

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 17.04
合理价格区间(元): 21.60~24.60

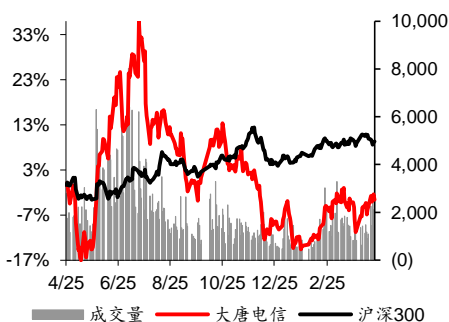
周明 执业证书编号: S0570517030002
研究员 0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

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

相关研究

- 1《大唐电信(600198,买入): 接力联通混改, 发力“集成电路+”》2017.04
- 2《大唐电信(600198,买入): 出售要玩部分股权, 聚焦芯片业务》2017.04
- 3《大唐电信(600198,买入): 国企混改加速, 低端芯片市场前景大》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

大唐谋求转变, 布局“集成电路+”

大唐电信(600198)

2016 年业绩符合预期, 谋划转型升级是亮点

公司 2016 年全年累计实现营业收入 72.30 亿元, 同比下降 15.96%, 整体毛利率同样出现下降, 由 2015 年度的 12.89% 下降为 2016 年度的 11.24%, 同时受到当期应收款项、存货、无形资产、商誉等减值准备计提增加以及政府补助减少等因素的影响, 公司 2016 年经营出现较大亏损, 全年归属于上市公司股东的净利润为-17.76 亿元。公司在转型阵痛期的业绩表现符合预期, 年报中“集成电路+”转型思路成为亮点。

转型布局“集成电路+”, 阵痛后公司业绩增长或超预期

市场的预期: 大唐受国有企业体制束缚、院校型企业产业化能力薄弱、半导体行业竞争激烈等因素影响, 业绩多年表现不佳, 业绩惯性短期难以扭转。我们的预期: 公司积极布局“集成电路+”战略, 以“集成电路+应用+解决方案”为主线转型升级, 可促使公司面向行业市场形成整体竞争优势, 阵痛后的公司业绩增长或超预期。我们与市场不同的逻辑有: 1、管理模式改革大刀阔斧, 瘦身健体强化盈利能力; 2、做实做强优势业务, 引入社会资本发展非优势业务。

与众不同的逻辑 1: 管理模式改革大刀阔斧, 瘦身健体强化盈利能力

新任董事长童国华在武汉邮科院烽火通信有着成功经营院校型企业的经验, 能够带领同为院校型企业的大唐成功转型。2017 年, 公司在管理上将继续瘦身健体, 将原有“公司总部——业务板块——业务单位”的三级管理模式, 调整为“公司总部——业务单位”的二级管理模式, 贯彻产品线管理理念, 将盈利能力和人均效益作为产品线资源投入及调整的主要依据。我们认为公司大刀阔斧的管理模式改革有利于提升管理效率, 强化公司生产经营中的市场和利润导向, 促进公司的效益提升。

与众不同的逻辑 2: 做实做强优势业务, 引入社会资本发展非优势业务

公司由均衡四大业务向“集成电路+”战略倾斜, 加大对于芯片业务的技术投入, 以提高芯片业务核心竞争力, 构建产业链竞争优势。子公司联芯存在与高通在低端芯片市场的潜在合作, 虽然大唐与高通双方目前均未能能在低端芯片市场占据有利优势, 若合作能够达成, 高通可以调整商业模式, 灵活收取专利费用, 获取中低端芯片市场的份额, 联芯可以借助高通的供应链, 实现上游采购成本的大幅下降, 弱+弱胜强的局面有望出现。对于移动互联网这一公司非优势业务, 公司通过转让广州要玩公司 21.2% 股权, 引入社会化投资者, 盘活业务板块, 提升市场竞争力, 稳定盈利水平。我们认为公司产业结构转型升级思路清晰, 未来盈利能力可期。

重申“买入”评级

公司积极谋求转型, 瘦身健体管理模式, 以“集成电路+”战略为引导推动产业结构转型升级, 转型阵痛之后会迎来业绩增长。预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 0.88/2.11/3.46 亿元, 对应的 PE 分别为 171/71/43, 重申“买入”评级。

风险提示: 公司产业结构转型升级力度不达预期。

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)	15,031
总资产(百万元)	11,994
每股净资产(元)	2.60

