

公司研究/首次覆盖

2017年03月05日

通信/通信设备制造 II

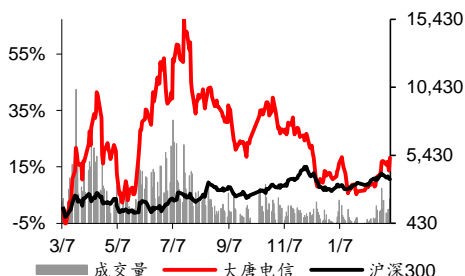
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 16.96
合理价格区间(元): 18.00~20.50

张騫 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

赵蓬 010-56793961
联系人 zhao.peng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

破茧成蝶，国有芯片龙头征程再起

大唐电信(600198)

核心观点

大唐电信内外部环境目前已发生重大改观，国企电信业龙头有望实现破茧成蝶。从内部来说，童国华接任大唐集团董事长，管理团队变更为大唐注入新鲜血液；而在新管理层带领下，大唐公司战略将以芯片业务为主，实现重新聚焦。外部环境，国家对于集成电路产业的扶持力度加大，大唐电信将从中受益；同时大陆手机产业链正向上游芯片设计领域延伸，逐步替代美国、台湾竞争对手的市场，联芯科技有望分享国产芯片产业快速扩张红利。目前公司正处于国企改革战略机遇期，公司在新管理层的带领下，有望实现产业整合，将芯片设计业务做大做强。

与市场不同的观点

市场认为大唐受国有体制束缚、过去的战略调整，以及半导体产业竞争激烈等因素影响，公司业绩连续多年表现乏力，即使面临国企改革机遇，未来也难有大改观。我们认为国改中的混改和股权激励有望打破旧的束缚；在战略上，大唐提出“集成电路+”、出售要玩股份等都表明公司将重新聚焦在芯片核心业务上；在行业格局上，芯片产业存在非常明显的进口替代和中低端芯片市占率扩大趋势，大唐有望通过与外资巨头的潜在合作，实现在中低端芯片市场弯道超车。

换帅+国改促进大唐转型升级

2016年，大唐电信集团管理层变更，原武汉邮科院院长童国华调任大唐电信集团担任集团董事长兼总裁。在童国华执掌大唐之后，大唐电信有望借鉴烽火通信成功经验，进行一系列战略部署，着力突破产业转型升级，为大唐开拓新局面。并且未来在股权层次，大唐不排除效仿联通，实施混合所有制改革，引入更多有竞争力的股东方的可能性。

战略重新聚焦芯片核心业务，有望在中低端芯片市场获得大发展

大唐战略转型，提出了“集成电路+”的产业布局，并出售要玩娱乐股份，重新聚焦于芯片业务。我们认为大唐在芯片领域有着丰厚的历史积淀、强有力的成本控制能力；而目前高通的专利业务市场瓶颈明显、芯片业务也受到联发科等中低端芯片品牌的威胁，双方未来存在合作的可能。而通过与国外巨头合作，大唐将获得高通产品质量与市场口碑的背书，迅速打开中低端芯片市场。合资公司的正式落地将是未来公司股价催化剂。

首次覆盖给予“增持”评级

大唐是典型困境反转股，我们认为公司最坏的时候已经过去。在管理团队调整之后，公司处于国企改革战略机遇期，有望继联通后扛起混改大旗。2016年公司预计亏损16.9亿元，我们认为公司2017年将大概率实现扭亏为盈，2017/2018年净利润分别为0.9/2.1亿元，对应的PE分别为170/71倍，虽然较同行业估值为高，但是我们认为公司未来在混改与芯片方面超越预期可能，合理目标区间为18-20.5元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：芯片业务不及预期、混改不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	882.11
流通A股(百万股)	839.42
52周内股价区间(元)	13.62-24.01
总市值(百万元)	14,961
总资产(百万元)	13,359
每股净资产(元)	3.90

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,984	8,603	9,075	10,308	11,844
+/-%	0.87	7.75	5.49	13.59	14.89
净利润(百万元)	217.04	28.44	(1,689)	88.20	211.21
+/-%	39.47	(86.89)	(6,038)	105.22	139.46
EPS(元)	0.25	0.03	(1.91)	0.10	0.24
PE(倍)	68.93	525.97	(8.86)	169.62	70.83

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

国改+换帅促进大唐转型升级	4
国有高新技术企业，近年业绩欠佳	4
信息基础设施投资建设需依赖国企	5
国改有望给大唐注入新的活力	7
战略重新聚焦芯片核心业务	10
基础技术投入重新部署聚焦	10
顺应混改趋势，转让要玩公司部分股份	11
具备完备芯片设计能力，将受益国家产业政策	11
大唐有望在低端手机芯片市场获发展	14
手机芯片厂商竞争将加剧	14
大陆芯片产业链优势延伸	16
大唐、高通存战略合作基础	17
大唐有望在中低端芯片市场取得 53 亿收入和 7 亿利润	19
盈利预测与投资建议	22
PE/PB – Bands	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：大唐电信四大业务板块主要子公司	4
图表 2：2009-2015 大唐电信营收及增速	4
图表 3：2009-2015 大唐电信净利润、投资收益	4
图表 4：大唐电信各业务营收占比	5
图表 5：大唐电信各业务毛利率	5
图表 6：2010-2013 年移动新增 3G 基站、3G 用户增速	5
图表 7：2009-2015 腾讯 QQ 新增活跃账户数	5
图表 8：2014-2015 年移动 4G 基站数、新增 4G 用户数	6
图表 9：微信用户数	6
图表 10：烽火通信营收增速	6
图表 11：大唐电信员工学历分布	7
图表 12：大唐电信股权结构	7
图表 13：华为、BAT 销售收入	8
图表 14：2010-2015 烽火国内、海外收入	8
图表 15：烽火 2006-2015 营收变化	9
图表 16：华为 1998-2002 年营收及增速	10
图表 17：小灵通主要生产厂商 UT 斯达康 2000-2003 年净利润	10
图表 18：华为 2003-2007 年营收及增速	10

图表 19: 小灵通主要生产厂商 UT 斯达康 2004-2007 年净利润	10
图表 20: 芯片是手机产业链最上游	11
图表 21: 我国芯片进口量与产量比例	12
图表 22: 芯片行业扶持政策	12
图表 23: 我国集成电路产业链各环节销售额占比	13
图表 24: 我国集成电路产业链各环节销售额增速	13
图表 25: 2016 年全球前五大智能厂商	14
图表 26: 2016 年中国前五大智能机厂商	14
图表 27: 高通、联发科营收及净利润 2012-2016	14
图表 28: 2010-2017 世界主要无线芯片厂商市占率	15
图表 29: 2009-2016 手机基带芯片出货量	15
图表 30: 2010-2016 手机 AP 芯片出货量	15
图表 31: 高通、联发科芯片出货量增速及预计	15
图表 32: 高通保持相对联发科较高的芯片溢价 (美元)	15
图表 33: 2011-2016 高通业务利润拆分	16
图表 34: 中国 IC 设计产业市场规模	16
图表 35: 集成电路产业链	17
图表 36: 中芯国际 2016 产能情况	17
图表 37: 2016 年 9 月手机芯片综合性能排名前 10	18
图表 38: 中国手机市场价格分层 (单位: 元)	19
图表 39: 2013-2016Q3 联发科净利润率水平	19
图表 40: 2018-2020 年芯片合资公司收入测算	20
图表 41: 2018 年芯片合资公司净利润测算	21
图表 42: 2019 年芯片合资公司净利润测算	21
图表 43: 2020 年芯片合资公司净利润测算	21
图表 44: 大唐电信历史业务拆分及盈利预测	22
图表 45: 同行业可比公司估值比较	22
图表 46: 大唐电信历史 PE-Bands	23
图表 47: 大唐电信历史 PB-Bands	23

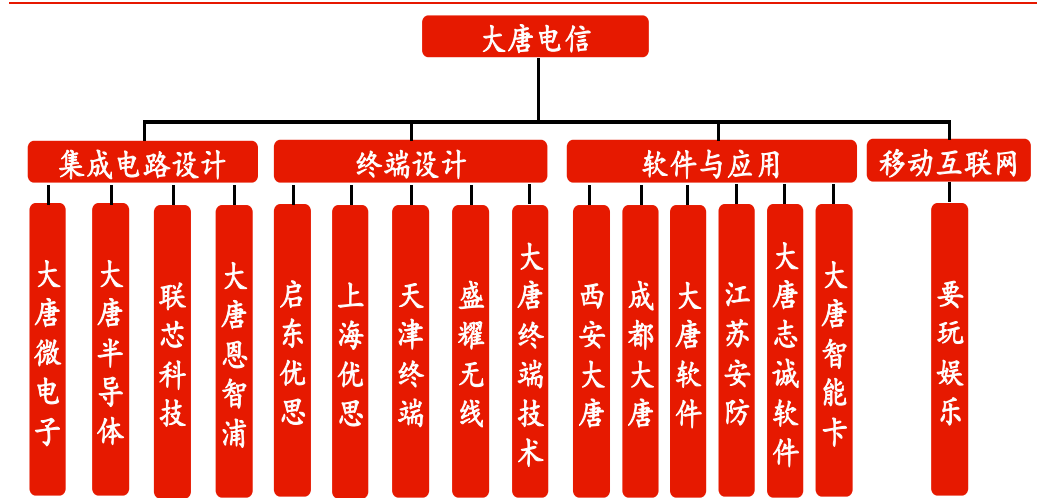
国改+换帅促进大唐转型升级

国有高新技术企业，近年业绩欠佳

大唐电信科技股份有限公司于1998年成立，同年在上交所上市。公司大股东及实际控制人为电信科学技术研究院，属于国资委直管央企。公司自成立以来，积极进行技术研发，开发出中国第一枚IC电话卡、SIM、UIM卡等国有高性能芯片，拥有TD-SCDMA、TD-LTE等标准的多项核心专利，先后获得了国家科学技术进步一等奖、世界知识产权组织和国家知识产权局颁发的专利金奖等荣誉。

公司目前有四大主营业务：集成电路设计、软件开发应用、终端设计以及移动互联网。客户集中在运营商、政府机关、金融机构等。当前公司正在“芯-端-云”产业链基础上，进一步聚焦ICT产业上游核心领域，加快推进“集成电路+”的产业布局。

