

公司研究/动态点评

2017年04月17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): 17.18
合理价格区间(元): 21.6~24.6

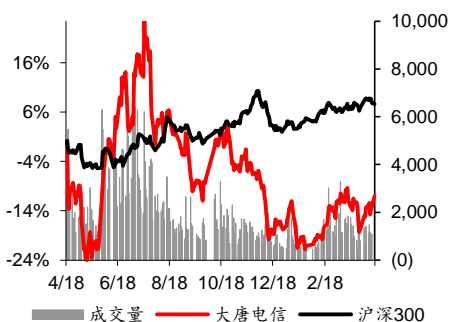
周明 执业证书编号: S0570517030002
研究员 0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

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

相关研究

- 1《大唐电信(600198,买入): 出售要玩部分股权, 聚焦芯片业务》2017.04
- 2《大唐电信(600198,买入): 国企混改加速, 低端芯片市场前景大》2017.04
- 3《大唐电信(600198,增持): 合作双赢, 扭转芯片市场不利局面》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

接力联通混改, 发力“集成电路+” 大唐电信(600198)

与市场不同的观点

市场认为大唐作为国有企业, 市场化水平低、重研发轻市场, 且半导体行业竞争激烈。即使大唐存在与高通合作的基础, 也很难在低端芯片市场与联发科竞争。而我们认为 1) 大唐有望进入混改名单, 接棒联通混改行情; 2) 新任董事长童国华有着成功的院校型企业改制经验, 将带领大唐实现市场化转型; 3) 大唐与高通合作, 可以互相弥补不足, 有望在低端手机芯片市场实现共赢。

大唐有望通过混改, 实现“集成电路+”的战略目标

国家发改委日前指出要进一步发挥混合所有制改革在国企改革中的突破口作用, 扩大试点规模, 着力抓好混改试点, 形成一批典型案例, 形成可复制可推广的经验。由于大唐电信与中国联通存在很多共同点, 也有望进入下一批混改队伍, 接棒联通混改。同时, 大唐电信“集成电路+”战略也顺应国家的产业政策导向, 国家层面在加大对集成电路产业的支持力度。目前展讯位于国内芯片第一梯队, 而大唐有望通过混改, 提高市场化竞争水平, 进入国内芯片第二梯队。

大唐换帅, 有望扭转院校型企业经营劣势

2016年, 童国华调任大唐电信集团董事长兼总裁。调任前, 童国华担任武汉邮科学院院长。任职期间, 对同为院校型企业的烽火通信进行战略方向调整与市场化转型, 烽火通信营业收入在10年间增长了近10倍。换帅后, 大唐有望借鉴烽火通信的成功转型经验, 改变目前重研发轻市场的院校型企业经营风格, 实现市场化转型。

大唐有望与高通合作, 在低端手机芯片市场实现双赢

1) 大唐电信手机芯片出货量少, 采购成本高, 而高通的低端芯片成本优势已领先联发科。如果与高通合作, 大唐能受益于高通的供应链优势降低芯片生产成本, 提高竞争力。同时, 大唐还能在技术上得到高通的支持。特别在基带芯片技术上, 从Cat 7之后, 联发科已很难追赶高通。2) 对于高通而言, 如果与大唐合作, 将受益于大唐的国企背景。同时高通可以在低端手机芯片上采取更灵活的专利费收取模式, 借助自身在高端市场上的地位以及品牌认可度以扩大低端手机芯片市场份额。

维持“买入”评级

大唐电信有望接力联通混改, 新帅将带领公司市场化转型, 同时存在与高通合作扩大低端手机芯片市场份额, 实现双赢的可能, 或将超出市场预期表现。2016年公司预计亏损15.8亿元, 2017年将扭亏为盈。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)	15,155
总资产 (百万元)	13,359
每股净资产 (元)	3.90

