

分析师: 隋阳 王晓艳

执业证书编号: S0050109051588

Tel: 010-59355981

Email: suiy@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 大唐电信 (600198. SH)

## 传统业务发展稳健 新兴领域前景可期

### 投资要点

- 大唐是电信科学技术研究院控股的高科技电信企业, 主营业务包括微电子类、终端类、接入类和软件类以及行业应用与通信服务类等领域。公司在物联网、电子阅读、手机支付、增值业务、EMV 卡迁移等热点领域均有布局, 新业务拓展已走在行业前列。
- 微电子业务是公司的传统优势产业, 但近年来收入逐年下降。主要受二代身份证市场萎缩因素影响, 预计未来身份证降幅逐步减弱。公司目前社保卡销售势头良好, 将一定程度上弥补身份证收入下滑的影响。EMV 卡将于10年底获得资质, 公司预计国内市场大规模启动时间将到2012年。
- 公司终端业务规模近年来显著提高, 终端子公司发展稳健。预计随着我国TD网络的建设与终端市场的快速发展, 公司传统终端业务将保持稳健增长。同时电子书业务将成为10年业绩增长的一大亮点。
- 控股子公司西安大唐已连续多年巨额亏损, 对公司业绩拖累明显, 公司10年工作目标为扭亏, 甩掉包袱后公司业绩有望得以释放。
- 我们预计公司10年和11年实现每股收益0.20元和0.30元, 对应动态市盈率89.3倍和57.9倍。公司传统业务发展稳健, 新兴领域前景可期, 但公司目前估值水平偏高, 我们给与公司“中性”投资评级。

### 信息设备

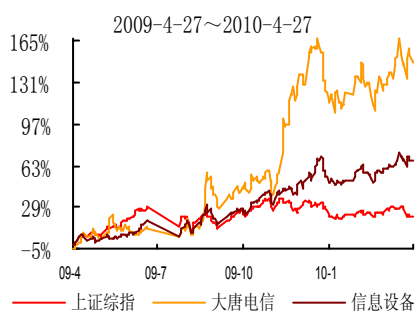
### 投资评级

本次评级:	中性
跟踪评级:	未评级
目标价格:	

### 市场数据

市价(元)	19.86
上市的流通A股(亿股)	4.37
总股本(亿股)	4.39
52周股价最高最低(元)	8.39-22.1
上证指数/深证成指	2969.50/11602.63
2009年股息率	0.00%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

### 公司财务数据及预测

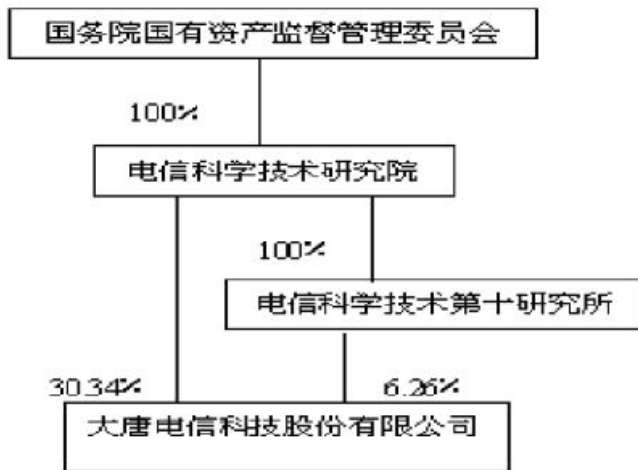
项目	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(万元)	270606	321107	384210	455332
增长率(%)	9.6%	18.7%	19.7%	18.5%
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4565	5747	8624	13314
增长率(%)	43.6%	25.9%	50.0%	54.4%
毛利率(%)	27.5%	24.4%	23.0%	24.0%
净资产收益率(%)	11.1%	11.3%	14.8%	18.9%
EPS(元)	0.10	0.13	0.20	0.30
P/E(倍)	168.8	134.0	89.3	57.9
P/B(倍)	18.7	15.2	13.2	10.9

来源: 公司年报、民族证券

### 产业覆盖广泛 新兴领域布局全面

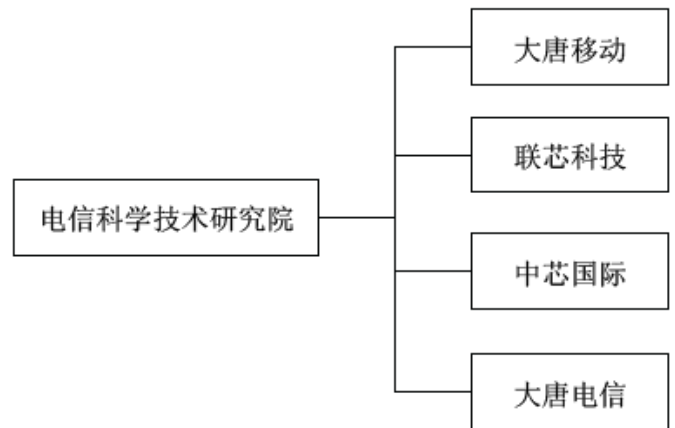
大唐是电信科学技术研究院控股的高科技电信企业，主营业务包括微电子类、终端类、接入类和软件类以及行业应用与通信服务类，覆盖领域广泛并逐步形成产业协同优势。公司已在物联网、电子阅读、手机支付、增值业务、EMV 卡迁移等在热点领域均有布局，新业务发展走在行业前列。