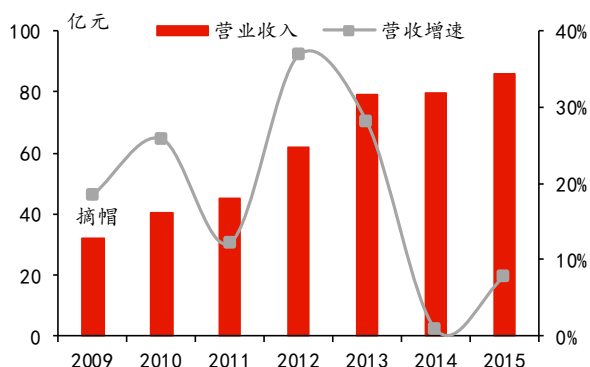
图表1：大唐电信四大业务板块主要子公司



资料来源：Wind，华泰证券研究所

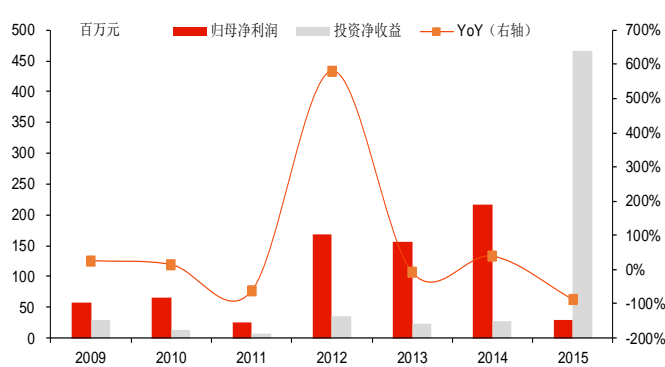
近年来受到外部环境、内部经营不善等影响，公司收入、利润明显下滑。自2012年以来，公司营收增长缓慢，增速持续下滑。2015营收小幅增长8%，但是净利润下降87%。2016年公司战略调整，经历转型阵痛，预计亏损15-18亿元，主要是因为产品盈利能力下滑以及对存货应收账款等做了专项计提。

图表2：2009-2015 大唐电信营收及增速



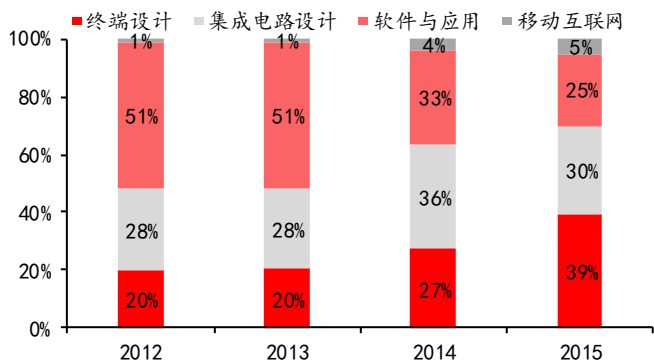
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2009-2015 大唐电信净利润、投资收益



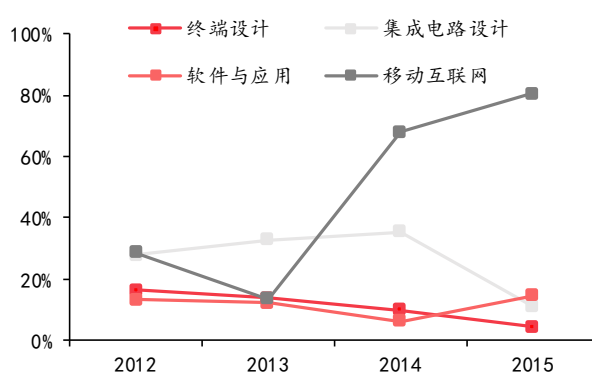
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：大唐电信各业务营收占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：大唐电信各业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

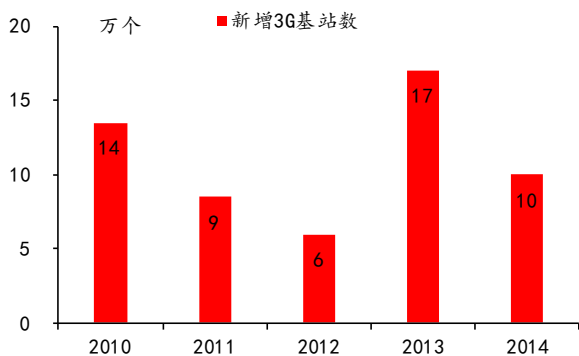
信息基础设施投资建设需依赖国企

国有企业是我国经济的支柱，是国家基础设施建设、技术转型的主要承担者和执行者。一方面，我国在基础设施、技术水平上仍然落后于发达国家，为了在短时间内取得较大的发展，实现赶超，必须依靠国家集中资源进行经济建设，促进产业升级和技术转型，而国有企业作为国民经济的主导，是国家集中资源搞建设的主要载体；一方面，基础投入和技术转型的前期投入规模巨大，资金回转、回收周期长，风险大，民企难以承担，只有依靠拥有雄厚资金背景和国家扶持的国企。

中国移动互联网行业能在非常短的时间内赶超欧美发达国家，很大程度上依赖于国企在短时间内调动巨大资源集中投资移动互联网信息技术基础设施。

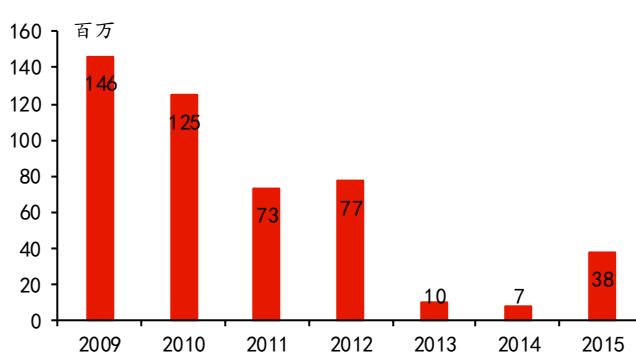
中移动建设 3G、4G 网络为 BAT 奠基铺路。2010-2013 年中移动新建 3G 基站 45 万个，发展出了 3G 用户近 2 亿户；14-15 年建设 4G 基站 110 万个，两年共发展 4G 用户 3 亿户。为 QQ、微信等 OTT 应用全面铺开奠定了底层基础。

图表6：2010-2013 年移动新增 3G 基站、3G 用户增速



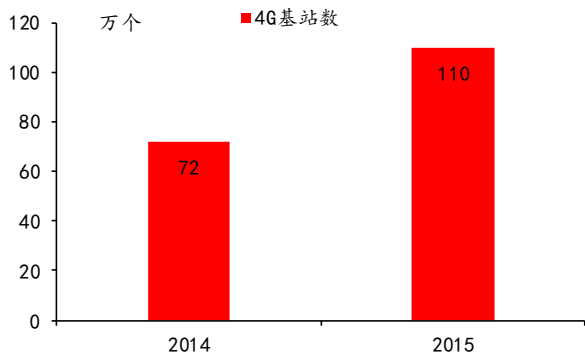
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：2009-2015 腾讯 QQ 新增活跃账户数



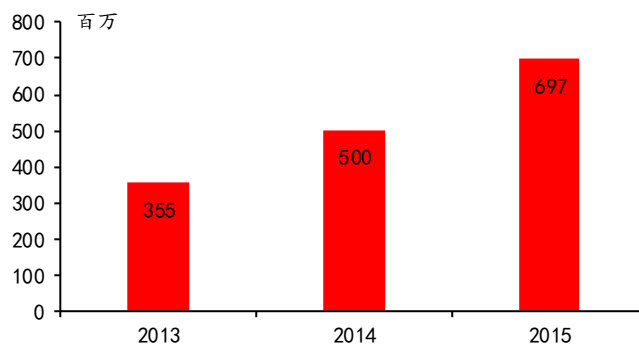
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8: 2014-2015年移动4G基站数、新增4G用户数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 微信用户数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在建设信息基础设施的过程中，国企自身通过转型换代，业绩得到大幅提升。

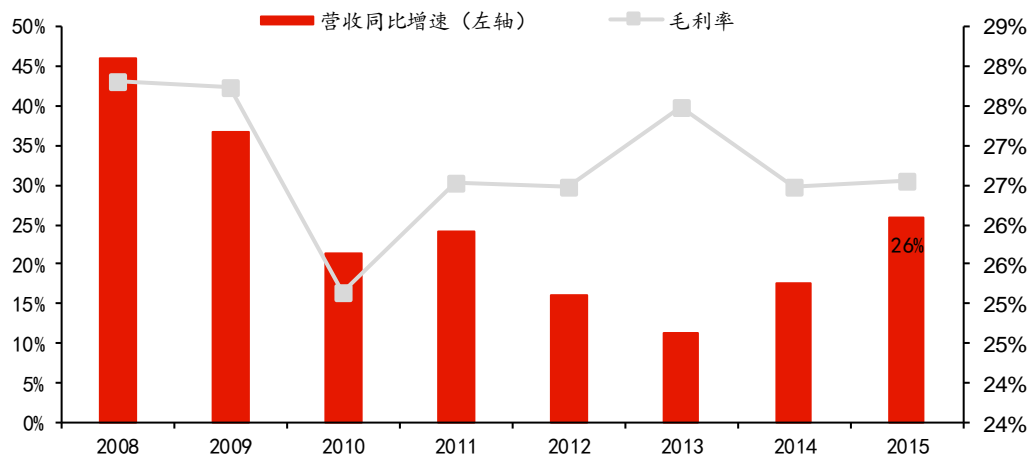
2009年之后，烽火通信营收增速放缓，从2008年的46%下滑至2009年的37%，2010年大幅下滑至21%。毛利率在2010年也下跌了3个百分点。针对经营不善的问题，公司提出了向上游切入，大力投入开发新品等布局，扭转了营收不利的局面。

烽火与藤仓合作，提前布局光纤预制棒核心技术。2009年，烽火出资2400万美元与藤仓建立合资公司，进行光纤预制棒生产，在产业链上游实现转型，掌握了业界最为完整的预制棒核心技术和制造工艺，打破了欧美日的技术垄断。该子公司投产后，净利润从2012年的2000万元迅速上升至2015年的7000万元，翻了近3倍。

烽火针对下一代网络，投入开发光网络新产品。烽火2010年募集1.6亿资金投向ASON、FTTX、FTTX和3G用光缆等项目，2012年又再次募集9.7亿资金投向PTN、OTN、ODN等。其中，ODN业务自2013年起连续三年保持50%以上的增长速度，2015年，业务规模已超10亿元。