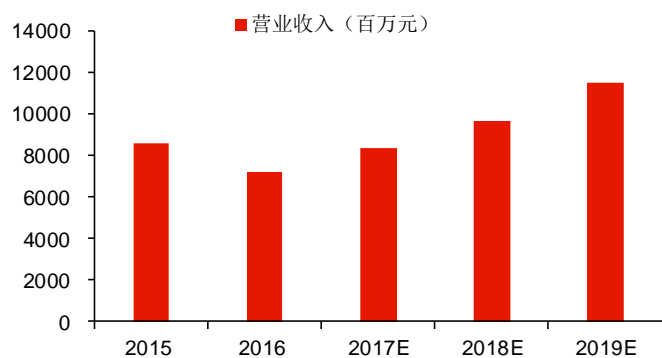
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,603	7,230	8,371	9,698	11,522
+/-%	7.75	(15.96)	15.78	15.85	18.81
归母净利润(百万元)	28.44	(1,776)	87.77	211.27	345.70
+/-%	(86.89)	(6,343)	104.94	140.70	63.63
EPS (元, 最新摊薄)	0.03	(2.01)	0.10	0.24	0.39
PE (倍)	528.45	(8.47)	171.25	71.15	43.48

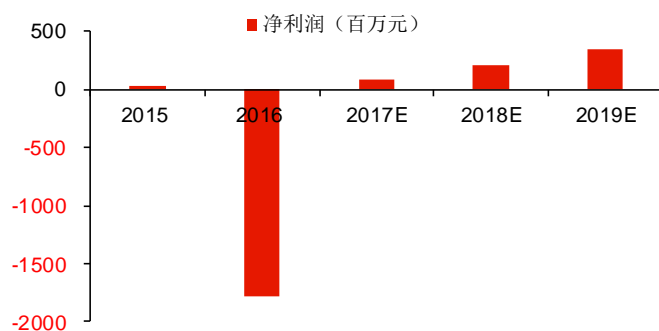
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 大唐电信 2015-2019 营业收入及预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

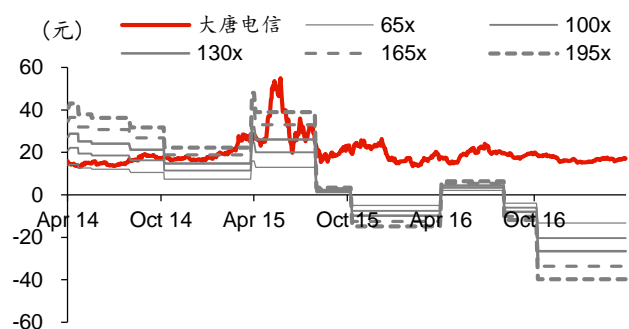
图表2: 大唐电信 2015-2019 净利润及预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

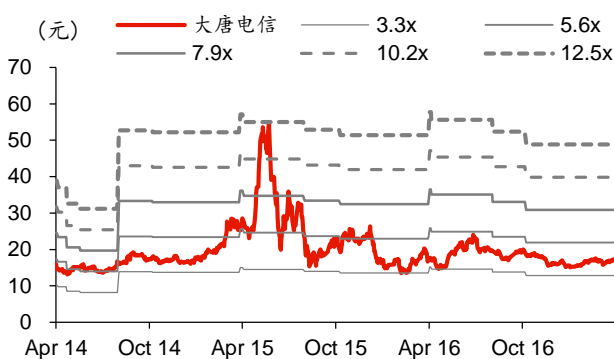
PE/PB - Bands

图表3: 大唐电信历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,255	6,641	6,246	8,196	9,172
现金	1,310	1,722	1,088	1,785	1,810
应收账款	3,184	2,174	2,645	3,058	3,588
其他应收账款	246.43	135.13	187.45	206.50	247.52
预付账款	713.86	466.37	504.62	577.73	679.94
存货	2,060	1,511	1,250	1,729	1,999
其他流动资产	740.11	632.15	570.60	839.48	847.79
非流动资产	5,539	5,353	4,968	4,469	3,952
长期投资	559.64	595.41	595.41	595.41	595.41
固定投资	833.75	796.85	854.35	830.09	764.96
无形资产	1,637	1,638	1,268	872.04	463.95
其他非流动资产	2,509	2,322	2,251	2,171	2,128
资产总计	13,795	11,994	11,214	12,665	13,124
流动负债	5,944	6,683	5,605	6,847	6,883
短期借款	2,351	3,070	2,857	3,752	3,281
应付账款	1,450	1,393	1,451	1,662	1,968
其他流动负债	2,142	2,220	1,297	1,434	1,635
非流动负债	3,512	2,777	2,978	2,962	3,008
长期借款	657.50	935.97	879.26	934.27	952.04
其他非流动负债	2,855	1,841	2,099	2,028	2,056
负债合计	9,456	9,460	8,583	9,809	9,892
少数股东权益	267.38	241.87	251.62	265.36	295.65
股本	882.11	882.11	882.11	882.11	882.11
资本公积	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694
留存公积	(501.10)	(2,277)	(2,196)	(1,985)	(1,640)
归属母公司股	4,071	2,292	2,380	2,591	2,936
负债和股东权益	13,795	11,994	11,214	12,665	13,124

