

公司研究/动态点评

2017年03月20日

通信/通信设备制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.73
合理价格区间(元): 18.00~20.50

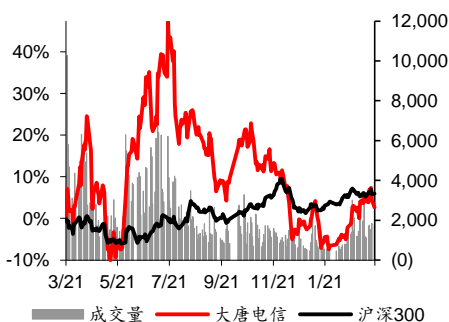
张騅 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

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

相关研究

1《大唐电信(600198,增持): 破茧成蝶, 国有芯片龙头征程再起》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

合作双赢, 扭转芯片市场不利局面

大唐电信(600198)

事件

公司全资子公司联芯科技拟以部分设备及其他无形资产出资在上海设立全资子公司上海立可芯半导体科技有限公司, 以打造面向消费类移动终端市场的芯片设计公司。我们认为公司的“集成电路+”战略在加速, 公司有望发力芯片业务。

与市场不同的观点

前期我们独家底部推荐大唐电信, 在与市场的交流过程中, 市场对未来大唐与高通潜在的合作仍然存疑, 市场主要质疑大唐与高通双方均未能在低端芯片市场占据有利优势的情况, 何以能通过合作扭转不利局面。我们认为高通在低端芯片的劣势是它的专利收取模式, 而大唐联芯的劣势是旧有体制束缚和成本居高不下, 通过双方的潜在合作, 高通可以收取更加灵活的专利费用从而在低端市场抵御联发科, 而联芯也可以改变体制局限, 借助高通的供应链优势, 降低芯片制造成本。

商业模式阻碍高通占领低端芯片市场, 院校型体制与高成本困扰联芯

高通公司的主要商业模式是通过向手机厂商收取芯片使用专利费用获得利润, 该部分利润占整体业务利润的75%以上。低端手机厂商无法承担这一费用, 因此更加倾向于选择联发科等其他芯片厂商。大唐电信是国资委控股下的院校型企业, 基础通信技术研发实力强, 而产业化能力相对薄弱, 市场化能力不强。手机芯片出货量低, 导致联芯采购议价能力较低, 采购成本高, 芯片成本高。

战略合作实现优势互补, 低端芯片市场存在获利空间

高通一方面可以通过合资公司调整商业模式, 灵活收取专利费用, 吸引小品牌手机厂商客户, 获取中低端芯片市场的份额, 另一方面可以借助大唐电信的央企背景, 在国产化替代趋势中保持已有市场份额的稳定。同时, 借助联芯科技已有市场基础, 扩大中低端芯片市场份额。大唐的新任领导童国华也有着丰富的院校型企业产业化经验, 如果与高通合作, 也有望通过混改提升公司经营效率, 改善联芯芯片研发设计能力和品牌号召力, 享用高通在全球市场中的供应链资源, 实现上游采购成本的大幅下降, 增强产品在低端芯片市场中的竞争力。

维持“增持”评级

大唐电信通过与高通潜在合作, 能有效抢占低端芯片市场份额, 未来增长空间大。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存超预期可能, 合理目标区间为18-20.5元, 维持“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)	14.68-24.01
总市值 (百万元)	14,758
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

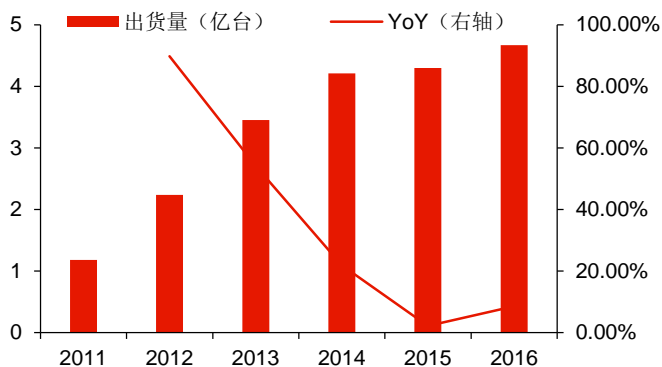
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

