

通信设备

大唐电信 (600198. SH) / 13.94 元

转型步入正轨，集成电路和游戏成为业务发展重点

独到见解

大唐电信转型已经步入正轨，等待未来业绩的爆发。公司从重资产型业务转向轻资产型业务，从系统设备行业转向个人消费领域，我们预期 2014 年公司的盈利来源 90% 以上将来自于集成电路芯片和移动互联网业务，根据之前公司收购标的 2014 年的业绩承诺总和已经达到了 5.29 亿，我们按照目前集成电路和游戏行业的平均估值计算，预测公司合理市值水平应为 180 亿。

投资要点

1、从核心网设备业务走向消费电子和移动互联网领域

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。在经过四五年时间的准备之后，基本完成了现在四大业务板块的雏形：集成电路设计、软件开发与应用、终端设计和移动互联网业务部门。过去几年的业绩显示公司的转型道路已经步入正轨。

我们可以看到 2012 年以后公司的收并购动作不断，我们预期未来并购重组在公司将会持续，不断扩展公司的业务规模，进而调整公司的资产负债结构。

2、集成电路：政策扶持带动行业需求爆发，大唐微电子和联芯科技位于芯片行业第一梯队，汽车电子未来空间巨大

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：分别是联芯科技、大唐微电子和汽车电子。

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 市场份额约为 20%，公司的 LTE 五模芯片有望 14 年上市。公司占有 80% 以上军用终端芯片市场份额，未来随着国防信息化投资的加大，市场有望放量。2014 年业绩承诺 2.08 亿。

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业务的爆发，社保卡今年出货量有望达到 6000 万张，每年业绩有望实现 30% 以上的增长。

汽车电子：与恩智浦成立合资公司，弥补国内汽车电子芯片领域的空白。恩智浦首先提供成熟的产品（车能调节器芯片，目前国内市场份额超过 60%）放入合资公司，以保证合资公司前期的正常运作，预期 2014 年合资公司就有新的研发产品问世。

3、移动互联网：游戏和资源垂直型平台业务是公司发展的重点

我们看好要玩未来的业务发展，基于对行业的乐观判断，我们认为未来要玩的业绩有望超过之前承诺的规模。

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

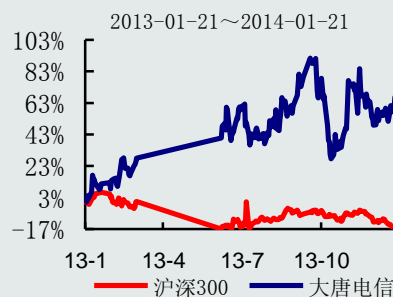
投资评级： 推荐

评级变动： 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

《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》 2014-01-07

要玩未来的看点：页游行业继续保持良好的增长；多款代理的手游有望流水过千万；收入50%以上的增长，业绩有望超预期；一款手游有望上微信的平台。

新华瑞德：定位于资源型移动互联网开放平台。公司目标是通过“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，力争成为国内领先的资源型移动互联网开放平台服务商，主要集中力量在资源型业务上。公司目前在教育和妇幼保健上业务已经有所突破。

4、2014 年多项 30%以上增速、净利润过亿的业务撑起 180 亿市值

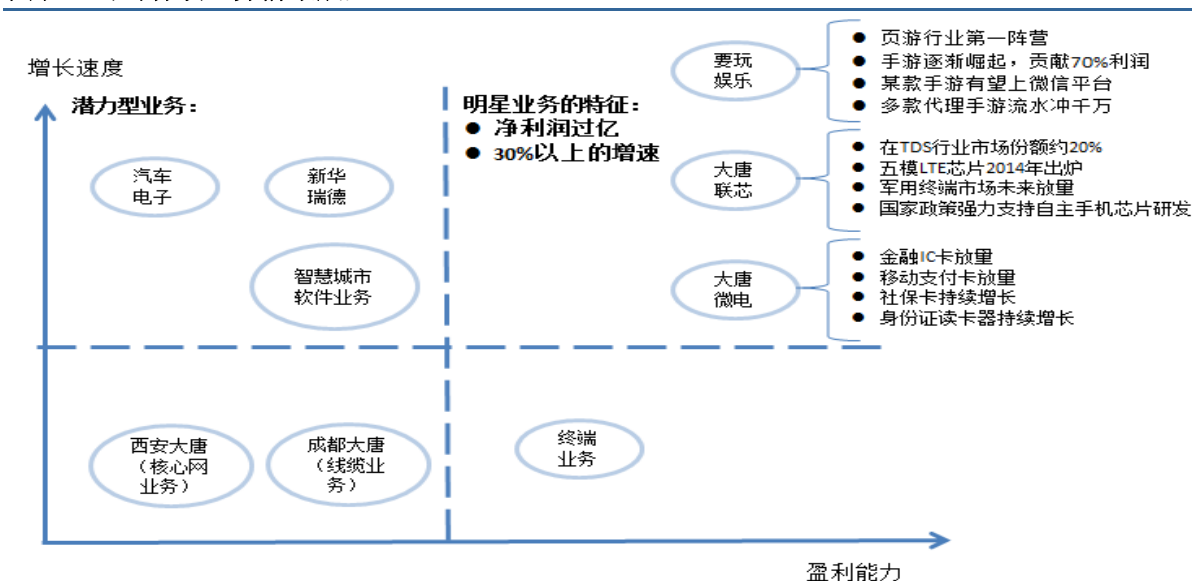
公司目前四大业务板块基本成形，近一半收购的公司具有业绩承诺。2014 年业绩承诺的利润总和达到 5.29 亿。我们按照集成电路芯片行业给予 28 倍估值，移动互联网业务给予 30 倍的估值测算，总市值应该为 180 亿。目前公司价值可能被市场所低估。

图表 公司估值

板块	公司	业绩承诺 与否	2013E	2014E	2015E	预估市值 (亿)
集成电路	大唐微电子有限公司		0.92	1.29		36
	联芯科技有限公司	承诺利润	1.74	2.08	2.31	58
	汽车电子			0	0.1	2
软件应用	大唐软件技术股份有限公司		0.15	0.50		15.0
	大唐（成都）信息技术有限公司		0.01	0.01		
	西安大唐电信有限公司		-0.16	0.10		
	江苏安防科技有限公司	承诺利润	0.55	0.60		
终端	上海优思通信科技有限公司	承诺利润	0.78	0.85	0.92	9.0
	启东优思电子有限公司	承诺利润	0.10	0.11	0.11	
	大唐电信（天津）通信终端制造		0.01	0.01		
移动互 联网	北京新华瑞德电子		0.02	0.10		60.0
	要玩娱乐	承诺利润	1.29	1.66	2.03	
总计						180.0

资料来源：华创证券

图表 公司各项业务前景展望



资料来源：华创证券

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 0.29、0.57，对应的估值为 49 倍、25 倍。维持推荐评级。

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。

目 录

一、	大唐电信：从核心网设备业务走向消费电子和移动互联网.....	6
二、	集成电路：政策扶持带动行业需求爆发，大唐微电子和联芯科技位于芯片行业第一梯队。 7	
	1、集成电路芯片：国家政策强力支持，企业规模众多但单个体量都较小的局面正在发生改变.....	7
	2、联芯科技：国内屈指可数的手机芯片研发厂商，未来资本层面的产业整合是大势所趋.....	8
	3、大唐微电子：专注于安全芯片，金融 IC 卡和移动支付带来业绩弹性	10
	4、汽车电子：与恩智浦成立合资公司，弥补国内汽车电子芯片领域的空白	11
三、	移动互联网：游戏和资源垂直型平台业务是公司发展的重点.....	12
	1、要玩娱乐：网页游戏运营商和移动网络游戏研发商及发行商	12
	2、新华瑞德：定位于资源型移动互联网开放平台	15
四、	软件与应用领域：国内最早的专业化独立软件厂商.....	16
五、	终端业务：背靠 360，开启电商模式.....	17
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.....	18
七、	多项净利润过亿，30%以上增速业务撑起 180 亿市值.....	20

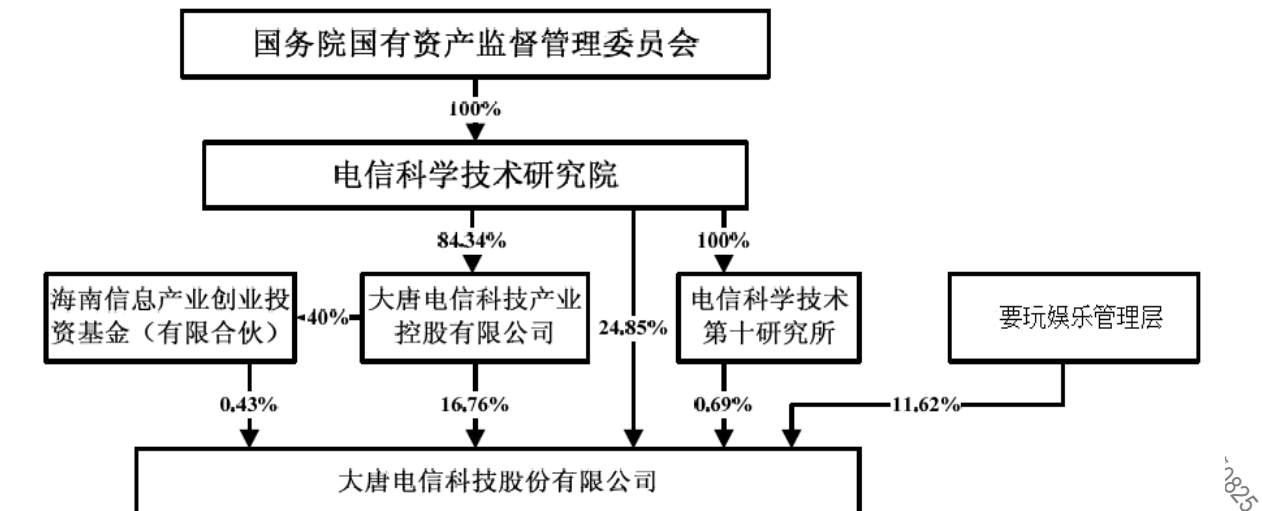
图表目录

图表 1	公司股权结构图.....	6
图表 2	公司业务架构.....	6
图表 3	芯片设计是电子产业的关键环节.....	7
图表 4	芯片设计领域企业.....	8
图表 5	TDS 芯片的市场格局.....	9
图表 6	TD-LTE 占收比.....	9
图表 7	联芯科技的业绩承诺:.....	10
图表 8	大唐微电子产品发展历史.....	10
图表 9	大唐微电子未来业绩看点.....	11
图表 10	大唐微电子近几年收入和利润.....	11
图表 11	要玩娱乐在网页游戏产业链中的位置.....	12
图表 12	要玩娱乐在行业中的地位(选择 2013 年的时间段).....	13
图表 13	手游产业链.....	13
图表 14	要玩娱乐在手游产业链中的位置.....	14
图表 15	要玩娱乐的业绩承诺:.....	14
图表 16	妈咪 100 分.....	16
图表 17	大唐软件发展历程.....	16
图表 18	大唐软件的组织架构体系.....	17
图表 19	上海忧思和启东忧思业绩承诺.....	18
图表 20	360 特供机.....	18
图表 21	公司负债情况.....	18
图表 22	流动负债占总负债和短期借款在负债中比例.....	19
图表 23	财务费用率持续提升.....	19
图表 24	现金流量情况.....	19
图表 25	公司估值.....	20
图表 26	公司各项业务前景展望.....	20

一、大唐电信：从核心网设备业务走向消费电子和移动互联网领域

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。符合国家混合所有制经济改革的条件。同时，公司是国资委直属的央企，目前股权结构相对清晰，未来有望获得试点资格。

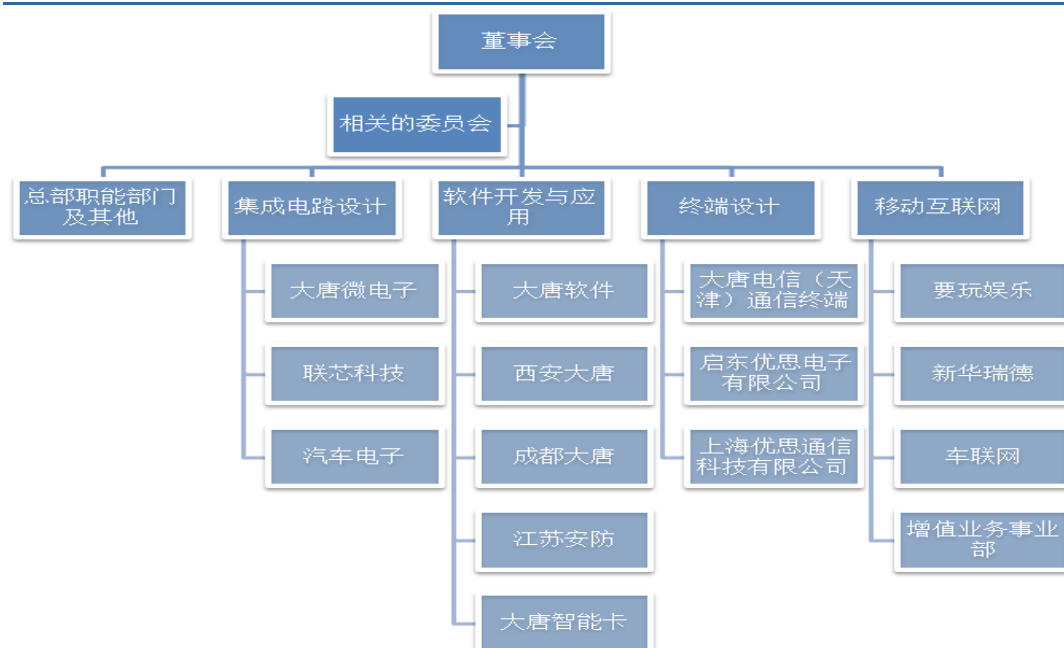
图表 1 公司股权结构图



党的十八届三中全会《决定》指出，要积极发展混合所有制经济：“允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。”未来公司有望受益于改革红利。

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。在经过四五年时间的准备之后，公司在2012年底开始进行多次并购重组，基本完成了现在四大业务板块的雏形：集成电路设计、软件开发与应用、终端设计和移动互联网业务部门。

图表 2 公司业务架构



资料来源：华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210号

公司 2006 年确立的战略方针：从核心网向用户端转移

在业绩出现巨亏之后，公司管理人员也做了调整，并确立新的公司战略方向：从核心网向用户端转移。首先保留了大唐微电子和大唐软件等优质产业，其他交换和设备等公司大规模处理掉。同时利用上市公司的平台优势和大股东集团的支持，公司进行了一系列的并购重组，以此实现资产的优化。我们可以看到 2012 年以后公司的收并购动作不断，我们预期未来并购重组在公司将会持续，不断扩展公司的业务规模，进而调整公司的资产负债结构。

- 2012 年，公司 16.2 亿收购 99.38% 联芯科技的股权，进军手机芯片领域
- 2012 年，公司 2.1 亿收购了上海忧思 49% 的股权，并陆续控股至 100%
- 2012 年，公司 1.27 亿收购江苏安防科技，为软件业务板块添加新的业务范围
- 2013 年，公司 16.8 亿收购要玩娱乐 100% 的股权，预计 2014 年实现并表。
- 2013 年，公司与恩智浦（NXP）合作，进军汽车电子芯片领域，弥补国内行业空白。

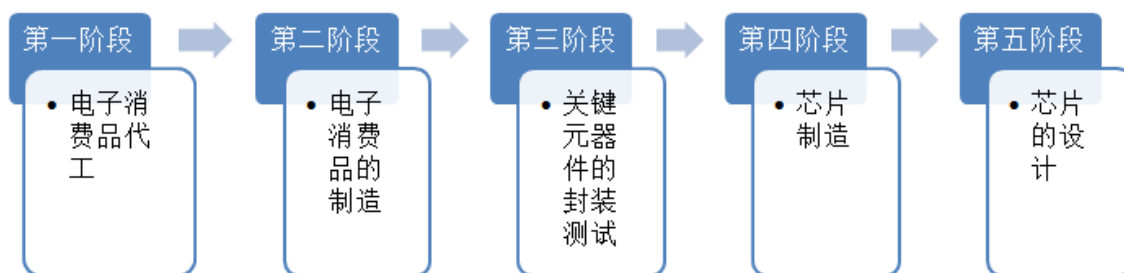
二、集成电路：政策扶持带动行业需求爆发，大唐微电子和联芯科技位于芯片行业第一梯队。

1、集成电路芯片：国家政策强力支持，企业规模众多但单个体量都较小的局面正在发生改变

对于中国芯片产业的发展前景，在国务院在 2011 年公布的《加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中明确将芯片产业作为核心基础性产业。国家以市场为导向，着力推进技术创新、掌握核心技术、开发优势产品、形成创新特色、调整产品结构，培育形成具有国际竞争力的企业，实现产业群体性跃升发展，已成为芯片产业未来发展的方向。

我国的集成电路产业十二五规划中，明确提出了培育 5-10 家销售收入超过 20 亿元的骨干设计企业，1 家进入全球设计企业前十位。先进设计能力达到 22 纳米，开发一批具有自主知识产权的核心芯片，国内重点整机应用自主开发集成电路产品的比例达到 30% 以上。

图表 3 芯片设计是电子产业的关键环节



资料来源：华创证券

2013 年 9 月国务院副总理马凯在深圳、杭州、上海密集调研集成电路产业；9 月 12 日在北京调研；并于 9 月份和 10 月份分别在杭州和北京两次召开集成电路产业发展座谈会。马凯强调，加快推动我国集成电路产业发展是中央做出的战略决策，要坚定信心，抢抓机遇，聚焦重点，强化创新，加大政策支持力度，优化企业发展环境，努力实现集成电路产业跨越式发展。集成电路产业作为信息技术时代一个国家核心竞争力的体现，新一届领导人把集成电路产业上升到国家战略，成立领导小组来支持这个产业，我们预期 2014 年集成电路产业的政策扶持将超过预期。

未来国家层面将会采取产业投资基金等方式，重点支持七十余家企业做大做强。所以规模是现在行业内大家所积极追求，未来十年政府思路已经明确：过去那种撒胡椒面的资金将集中起来重点支持几家真正有潜力的公司，所以只有做大做强才能最终存活下来。

紫光集团先后以 18 亿、9.1 亿美金的大手笔先后收购了展讯和锐迪科，已经发出了产业整合的信号，15 亿美元的年产值终于能够挤进全球芯片设计企业前 20 名，当然也成为了国内芯片企业的老大。国家资本竞相进入 IC 设计业，这一方面表明，随着国家信息安全日趋重要，作为基础性、战略性的 IC 设计业将提供重要支撑，为实现自主可控发力；另一方面，也说明我国 IC 设计业发展虽取得很大进展，但与国际水平相比，小而散、竞争力不高、中高端产品难见起色的现状亟待改观，需要国家意志干预。

根据中国半导体行业协会发布的《中国半导体产业发展状况报告（2013 版）》，2012 年中国前十大芯片设计企业销售额总计 226.4 亿元人民币，而高通 2012 年的营收为 131.77 亿美元（折合人民币 830 亿元）。目前国内共有 600 多家芯片设计公司，可以大概分为五个梯队：

图表 4 芯片设计领域企业

10亿美元以上	1-10亿美元以上	5000万~1亿美元	2000万~5000万美元
<ul style="list-style-type: none"> •海思 •展讯通信 	<ul style="list-style-type: none"> •联芯科技 •澜起科技 •华大集成 •中星微电子等 	<ul style="list-style-type: none"> •博通集成 •炬力 •美新半导体等 	<ul style="list-style-type: none"> •北京君正 •安凯微电子等

资料来源：华创证券

从国际发展规律来看，年营收规模 1 亿美金以上的企业才能有发展机会，才有抵抗风险的能力。过去几年，全球通信芯片市场的整合不断出现，英特尔以 14 亿美元收购英飞凌无线业务，Marvell 用 6 亿美元收购英特尔通信处理器业务，意法半导体以 15 亿美元收购恩智浦无线业务。联发科与晨星进行合并，同方国芯收购了深圳国微，在这个产业中并购重组才能生存壮大。

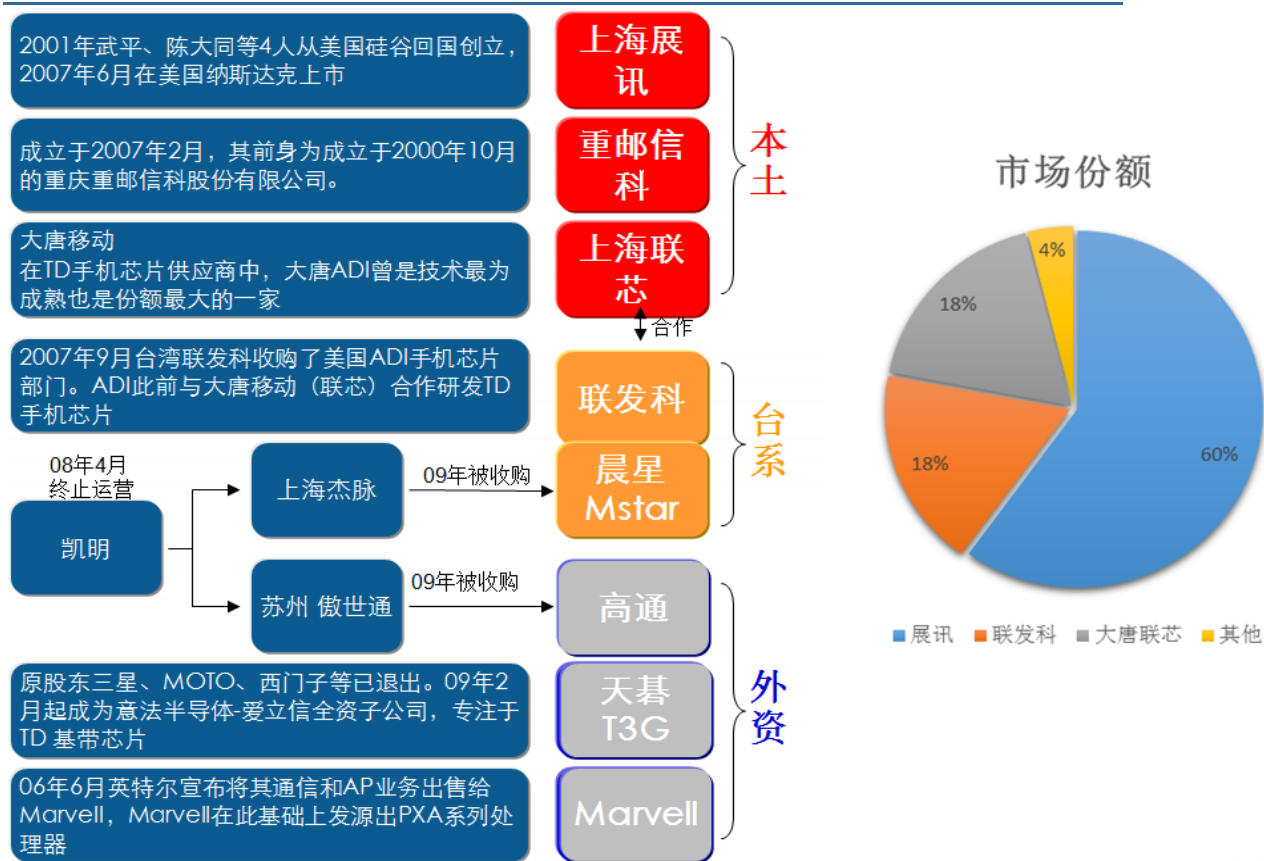
2、联芯科技：国内屈指可数的手机芯片研发厂商，未来资本层面的产业整合是大势所趋

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。

（1）TDS 终端芯片的三强之一

在 3G 时代，TD-SCDMA 终端芯片芯片提供商的 3-2-3 竞争格局初步形成。但是由于高通等在外企并不积极，市场份额也相对较低。联芯现在的市场份额大约在 20% 左右，保持一个相对稳定的水平。特别是在中国移动 MIFI、数据卡等市场上，联芯具有绝对的领先优势地位，份额超过了 50% 以上。

图表 5 TDS 芯片的市场格局



资料来源：华创证券

在继续巩固和保持在 TD-SCDMA 终端芯片领域的优势和地位外，联芯科技还积极在新技术、新业务上进行布局和发展。目前已经规划并开始开发包括 TD-LTE、FDD-LTE、WCDMA 的全模终端芯片产品，以此摆脱对 TD-SCDMA 单一市场的依赖，同时积极通过资本运作、收购兼并等方式积极进入移动计算、连接性芯片、北斗导航芯片领域，扩大公司销售规模，提高公司盈利能力。

预期 2014 年公司的基于 28NM 的 LTE 五模芯片将会问世，未来 TD-LTE 的收入比重将不断加大。2016 年有望达到 20% 以上的占比

图表 6 TD-LTE 占收比

	2013	2014	2015	2016
TD-LTE 占联芯收入比	0.80%	6.67%	15.45%	20.81%

资料来源：华创证券

（2）军用终端市场：80%以上的市场垄断

军品终端的市场定位为国家信息加密、安全终端领域，由于此市场需要高度保密，必须具有相关资质的企业才能进入，TD-SCDMA 作为中国具有完全自主知识产权的 3G 通信标准，在加密通信上具有得天独厚的优势，国家相关部委明确要求加密通信必须支持 TD-SCDMA 制式。

公司 2012 年军方终端市场的市场合同额约为 9000 万，13 年有望保持 35% 以上的速度增长，毛利率维持在 85% 左右的水平。在国防信息化建设投资不断加大的情况下，我们看好军用终

端市场的放量。未来军队将建设自己的 TD-LTE 专网，对终端设备的需求是一个持续的过程，未来市场空间巨大。

我们认为联芯科技的业绩有望超出被收购时候的业绩承诺，国家对手机芯片的重视将放在安全芯片的首要地位。去年年末高通在中国遭到反垄断调查，显示国家力量已经开始扶持国内手机芯片企业。

图表 7 联芯科技的业绩承诺：

	2013	2014	2015
业绩承诺（亿）	1.74	2.08	2.31

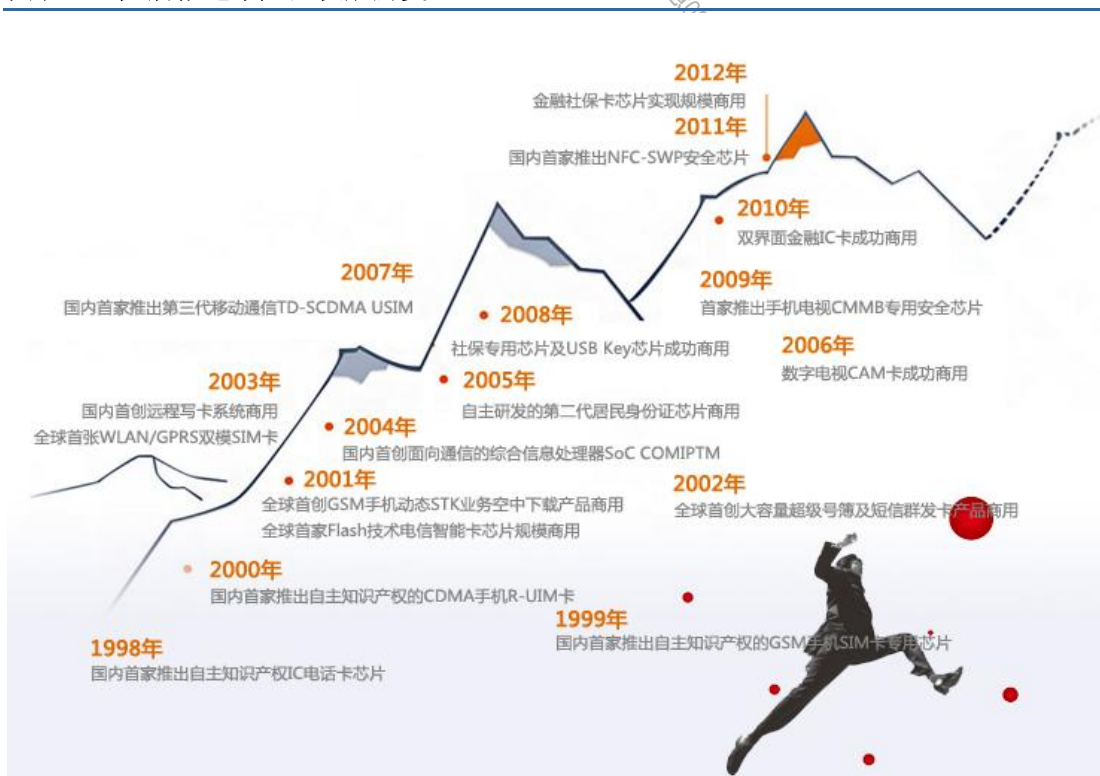
资料来源：华创证券 公司公告

3、大唐微电子：专注于安全芯片，金融 IC 卡和移动支付带来业绩弹性

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。公司从 SIM 卡企业开始进入芯片领域，2005 年依靠第二代身份证芯片业务快速扩大公司规模。2008 年社保芯片成功商用，并迅速在社保卡领域上获得 50% 以上的份额。并在 2011 年国内首家推出 NFC-SWP 安全芯片。公司和同方微电子、国民技术和中电华大的业务基本类似，同处于行业的第一梯队。

公司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；

图表 8 大唐微电子产品发展历史



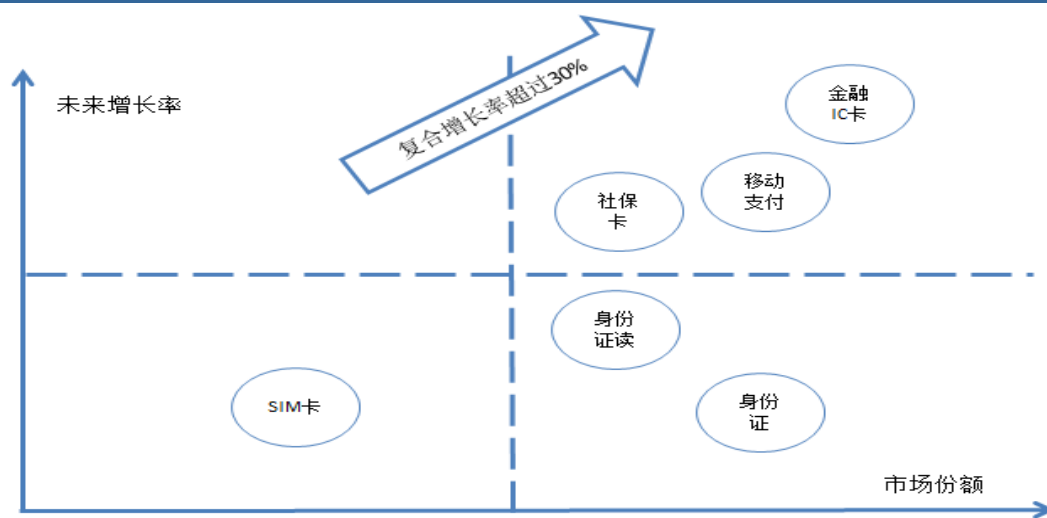
资料来源：华创证券 公司网站

我们可以看到公司基础的现金牛业务身份证，未来的业绩增长主要来自于社保卡、金融 IC 卡和移动支付卡的爆发。

- 身份证产品公司每年的出货量在 2500 张左右，未来两三年有望迎来身份证十年换卡的小高峰期。

- 身份证读卡器的芯片行业目前主要是公司和复旦微电子所占据,随着未来身份证刷卡用处的增加,读卡器的需求也不断增加。读卡器的芯片单张价值较高,未来市场空间可观。
- 社保卡业务,公司虽然是后进入者,但是快速在各个省份获得突破,目前约占据50%的市场份额。2013年公司出货量有望达到5000万张,2014年预计达到6000万的水平。
- 金融IC卡业务弹性较大,市场空间巨大。芯片国产化是趋势所在,未来每年6亿张卡片的市场,公司预期能够占到20%左右的份额,不确定的是国产化进程的快慢。我们乐观预计2014年四季度放量,出货量1500万张左右
- 移动支付卡:2014年运营商主推的NFC-SWP卡规划已经出台,有望发卡量达到2亿张。

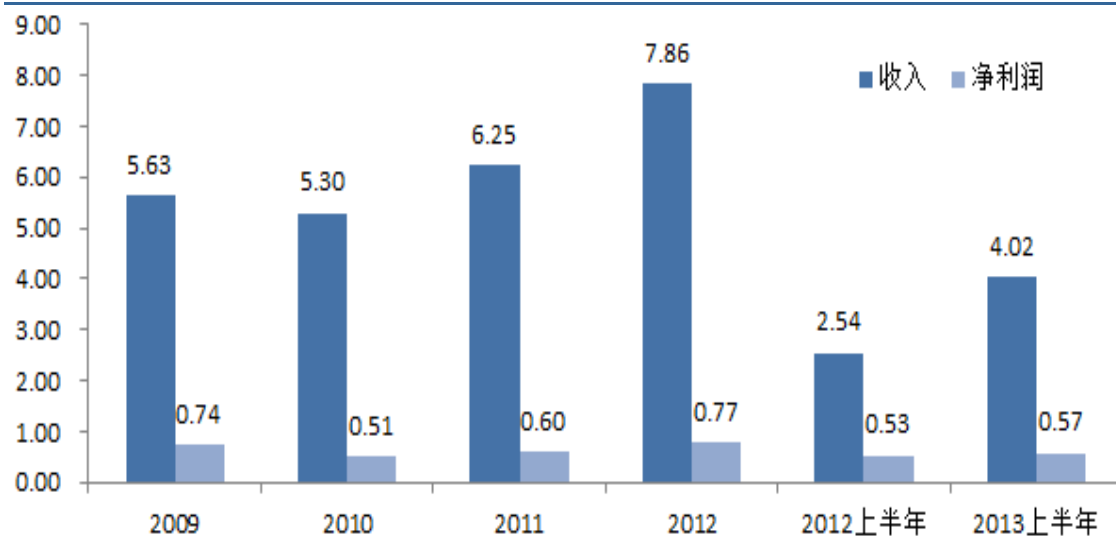
图表 9 大唐微电子未来业绩看点



资料来源: 华创证券

我们预测2013年大唐微电子的业绩能够达到0.92亿,2014年业绩能够达到1.29亿。

图表 10 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

4、汽车电子: 与恩智浦成立合资公司, 弥补国内汽车电子芯片领域的空白

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。

未来主攻方向：新能源汽车能源管理芯片（弥补国内在汽车电子领域的空白）。公司与 NXP（恩智浦）合作的模式：恩智浦首先提供成熟的产品（车能调节器芯片，目前国内市场份额超过 60%）放入合资公司，以保证合资公司前期的正常运作，预期 2014 年合资公司就有新的研发产品问世。汽车电子公司短期内不会产生大的盈利，但未来发展前景看好，随着合资公司成熟产品推出市场，有望成为公司集成电路产业的支柱之一。

三、移动互联网：游戏和资源垂直型平台业务是公司发展的重点

1、要玩娱乐：网页游戏运营商和移动网络游戏研发商及发行商

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。

（1）页游市场格局基本稳定，公司处于行业第一阵营

根据游戏提供形式不同，PC 网络游戏分为客户端网络游戏和网页游戏两种类型。网页游戏，又称页游，是基于 Web 浏览器的网络在线多人互动游戏，游戏玩家不需要下载任何客户端或插件，直接打开浏览器登陆网站就可以进行体验的一种网络游戏。页游是中国独有的。单机游戏时代是美日主宰，端游时代是韩国崛起。页游则是中国人自己创新出来的。

公司从事的主要是页游市场。在网页游戏领域，要玩娱乐主要通过自有网页游戏平台进行自有游戏和代理游戏的运营、推广以及客户服务，属于网页游戏的运营商，处于网页游戏产业链的中游。

图表 11 要玩娱乐在网页游戏产业链中的位置



资料来源：华创证券 公司公告

目前公司在行业内处于第一阵营的位置，根据 9K9K 网站网页游开服数据 2013 年的统计，要玩娱乐的开服数（开服数和收入规模成正相关）位于行业第七的位置。2013 年行业整体增速超出市场预期，要玩预计能够有超过 100% 的增长规模。

图表 12 要玩娱乐在行业中的地位（选择 2013 年的时间段）

开服最多的平台		选择时间查询>
	第一名: 37wan 服务器: 18632 组 [曲线] 秦美人 1300	
	第二名: 360游戏 服务器: 13959 组 [曲线] 烈焰 473	
	第三名: 91wan 服务器: 11648 组 [曲线] 街机三国 1409	
TOP4: YY游戏	服务器: 9598 组	曲线
TOP5: 4399平台	服务器: 8195 组	曲线
TOP6: 百度游戏	服务器: 7742 组	曲线
TOP7: 要玩平台	服务器: 6919 组	曲线
TOP8: 49you	服务器: 6573 组	曲线
TOP9: 7K7K	服务器: 6471 组	曲线
TOP10: 9377	服务器: 6458 组	曲线

资料来源: 华创证券

（2）手游端：收入和利润贡献均快速增长

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 13 手游产业链



资料来源: 华创证券 公司公告

在移动游戏领域，要玩娱乐主要进行手机游戏的研发和代理发行业务，属于手机游戏的研发商和发行商，处于手游产业链的中上游。

公司逐步将游戏的研发重心转移到手机网络游戏领域，并依靠自身的跨平台游戏开发引擎成功研发了多款知名手机网络游戏。2013 年 1-7 月，要玩娱乐具有独立自主知识产权的“富豪系列”（《富豪传奇》、《商业人生》、《大富豪》、《金钱帝国》）多语言版本手游累计收入已经达到 6,883.54 万元。与此同时，要玩娱乐也将拥有自有产权的手机网络游戏授权给第三方手游发行商进行联合运营。要玩娱乐借助提前布局手游市场的先发优势以及“富豪系列”多语

言版本手机游戏的成功发行经验和知名度，获得了众多平台商的认可并与之建立了长期的推广合作关系。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 14 要玩娱乐在手游产业链中的位置



资料来源：华创证券 公司公告

要玩娱乐具有较强的移动终端游戏研发实力。一方面，要玩娱乐通过自身早起网页游戏研发积累了丰富的游戏研发经验，并组建了一直规模较大、研发能力较强的研发团队，具有同时研发跨终端、多种题材的手机游戏的能力；另一方面，要玩娱乐全资子公司珠海要玩为要玩娱乐的研发子公司，其研发团队主要承接自珠海麒麟的手机游戏研发人员，具有成功的模拟经营类手游研发经验。

公司的手游有 3 年的研发团队，目前正逐步进入收获期。要玩娱乐自身研发团队超过 130 人，其自身的研发团队正在研发的移动终端游戏共 4 款（其中有 1 款已完成内部测试，正在进行外部测试），此部分研发的游戏预计在 2014 年年初将陆续上线形成收入；珠海要玩研发团队接近 100 人，其主要负责进行“富豪传奇”系列游戏的后续维护及更新开发，以及进行模拟经营类新移动终端游戏的研发，其目前正在研发的游戏有 3 款，预计将在 2014 年上半年陆续上线形成收入。在 2013 一季度公司净利润就达到 3000 万，其中有 50% 就来自手游，我们预期全年将有 70% 来自手游。2014 年公司的手游业务将贡献更大比例的盈利。

我们看好要玩未来的业务发展，基于对行业的乐观判断，我们认为未来要玩的业绩有望超过之前承诺的规模。要玩未来的看点：

- 页游行业继续保持稳定的增长。
- 一款手游有望上微信的平台。
- 多款代理的手游有望流水过千万。
- 收入 50% 以上的增长，业绩有望超预期。

图表 15 要玩娱乐的业绩承诺：

	2013	2014	2015	2016
业绩承诺（亿）	1.29	1.66	2.03	2.37

资料来源：华创证券

2、新华瑞德：定位于资源型移动互联网开放平台

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。公司目标是通过“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，力争成为国内领先的资源型移动互联网开放平台服务商，主要集中力量在资源型业务上。

通过“一站式云平台服务”的业务模式，公司已经相继推出了“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。

（1）为教育部信息中心免费提供教育信息化的服务，获得教育信息资源

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，标志着公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。

整个系统以教育部信息中心来牵头，针对教育办公、资源共享实现多样功能，初步估算利用信息化的方式来管理，可以为教育部每年节省数十亿的费用。目前各个省的教育系统服务器都已经预留了空间。

公司最终想打造一款类似于 wind 推出的 wind messenger，专注于教育系统的即时通讯软件。符合公司在资源型业务上的定位。

（2）大唐创新港成立：孵化平台成立，“妈咪 100 分”已经上线

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。

“妈咪 100 分”妇幼保健咨询服务，已经与 2013 年 11 月上线。该应用由中国妇幼保健协会主导，集合各级卫生行政部门、妇幼保健协会、妇幼保健机构各方力量作为后台资源。

- 针对孕妇细分市场的 APP 应用：服务群体为孕龄妇女和家庭，希望能够帮助孕龄妇女和家庭解决在备孕、怀孕、产后等阶段遇到的一系列问题。
- “妈咪 100 分”的优势：拥有大量的医生资源，合作医生来自各省市级妇幼保健院以及各大综合医院妇产科室。首批入驻的医生资源来自航空总医院、北京海淀妇幼保健院、北京上地医院等。“妈咪 100 分”为医生和用户搭建了无障碍的沟通桥梁，用户可通过电话、图文及语音留言的方式与孕期医生进行在线或预约咨询。
- 用户可通过电话、图文及语音留言的方式与孕期医生进行在线或预约咨询。图文咨询是免费的，而电话咨询目前是按 1 元/分钟来进行的。目前该 app 的用户活跃度很高，在专门的垂直细分市场空间巨大。

图表 16 妈咪 100 分

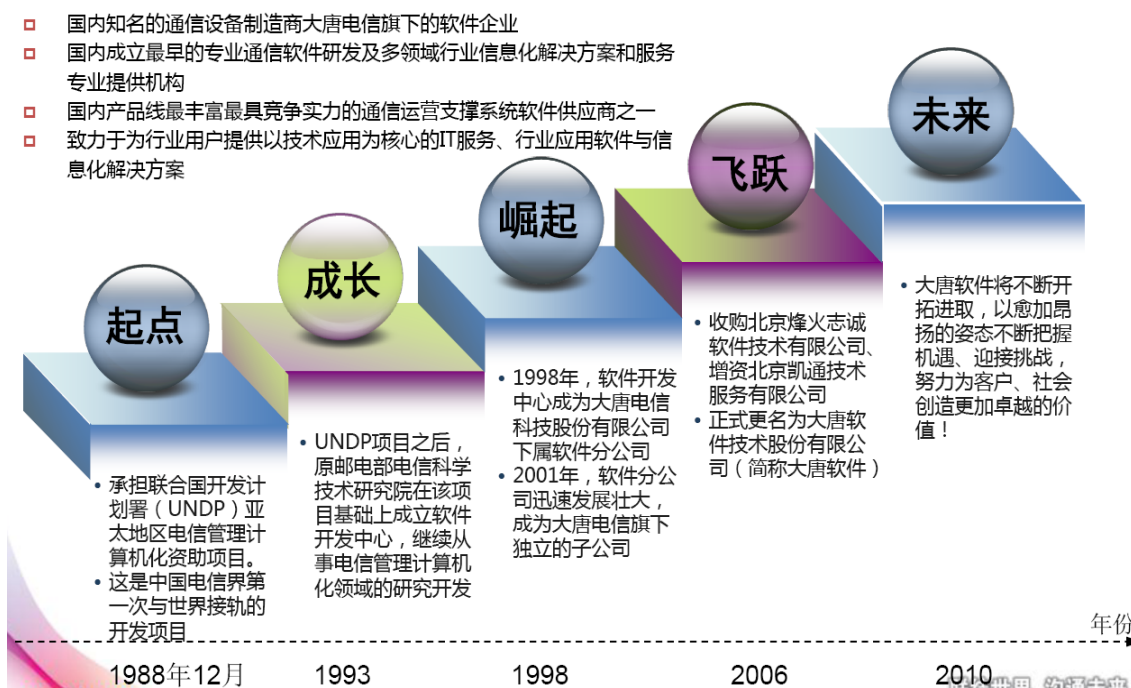


资料来源：华创证券 公司网站

四、软件与应用领域：国内最早的专业化独立软件厂商

大唐软件是国内成立最早的与业通信软件研发及多领域行业信息化解决方案和服务与业提供机构；国内产品线最丰富最具竞争实力的通信运营支撑系统软件供应商之一；致力于为行业用户提供以技术应用为核心的 IT 服务、行业应用软件不信息化解决方案。公司目前具有一级集成商的资质。

图表 17 大唐软件发展历程



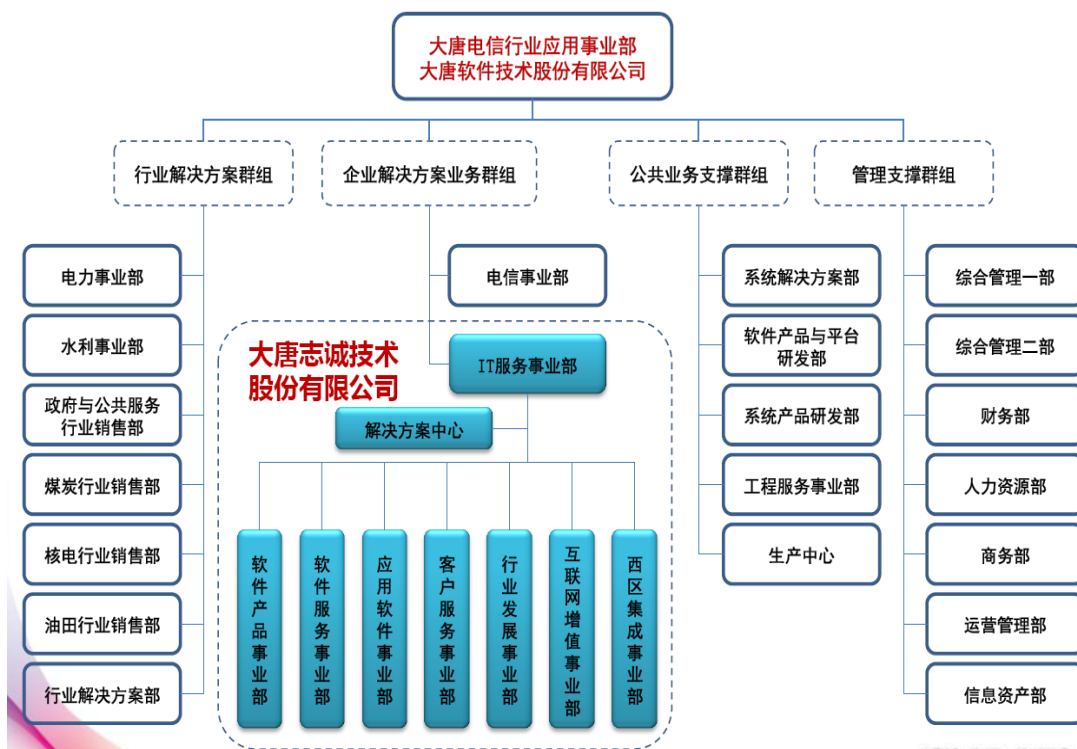
资料来源：华创证券 公司介绍

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210号

大唐软件目前业务主要分为几个方向：

- 智慧城市：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。目前和全国 20 多个城市，进行顶层的整体规划，现在县级和市级的示范性项目已经基本完成。
- 煤炭行业：公司在该行业处于领先地位，但去年受煤炭行业整体不景气，业务有所影响。
- 水利行业：承担多个国家重点项目。作为国内起步较早的水利行业软件设计开发和实施的企业之一，提供了全面的水利行业解决方案。
- 农业、教育、和旅游等行业领域公司都有项目突破。
- 江苏安防：是目前国内提供智能交通系统集成项目解决方案的主要供应商之一，公司历史上的主要业务在高速公路领域，2014 年有望在轨道交通领域获得突破。江苏安防是大唐电信在 2012 年收购了 41% 股权，根据业绩承诺 2014 年净利润水平在 0.6 亿。

图表 18 大唐软件的组织架构体系



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，预期能够达到 20 亿的规模。但是毛利率相对偏低，2013 年我们预期公司的毛利率水平在 13%-15% 左右。2014 年随着公司精品战略的实施，收入增速放缓，但是毛利率预期可以达到 18-20% 的水平。

五、终端业务：背靠 360，开启电商模式

大唐电信在 2012 年四季度分别收购了上海忧思通信和启动忧思电子两个公司，启动忧思电子是专门为上海忧思提供主板设计的子公司。在收购的时候二者都做出了业绩承诺：

图表 19 上海忧思和启东忧思业绩承诺

(亿)	2012	2013	2014
上海忧思通信科技	0.795	0.875	0.962
启东忧思电子有限公司	0.096	0.101	0.105

资料来源：华创证券

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先要位置重点推忧思的终端。同时公司也在积极开拓海外市场，印度、东南亚出货都不错。

图表 20 360 特供机



资料来源：华创证券 公司网站

公司原来的大唐电信（天津）通信终端公司目前主要以生产数据卡、MIFI 为主，在中国移动的数据类产品中，公司的市场份额有望超过 50%以上。

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 21 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

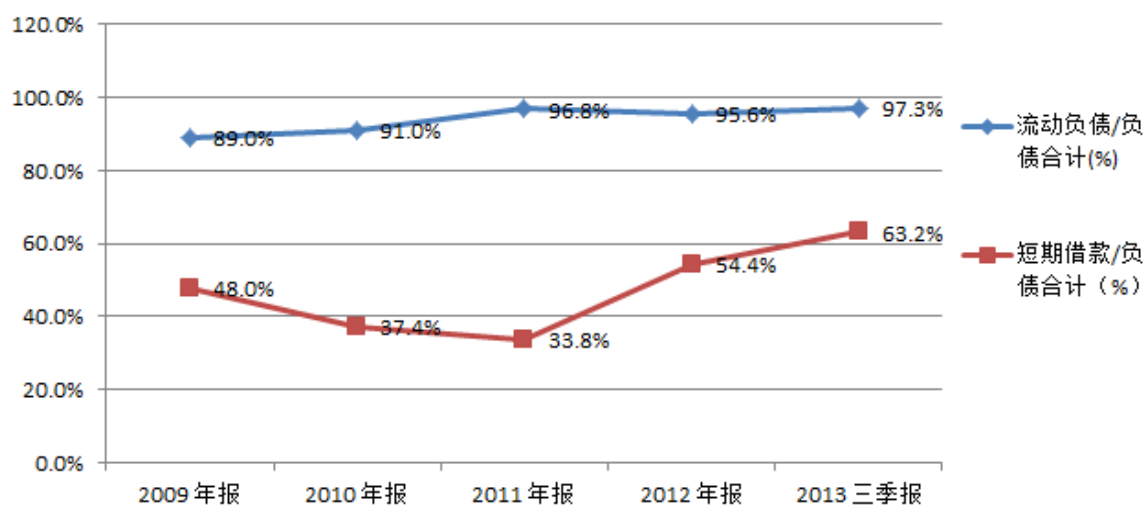
资料来源：华创证券 公司公告

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。

大智慧0825

大智慧0825

图表 22 流动负债占总负债和短期借款在负债中比例

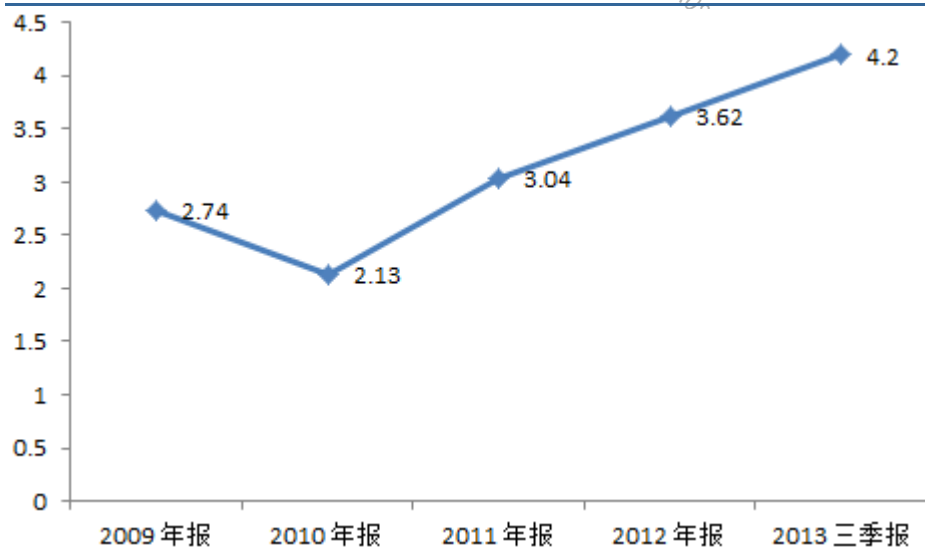


资料来源：华创证券 公司公告

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。

大智慧0825

图表 23 财务费用率持续提升



资料来源：华创证券 公司公告

图表 24 现金流量情况

单位：亿	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年三季报
经营活动现金净流	2.67	-0.17	-3.75	-1.17	-5.05
投资活动现金净流	-0.41	-1.08	-2.66	-7.13	-6.29
筹资活动现金净流	-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。

