

通信设备

大唐电信 (600198. SH) / 13.26 元

四大业务板块推动公司发展 重点关注移动互联网和芯片领域

事项

近期，我们对公司进行实地调研。

主要观点

1. 公司处于价值洼地，细分业务价值被市场低估。

公司的业务早期以通讯网络设备为主，2000年以后由于行业发生变化，公司开始多年出现亏损，并在2005、2006出现巨亏。公司随即进行战略调整，从核心网向用户端转移，2007年后持续盈利。公司目前以国内领先的芯片设计、软件与应用、终端设计和移动互联网为核心竞争力，面向政府、运营商、企业和消费者提供整体解决方案和服务，使公司成为细分行业综合领先的解决方案和服务提供商。

我们按照2013年预测的业绩，重点业务（芯片和移动互联网）的市值预估达到115-138亿，目前公司市值才100亿左右。并且公司业务之间是具有强协同效应，公司手机芯片研发能力（联芯科技），有效的提高公司手机终端的竞争力（优思通信，我们可以看到手机终端厂商自主研发芯片是趋势所在，华为、三星、苹果这些巨头大多是用自己的手机芯片），未来随着手机出货量的增加，可以通过公司移动互联网的业务进行很好的变现。

市场对公司的认知大多处于一个老国企硬件设备厂商的阶段，给公司的业绩估值偏低，随着公司在集成电路设计和移动互联网的业务被挖掘出来，公司的估值将得以修复。

2. 集成电路设计：大唐微电子和联芯科技前景看好。

集成电路行业受国家政策红利推动，未来几年将是高增长的趋势。公司未来集成电路业务将分为三大块：分别是大唐微电子、联芯科技和汽车电子。

大唐微电子主要生产智能卡芯片相关的业务，我们看好金融IC卡国产化和移动支付的爆发；联芯科技在国产终端芯片处于行业第一梯队，目前公司在tds的3G市场份额超过30%，公司的4G五模芯片有望明年上市；汽车电子的合资公司的未来发展方向立足于电源管理芯片。前期公司的产品将以销售恩智浦传统业务为主，同时我们预期公司在14年会有芯片新品上市，因此前两三年合资公司的盈利能力基本持平，业绩有望后续爆发。

3. 移动互联网：平台战略和手游齐头并进。

公司早期以新华瑞德为平台，从事移动互联网业务的开展；虽然公司目前的产品收入规模相对较低，但是公司几个创新产品市场好评较高。

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

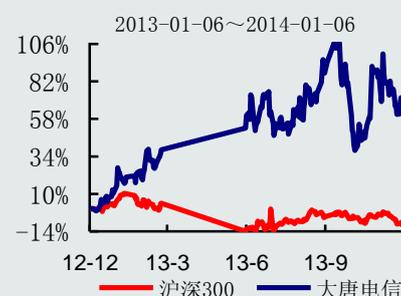
投资评级

投资评级： 推荐
 评级变动： 首次评级

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

要玩娱乐主要从事网页游戏运营和移动网络游戏的研发及发行业务，属于网页游戏运营商和移动网络游戏研发商及发行商。公司日前公告 16.8 亿收购要玩娱乐，65%以股份收的，发行了 1.02 亿股，（10.65 元/股），同时支付现金 5.8 亿元，其中 25% 股权增发募集资金 4.2 亿元，自有资金 1.6 亿元。要玩娱乐正在从手游的研发商走向发行商，要玩娱乐的业绩预计在 2014 年并进上市公司。

4. 公司高资产负债率的结构，促使公司进行资产重组改变自身结构。

我们可以看到公司处于一个资产负债率较高的状态，同时由于经营活动的现金流一直处于负的状态，迫使公司需要不断的借债维持运营，进而进一步让公司资产负债率上升。未来公司需要解决这个问题，降低资产负债率，大概率进行持续并购重组优化自身资产结构。

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 2013、2014 EPS 分别为 0.3、0.51，对应的估值为 44 倍、26 倍。首次给予推荐评级。

风险提示

1. 公司收购业务的整合风险。
2. 公司自身财务结构难以好转。

目录

一、 四大业务板块成形，市值有望突破。.....	5
1、大唐电信：我国国家科研院所改制上市的第一家股份制高科技企业	5
2、业务分拆后市值预估 115-138 亿.....	6
二、 集成电路设计：大唐微电子和联芯科技前景看好。.....	8
1、联芯科技：处于国内终端芯片产业第一梯队	8
2、大唐微电子：智能卡芯片传统强项	8
3、与恩智浦成立合资公司，进军汽车电子领域.....	9
三、 移动互联网：平台战略和手游齐头并进.....	10
1、新华瑞德：公司的移动互联网平台基地	10
2、要玩娱乐：从研发商走向发行商	10
四、 软件与应用领域：智慧城市是公司优势领域.....	12
五、 终端业务有望于移动互联网结合.....	12
六、 公司高资产负债率的结构，促使公司进行资产重组改变自身结构.....	13

