

通信设备

大唐电信 (600198.SH) / 16.43 元

半导体板块整体业绩靓丽，好行业里面的稀缺标的

事项

公司公布了 2013 年年报。

主要观点

1. 公司处于价值洼地，细分业务价值被市场低估。

2013 年公司累计实现营业收入 79.1 亿元，比上年同期增长 28%，毛利额比上年同期增加 2.8 亿元，同比增长 25%，营业利润比上年同期增加 0.6 亿万元，公司整体盈利能力持续提升。业绩低于预期的主要原因在于：2013 年营业外收入同比减少了 7000 万（主要由于补贴的确认方式的改变所致），并且资产减值损失同比增加了 4900 万（主要是按照账龄计提的坏账准备增加）。

2. 半导体板块整体业绩靓丽，好行业里面的稀缺标的。

2013 年公司集成电路板块整体收入规模达到 22.46 亿，收入规模是国内第四大集成电路企业，仅次于海思、展讯和锐迪科。集成电路净利润实现 2.87 亿，其中大唐联芯 1.79 亿、大唐微电子 1.08 亿。

在集成电路设计领域，公司通过整合创新，继续保持在智能终端芯片、身份识别芯片、金融社保芯片等的行业领先地位，加大低成本智能卡芯片、双界面 CPU 芯片的研发推广力度，智能终端芯片整体套片竞争力得到有效增强，自主研发金融 IC 卡芯片获得 EMVCo 安全认证，顺利完成中国银联、MASTER 和 VISA 认证，并通过与恩智浦公司合资成立汽车电子芯片公司，进步提升公司集成电路设计产业的运营能力。

未来可以关注的公司事件：要玩娱乐《迷你帝国》近期正式上线；大唐联芯，五模芯片有望三季度上旬正式亮相；汽车电子，收入规模 2014 年有望快速过亿；要玩

综上所述，我们认为公司随着自身资产负债结构发生改变，现金流量逐渐转好，财务费用下滑将带来利润直接的上升，同时公司本身业务处于一个快速上升阶段，我们预测公司 2014、2015EPS 分别为 0.56、0.65，对应的估值为 30 倍、26 倍。

风险提示

1. 公司收购业务的整合风险：公司 2012 年之后连续进行多项收并购，并购进来的业务和现有业务之间的协同效应的体现还有待观察。
2. 公司自身财务结构难以好转。公司由于过去历史上出现连续两年的亏损，目前的历史包袱问题依然存在，每年预计有 1.3 亿左右支出与此有关。未来如果公司持续重组并购，这一问题有望得以解决，但也存在一定不确定性。
3. 管理体制的风险。公司目前是国有控股企业，管理层领导没有相应的股份，受制于国有体制的原因，工资水平短期也难以实现市场化，存在着管理层缺乏激励的风险。

证券分析师：马军

执业编号：S0360512110002

Tel: 010-66500868

Email: majun@hczq.com

研究助理：束海峰

Tel: 010-66500831

Email: shuhaifeng@hczq.com

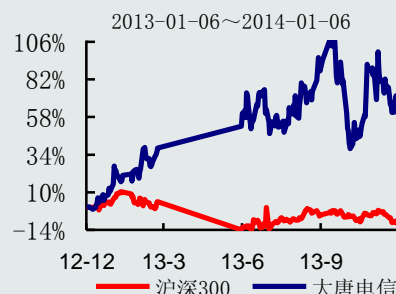
投资评级

投资评级：强烈推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	74171
流通 A 股/B 股(万股)	45086/0
资产负债率(%)	71.2%
每股净资产(元)	3.15
市盈率(倍)	52.78
市净率(倍)	3.86
12 个月内最高/最低价	16.76/7.89

