

公司研究/公告点评

2017年04月09日

通信/通信设备制造 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 16.73  
合理价格区间(元): 21.6~24.6

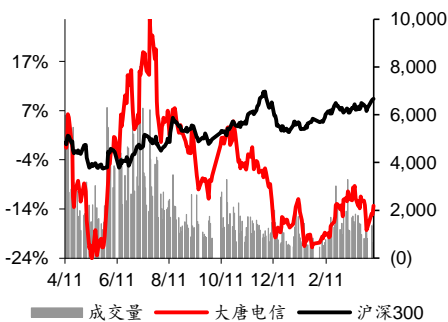
**周明** 执业证书编号: S0570517030002  
研究员 0755-23950856  
zhouming2017@htsc.com

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

相关研究

- 1《大唐电信(600198,买入): 国企混改加速, 低端芯片市场前景大》2017.04
- 2《大唐电信(600198,增持): 合作双赢, 扭转芯片市场不利局面》2017.03
- 3《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

## 出售要玩部分股权，聚焦芯片业务

### 大唐电信(600198)

#### 出售要玩娱乐部分股权，重新聚焦芯片业务

2017年4月8日，公司发布公告以产权交易所公开挂牌的方式转让广州要玩公司21.2%股权，转让价格3.7亿元。股权转让完成后，公司将持有要玩公司78.8%的股权。我们认为在国家混合所有制改革的趋势下，转让要玩公司部分股权，有利于实现要玩公司股权多元化。未来大唐电信将会进一步加大对于芯片业务的技术投入，出售要玩娱乐部分股权及整合其他三大业务板块将助力大唐实现芯片业务重新聚焦。

#### 与市场不同的观点

市场的预期：作为院校型企业，大唐产业化能力薄弱，且受到国有企业体制束缚、半导体行业竞争激烈等因素影响，近年来业绩表现不佳。即使与高通合作，也难以扭转低端芯片市场不利局面。我们认为：大唐出售要玩娱乐部分股权，优化股东结构，促进移动互联网业务的健康，有助于大唐重新投入芯片业务发展。在集成电路产业高速发展之后，大唐电信也将迎来业绩提升。我们与市场不同的逻辑有：1、顺应混改出售股权，聚焦“集成电路+”；2、利用与高通合作基础，共同发展低端芯片市场。

#### 顺应混改出售股权，聚焦“集成电路+”

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。此次转让要玩公司部分股权，将改善要玩公司法人治理结构，使公司板块间产业资源得到整合。随着国家扶持力度的加大，集成电路产业将快速发展，大唐的战略由均衡四大业务向“集成电路+”倾斜。目前大唐正加大对于芯片业务的技术投入，对集成电路设计板块子公司引进适当的新业务，部分业务和人员实现划转整合，提高核心竞争力，构建产业链竞争优势。

#### 后续存与高通合作基础，共同发展低端芯片市场

大唐电信是国资委控股下的院校型企业，通信技术研发实力强，但由于产业化能力薄弱，生产成本居高不下。高通的主要商业模式是向手机厂商收取芯片专利费，低端手机厂商往往无法承担这一费用。近日大唐子公司联芯科技出资设立半导体子公司，我们认为联芯与高通具备合作基础。如双方成功合作，高通可通过合资公司灵活收取专利费用，而大唐可利用高通全球供应链资源，降低采购成本，增强产品在低端芯片市场的竞争力。

#### 维持“买入”评级

大唐电信出售要玩公司部分股权计划开始实施，走在混改前列，或将有超出市场预期表现。大唐与高通存在潜在合作，未来在低端芯片市场潜力大。2016年公司预计亏损15.8亿元，2017将扭亏为盈。预计2017/2018年净利润为0.9/2.1亿元，对应的PE为170/71倍，维持“买入”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

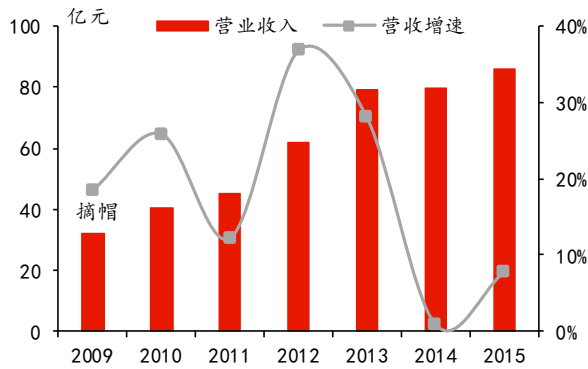
资料来源: 公司公告

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, 最新摊薄)	0.25	0.03	(1.91)	0.10	0.24
PE(倍)	68.93	525.97	(8.86)	169.62	70.83

