

## 相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
大唐电信	8.52	21.97	86.19
沪深300	8.39	-1.09	-17.01

## 市场数据 2010.8.17

当前价格（元）	18.34
52周价格区间（元）	8.39-22.1
总市值（百万）	8060
流通市值（百万）	8029
总股本（万股）	43899
流通股（万股）	43733
日均成交额（百万）	222.9
近一月换手（%）	63.32

## 相关报告

2010-6-24《国海证券\*公司研究\*数字出版如此多娇，数风流人物，还看大唐》  
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

栾雪飞 执业证书编号：S0350210060002  
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。

- 设立独资公司，“新华频媒”电子阅读项目启动，对项目质地和市场前景本身，我们维持之前积极乐观的判断不变；我们持审慎看好的地方是在于双方推动尤其是新华社方面的态度，这将是一个双方利益博弈的长期过程；
- 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；
- 物联网业务稳步布局，新进驻中国联通智能公交系统；
- 目前中央企业为136家，2010年央企数量要降至80-100家，重组重点是中小央企，央企整合使得央企之间面临竞争。这意味着在大唐这类中小央企上，蕴含着央企经营从坏变好、央企并购重组等各种投资机会；
- 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2010-2013年EPS分别为0.395/0.554/0.648/0.686元，公司作为多项业务的“核心技术提供商”，理应享有估值溢价，按照2011年35-40倍市盈率计算，估值为19.39-22.16元。维持公司“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	0.395	0.554	0.648
摊薄每股净资产（元）	1.16	2.7	2.84	3.04
ROE（%）	11.34	20	26.05	30.92

## 设立独资公司，“新华频媒”电子阅读项目启动

公司8月17日公告，董事会同意公司为“新华频媒”电子阅读项目新设独资公司。新公司注册资本4000万元，负责项目的推广和运营，并与新华社合作开发“新华频媒”电子阅读运营平台；并同意新华社适时出资与公司共同成为新公司股东，新华社占新公司55%的股权。

去年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。

我们认为，本次公告为投资者进一步落实了之前的猜测：第一，这很可能是新华社跟大唐电信的独家合作，相比中移动TD终端产品，公司具有产品开发自主权，未来发展潜力较大；第二，合作并非一步到位，公司承担前期产品开发与平台建设，视项目进展情况新华社再行注资，股权占比55%，符合我们之前的判断；第三，如果新华社顺利注资，公司内容分成比例可能在45%，而并非只获得出售终端的收益，将会超出我们之前的预期。公司充分发挥央企优势，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。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；第四，对项目质地和市场前景本身，我们维持之前积极乐观的判断不变；我们持审慎看好的地方是在于双方推动尤其是新华社方面的态度，这将是一个双方利益博弈的长期过程。

表1 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版热销期刊杂志

资料来源 新华社

表2 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3 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)	4%	6%	8%	10%	12%
2	0.03	0.05	0.06	0.07	0.08
5	0.09	0.12	0.15	0.18	0.21
10	0.17	0.23	0.29	0.35	0.41
15	0.26	0.35	0.44	0.53	0.62
20	0.35	0.47	0.59	0.71	0.83
25	0.44	0.59	0.74	0.89	1.04

资料来源 国海证券研究所(假设:单价按3000元/台计;内容分成大唐电信占45%;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)

## 受益于银行 EMV 迁移的核心技术提供商

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。

目前来看，中国银联要求在 2010 年底前，五大国有商业银行全面发行金融 IC 卡；2012 年底前，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。预计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。

我们仍然认为，整体 EMV 迁移成本（卡片升级成本，POS 机、ATM 机终端改造成本，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）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。公司目前正在欧洲进行 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。

假设 2011-2013 年净利润率分别为 20%、20%、20%，平均单价分别为 10/9/8 元，销量分别为 2000/3500/5000 万张/年，增厚每股收益分别为 0.091/0.144/0.182 元。

表 4 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
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

## 物联网业务稳步布局

继“农业专家远程视频诊断系统”入选无锡“感知中国”博览园，成为中国联通申报的参观项目之后，近日大唐电信又成功入围中国联通智能

公交系统项目，成为中国联通集团智能公交系统项目合作伙伴，进入中国联通智能公交系统项目推荐厂商名单。这也是大唐电信物联网应用在农业、矿山、水利、核电等领域后的再一次拓展。

中国联通智能公交系统由车载终端及监控平台两部分组成，通过车载GPS终端进行GPS定位，此外智能公交系统也是快速公交(BRT)系统的重要组成部分，充分考虑大型城市先进公交的运行需要，采用网络、通信、控制、计算机、信息处理及智能交通系统技术，提供高效、可靠、实用的运营调度系统、车载电子系统、站台智能系统等服务项目，逐步实现了“人-车-站-道”一体化，将公交优先、合理调度、快速上下、安全舒适、人性化服务的功能发挥出来。

我们认为，智能公交系统是中国联通在物联网领域着手推广的一个规模性行业应用。作为入围厂商的前5名之一，公司正积极参与中国联通委托国家工程实验室牵头的智能公交技术规范、业务规范编写工作。此次入围中国联通智能公交系统项目，公司的物联网行业应用得到了深入的拓展。

### 央企重组新政的受益者

目前中央企业为136家，2010年央企数量要降至80-100家，重组重点是中小央企，央企整合使得央企之间面临竞争。这意味着在大唐电信这类中小央企上，蕴含着央企经营从坏变好、央企并购重组等各种投资机会。

### 定向增发可能于近期上会

表5 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	1.92	1.92

		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。		
3	<b>TD-SCDMA数据融合产品研发</b>	-	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
	<b>合计</b>	-	<b>4.74</b>	<b>4.74</b>

### 盈利预测

表6 公司2010-2012年盈利预测(单位:元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>1,294,508,280.47</b>	<b>2,693,139,735.78</b>	<b>3,175,282,081.13</b>	<b>4,067,563,254.37</b>	<b>5,235,909,341.86</b>	<b>6,522,100,317.21</b>
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%
<b>毛利率</b>						
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，但产品仍多以低端为主，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 0.395 元。

表 6 2010-2012 年业绩预测

	2010	2011	2012	2013
电子书	0.124	0.16	0.196	0.196
增长率	-	29.03%	22.50%	0.00%
社保卡	0.091	0.123	0.128	0.128
增长率	-	35.16%	4.07%	0.00%
银行 EMV 卡	0	0.091	0.144	0.182
增长率	-	-	58.24%	26.39%
电子书+社保卡+银行 EMV 卡	0.215	0.374	0.468	0.506
增长率	-	73.95%	25.13%	8.12%
复合增长率	33.01%			

资料来源 国海证券研究所

公司 2010-2013 年 EPS 分别为 0.395/0.554/0.648/0.686 元，公司作为多项业务的“核心技术提供商”，理应享有估值溢价，按照 2011 年 35-40 倍市盈率计算，估值为 19.39-22.16 元。维持公司“买入”的投资评级。

## 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。

**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。