战略合作实现优势互补，高通与大唐有望提高低端市场竞争力

高通：智能手机市场趋于饱和，高专利费模式成为低端芯片市场发展劣势

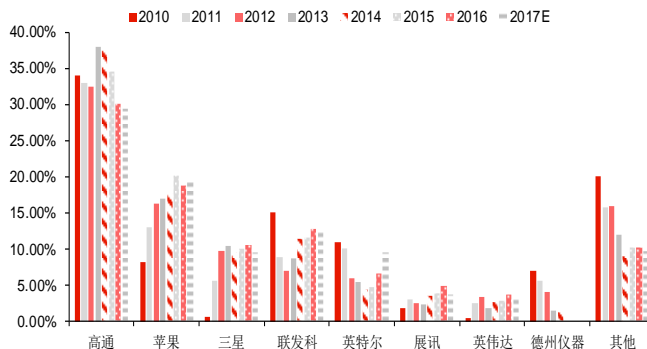
中国智能手机市场增速放缓，高通公司面临联发科等芯片厂商竞争，需要改变现状。2016年高通芯片出货量约为8亿，同比下跌14.16%，市场占有率不到30%，连续4年下跌。2016年营业收入236亿美元，同比下跌6.72%，净利润为57亿美元，同比增长7.55%。

图表1：2011-2016 中国智能手机出货量及增长率



资料来源：IDC，华泰证券研究所

图表2：2010-2017 世界主要无线芯片厂商市占率

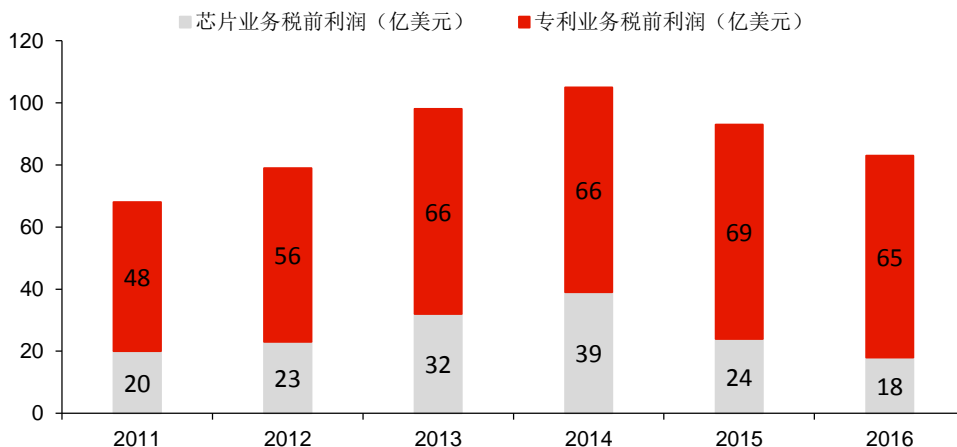


资料来源：IDC，华泰证券研究所

高专利费使中小手机厂商客户青睐联发科等芯片厂商，高通在低端芯片市场处于不利局面。专利费用是高通的主要利润来源，高通按整机收取专利费用，收取标准为整机的2%-5%。大品牌手机厂商能负担高昂专利费，但小品牌厂商利润空间微薄，专利费用挤占其生存空间，因此小品牌厂商更加愿意选择联发科、展讯等低端芯片供应商，降低产品成本。

另外，反垄断罚款显著减少了高通的专利业务费用，联发科等厂商也不断抢占中高端市场。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“按照整机价格的65%收取专利费用”。