经过多次技术投入、升级转型之后，2015年，烽火营收达到135亿元，增速重回20%，海外销售收入达到28.63亿元，同比增长达17.77%。

图表10: 烽火通信营收增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

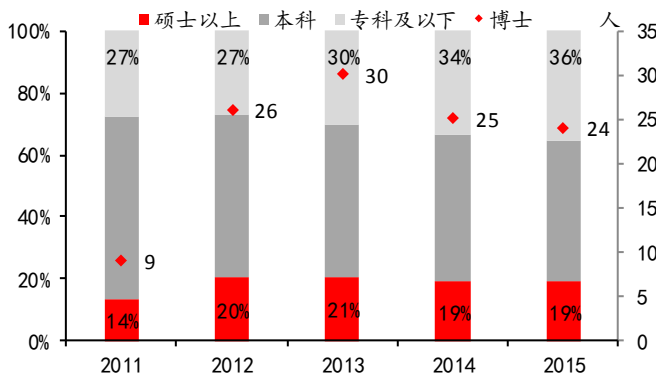
当前，大唐也在加大集成电路设计业务的技术投入，有望促进公司业绩提升。大唐电信募集了2亿资金进行L1813/1812智能手机芯片、面向金融及行业应用的高安全智能卡芯片平台、四合一无线连接性芯片等新产品研发；同时还出资1000万建立了全资子公司大唐创新港，培育和孵化中小微集成电路设计企业，建立“泛IC产业孵化平台”。

国改有望给大唐注入新的活力

近年来，国有企业普遍面临业绩增长放缓，生产效率较低等问题。这些问题的背后是传统国有体制对于生产能力的束缚：一方面是因为国企由国家控股，得到政府扶持和补贴，破产可能性较低，除了经济绩效，还要承担政府要求的社会责任；另一方面是因为国有企业股权结构较为单一，长期缺乏员工激励机制，员工的工作积极性较低，从而影响业绩提升。

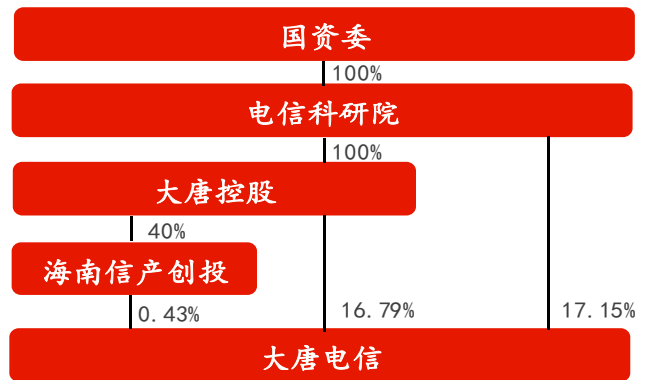
传统国有体制对于生产能力这两方面的束缚正是大唐电信近年来表现欠佳的原因之一。1) 大唐电信控股股东是电信科研院，实际控制人是国资委，股权结构较为单一，公司治理也相对缺乏活力；2) 从上市至今，大唐电信未实施股权激励计划，导致对高素质的人才缺乏足够的吸引力，同时公司的员工团队工作热情、活力不高。

图表11：大唐电信员工学历分布



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

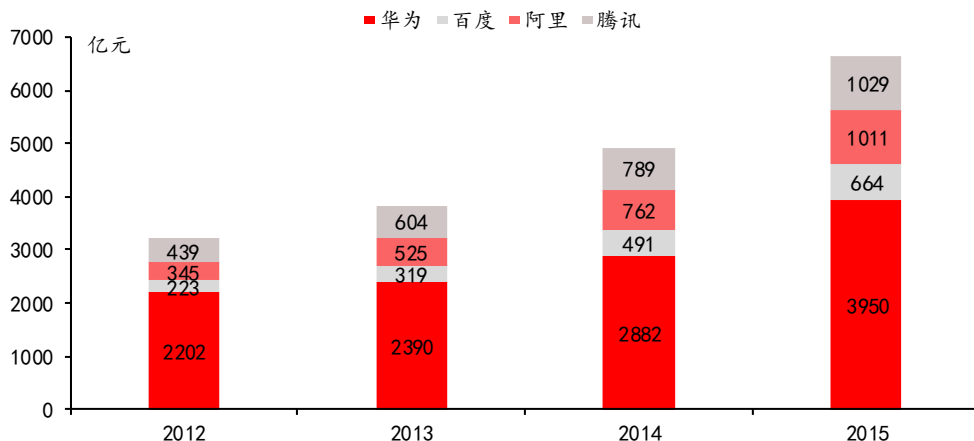
图表12：大唐电信股权结构



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

和大唐电信形成鲜明对比的是激励制度健全的华为。华为是一家 100% 由员工持有的民营企业，股东为工会和任正非。公司通过工会实行员工持股计划，经过多次员工持股计划，员工持股人数截止到 2015 年底为 7.96 万，占员工数的 45% 以上。通过股权激励计划，公司集体利益与员工利益成功完成绑定，提高了公司对高素质人才的吸引力，同时极大程度的激发了团队活力。华为已经成为世界一流的高科技企业，2014、2015 连续两年专利申请量为全球第一，从销售收入上看，华为销售收入已经连续多年超过 BAT 总和，2016 年预计达 5200 亿元。

图表13: 华为、BAT 销售收入



资料来源: 华为年报, Wind, 华泰证券研究所

在国企改革的大潮中,大唐有望摆脱束缚,注入新活力。1) 混合所有制是国改重要方向。通过混改,国企将引入外资和民营资本,改变单一的股权结构,企业决策与治理以效率为导向,企业业绩将得到提升。2016年9月,联通等6家央企被列入混改首批试点,混改开始提速,12月中央经济工作会议再次强调混改是国改的重要突破口,在2017年,混改有望进一步加速。2) 员工激励也是国改重要方向。股权激励可以提升员工工作积极性,提高对于高技术人才的吸引力,从而提振公司业绩。3) 大唐有望在国改的深化中,通过混改、员工激励计划等方式,为公司发展注入新的活力。

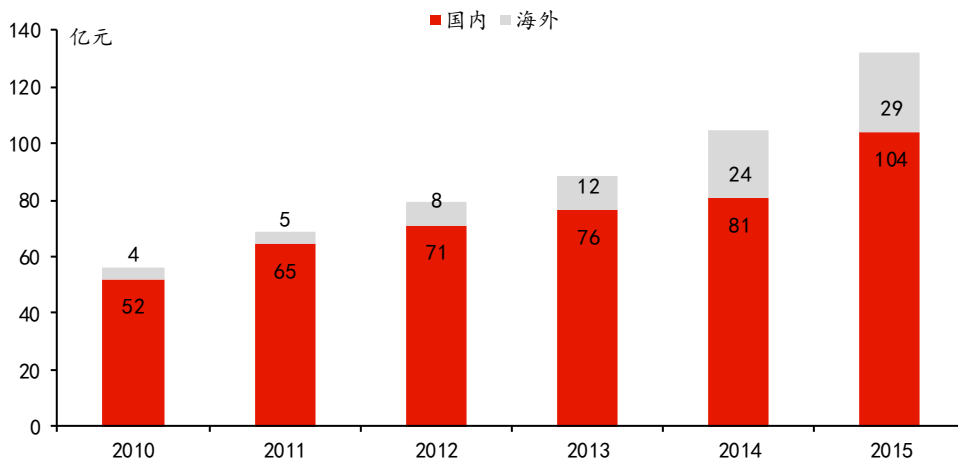
大唐换帅,有望开拓新格局

2016年6月,原武汉邮科院院长,烽火通信董事长童国华调任电信科研院院长,大唐电信集团董事长、总裁,大唐控股总裁。

童国华在担任武汉邮科院院长期间(2004-2016),对烽火通信进行了一系列战略部署,并取得了瞩目的成绩:

1) 国际化战略。2005年烽火成立烽火国际公司,海外市场开拓开始走向系统化、正规化。在海外战略上,烽火坚持“从农村包围城市”,优先拓展亚非拉市场,建立局部市场优势,然后稳步向欧美发达国家市场渗透。同时,在海外战术上,烽火推行“一区一策,一品一策”,针对不同地区制定差异化营销、推广策略。烽火的海外收入迅速增长,2015年已近29亿,达到2010年的7倍。

图表14: 2010-2015 烽火国内、海外收入



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

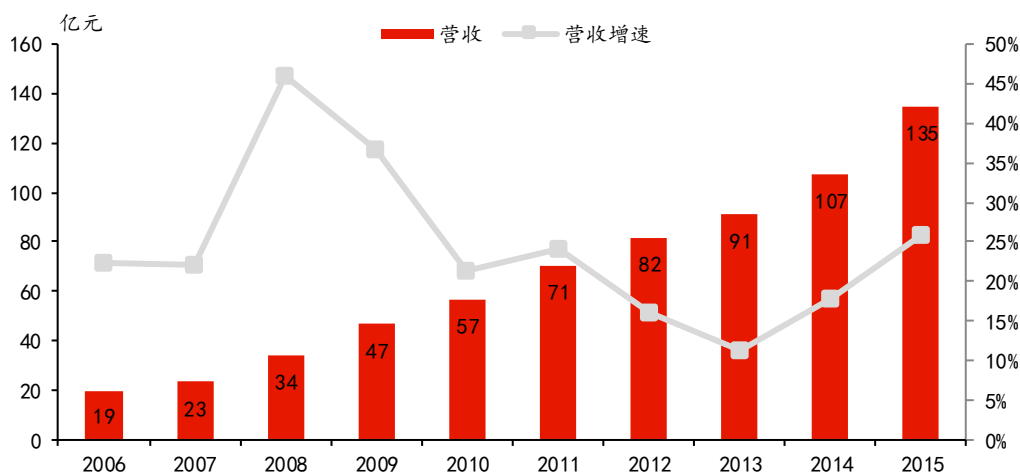
2) 以市场需求为导向, 加快向市场化转变。在烽火成立之初, 受院所研发模式影响, 在产品研发上追求“技术至上”, 而忽视了客户和市场的需求。在童国华任职期间, 烽火的产品研发不断向以客户和市场需求为导向转变, 建立了面向客户的创新机制, 产品研发紧密跟随市场需求变化: 2009年, 3G牌照发放, 为了配合三大运营商的业务需求, 烽火募集4559万用于FTTX和3G用光缆产业化项目研发; 2014年, 又抓住运营商部署4G和主干网100G建设的契机, 推出相应的产品。

3) 重视人才, 完善员工激励机制。为了提振员工工作积极性, 吸引人才, 烽火提出了人才强企的战略, 推出了一系列激励措施, 建立了完善的员工培训机制。在2014年还实行了股权激励, 成为央企股权激励改革的先行者。

4) 注重研发, 持续创新维持核心竞争力。烽火科技坚持每年都将10%以上的销售收入投入研发创新, 始终坚持走自主创新之路, 研发人员数量占比接近40%, 烽火科技每年新申请的专利达1000件左右, 其中发明专利比重达60%。

在这一系列部署之下, 2005-2015年, 烽火通信营收迅速增长, 收入累计增长接近9倍。

图表15: 烽火 2006-2015 营收变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在童国华执掌大唐之后, 大唐电信有望学习烽火通信成功经验, 进行一系列战略部署, 着力突破产业转型升级, 为大唐开拓新局面。并且未来在股权层次, 大唐不排除效仿联通, 实施混合所有制改革, 引入更多有竞争力的股东方的可能性。