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	903.57	738.60	908.96	341.73	927.44
净利润	44.98	(1,808)	97.52	225.01	375.98
折旧摊销	485.86	628.19	618.03	628.19	633.37
财务费用	368.30	299.70	377.75	403.13	420.68
投资损失	(465.75)	(36.24)	(100.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	229.16	710.66	419.91	(1,238)	(668.18)
其他经营现金	241.02	943.84	(504.27)	373.26	215.59
投资活动现金	(510.05)	(434.48)	(135.77)	(78.63)	(66.22)
资本支出	741.28	439.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	125.40	42.31	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	356.62	47.12	(135.77)	(78.63)	(66.22)
筹资活动现金	(893.99)	197.40	(1,407)	434.03	(837.00)
短期借款	(1,083)	718.98	(213.60)	894.95	(470.93)
长期借款	(727.09)	278.47	(56.72)	55.01	17.77
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	10.93	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	904.69	(800.05)	(1,137)	(515.93)	(383.84)
现金净增加额	(491.97)	513.57	(633.80)	697.13	24.23

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,603	7,230	8,371	9,698	11,522
营业成本	7,494	6,417	6,944	7,950	9,356
营业税金及附加	24.56	20.89	24.19	28.03	33.30
营业费用	338.62	293.82	334.85	391.03	462.75
管理费用	757.91	1,190	803.60	804.93	933.32
财务费用	368.30	299.70	377.75	403.13	420.68
资产减值损失	295.48	963.67	100.00	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	465.75	36.24	100.00	50.00	50.00
营业利润	(210.55)	(1,919)	(113.10)	71.26	266.36
营业外收入	298.61	121.70	250.00	220.00	213.62
营业外支出	3.17	3.65	15.00	10.00	10.00
利润总额	84.89	(1,801)	121.90	281.26	469.97
所得税	39.92	6.55	24.38	56.25	93.99
净利润	44.98	(1,808)	97.52	225.01	375.98
少数股东损益	16.53	(31.94)	9.75	13.74	30.28
归属母公司净利润	28.44	(1,776)	87.77	211.27	345.70
EBITDA	643.61	(991.15)	882.69	1,103	1,320
EPS (元)	0.03	(2.01)	0.10	0.24	0.39

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.75	(15.96)	15.78	15.85	18.81
营业利润	(462.48)	(811.47)	94.11	163.01	273.76
归属母公司净利润	(86.89)	(6,343)	104.94	140.70	63.63
获利能力 (%)					
毛利率	12.89	11.24	17.05	18.03	18.80
净利率	0.33	(24.56)	1.05	2.18	3.00
ROE	0.70	(77.48)	3.69	8.15	11.77
ROIC	1.17	(29.89)	4.11	6.89	10.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.55	78.88	76.54	77.45	75.37
净负债比率 (%)	37.85	53.95	43.53	47.77	42.79
流动比率	1.39	0.99	1.11	1.20	1.33
速动比率	1.00	0.69	0.87	0.90	1.00
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.56	0.72	0.81	0.89
应收账款周转率	2.16	2.12	2.61	2.66	2.67
应付账款周转率	5.30	4.52	4.88	5.11	5.16
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	(2.01)	0.10	0.24	0.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.02	0.84	1.03	0.39	1.05
每股净资产 (最新摊薄)	4.62	2.60	2.70	2.94	3.33
估值比率					
PE (倍)	528.45	(8.47)	171.25	71.15	43.48
PB (倍)	3.69	6.56	6.32	5.80	5.12
EV_EBITDA (倍)	27.98	(18.17)	20.40	16.33	13.64

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