图表3：2011-2016 高通业务利润



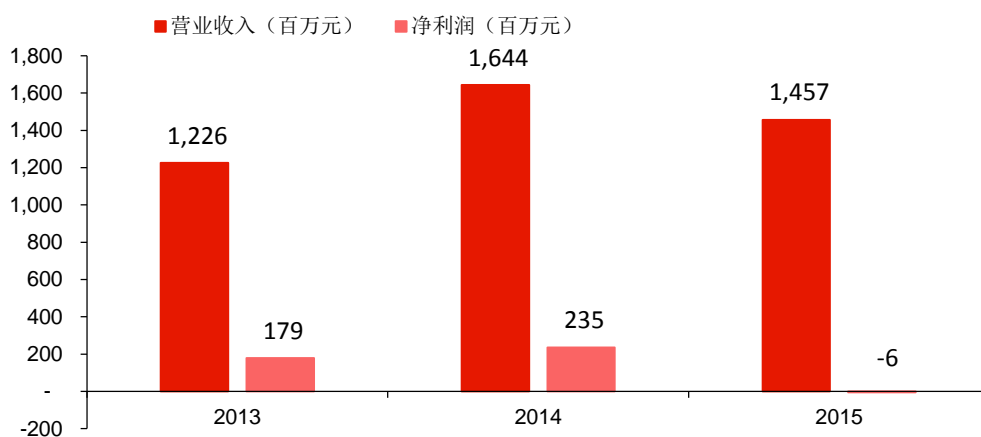
资料来源：高通年报，华泰证券研究所

大唐联芯：院校型企业体制束缚生产力，高芯片成本影响业绩

大唐电信的控股股东是电信科研院，基础通信技术研发实力强大，但是在充分竞争的市场环境中传统院校型企业产业化能力相对较弱。公司股权结构较为单一，电信科研院持有公司 34.37% 的股权。从上市至今公司也未曾实施股权激励计划，不利于调动员工团队工作积极性。

子公司联芯科技产品结构单一，芯片出货量低导致采购成本高。公司具备多年丰富芯片设计经验，具备自主知识产权。但主要制作手机套片中 modem 芯片，上游器件如 AP、蓝牙、Wi-Fi、GPS、电源管理、时钟、射频仍需采购。2016 年，联芯的芯片出货量为不足 2 千万，低出货量导致其采购议价能力低，采购成本高，芯片成本高，影响收入和利润。

图表4：2013-2015 联芯科技营业收入和净利润



资料来源：大唐电信年报，华泰证券研究所

合作双赢，低端芯片市场存在发展空间

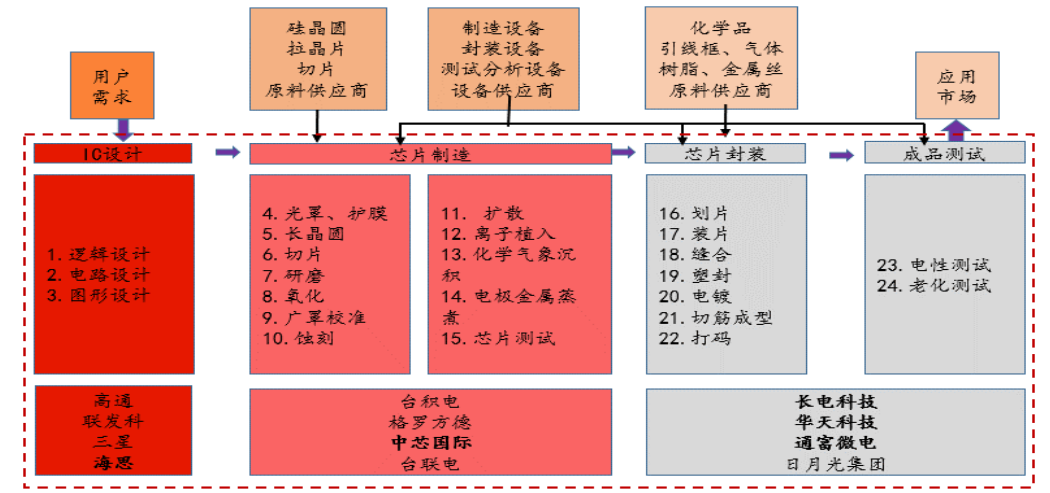
为维护自身商业模式与游戏规则，对抗市场竞争者，高通占领低端芯片市场动力十足。收取专利费是高通独特的商业模式，但随着联发科等厂商的芯片出货量迅速增加，高通对低端手机市场的掌控能力在下降，所以高通面临着低端手机市场维护收取专利的商业模式的挑战。其次，竞争对手联发科在低端芯片市场优势巨大，并借此向中高端发力，给高通芯片带来长期的战略威胁。高通能通过低端市场竞争稳固其中高端市场地位。

