

投资评级：增持（调低评级）

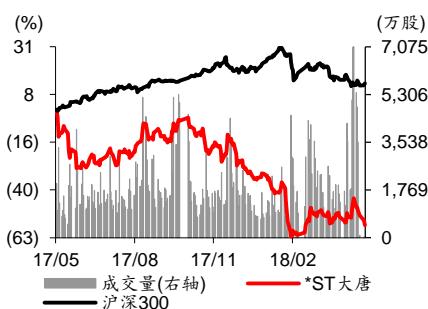
当前价格(元): 7.32

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

相关研究

- 1《大唐电信(600198,买入): 与联通相像, 有望接力混改》2017.08
- 2《大唐电信(600198,买入): 大唐高通合作落地, 发力低端芯片》2017.05
- 3《高市净率不影响大唐电信买入评级》2017.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 峰回路转终获批, 发力手机芯片

## \*ST 大唐(600198)

### 时隔一年合资公司终获批, 公司摘帽有望

大唐电信与高通等共同成立合资公司一事, 早在 2017 年 5 月 26 日公司就已发布对外投资公告, 合资公司钰盛科技也于同日成立。2018 年 5 月 4 日晚, 公司发布公告称, 与高通、建广等设立合资公司案, 获得有关部门批准。我们认为, 合资公司的获批将促进公司与高通的合作, 并且有望今年扭亏为盈。合资公司将主攻低端手机芯片, 公司为 A 股手机芯片稀缺标的, 给予“增持”评级。

### 公司与高通有望优势互补, 共同发力中低端手机芯片

大唐与高通的合作有望优势互补, 共同发力中低端手机芯片。合资公司定位为前期主攻中低端手机芯片细分市场, 即在中国设计和销售的、面向大众市场的智能手机芯片组的设计、封装、测试、客户支持和销售等业务。市场上对合资公司与联发科、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, 从而实现双赢。

### 中美贸易战背景下, 国产芯片替代成为市场关注热点

近期中美贸易谈判引发市场的广泛关注。在此背景下, 国产芯片替代的市场关注度提高。我们认为, 芯片产业作为我国重点发展的行业之一, 将继续受到国家的支持。公司与高通合作成立主攻中低端手机芯片的合资公司, 将有利于推进我国国产手机芯片的研发和发展。

### 重大项目落地或将带来 6.72 亿收益, 公司今年有望扭亏

公司在 2017 年 5 月 26 日发布的对外投资公告中称, 项目实施后, 预计可实现投资收益约 3.96 亿元, 营业外收入约 2.76 亿元, 合计对公司产生收益约 6.72 亿元。但由于迟迟未获批复, 该收益也未能确认。此次合资公司获批, 收益有望确认。此外, 公司在 2018 年一季报中对上半年业绩进行预测时称, 公司目前仍在积极推进重大项目, 如果能够顺利实施, 今年上半年将实现盈利。随着合资公司获批, 该项目有望顺利实施, 公司在今年上半年有望扭亏。除了项目实施带来的收益外, 公司自身也在积极加强管理, 改善盈利状况。我们认为, 公司今年有望实现扭亏为盈。

### 芯片稀缺标的, 给予“增持”评级

由于公司 2017 年业绩不及预期, 结合公司 2017 年年报、2018 年一季报以及合资公司项目实施可能带来的收益情况, 我们下调了公司的盈利预测, 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 0.05/1.07/3.22 亿元。考虑到公司已经连续亏损, 具有一定的风险, 下调评级为“增持”, 建议密切关注公司的发展和合资公司项目的进展情况。

风险提示: 公司退市风险; 合资公司推进、芯片业务不达预期; 公司管理改善、产业结构转型不及预期; 中美贸易摩擦升级。

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)	6.36-16.95
总市值 (百万元)	6,457
总资产 (百万元)	8,041
每股净资产 (元)	(0.61)

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,230	4,348	9,424	11,554	14,402
+/-%	(15.96)	(39.86)	116.75	22.61	24.65
归属母公司净利润 (百万元)	(1,776)	(2,649)	5.14	107.14	321.91
+/-%	(6,343)	(49.17)	100.19	1,983	200.47
EPS (元, 最新摊薄)	(2.01)	(3.00)	0.01	0.12	0.36
PE (倍)	(3.64)	(2.44)	1,255	60.27	20.06

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 峰回路转，时隔一年合资公司终获批，发力低端芯片

大唐电信与高通等共同成立合资公司一事早在一年前就已经定下。大唐电信于2017年5月26日发布对外投资公告，公司全资子公司联芯科技以下属子公司立可芯全部股权、作价7.2亿元，参与设立中外合资企业钰盛科技，股份占比24.133%；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%。同日，建广资产、大唐电信、联芯科技、高通、智路资本共同签署协议，宣布成立合资公司——钰盛科技（贵州）有限公司（JLQ Technology）。

