

公司研究/事件点评

2017年05月26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): 13.35
合理价格区间(元): 16.50~19.80

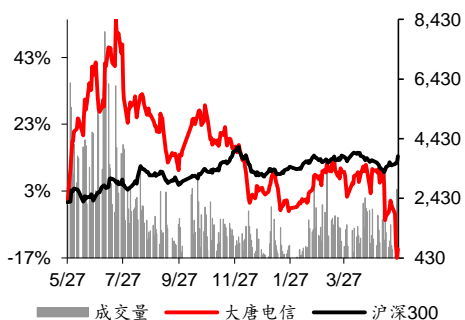
周明 执业证书编号: S0570517030002
研究员 0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

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

相关研究

- 1 《高市净率不影响大唐电信买入评级》2017.05
- 2 《大唐电信(600198,买入): 业绩企稳回升, 看好未来发展》2017.05
- 3 《大唐电信(600198,买入): 大唐谋求转变, 布局“集成电路+”》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

大唐高通合作落地, 发力低端芯片

大唐电信(600198)

大唐高通合作落地, 发力低端芯片

2017年5月25日, 公司发布公告, 拟以下属全资子公司上海立可芯半导体科技有限公司全部股权出资参与设立中外合资企业瓴盛科技(贵州)有限公司, 占合资公司注册资本的24.133%, 以进一步聚焦消费类手机市场。高通控股占注册资本的24.133%, 建广基金占注册资本的34.643%, 智路基金占注册资本的17.091%。我们认为大唐与高通的合作获得实质性进展, 推进速度超出预期, 后续有望优势互补, 共同发力低端手机芯片。

合作思路清晰, 后续增长或超预期

市场的预期: 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, 合资公司与联发科、展讯的低端手机芯片市场竞争力存疑。我们的预期: 合资公司可以形成良性化学反应, 未来业绩或超预期。我们与市场不同的逻辑有: 1、大唐与高通优势互补, 弱弱胜强局面有望达成; 2、低端手机芯片市场广阔, 后续业绩或超预期。

与众不同的逻辑 1: 大唐与高通优势互补, 弱弱胜强局面有望达成

我们认为大唐与高通的合作可以形成良性互动, 高通可以通过合作灵活收取专利费用, 借大唐维护中国客户关系, 降低工程师人工成本, 大唐可以获得高通的核心IP支持, 借高通供应链降低上游采购成本, 弱+弱胜强的局面有望出现。

与众不同的逻辑 2: 低端手机芯片市场广阔, 后续业绩或超预期

短期看, 可为大唐减轻200左右人的研发费用, 按照2016年数据测算, 每人年研发费用大概50万, 故减轻研发费用负担大概1个亿, 此外, 公司一次性获得约2.76亿元的营业外收入。长期看, 可为大唐稳定贡献利润。2016年全球低端芯片出货大约5.9亿颗。目前高通售价最低的手机芯片大概5美元, 假设盈利能力为14%, 合资公司2017-2020年在低端芯片市占率分别为5/15/30/45%, 预计合资公司实现营业收入10/30/61/91亿元, 为大唐带来净利润0.34/1.03/2.05/3.08亿元。如果后续基金公司缩减占股比例, 大唐可进一步提高在合资公司中的占股份额。

重申“买入”评级

大唐高通合作落地, 后续持续贡献利润, 将增厚公司的业绩。将公司2017-2019年的净利润上调为1.13/2.93/5.08亿元, 对应的EPS分别为0.13/0.33/0.58元, 对应的PE分别为104/40/23, 公司18年合理估值区间50-60X, 对应合理价格区间16.5-19.8元, 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)	870.20
52周内股价区间(元)	12.93-24.01
总市值(百万元)	11,776
总资产(百万元)	12,276
每股净资产(元)	2.45

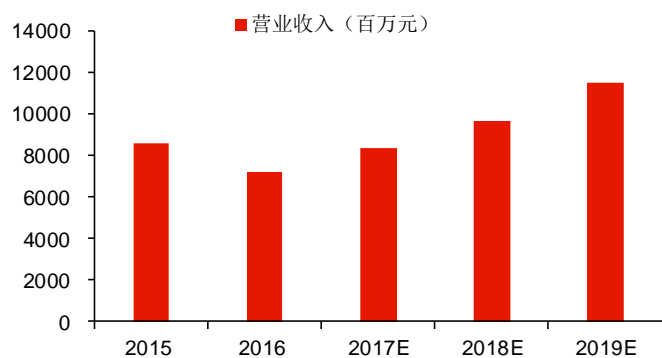
资料来源: 公司公告

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
归属母公司净利润(百万元)	28.44	(1,776)	113.01	292.65	507.68
+/-%	(86.89)	(6,343)	106.36	158.97	73.47
EPS (元, 最新摊薄)	0.03	(2.01)	0.13	0.33	0.58
PE (倍)	414.01	(6.63)	104.21	40.24	23.20

