

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
大唐电信	16.85	-2.26	69.02
沪深 300	-4	-15.81	-11.61

市场数据 2010.6.24

当前价格 (元)	18.17
52 周价格区间 (元)	8.39-22.1
总市值 (百万)	7976
流通市值 (百万)	7946
总股本 (万股)	43899
流通股 (万股)	43733
日均成交额 (百万)	251.41
近一月换手 (%)	64.64

相关报告

2010-6-8《国海证券*专题研究*三网融合专题之三：有花堪折，切勿追月——三网融合带来新型消费方式*强于大市*栾雪飞》

分析师

马金良 执业证书编号：S0350208080555
 联系人：栾雪飞 电话：0755-83716973
 邮件：luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司默默辛苦掘井多年，正在成为新时代的幸运儿：在数字出版阅读的浪潮中，公司凭借央企背景有望携新华社的内容优势最终胜出，电子书有望每年增厚公司业绩 0.11-0.21 元左右；
- 中移动对移动支付业务大范围推广带来公司 UIM 卡业务快速增长。按每张 UIM 卡 100-120 元，出货量 100 万张计算，收入 1-1.2 亿元，毛利润 2500-3000 万元，增厚 EPS0.05-0.06 元；
- 随着 2010 年 1 月 1 日《城镇企业职工基本养老保险关系转移接续暂行办法》正式施行和 7 月 1 日“医疗保险关系转移接续政策”的启动，公司作为人社部检测合格并备案的主流芯片设计供应商，未来几年进入加速上升期，每年贡献 5 亿元收入，2 亿元毛利润，1 亿元净利润，增厚 EPS0.058-0.115 元；
- 国内银行 EMV 卡迁移可能加速启动，得标准者得天下，公司作为国内唯一一家能够提供符合 PBOC2.0 标准的芯片设计龙头公司，有望最大化受益，预计每年增厚 EPS0.06-0.15 元；
- 盈利预测与投资评级。在政府政策大力扶持战略性新兴产业的大背景下，公司在物联网、电子阅读、社保卡、银行 EMV 卡、UIM 卡等领域均有涉足或已是领军企业。公司作为多项业务的“核心技术提供商”，价值理应得到重估。公司 2009 年 EPS 为 0.13 元，2010 年 EPS 有望达到 0.41-0.66 元，按照 35-40 倍市盈率计算，估值为 14.4-26.4 元。首次给予公司“买入”的投资评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	3175	4068	5236	6522
营业利润 (百万元)	81.2	263.4	366.7	470
净利润 (百万元)	111.1	223.9	311.7	399.5
摊薄每股收益 (元)	0.13	0.54	0.74	0.94
摊薄每股净资产 (元)	1.16	2.7	2.84	3.04
ROE (%)	11.34	20	26.05	30.92

为什么是大唐电信？——老树新枝，是不是辛苦掘井的最后一铲土

公司默默辛苦掘井多年，正在成为新时代的幸福儿。公司基本面翻天覆地的变化，令我们不得不以一种全新的眼光审视它：在数字出版阅读的浪潮中，公司凭借央企背景有望携新华社的内容优势最终胜出，而“电子书整体解决方案设计”将会使得大唐更像一个无可替代的出售 Intel 芯片的核心技术提供商，而超越了一个简单出售微软 Windows 系统的软件提供商，电子书有望每年增厚公司业绩 0.08-0.25 元左右；中移动对移动支付业务的大范围推广有望带来公司 RF-SIM 卡业务快速增长，每年增厚业绩至少 0.05 元；随着国内各城市社保卡的集中发放，公司作为人保部许可并备案的社保卡主流芯片供应商，未来社保卡的市场销售规模将快速增长，每年增厚业绩 0.06-0.12 元；国内银行 EMV 卡迁移可能加速启动，得标准者得天下，公司作为国内唯一一家能够提供符合 PBOC2.0 标准的 32 位芯片的设计龙头公司，有望最大化受益，每年增厚业绩 0.06-0.15 元；2010 年是大唐电信物联网布局启动元年。公司定位为“物联网产业发展的主要推动者”，发起设立物联网种子基金，是面向未来的物联网龙头。

数字出版如此多娇，引无数英雄竞折腰

影像声文数字化是大势所趋。近几年随着互联网的发展，传统的磁带、录音机、胶卷等娱乐产品已经逐渐被数字化，传统阅读市场的电子化也正在发生。

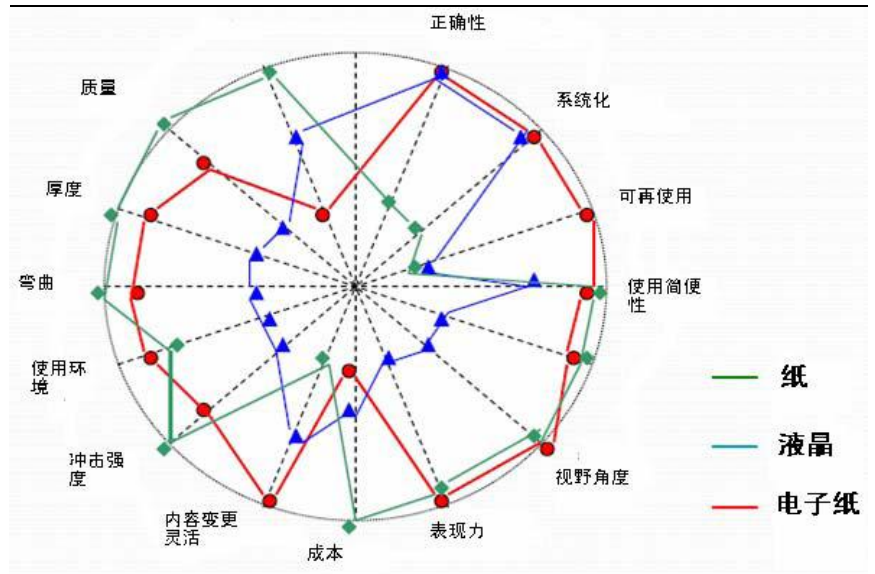
图1 和音乐市场一样，传统阅读市场电子化已经成为确定趋势



资料来源 国海证券研究所

为什么会是电子书主导电子阅读市场？电纸书环保、不伤眼、续航时间长，相对于液晶显示屏，在电子阅读领域拥有天然优势。

图2 电子书和液晶屏功能比较技高一筹



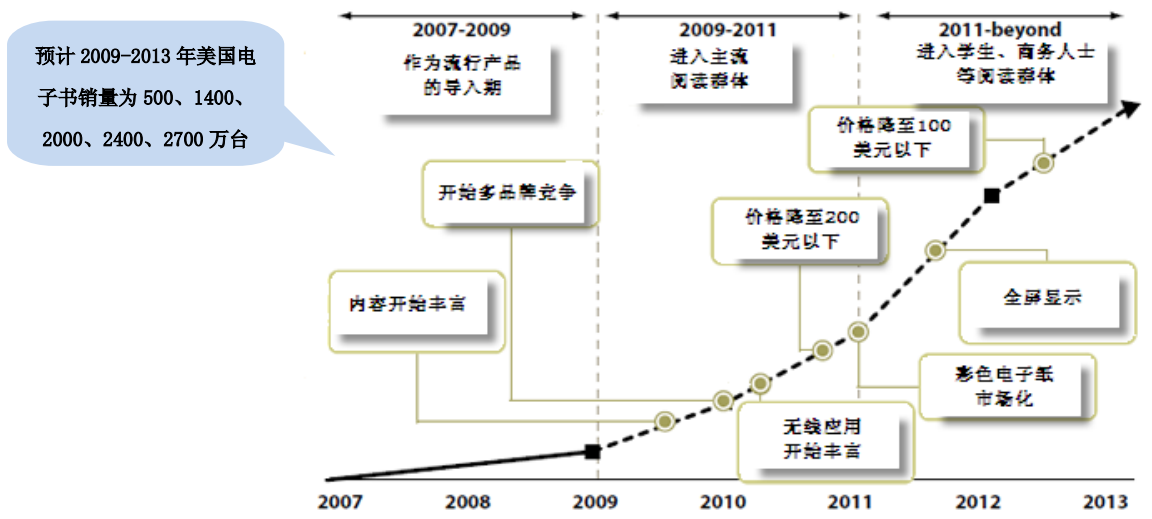
资料来源 国海证券研究所

国家政策大力扶持。1) 新闻出版总署机构调整中，新设综合业务司、出版产业发展司、科技与数字出版司；2) 工信部 2009 年 12 月 30 日在北京召开“电子书”产业发展与应用研讨会，参会单位十余家，覆盖整个产业链，包括材料、器件、驱动背板、终端制造、内容提供以及运营商。与会代表普遍认为电子书已具备一定的研发和产业化基础，应用

市场日趋成熟。

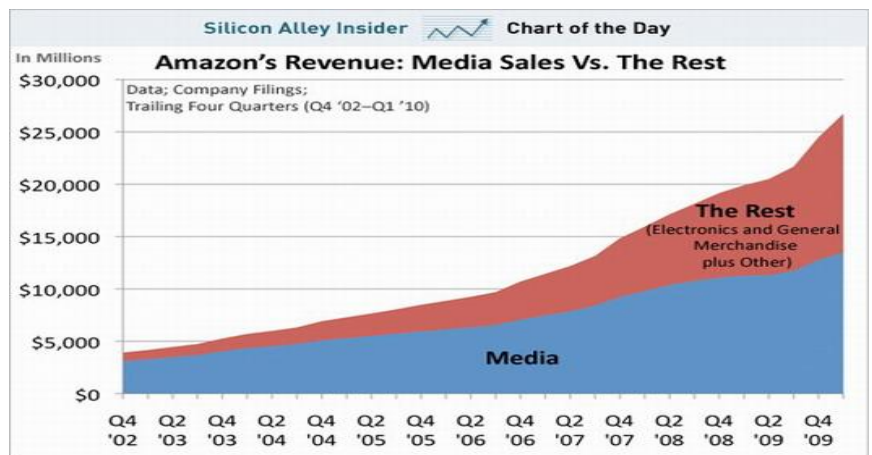
国外电子书市场 2010 年开始将进入快速增长。据 PwC 估测，全球消费书的印刷产业正从缓慢增长转向缓慢缩减，总量将从 2008 年的 726 亿美元减少到 2013 年的 719 亿美元。而在电纸书消费上将从 11 亿美元增长到 41 亿美元，年均复合增长率 30%。根据 Credit Suisse 最新一份对美国电纸书行业的分析报告，2005-2009 年美国数字图书市场规模年均增长 17%，2009 年为 14 亿美元，2009 年美国电纸书占总图书市场的 1%，2009-2013 年，美国数字图书市场将继续以年均 22% 的速度增长，2013 年可达到 32 亿美元，2015 年比例占到总图书市场的 20%。

图 3 美国数字出版业 2010 年将进入快速增长期



资料来源 Forrester Research

图 4 Amazon 电子书销售并带动公司其他业务收入超过传统图书销售



资料来源 TechWeb.com.cn

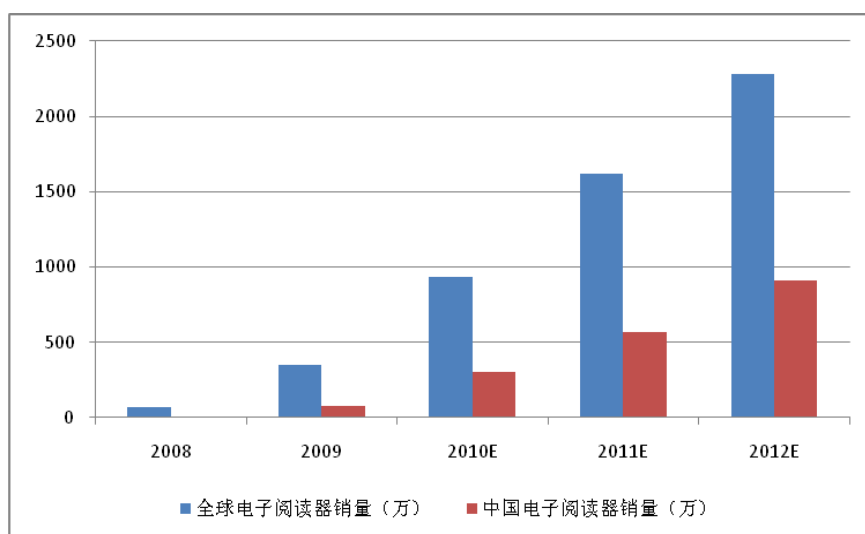
文化繁荣和消费升级背景下，国内图书需求仍具有很大市场空间，数字出版相对传统出版增速更快。

——1980-2008年，我国图书出版种类从2.16万种增加到27.57万种，复合增长率15.2%；销售金额从15.49亿元增加到791.43亿元，复合增长率24.43%。从2005-2008年开始，受数字出版和互联网冲击，传统图书出版复合增长率减缓到7%；