战略重新聚焦芯片核心业务

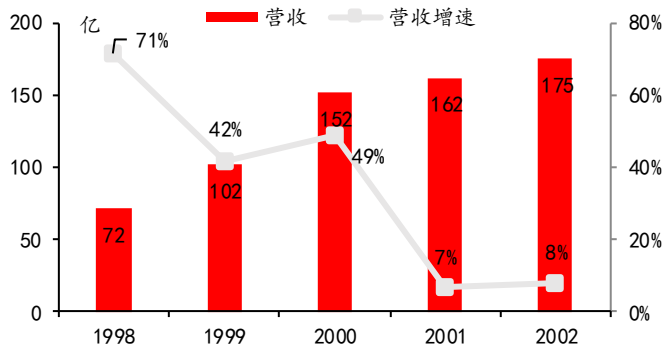
基础技术投入重新部署聚焦

在产业升级转型之初，企业需要聚焦于基础技术投入，才能在产业加速发展之际占据领先优势。在产业升级转型之初，旧技术仍然是主流，虽然新技术是未来的发展方向，但需要的投入规模大、风险高，大部分企业不愿放弃旧技术最后的红利，聚焦新技术的研发。只有少数企业果断地聚焦于产业未来的技术方向，集中资源进行基础技术投入，在产业开始加速发展的时候，凭借技术领先优势，大幅提升业绩。

华为正是因为 2G 向 3G 转变之初，集中资源聚焦于 3G 基础技术研发，才在随后 3G 高速发展期分享行业红利。

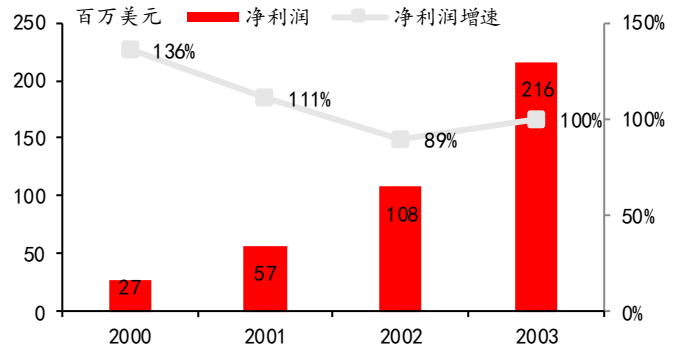
1) 放弃 2G，坚持聚焦 3G 研发。 上世纪末，无线通信仍然处于 2G 时代，但 ITU 已经提出预期在 2000 年实现 3G 商用，相比于 2G，可以提供更高传输速率的 3G 将成为行业发展方向。为了在 3G 到来之前占据领先优势，华为在 1998 年放弃了 CDMA IS95 和小灵通等 2G 业务，将公司三分之一的研发力量投入到 3G 研究上。2001-2002 年，即使面对网络泡沫带来的公司收入增速下滑和同期小灵通、CDMA 等 2G 业务的火爆，华为依然坚持聚焦 3G 研发，年均投入 10 亿元以上。

图表16： 华为 1998-2002 年营收及增速



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

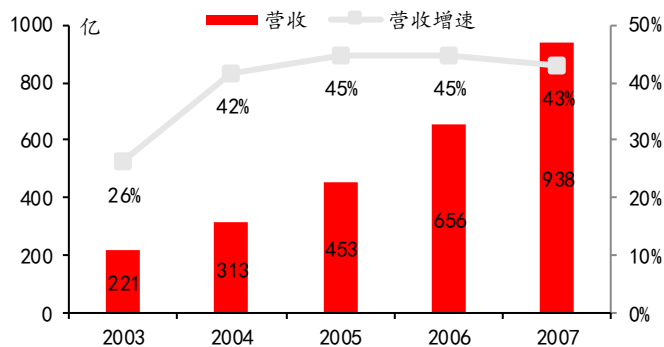
图表17： 小灵通主要生产厂商 UT 斯达康 2000-2003 年净利润



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

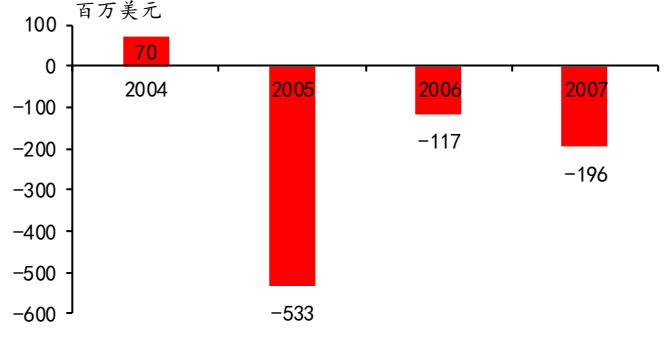
2) 占据领先优势，业绩迅速提升。 正是因为华为对于 3G 研发的坚持和聚焦，在 2004 年被定为 3G 年，3G 开始规模建设之后，华为收入增速迅速提升。而同时，之前因为小灵通业务火爆而利润大幅提升的 UT 斯达康等企业，因为没有专注于 3G 研发，利润迅速下滑。

图表18： 华为 2003-2007 年营收及增速



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表19： 小灵通主要生产厂商 UT 斯达康 2004-2007 年净利润



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

顺应混改趋势，转让要玩公司部分股份

2013年，为了进一步提升移动互联网业务能力，均衡四大业务发展，大唐电信收购要玩娱乐100%股权。要玩娱乐成立于2009年，是国内领先的网页游戏运营商及移动终端游戏研发及发行商。通过收购要玩娱乐，大唐得以进入移动互联网游戏领域，提升移动互联网业务能力，促进不同板块业务均衡发展。

大唐出售要玩一部分的股权，优化股东结构促移动互联网业务健康发展。2016年12月底，大唐电信发布公告转让广州要玩娱乐21.2%股权，挂牌底价为3.7亿元。通过转让要玩公司部分股权，有利于实现要玩公司股权多元化以保持其持续发展，符合国家混合所有制改革方向，有利于改善法人治理结构，促进要玩公司未来更好地对接资本市场。

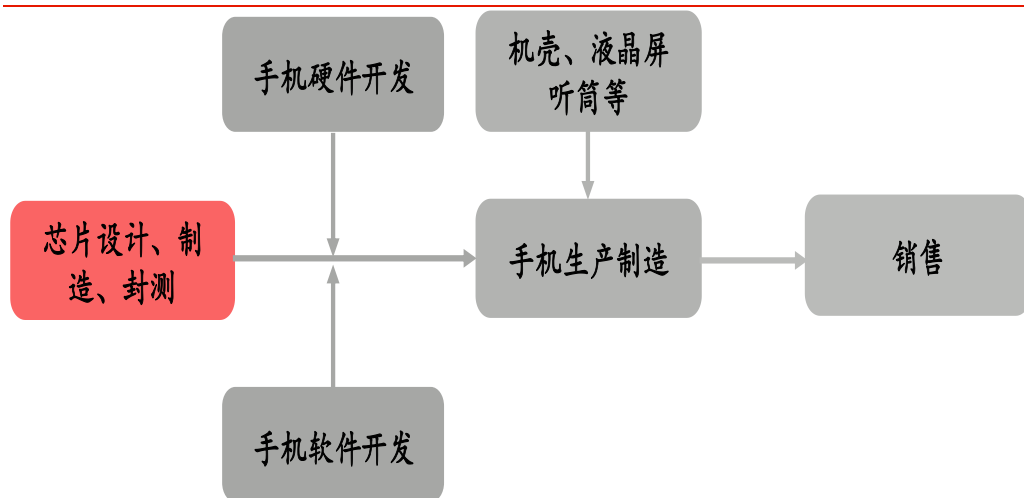
而随着国家扶持力度的加大，集成电路产业将加速发展，大唐战略由均衡四大业务向“集成电路+”倾斜。2016年上半年大唐提出了“集成电路+”的产业布局，将对集成电路设计板块子公司适当引进新业务和内部整合，部分业务和人员实现划转整合，提高核心竞争能力，构筑产业链竞争优势；对终端设计板块、软件与应用板块、移动互联网板块进行内部产业资源系统分析梳理，在2016年上半年已经顺利完成了南京节能公司的股权转让。

可以预见，在未来大唐电信将会进一步加大对于芯片业务的技术投入，促进技术转型和升级，出售要玩娱乐、整合梳理其他三大业务板块都将有助于大唐实现业务聚焦，在集成电路产业开始高速发展之后，大唐电信也将迎来业绩提升。

具备完备芯片设计能力，将受益国家产业政策

半导体芯片产业是对信息安全、国民经济极其重要的战略性产业。1) 首先，芯片关系着国民经济的命脉。半导体产业是现代信息制造业的上游，而芯片则是整个半导体行业的核心。芯片的应用范围覆盖了军工、民用的几乎所有的电子设备，是电子设备中最重要的部分，承担着运算和存储的功能。如果将电子设备比作人类，那么芯片就是电子设备的“心脏”。2) 再者，芯片也关系着国家的信息安全。芯片制造厂商可以通过在芯片面板某一程序上植入木马来窃取商业数据或机密，也可以通过病毒、恶意软件来操控控制系统，引发安全事故。

图表20：芯片是手机产业链最上游

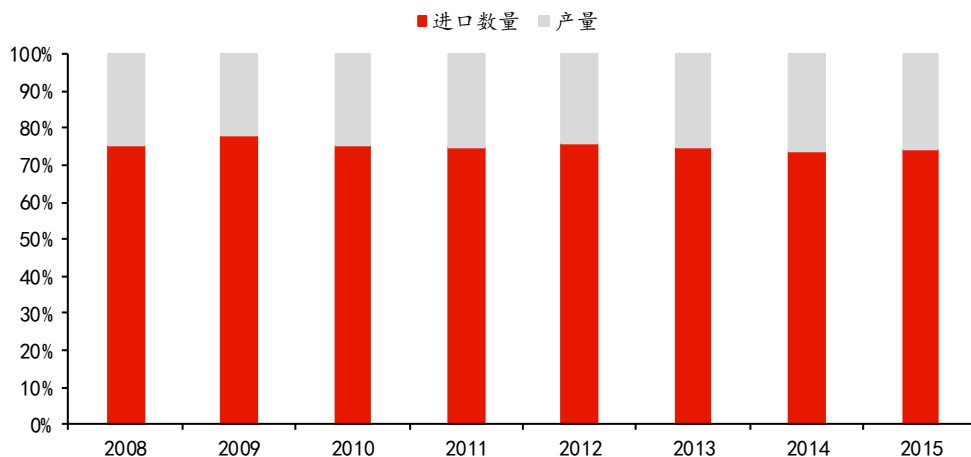


资料来源：Wind，华泰证券研究所

而我国当前的芯片主要依靠进口，受到出口国的制约，存在极大的安全隐患。1) 我国集成电路的进口数量早已超过3000亿个，2016年的进口金额达到1.5万亿，是同期原油进口金额的两倍。而同时，我国自己的集成电路产量只有1000亿左右，约为进口数量的1/3。