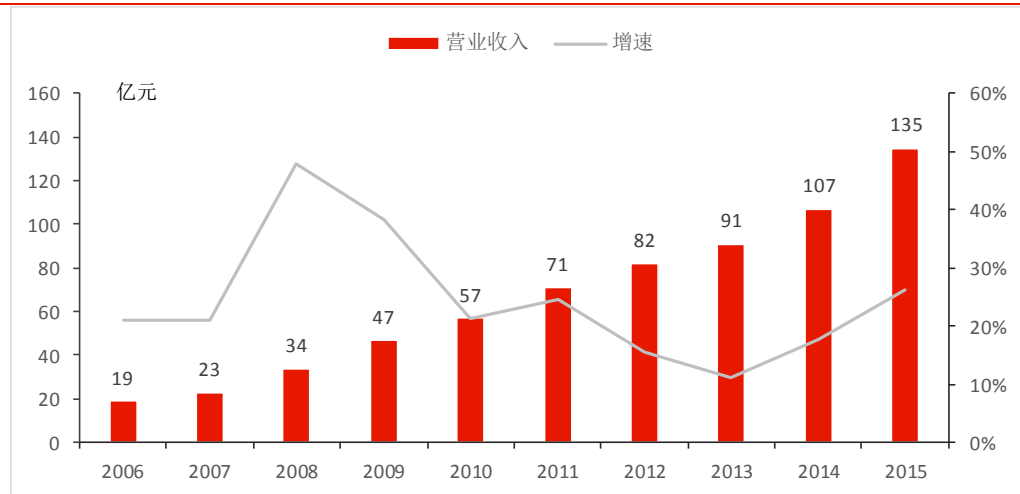
资料来源: 公司公告

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

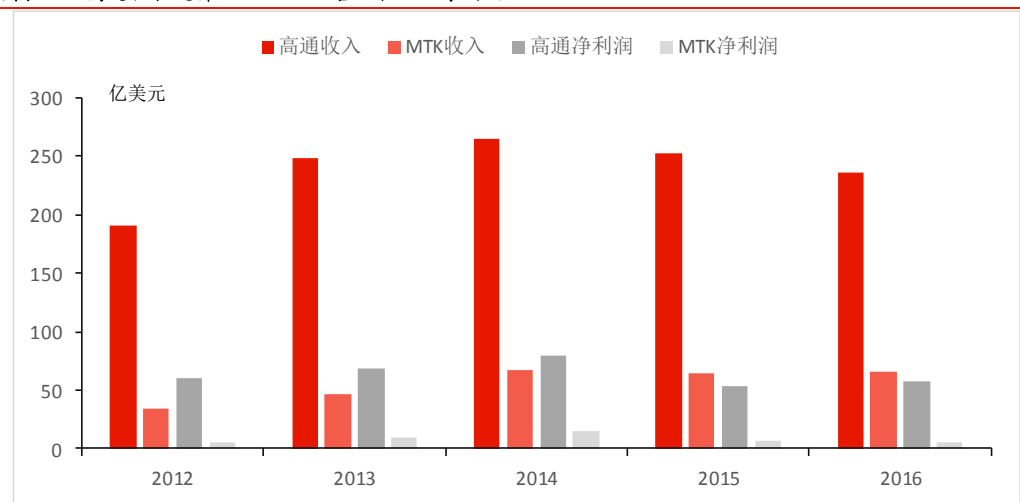
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：烽火 2006-2015 营收情况



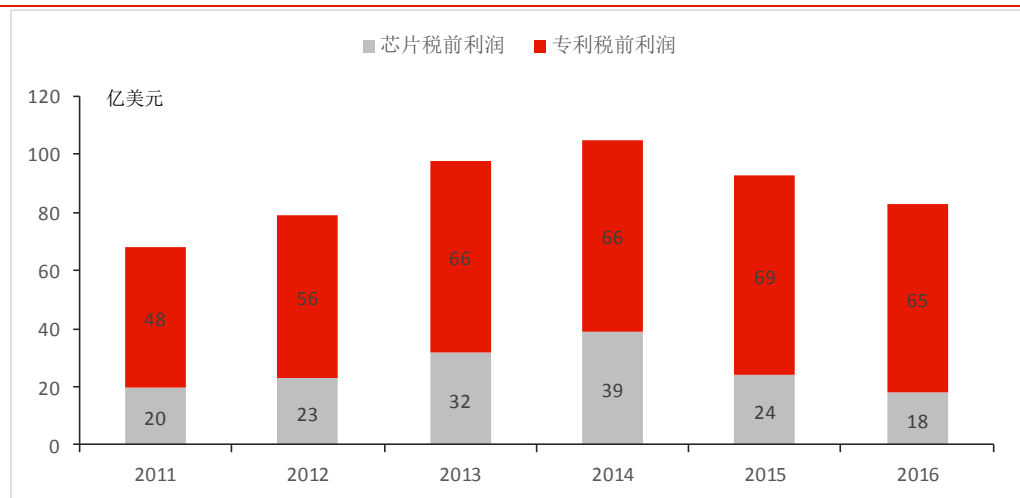
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：高通、联发科 2012-2016 营业收入及净利润



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

图表3：高通 2011-2016 税前利润情况



资料来源：高通年报，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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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

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