图表目录

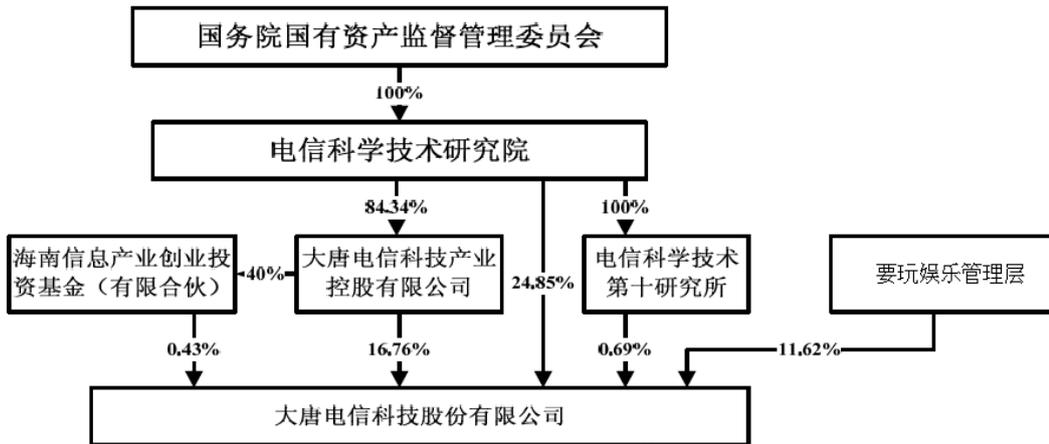
图表 1	公司股权结构图.....	5
图表 2	营业收入及增长率.....	5
图表 3	归属母公司股东的净利润及增长率.....	5
图表 4	公司收入构成.....	6
图表 5	公司毛利构成.....	6
图表 6	公司不同板块业务毛利率水平.....	6
图表 7	公司组织结构.....	7
图表 8	分业务市值预测.....	7
图表 9	大唐微电子产品发展历史.....	9
图表 10	手游产业链.....	11
图表 11	公司近几年收入情况.....	11
图表 12	要玩娱乐的业绩承诺.....	11
图表 13	公司软件应用的业务领域.....	12
图表 14	公司负债情况.....	13
图表 15	流动负债占总负债和短期借款在负债中比例.....	13
图表 16	财务费用率持续提升.....	14
图表 17	现金流量情况.....	14

一、四大业务板块成形，市值有望突破。

1、大唐电信：我国国家科研院所改制上市的第一家股份制高科技企业

大唐电信是我国国家科研院所改制上市的第一家股份制高科技企业。公司于 1998 年在北京海淀区注册成立，同年 10 月，“大唐电信”股票在上交所挂牌上市，目前公司的控股股东是电信科学技术研究院（大唐电信科技产业集团），大股东是国务院国资委管理的大型高科技中央企业，拥有无线移动通信、集成电路设计与制造、特种通信、战略性新兴产业和产业金融五大产业板块，多年来一直积极推动自主创新的 TD 产业化。

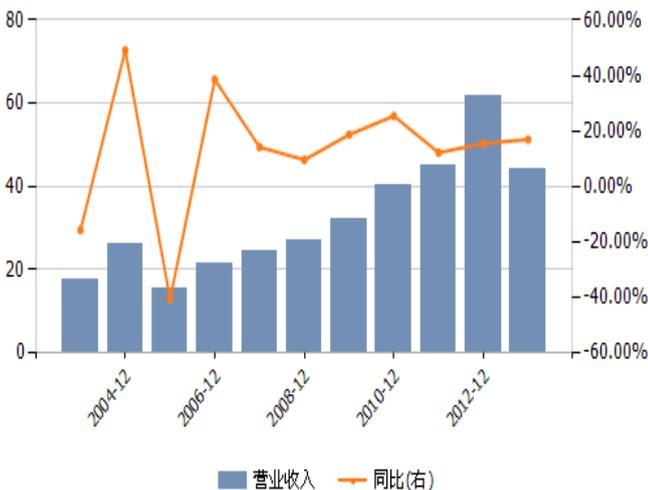
图表 1 公司股权结构图（要玩娱乐重组完成后）



资料来源：华创证券

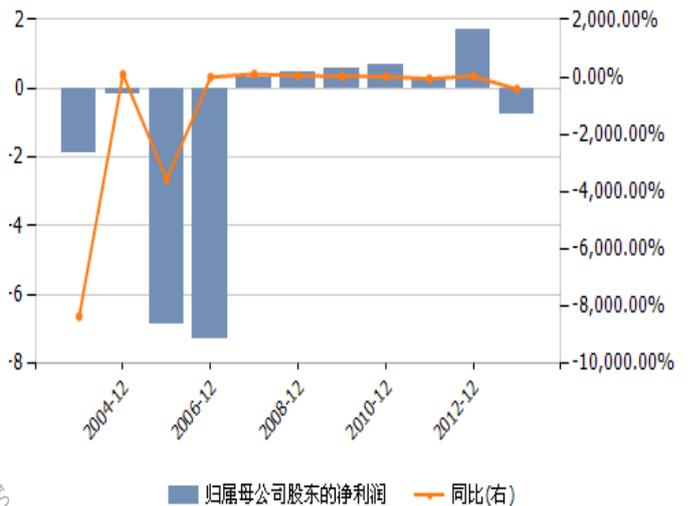
公司的业务早期以通讯网络设备为主，2000 年以后由于行业发生变化，公司开始多年出现亏损经营，并在 2005、2006 出现巨亏之后，盈利开始逐渐转好，但是由于过去投资产生的沉淀成本，给公司带来较重的历史包袱，目前公司因此而每年产生的相关的费用在 1.5 亿左右。公司今年前三季度业绩亏损一方面是因为今年营业外收入较去年下滑，另一方面今天收入增长过快，财务费用支出较大。