——2009年中国电子阅读器销量80万台，全球销量350万台，中国占比20%。未来5年将保持50%-60%的年复合增长率，有望在2015年之前超越美国成为世界最大的电子阅读终端市场。按照中国城镇居民6.5亿、居民阅读率50%和阅读器普及率10%计算，市场空间在3000万台左右。目前中国各大e-reader厂商售价在2000-4000元左右，以礼品市场为主。由于2010年上游E-ink产能严重不足，元太科技的新竹和韩国Hydis工厂均处于满载，产能释放最快在2010年4季度。2010年后，随着市场认知提升和价格下降，销售增速有望加快。

——中国数字出版产业（数字图书）基数小，产业规模有望快速增长。2005-2009年中国数字图书市场规模年均增长99%，2009年为0.6亿美元。PWC预测，2009-2013年，中国数字图书市场将以年均73%的速度增长，2013年可达到6亿美元。

图5 全球及中国电子阅读器2008-2012年销量



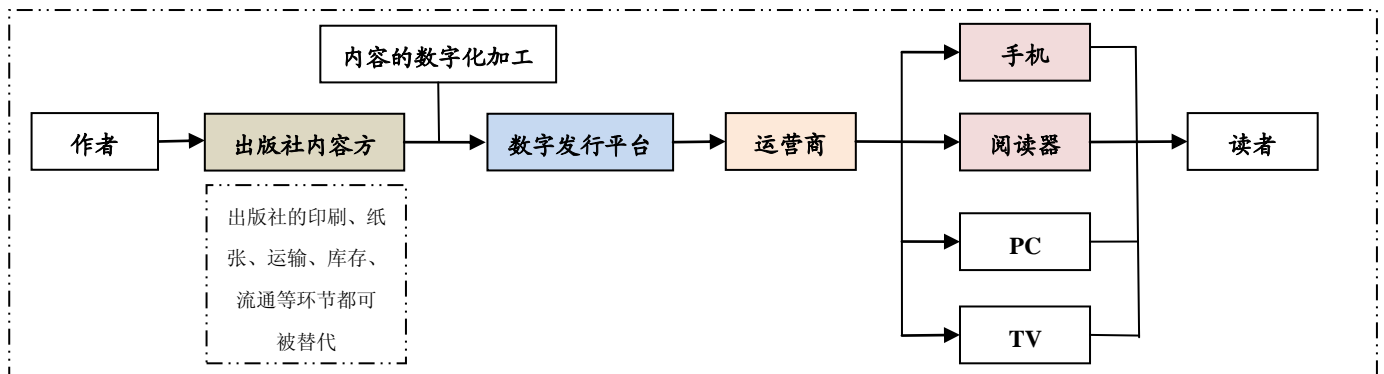
资料来源 汉王科技招股说明书

国内电子书的盈利模式重点在内容平台，不在阅读器终端

MP3 前车之鉴，要么是强大的终端，要么是强大的内容。由于百度强大的 MP3 搜索和歌曲链接库，导致一大批音乐网站，如千千音乐、酷狗音乐、酷我音乐盒等的收费盈利模式很难具有差异化，内容弱势导致了 MP3 生存维艰的境况；而由于 MP3 终端功能又远不如 ipod、iphone 那样强大到足够具有差异化和不可复制性，终端硬件产品亦被手机等移动通讯设备所代替。

电子书，谁的市场？我们判断，终端厂商往往是数字出版产业的先期受益者，而长期价值则必须在品牌和内容整体方案解决能力，“内容+平台”整体解决方案的提供或将成为商业模式重点。

图6 数字出版业产业链



资料来源 国海证券研究所

表1 电子书产业链各环节的竞争格局

产业链环节	厂商	市占率等指标
上游基材: E-Ink	E-Ink	1997年成立，市场占有率最高，接近100%； E-paper在电子书的组件成本中目前可占到1/3。
	SiPix	1999年成立，性能不及E-Ink成熟。
	Bridgestone	2008年成立，规模较大，对上下游掌控能力强，覆盖下游电子书行业，已生产出柔性电子书原型。
	Fujitsu等	-
中游: 模组	元太科技	2009年11月，元太科技以2.15亿美元收购了E-Ink100%的股权，完成上中游整合，占有全球90%以上的电子纸市场，是亚马逊和索尼电子书的供应商。 6英寸和9.7英寸的大尺寸电子书将占20%以上。 JP Morgan预计元太科技2007-2011年电子纸模组出货量分别为8万、90万、300万、500万、800万台。
	友达光电	2009年3月，收购Sipix31.58%的股权。
下游: 应用	亚马逊	2007年11月推出Kindle1，2009年2月推出Kindle2，2009年5月推出Kindle DX； 全球占有率51%； 用户可通过3G网络从网上书店下载24.5万本图书以及杂志；

	全球最大的在线书城：310万册图书； 纸质书价格贵催生电子书需求。一部畅销书10美元，一份杂志1.25-3.5美元，报纸月订阅费6-15美元。
索尼	2004年推出电子书； 全球占有率34%； 2009年3月与Google达成共享协议，突破内容资源瓶颈，Google的50万部公共领域电子书即将进入索尼电子书下载平台，免费提供给用户。
汉王科技	汉王已与25家全国性报纸、30家地方报纸和125种杂志签约，还拥有2.6万本电子书版权，做“网上的信息书店”； 国内市场占有率95%。
大唐电信等	和新华社签署框架协议打造新华频媒，提供整体解决方案。

资料来源 国海证券研究所

为什么长期看盈利难以出现在终端？

——当前国内阅读器市场垄断特征明显，但在类似于传统出版社书号管理的牌照监管出台之前，2011年之后的红海之争不可避免。1) 2009年中国阅读器市场上，汉王科技2008年10月推出电纸书，当年销量1.32万套，凭借先发优势和强大的营销策略，2009年销量激增至26.63万套，占据了95%的市场份额。2011年后上游电子纸产能释放，营销投入加大，竞争性厂家出现和平板电脑兴起，越来越多的厂商（包括OEM厂商）将蜂拥而入到阅读器终端生产领域，目前国内生产电子书的厂家有：汉王科技、方正文房、津科翰林、金蟾易博士、华硕、联想集团、易狄欧、纽曼、华旗、读者、大唐等，红海之争难以避免；2) 而据我们判断，汉王科技“手写识别”的所谓“核心技术”虽然在全世界独一无二，然而实际用户体验不佳，在技术上尚存在很大的改善空间，难以构成技术壁垒；3) 随着电子书不断兴起，强大的山寨大军对这一终端实体并不强大的电子产品的侵蚀无法小视。同时，国内电子书产品还要面对Kindle性价比提高带来的强大竞争；

——电子书属于快速消费型电子产品，性能改善促使电子书升级换代频率快。电子产品的特征是要不断投入研发，竞争风险带来的不确定性远远大于其他产品。与当前电子书产品相比，性能改善最为重要的就是由当前的黑白显示向彩色显示演变；另一方面，柔性电子纸技术也将改善电子书性能。电子书厂商有望在2010年推出彩色电子书，价格比黑白电子书贵30%-50%，汉王科技有望在2010年第四季度成为国内第一

家彩色 E-Ink 屏的供应商。

——我们判断，随着纸质书被电子书升级取代的趋势，大部分通用型电子书价格会越来越低，中小學生用电子书将免费。

为什么国内电子书的盈利模式重点在“内容+平台”整体解决方案？

1) 终端销售仅能够带来一次性销售收入，无法像内容平台一样每年持续贡献增量收入；

2) “内容+平台”可最大化捆绑用户群体。Kindle 的成功经验在于背靠强大的 Amazon，具有无可比拟的内容优势（Amazon2009 年销售总额 245 亿美元，图书销售额约 120 亿美元，公司纸质图书销售在美国占主导，电子书销售在美国占了 60%-70% 的份额），2007-2009 年 Kindle 的销量从 5 万台井喷式增长到 230 万台，全球销量第一；

3) 2010 年 4 月 3 日，苹果 CEO 乔布斯在旧金山推出 iPad，主动要求默多克的新闻集团的道琼斯开发《华尔街日报》应用软件。截至 6 月，iPad 卖出 200 万台，其中有 13 万人通过 iPad 平板看《华尔街日报》，每人每周付 3.99 美元可阅读全部文章。

表2 从Kindle、Sony、汉王科技、大唐电信探寻电子书的商业模式

	Amazon's Kindle	Sony's PS	汉王科技	大唐电信
下载方法	无线3G，可浏览所有网络	PC，高级产品通过无线3G，但只能登陆Sony网站	PC，Wi-Fi，3G	PC，Wi-Fi，3G
销售渠道	Amazon.com	电子零售、Sony专卖	各大商场	TD电子书在移动营业厅出售
内容平台格式	Azw（亚马逊独家的非标准格式）——具有独自のDRM（数字版权管理）格式，通过EvDO通讯协议进行无线传送	EPUB（自由开放标准，可根据阅读器设备的特性显示）	TXT/PDF/DOC/HTXT	TXT/PDF/DOC
内容与平台	Kindle占据亚马逊网站首页，网上书城图书310万册，均以9.99美元的优惠价格下载，版权购买价一般高出50%	2009年与Google合作，获得50多万册公共领域图书	汉王书城 移动数字阅读基地	移动数字阅读基地 新华频媒
终端	向手机平台拓展，“黑莓Kindle”软件	索尼PS	汉王，六个型号	TD电子书即将量产 30T、50T、80T

资料来源 国海证券研究所

3) 国内尚未有一家跟 Amazon 一样，同时掌握内容资源、网络平

台和终端产品的公司。内容与硬件提供商都对数字出版产业链的整合跃跃欲试，现阶段内容与硬件厂商主要采取合作或设立合资公司的形式谋求共赢。

表3 国内电子书的内容方、网络平台方、运营商、终端均跃跃欲试进入电子书市场

内容提供		运营		终端			
内容提供商	内容平台	运营商	运营平台及分成	硬件制造商	终端	平台及分成	市场份额
盛大文学	盛大云中图书馆	中国移动	手机阅读基地 6: 4	汉王科技	汉王	汉王书城 2: 8 (内容方80%)	95%, 2010年出货量可能在150-200万台
	盛大文学网站	中国电信	移动阅读基地 (与大唐电信在洽谈)	方正集团	文房	阿帕比、番薯网 6: 4	销量1万台
时代出版	-	-	-	大唐电信	AirPaper TD	手机阅读基地 新华频媒	2010年预计出货量30万台
出版传媒	-	-	-	津科电子	翰林	-	-
新华传媒	-	-	-	长城电脑	长城	-	-
上海世纪出版	-	-	-	金蟾软件	易博士	-	-

资料来源 国海证券研究所

表4 内容与硬件厂商谋求共赢

时间	合作双方	合作内容
2010年4月 23日	汉王科技 四川新华文轩	共同打造“汉王+文轩”双品牌战略。根据协议，新华文轩将首批采购2000台汉王电纸书，并集中旗下所有卖场销售；汉王电纸书将内置新华文轩自有图书内容，同时通过通过与新华文轩合作的渠道销售，快速进行市场推广以稳定市场占有率。
2010年4月 28日	新华传媒 解放日报报业集团 上海易狄欧电子科技有限公司	共同设立公司，以手持移动阅读终端的硬件为切入点逐渐完善数字出版内容的运营平台体系，新华传媒以现金出资675万元，占比45%。

资料来源 国海证券研究所

版权价值决定产业规模，中国版权环境成内容平台建设最大瓶颈

版权保护路漫漫其修远。近两年来，我国政府频频加大对盗版的打击力度，数字版权保护环境逐步向好，但我们判断，由于国民整体的消费习惯问题、版权法的实施有待于坚决贯彻执行之外，积重难返的盗版问题短期之内难见起色，后果就是，要么内容平台建设动力不足，要么内容平台产生的收益水平不高，电子书整体产业规模也就很难有明显提升空间。

表5 政府加大盗版的打击力度，数字版权保护环境逐步向好，但短期内难见起色

时间	事件
2010.4	新的《著作权法》开始实施，首次为保护版权和版权交易提供了正式的法律依据； 《著作权法》规定了17项著作权，而电子阅读器中的版权就属于“信息网络传播权”。
2010.2.26	《中华人民共和国著作权法（2010）修正》——著作权法第四条修改为：“著作权人行使著作权，不得违反宪法和法律，不得损害公共利益。国家对作品的出版、传播依法进行监督管理。”同时著作权法增加一条，作为第二十六条，即“以著作权出质的，由出质人和质权人向国务院著作权行政管理部门办理出质登记。”
2010.1	在新闻出版总署主持下，由中国版协、中国发协、新华书店协会三个协会联合制订的第一个行规行约《图书公平交易规则》正式发布
2009.10	中国网络视频反盗版联盟宣布对酷网和迅雷网就版权问题提起诉讼
2009.10	优酷网10月17日宣布正式起诉搜狐
2009.9	激动网、优朋普乐及搜狐三家公司结成中国网络视频反盗版联盟
2009.8	文广东方宽频、湖南金鹰网、北京电视台、深圳广电的诸位代表，共同签署《2009年版权保护宣言》
2008.7	凤凰网状告酷6网和中国联播网等“视频大盗”侵犯其知识产权