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

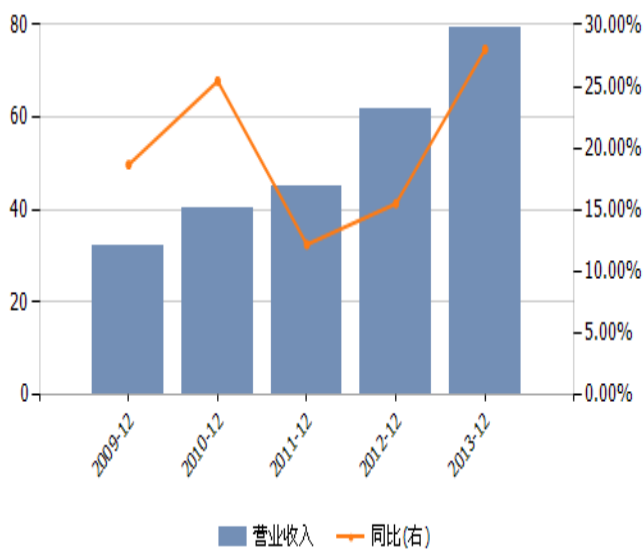
一、收入高速增长，主营业务利润扭亏为盈。

2013 年公司累计实现营业收入 79.1 亿元，比上年同期增长 28%，毛利额比上年同期增加 2.8 亿元，同比增长 25%，营业利润比上年同期增加 0.6 亿元，公司整体盈利能力持续提升。业绩低于预期的主要原因在于：2013 年营业外收入同比减少了 7000 万（主要由于补贴的确认方式的改变所致），并且资产减值损失同比增加了 4900 万（主要是按照账龄计提的坏账准备增加）。

分业务来看：

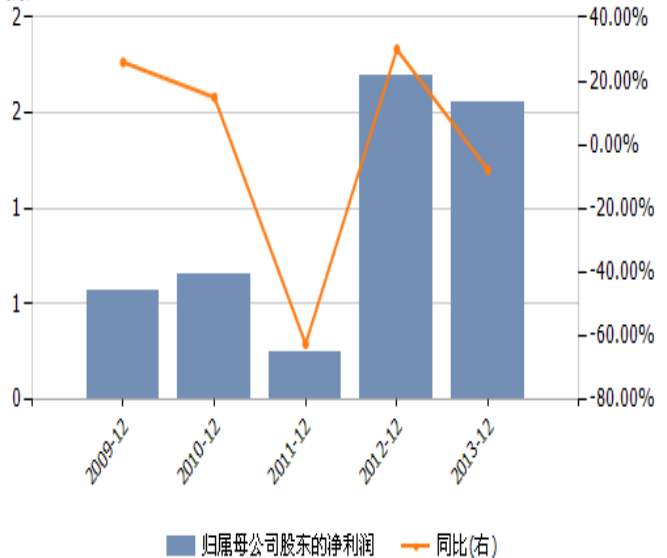
- 集成电路设计板块业务收入增长 27.42%，进一步巩固和扩大优势产品的市场份额和产业规模，其中金融社保芯片发货量突破 5,000 万只，进一步确立了市场领先地位；
- 软件与应用板块业务收入增长 27.76%，主要聚焦在智慧城市和行业信息化领域，业务规模实现较大增长；
- 终端设计板块业务收入增长 29.67%，依托较为完善的终端产业链，手机平台覆盖了国际主流手机芯片厂家，同时国际市场拓展较快；
- 移动互联网板块业务收入增长 31.86%，通过不断完善发展“一站式数字内容云服务平台”基础能力，在广告业务、舆情业务、一站式服务与定制终端及政府项目方面均有所提高。

图表 1 营业收入及增长率



资料来源：华创证券

图表 2 归属母公司股东的净利润及增长率



资料来源：华创证券

二、半导体板块整体业绩靓丽，好行业里面的稀缺标的。

这个时节点来说，半导体产业的确是一个好行业。这个行业目前三个特征：市场足够大；国家政策大力支持；国内企业市占率较低。我们预计二季度末半导体产业新政策即将出台，地方政府积极跟进半导体产业发展：多个地方政府将出台半导体产业发展规划以及相关招商引资和扶持政策，并且成立相关产业发展基金。（北京、上海和天津等城市已经成立的产业基金，对外开始招标）