在我国的国内市场上，约有90%的芯片来自进口，极大地受到主要芯片出口国，如美国等的制约。2) 芯片对于进口的重度依赖让我国存在安全隐患，一方面西方国家可能因为政治因素限制向我国出口芯片，一方面国外厂商可能在芯片上留有“后门”，窃取我国的商业、国防信息。

图表21： 我国芯片进口量与产量比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

为了摆脱芯片对于进口的重度依赖，芯片的“进口替代”是我国产业升级和国有企业改革的重要方向。在2014年《国家集成电路产业发展推进纲要》发布以来，我国成立了集成电路领导小组和国家集成电路产业基金。2015年5月份我国发布了《中国制造2025》白皮书，提到中国芯片自给率要在2020年达到40%，2025年达到70%。

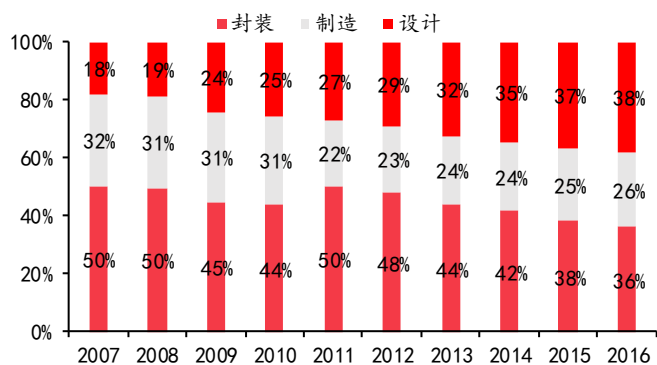
图表22： 芯片行业扶持政策

时间	事件
2011年2月	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策》，在财税政策、投融资政策、研究开发政策、人才政策、进出口政策上扶持集成电路产业
2012年4月	《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》（财税〔2012〕27号），集成电路生产企业和集成电路设计企业可享税收优惠
2014年6月	《国家集成电路产业发展推进纲要》发布，提出四大任务；要求成立国家集成电路产业发展领导小组；设立集成电路国家产业投资基金
2014年9月	国家集成电路产业投资基金正式成立
2015年5月	“中国制造2025”白皮书，提到中国芯片自给率要在2020年达到40%，2025年达到70%
2015年7月	《关于进一步鼓励集成电路产业发展企业所得税政策的通知》（财税〔2015〕6号），可享税收优惠的企业扩大到集成电路封装、测试企业，集成电路关键专用材料生产企业，集成电路专用设备生产企业

资料来源：税务局，国务院，华泰证券研究所

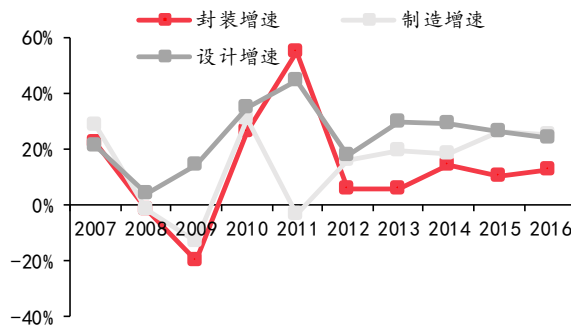
要真正地实现“进口替代”，芯片设计是下一步攻克的重点。芯片产业链分为芯片设计-制造-封测这三个主要环节，其中芯片设计就是将用户的功能要求转化成电子芯片的过程，技术能力要求最高，是整个生产链的最上游，在国家扶持下增长速度也最快。

图表23: 我国集成电路产业链各环节销售额占比



资料来源: CSIA, 华泰证券研究所

图表24: 我国集成电路产业链各环节销售额增速



资料来源: CSIA, 华泰证券研究所

而我国具备完备芯片设计能力的厂商十分稀少,大唐电信作为其中之一,有望受益于国家的产业扶持政策,获业绩提升。大唐电信具备全流程 IC 设计能力,拥有数字电路、模拟电路、射频电路、数模混合电路等的综合规划和设计能力。当前公司的 IC 设计业务以智能终端芯片、智能安全芯片、汽车电子芯片为核心,正积极拓展其他领域:子公司大唐微电子正加快智能安全及生物识别技术领域布局,研发出国密指纹识别芯片产品;大唐恩智浦正积极布局电源管理芯片。

借助股东强大的实力,大唐恩智浦有望发力车联网。2013 年底大唐与荷兰恩智浦成立合资公司,大唐占合资公司股份 51%,投资金额 1020 万美元。恩智浦是全球最大的汽车芯片行业供应商,在 2016 年底被高通以 470 亿美元的价格收购。合资公司业务定位于新能源汽车和传统汽车电源管理和驱动及新能源相关的半导体领域,在成立后以 3159 万元收购了恩智浦的车灯调节器(LL)、电源管理芯片(BMS)、门驱动芯片(GD)资产。随着 5G 的大潮来临,车联网成为下一个风口,大唐恩智浦有望借助强有力的股东方支持,在未来车联网的浪潮中受益。

大唐有望在低端手机芯片市场获发展

手机芯片厂商竞争将加剧

根据 IDC 数据，目前全球智能手机市场逐渐步入饱和期，全球 2016 年智能手机出货量同比增速仅为 2.6%。前五大智能手机厂商的市场集中度从 2015 年的 51.5%，提升到 2016 年的 57.3%，市场份额进一步向前五大厂商集中，智能手机行业表现出成熟行业的典型特征。

图表25： 2016 年全球前五大智能厂商

厂商 (百万台)	2016 出货量	2016 市场份额	2015 出货量	2015 市场份额	YoY
三星	311.4	21.2%	320.9	22.3%	-3.0%
苹果	215.4	14.6%	231.5	16.1%	-7.0%
华为	139.3	9.5%	107	7.4%	30.2%
OPPO	99.4	6.8%	42.7	3.0%	132.9%
vivo	77.3	5.3%	38	2.6%	103.2%
其他	627.8	42.7%	697.1	48.5%	-9.9%
总计	1470.6	100.0%	1437.2	100.0%	2.3%

资料来源：IDC，华泰证券研究所

中国是全球形势的缩影，中国前五大厂商中小米取代三星，中国智能手机行业整体出货量增速 2016 年也仅为个位数。

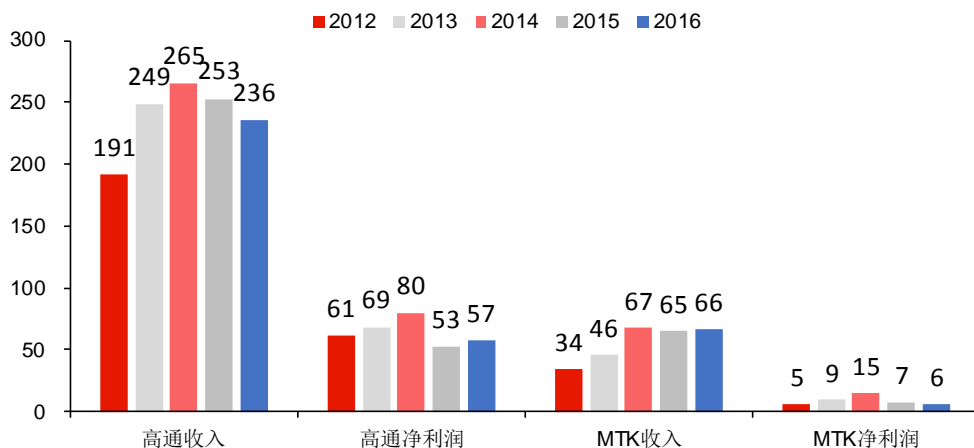
图表26： 2016 年中国前五大智能机厂商

厂商 (百万台)	2016 出货量	2016 市场份额	2015 出货量	2015 市场份额	YoY
OPPO	78.4	16.8%	35.3	8.2%	122.2%
华为	76.6	16.4%	62.9	14.6%	21.8%
Vivo	69.2	14.8%	35.1	8.2%	96.9%
苹果	44.9	9.6%	58.4	13.6%	-23.2%
小米	41.5	8.9%	64.9	15.1%	-36.0%
其他	156.7	33.5%	173.3	40.3%	-9.6%
总计	467.3	100.0%	429.9	100.0%	8.7%

资料来源：IDC，华泰证券研究所

作为智能手机产业链中最关键的一环，芯片厂商在近两年来也遇到了增长瓶颈的问题。从财务上来说，无论是高端芯片的王者美国高通公司还是中低端芯片的搅局者联发科，近两年都面临行业饱和，业绩下滑的困扰。

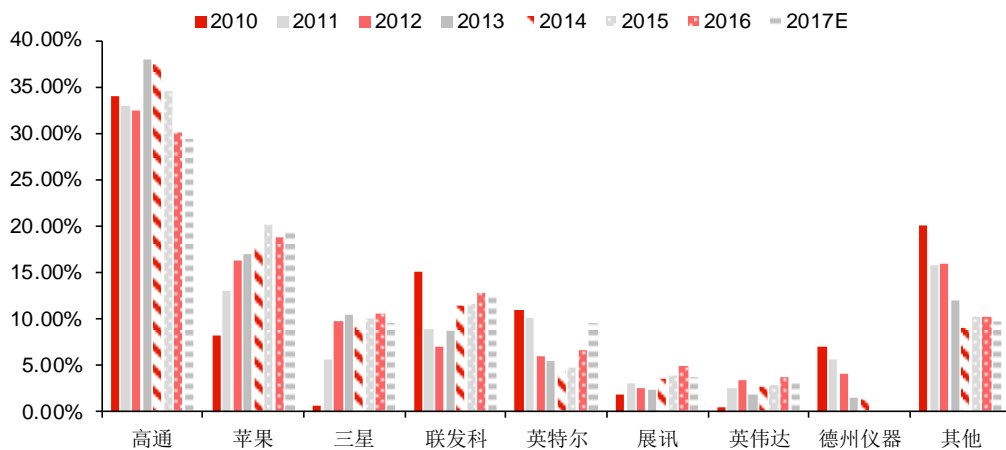
图表27： 高通、联发科营收及净利润 2012-2016



资料来源：Wind，华泰证券研究所，注：联发科 16 年数据实际为三季度数据

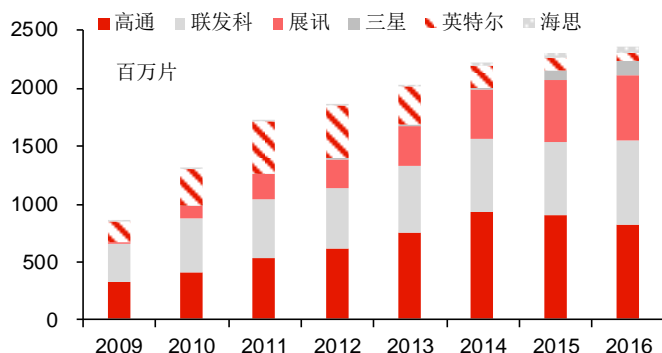
从全球市场份额上来说，高通无线芯片收入是紧随其后的第二梯队独立芯片厂商（联发科、展讯）的接近两倍。无论是基带芯片还是AP芯片的出货量，高通都是当之无愧的“芯片之王”。但是从2014年开始，高通的芯片出货量开始下跌，而定位低端市场的联发科、展讯的出货量增速分别为15%、7%。

