城市云积极推进，CPU未来可期

中科曙光(603019)

业绩符合预期，软件收入占比提升使盈利能力进一步增强

中科曙光发布2016年度报告，公司2016年营业收入43.60亿元，同比增长19.06%；利润总额2.81亿元，同比增长39.08%；归母净利润2.24亿元，同比增长26.77%；扣非归母净利润1.67亿元，同比增长14.30%，业绩略低于预期。其中软件与服务的营收增长59.54%，公司由硬件制造商逐步向服务运营商转型的战略得到了顺利实施，云计算与大数据等相关产品的营业收入占比不断提高。

高性能计算龙头，主营业务稳步增长

公司在高端计算机、存储等硬件领域已经成为国内市场主要供应商之一。在高端服务器领域，实现CPU和网络模块的全线升级，进一步增强产品竞争力；在高性能计算领域，获批"地球系统数值模拟装置"的建设以及"E级高性能计算机原型系统研制"项目，显示强大的核心技术竞争力；在存储领域，2016年前三季度公司NAS存储产品在中国市场按厂商销售额排名第一位，与业界领先厂商Promise合资成立存储公司，为公司加快布局下一代统一架构存储产品创造有利条件。围绕着硬件服务器核心技术达到国际先进水平，全年营收稳步增长。

全面落实"数据中国"战略，城市云快速推进

公司在"数据中国"战略中提出了从硬件设备提供商逐步向领先的数据综合服务商进军的计划。随着Vmware共同研发的Cloudview云计算操作系统的不断升级完善，以"百城百行"为基础，公司推出"城市云品牌连锁"、"智慧城市联合体"等举措，并取得初步成效。截至2016年底，公司已累计建设30个城市云计算中心，初步形成了规模性云数据网络。通过城市云计算中心建设，公司已全面参与了各地政府的智慧城市建设，并形成了一整套智慧城市建设的理论体系和行业应用解决方案，公司已成为在智慧城市、云计算领域的具有较强影响力和竞争优势的企业。

大力推进CPU设计研发，全面实现IT产品自主可控

参股子公司天津海光获得AMD微处理器Zen架构授权，技术架构全球领先，2017年一季度以Zen架构核心为基础的AMD最新CPU Ryzen发布，性能功耗均全面超越Intel最新i7系列，且价格仅是其三分之一，具有极强竞争力。子公司成都曙光获批先进微处理器国家工程实验室，公司向成都曙光增资6亿元，推动国产CPU研发应用，凸显对CPU设计研发的重视。首款产品预计年内推出，四季度开展国产CPU市场化推广。公司有望在国产CPU企业中脱颖而出，占领核心芯片制高点，前景可期！

城市云和国产CPU推进加速，维持"买入"评级。

预计公司2017～2019年净利润为2.91亿元、4.07亿元、5.70亿元，对应PE为58倍、41倍和29倍。作为高端服务器的龙头企业，在服务器硬件稳定增长的同时，城市云和国产CPU研发推进加速，维持"买入"评级。

风险提示：城市云推进不达预期，核心芯片研发进度不达预期

投资评级：买入（维持评级）

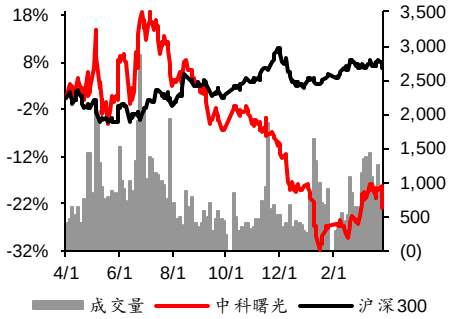
当前价格(元):	26.2
合理价格区间(元):	41~47

高宏博 执业证书编号：S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

相关研究

1《中科曙光(603019):第三期股权激励计划，员工企业共发展》2016.09
2《中科曙光(603019):订单签订加速，业绩反转趋势明确》2016.08
3《中科曙光(603019):超算推动"大曙光"多元发展》2016.07

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	643.02
流通A股(百万股)	358.73
52周内股价区间(元)	23.14-71.44
总市值(百万元)	16,847
总资产(百万元)	6,132
每股净资产(元)	4.52