图表1：钰盛科技签约仪式



资料来源：C114，华泰证券研究所

**迟迟未批，直到今年5月4日峰回路转。**钰盛科技虽早已成立，在行业内也引发关注，但却迟迟未得到监管部门的批准。2018年5月4日晚，大唐电信（\*ST大唐）发布公告称，该公司与高通、建广等设立合资公司案，获得有关部门批准。公司于5月4日收到国家市场监督管理总局反垄断局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止审查决定书》（反垄断审查函[2018]第1号），主要内容如下：“根据《中华人民共和国反垄断法》第二十六条规定，经审查，现决定，对北京建广资产管理有限公司、大唐电信科技股份有限公司、高通公司等新设合营企业案不予禁止，你公司从即日起可以实施集中。该案涉及经营者集中反垄断审查之外的其他事项，依据相关法律办理。”至此，该项目所有审批环节已经结束，根据公司公告，后续公司将与合资各方依据《合资经营企业合作合同》共同推进该合资企业设立的相关事宜。

**大唐与高通的合作落地，后续有望优势互补，共同发力低端手机芯片。**合资公司定位为前期主攻中低端手机芯片细分市场，即在中国设计和销售的、面向大众市场的智能手机芯片组的设计、封装、测试、客户支持和销售等业务。市场上对合资公司与联发科、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。

**中美贸易战背景下，国产芯片替代成为市场关注热点。**近期中美贸易谈判引发市场的广泛关注。在此背景下，国产芯片替代的市场关注度提高。我们认为，芯片产业作为我国重点发展的行业之一，将继续受到国家的支持。公司与高通合作成立主攻中低端手机芯片的合资公司，将有利于推进我国国产手机芯片的研发和发展。同时，高通在中高端芯片市场几乎处于垄断地位，此次与大唐电信合作成立的合资公司定位为低端手机芯片，对高通而言是增加了低端市场的利润回报，也因定位低端手机芯片，该项目并不涉及高端手机芯片核心技术，况且低端手机市场已有中国大陆的展讯、联芯以及台湾的联发科等企业，高通在我国低端手机芯片市场上并不构成垄断，我们认为，虽不完全排除该项目实施受中美贸易摩擦影响的可能，但可能性较小。

## 重大项目落地或将带来 6.72 亿收益，大唐电信今年有望扭亏

**重大项目落地或将带来 6.72 亿收益。**公司在 2017 年 5 月 26 日发布的对外投资公告中称，项目实施后，预计可实现投资收益约 3.96 亿元，营业外收入约 2.76 亿元，合计对公司产生收益约 6.72 亿元。但由于迟迟未获批复，该收益也未能确认。此次合资公司获批，收益有望确认。

**大唐电信今年有望扭亏。**公司在 2018 年一季报中对今年上半年业绩进行预测时称，公司目前仍在积极推进重大项目，如果能够顺利实施，预测年初至下一报告期期末的累计净利润将实现盈利；但重大项目具有不确定性，如果不能顺利实施，则预测年初至下一报告期期末的累计净利润仍为亏损。随着合资公司获批，该项目有望顺利实施，公司今年上半年有望扭亏为盈。除了项目实施带来的收益外，公司自身也在积极加强管理，缩减费用，改善盈利状况。我们认为，公司今年有望实现扭亏为盈。

### 投资建议

由于公司 2017 年推进重大项目不及预期，公司业绩不达预期、继续亏损，结合公司 2017 年年报、2018 年一季报以及合资公司项目实施可能带来的收益情况，我们下调了对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 0.05/1.07/3.22 亿元。考虑到此次合资公司获批，铈盛科技主攻低端手机芯片，公司作为 A 股市场手机芯片稀缺标的，但公司已经连续亏损，具有一定的风险，因此下调评级为“增持”，建议密切关注公司的发展和合资公司项目的进展情况。

图表2：可比公司估值对比表

代码	证券简称	5月4日 收盘价(元)	EPS(元)					PE	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
603019.SH	中科曙光	52.21	0.48	0.7	1.01	108.77	74.59	51.69	
002049.SZ	紫光国芯	56.12	0.46	0.69	0.86	122.00	81.33	65.26	
002405.SZ	四维图新	25.61	0.22	0.3	0.39	116.41	85.37	65.67	
600460.SH	士兰微	15.53	0.14	0.19	0.25	110.93	81.74	62.12	
300474.SZ	景嘉微	54.11	0.44	0.58	0.76	123.13	94.07	71.01	
300666.SZ	江丰电子	69.73	0.33	0.38	0.57	238.22	183.98	123.15	
603986.SH	兆易创新	173.18	1.99	4.05	5.57	87.03	42.76	31.09	
002371.SZ	北方华创	50.83	0.27	0.55	0.82	188.26	92.42	61.99	
002023.SZ	海特高新	11.9	0.05	0.09	0.13	238.00	132.22	91.54	
002151.SZ	北斗星通	31.54	0.21	0.29	0.41	150.19	108.76	76.93	
平均值			0.46	0.78	1.08	148.29	97.72	70.04	
600198.SH	*ST 大唐	7.32	-3.00	0.01	0.12	-2.44	1255.10	60.27	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：除\*ST 大唐外，其余标的盈利预测取自万得一致预期。

图表3：盈利预测调整表

	原预测(调整前)		现预测(调整后)		变化幅度(pct/%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
收入增速(%)	15.85	18.81	116.7	22.6	100.85	3.79
毛利率(%)	18.03	18.80	24.4	25.9	6.37	7.10
期间费用率(%)	16.44	15.64	24.25	22.62	7.81	6.98
净利率(%)	3.02	4.41	0.1	0.9	-2.92	-3.51
归母净利润(亿元)	2.93	5.08	0.05	1.07	-2.88	-4.01
EPS(元)	0.33	0.58	0.01	0.12	-0.32	-0.46

注：受重大项目进展慢影响，2017 年公司继续亏损，下调了 2018 年和 2019 年的盈利预测

资料来源：华泰证券研究所

## 风险提示

### 1、公司退市风险

公司业绩仍然存在不确定性，如果 2018 年不能实现扭亏为盈，公司或将面临退市。

### 2、合资公司推进、芯片业务不达预期

若合资公司项目的实施不及预期，则可能影响到项目收益的实现，从而影响公司业绩。若合资公司的芯片业务不及预期，则可能会影响公司的业绩实现情况。

### 3、公司管理改善、产业结构转型不及预期

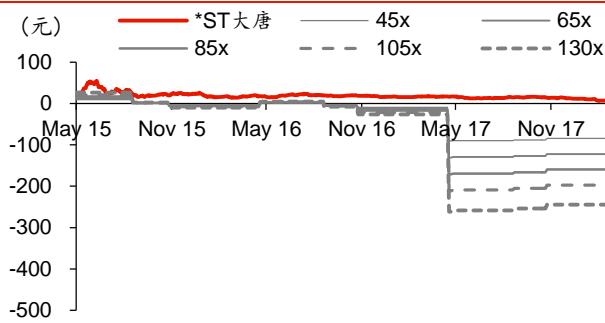
若公司的管理改善力度和实施不及预期，或者公司在产业结构转型中的进程不达预期，都可能会影响到公司的业绩。

### 4、中美贸易摩擦升级

若中美贸易摩擦升级，或者长期得不到妥善解决，可能影响到公司与高通之间的合作，从而影响公司业绩。

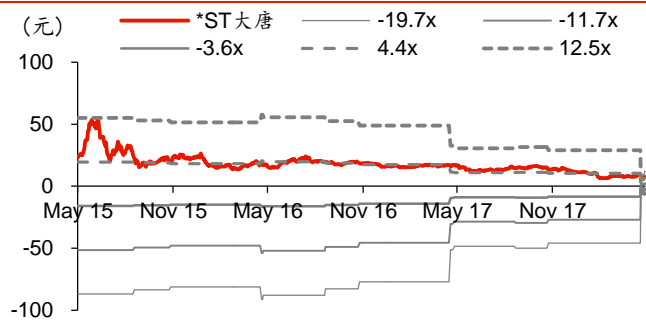
## PE/PB - Bands

图表4: \*ST 大唐历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: \*ST 大唐历史 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,641	4,677	7,769	9,731	11,875
现金	1,722	1,365	2,467	3,180	3,992
应收账款	2,174	1,517	2,578	3,688	4,537
其他应收账款	135.13	676.55	424.13	263.16	198.17
预付账款	466.37	324.29	663.43	797.52	974.88
存货	1,511	632.04	1,148	1,296	1,612
其他流动资产	632.15	162.33	488.33	506.17	560.35
非流动资产	5,353	4,051	3,940	3,638	3,364
长期投资	595.41	604.27	604.27	604.27	604.27
固定投资	796.85	676.36	605.63	534.28	463.09
无形资产	1,638	1,201	1,025	849.68	673.87
其他非流动资产	2,322	1,569	1,704	1,649	1,622
资产总计	11,994	8,728	11,708	13,368	15,239
流动负债	6,683	7,109	9,494	10,835	12,133
短期借款	3,070	2,435	6,074	6,753	7,318
应付账款	1,393	1,145	1,916	2,400	2,979
其他流动负债	2,220	3,529	1,504	1,682	1,836
非流动负债	2,777	1,577	2,166	2,372	2,598
长期借款	935.97	524.95	629.94	889.84	1,190
其他非流动负债	1,841	1,052	1,537	1,482	1,408
负债合计	9,460	8,686	11,661	13,206	14,731
少数股东权益	241.87	424.43	424.86	432.03	455.40
股本	882.11	882.11	882.11	882.11	882.11
资本公积	3,694	3,680	3,680	3,680	3,680
留存公积	(2,277)	(4,925)	(4,939)	(4,832)	(4,510)
归属母公司股	2,292	(382.24)	(377.10)	(269.96)	51.96
负债和股东权益	11,994	8,728	11,708	13,368	15,239

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	738.60	(39.76)	472.78	683.69	1,034
净利润	(1,808)	(2,807)	5.58	114.31	345.28
折旧摊销	628.19	590.08	565.87	567.21	566.78
财务费用	299.70	270.23	548.39	722.42	785.43
投资损失	(36.24)	(311.19)	(405.00)	(42.27)	(28.00)
营运资金变动	710.66	(170.53)	350.76	(426.03)	(636.41)
其他经营现金	943.84	2,389	(592.82)	(251.96)	0.75
投资活动现金	(434.48)	83.76	(69.54)	(240.85)	(283.46)
资本支出	439.29	165.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	42.31	(59.00)	3.33	(1.11)	0.37
其他投资现金	47.12	190.54	(66.22)	(241.96)	(283.09)
筹资活动现金	197.40	(452.37)	698.48	270.50	61.90
短期借款	718.98	(635.44)	3,639	678.87	565.48
长期借款	278.47	(411.02)	104.99	259.90	300.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(14.29)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(800.05)	608.39	(3,045)	(668.26)	(803.58)
现金净增加额	513.57	(422.10)	1,102	713.34	812.28

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,230	4,348	9,424	11,554	14,402
营业成本	6,417	3,484	7,127	8,567	10,472
营业税金及附加	20.89	26.77	37.39	50.12	70.57
营业费用	293.82	239.17	471.18	462.15	619.29
管理费用	1,190	1,194	1,508	1,618	1,852
财务费用	299.70	270.23	548.39	722.42	785.43
资产减值损失	963.67	2,364	409.47	207.37	359.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.24	311.19	405.00	42.27	28.00
营业利润	(1,922)	(2,810)	(272.23)	(30.48)	271.04
营业外收入	121.24	5.14	280.00	161.92	126.73
营业外支出	0.62	1.13	1.30	1.13	2.35
利润总额	(1,801)	(2,806)	6.47	130.31	395.42
所得税	6.55	0.43	0.90	16.00	50.14
净利润	(1,808)	(2,807)	5.58	114.31	345.28
少数股东损益	(31.94)	(158.21)	0.43	7.17	23.37
归属母公司净利润	(1,776)	(2,649)	5.14	107.14	321.91
EBITDA	(993.73)	(1,950)	842.03	1,259	1,623
EPS (元, 基本)	(2.01)	(3.00)	0.01	0.12	0.36

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(15.96)	(39.86)	116.75	22.61	24.65
营业利润	(812.69)	(46.26)	90.31	88.80	989.22
归属母公司净利润	(6,343)	(49.17)	100.19	1,983	200.47
获利能力 (%)					
毛利率	11.24	19.88	24.37	25.85	27.29
净利率	(24.56)	(60.92)	0.05	0.93	2.24
ROE	(77.48)	692.94	(1.36)	(39.69)	619.60
ROIC	(29.94)	(73.51)	6.60	15.26	21.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.88	99.52	99.59	98.79	96.67
净负债比率 (%)	53.95	60.95	57.49	57.87	57.75
流动比率	0.99	0.66	0.82	0.90	0.98
速动比率	0.69	0.45	0.62	0.69	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.42	0.92	0.92	1.01
应收账款周转率	2.12	1.53	3.03	2.90	3.05
应付账款周转率	4.52	2.75	4.66	3.97	3.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(2.01)	(3.00)	0.01	0.12	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	(0.05)	0.54	0.78	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.60	(0.43)	(0.43)	(0.31)	0.06
估值比率					
PE (倍)	(3.64)	(2.44)	1,255	60.27	20.06
PB (倍)	2.82	(16.89)	(17.12)	(23.92)	124.28
EV_EBITDA (倍)	(10.24)	(5.22)	12.09	8.08	6.27

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 2018 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