资料来源 新闻出版总署

版权保护的技术环境不断改善，DRM 标准不兼容成推广瓶颈，未来发展空间存疑。和数字音乐一样，通过数字版权管理 DRM (Digital Rights Management)技术，出版商可以对数字出版进行全程加密监管，如适配终端类型和复制次数等。DRM 技术通过授权许可证方式可控制电子文件的使用，如是否可以在线、离线阅读等；可控制电子文件的操作权力，如打印、复制、修改、截屏、存储、传播等；可增加电子文件利用的时间约束，如阅读的起始时间和终止时间等；可增加电子文件的次数约束，如允许阅读的次数、可打印份数、可复制的份数等。同时，许可证还保存了电子文件标记、用户信息、机器指纹(机器指纹是指用户所使用计算机的标识符，可以使用计算机主板序列号、IP 地址、MAC 地址等信息的绑定值来唯一标识)等信息，许可证通过与电子文件标记、用户信息和机器指纹的动态绑定，可严格控制用户的使用权限。

但是 DRM 也面临标准瓶颈，每家提供的 DRM 都基于各自的技术方案，市场缺乏统一标准，缺乏兼容性。标准不统一在成就了苹果 iPod 的同时 (iTune 在线商店的内容不能在 iPod 之外的任何便携设备上播放，苹果因此占据了 70% 的数字音乐播放器市场份额和 90% 的在线音乐下载市场份额)，从长远来看，随着数字媒体市场的扩张，缺乏 DRM 兼容性这个问题的重要性会逐步显现出来，会因为不利于整个行业的健康发展而面临一些政策风险，容易遭到消费者抵制。

我们不看好 DRM 技术在国内电子书行业的应用，Windows 操作系统在中国被完全破解就是一个最有力的证明，电子书的数据保护功能存疑。由于中国超强的盗版能力，尽管微软中国陆续推出“Windows 正版增值计划”和“Office 正版增值计划”加强打击盗版的力度，微软的 Windows XP 系统在国内还是被完全破解，甚至得到了“优化”（比如 Ghost XP 质量全面优于正版），Windows7 被完全破解并被传播也将很快不是什么难题。强大的 Windows 系统尚且被破解的如此彻底，对电子书的数据保护功能没有理由不保持一分清醒的怀疑。

风流总被雨打风吹去，新闻资讯尤其是财经类内容可能最终胜出

我们的结论：在版权保护短期内难有明显起色的前提下，图书受盗版冲击较大，而新闻资讯类内容以其时效性、便携性、互动性、单位低成本等优势，最容易成为电子书消费者的最大需求对象；在国内电子书终端和内容平台均难以超越 iPad 和 Amazon's Kindle 的现实情况之下，“内容差异化”问题就会显得尤为突出，甚至很可能是“华山一条路”。我们判断，纸媒将会是比图书更好的与电子书结合的产品，而纸媒中的财经类媒体，内容差异化优势最明显。

1、为什么纸媒电子化（数字报纸）趋势尤为明显？

1) 从性能上来看，相对于传统报纸，以互联网为代表的数字报纸，在传播及时性、有效性、立体化、互动性方面有着得天独厚的优势，可以省却传统纸媒印刷、发行、投递等冗长的步骤，得益于现代化的移动通讯网络而直达用户终端；

2) 从美国的情况来看，与 15 年前互联网进入大众生活时相比，美国零售日报的总发行量，已经从 6200 万份降至 4900 万份，数百家报纸被迫停止了印刷。2008 年以来《纽约时报》发行量下降，广告份额大幅流失，2009 年底公司债务总额超过 10 亿美元，这家老牌严肃大报竟前所未有的在新闻黄金版面头版刊登收费商业广告；而与此同时，各大报纸电子版的读者却从零激增至 7500 万人，而这 7500 万人绝大多数不必

给报业公司支付费用；

3) 早在 20 世纪 90 年代中期，各大报社就纷纷推行报网联动，建立自己的官方网站。早在 1995 年，《纽约时报》公司就建立了自己的官方网站，1999 年将其网络方面的业务进行整合，成立了独立核算的“数字纽约时报”，其旗舰网站 nytimes.com 向世界范围的读者提供纽约时报的完整内容、即时更新的消息以及来自美联社、CBS 等合作伙伴的新闻。2003 年，纽约时报网站注册用户达到 1210 万。目前，纽约时报网站已经成为美国网络报纸最大的品牌，在线业务正在以每年 30%-40% 的速度增长，成为纽约时报公司“旋转最快的引擎”。

2、为什么纸媒与电子书结合最好的将会是财经类媒体？

财经类报刊最符合“优质内容差异化”的需求。从美国情况来看，一些报纸试图推动网络读报收费，但成功的只有《华尔街日报》一家，这与《华尔街日报》提供股票、基金等专业咨询业务有关。该报在新近改版中突出了网站的存在，加了不少路标式的标识对网站上的内容进行标注，以吸引读者到网站上继续阅读。《华尔街日报》专业版每月收费 49 美元，在原有网站基础上加入道琼斯旗下 Factiva 数据库和新闻社内容。手机、平板电脑等移动终端阅读报纸和网站分不同层级，从每月收费 2 美元的 iPhone 应用软件到 55 美元的报纸、网站、移动终端通用套餐。数字平台广告和订阅已为《华尔街日报》带来 2.5 亿美元的年收入，占其总收入的 25%。

3、现实还是要留一分清醒看电子书的财经报刊模式。

1) 互联网财经报刊免费阅读的威胁，但是并不是一个构成正面交锋的威胁。互联网阅读不能解决随时随地移动性的问题，互联网即时新闻缺乏深度，报社也越来越认识到官网免费建设是个致命的错误；

2) iPad 等产品在线阅读或下载阅读的威胁构成对电子书报刊阅读的正面交锋。除了 iPad 的用户体验不输给 Kindle 之外，关键还在于 iPad 与内容商的分成方式优于 Kindle。Amazon 的 Kindle 的用户订阅方为 Kindle，利润占 7 成，而且通过 Kindle 订阅使得报社无法获得用户数据；

而苹果的 iPad 带来新模式,《华尔街日报》的 iPad 程序内置了订阅系统,直接通达用户,这样报社就能充分掌握与分析用户信息,形成良好的互动。从 iPad 广告价格已经明显高于网站就可以看出,广告商们对于 iPad 电子报纸模式的认可(万豪酒店在《今日美国》投放广告,同样 1000 次浏览,报纸 103 美元,网站 10 美元, iPad 版 50 美元);

3) 手机报刊的威胁,不过我们认为这也不足以构成与电子书的正面交锋。从中国的情况来看,中移动 2005 年推出的“手机报”业务,四年复合增长率超过 100%,迄今为止手机报业务用户超过 5000 万户,占据整个手机报业市场份额的 80% 以上,市场需求空间巨大。但是,优于中国手机报纸多采用彩信技术,这种技术的缺陷在于,手机信息承载量非常有限,这同时也意味着无法在手机里加太多广告。

4) 无论如何,电子书是快速消费品泛滥时代下的新事物,是各领风骚三五年,还是具有划时代的里程碑意义,一切尚无定论。诚如道琼斯 CEO 莱斯利亨顿的冷静之言:“对报纸而言,真正的问题是最终电子平台带来的利润率是否还能像当年印刷报纸那样高,现在无人能预知。”

微支付助电子书市场一臂之力

我们的结论:微支付(Micro-payment)更容易让消费者因便捷的一键式支付系统产生购买冲动。微支付主要应用于互联网领域,随着 3G 的推广,将更多的应用于移动终端,助电子书市场一臂之力。

网络微支付无处不在。1) 2010 年 5 月新闻集团宣布,计划今年推出针对《华尔街日报》网站个别文章和高级订阅内容的微支付。这一变革被《金融时报》称为“新闻业竞相寻找更好在线商业模式的里程碑之举。”《华尔街日报》将会成为第一份采用该模式的报纸;2) 2010 年 1 月数据显示,苹果 2008 年 7 月推出的应用程序商店(App Store)有 1 万多个应用程序,它们已被下载了 3 亿次,许多软件单价在 1-10 美元;3) 腾讯通过销售成本低廉的虚拟商品,2008 年创收 7.19 亿美元;4) 起点中文网现有 2000 多万注册用户,200 万付费用户;5) 联动优势(中

中国移动和中国银联 2003 年成立的合资公司，为移动用户提供“手机钱包”、“银信通”业务)推出“微支付”业务，针对网游、视频、音乐下载、电子书阅读等小额支付特别设计了快速通道，用户仅需点击鼠标即可付款。该业务支持网上操作和手机 WAP 操作，是第一款跨互联网和手机平台的支付工具，实现了一步支付。

日、韩、欧美等国移动支付的发展借鉴。NTT Docomo 移动支付业务在其手机用户中的渗透率高达 65%，欧美手机银行等业务开展较早。对于我国，日韩在统一标准、商业模式相对一致、参与各方建立良好的协作关系、政府支持、产业链有效控制等方面的经验值得借鉴。

日本作为移动支付发展最快的国家，手机支付渗透到了居民生活的方方面面。截至 2008 年 11 月，已经有超过 5000 万的手机用户使用手机钱包业务，渗透率 65%，增长仍然强劲。日本移动支付产业的特殊环境（金融监管政策宽松、银行信用卡发展缓慢）使得以 NTT DoCoMo 为代表的移动运营商成为产业链主导。

韩国是运营商、银行合作的移动支付运营模式。目前韩国几乎所有零售银行都能提供移动银行业务，越来越多的移动用户通过手机实现 POS 支付、购买地铁票、移动 ATM 取款等。同时银行联合移动运营商（SK 电讯）共同推出手机支付业务。首尔是世界上最大的非接触交通卡试点场所，有大约 1400 万张卡在流通。移动用户只需将具有信用卡功能的手机智能卡安装到手机上，就可以进行手机支付。韩国 70% 的电子支付（超过 10 亿美元的交易额）都是由手机支付完成。

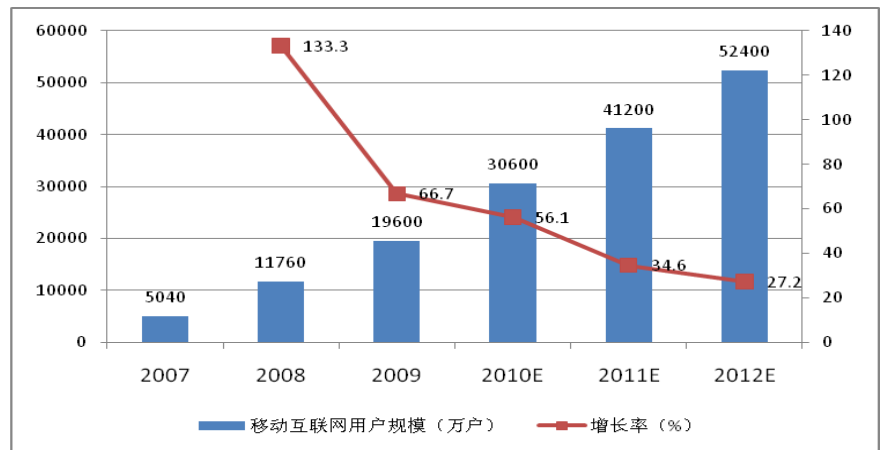
欧洲主要采用多国运营商联合运作。通过 WAP（无线应用协议）、SMS（短消息业务）、IVR（交互语音应答）等方式接入验证身份，操作繁琐，不适于时间要求高的支付行为，多用于 WAP 业务、电子票务。随着 NFC 技术日趋成熟，欧洲是全球 NFC 技术应用发展最快的地区。

美国运营商、设备商、银行、信用卡公司及第三方支付机构等多方合作与竞争：1) 移动运营商势力较弱，不像 NTTDoCoMo 拥有垄断强势地位；2) 在金融服务领域，美国银行卡和个人支票高度普及，银行、消费者和商家缺乏转换支付方式的动力；3) 美国至今还没有达到像日韩等亚洲模式发达地区对手机文化重视的程度，手机支付尚未形成某一方