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

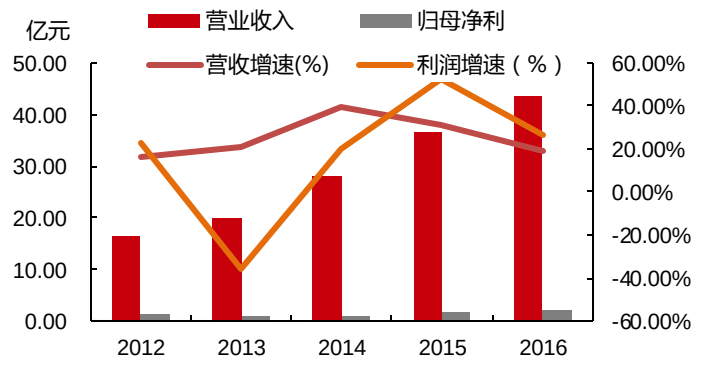
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,662	4,360	5,668	7,935	11,110
+/-%	30.94	19.06	30.00	40.00	40.00
净利润(百万元)	176.89	224.25	291.00	406.51	570.09
+/-%	52.70	26.77	29.77	39.69	40.24
EPS(元)	0.59	0.35	0.42	0.59	0.83
PE(倍)	44.43	75.13	61.77	44.22	31.53

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

业绩符合预期，软件收入占比提升使盈利能力进一步增强

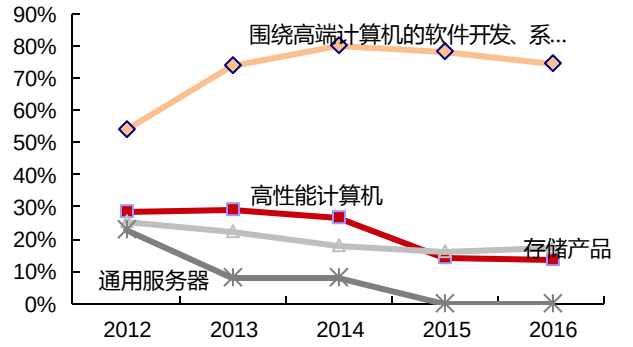
中科曙光发布 2016 年度报告，公司 2016 年营业收入 43.60 亿元，同比增长 19.06%；利润总额 2.81 亿元，同比增长 39.08%；归母净利润 2.24 亿元，同比增长 26.77%；扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 14.30%，业绩略低于预期。其中软件与服务的营收增长 59.54%，公司由硬件制造商逐步向服务运营商转型的战略得到了顺利实施，云计算与大数据等相关产品的营业收入占比不断提高。

图表 1：中科曙光近五年业绩



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 2：中科曙光各项业务毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

高性能计算龙头，主营业务稳步增长

公司在高端计算机、存储等硬件领域已经成为国内市场主要供应商之一。在高端服务器领域，实现 CPU 和网络模块的全线升级，进一步增强产品竞争力；在高性能计算领域，获批“地球系统数值模拟装置”的建设以及“E 级高性能计算机原型系统研制”项目，显示强大的核心技术竞争力；在存储领域，2016 年前三季度公司 NAS 存储产品在中国市场按厂商销售额排名第一位，与业界领先厂商 Promise 合资成立存储公司，为公司加快布局下一代统一架构存储产品创造有利条件。围绕着硬件服务器核心技术达到国际先进水平，全年营收稳步增长。

全面落实“数据中国”战略，城市云快速推进

公司在“数据中国”战略中提出了从硬件设备提供商逐步向领先的数据综合服务商进军的计划。随着 Vmware 共同研发的 Cloudview 云计算操作系统的不断升级完善，以“百城百行”为基础，公司推出“城市云品牌连锁”、“智慧城市联合体”等举措，并取得初步成效。截至 2016 年底，公司已累计建设 30 个城市云计算中心，初步形成了规模性云数据网络。通过城市云计算中心建设，公司已全面参与了各地政府的智慧城市建设，并形成了一整套智慧城市建设的理论体系和行业应用解决方案，公司已成为在智慧城市、云计算领域的具有较强影响力和竞争优势的企业。