图表28： 2010-2017 世界主要无线芯片厂商市占率



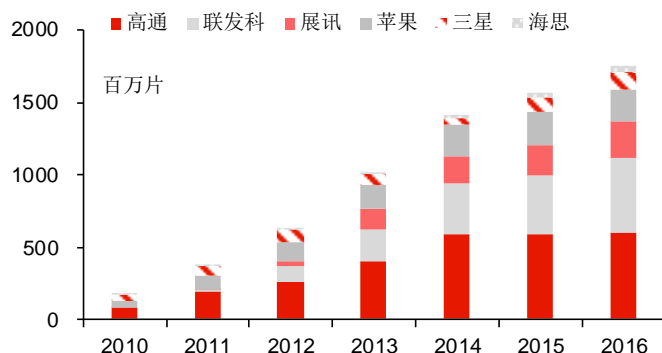
资料来源：TSR、CS，华泰证券研究所

图表29： 2009-2016 手机基带芯片出货量



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表30： 2010-2016 手机 AP 芯片出货量



资料来源：彭博，华泰证券研究所

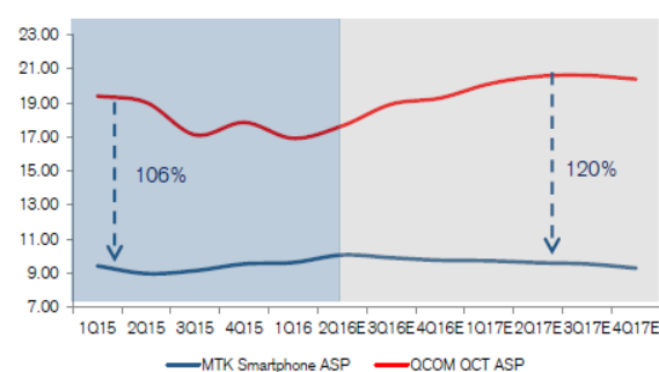
高通的优势在于，拥有独立的芯片架构、强大的研发能力以及所有通讯厂商都绕不开的基础通讯专利支持；而联发科的优势是强有力的成本控制能力，turn-key 解决方案灵活满足小客户的需求。高通牢牢把控住高端市场的入口，而联发科则保持较快的市场增速。

图表31： 高通、联发科芯片出货量增速及预计



资料来源：CS，华泰证券研究所

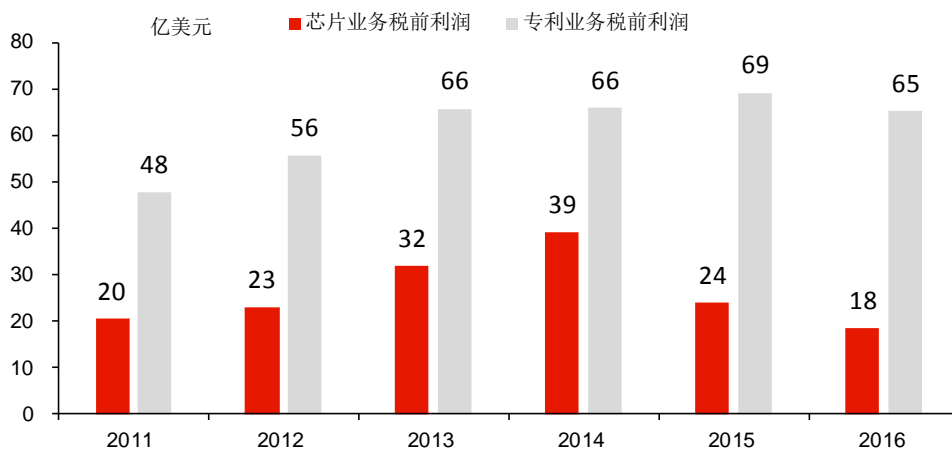
图表32： 高通保持相对联发科较高的芯片溢价 (美元)



资料来源：CS，华泰证券研究所

高通的利润中，绝大多数来自于专利授权费用。对于签订合作协议的手机厂家，视是否与高通签订交叉专利协议，收取 2%-5%不等的整机专利费用。目前全球的主流手机厂商均与高通达成了合作协议，包括中国排名靠前的 oppo、vivo、华为、中兴、小米、魅族、金立、联想、海尔、海信、TCL、格力都与其签订了 3G/4G 的付费专利许可。目前来看，在智能手机市场逐渐饱和的大背景下，高通公司收取专利费用的 QTL 难再快速成长；而高通在手机芯片市场的战略重点是如何维护高端芯片市场的地位，防范来自中低端市场的联发科、展讯进一步向高端芯片渗透蚕食自己 QCT 部门的利润空间。

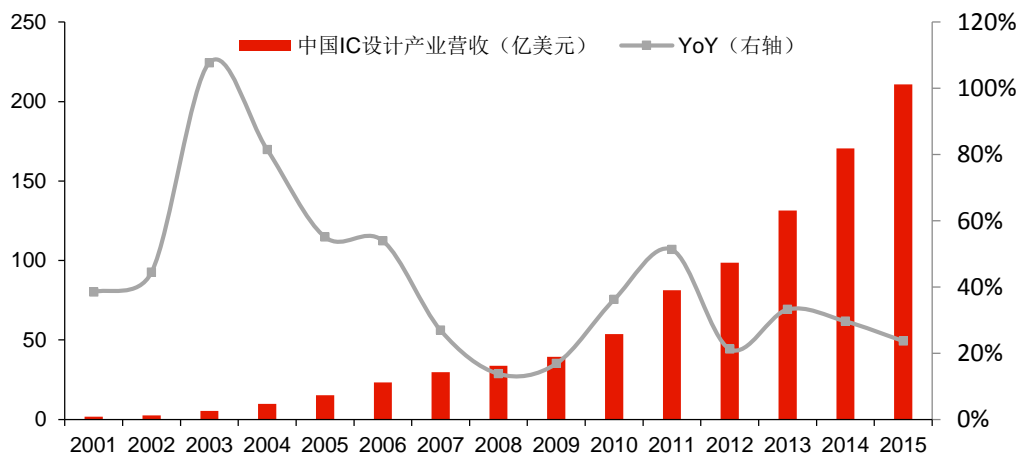
图表33： 2011-2016 高通业务利润拆分



资料来源：高通年报，华泰证券研究所

大陆芯片产业链优势延伸

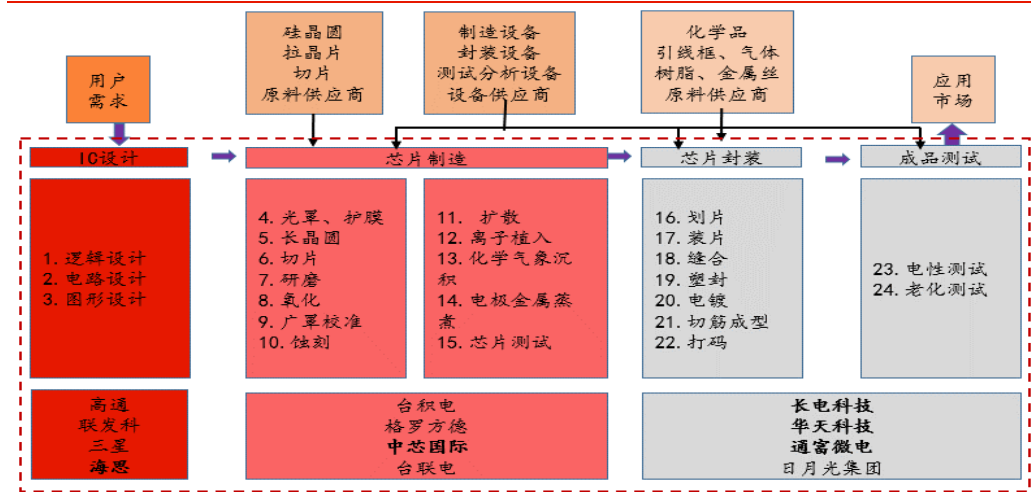
图表34： 中国 IC 设计产业市场规模



资料来源：CSIA、CCID，华泰证券研究所

大陆芯片产业链中下游优势凸显，上游芯片设计水平逐步提升。半导体芯片产业链主要包含上游的芯片设计、中游的芯片制造和下游的芯片封装。大部分 IC 公司几乎将所有光掩模，晶片制造和 IC 封装外包给专业公司。目前大陆在芯片产业链上各环节分工明确，在芯片产业链中下游已有较强优势，并逐步向上游拓展

图表35: 集成电路产业链



资料来源: 智研数据中心整理, 华泰证券研究所

1) 下游芯片封测环节通过并购以壮大实力。随着长电科技收购星科金朋, 南通富士通收购 AMD 封装工厂, 以及长电科技、通富微电、天水华天与晶圆代工线战略合作等, 国内封测业的封装技术以及产业规模得到迅猛发展, 中国半导体产业协会指出 2015 年国内封测业销售额为 1384 亿元, 同比增长 10.2%。

2) 中游芯片制造环节增速迅猛。国内代工厂龙头中芯国际 2016 年销售额 29.23 亿美元, 同比增长 30.31%, 占全球市场份额 6%。中国半导体产业协会于《2015 年中国集成电路产业发展与 2016 年展望》指出 2015 年中国晶圆制造业增速达到了 26.5%, 比 2014 年的增速高出了 8 个百分点, 销售额 900.8 亿元。

图表36: 中芯国际 2016 产能情况

地区	已投产	在建产能
上海	12 英寸 1.5 万片/月, 8 英寸 18 万片/月	12 英寸 7 万片/月
北京	12 英寸 7.1 万片/月	12 英寸 3.5 万片/月
天津	8 英寸 4.5 万片/月	8 英寸 10.5 万片/月
深圳	8 英寸 3 万片/月	12 英寸 4 万片/月