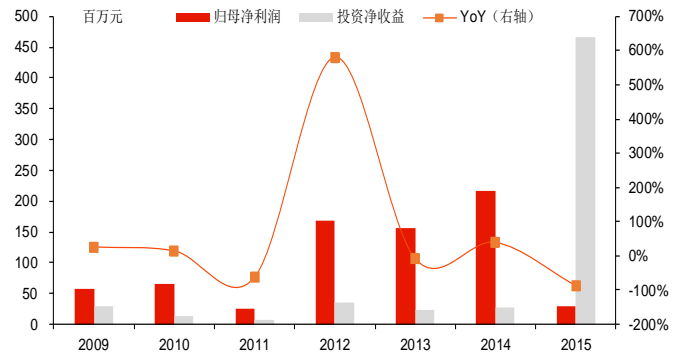
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1: 2009-2015 大唐电信营收及增速**



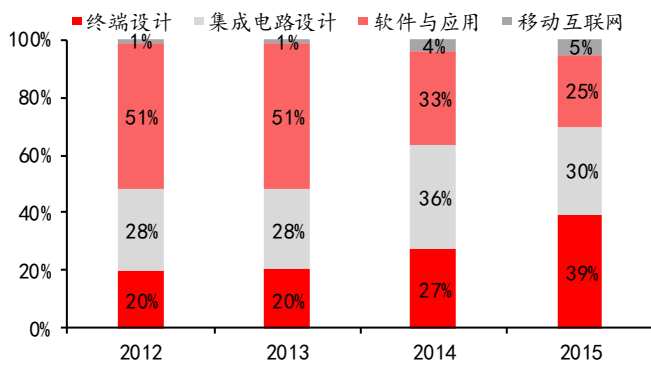
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表2: 2009-2015 大唐电信净利润、投资收益**



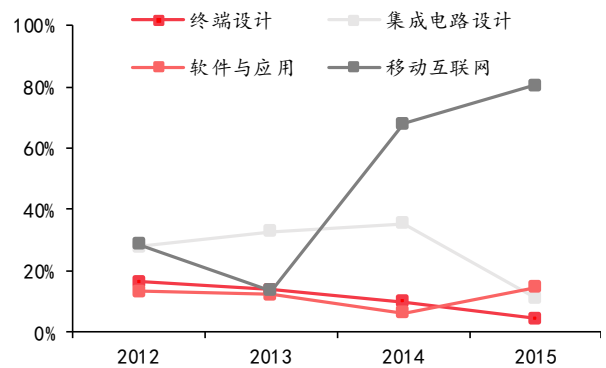
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表3: 大唐电信各业务营收占比**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

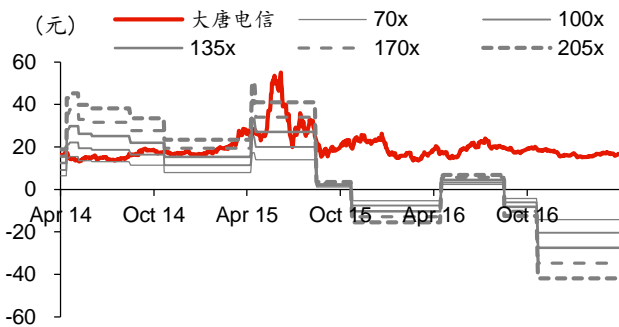
**图表4: 大唐电信各业务毛利率**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

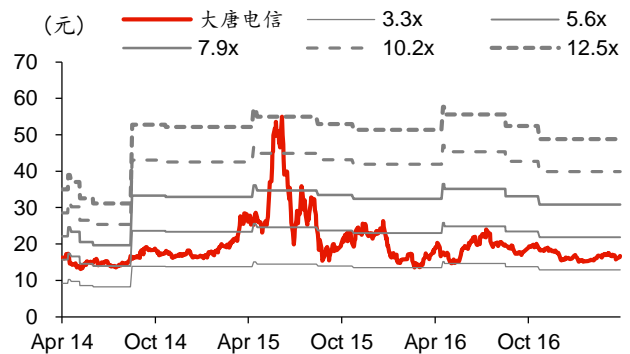
**PE/PB - Bands**

**图表5: 大唐电信历史 PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表6: 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	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