图表 2 营业收入及增长率



资料来源：华创证券

图表 3 归属母公司股东的净利润及增长率

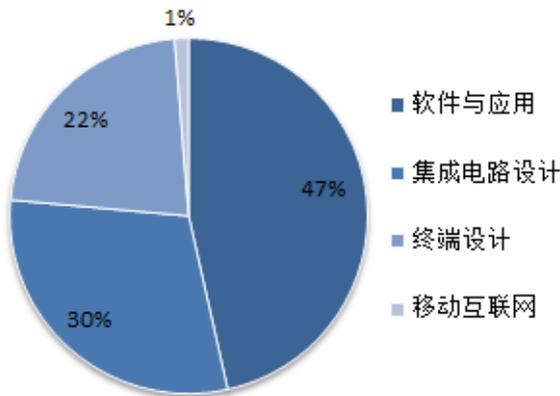


资料来源：华创证券

公司现在战略以国内领先的芯片设计与解决方案、软件服务、终端设计服务为核心竞争力，积极拓展增值业务与移动互联网业务，使公司成为细分行业综合领先的解决方案和服务提供

商。公司目前的四大业务板块基本成形，分别是：集成电路设计、软件与应用、终端设计和移动互联网业务。集成电路设计是公司目前盈利能力最强的部门。

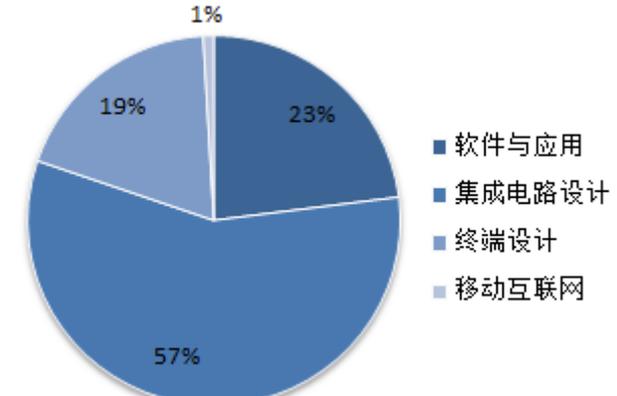
图表 4 公司收入构成



资料来源：华创证券

备注：（未考虑要玩并购的业绩）

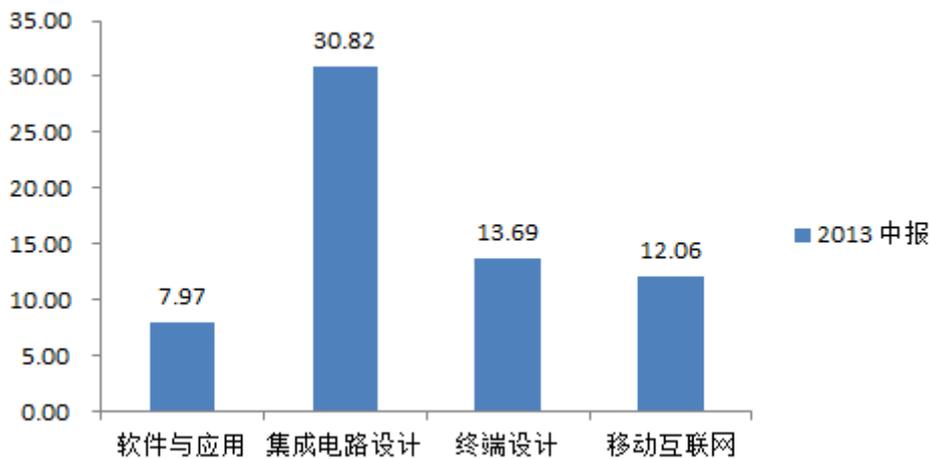
图表 5 公司毛利构成



资料来源：华创证券

备注：（未考虑要玩并购的业绩）

图表 6 公司不同板块业务毛利率水平

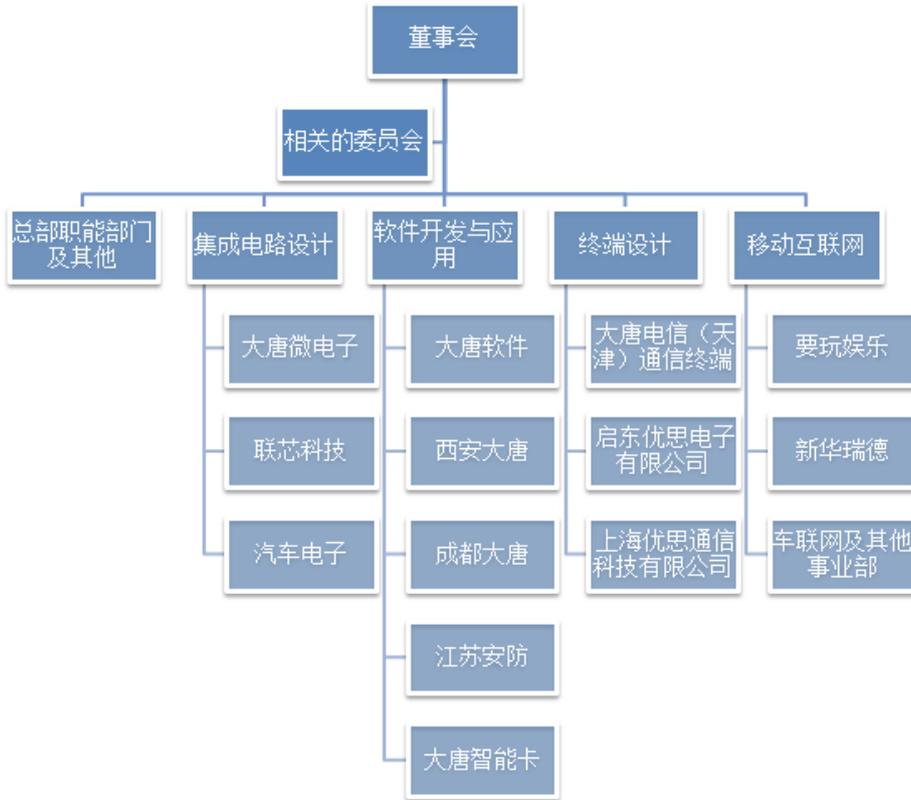


资料来源：华创证券

2、业务分拆后市值预估 115-138 亿

公司目前的四大业务板块成形，总公司主要以职能部门为主，业务部门结构清晰。

图表 7 公司组织结构



资料来源：华创证券

我们按照 2013 年预测的业绩，三大业务板块市值达到 115-138 亿。但是软件开发与应用目前亏损业务较多，市值无法估测，如果该领域业务得以好转，公司市值有望新突破。特别值得关注的是公司业务之间的协同效应，公司具有较强的手机芯片研发能力，有效的提高公司手机终端的竞争力（我们可以看到手机终端厂商自主研发芯片是趋势所在，华为、三星、苹果这些巨头大多是用的自己手机芯片），未来随着手机出货量的增加，可以通过公司移动互联网的业务进行很好的变现。

但是我们也要考虑到目前因为历史问题产生的贷款利息每年约 1.3 亿，总贷款预计在 21 亿左右，需要扣除这部分的影响。

图表 8 分业务市值预测

		集成电路设计			
净利润	2012.00	2013 上半年	2013E	预估市值	
大唐微电子技术有限公司	0.77	0.57	0.92	30-35	
联芯科技有限公司	1.46	0.02	1.50	40-45	
终端业务					
净利润	2012.00	2013 上半年	2013E	预估市值	
上海优思通信科技有限公司	0.80	0.19	0.90	10-18	
大唐电信（天津）通信终端	(0.14)	(0.06)	(0.15)		
移动互联网					
净利润	2013E	2014E	预估市值		
要玩娱乐	1.29	1.66	35-40		
新华瑞德	0.03	0.10			

资料来源：华创证券

图表 9 可对比公司市值和估值

芯片企业	市值 (亿)	2013 年 PE
同方国芯	151	54
游戏企业	市值 (亿)	2013 年 PE
梅花伞	47	60

资料来源：华创证券

二、集成电路设计：大唐微电子和联芯科技前景看好。

基于国家和产业的安全高度以及产业自身发展壮大要求来说，国家近年来不断加大对集成电路产业的政策扶持力度。早在 2000 年 6 月，国务院颁布了《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》(简称“18 号文”)；2011 年 2 月，国务院又颁布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》，支持集成电路企业做大做强的思路尤为突出。尤其是“十二五”时期，国家科技重大专项的持续实施，发展战略性新兴产业的新要求，将推动集成电路核心技术突破，持续带动集成电路产业的大发展。近期国务院副总理马凯也对整个集成电路产业进行了集中调研，我们判断后续利好行业的政策会不断释放。而在集成电路产业中含氧量较高的设计领域更是重点值得关注的方向。

1、联芯科技：处于国内终端芯片产业第一梯队

公司是大唐电信科技产业集团的核心企业之一，秉承大唐电信集团在 TD-SCDMA、TD-LTE 领域的核心技术及专利的积极成果，十余年专注于 TD-SCDMA 及 TD-LTE 的终端核心技术研发与应用。

公司在移动终端芯片方面，双核智能芯片 LC1810/1811 实现了与国内多个知名大客户项目入库量产，保持领先的市场份额；四核智能芯片 LC1813 完成量产样片测试，研发工作稳步推进；LTE 芯片 LC1761 参加中移动扩大规模外场测试；TD 测试终端、测试模板依然保持市场优势地位；TD MODEM 芯片成功占据中移动 3G 数据终端市场主要份额。

公司在 3G TDS 时代芯片份额约占 20% 左右，处于行业领先地位。在 4G 产品的准备上，公司也是前期做了大量的研发投入，目前 28nm 的产品已经在台积电流片了，是按照之前中国移动五模来设计的，明年可以投向时间，但是具体时间难以确定。目前公司的 LTE 数据卡的芯片已经可以量产，但是并没有赶上中国移动第一批招标节奏，后续有望进入采购序列。

联芯科技 2012 年收入规模 9.5 亿，净利润达到 1.46 亿，2013 年上半年收入 5.21 亿，净利润 0.02 亿。由于公司业绩确认多在下半年，全年的毛利率水平有望回到正常水平。

2、大唐微电子：智能卡芯片传统强项

公司成立于 2001 年，其前身为原邮电部电信科学技术研究院集成电路设计中心，拥有雄厚的集成电路设计能力，提供各种行业应用及综合性解决方案。

目前在安全芯片业务方面，金融 IC 卡芯片获得国际银行卡标准化组织 (EMVCo) 安全认证，通过国内银联卡检测中心的全部 31 项安全预测试，安全设计水平、安全管理体系均达到了国际水平；金融社保卡模块在多个省份获得理想份额；二代证模块升级产品通过工信部的产品鉴定。二代证读卡器 SAM 芯片已通过小批量试产，有线电视 CAM 芯片正积极进行市场拓展。