资料来源: PDF Solution, 华泰证券研究所

3) 上游芯片设计能力逐步提高。基于芯片产业链中下游制造和封测环节的快速发展以及现有的优势, 大陆芯片正向上游芯片设计领域拓展。目前海思半导体、清华紫光旗下的展讯通信、联芯科技、瑞芯微电子等“中国芯”设计公司均加强芯片设计的投研力度, 高薪引进美国、韩国、台湾等高新技术人才, 均取得了一定的成绩。

大唐、高通存战略合作基础

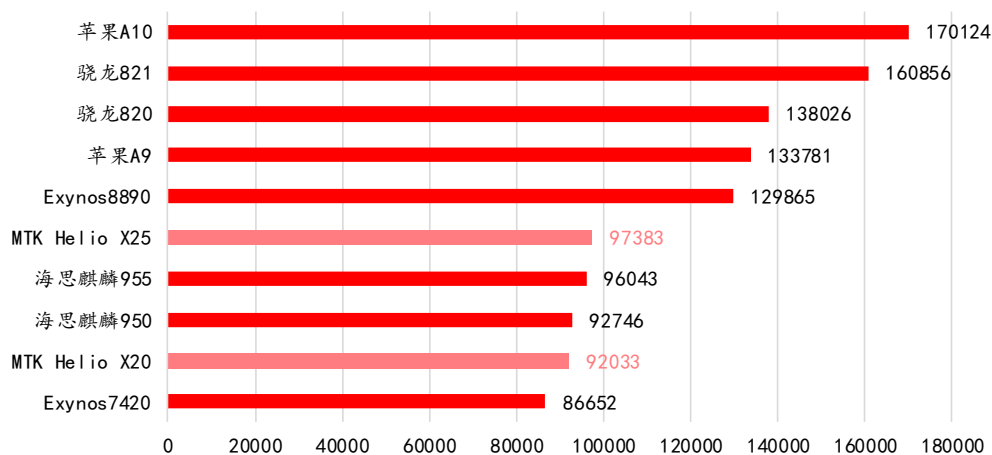
中国是在全球最大的市场, 2016 年, 中国区收入占高通总收入为 135 亿美元, 占整体收入 57%, 而目前高通在中国市场处于相对不利处境。

1) 2015 年 2 月, 高通被国家发改委处以 60.88 亿元反垄断罚款, 并责令整改, 专利费用收取的基础调整为“对在我国境内使用而销售的手机, 按照整机价格的 65%收取专利费用”。

2) 专利费收取困难。手机终端商如果使用高通手机芯片, 除了要支付芯片购买费用外还需向高通缴纳专利使用费。即使手机终端商不使用高通芯片, 仍需要向高通定期报备手机出货情况, 并缴纳专利费。由于高通专利收费高, 现实中存在手机制造商少报手机出货量以减少专利费用缴纳的现象。

3) 联发科逐步渗透中高端芯片市场, 抢占高通市场份额。目前联发科在中高端市场有 Helio X25、Helio X20 系列芯片, 综合性能排名靠前。另外, 与魅族手机、Oppo、vivo、红米等手机的合作, 更是让联发科在中低端芯片市场的份额得到了稳固的同时不断向中高端芯片渗透, 威胁高通的全球地位。

图表37: 2016年9月手机芯片综合性能排名前10



资料来源: 安兔兔评测 华泰证券研究所

2016年5月, 根据搜狐、网易等媒体报道, 大唐或将与高通成立合资公司, 并将联芯注入其中, 定位于中低端手机芯片市场。我们分析后认为, 大唐电信存在于高通合作的基础:

1) 结合高通的技术与联芯的成本控制能力, 双方的合资公司将在中低端芯片市场将结成共同战线抵御联发科。大唐旗下的联芯科技是国内少有的具备多年丰富芯片设计经验和具备自主知识产权的公司。2015年联芯科技 LC1860 芯片在红米 2A 平台供货超 1100 万台, 足以证明公司芯片设计能力以及其中低端市场的潜力。

2) 借助大唐电信国有企业背景优势, 顺应国产化替代趋势。出于信息技术安全考虑, 国家正在不断地加强力度支持集成电路发展, 国产化替代趋势将不可避免。大唐电信作为国内少数具备通信芯片设计能力的国资企业, 高通可以借助大唐电信特殊身份, 顺应国产化替代大潮, 分享市场份额。

3) 帮助大唐快速提升芯片研发设计能力并快速抢占市场。身处电科院体制下, 联芯往往被外界诟病只注重理论而忽视实战, 芯片推向市场的速度和成熟度经常低于预期, 如果选择与高通这种世界级领头羊战略合作, 将有望极大地提升大唐电信的整体实力。

高通缺乏中低端芯片的市场基础, 拥有较高的研发、推广业务的营销成本; 而大唐拥有本土制造业成本控制优势, 同时地位特殊, 是国资委直管央企, 但芯片技术实力与市场品牌号召力均不足。双方的合作将形成优势互补, 创造出 1+1>2 的效应。

另外大唐前期曾与恩智浦在汽车芯片领域有过成功的合作经验, 在未来与高通的潜在合作中, 也将驾轻就熟, 找准定位, 迅速发力中低端手机芯片市场。

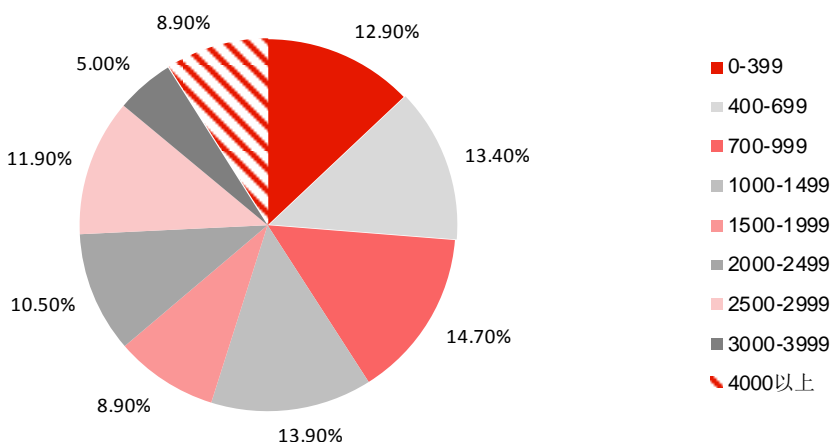
大唐有望在中低端芯片市场取得 53 亿收入和 7 亿利润

我们对大唐和高通的合资公司做如下假设：

1)、**运作时间**：仿照大唐与恩智浦的合作模式，2017 年高通或将收购高通公司的部分芯片资产，并且 2017 年实现 3000 万片芯片的出货量；而到了 2018 年合资公司正式对外量产销售芯片，市场占有率逐年直线爬坡，在 2020 年达到目标市占率；

2)、**芯片市场空间**：按照 2016 年全球智能手机出货量为 14.7 亿部，其中将近 40% 为低端价位的千元机，合资公司的目标市场大约有 5.9 亿部手机，由于目前智能手机市场开始逐渐进入成熟期，我们假定该市场规模维持不变，**2018-2020 低端机市场均有 5.9 亿颗芯片需求**；

图表38：中国手机市场价格分层（单位：元）



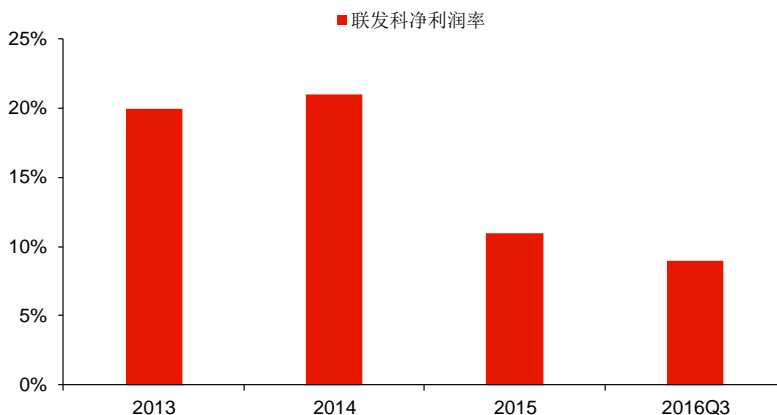
资料来源：彭博，华泰证券研究所

3)、**目标市占率**：假定合资公司在千元机的低端芯片市场目标市占率在 20%-50% 之间；

4)、**芯片售价**：目前高通售价最低的手机芯片大概在 5 美元左右，我们假设后续合资公司的芯片售价以此为准；

5)、**盈利能力**：参照联发科的历史盈利水平，我们假设合资公司的盈利能力在 8%-20% 之间。

图表39：2013-2016Q3 联发科净利润率水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们可以得到结论：(1) 高通与大唐的芯片合资公司将在 2017-2020 年获得 10/16/32/53 亿的收入；(2) 并实现 1.4/2.2/4.5/7.4 亿元的净利润。

图表40： 2018-2020 年芯片合资公司收入测算

单位：百万元

目标市占率	2018 年	2019 年	2020 年
20%	910	1,820	3,034
28%	1,252	2,503	4,172
35%	1,593	3,186	5,310
43%	1,934	3,868	6,447
50%	2,276	4,551	7,585

资料来源：华泰证券研究所

图表41： 2018年芯片合资公司净利润测算

目标市占率	净利润率区间				
	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%
20%	72.8	100.1	127.4	154.7	182.0
28%	100.1	137.7	175.2	212.8	250.3
35%	127.4	175.2	223.0	270.8	318.6
43%	154.7	212.8	270.8	328.8	386.8
50%	182.0	250.3	318.6	386.8	455.1

资料来源：华泰证券研究所

图表42： 2019年芯片合资公司净利润测算

目标市占率	净利润率区间				
	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%
20%	145.6	200.2	254.9	309.5	364.1
28%	200.2	275.3	350.4	425.5	500.6
35%	254.9	350.4	446.0	541.6	637.2
43%	309.5	425.5	541.6	657.6	773.7
50%	364.1	500.6	637.2	773.7	910.2

资料来源：华泰证券研究所

图表43： 2020年芯片合资公司净利润测算

目标市占率	净利润率区间				
	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%
20%	242.7	333.7	424.8	515.8	606.8
28%	333.7	458.9	584.1	709.2	834.4
35%	424.8	584.1	743.3	902.6	1,061.9
43%	515.8	709.2	902.6	1,096.1	1,289.5
50%	606.8	834.4	1,061.9	1,289.5	1,517.0

资料来源：华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

公司 2016 年业绩指引为亏损 15-18 亿，我们认为主要是因为产品盈利能力下滑，同时计提了较多的减值损失造成的。而随着大唐电信在新任管理层的整顿经营下，成本压缩逐步展开，业务盈利能力有望稳定提升，各项业务将平稳增长。同时未来的业务重心将向芯片业务倾斜，芯片设计国产替代化进程加快，芯片的盈利能力与市占率快速提升，我们认为公司在 2017 年将大概率实现扭亏。

若考虑到合资公司成立的正面影响，并且大唐在合资公司中占 50% 的股份，则公司 2017/2018 年的备考净利润为 1.6、3.2 亿元，对应 PE 分别为 94/47x。

图表44：大唐电信历史业务拆分及盈利预测

(百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入	6,170.6	7,904.0	7,977.5	8,598.1	9,074.7	10,308.4	11,843.7
增长率 (YoY)	37.0%	28.1%	0.9%	7.8%	5.5%	13.6%	14.9%
毛利率	18.1%	18.2%	20.0%	12.9%	12.0%	15.5%	17.1%
终端设计							
销售收入	1,236.7	1,603.7	2,193.2	3,395.3	3,734.8	4,108.3	4,519.1
增长率 (YoY)	-21.5%	29.7%	36.8%	54.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.5%	13.8%	9.9%	4.4%	3.0%	4.0%	5.0%
集成电路设计							
销售收入	1,726.8	2,200.3	2,854.1	2,616.1	2,406.8	2,888.2	3,610.2
增长率 (YoY)	#DIV/0!	27.4%	29.7%	-8.3%	-8.0%	20.0%	25.0%
毛利率	27.7%	32.6%	35.3%	11.2%	15.0%	22.0%	25.0%
软件与应用							
销售收入	3,143.0	4,015.5	2,615.4	2,148.2	2,363.0	2,599.3	2,859.3
增长率 (YoY)	91.4%	27.8%	-34.9%	-17.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.2%	12.2%	6.2%	14.5%	8.0%	10.0%	10.0%
移动互联网							
销售收入	64.1	84.5	314.8	438.5	570.1	712.6	855.1
增长率 (YoY)	33.8%	31.8%	272.5%	39.3%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	28.5%	13.4%	67.9%	80.5%	75.0%	75.0%	72.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45：同行业可比公司估值比较

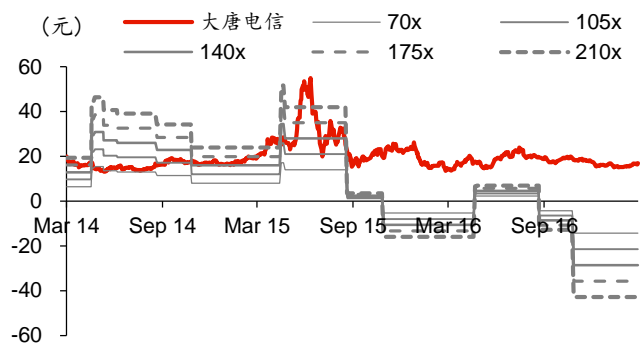
公司	2015	2016E	2017E	2018E
国民技术	182.40	86.09	67.59	-
航天发展	116.56	64.19	51.80	44.10
光迅科技	71.23	53.33	38.33	28.85
长江通信	223.88	93.36	77.26	65.90
高鸿股份	135.16	74.59	60.06	52.49
平均	145.85	74.31	59.01	47.84

资料来源：Wind（截止 170303），华泰证券研究所

首次覆盖给予增持评级：我们认为大唐电信是典型的困境反转股，公司最坏的时候已经过去。2016 年公司亏损 16-18 亿元主要是因为对存货、无形资产、应收账款等的专项计提，未来随着新一任管理层团队聚焦芯片业务，公司的盈利能力将显著提升。目前公司处于国企改革战略机遇期，有望继连通后扛起混改大旗。我们认为公司 2017 年大概率实现扭亏为盈，2017/2018 年净利润分别为 0.9/2.1 亿元，对应的 PE 分别为 170/71 倍，虽然较同行业估值为高，我们认为公司未来在混改、芯片方面存超预期可能，且目前公司处于战略转型的调整期间，短期内计提了较高的减值损失，我们给予公司的估值一定溢价，公司的 18 年 PE 对应的估值目标区间为 75-85x，合理目标价格区间为 18-20.5 元，首次覆盖给予“增持”评级。

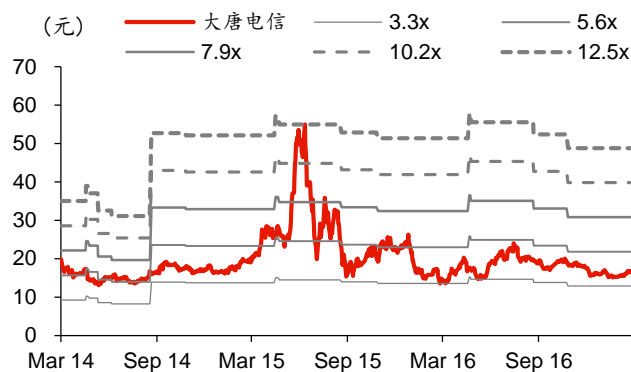
PE/PB – Bands

图表46: 大唐电信历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表47: 大唐电信历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1、芯片业务不及预期: 公司目前所处低端芯片行业竞争激烈, 芯片聚焦战略不及预期。
- 2、混改不及预期: 公司目前未有明确的整体混改方案, 实际混改方案在内容和落地时间上均存在不确定性。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9,195	8,255	7,417	9,177	10,135
现金	1,824	1,310	1,180	1,455	1,606
应收账款	3,841	3,184	3,204	3,719	4,222
其他应收账款	244.25	246.43	263.64	299.85	343.82
预付账款	622.90	713.86	760.63	830.10	934.81
存货	1,792	2,060	1,437	2,017	2,178
其他流动资产	869.99	740.11	571.48	856.17	850.85
非流动资产	4,769	5,539	5,334	5,158	4,977
长期投资	217.83	559.64	559.64	559.64	559.64
固定投资	859.11	833.75	849.53	810.73	744.64
无形资产	1,336	1,637	1,558	1,475	1,393
其他非流动资产	2,356	2,509	2,367	2,312	2,280
资产总计	13,965	13,795	12,751	14,335	15,111
流动负债	5,976	5,944	7,174	8,900	9,759
短期借款	3,434	2,351	3,924	5,437	5,881
应付账款	1,375	1,450	1,683	1,793	2,016
其他流动负债	1,167	2,142	1,566	1,669	1,863
非流动负债	3,718	3,512	2,895	2,653	2,350
长期借款	1,385	657.50	467.64	98.70	(210.55)
其他非流动负债	2,333	2,855	2,427	2,554	2,560
负债合计	9,694	9,456	10,069	11,553	12,109
少数股东权益	240.19	267.38	300.50	311.31	320.60
股本	882.11	882.11	882.11	882.11	882.11
资本公积	3,683	3,694	3,694	3,694	3,694
留存公积	(535.96)	(501.10)	(2,194)	(2,106)	(1,894)
归属母公司股	4,031	4,071	2,382	2,470	2,682
负债和股东权益	13,965	13,795	12,751	14,335	15,111

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(587.05)	903.57	(337.35)	(235.51)	749.26
净利润	247.68	44.98	(1,656)	99.02	220.50
折旧摊销	456.90	485.86	480.30	486.92	490.07
财务费用	339.05	368.30	321.59	414.70	460.20
投资损失	(27.42)	(465.75)	0.00	(100.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,726)	229.16	720.17	(1,317)	(485.41)
其他经营现金	122.30	241.02	(203.50)	180.68	113.89
投资活动现金	(643.58)	(510.05)	(288.88)	(219.30)	(271.18)
资本支出	448.48	741.28	0.00	0.00	0.00
长期投资	22.47	125.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(172.62)	356.62	(288.88)	(219.30)	(271.18)
筹资活动现金	1,592	(893.99)	495.74	730.14	(327.40)
短期借款	(1,304)	(1,083)	1,573	1,513	443.41
长期借款	884.60	(727.09)	(189.86)	(368.94)	(309.25)
普通股增加	140.40	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,369	10.93	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	502.30	904.69	(887.26)	(414.06)	(461.57)
现金净增加额	365.11	(491.97)	(130.49)	275.33	150.67

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,984	8,603	9,075	10,308	11,844
营业成本	6,384	7,494	7,985	8,714	9,814
营业税金及附加	36.25	24.56	25.91	29.44	33.82
营业费用	313.69	338.62	356.87	405.58	465.88
管理费用	760.82	757.91	871.17	855.59	959.34
财务费用	339.05	368.30	321.59	414.70	460.20
资产减值损失	119.27	295.48	1,300	100.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.42	465.75	0.00	100.00	50.00
营业利润	58.08	(210.55)	(1,786)	(111.23)	60.85
营业外收入	261.38	298.61	150.00	250.00	224.77
营业外支出	2.14	3.17	20.00	15.00	10.00
利润总额	317.33	84.89	(1,656)	123.77	275.62
所得税	69.66	39.92	0.00	24.75	55.12
净利润	247.68	44.98	(1,656)	99.02	220.50
少数股东损益	30.63	16.53	33.12	10.82	9.29
归属母公司净利润	217.04	28.44	(1,689)	88.20	211.21
EBITDA (倍)	854.04	643.61	(984.02)	790.39	1,011
EPS (元)	0.25	0.03	(1.91)	0.10	0.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	0.87	7.75	5.49	13.59	14.89
营业利润	(9.03)	(462.48)	(748.23)	93.77	154.71
归属母公司净利润	39.47	(86.89)	(6,038)	105.22	139.46
获利能力 (%)					
毛利率	20.04	12.89	12.01	15.46	17.14
净利率	2.72	0.33	(18.61)	0.86	1.78
ROE	5.38	0.70	(70.90)	3.57	7.88
ROIC	3.77	1.17	(22.60)	3.27	5.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.42	68.55	78.96	80.59	80.13
净负债比率 (%)	49.71	37.85	43.62	47.92	46.83
流动比率	1.54	1.39	1.03	1.03	1.04
速动比率	1.19	1.00	0.81	0.78	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.62	0.68	0.76	0.80
应收账款周转率	1.80	2.16	2.46	2.62	2.61
应付账款周转率	4.23	5.30	5.10	5.01	5.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.03	(1.91)	0.10	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.67)	1.02	(0.38)	(0.27)	0.85
每股净资产(最新摊薄)	4.57	4.62	2.70	2.80	3.04
估值比率					
PE (倍)	68.93	525.97	(8.86)	169.62	70.83
PB (倍)	3.71	3.67	6.28	6.06	5.58
EV_EBITDA (倍)	20.93	27.78	(18.17)	22.62	17.68

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com