	17.69	0.35	0.56	0.78	50.7x	31.6x	22.8x	49.2%	0.6x	7.5x
日海通讯	002313.SZ	-	37.9	9.5	37.93	0.73	1.13	1.57	52.3x	33.6x	24.2x	47.1%	0.7x	4.5x
平均值									51.5x	32.6x	23.5x	48.1%	0.7x	6.0x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	30.7	23.5	14.31	0.36	0.50	0.61	39.7x	28.5x	23.6x	29.7%	1.0x	4.5x
奥维通信	002231.SZ	-	20.8	5.2	12.95	0.15	0.16	0.22	87.1x	82.6x	59.4x	21.1%	3.9x	5.3x
三元达	002417.SZ	-	24.8	5.0	20.68	0.41	0.56	0.68	50.1x	36.7x	30.4x	28.3%	1.3x	10.7x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	78.8	20.4	146.00	2.06	2.73	3.66	70.8x	53.5x	39.9x	33.2%	1.6x	5.6x
华星创业	300025.SZ	增持	20.1	5.0	25.13	0.33	0.53	0.73	76.2x	47.2x	34.7x	48.3%	1.0x	7.6x
中创信测	600485.SH	增持	20.2	20.2	14.60	0.19	0.43	0.59	76.8x	33.9x	24.5x	76.9%	0.4x	5.0x
国脉科技	002093.SZ	中性	53.3	44.6	13.32	0.23	0.29	0.36	57.3x	45.8x	36.7x	24.9%	1.8x	10.1x
平均值									65.4x	46.9x	35.6x	37.5%	1.1x	7.0x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	36.2	35.8	18.21	0.16	0.28	0.41	115.2x	64.1x	44.2x	61.4%	1.0x	5.1x
恒宝股份	002104.SZ	增持	73.7	46.1	16.72	0.21	0.26	0.39	78.5x	65.4x	43.0x	35.1%	1.9x	13.1x
大唐电信	600198.SH	增持	79.0	78.7	17.99	0.13	0.17	0.27	137.4x	108.0x	67.3x	42.9%	2.5x	16.0x
平均值									110.4x	79.2x	51.5x	46.5%	1.8x	11.4x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	26.3	18.3	34.78	0.47	0.29	0.42	74.1x	118.9x	82.7x	-5.3%	NA	6.5x
拓维信息	002261.SZ	买入	41.6	21.3	28.62	0.60	0.76	1.08	47.7x	37.7x	26.5x	34.1%	1.1x	6.6x
平均值									60.9x	78.3x	54.6x	14.4%	NA	6.6x
卫星导航														
北斗星通	002151.SZ	-	37.5	16.7	41.25	0.56	0.65	0.85	73.5x	63.8x	48.4x	23.3%	2.7x	12.0x
合众思壮	002383.SZ	-	57.6	14.4	48.01	0.70	0.88	1.14	68.6x	54.4x	42.3x	27.4%	2.0x	4.0x
平均值									71.1x	59.1x	45.3x	25.4%	2.4x	8.0x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	59.6	59.6	10.58	0.15	0.24	0.34	72.3x	44.6x	30.7x	53.4%	0.8x	4.2x
动力源	600405.SH	-	27.1	27.1	13.00	0.19	0.28	0.57	-	-	-	-	-	6.8x
键桥通讯	002316.SZ	-	28.9	7.2	18.55	0.27	0.39	0.50	68.1x	48.0x	37.2x	35.3%	1.4x	3.7x
平均值									70.2x	46.3x	34.0x	44.4%	1.1x	3.9x
板块均值									60.8x	48.3x	35.3x	31.7%	0.2x	6.3x

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, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

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