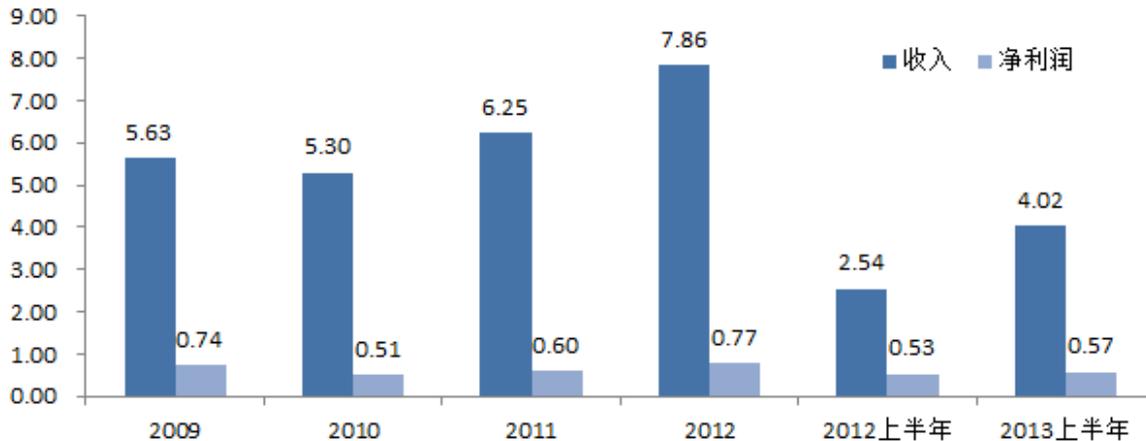
图表 10 大唐微电子产品发展历史



资料来源：华创证券 公司网站

公司目前传统的业务是二代身份证，每年出货量在 2500 万左右，社保卡是公司的强势业务，约占整个市场的 50% 以上的水平，全年发货量超过 5000 万张，明年有望达到 6000 万的水平。公司的增量市场：金融 IC 卡芯片的国产化，目前公司已经在部分商业银行进行积极的试点。

图表 11 大唐微电子近几年收入和利润



资料来源：华创证券 公司公告

3、与恩智浦成立合资公司，进军汽车电子领域

日前，公司公告合资公司业务定位于新能源汽车和传统汽车电源管理和驱动及新能源相关的半导体领域，其注册地点为江苏省南通市如东县。合资公司注册资本 2000 万美元，其中公司现金出资 1020 万美元，持股比例 51%，恩智浦现金出资 980 万美元，持股比例 49%。合资公司设立后，有助于公司完善集成电路设计产业产业结构，有助于公司拓展汽车电子这一新兴领域，有助于提升集成电路设计产业的运营管理经验。

合资公司的未来发展方向立足于电源管理芯片。前期公司的产品将以销售恩智浦传统业务为主，同时我们预期公司在 14 年会有芯片新品上市，因此前两三年合资公司的盈利能力基本持平，业绩有望后续爆发。

三、移动互联网：平台战略和手游齐头并进

1、新华瑞德：公司的移动互联网平台基地

公司早期以新华瑞德为平台，从事移动互联网业务的开展。成立于 2010 年 9 月，隶属于大唐电信科技股份有限公司，是大唐电信与新华社战略合作成立的，面向民生服务领域从事数字内容传播和网络文化交易的移动互联网服务公司。公司通过“一站式云平台服务”的业务模式，相继推出了“新华频媒”新媒体服务、“IME”教育行业即时通信服务、“教育通”教育资源分享服务、“妈咪 100 分”妇幼保健咨询服务、“FansPhone”明星互动服务平台和定制终端、“CCTV 财吧”证券信息服务、“新华舆情”全媒体舆情监测服务等系列业务产品，形成了基于移动互联网的多行业内容分享和交易的业务服务体系。虽然公司目前的产品收入规模相对较低，但是公司几个创新产品市场好评较高。2012 年公司移动互联网业务收入 0.64 亿，净利润约 0.02 亿；2013 年上半年公司收入约 0.33 亿，处于微亏状态

(1) 利用教育部信息中心全国老师信息的资源优势，打造即时通讯服务

2013 年 11 月新华瑞德与教育部信息中心合作开发的“教育即时通信支撑服务平台” IME 开始在教育部系统部署，标志着我司成功进入垂直行业的移动社交产品领域。该产品的用户群将覆盖部、省、市、县各级教育行政机构，以及 40 万中小学等教育机构，为全国 2000 多万中小学教师和教育管理者提供社交化的即时通信服务

(2) 首创粉丝手机模式“FansPhone”

2013 年 10 月：新华瑞德推出首款 FansPhone 明星定制手机——庚 Phone，采用 C2B 产业链研制模式为韩庚打造的个人深度定制手机。韩庚及其经纪团队参与了系统 rom 层、客户端应用等研发过程，合作定制了从开关机、解锁、铃声、日历到个人中心、论坛、开放商城等多项专属定制服务，力求为今后长期的内容更新和服务提供的后台支撑，将专属服务直接送达“庚 phone”的用户手上。这一研发过程形成了手机“需求—设计—开发—生产”的 C2B 完整产业链。

庚 Phone 的推出在市场上引起强烈反响，艺人韩庚个人定制手机“庚 Phone”在亚马逊独家首发，首批为 5000 台的限量黄色版本，售价为 2780 元，三天内就全部售罄。商业模式的创新寻找到新的市场机遇。

(3) 大唐创新港成立：孵化平台

2013 年 12 月：大唐创新港移动互联创新创业孵化平台被海淀区政府认定为“海淀区文化科技孵化器”，成为海淀区首批被认定的孵化器。大唐创新港运营模式得到政府的高度认可和支持。大唐创新港——移动互联创新创业孵化平台将采用“一体两翼三阶段”的发展模式，以新华瑞德数字内容云服务平台为主体，以投融资服务和实体园区服务为两翼，重点孵化资源型垂直行业移动互联网应用项目，通过“规模化、集群化、开放化”三个阶段，打造可协同的垂直行业移动互联网产业群。

2、要玩娱乐：从研发商走向发行商

要玩娱乐主要从事网页游戏运营和移动网络游戏的研发及发行业务，属于网页游戏运营商和移动网络游戏研发商及发行商。公司日前公告 16.8 亿收购要玩娱乐，65%以股份收的，发行了 1.02 亿股，(10.65 元/股)，同时支付现金 5.8 亿元，其中 25%股权增发募集资金 4.2 亿元，自有资金 1.6 亿元。

要玩娱乐成立于 2009 年 12 月，设立之初主要从事网页游戏的研发及运营。要玩娱乐自主研发了多款网页游戏，并通过自有游戏平台进行自有游戏和代理游戏的网页运营模式，为网

页游戏玩家及研发商提供专业的游戏平台支持服务。同时，对于自有游戏和取得独家代理权的网页游戏，公司再授权与其他第三方游戏平台运营商联合运营。通过自身不断地探索，要玩娱乐积累了丰富的游戏研发经验，并组建了一支 200 多人的专业研发团队。借助自主研发以及代理运营游戏产品的质量和品牌，并通过与百度等主要市场合作伙伴长期稳定的合作关系，建立多元化的游戏推广渠道，2013 年 1-7 月，要玩游戏平台（yaowan.com）累计实现收入 1.7 亿元以上，要玩娱乐成功的将要玩游戏平台打造成了国内知名的网页游戏运营平台，提升了公司的市场影响力。

与网页游戏行业主要由研发商、运营商和游戏玩家构成的产业链不同，手机游戏市场主要参与者为研发商、发行商、平台商以及游戏玩家，其他参与者包括内容资源提供商、支付渠道服务商、游戏媒体等。

图表 12 手游产业链



资料来源：华创证券 公司公告

手游的研发商都在积极向手游的发行商切入，行业发展的大势所趋。从 2013 年开始，要玩娱乐开始进入手游发行领域，即代理发行其他手游研发商研发的游戏产品，截至 2013 年 9 月，要玩娱乐已有《召唤世界》、《天诛 OL》、《龙城》等 8 款代理手游发行上线并形成收入。

图表 13 公司近几年收入情况

单位：万元

业务类型	2013 年 1-7 月		2013 年 1-3 月		2012 年度		2011 年度		
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例	
网页游戏收入	自主运营收入	19,029.58	62.70%	8,070.04	65.16%	22,055.74	85.95%	16,787.56	98.16%
	联合运营收入	3,763.20	12.40%	1,848.89	14.93%	1,630.71	6.35%	139.44	0.82%
	其他	397.25	1.31%	196.44	1.59%	109.61	0.43%	175.03	1.02%
移动网络游戏收入	自主运营收入 [注 1]	6,793.96	22.39%	2,138.19	17.26%	1,865.23	7.27%	-	-
	联合运营收入 [注 2]	364.90	1.20%	131.69	1.06%	-	-	-	-
合计	30,348.89	100.00%	12,385.24	100.00%	25,661.41	100.00%	17,102.03	100.00%	

注1：移动网络游戏自主运营收入指要玩娱乐将自有手机游戏通过 App Store、Google Play 等手游平台在全球发行并负责游戏上架后的全部运营工作所取得的收入。
注2：移动网络游戏联合运营收入指要玩娱乐将自有手机游戏外放给其他手游发行商进行发行上线和运营，要玩娱乐负责提供技术支持等服务所取得的分成收入。

资料来源：华创证券 公司公告

要玩娱乐在本次收购过程中也进行了业绩承诺，在收购过程中明确提出如果本次交易在 2014 年内完成的话，业绩补偿会自动延伸到 2016 年。从目前的进展来看，要玩娱乐的收购大概率在 2014 才得以完成。

图表 14 要玩娱乐的业绩承诺

年度	2013	2014	2015	2016
预测净利润	1.29	1.66	2.03	2.37

资料来源：华创证券 公司公告

四、软件与应用领域：智慧城市是公司优势领域

公司在智慧城市方面取得重大突破，入围住建部第一批智慧城市的试点，并与清华同方签订战略合作协议。在智慧农业方面，聚集农业生产信息、农业经营和农业信息服务，在重点省份已达成初步合作意向。在智慧教育方面，积极拓展市场份额，取得市场突破，为进一步拓宽教育领域市场打下坚实的基础。在智能交通方面，LTE 车载无线网关进入成都移动，成功规模部署成都公交集团 LTE-FI 项目。在智慧旅游方面，树立国内“智慧旅游”典范城市，为进一步拓展市场打下基础。在金融智能卡业务领域，成功入围中国农业银行总行 2013 年重点项目，顺利通过国际万事达组织的认证审核；居民健康卡、居住证等市场开拓取得一定进展；在运营商业务方面，继续巩固和拓展移动支付市场地位，新一代时频同步产品入围多个省份，市场份额、品牌影响力不断扩大。在车联网业务方面，完成车载终端产品全部功能测试。

图表 15 公司软件应用的业务领域



资料来源：华创证券 公司网站

公司在软件收入业务板块规模较大，但是毛利率相对偏低。主要是受通信设备这些传统业务亏损的影响，西安的交换机厂商和成都的光通信厂商目前盈利能力均偏弱。我们预计 2014 年公司的业务发展将更见健康，毛利率有望提升至 20%。

五、终端业务有望于移动互联网结合

在终端产品方面，推出多款智能手机和数据终端并实现量产；TD-LTE 集采 MIFI 项目成功入围，军警专用终端和行业专用终端取得进展；社保养老金领取生存认证项目完成试点测试并将进一步推广。终端设计方面，智能手机覆盖 3 种 3G 制式实现量产；海外市场取得进一步突破，成功进入印度、越南等一线品牌运营商客户，并与南美的运营商开展合作。公司未来将重点考虑现有终端业务和移动互联网业务的结合，打造协同效应。

公司在终端销售策略上，积极拥抱互联网。目前公司已经与 360 深度合作，推出多款 360 特供机，借助 360 的流量平台进行全国销售。我们可以看到在 360 特供机的商店的首页首要位置重点推优思的终端。

图表 16 360 特供机



资料来源: 华创证券 公司网站

六、公司高资产负债率的结构，促使公司进行资产重组改变自身结构

从大唐电信三季报分析中发现，大唐电信的负债率高达 77.98%，且连续数年维持这种高负债比例。（通过收购要玩娱乐有望下降到 60%左右），流动比率和速度比率也处于一个相对不乐观的状态。

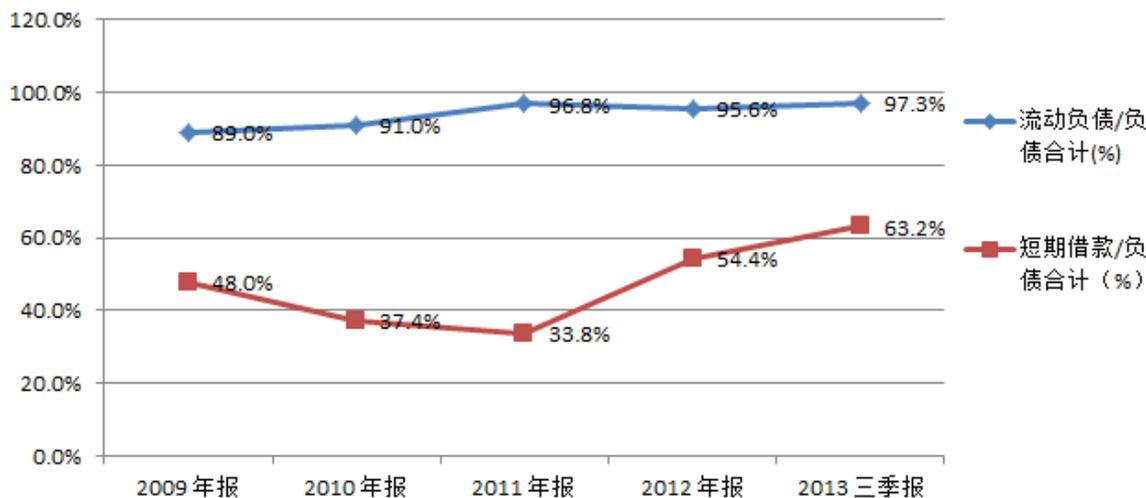
图表 17 公司负债情况

	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012 年报	2013 三季报
流动比率	1.07	1.05	1.00	1.05	0.98
速动比率	0.76	0.73	0.76	0.82	0.74
资产负债率 (%)	79.47	82.57	86.08	72.25	77.98

资料来源: 华创证券 公司公告

在负债中流动负债占比常年处于一个高位的状态，近几年这一比例还处于一个不断提升的过程。观察这几年流动负债的构成，可以发现短期借款的占比是不断的提高，公司在今年三季度短期借款达到 50 亿的规模。

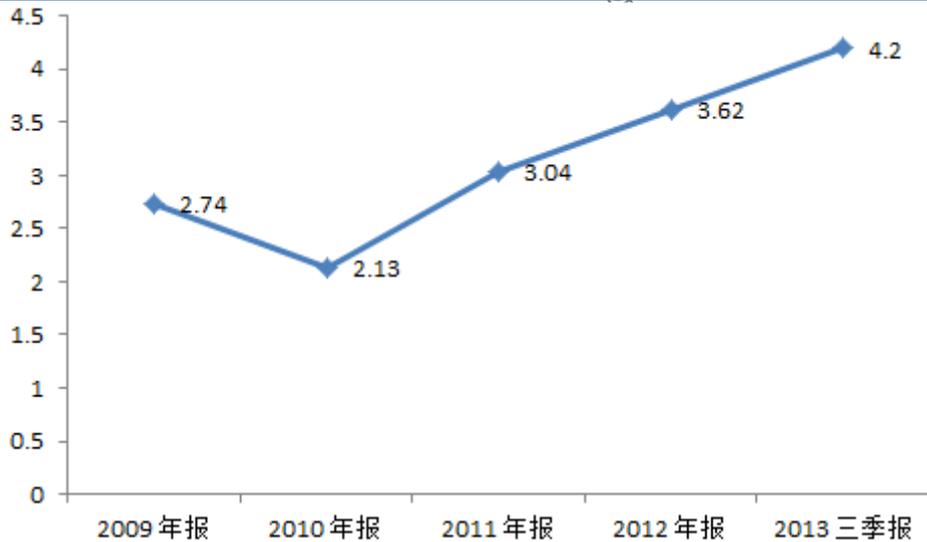
图表 18 流动负债占总负责和短期借款在负债中比例



资料来源: 华创证券 公司公告

公司之所以短期借款的需求强烈，一方面是公司经营业务的不断壮大，另一方面是公司 2000 年左右持续亏损的历史包袱存在，公司的财务费用率一直高位运行，同时公司的经营性现金流一直为负，资金处于相对紧张的状态。