主导或垄断的市场格局，多种不同的近程与远程技术互相竞争，各种创新的商业模式不断探索与互相激发，有很强的发展后劲。

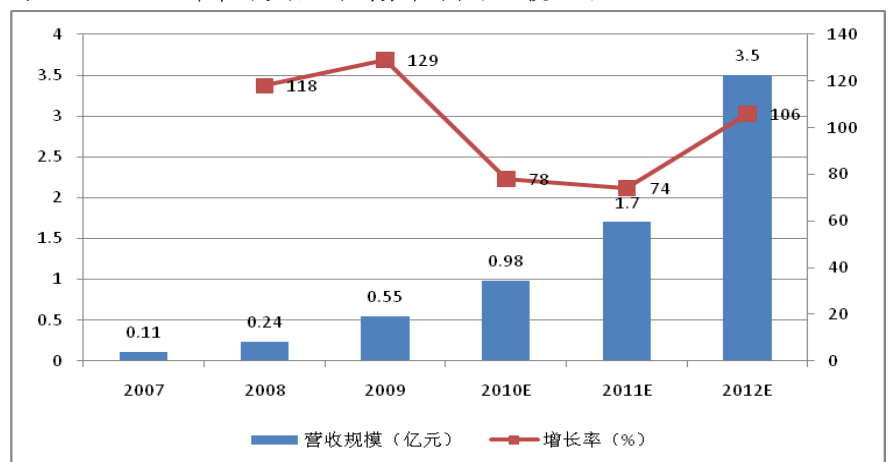
我国移动支付业务具备良好的市场基础。工信部数据显示，我国手机用户已达 7.4 亿户，手机上网的网民接近 2 亿户。移动支付渗透率仅为 3%（中国银联数据显示 2009 年中期移动支付定制用户总量 1920 万户），RF-SIM 卡用户的渗透率更低。根据日韩发展经验以及我国 3G 业务的推进速度，2013 年国内移动支付的渗透率将在 14% 左右，四年复合增长率 55%，2013 年移动支付用户数量将接近 1.3 亿左右。

图 7 2007-2012 年中国移动互联网用户规模



资料来源 iResearch

图 8 2007-2012 年中国移动电子商务市场营收规模预测



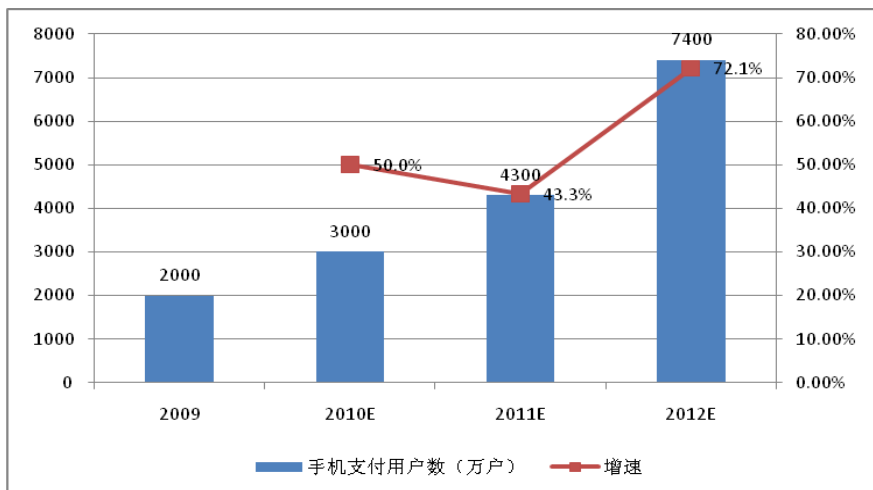
资料来源 iResearch

目前中国的移动支付主要有大额远程支付和小额现场支付两种模式。一是金融机构与运营商合作，用户将手机号与银行卡账号绑定，通过短信、WAP 利用银行卡账户交易，银行占主导，多为大额远程支付行

为（联动优势）；二是运营商为用户提供账号，用户预存费用从账户中付费，或者运营商通过 SIM/STK 卡直接从话费中扣费，运营商占主导，多为小额现场支付行为（刷手机消费）。目前来看，中移动“手机钱包”借鉴“支付宝”模式与银行卡绑定将成为主要形式，而支付宝已成立专门的团队研究支付体系切入无线领域的可行性，如 WAP、短信、语音支付等支付手段已开始逐步应用。支付宝的手机支付业务近期也将进入正式推广。

目前我国现场支付有三种技术，未来面临标准统一风险和商业模式风险。1) NFC 技术，工作于 13.56MHz 频率范围，VISA、公交卡等都运行 13.56MHz，与银行、交通兼容性强，缺点是需要更换手机；2) SIMpass 技术，频率运行在 13.56MHz，是基于智能 SIM 卡的现场支付技术，与金融、交通行业兼容性强，缺点是穿透性差，需要加装天线；3) RF-SIM 技术，频率运行在 2.4GHz，该协议目前已通过欧洲电信标准协会 ETSI、中国移动认可，所有 SIM 卡厂商也支持该协议，主要应用在小额支付，缺点是银行不倾向于该技术，POS 机、公交、地铁等读卡终端改造成本高。中国移动 2010 年以 398 亿元收购了浦发银行 22 亿增发新股，通过子公司广东移动持有浦发银行 20% 的股权，目的在于推广移动支付业务（RF-SIM 或称 UIM）。中国联通（SIMpass 和 NFC）及中国电信（SIMpass）也在研发支付平台。不过联通 3G 网络优势明显，工作重心也会在带宽要求较高的移动互联网业务上，移动支付业务不确定性大。

图 9 中国移动手机支付增长预测



资料来源 iResearch

2009年中移动的手机用户6亿多户，TD用户500万户，2010年用户目标将超过千万，TD终端布局的重要性显得尤为突出。中国3G运营商正大力开发微支付模式的移动互联网产品，电子书阅读远程支付或将成为3G杀手级应用，助推电子书市场快速成长。

1、从国外情况看，WCDMA和EVDO牌照发得很早，一直没有找到好的应用，直到2009年Kindle成功。Kindle是一款基于CDMA/EVDO网络的产品，中移动也希望将Kindle的成功复制到国内，并且通过电子书产品推动国内3G的发展。打电话走的还是GSM的语音通道，所以中移动提出电子书的概念而没有做手机。

2、2010年5月5日中移动召开电子书启动大会，采用补贴政策全面启动电子书商用市场，试图打通“内容-平台-通道-终端-营销”环节，成为数字出版产业链的整合者。1)内容上，中国移动手机阅读杭州基地计划5年投资5亿元。2008年10月开始筹备，2009年2月开始建设，2009年8月在浙江省试商用，2009年11月新增广东等7省试商用，2010年5月开始全国正式商用。阅读基地引入图书、原创、杂志、漫画和其他专业书籍，形成涵盖原创和传统出版主流内容的图书分类，总计二级分类16种、三级分类34种。已同作家出版集团、浙江出版集团、长江出版集团、大百科全书出版社、中信出版社、盛大、方正、新浪、中文在线等35家优秀CP开展合作，发布图书超过5万册，其中30%来自原创网站，与内容商六四分成，中移动60%); 2)平台建设与华为合作; 3)平台运营由卓望负责，与中文在线(www.ChineseAll.com)合作; 4)支付方面利用中移动3G网络作支撑，与现有手机号绑定支付; 5)终端方面主要考虑手机(WAP和客户端)和内置3G模块的G3阅读器，TD手机有LG/多普达/诺基亚/联想等91款，G3阅读器厂商有大唐/华为/汉王等7款，并推出403款客户端; 6)营销方面利用中移动庞大的用户基础、全国网络和各业务交叉销售，实现品牌/内容/终端的整合和精准营销。

3、配合中移动2010年TD发展目标，势必加大TD终端推广，TD电子书有望爆发性增长。中移动2010年计划发展100万G3阅读终端用户，未来3年用户规模800万户。预计2010-2011年阅读基地总体市场规模分别可达5亿元和15亿元。(计算：2010年包月用户按月均500万

付费用户, 每个用户 ARPU 值 5 元/月计算, 产生 $0.05*5*12=3$ 亿元收入, 按次点播/按章节点播收费贡献 2 亿元。) 目前正式推出并通过中移动测试的 TD 电子阅读终端仅大唐及汉王两家。

表 6 中国移动进入 KPI 考核的 5 项数据业务

考核指标	考核依据
全曲收费下载客户数	中央音乐平台
手机游戏收费使用客户数	手机游戏业务平台
手机视频/CMMB 手机电视使用客户数	一级 BOSS
手机阅读使用客户数	手机阅读业务平台
手机支付/手机钱包使用客户数	手机支付业务平台

资料来源 中国移动

表 7 G3 阅读器终端的销售渠道

渠道	渠道投放
集团采购	优先选择烟草、银行、电力、地铁、教育、政府机关、大型企业
移动自有渠道	1、重点营业厅、网上商城; 2、政企客户部等商务礼品采购
传统书店	1、大型书店, 如新华书店、大众书局; 2、机场书店
网络渠道	1、优先选择大型 B2C 网络公司京东、淘宝、拍拍、卓越; 2、与银行 B2C 部门合作分期付款
礼品公司	礼品公司需暴利空间, 初期暂缓
传统社会渠道	选择迪信通、苏宁、国美、通信市场、商超等

资料来源 国海证券研究所

得差异化资源者得天下, 数风流人物, 还看大唐

中移动 TD 用户的明确发展目标势必造成 TD 应用终端大力推广, 这构成公司 TD 电子书销售和规模提升的业绩保障 (上一部分已经分析), 得到政府采购倾向性优先支持的可能性比较大。公司 TD 电子书项目 2009 年起步, 2010 年计划推出 3 款 TD 电子书 (30T、50T、80T), 分别对应高中低端市场。AirPaper 属于中移动深度定制阅读器, 从产品规划、方案调整, 到最后量产条件具备的确认, 是两方深度合作后推进下来的, 符合中移动所有规范、收费模式, 也符合 TD 所有特点。销量方面, 预计 2010 年 G3 阅读器市场大唐份额 30% (中移动 2010 年计划发展 100 万 G3 阅读终端用户); 2012 年总体市场规模 500 万台,

大唐（加上品牌商联盟销售）市场份额降到 14%，出货量 70 万台；
 未来将稳定在年出货量 50-70 万台（加上品牌商联盟销售）的水平。

风险因素：受制于中移动 TD 整体推进进度，不确定性可能较大。

表8 大唐电信TD电子书相对于汉王等一般电子书的7大优势综合分析

优势项目	优势
价格优势	售价3000元，大唐产品和亚马逊二代配置接近，参考177美元的组件成本，毛利率58.7%，具有较大的利润空间；据咨询公司调查，1500元有望成为产品发展的分水岭。中移动对于每款TD终端都有不同程度补贴，拥有通讯功能的电子书有望改观这一局面。
成本优势	大唐以TD模块技术见长，领先的技术研发能力将带来电子书组件成本的降低。在终端芯片和解决方案领域，由大唐电信集团提供的TD-SCDMA终端解决方案占有率位居市场首位，L系列芯片也即将投入规模商用，从而极大降低TD-SCDMA的终端成本（芯片占电子书成本的1/4，电子纸模组占1/3）。
独特格式保障版权	兼容3G、2G和USB下载，通过3G网络下载的资源只能在下载终端上阅读。
网络优势	G3阅读器利用3G网的下行数据传输速率可达到2.8Mbps，上行数据传输速率最高达384Kbps，提供了快速高效的在线阅读和无线网络下载能力； 用户不需要重新购买新手机号码，只需绑定现有号码，便可使用现用号码作为支付账号在网上订购图书。
技术优势	互动概念——批注、手写、短信通信等增强互动； 2010年，大唐电信将会推出9.7寸屏产品、彩色墨水产品、带键盘的电子书产品等。
渠道优势	见表7，移动得天独厚的央企关系背景和自有移动营业厅，都是比汉王科技等自建渠道具有先天优势的地方。
内容优势	中移动杭州阅读基地的图书资源（目前来看，似乎只有这一项尚且无法跟汉王分出伯仲）

资料来源 国海证券研究所

表9 根据中移动 TD 终端发展目标测算的大唐 TD 电子书销量情况

时间	中移动目标发展 TD 电子书用户（万户）	大唐 TD 电子书份额	大唐 TD 电子书销量（万台）	大唐 TD 电子书销售额（亿元）
2010	100	30%	30	9
2011	300	20%	60	18
2012	500	14%	70	21
2013	800	8.75%	70	21

资料来源 国海证券研究所（单价按 3000 元/台计算；加上品牌商联盟销售的总额）

表10 TD 电子书销售对整体业绩增厚的敏感性分析

数量（万台）	净利润率				
	6%	8%	10%	12%	14%
10	0.04	0.05	0.07	0.08	0.10
15	0.06	0.08	0.10	0.12	0.14
20	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19
25	0.10	0.14	0.17	0.21	0.24
40	0.16	0.22	0.27	0.33	0.38
60	0.25	0.33	0.41	0.49	0.57
80	0.33	0.44	0.55	0.66	0.77