若成立合资公司，定位中低端芯片市场，高通可以调整商业模式，改变专利授权方式，灵活收取专利费用，获取市场份额。高通可能会采取差异化的专利费用收取方式，对不同的厂商设计灵活可变的收费机制，同时利用产品的质量优势，提高芯片的性价比，吸引小品牌手机厂商客户，打破高端芯片市场的增长瓶颈，获取中低端芯片市场的份额。

联芯科技能利用已有研发能力发挥央企国产化替代中的优势，同时“换帅+国改”可以解决内部问题，提升电科院企业的市场化竞争能力。半导体芯片对我国信息安全、国民经济极其重要，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。联芯科技能利用已有的芯片设计能力和丰富经验，积极响应政策要求，受益于国家的产业扶持政策，获得业绩提升。此外，现任大唐电信董事长童国华有丰富的院校型企业治理经验，管理能力强，能有效提高大唐电信的产业化能力，未来能通过内部引入市场竞争体制，提升联芯科技的市场竞争力。

资源共享，各取所需，合作能有效解决目前两家公司在低端芯片市场中存在的问题，增强低端芯片市场竞争力。一方面，高通可以借助大唐电信的央企背景，加强公司在电子产业链与中国的合作，在国产化替代趋势中保持已有市场份额的稳定。同时，借助联芯科技在低端市场中的渠道，不断渗透。另一方面，联芯通过合作可以提升芯片研发设计能力和品牌号召力，增强集成电路产业链中游芯片制造能力和下游芯片封测能力。同时联芯还能享用高通在全球市场中的供应链资源，实现上游采购成本的大幅下降，增强产品在低端芯片市场中的竞争力。

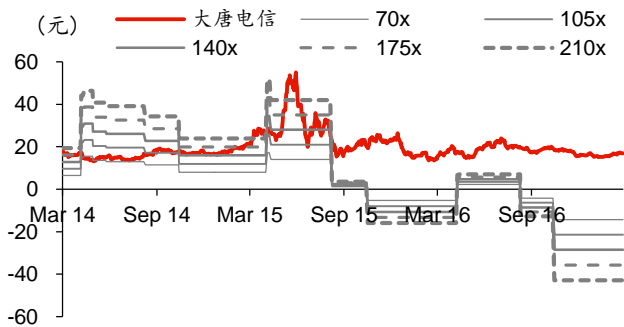
图表5：集成电路产业链



资料来源：智研数据中心整理，华泰证券研究所

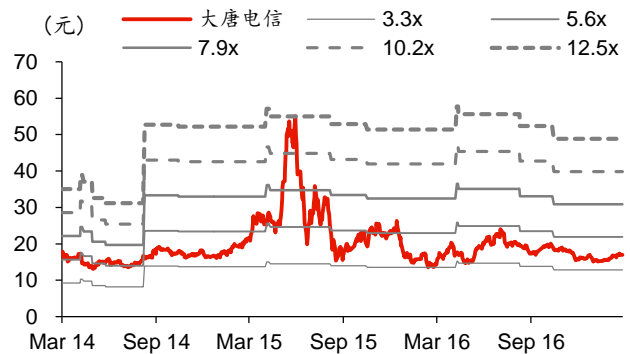
PE/PB - Bands

图表6：大唐电信历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：大唐电信历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

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	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