2013 年公司集成电路板块整体收入规模达到 22.46 亿，收入规模是国内第四大集成电路企业，仅次于海思、展讯和锐迪科。集成电路净利润实现 2.87 亿，其中大唐联芯 1.79 亿、大

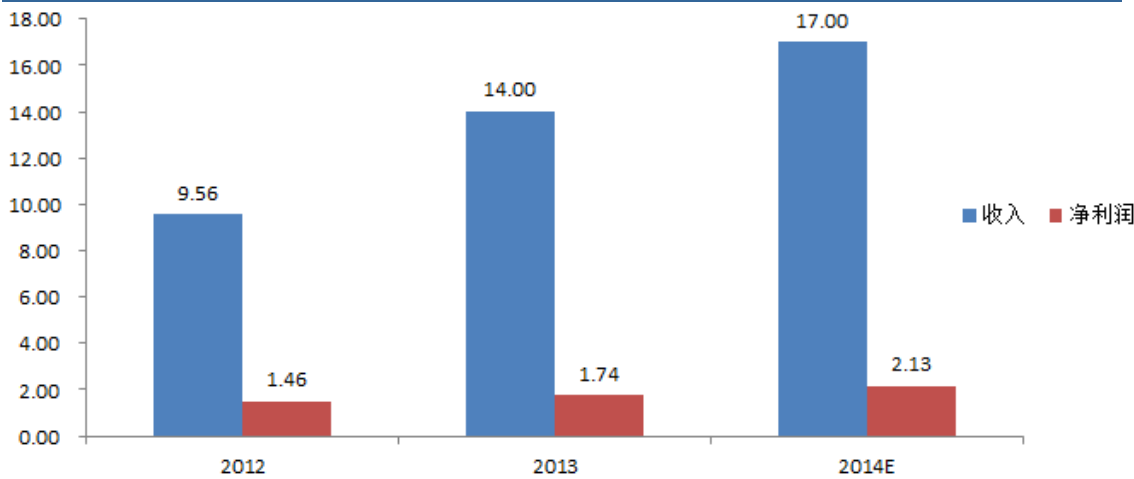
唐微电子 1.08 亿。

在集成电路设计领域，公司通过整合创新，继续保持在智能终端芯片、身份识别芯片、金融社保芯片等的行业领先地位，加大低成本智能卡芯片、双界面 CPU 芯片的研发推广力度，智能终端芯片整体套片竞争力得到有效增强，自主研发金融 IC 卡芯片获得 EMVCo 安全认证，顺利完成中国银联、MASTER 和 VISA 认证，并通过与恩智浦公司合资成立汽车电子芯片公司，进步提升公司集成电路设计产业的运营能力。

大唐联芯：五模芯片有望三季度上旬正式亮相。公司移动终端芯片业务紧抓智能手机市场高速发展机遇，深化了芯片设计与解决方案能力，打造核心竞争力，目前已成功发布多款高性价比的 3G/4G 多模芯片，并取得较好的市场成绩。LC1761 是联芯科技率先推出的四模十一频基带芯片，为业界首款同时支持硬件加速 ZUC 祖冲之算法 LTE 终端芯片，并于 360 合作推出 4G 版 360 随身 WiFi。

公司在 LTE 五模芯片重力投入，LC1860 是联芯科技第一款 4G TD-LTE 的 SoC 芯片，采用 28nm 制程工艺，目前该款芯片的已经进入小批试样阶段，预期在三季度上旬推出。