资料来源 国海证券研究所（单价按 3000 元/台计算）

充分发挥央企优势，与新华社强强联合打造“新华频媒”电子阅读项目，大唐电子书内容将具有独一无二的“社内资源”和“社外资源”的垄断优势

2009年9月，新华社与大唐签署《“新华频媒”电子阅读项目三方合作框架协议》，成立新华电子阅读项目联合体，巨资打造数字内容传播产业链新华频媒，包括内容采集加工、数字出版传播、终端制造销售等。我们判断，这很可能是新华社跟大唐的独家合作。相比中移动TD终端产品，具有产品开发自主权。

表 11 新华频媒的服务内容极具价值——最大限度整合“社外资源”

服务项目		栏目
新闻	新闻资讯	新华快讯、新华早晚报、股市点评、网络热点、China Focus、新华图片报、休闲漫读
	深度阅读	新华观察、域外传真、舆情监测、报刊集萃、史海钩沉
	专供资讯	参考资料、参考要闻、经济分析报告
	生活服务	生活点击
图书		与人民出版社、党史出版社、新华出版社、轻工出版社、外文出版社、国家出版集团、超星图书馆等签约授权，提供上万册图书，包括社科、人文历史、自然、生活保健、文化娱乐等
报纸、杂志		新华频媒已与全球最大的中文杂志网站“龙源期刊网”正式签约授权，为读者提供上百种电子板热销期刊杂志

资料来源 新华社

“社内资源”价值分析——新华社作为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，《参考消息》、《新华每日电讯》、《中国证券报》、《上海证券报》发行量高举国内报刊前列，对电子书用户构成较强吸引力。新华社是世界四大通讯社之一，拥有覆盖全球的文、图、视频采集、编辑加工与传播营销体系，日均通过8种语言播发文字新闻信息稿11000多条，图片图表1500多张，音视频新闻600分钟，拥有《新华每日电讯》、《参考消息》、《经济参考报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《国际先驱导报》、《环球》、《现代快报》、《世界军事》、《瞭望》、《半月谈》、《时事资料手册》，是国内最大的报刊群。

表 12 新华社社内资源一览——报刊、发行量及年订阅价

名称	年订阅价(元)	发行量	特色
新华每日电讯	285.6	67.8 万份	集中刊登新华社报道的综合性新闻大报，已成为老百姓喜爱，

			党中央信赖的高品位大报
经济参考报	294	全国公开发行	"政府官员、企业经营者首选前9家经济类报纸", "政府官员、企业经营者经常阅读的36种经济类报纸"调查第二位
参考消息	180	日均超过300万份, 中国发行量最大的报纸	国内唯一一家能直接刊载境外报道的报纸
中国证券报	396	日发行量80~100万份	以金融、证券市场为中心, 全方位报道国内外财经大势
上海证券报	396	日发行量60万份	倾力打造国际化的的顶尖财经大报
国际先驱导报	1.5元/份, 周报	48万份/期	-
环球	139.2	-	聚焦国际国内重大新闻和重大问题交叉点, 提供原创权威报道
现代快报	-	日均发行79万份, 江苏地区发行量最大的日报	-
中国记者	96	-	三界"新闻学、新闻事业类核心期刊"第一
瞭望	286, 周刊	位居中国内地时事新闻类周刊首位	难以替代和难以模仿的权威性报道, 中央支持的主流新闻周刊, 党政干部及公务员必读刊物
瞭望东方周刊	312, 周刊	28万份/周	为政府决策者、国企领航人、知识精英提供主流政经时事资讯
半月谈(含时事资料手册)	57.6, 半月刊	450万份/期, 全国发行量最大的杂志, 其次是《读者》	以城乡广大基层干部群众为主要读者对象

资料来源 新华网

表13 2008年全球日报发行量前100名排行

名次	报 名	国家	发行量(千份)	名次	报 名	国家	发行量(千份)
1	读卖新闻(Yomiuri Shimbun)	日本	10021	51	都市快报	中国	950
2	朝日新闻(Asahi Shimbun)	日本	8054	52	今晚报	中国	910
3	每日新闻(Mainichi Shimbun)	日本	3912	53	旁遮普狮报(Punjab Kesari)	印度	902
4	图片报(Bild)	德国	3548	54	炸药桶报(Dinakaran)	印度	901
5	参考消息	中国	3183	55	半岛都市报	中国	900
6	印度时报(The Times of India)	印度	3146	56	金字塔报(Al-Ahram)	埃及	900
7	日本经济新闻(Nikkei)	日本	3054	57	每日新闻报(Daily News)	泰国	900
8	太阳报(The Sun)	英国	2986	58	德干记事报(Deccan Chronicle)	印度	885
9	人民日报	中国	2808	59	新克朗伦汇报(Kronen Zeitung)	奥地利	881
10	中日新闻(Chunichi Shimbun)	日本	2755	60	卓见日报(Daily Sakal)	印度	879
11	每日邮报(The Daily Mail)	英国	2311	61	每日电讯报(The Daily Telegraph)	英国	874
12	朝鲜日报(The Chosun Ilbo)	韩国	2300	62	每日电讯报(Daily Thanthi)	印度	854
13	今日美国(USA Today)	美国	2293	63	南方日报	中国	850
14	东京体育报(Tokyo Sports)	日本	2230	64	武汉晚报	中国	850
15	产经新闻(Sankei Shimbun)	日本	2204	65	西日本新闻(Nishinippon Shimbun)	日本	849
16	中央日报(The JoongAng Ilbo)	韩国	2200	66	天眼太阳报(Divya Bhaskar)	印度	840
17	觉悟日报(Dainik Jagran)	印度	2168	67	大河报	中国	830
18	东亚日报(The Dong-a Ilbo)	韩国	2100	68	辽沈晚报	中国	826
19	华尔街日报(The Wall Street Journal)	美国	2012	69	中日体育报(Chunichi Sports)	日本	808
20	日本体育报(Nikkan Sports)	日本	1868	70	每日经济报(The Maeil Economic Daily)	韩国	800
21	扬子晚报	中国	1810	71	华西都市报	中国	800
22	体育日本报(Sports Nippon)	日本	1800	72	北京晚报	中国	800
23	广州日报	中国	1680	73	战斗报(Jang)	巴基斯坦	800
24	富士晚报(Yukan Fuji)	日本	1559	74	一针见血报(Kom Chat Luek)	泰国	800
25	美丽马拉雅拉报(Malayala Manorama)	印度	1514	75	共和报(Al-Gomhuriva)	埃及	800
26	每日镜报(Daily Mirror)	英国	1494	76	现代快报	中国	790
27	信息时报	中国	1480	77	西法兰西报(Quest France)	法国	789
28	南方都市报	中国	1400	78	洛杉矶时报(The Los Angeles Times)	美国	780
29	产经体育报(Sankei Sports)	日本	1368	79	今日报(Aj)	印度	748
30	喜欢市场报(Ananda Bazar Patrika)	印度	1277	80	每日快报(Daily Express)	英国	745
31	印度教徒报(Hindu)	印度	1272	81	共青团真理报(Komsomolskaya Pravda)	俄罗斯	735
32	不灭之光报(Amar Ujala)	印度	1230	82	每日星报(Daily Star)	英国	726
33	北海道新闻(Hokkaido Shimbun)	日本	1201	83	自由时报(Liberty Times)	中国台湾	723
34	泰国早报(Thai Rath)	泰国	1200	84	静冈新闻(Shizuoka Shimbun)	日本	718
35	羊城晚报	中国	1170	85	中国新闻(Chugoku Shimbun)	日本	718
36	太阳报(Dainik Bhaskar)	印度	1147	86	电讯报(De Telegraaf)	荷兰	702
37	印度斯坦时报(Hindustan Times)	印度	1143	87	人民自由报(Rakyat Merdeka)	印度尼西亚	700
38	印度斯坦报(Hindustan)	印度	1142	88	韩国日报(Hankook Ilbo)	韩国	700
39	楚天都市报	中国	1140	89	莫斯科共青团报(Moskovsky Komsomolets)	俄罗斯	700
40	新快报	中国	1132	90	金陵晚报	中国	700
41	今日报(Eenadu)	印度	1130	91	事实报(Fakt Gazeta Codzienna)	波兰	686
42	祖国报(Nathrubumi)	印度	1077	92	纽约每日新闻报(New York Daily News)	美国	681
43	齐鲁晚报	中国	1050	93	纽约邮报(New York Post)	美国	667
44	环球时报	中国	1042	94	晚邮报(Corriere Della Sera)	意大利	664
45	纽约时报(New York Times)	美国	1038	95	新新闻报(Khao Sod)	泰国	650
46	和气新闻(Hochi Shimbun)	日本	1015	96	时代报(Zaman)	土耳其	637
47	体育日报(Daily Sports)	日本	999	97	华盛顿邮报(The Washington Post)	美国	635
48	新民晚报	中国	998	98	邮报(Posta)	土耳其	635
49	燕赵都市报	中国	995	99	共和国报(La Repubblica)	意大利	624
50	钱江晚报	中国	951	100	经济时报(The Economic Times)	印度	620

(世界报业协会2008年6月5日于瑞典哥德堡发布, 陈中原翻译)

资料来源 世界报业协会

以权威时政和权威财经信息为主的新闻资讯类内容带来较高的 ARPU 值。目前电子书市场图书下载每本平均 3.54 元的费用，按照每个用户每月下载 2.5 本书计算，一年仅产生 106.2 元的 ARPU 值，开发空间不大；大唐自主开发电子书将以新闻资讯为主要内容整合方向，包括报刊、图书、定制资讯，仅此一项打包信息的 ARPU 值就在 120 元/年。

风险因素：与新华社合作的商业模式未知。

表 14 新华社合作开发电子书销售对整体业绩增厚的敏感性分析

净利润率 数量 (万台)	6%	8%	10%	12%	14%
5	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05
10	0.05	0.06	0.07	0.09	0.10
15	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15
20	0.09	0.12	0.15	0.17	0.20
25	0.12	0.15	0.18	0.22	0.25
30	0.14	0.18	0.22	0.26	0.30

资料来源 国海证券研究所

(假设：单价按 3000 元/台计；

内容分成大唐占 20%；

ARPU 值 120 元/年；

终端均为自销，不考虑品牌商联盟销售，整体解决方案出售先不做预测；

与内容商广告收入分成和自有广告收入均未考虑，实际上占比不可小视。)

得差异化资源者得天下，从提供终端，与新华社合作，到提供“整体解决方案”。目前盈利模式不明，但是我们初步判断这是极具市场想象力和弹性空间的部分。这将使得大唐电子书的商业模式更像是一个出售核心技术模块的 Intel，而超越了一个出售 Windows 系统的微软，更超越了一个出售电脑硬件的微软。

和中移动的合作，赢利点全部来自于终端硬件销售；和新华社合作，并依托社内资源引入社外内容资源，例如其他报社、文曲星、教育资源等 CP 厂商，进行内容和广告版分成；根据 IP 地址细分人群，进行营销精准定位，创造电子书广告收入；然而我们判断，最可能具有长久核心竞争力的赢利方式在于联合各个品牌厂家组成巨大联盟，为他们长期提供电子书“整体解决方案”（可能会像是 TD 实时在线的新闻资讯传播和互动等形式）。凭借大唐在 TD 模块方面的技术领先优势，这个“整体解

决方案”就像是英特尔的核心技术,而不是像微软一样提供一个 Windows 系统,更不是一个硬件销售商。事实是,标准化的 Windows 可以被盗版,硬件必须面对激烈的红海之争,但唯有英特尔的建筑模块无可取代。

盈利模式: 公司不生产终端,而是通过出售“整体解决方案”赚钱。我们判断,大唐携核心技术优势和新华社内容核心优势,“整体解决方案”的设计将会更加类似于苹果 Apple Store 里开发的 26 万个个性化程序,最大化的满足不同品牌生产商的个性化需求,毛利率会大大高于硬件生产商 30% 的水平。

风险因素: 能否像 Apple Store 一样开发出足以满足用户需求的个性化程序,目前还在概念阶段,有较大的不确定性。

与教育部合作开展全国 3.4 亿学生的电子书远程教育

眼下来看更多的是一个社会责任,政府定价将导致盈利水平不高。然而,如果把眼光放长远,这很可能会引发很多更深入的商业模式,比如随着三网融合的深入,可以做教育频道的业务等。