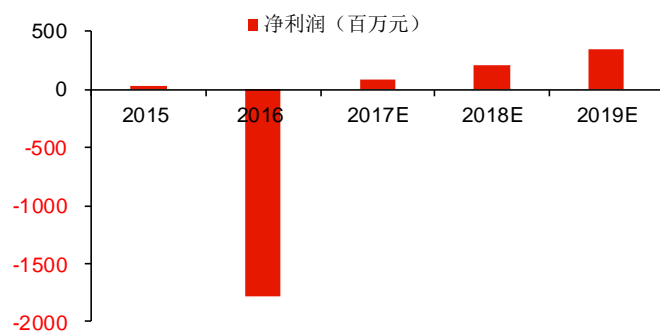
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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

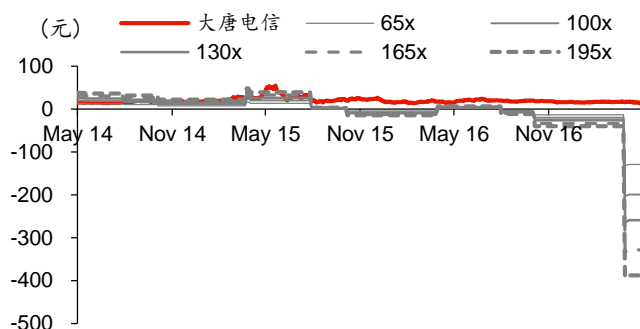
图表2: 大唐电信 2015-2019 净利润及预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

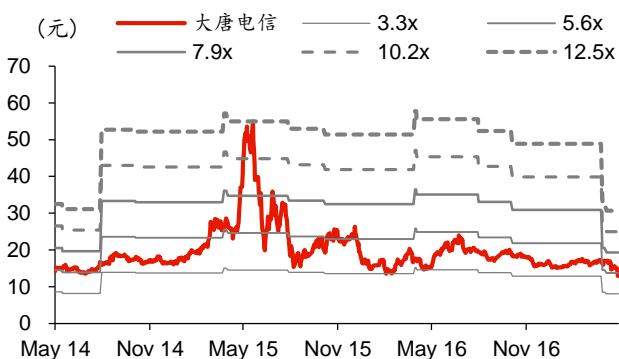
PE/PB - Bands

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	5,577	6,732	6,593
短期借款	2,351	3,070	2,829	3,637	2,990
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	8,555	9,694	9,601
少数股东权益	267.38	241.87	254.42	273.46	317.93
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)	(2,171)	(1,879)	(1,371)
归属母公司股	4,071	2,292	2,405	2,697	3,205
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	901.94	320.06	883.40
净利润	44.98	(1,808)	125.56	311.69	552.15
折旧摊销	485.86	628.19	618.03	628.19	633.37
财务费用	368.30	299.70	376.70	397.77	405.47
投资损失	(465.75)	(36.24)	(134.00)	(153.00)	(255.00)
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)	(101.77)	24.37	138.78
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	(101.77)	24.37	138.78
筹资活动现金	(893.99)	197.40	(1,434)	352.70	(997.96)
短期借款	(1,083)	718.98	(241.64)	808.27	(647.10)
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)	(1,136)	(510.58)	(368.63)
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	376.70	397.77	405.47
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	134.00	153.00	255.00
营业利润	(210.55)	(1,919)	(78.04)	179.62	486.57
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)	156.96	389.62	690.18
所得税	39.92	6.55	31.39	77.92	138.04
净利润	44.98	(1,808)	125.56	311.69	552.15
少数股东损益	16.53	(31.94)	12.56	19.04	44.47
归属母公司净利润	28.44	(1,776)	113.01	292.65	507.68
EBITDA	643.61	(991.15)	916.69	1,206	1,525
EPS (元)	0.03	(2.01)	0.13	0.33	0.58

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)	95.93	330.15	170.89
归属母公司净利润	(86.89)	(6,343)	106.36	158.97	73.47
获利能力 (%)					
毛利率	12.89	11.24	17.05	18.03	18.80
净利率	0.33	(24.56)	1.35	3.02	4.41
ROE	0.70	(77.48)	4.70	10.85	15.84
ROIC	1.17	(29.89)	4.64	8.38	13.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.55	78.88	76.29	76.54	73.16
净负债比率 (%)	37.85	53.95	43.34	47.16	41.06
流动比率	1.39	0.99	1.12	1.22	1.39
速动比率	1.00	0.69	0.87	0.92	1.04
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)	0.13	0.33	0.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.02	0.84	1.02	0.36	1.00
每股净资产 (最新摊薄)	4.62	2.60	2.73	3.06	3.63
估值比率					
PE (倍)	414.01	(6.63)	104.21	40.24	23.20
PB (倍)	2.89	5.14	4.90	4.37	3.67
EV_EBITDA (倍)	22.92	(14.88)	16.09	12.24	9.67

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