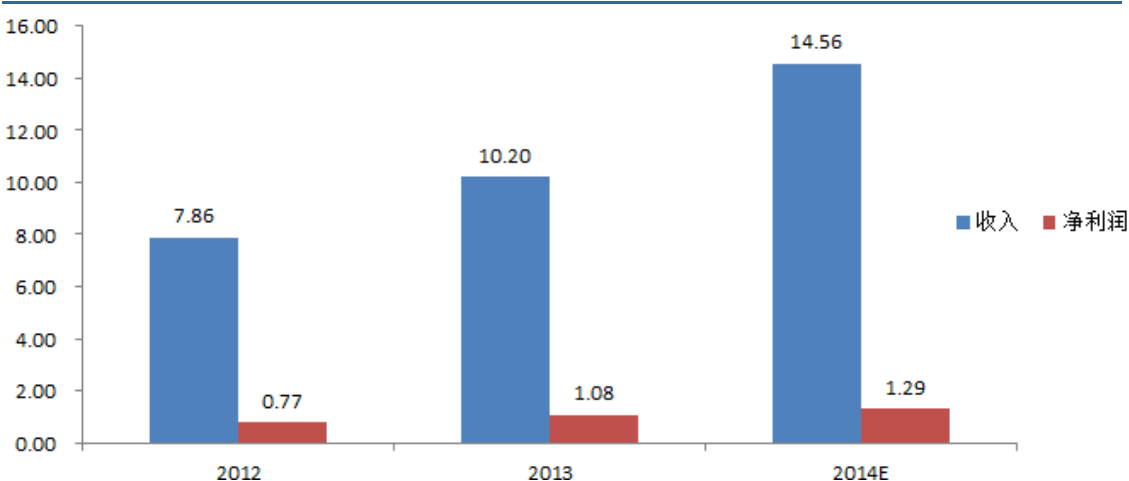
图表 3 联芯科技三年收入和净利润



资料来源：华创证券

大唐微电子：第二款芯片产品再获银联卡芯片产品安全认证。微电子 2013 年实现了业绩 40% 高增长，实现净利润 1.08 亿。2014 年社保卡、金融 IC 卡和移动支付卡将是启动的阶段，整个行业三到五年都是可以看到高速增长的。

图表 4 微电子三年收入和净利润



资料来源：华创证券

大唐电信跟随国外汽车电子芯片巨头恩智浦，弥补国内汽车电子芯片领域的空白。

大唐电信与业内技术领先的芯片制造商合作，通过组建合资公司的方式快速切入汽车电子领域，是一种科学的选择。

一方面有利于充分借鉴国外成熟的技术。作为全球领先的集成电路设计企业，恩智浦技术优势明显，专利布局广泛。合作有利于提升自身集成电路设计领域技术优势，增强公司核心竞争力，特别是模拟电路设计领域的技术实力。另外，合资公司将基于恩智浦在研产品继续开发，可缩短汽车电子芯片产品研发周期，抢得市场先机。另一方面有利于挖掘国际市场运作资源与经验。借助恩智浦与国外的汽车厂商和零部件厂商良好的合作关系，迅速切入汽车电子市场，进一步开拓合资公司的海外市场。通过合资公司设立，学习和借鉴恩智浦国际市场供应链管理体系，快速积累芯片设计产业运作流程经验

综上所述，我们认为公司随着自身资产负债结构发生改变，现金流量逐渐转好，财务费用下滑将带来利润直接的上升，同时公司本身业务处于一个快速上升阶段，我们预测公司2014、2015EPS 分别为 0.56、0.65 ，对应的估值为 30 倍、26 倍。

风险提示

1. 公司收购业务的整合风险：公司 2012 年之后连续进行多项收并购，并购进来的业务和现有业务之间的协同效应的体现还有待观察。
2. 公司自身财务结构难以好转。公司由于过去历史上出现连续两年的亏损，目前的历史包袱问题依然存在，每年预计有 1.3 亿左右支出与此有关。未来如果公司持续重组并购，这一问题有望得以解决，但也存在一定不确定性。
3. 管理体制的风险。公司目前是国有控股企业，管理层领导没有相应的股份，受制于国有体制的原因，工资水平短期也难以实现市场化，存在着管理层缺乏激励的风险。。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8181	8931	10909	12657
现金	1358	1810	2037	2332
应收账款	4316	3978	5109	6071
其它应收款	218	297	360	390
预付账款	617	812	1020	1171
存货	1423	1774	2076	2324
其他	249	261	307	369
非流动资产	2969	2710	2789	2816
长期投资	214	188	187	196
固定资产	804	729	649	567
无形资产	1030	1135	1203	1292
其他	921	658	751	762
资产总计	11149	11641	13699	15473
流动负债	7900	7536	8844	9631
短期借款	4738	3775	4676	4796
应付账款	1646	1654	2104	2394
其他	1515	2108	2064	2441
非流动负债	741	945	1101	1379
长期借款	500	617	822	1096
其他	241	328	279	283
负债合计	8641	8481	9945	11010
少数股东权益	201	214	229	247
股本	742	884	884	884
资本公积金	2314	2314	2314	2314
留存收益	-745	-249	329	1021
归属母公司股东权益	2308	2947	3525	4216
负债和股东权益	11149	11641	13699	15473