表15 国外教育类数字图书的内容付费模式——定价低,眼下看主要还是社会责任

时间	案例	事件
2012	-	韩国也可能让学生以电子书代替纸制书
2009.11	索尼电子教科书	加拿大多伦多 Blyth 学院让全部学生使用索尼阅读器阅读电子教科书
2009.9	加州高中将率先使用电子课本	加州州长施瓦辛格称,2009年秋季新学年起,加州将首先在高中开始使用在线电子版数学及科学教科书,取代纸本教科书。电子版教科书投入使用后,可以使一个拥有1万名高中生的学区每年减少教科书经费200万美元
2009.5	Kindle 内置教科书项目	美国6所大学(凯斯西储大学、佩斯大学、普林斯顿大学、里德学院、弗吉尼亚大学达登商学院以及亚利桑那州立大学)参与到Kindle教科书项目中,将部分试行预装化学、计算机科学以及新生指南等课程的电子课本
2009.3	Kindle 与出版商合作出版教科书	亚马逊与三大教科书出版商签订了合作出版协议,包括圣智学习出版公司(Cengage Learning)、培生(Pearson,英国《金融时报》的所有者)和Wiley。这三家出版社共占据美国高等教育教科书市场60%以上的份额

资料来源 国海证券研究所

公司业务以终端和微电子（集成电路）业务为主，未来增长具爆发性

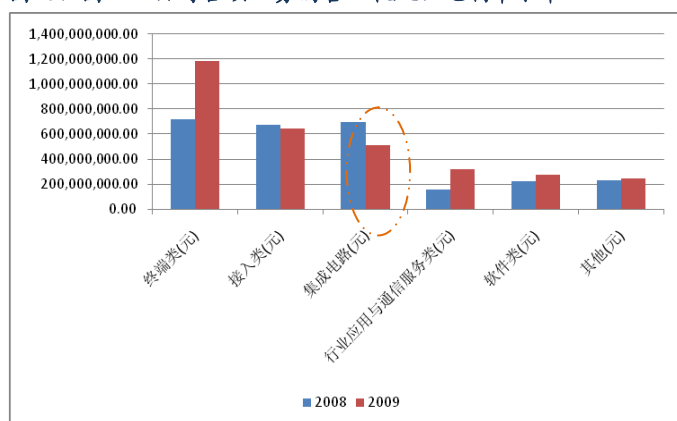
从战略发展方向、收入、毛利等指标看，大唐最重要的是终端和微电子（集成电路）业务：终端业务包括 TD 固话、TD 模块、手机、上网卡、电子书，全部以 TD 制式为主或仅有 TD 制式，亮点在于电子书；微电子业务包括 2G SIM 卡、3G UIM 卡、二代身份证、社保卡、EMV 卡，亮点在于社保卡、银行 EMV 卡和 RF-SIM 卡。

表16 公司主要业务

业务类型	业务类型	业务市场地位	财务指标变动原因
微电子	通信智能卡（芯片及卡）	中移动份额20%	2009年收入5.1亿元，比2008年6.95亿元下降26.62%，原因在于二代身份证更换到期带来收入下降，采购同比减少50%
	银行卡芯片	15%左右的市场份额	
	社保卡芯片	占30%的市场份额	
终端	终端设计——主要由控股35%的上海优思负责。兼容TD-SCDMA/WCDMA/CDMA三大手机研制平台	在国内手机研制排名第5名	上海优思经营随全球手机市场的复苏而走出低谷；天津终端公司开始贡献收益
	终端研制——主要由天津终端公司负责，业务包括3G数据卡/TD手机/无线固话，电子阅读器、物联网模块	亮点在于电子阅读器	
软件	运营商软件业务（OSS/BSS），与国外成熟软件商的合作业务（Oracle）、以及行业应用业务	-	-
接入	光缆/馈线/数字缆业务、WLAN AP设备、运营商网络节点类设备业务	该业务比例不断下降	-
增值	手机炫装业务、电子书阅读平台	-	-

资料来源 公司公告

图10、图11 公司各项业务的营业收入、毛利率水平



资料来源 公司公告

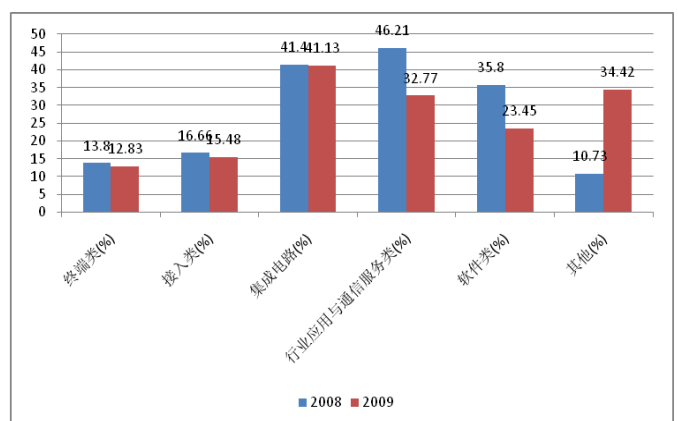
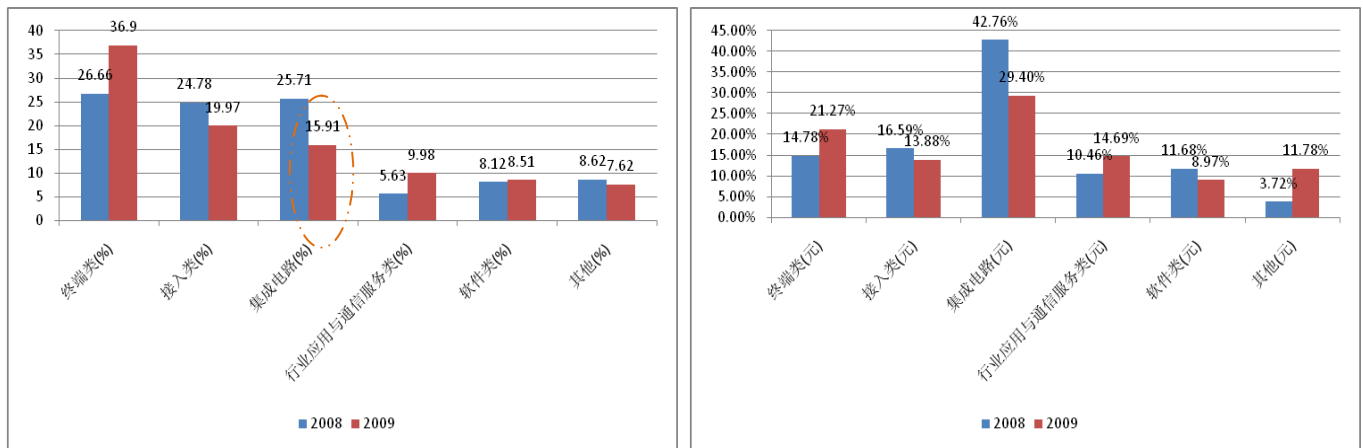


图12、图13 公司各项业务的收入、主营业务利润比例



资料来源 公司公告

大唐微电子公司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，是全球唯一一家能向客户同时提供芯片、模块、卡片的全方位产品、服务与解决方案的企业。公司是国内最主要的智能卡供应商，模块年生产能力4亿只，智能卡年发行能力1.5亿张。2008年，公司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。

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。近年来公司微电子业务收入逐年下降，2008、2009年降幅分别达24.6%和26.6%，主要原因是受二代身份证更换高峰期已过，市场逐步萎缩。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，原因来自三个主要方面：

第一，中移动对移动支付业务的大范围推广有望带来公司 RF-SIM 卡业务快速增长

前面我们分析了日韩欧美的移动支付业务，分析了我国移动支付业务的模式和我国现场支付的三种技术（13.56MHz的NFC和SIMpass、2.4GHz的RF-SIM）。2010年3月中移动通过广东移动持有浦发银行20%的股权，目的在于规避政策风险，大范围推广UIM卡移动支付业务。

市场格局：公司2004-2007年蝉联中移动SIM卡供应商综合评比第

一名，占中国移动通信智能卡总采购量的20%，市场份额第二（第一名金雅拓22.9%、第三名东信和平17.1%、北京握奇9.8%、其他25.5%）。目前在国内启动的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%。

盈利测算：按照每张UIM卡100-120元，出货量100万张计算，带来收入1-1.2亿元，参考东信和平25%的毛利率水平，每年产生毛利润2500-3000万元，增厚每股收益0.05-0.06元（忽略期间费用，所得税率按15%计）。

风险因素：1) 标准不统一的风险，如果推行13.56MHz标准，市场上仅有的两家公司“恒宝股份”和“握奇数据”将受益，而生产2.4GHz标准芯片的众多厂商将受到冲击；2) 移动通信运营商和银行的利益平衡问题；3) UIM卡使用终端POS机改造成本巨大制约移动支付业务的大规模开展。

表 17 几种现存的移动支付模式

主推方	业务模式	描述
银行	手机银行	2004年推出，通过手机登录银行网页，专注于 转账等大额远程支付 ，目前手机银行用户2000万人，占手机用户比例不到3%。
移动运营商	手机钱包	用户预存手机话费。运用RF-SIM技术，可在指定POS机上刷卡消费。目前只有地铁、麦当劳、星巴克等商铺安装了RF-POS机； 中移动没有金融资质，只能用于1000元以下的小额 远程支付和近端支付 。
第三方	第三方支付平台	包括互联网支付（5000亿元规模）和第三方手机支付（几百亿元规模）。远程支付； 如支付宝、财付通等。
金融机构 & 移动运营商	手机智能金融卡植入	1) 新一代银联手机支付业务以手机中的金融智能卡为支付账户载体，用户在银行或移动运营商申请金融智能卡；2) 优点在于不受大额、小额支付限制；3) 2010.5.12，银联联合商业银行、移动通信运营商（电信、联通，移动缺席）、手机制造商成立“移动支付产业联盟”。

资料来源 国海证券研究所

第二，公司社保卡销售势头良好，一定程度上弥补了二代身份证更换高峰过去带来的微电子业务市场萎缩。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

公司生产的居民身份证芯片占据市场25%的份额，二代身份证更换高峰过去对公司微电子业务造成了一定冲击（全国居民身份证的换证工

作于 2005 年全面启动，2008 年底 2009 年初基本完成全国 16 周岁以上人口的换发工作，约 10 亿个身份证，5 年年均销量 2 亿张)。大唐微电子、同方微电子、上海华虹、中电华大(与国民技术(300077)同属于中国华大的子公司)，每家每年的二代身份证芯片销售收入 5 亿元左右，市场份额大约都为 25%，大唐电信占比略高，大约 30%。

每张身份证价格倒推：5 亿*4/2 亿=10 元/张

表 18 二代证与社保卡技术特点比较

技术特点	第二代居民身份证	社会保障卡
读写方式与卡片类型	非接触式逻辑加密卡	接触式 CPU 卡
信息存储及芯片容量	存储个人信息 容量要求一般	储存信息量较大 容量要求大
应用	身份识别	身份识别、社保应用

资料来源 国海证券研究所

随着 2010 年 1 月 1 日《城镇企业职工基本养老保险关系转移接续暂行办法》正式施行和 2010 年 7 月 1 日“医疗保险关系转移接续政策”的启动，社会保险参保人员全国通用社保卡发放成为焦点。医疗、养老、工伤、生育、失业五大基本社会保障尝试用一张“社保卡”统一这些基本保障功能。例如，北京市实行“持(社会保障)卡就医、实时结算”方案，1000 万张社保卡已开始分批发放；重庆市主城和双桥区也将从 2010 年 11 月 1 日全面停用医保卡，换成社保卡用于看病；江苏部分地区也在推进社保卡异地双向结算，社保卡有望刷遍南京都市圈；深圳从 2010 年 3 月 3 日开始，新参保人员及因原卡遗失、损坏等情况需重新制卡的参保人都将制作社会保障卡。2010 年初，人力资源和社会保障部已批准发放 1.3 亿张社保卡，已发放 6000 多万张；

市场容量：2009 年城镇医疗保险参保人数 4.015 亿人(城镇职工基本医疗保险人数 2.194 万人，城镇居民基本医疗保险人数 1.821 亿人)，参加医疗保险的农民工人数 4335 万人，城镇居民养老保险参保人数为 2.355 亿人，参加基本养老保险的农民工人数 2647 万人。从规模上看和二代身份证的规模相仿；

市场格局：目前通过人社部检测合格并在人社部备案的主流芯片设计与供应商有四家，分别是一一上海华虹、中电华大、同方微电子、大

唐微电子。我们假设和二代身份证的芯片销售市场份额比例一样，都为25%；

盈利测算：社保卡“标准化”工作已经完成，公司可以按照统一技术规范生产社保卡，未来几年将进入加速上升期。卡片发放速度（5-10年）、卡片价格（10元）、毛利率（40%）、净利率（20%）保守假设跟二代身份证相同，那么该部分将为公司每年贡献5亿元的收入，2亿元的毛利润，1亿元的净利润，增厚EPS0.058-0.115元。

第三，得标准者得天下——国内银行EMV卡迁移可能加速启动，公司作为国内唯一一家能够提供符合PBOC2.0标准的芯片设计龙头公司，有望最大化受益

EMV迁移即银行磁条卡向银行IC卡的转移。IC卡用内置CPU芯片可存储用户指纹、照片、身份证、密码等信息，不易被复制，具有独立运算、加解密和存储能力，安全性较磁条卡有较大提高。应用上，IC卡与读卡器之间可采用加密的数据通信方式交换数据，具有很强的安全认证机制，大大减少了伪卡犯罪可能。

全球来看，EMV迁移为大势所趋。根据EMVCo官方数据统计，截至2008年，全球100多个国家和地区发行的基于EMV技术的IC卡近9亿张，近4年复合增长率30%。全部完成EMV迁移的国家30多个。随着国际EMV迁移推进，没有进行IC迁移的地区将成为伪卡的主要目标。欧洲万事达维萨组织决定，2007年起，欧洲不再对目前仍使用的磁条卡因虚假、伪卡造成的损失承担责任。

EMV是目前国际通行的智能芯片卡标准，即Europay、MasterCard、VISA三大国际信用卡组织设立的智能卡金融支付应用标准。尽管欧洲和亚洲基本采用EMV标准的银行IC卡，但出于我国银行卡产业发展及金融支付安全考虑，我国还是坚持制定我国自己的“EMV”标准。

国内EMV迁移环境逐步完善。1) 1999年央行颁布《中国金融集成电路（IC卡规范1.0版）》，2005年修订为2.0版，标志着我国EMV迁移有了自己的标准。2010年5月19日，央行再次对标准进行修订，

发布《中国金融集成电路(IC)卡规范》，明确以下时间表：2010年7月1日起，新投放的POS机和ATM终端应具备金融IC卡受理功能，存量直联POS终端应在2010年底完成金融IC卡改造，存量间联POS终端应在2011年底完成金融IC卡受理改造，ATM终端和非现金终端应在2012年底完成金融IC卡受理改造。2015年，所有银行卡将全面发行银联PBOC2.0标准的金融IC卡；2) 银联跨行交易系统支持金融IC卡交易的转接和清算，IC卡的根密钥系统也已经建设完成，数十家厂家已通过银行卡检测中心对IC卡片、终端产品的检测认证。2005年2.0版卡规范标准公布后，包括ATM、POS机在内的终端设备已实现磁条卡与IC卡的兼容。

国内EMV卡迁移加速的背景。2010年6月初，全球第一大银行卡组织VISA向会员银行发函要求，中国带VISA标识的双币信用卡在境外消费时不得走中国银联结算通道。无论是开拓海外市场还是强化话语权，中国银联发行带芯片的银行卡势在必行。对国内企业而言，这或许构成产业升级的诱因。

国内EMV卡迁移进程判断。2010年底，五大国有商业银行全面发行金融IC卡；2012年底，国内股份制银行全面发行金融IC卡；2015年1月1日起银行不再单独发行磁卡，但允许兼具磁条卡功能的IC卡存在。至此，银行卡全面进入IC时代。

市场容量测算。国内目前银行卡累计发卡量20-30亿张（2009年底20.7亿张），其中信用卡累计发行量约占20%。五大国有商业银行约占国内整体发卡量的70%。预计国内银行卡IC迁移将根据“先贷记、后借记”、“先外卡、后内卡”原则，用5年时间完成从磁条卡到IC卡的转换。首先在全面启动初期，银行发行的新品种贷记卡会采用基于IC卡的银行卡，特别是针对高端客户；银行卡到期更换时，特别是针对活跃贷记卡用户，替换为基于IC的新银行卡；在此基础上，逐步替换到期的借记卡。目前银行磁条卡制造成本1元/张，国际上金融IC卡成本约1-3美元/张，国内金融IC卡的制造成本也在8-10元/张，价格在22-24元/张，如果大规模出货，预计将降至价格5-8元/张。那么国内全部磁条卡转换带来的市场容量为100-240亿元。假设5年内完成迁移工作，每年

市场容量在 20-50 亿元。

表 19 国内提供银行 IC 卡芯片和封装的上市公司

上市公司	市场份额	产品类型
恒宝股份(002104)	25%	封装, 芯片为外购, 毛利率水平
东信和平(002017)	未知	封装, 芯片为外购
大唐电信(600198)	15%	<p>1、国内“独家”推出的, 完全符合金融 IC 卡 PBOC2.0 规范的 32 位安全芯片 (只要需要接入银联网络, 其芯片就必须符合 PBOC2.0 标准, “社保卡”和“银行 EMV 卡”都是如此)。该芯片的推出, 意味着大唐电信在该领域龙头地位的正式确立, 市场疑虑将被打消。目前在领域领先国内其他 IC 设计公司 3 年以上;</p> <p>2、目前我国其他类公司设计的主要为 8 位或 16 位安全芯片, 不符合 PBOC2.0 标准, 业内最强的竞争对手中电华大自认为, 几年后才能提供 32 位芯片;</p> <p>3、目前外方供应商主要是英飞凌、三星、意法半导体。考虑到金融信息安全, 预计国内 IC 卡芯片至少 60% 的市场份额为国产芯片。大唐电信的中国优势在这轮角逐中将得到充分发挥。</p>

资料来源 国海证券研究所 (注: 据美国市场调查公司 Frost & Sullivan 发布的《全球智能卡 IC 市场》报告称, 2008 年, 英飞凌科技股份有限公司稳居芯片卡半导体供应商榜首, 销售额占该细分市场 24 亿美元全球销售总额的 1/4, 市场份额占全球芯片卡 IC 市场的 25.5%, 推出该细分市场每年需求约为 100 亿美金。)

我们对《中国金融集成电路(IC)卡规范》中的时间表安排的一点疑惑: 整体 EMV 迁移成本可能高达千亿元, 在规定时间内如期完成取决于政府推进决心。EMV 迁移是一项巨额投资, 主要由四部分构成: 卡片升级成本, POS 机、ATM 机终端改造成本 (单机改造费用约 2500 元/台和 8000 元/台), 发卡行、收单行、清算中心主机系统改造成本, 宣传推广、业务培训成本。根据 MasterCard 估算, EMV 迁移的后台升级改造和用户培训成本占 80%, 卡片和 POS 终端改造成本占 20%。

公司 EMV 卡资质申请进度——我们判断, 这件事情的意义不可小觑, 对整个行业都具有示范推动意义, 对国内企业掌握核心技术、产业安全的顾虑将逐步被打消, 有利于国内 EMV 业务的广泛推行。公司银行 EMV 卡已经开发出来, 已在进行卡的试生产与试销售等准备工作。目前正在欧洲进行 EMV 芯片资质测试, 情况进展顺利, 预计 2010 年底或 2011 年初获得认证资质。

公司 EMV 卡收益测算。假设公司 EMV 卡市场份额 10-15% (20 亿张卡片 5-10 年迁移, 每年 2-4 亿张, 公司每年 2000-6000 万张), 毛利率一定程度上可参照恒宝股份 EMV 卡业务 61.5% 的水平 (1、事实上, 因为大唐电信采用的是自有芯片, 毛利率理论上应该高于芯片需外购的恒

宝股份 EMV 卡封装业务的水平；2、保守起见，现在行业内金融 IC 卡芯片竞争少，假设行业竞争趋向激烈，长期看毛利率将会向一般通信 IC 卡的水平回归），综合考虑 EMV 卡种虽然毛利率较高但是研发投入较大的现实情况，净利润率参照二代身份证 20% 的水平上下浮动，每张单价按量产后 8 元计。

公司盈利模式在于：芯片授权代工生产（产能瓶颈不大）后销售给下游封装企业（如恒宝股份、东信和平等）——毛利率按 50-60% 计算、自建封装企业（涉足封装产业链）——封装毛利率远远低于芯片生产。

风险提示：能否最终获得欧洲认证的风险；EMV 卡迁移速度。

表 20 公司 EMV 卡每年贡献每股收益的敏感性分析

净利润率 数量（万张）	14%	17%	20%	23%	26%	29%	32%	35%
2000	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	0.13
3000	0.08	0.09	0.11	0.13	0.14	0.16	0.17	0.19
3500	0.09	0.11	0.13	0.15	0.17	0.18	0.20	0.22
4000	0.10	0.12	0.15	0.17	0.19	0.21	0.23	0.26
4500	0.11	0.14	0.16	0.19	0.21	0.24	0.26	0.29

资料来源 国海证券研究所

表 21 各种卡和业务的毛利率水平大致情况

卡种	毛利率	卡种	毛利率	卡种	毛利率
银行磁条卡	50-55%	通信IC卡	20-25%	金融IC卡	60-65%
卡种	毛利率	卡种	毛利率	卡种	毛利率
其他IC卡	40-45%	通信密码卡	50%	模块封装	15%

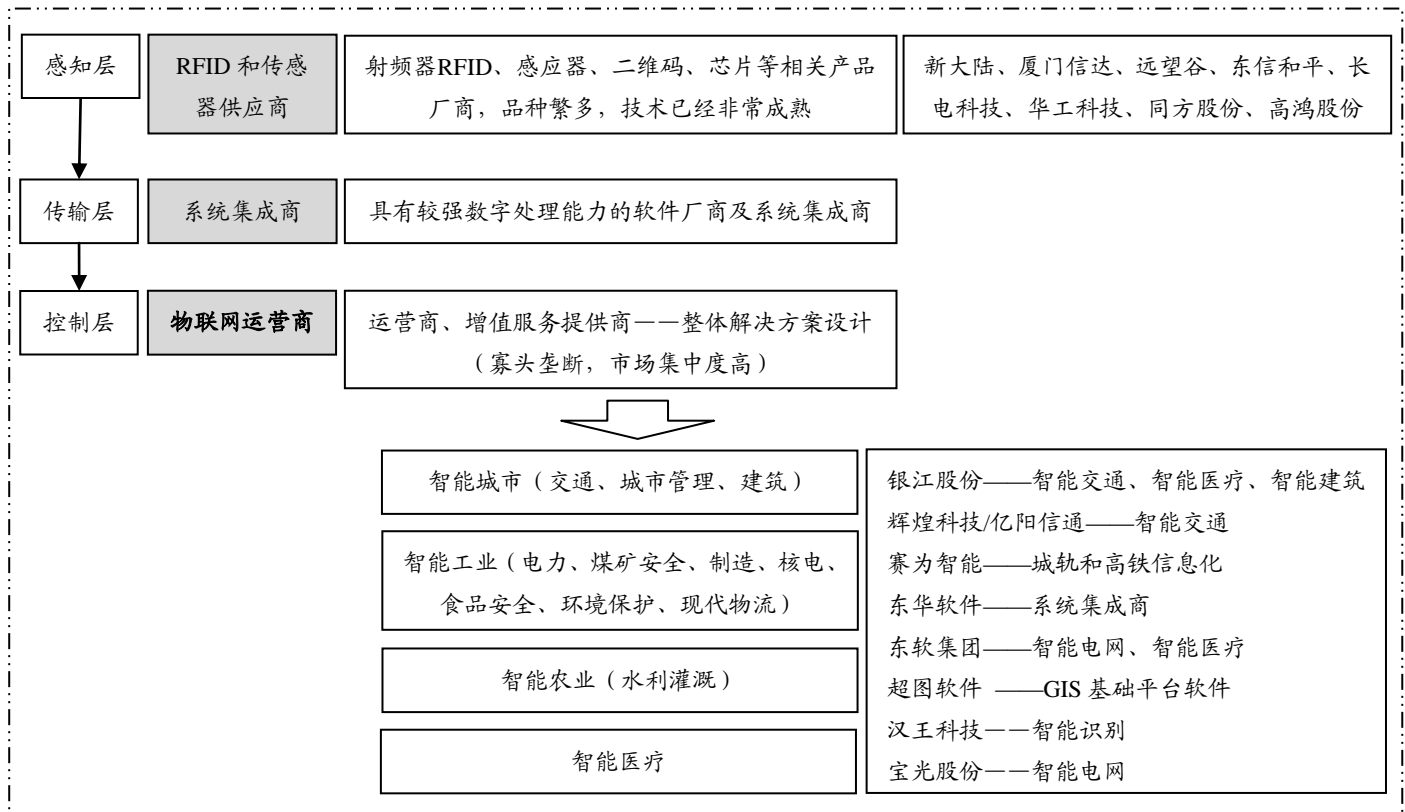
资料来源 国海证券研究所（注：IC 卡即集成电路卡，或叫智能卡 smart card）

面向未来的物联网龙头

我们在《也许是最有效率的一子——三网融合专题研究之一》，分析了物联网的国内外环境、市场规模、生命周期、技术背景，受益时间顺序是：RFID 和传感器供应商——系统集成商——物联网运营商；成长空间顺序是：物联网运营商——系统集成商——RFID 和传感器供应商。