图 1：公司股权控制关系



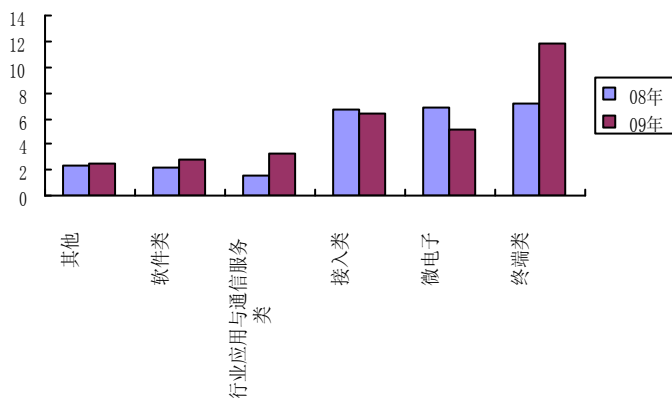
资料来源：公司公告 民族证券

图 2：母公司主要控股子公司



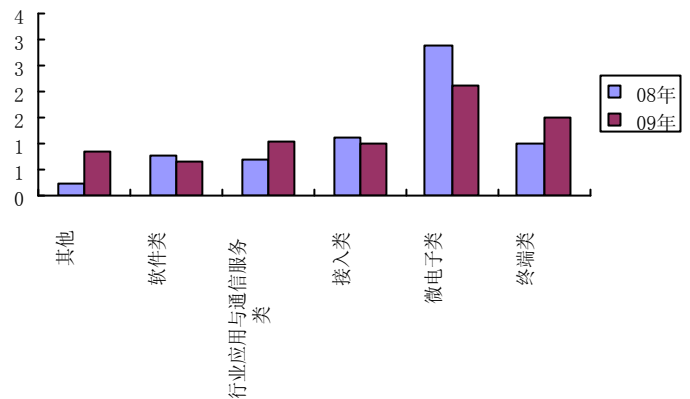
资料来源：公司公告 民族证券

图 3：公司各类产品近两年收入



资料来源：公司公告 民族证券

图 4：公司各类产品近两年毛利



资料来源：公司公告 民族证券

### 微电子有望恢复增长 EMV 前景可期

微电子业务是公司的传统优势产业，竞争实力在国内集成电路设计行业排名前三甲。微电子业务具体包括 2G SIM 卡、3G UIM 卡、二代身份证、社保卡和 EMV 卡等。近年来公司微电子业务收入逐年下降，08 及 09 年降幅分别达到 24.6%和 26.6%，主要受二代身份证更换高峰已过，市场逐步萎缩因素影响。预计未来市场需求下降速度将逐步趋缓，收入下滑的负面影响将逐步减弱。

公司社保卡销售势头良好。随着国内各城市社保卡的集中发放，未来社保卡的市场规

模仍将快速增长。社保卡收入的提高将一定程度上弥补身份证收入下滑的影响。

在微电子领域公司加大对新产品 3G 智能卡和 EMV 卡的投入，从而进一步巩固公司在智能卡领域的技术领先优势和市场领导地位。

其中 EMV 卡仍在欧洲测试，目前进展顺利，预计 10 年底通过测试获得资质。目前已进行 EMV 卡的试生产与试销售等准备工作。公司预计国内 EMV 迁移市场大规模启动时间将到 2012 年。

### 传统终端稳健发展 电子书将是今年亮点

公司终端收入近年来保持快速发展。具体产品包括手机主板、TD 数据卡、TD 家庭信息终端和 TD 电子书等。09 年终端收入和毛利增速分别达到 64.2%和 52.7%，09 年终端业务快速增长的主要原因是天津终端子公司 09 年开始贡献收益和上海优思全年并表（08 年仅四季度并表）因素影响。公司的终端业务与运营商深度合作。通过借助运营商的渠道优势，有助于减少终端营销费用支出；订单式的生产模式也有助于控制价格和库存等市场风险。预计随着我国 TD 网络的建设与终端市场的快速发展，凭借公司在终端上的技术优势，传统终端业务将保持稳速发展。

公司电子书项目 09 年刚刚起步，10 年计划新推出 3 款型号，分别对应高中低端市场。5 月 5 日中国移动将召开电子书启动大会，届时中国移动将采用补贴政策全面启动电子书市场。公司电子书业务同时与新华社合作，投资打造“新华频媒”的数字内容传播的完整产业链。这不仅有助于电子书终端销量的提升，公司也有望借助新华社丰富的内容平台进一步拓展电子书类和新闻类的增值业务。10 年电子书业务将出现爆发性增长。

### 西安大唐 10 年减亏有望

公司持股 99.56%的控股子公司西安大唐电信有限公司 09 年亏损 6248 万元，其中约 3000 万为产品转型导致的资产减值计提，西安大唐已连续多年巨额亏损，对公司利润拖累明显，公司 10 年工作目标为扭亏，届时公司有望甩掉包袱，业绩将得以释放。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 10 年和 11 年实现每股收益 0.20 元和 0.30 元，对应动态市盈率 89.3 倍和 57.9 倍。公司传统业务发展稳健，新兴领域前景可期，但公司目前估值水平偏高，我们给予公司“中性”投资评级。

### 风险提示

若增发未获成功，将影响公司微电子业务和终端业务的发展前景以及行业内竞争实力，公司资本结构也难以改善，不利于公司长远发展。

终端业务受行业竞争压力影响盈利低于预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：万元	2008	2009A	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	277854	254192	290598	318712
现金	92985	74074	54866	40590
应收账款	93126	89317	131540	155890
其它应收款	4229	6068	11739	13912
预付账款	6743	9364	11400	13510
存货	80771	75368	81053	94809
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	85928	80909	90019	93218
长期投资	3238	7897	7897	7897
固定资产	82025	71796	77863	77863
其他	665	1216	4260	7458
<b>资产总计</b>	363783	335101	380617	411929
<b>流动负债</b>	295682	236865	266597	277617
短期借款	212301	127770	127770	127770
应付账款	54027	40584	80779	94489
其他	29354	68511	58048	55359
<b>非流动负债</b>	12302	29430	30733	28669
长期借款	0	15000	19876	19876
其他	12302	14430	10858	8793
<b>负债合计</b>	307984	266295	297330	306286
少数股东权益	14662	18102	24821	35195
股本	43899	43899	43899	43899
归属母公司股东权益	41137	50704	58465	70448
<b>负债和股东权益</b>	363783	335101	380617	411929

**现金流量表**

单位：万元	2008	2009A	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	25363	61954	(1047)	15048
净利润	4565	5747	8624	13314
折旧摊销	7592	7032	4623	5457
财务费用	12838	8811	9564	8102
投资损失	7	(2853)	(3006)	(3156)
营运资金变动	(6108)	30868	(36117)	(28568)
<b>投资活动现金流</b>	(32648)	841	(15690)	(10457)
资本支出	(34701)	3197	(10690)	(5457)
长期投资	3238	7897	7897	7897
其他	(1184)	(10253)	(12897)	(12897)
<b>筹资活动现金流</b>	24153	(81705)	(2471)	(18866)
短期借款	212301	127770	127770	127770
长期借款	0	15000	19876	19876
其他	(188148)	(224475)	(150117)	(166512)
<b>现金净增加额</b>	16868	(18911)	(19209)	(14275)

**利润表**

单位：万元	2008	2009A	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	270606	321107	384210	455332
营业成本	196121	242850	295842	346052
营业费用	17612	20891	30186	35774
管理费用	22304	28659	33950	40235
财务费用	12838	8811	9564	8102
资产减值损失	1486	7598	7979	9456
投资净收益	(7)	2853	3006	3156
<b>营业利润</b>	13294	13690	18050	27868
营业外收支	649	5571	5000	5000
<b>利润总额</b>	13294	13690	18050	27868
所得税	3658	2581	2708	4180
<b>净利润</b>	9636	11109	15343	23688
少数股东损益	5072	5361	6719	10374
<b>归属母公司净利润</b>	4565	5747	8624	13314
EBITDA	34569	28707	24232	33271
EPS (元)	0.10	0.13	0.20	0.30

**主要财务比率**

	2008	2009A	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.6%	18.7%	19.7%	18.5%
营业利润	62.8%	3.0%	31.9%	54.4%
归属母公司净利润	43.6%	25.9%	50.0%	54.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.5%	24.4%	23.0%	24.0%
净利率	3.6%	3.5%	4.0%	5.2%
ROE	11.1%	11.3%	14.8%	18.9%
ROIC	8.7%	10.3%	8.3%	10.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	84.7%	79.5%	78.1%	74.4%
流动比率	0.94	1.07	1.09	1.15
速动比率	0.67	0.75	0.79	0.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.74	0.96	1.01	1.11
应收帐款周转率	2.91	3.60	2.92	2.92
应付帐款周转率	3.63	5.98	3.66	3.66
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.10	0.13	0.20	0.30
每股经营现金	0.58	1.41	-0.02	0.34
每股净资产	0.94	1.16	1.33	1.60
<b>估值比率</b>				
P/E	168.8	134.0	89.3	57.9
P/B	18.7	15.2	13.2	10.9

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于± 10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn