

周明巍

分析师 SAC 执业编号：S0500512050001
(8621)60230234
zhoumingwei@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

业绩承诺基数高，财务负担掩盖真实价值

事件

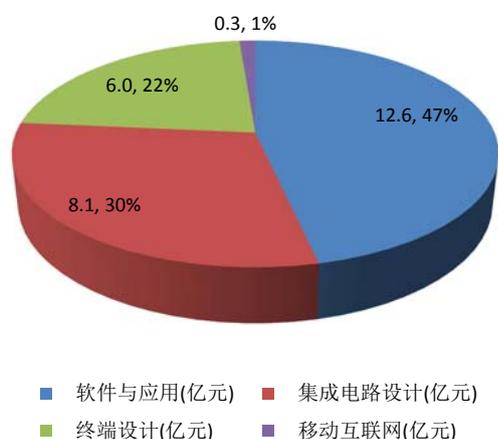
- 近期公司公告 1) 整合电子集成电路产业，将大唐微电子与联芯科技进行整合。2) 成立移动互联网产业投资基金，投资 5000 万与中科招商联合设立移动互联网产业投资基金，该基金一期规模拟设立为 2.5 亿元，未来合适时机还将募集二期基金和产业并购基金。
- 结合近期我们对公司进行的实地调研，与公司董事长曹总针对公司发展进行了沟通交流，做如下点评。

评论

第一，走出传统设备业务，新四大板块已形成

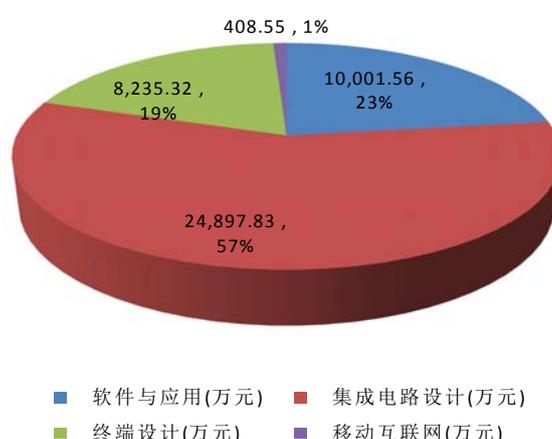
- 经过多年转型，公司目前发展方向基本确立，着力打造 4 个主要板块业务。1、集成电路板块。2 软件与应用板块 3.终端设计板块 4.移动互联网板块。短期内软件应用营收占比最多，但毛利率较低，其他板块尤其是芯片业务和移动互联网将是未来重点打造的板块，也是增长的主要来源。通过 4 大新业务板块的打造，公司也避开了与中兴，华为等传统通信设备商的正面交锋。

图表1：大唐电信营收分业务分布(2013 上半年)



来源：公司财报

图表2：大唐电信毛利润按业务分布(2013 上半年)



来源：公司财报

第二，并购子公司业绩承诺明确

- 前期并购的 5 家公司均有业绩承诺。若假设母公司不亏损，按照分公司业绩计算盈利，2013-1015 年归母公司盈利分别为 4.1 亿，4.9 亿，5.6 亿，参考二级市场 100 亿左右市值，仅 20 倍左右估值，即使不考虑大唐微电子等其他业务也处于明显低估状态。

图表3：大唐电信收购子公司时被并购方业绩承诺

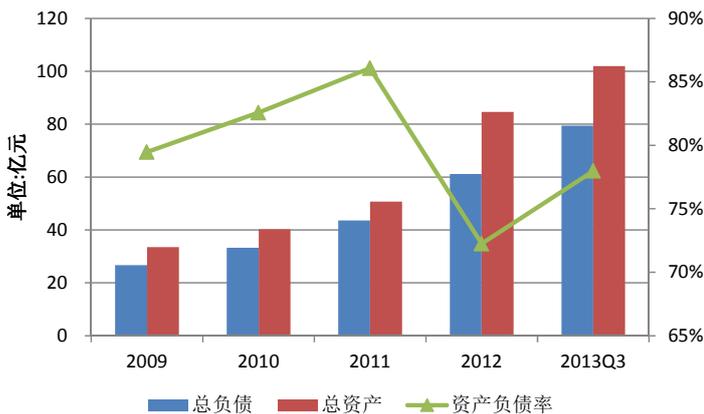
单位(万元)	2012	2013	2014	2015	大唐电信股权
联芯科技	14008.28	17415.73	20822.41	23131.05	99.36%
上海优思	7080.26	7781.17	8476.87	9175.45	100%
优思电子	963.35	1006.35	1054.35	1101.6	100%
要玩娱乐	2701.36	12933.99	16563.11	20254.64	100%
江苏安防	5000	5500	6050	6050	41%
合计	29753.25	44637.24	52966.74	59712.74	
归母净利润合计	26713.60	41280.78	49263.98	55995.20	

资料来源：上市公司公告 注：江苏安防 2015 年利润无承诺，假设利润不变

第三，影响业绩掣肘在于财务负担，在 2014 年将力争有所缓解

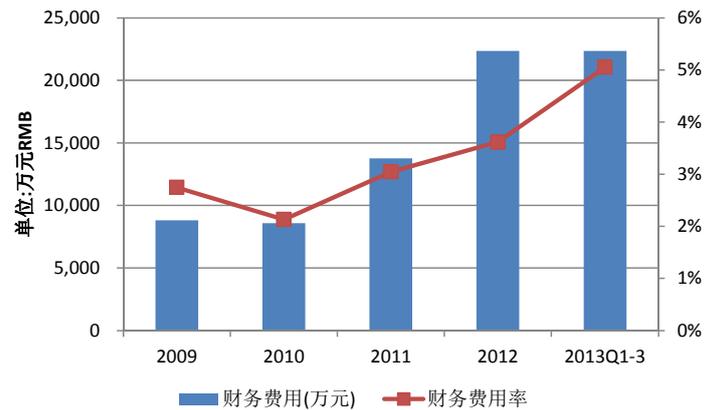
- 公司资产负债率长期维持高位，这主要是由于公司原有以核心网为主的业务在 2004-2007 年连续亏损留下的历史欠账。13 年 3 季度已经达到 78%，这直接导致近年财务费用居高不下，2013 年估计将达到 2-3 亿，直接阻碍了公司盈利的体现。

图表4：大唐电信资产负债率始终维持高位



来源：公司财报

图表5：大唐电信财务费用



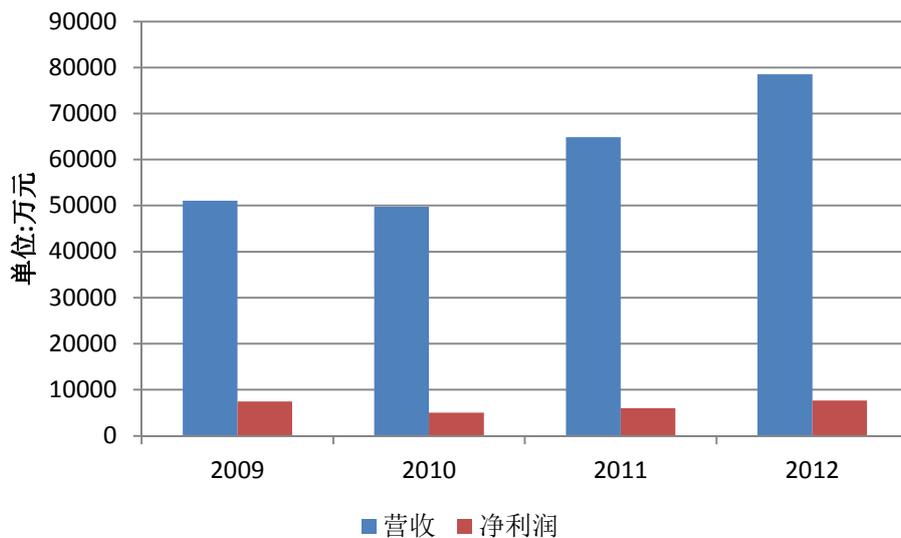
来源：公司财报

- 公司正在努力希望通过资本市场手段解决相关问题，若能够成功融资将资产负债率降至 70% 以下，将极大缓解财务压力。而且随着公司经营目标降低对单纯公司营收规模的追求，转而追求利润水平，公司对资金的需求在 2014 年同样将有所下降，亦对降低负债水平有所帮助。此外由于此前受银行贷款对订单规模要求，账面现金多通过发债形式获得，10 亿多的现金利用率不高，后续有望提高现金周转率，提升效率。

第四，芯片业务借力国家战略，汽车电子是重要新看点

- 1、大唐微电子：目前主要盈利来源是二代身份证和社保卡，市占率 50% 左右。未来的增长点来自于银行 EMV 迁移，移动支付卡安全芯片以及未来带 NFC 功能的 sim 卡芯片。按照 2014 年国内发 4-5 亿张 EMV 卡，每块芯片 4-5 元假设，按国产化比例达到 40% 预期假设，大唐获得 20-30% 的国产芯片份额，即可获得 2-2.5 亿的规模增长。

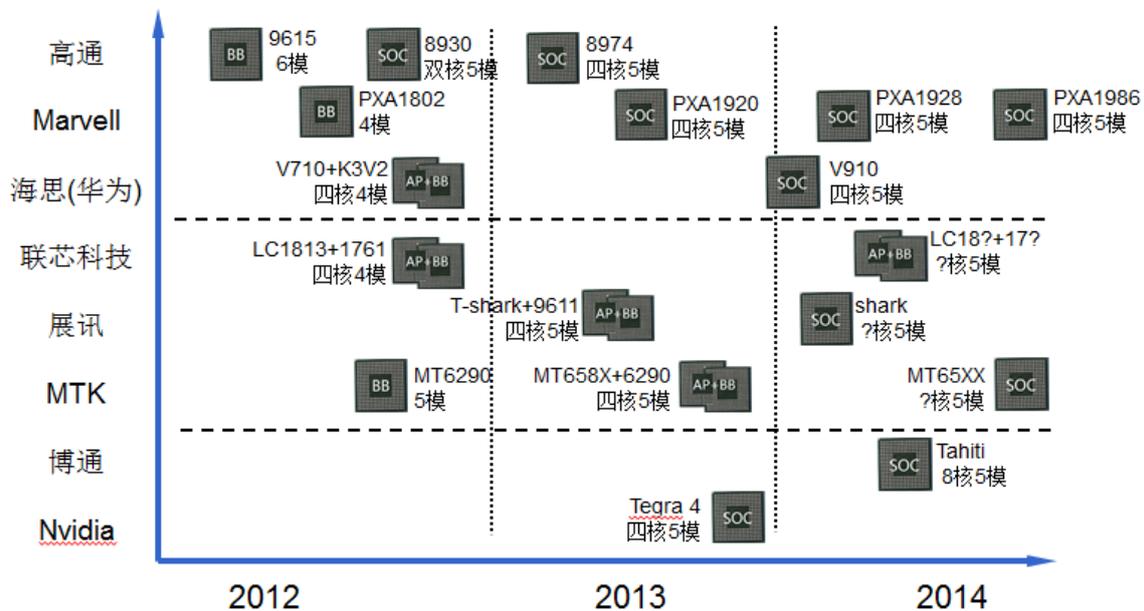
图表6：大唐微电子历年营收与利润情况



来源：公司财报 国金证券研究所整理

- 2、联芯科技：**通过过去几年 3G 的 TD 芯片业务，联芯完成了快速成长阶段。在 4G 时代随着海思，展讯，联芯等一批企业的崛起，高通在 3G 市场的一家独大的态势将一去不复返。我们认为其在 14 年第二季度若能按时推出 5 模产品，确保其在 TD-LTE 芯片在 4G 时代将继续保有一席之地，那么保持在第二集团中游位置还是有很大希望。而下游产能如台积电等的 28nm 产能瓶颈问题也已经基本解决。

图表7：4G 主流手机芯片厂商 Roadmap 对比



来源：国金证券研究所整理

注：BB 指通信基带芯片，AP 指应用处理器，SOC 指集成基带与应用处理器的片上系统芯片

- 3、汽车电子：**公司近期与恩智普成立合资公司进入汽车电子的芯片业务，初期以车灯调节器为产品销售，待驱动器与电源管理产品完成研发，该合资公司 2 年后将进入快速成长阶段。而汽车电子芯片市场绝大部分为外国厂商占据。全球平均每辆车需要采购 300 美元的芯片，按照 2013 年我国汽车产销 2100 万辆计算，这就是 300

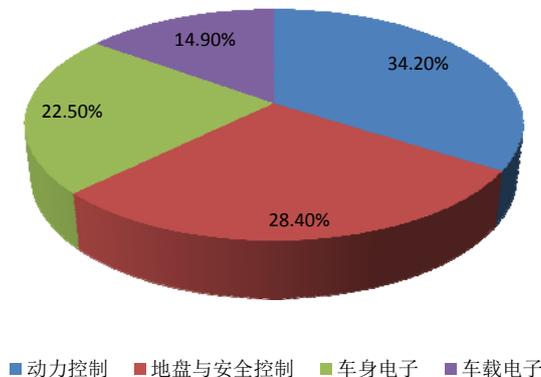
亿元人民币级别的巨大市场。全球市场为 250 亿美金的规模。而整个市场由于技术，使用寿命以及市场的原因，长期被意法半导体，飞思卡尔，恩智浦，英飞凌，瑞萨等海外企业占据。

图表8：我国汽车电子芯片行业规模



来源：isuppli

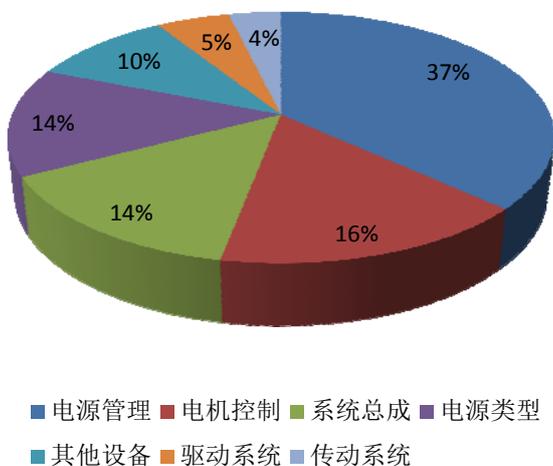
图表9：汽车电子行业分类



来源：拓璞产业研究所

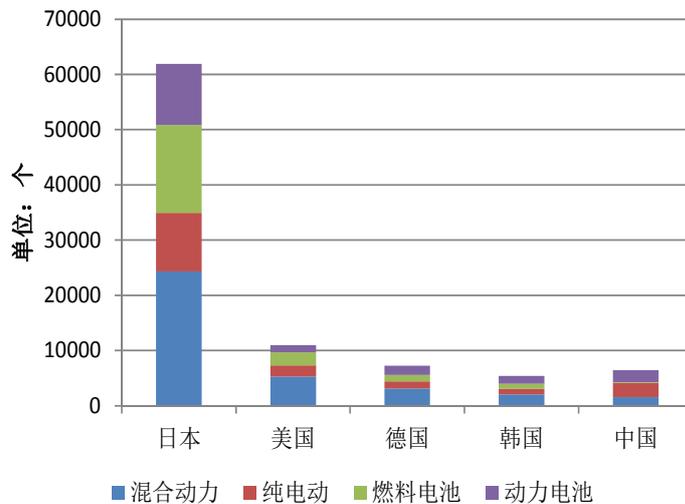
- 其中大唐将要重点研发的电源管理产品在未来的新能源汽车中占据重要地位，而在此领域日本企业占据绝对优势，恩智浦与大唐电信合作研发有动力，更有望获得在国内市场占据先发优势。