我们判断，RFID 和传感器技术已经非常成熟，技术并非物联网的关键。在国家强力推进物联网建设的背景下，政策优势更为明显和重要。

图 14 物联网框架



资料来源 国海证券研究所

2010 年是大唐电信物联网布局启动元年。公司定位为“物联网产业发展的主要推动者”，目前已组建物联网的虚拟团队，从业务整合平台、终端系统平台、终端设计、品牌终端提供、解决方案提供及芯片设计环节布局，探索物联网的解决方案和交付体系。围绕这种布局，公司内部产业单位将以“完整解决方案”的方式进行深度产业协同。在物联网领域形成几个“明星式”产品，实现多个物联网行业应用方案，积极参与政府的物联网示范工程，参与主要物联网联盟，形成行业话语权。

发起设立股权投资的种子基金。2009 年 11 月，中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；2010 年 5 月 19 日公司公告，与江苏物联网研究发展中心、无锡市国联发展集团、无锡新区创新创业投资集团，发起设立股权投资的种子基金，对物联网等非上市企业进行直接股权投资，以及对各类上市或非上市技术领先型企业进行以产业整合为目的的并购重组。该基金规模 50 亿元，分期募集。第一期募资 10 亿元，各发起人认缴总额

6亿(大唐2亿、物联网中心1亿、无锡国联集团2亿、无锡新区创投1亿)。同时发起人将新设基金管理公司,注册资本1000万元,大唐电信持有基金管理公司40%的股权。

重要行业解决方案方面,除了在感知矿山和感知水务两个领域部署外,公司还在许多物联网应用领域内开展应用。比如:智能交通领域,诸如基于视频识别技术的城市智能交通信息平台,智能公交电子站牌信息发布系统,智能交通指挥信息系统,食品安全,食品质量安全信息追溯系统,环境保护,环境实时监测监控系统,现代物流,城市管理,安全监管,CNG信息化集成监管系统,燃气管道运行安全监控示范项目,危险化学品重大危险源监督管理系统等。

以“感知矿山”为例。公司2007年就开始准备相关认证。公司对矿区的人(人员定位、无线通信)、设备(综合自动化)、环境(安全监控、矿压监控等)全面感知。并通过高速网络、全面覆盖:矿区地面井下1000M高速光网络、无线信号覆盖;同时还具有直观形象的应用,通过3D GIS矿区全息展示全面感知矿山。“感知矿山”可用于煤矿(地面、井下)安全生产、煤炭行业综合信息化、税务局、煤炭局、县区煤炭产量监控、林业系统监控,也可用于电力系统高压开关监视和控制等多个场景,目前在全国很多国有大矿都有成功案例,在神华、中煤等矿已正式使用。“感知矿山”实施重点是,所有与矿区安全、生产相关的感知层网络的接入。因为矿区在建设过程中,不同传感器厂家不同,协议接口不统一,有些是早期建设项目,没有智能接口。全面的接入传感网络,是全面感知矿山的基础。因为感知矿山不仅提高矿山安全管理水平,更多涉及到生产,如利用信息技术、网络技术以及传感网络对矿区煤运皮带、煤仓、洗煤厂、水仓、变电站等各个生产相关设备系统的感知和控制,很大程度提升了矿区的自动化生产能力。

风险因素。当前物联网应用包括煤炭行业应用没有统一架构,对于集约化和标准化建网,和以后实现基于架构融合的应用交叉依然不利。

财务分析

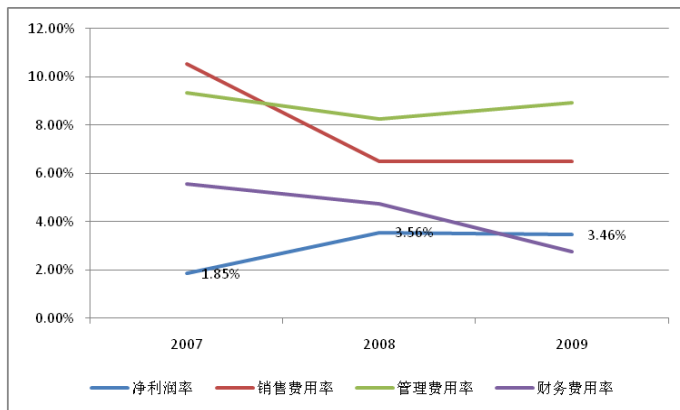
公司 2009 年业绩平稳增长主要依靠政府补助、增值税返还。2009 年公司营业外收入同比增加 5,074 万元，占净利润的 88%，主要是由于政府补助比 2008 年增加 3,758 万元，另外增值税返还也较 2008 年增加 752 万元，依靠营业外收入，公司业绩保持了较好增长。

公司综合毛利率下滑，期间费用率得到有效控制。

2009 年公司综合毛利率为 22.7%，同比降低 2.6 个点，除微电子毛利率保持平稳，其他产品毛利率均出现不同程度下滑，其中软件类毛利率同比下滑 12.3 个点至 23.5%，终端类毛利率同比下滑 1 个点至 12.8%，手机主板、数据卡产品价格下降是主要原因；2009 年公司期间费用率 18.2%，同比降低 1.3 个点，主要得益于财务费用率同比降低 2 个点，主要由于 2009 年贷款利率降低以及缩短存量贷款所致。

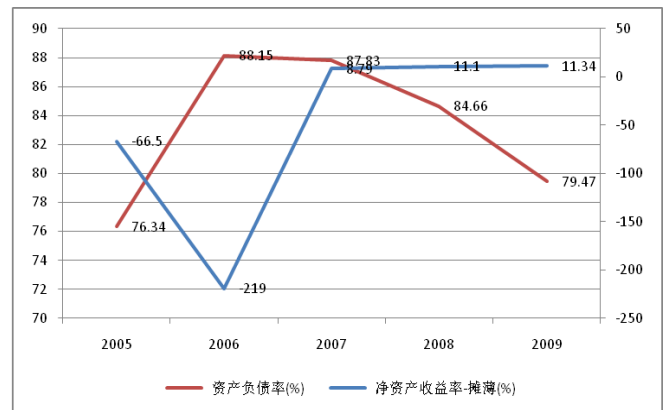
公司资产负债率一直比较高，2009 年虽然在偿还银行贷款后，已降到 80% 以下，仍然较高。若公司增发项目顺利获批，理论上资产负债率可降至 69.2%。

图15 2007-2009年公司净利润率、费用率水平



资料来源 Wind

图16 资产负债率情况得到改善，ROE水平较高



盈利预测

表 22 公司 2010-2012 年盈利预测 (单位: 元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,294,508,280.47	2,693,139,735.78	3,175,282,081.13	4,067,563,254.37	5,235,909,341.86	6,522,100,317.21
终端类(元)		721,399,266.08	1,184,897,588.15	1,634,897,588.15	2,184,897,588.15	2,834,897,588.15
增长率			64.25%	37.98%	33.64%	29.75%
接入类(元)		670,549,007.42	641,186,444.92	609,127,122.67	578,670,766.54	549,737,228.21

增长率			-4.38%	-5%	-5%	-5%
集成电路(元)	921,958,357.30	695,614,718.48	510,743,584.76	900,000,000.00	1,450,000,000.00	2,000,000,000.00
增长率		-24.55%	-26.58%	76.21%	61.11%	37.93%
行业应用与通信服务类(元)		152,443,714.18	320,365,437.14	384,438,524.57	461,326,229.48	553,591,475.38
增长率			110.15%	20%	20%	20%
软件类(元)	274,551,931.54	219,811,555.23	273,416,101.82	287,086,906.91	301,441,252.26	316,513,314.87
增长率		-19.94%	24.39%	5%	5%	5%
其他(元)	97,997,991.63	233,321,474.39	244,672,924.34	252,013,112.07	259,573,505.43	267,360,710.60
		138.09%	4.87%	3%	3%	3%
毛利率						
终端类		13.80%	12.83%	15%	16%	18%
接入类		16.66%	15.48%	15.50%	15.50%	15.50%
集成电路	41.81%	41.40%	41.13%	45%	46%	47%
行业应用与通信服务类		46.21%	32.77%	33%	33%	33%
软件类	24.69%	35.80%	23.45%	23%	23%	23%
其他	5.27%	10.73%	34.42%	34%	34%	34%

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

市场一向对公司“全产业链式”，但缺乏核心竞争力的基本面多有诟病。2009年终端业务虽有大幅增长，但产品仍以低端为主，盈利能力较弱。在政府政策大力扶持战略性新兴产业的大背景下，公司在物联网、电子阅读、社保卡、银行EMV卡、UIM卡等领域均有涉足或已是领军企业。预计公司2010年业绩增长将主要来自电子书和社保卡业务的爆发性增长，2010年开始，电子书业务有望增厚公司业绩0.11-0.21元，社保卡业务有望增厚业绩0.06-0.12元，如果银行EMV卡、UIM卡业务2010年也将启动，将每年分别增厚业绩0.06-0.15元、0.05元。电子书、社保卡、银行EMV卡、UIM卡共计每年增厚业绩0.28-0.53元，按照2010年35-40倍PE计算，单这四项业务可以新增股票价值在9.8-21.2元之间。公司2009年EPS为0.13元，把四项业务增厚业绩一并考虑在内，2010年EPS为0.41-0.66元。公司作为多项业务的“核心技术提供商”，价值理应得到重估，按照35-40倍市盈率计算，估值为14.4-26.4元。首次给予公司“买入”的投资评级。

表 23 行业估值比较

证券代码	证券简称	P	EPS08	EPS09	EPS10	EPS11	EPS12	PE08	PE09	PE10	PE11	PE12	PB	PCF	A 股市值 (亿元)
600198.SH	大唐电信	18.17	0.10	0.13	0.20	0.31	-	175	139	92	59	-	16.15	-44.38	79.76
600198.SH	大唐电信 (国海)	18.17	0.10	0.13	0.54	0.92	1.30	175	139	34	20	14	16.15	-44.38	79.76
002104.SZ	恒宝股份	17.20	0.18	0.21	0.33	0.42	0.54	93	81	53	41	32	13.90	383.81	75.79
002017.SZ	东信和平	18.40	0.21	0.16	0.38	0.61	0.80	87	116	48	30	23	5.61	20.08	36.54
300077.SZ	国民技术	142.70	0.22	1.07	1.44	2.08	2.84	644	133	99	69	50	6.02	233.11	155.26
600100.SH	同方股份	24.34	0.26	0.36	0.55	0.74	1.01	95	68	44	33	24	3.21	16.85	237.79
000063.SZ	中兴通讯	32.54	0.58	0.86	1.16	1.47	1.87	56	38	28	22	17	3.16	124.27	508.07

资料来源 Wind

风险因素

行业风险:

如果版署对数字发行平台发放类似视频网站的监管的准入牌照,体系外企业能否获得电子书经营牌照存在不确定性;

RF-SIM 卡政策标准不确定带来推行难度;

社保卡发放进度慢于市场预期;

银行 EMV 迁移进度慢于市场预期;

公司风险:

中移动 TD 电子书和新华频媒项目电子书项目开展进度不确定;

公司银行 EMV 卡资质认证进度慢于市场预期;

公司最大的不确定性在于增发项目获批的时间。2010 年 4 月 7 日已经过股东大会批准, 还需等待证监会批准。

附件

表 24 公司 2010 年 4 月份增发预案

	项目	项目内容	资金 (亿元)	拟投入募集资金(亿元)
1	新型3G智能卡研发	计划开发支持USB_IC、SWP等国际最新智能卡标准、支持大容量存储器扩展, 具有高安全性的新型3G智能卡产品, 为国内外3G运营商提供可有效支持未来3G业务和多行业融合应用, 如移动支付、移动统一认证等新业务领域的3G智能卡承载平台和解决方案。	0.96	0.96

2	银行EMV卡研发	在国内智能卡IC设计领域，大唐微电子具有领先地位，根据中国半导体行业协会统计，大唐微电子连续多年保持国内集成电路设计企业前三名，智能卡IC占国产CPU卡70%以上的市场份额。	1.92	1.92
3	TD-SCDMA数据融合产品研发	-	1.87	1.87
	其中：TD-SCDMA企业家庭信息终端产品研发	TD-SCDMA企业家庭信息终端是基于TD-SCDMA数据融合的信息综合解决方案。家庭用户不仅可通过TD-SCDMA语音和数据两个通道获取家庭生活信息，而且可利用TD-SCDMA高速数据通道实现监控、安防接入，甚至可实现全网统一的监控、安防管理接入，对构建平安社会和和谐社会有重要意义。	0.62	0.62
	其中：基于TD-SCDMA的电子阅读终端产品研发	-	1.24	1.24
	合计	-	4.74	4.74

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 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。本报告版权归国海证券所有。