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-152	1324	-260	501
净利润	200	510	593	710
折旧摊销	323	272	289	300
财务费用	260	247	246	285
投资损失	-23	-18	-25	-22
营运资金变动	-1006	268	-1344	-769
其它	95	46	-18	-3
投资活动现金流	-858	-14	-334	-311
资本支出	857	0	0	0
长期投资	-43	-26	-1	10
其他	-44	-41	-336	-301
筹资活动现金流	1117	-858	821	105
短期借款	1411	-963	901	120
长期借款	500	117	206	274
普通股增加	0	142	0	0
资本公积增加	-15	0	0	0
其他	-779	-153	-286	-289
现金净增加额	104	452	227	295

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7915	9102	10923	12561
营业成本	6501	7282	8651	9923
营业税金及附加	29	31	41	45
营业费用	327	364	459	502
管理费用	662	728	983	1068
财务费用	260	247	246	285
资产减值损失	96	63	69	76
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	18	25	22
营业利润	64	405	500	684
营业外收入	203	250	260	238
营业外支出	1	2	2	1
利润总额	265	653	758	920
所得税	66	144	165	210
净利润	200	510	593	710
少数股东损益	44	13	15	18
归属母公司净利润	156	497	578	692
EBITDA	647	924	1035	1269
EPS（元）	0.21	0.56	0.65	0.78

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	28.0%	15.0%	20.0%	15.0%
营业利润	4296.5%	534.1%	23.5%	36.8%
归属母公司净利润	-7.9%	219.1%	16.4%	19.7%
获利能力				
毛利率	17.9%	20.0%	20.8%	21.0%
净利率	2.0%	5.5%	5.3%	5.5%
ROE	6.7%	16.9%	16.4%	16.4%
ROIC	3.8%	8.6%	7.9%	9.2%
偿债能力				
资产负债率	77.5%	72.9%	72.6%	71.2%
净负债比率	60.62%	52.63%	55.75%	53.88%
流动比率	1.04	1.19	1.23	1.31
速动比率	0.86	0.95	1.00	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.80	0.86	0.86
应收帐款周转率	2	2	2	2
应付帐款周转率	4.47	4.41	4.60	4.41
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.56	0.65	0.78
每股经营现金	-0.17	1.50	-0.29	0.57
每股净资产	2.61	3.33	3.99	4.77
估值比率				
P/E	82.08	30.65	26.33	22.00
P/B	5.53	5.16	4.32	3.61
EV/EBITDA	26	18	16	13

大智慧0825

大智慧0825

大智慧0825

华创证券机构销售通讯录

✕

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hczq.com
	翁 波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	Zhangchunhui@hczq.com
	梁岩涛	机构销售经理	010-66500807	liangyantao@hczq.com
广深	李 涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hczq.com
	张 娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hczq.com
	郭 佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	余 洋	机构销售经理	0755-83186870	yuyang1@hczq.com
	刘洪军	创新业务销售	0755-82027738	liuhongjun@hczq.com
上海	王维昌	机构销售副总监	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hczq.com
	熊 俊	机构销售经理	021-50157561	xiongjun@hczq.com

大智慧0825

大智慧0825

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558