图表10：电动汽车专利领域分布



来源：网络 国金证券研究所整理

图表11：新能源汽车专利按国家分布



来源：国家知识产权局

- 随着国家对芯片产业的重视程度不断加大，芯片产业担负打破海外技术垄断与捍卫国家经济安全重任，近期联芯科技有限公司、大唐微电子技术有限公司已经被认定为“国家规划布局内重点集成电路设计企业”。汽车电子在电源管理等领域也有望进入国家“核高基”专项课题，未来有希望进一步获得国家经济资助。

第五，移动互联业务成为新兴增长点

- 当前公司移动业务目前主要通过新华瑞德与要玩娱乐体现。新华瑞德主要提供垂直化的“瑞德微吧”云台服务以及新华舆情服务。而要玩娱乐的增长将继续专注页游和手游的发展。此外新华瑞德下属大唐创新港在移动

互联教育等多个方向有所培育，如“妈咪 100 分”，“教育即时通”，“FANSPHONE”，“教育通云平台”，“新华频媒”，“CCTV 财吧”等诸多应用，在未来有希望做大做强。

- 2014 年 1 月 22 日，公司公告投资 5000 万元与中科招商联合设立移动互联网产业投资基金，该基金一期规模拟设立为 2.5 亿元，将围绕公司关注的移动互联网领域项目进行投资。在未来合适时机还将募集二期基金和产业并购基金。我们认为投资基金的成立意味着，1) 公司着力大力打造移动互联业务决心大，不止目前已有的业务。2) 公司借此构筑的新兴移动互联网投资平台模式，可以一定程度均衡移动互联网的高风险与高收益。3) 同时也为未来逐步解决历史问题导致的财务负担问题埋下伏笔。

投资建议

- 仅以有业绩承诺的子公司加总计算(不考虑大唐微电子等仍处于快速成长阶段的子公司)，公司目前 2014 年估值仅 20 倍左右。估值问题如前文所述，合并报表无法体现各子公司盈利水平，其主要原因在于历史原因造成的债务负担。而我们也认为二级市场本质并不真正缺少资金，缺少的是真正值得投资的有潜力的公司，所以债务问题迟早将得以解决。谨慎起见，我们仅考虑有明确业绩的子公司，暂时不对汽车电子，新华瑞德，大唐创新港，妈咪 100 分，“教育通”等正在培育的子公司或业务做估值。

图表 12 大唐电信部分子公司估值

	2014 年归母 盈利(万元)	假设 14 年 动态市盈率	对应市值 (亿元)	典型对标企业	对标企业动态 市盈率
联芯科技	20822.4	35	73	北京君正	124
大唐微电子	9600.0	40	38	同方国芯	57
要玩娱乐	16563.1	40	66	掌趣科技，北纬通信	100
优思	9531.2	20	19	卓翼科技，环旭电子	35
江苏安防	2480.5	30	7	中威电子，银江股份	35
合计	58997.2		204		

注:除大唐微电子利润为预测值，其余均为被收购方承诺值

资料来源：国金证券研究所整理

- 综合上述计算，即使不考虑汽车电子，移动互联网云平台等业务，上述子公司相对估值市值即可以达到 200 亿，即使考虑扣除 80 亿负债中不对业绩做正面贡献的 30-40 亿负债，公司依然有较大空间有待市场发现，给予“增持”评级。

风险提示：

- 负债问题解决进展低于预期的风险
- 费用控制高于预期的风险
- 联芯科技 4G 芯片与大唐微电子 EMV 芯片出货低于预期的风险

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038271	电话：010-6621 6979	电话：0755-83831378
传真：(8621)-61038200	传真：010-6621 6793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD