

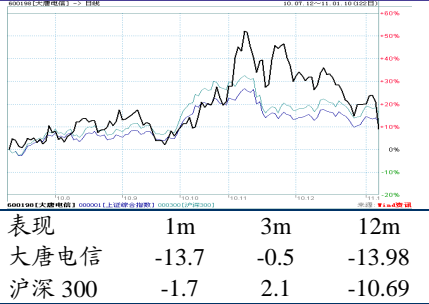


信息网络主题研究报告：大唐电信（600198）：
定增被否无碍公司中长线投资价值

文化与传媒行业

维持评级：买入

相对沪深300表现



市场数据	2011.1.10
当前价格 (元)	17.85
52周价格区间 (元)	8.39-22.1
总市值 (百万)	8705
流通市值 (百万)	8672
总股本 (万股)	43899
流通股 (万股)	43733
日均成交额 (百万)	152.49
近一月换手 (%)	38.51

相关报告

- 2010.8.18 《国海证券 * 公司深度报告 * 大唐电信 (600198): 铁肩担道义的默默先行者 * 买入 * 栾雪飞》
- 2010.6.24 《国海证券 * 公司深度报告 * 大唐电信 (600198): 数字出版如此多娇, 数风流人物, 还看大唐 * 买入 * 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

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

是 否

- 增发被否或许与TD和3G项目的投资方向不够理想有关系, 但无碍公司主业发展, 并存在大股东电信研究院加大对上市公司支持力度的可能性。此次增发被否导致的股价下跌, 不过是短期内为降低不确定性所必须付出的代价; 长期来看, 却为公司提供了较好的低点建仓机会。投资者如果只看重起点和终点, 这些都是浮云; 如果比较关心过程以回避风险摊薄成本, 就比较劳心劳力, 不过也可顺势而为, 现在按照什么规则退的场, 条件改变时, 再按同一规则入场便是;
- 数字出版业务引擎哑火, 不能再继续扛起公司价值的大旗, 一试似乎无疾而终, 尽管如此, 公司还在继续与新华社合作开发“新华频媒”电子阅读运营平台, 并未停止数字出版业务的脚步; 银行EMV迁移相当于1/3个三网融合的规模, 有望在2011年启动, 公司有望在2011年第一季度取得正式资质认证; 移动互联网时代, 移动支付作为3G的杀手级应用, 有望在标准确定之后实现业务井喷; 公司身处未来20年中国的新兴产业的巨大便利当中, 未来物联网业务想象空间巨大, 每一次有关于物联网本身事件都构成买入股票的良机; 央企重组构成股价弹性空间;
- 市场一向对公司“全产业链式”但缺乏核心竞争力的基本面和执行力方面多有诟病。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、银行EMV卡、社保卡、UIM卡、电子阅读等领域均有涉足或已是领军企业。公司2011-2013年EPS (不含电子书) 分别为0.39/0.45/0.49元, 当前股价对应市盈率率为46/27/26倍。公司作为多项业务的“核心技术提供商”, 理应享有估值溢价, 定增被否股价放量跌停是短期内市场防止不确定风险所必须付出的代价, 为长线投资提供较好的低位买点。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	0.54	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

定增被否意味着什么？——短期内为降低不确定性所必须付出的代价

2011年1月7日公司公告，中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核了公司非公开发行A股股票申请，申请未获通过。

周一股价放量跌停，显示市场对公司融资失败的直观负面看法，短期回避风险成为共识。我们认为，增发被否或许与TD和3G项目的投资方向不够理想有关系，但无碍公司主业发展，并存在大股东电信研究院加大对上市公司支持力度的可能性。此次增发被否导致的股价下跌，不过是短期内为降低不确定性所必须付出的代价；长期来看，却为公司提供了较好的低点建仓机会。投资者如果只看重起点和终点，这些都是浮云；如果比较关心过程以回避风险摊薄成本，就比较劳心劳力，不过也可顺势而为，现在按照什么规则退的场，条件改变时，再按同一规则入场便是。

丢的什么籽，发的什么芽

数字出版业务引擎哑火，不能再继续扛起公司价值的大旗，一试似乎无疾而终——2009年底至2010年初公司股价翻倍，主要受益于与中移动合作的数字出版业务计划。然而随着合作方2010年上半年KPI计划更改，终使业绩扼杀在概念萌芽阶段。尽管如此，公司还在继续与新华社合作开发“新华频媒”电子阅读运营平台，并未停止数字出版业务的脚步。

表1 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）

银行 EMV 迁移相当于 1/3 个三网融合的规模，有望在 2011 年启动——银联自 2005 年颁布《PBOC2.0 标准》以来，历经 5 年，在 2010 年将该标准进行了修订，要求在 5 年之内完成银行卡 EMV 迁移任务。公司在银行 EMV 芯片方面拥有国内独一无二的领先优势，目前公司在欧洲已基本通过所有测试程序，最晚 2011 年 1 季度就可以获得正式资质认证。

表 2 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

移动支付（电子商务和交易平台）是移动互联网的最终发展方向之一——目前公司和国民技术一样，同时拥有 2.4G 与 13.56M 两种标准的移动支付芯片，受制于国家对于移动支付标准的未确定，未能实现规模化量产。我们正处于从一个黄金十年爆发性时代——互联网时代进入另一个黄金十年爆发性时代——移动互联网时代的入口处，随着 3G 的普及与推广，到达一个产业爆发点后，微支付将成为 3G 的杀手级应用，在移动互联网终端的应用将出现爆发式增长。我们在《数字出版如此多娇，数风流人物，还看大唐》中，曾详细分析日、韩、欧、美的移动支付的发展情况，并得出结论：我国移动支付业务具备良好的市场基础，但是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。

物联网——大唐电信物联网应用目前主要在农业、矿山、水利、核电、智能交通等领域拓展，致力于从感知层到控制层的整体解决方案的提供。公司以过硬和超前的技术，身处未来 20 年中国的新兴产业的巨大便利当中，未来业务想象空间巨大。每一次有关于物联网本身事件都构成买入股票的良机。

央企重组——中投2号（国新资产管理公司）于2010年12月22日成立，该公司最主要功能是加快央企重组步伐。成为具有想象空间的看点。

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和执行力方面多有诟病。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、银行EMV卡、社保卡、UIM卡、电子阅读等领域均有涉足或已是领军企业。公司2011-2013年EPS（不含电子书）分别为0.39/0.45/0.49元，当前股价对应市盈率为46/27/26倍。公司作为多项业务的“核心技术提供商”，理应享有估值溢价，定增被否股价放量跌停是短期内市场防止不确定风险所必须付出的代价，为长线投资提供较好买点。维持公司“买入”的投资评级。

表3 2010-2013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	0.001	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	0.125	0.374	0.468	0.506

资料来源 国海证券研究所

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。