七、多项净利润过亿，30%以上增速业务撑起 180 亿市值

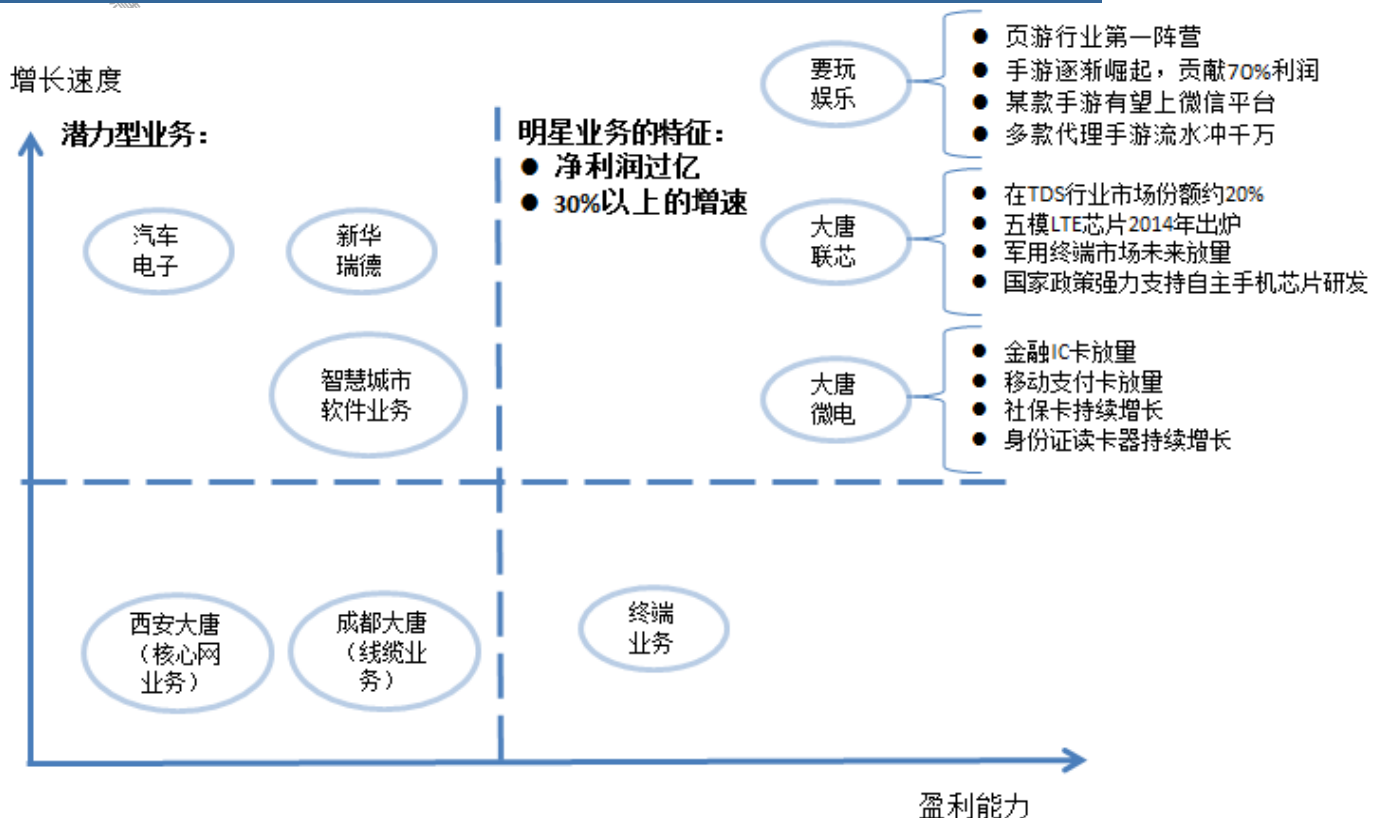
公司目前四大业务板块基本成形，近一半收购的公司具有业绩承诺。2014 年业绩承诺的利润总和达到 5.29 亿。我们按照集成电路芯片行业给予 28 倍估值，移动互联网业务给予 30 倍的估值测算，总市值应该为 180 亿。目前公司价值被市场所低估。

图表 25 公司估值

板块	公司	业绩承诺 与否	2013E	2014E	2015E	预估市值 (亿)
集成电路	大唐微电子有限公司		0.92	1.29		36
	联芯科技有限公司	承诺利润	1.74	2.08	2.31	58
	汽车电子			0	0.1	2
软件应用	大唐软件技术股份有限公司		0.15	0.50		15.0
	大唐（成都）信息技术有限公司		0.01	0.01		
	西安大唐电信有限公司		-0.16	0.10		
	江苏安防科技有限公司	承诺利润	0.55	0.60		
终端	上海优思通信科技有限公司	承诺利润	0.78	0.85	0.92	9.0
	启东优思电子有限公司	承诺利润	0.10	0.11	0.11	
	大唐电信（天津）通信终端制造		0.01	0.01		
移动互 联网	北京新华瑞德电子		0.02	0.10		60.0
	要玩娱乐	承诺利润	1.29	1.66	2.03	
总计						180.0

资料来源：华创证券

图表 26 公司各项业务前景展望



资料来源：华创证券

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 0.29、0.57，对应的估值为 49 倍、25 倍。维持推荐评级。

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	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6114	6801	7956	9544
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	623	725	879
存货	1301	1667	1736	2047
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	8785	10036	11773
流动负债	5849	6041	6634	7721
短期借款	3327	3015	3287	4001
应付账款	1260	1107	1256	1601
其他	1261	1919	2091	2120
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	6176	6715	7783
少数股东权益	181	229	300	392
股本	742	742	884	884
资本公积金	2329	2329	2329	2329
留存收益	-901	-689	-189	387
归属母公司股东权益	2168	2380	3022	3599
负债和股东权益	8467	8785	10036	11773

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-117	630	322	164
净利润	222	259	571	669
折旧摊销	236	196	217	235
财务费用	224	156	143	161
投资损失	-35	-19	-21	-25
营运资金变动	-807	122	-600	-896
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	-497	240	483
短期借款	1853	-312	272	714
长期借款	0	-50	-67	-39
普通股增加	303	0	142	0
资本公积增加	959	0	0	0
其他	-2259	-136	-107	-192
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	6075	6489	7683
营业税金及附加	26	53	51	60
营业费用	275	379	627	732
管理费用	592	750	888	1150
财务费用	224	156	143	161
资产减值损失	47	65	53	55
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	116	479	638
营业外收入	277	222	236	200
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	273	337	713	836
所得税	51	77	143	167
净利润	222	259	571	669
少数股东损益	53	47	71	92
归属母公司净利润	169	212	499	577
EBITDA	458	468	839	1033
EPS（元）	0.23	0.29	0.57	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%	7904.3%	312.1%	33.2%
归属母公司净利润	581.8%	25.6%	135.4%	15.5%
获利能力				
毛利率	18.2%	19.8%	25.5%	26.5%
净利率	2.7%	2.8%	5.7%	5.5%
ROE	7.8%	8.9%	16.5%	16.0%
ROIC	3.8%	4.9%	10.1%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	72.3%	70.3%	66.9%	66.1%
净负债比率	55.48%	49.18%	48.65%	50.42%
流动比率	1.05	1.13	1.20	1.24
速动比率	0.82	0.85	0.94	0.97
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	5.13	5.49	5.38
每股指标（元）				
每股收益	0.23	0.29	0.67	0.78
每股经营现金	-0.16	0.85	0.43	0.22
每股净资产	2.92	3.21	4.07	4.85
估值比率				
P/E	61.22	48.74	24.67	21.35
P/B	4.77	4.34	4.08	3.42
EV/EBITDA	27	27	15	12

通信组分析师介绍

华创证券行业部副总经理，通讯行业首席分析师：马军

曾任工业和信息化部电信研究院规划所主任工程师，主要从事电信产业政策研究与运营商战略规划，支持和参与的项目包括通信业“十一五”、“十二五”规划，三网融合、信息产业、物联网等“十二五”规划，3G业务规划、3G发展评估、金融危机对中国电信业影响既对策等多项课题，获得多项奖励，在多种刊物发表论文 20 多篇。在华创撰写包括信息服务、信息设备各细分行业和主题行业深度报告 20 余篇及多家公司深度报告，2013 年水晶球第四名，新财富第五名；2012 年水晶球、新财富第六名。西安交通大学工商管理硕士，西安交通大学工学学士

华创证券通讯行业分析师：束海峰

曾任职工业和信息化部电信研究院规划所多年，从事金融行业两年，北京邮电大学硕士，厦门大学经济学学士。

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@hcq.com
	刘 玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hcq.com
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcq.com
	翁 波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcq.com
	周 琼	机构销售助理	010-66500838	zhou.vivian@yahoo.com
广深	李 涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcq.com
	张 娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcq.com

	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyiing@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hczq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	王维昌	机构销售经理	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
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hczq.com

大智慧0825

大智慧0825

大智慧0825

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