图表 19 财务费用率持续提升



资料来源：华创证券 公司公告

图表 20 现金流量情况

单位：亿	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年三季度报
经营活动现金净流量	2.67	-0.17	-3.75	-1.17	-5.05
投资活动现金净流量	-0.41	-1.08	-2.66	-7.13	-6.29
筹资活动现金净流量	-2.09	1.48	7.75	8.56	10.14

资料来源：华创证券 公司公告

根据上面分析我们可以看到公司处于一个资产负债率较高的状态，同时由于经营活动的现金流一直处于负的状态，迫使公司需要不断的借债维持运营，进而进一步让公司资产负债率上升。未来公司需要解决这个问题，降低资产负债率，大概率进行并购重组优化自身资产结构。

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 2013、2014 EPS 分别为 0.3、0.51，对应的估值为 44 倍、26 倍。首次给予推荐评级。

风险提示

1. 公司收购业务的整合风险。
2. 公司自身财务结构难以好转。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6114	6695	7940	9563
现金	1169	1447	1719	2012
应收账款	2603	2743	3356	4071
其它应收款	239	233	308	365
预付账款	652	595	720	885
存货	1301	1590	1724	2061
其他	151	88	112	170
非流动资产	2353	1984	2080	2230
长期投资	157	139	153	150
固定资产	682	648	576	485
无形资产	686	767	892	1088
其他	827	430	460	507
资产总计	8467	8679	10020	11793
流动负债	5849	5900	6693	7848
短期借款	3327	2945	3357	4113
应付账款	1260	1056	1248	1612
其他	1261	1899	2088	2123
非流动负债	269	135	81	62
长期借款	0	-50	-117	-156
其他	269	185	198	217
负债合计	6118	6035	6773	7909
少数股东权益	181	256	324	412
股本	742	742	844	844
资本公积金	2329	2329	2329	2329
留存收益	-901	-681	-249	301
归属母公司股东权益	2168	2388	2922	3472
负债和股东权益	8467	8679	10020	11793

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-117	698	222	127
净利润	222	294	501	637
折旧摊销	236	196	217	235
财务费用	224	154	143	166
投资损失	-35	-19	-21	-25
营运资金变动	-807	158	-630	-907
其它	45	-85	12	21
投资活动现金流	-713	145	-289	-355
资本支出	711	0	0	0
长期投资	75	-18	14	-3
其他	73	127	-275	-358
筹资活动现金流	856	-566	340	521
短期借款	1853	-382	412	757
长期借款	0	-50	-67	-39
普通股增加	303	0	102	0
资本公积增加	959	0	0	0
其他	-2259	-134	-107	-197
现金净增加额	29	278	273	292

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6183	7574	8711	10453
营业成本	5056	5794	6446	7735
营业税金及附加	26	53	51	60
营业费用	275	545	627	732
管理费用	592	795	976	1150
财务费用	224	154	143	166
资产减值损失	47	44	46	46
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	35	19	21	25
营业利润	-1	207	442	589
营业外收入	277	165	185	209
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	273	371	626	797
所得税	51	77	125	159
净利润	222	294	501	637
少数股东损益	53	74	69	88
归属母公司净利润	169	220	432	550
EBITDA	458	557	802	990
EPS (元)	0.23	0.30	0.51	0.65

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	36.8%	22.5%	15.0%	20.0%
营业利润	-108.8%	14168.8%	113.5%	33.2%
归属母公司净利润	581.8%	30.4%	96.0%	27.3%
获利能力				
毛利率	18.2%	23.5%	26.0%	26.0%
净利率	2.7%	2.9%	5.0%	5.3%
ROE	7.8%	9.2%	14.8%	15.8%
ROIC	3.8%	6.8%	9.5%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	72.3%	69.5%	67.6%	67.1%
净负债比率	55.48%	49.17%	49.26%	51.03%
流动比率	1.05	1.13	1.19	1.22
速动比率	0.82	0.87	0.93	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.88	0.93	0.96
应收帐款周转率	3	3	3	3
应付帐款周转率	5.57	5.00	5.60	5.41
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.30	0.58	0.74
每股经营现金	-0.16	0.94	0.30	0.17
每股净资产	2.92	3.22	3.94	4.68
估值比率				
P/E	57.62	44.19	25.64	20.14
P/B	4.49	4.07	3.79	3.19
EV/EBITDA	26	22	15	12

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@hcqz.com
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcqz.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcqz.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcqz.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	Zhangchunhui@hcqz.com
	欧子辰	机构销售经理	010-66500807	ouzichen@hcqz.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcqz.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcqz.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyi@hcqz.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hcqz.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hcqz.com
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	yuyang1@hcqz.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcqz.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcqz.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcqz.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcqz.com
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	xiongjun@hcqz.com
北京、上海	刘小玄	创新业务销售总监	010-66500807 021-50495936	liuxiaoxuan@hcqz.com

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,需在允许的范围内使用,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