大力推进 CPU 设计研发，全面实现 IT 产品自主可控

参股子公司天津海光获得 AMD 微处理器 Zen 架构授权，技术架构全球领先，2017 年一季度以 Zen 架构核心为基础的 AMD 最新 CPU Ryzen 发布，性能功耗均全面超越 Intel 最新 i7 系列，且价格仅是其三分之一，具有极强竞争力。子公司成都曙光获批先进微处理器国家工程实验室，公司向成都曙光增资 6 亿元，推动国产 CPU 研发应用，凸显对 CPU 设计研发的重视。首款产品预计年内推出，四季度开展国产 CPU 市场化推广。公司有望在国产 CPU 企业中脱颖而出，占领核心芯片制高点，前景可期！

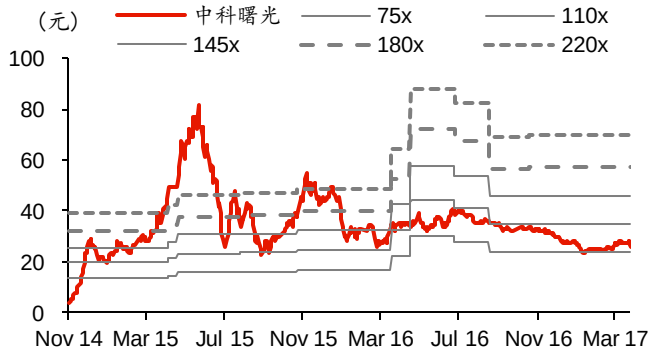
城市云和国产 CPU 推进加速，维持“买入”评级。

预计公司 2017～2019 年净利润为 2.91 亿元、4.07 亿元、5.70 亿元，对应 PE 为 58 倍、41 倍和 29 倍。作为高端服务器的龙头企业，在服务器硬件稳定增长的同时，城市云和国产 CPU 研发推进加速，维持“买入”评级。

风险提示：城市云推进不达预期，核心芯片研发进度不达预期

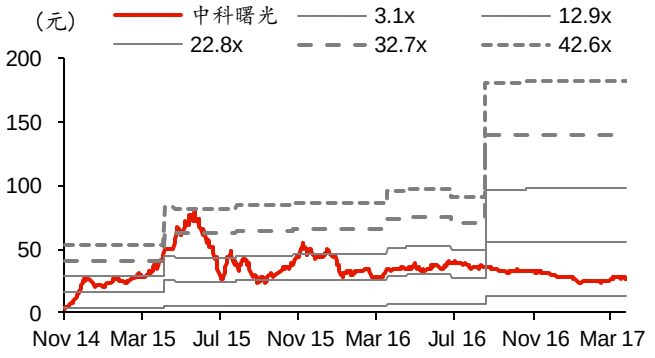
PE/PB – Bands

图表 3: 中科曙光历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 4: 中科曙光历史 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,319	3,928	5,008	6,189	7,781
现金	1,248	1,363	1,718	1,617	1,414
应收账款	1,188	1,369	1,769	2,475	3,465
其他应收账款	149.43	97.27	126.45	177.03	247.84
预付账款	41.20	128.09	165.23	231.32	323.85
存货	558.90	630.77	813.70	1,139	1,595
其他流动资产	134.02	339.70	416.31	549.12	735.04
非流动资产	1,302	2,203	2,209	2,230	2,254
长期投资	25.51	594.37	594.37	594.37	594.37
固定投资	745.57	770.98	776.49	749.26	705.66
无形资产	135.86	285.26	353.64	433.10	517.47
其他非流动资产	395.26	552.75	484.27	453.59	436.66
资产总计	4,621	6,132	7,217	8,419	10,035
流动负债	2,684	2,573	2,023	2,804	3,835
短期借款	1,123	1,017	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,206	973.97	1,475	2,046	2,806
其他流动负债	355.33	581.79	548.08	757.26	1,029
非流动负债	462.88	480.73	444.75	453.38	458.12
长期借款	40.00	20.00	20.00	20.00	20.00
其他非流动负债	422.88	460.73	424.75	433.38	438.12
负债合计	3,147	3,053	2,467	3,257	4,294
少数股东权益	135.09	173.17	177.67	183.94	192.75
股本	300.00	643.02	686.05	686.05	686.05
资本公积	394.85	1,575	2,908	2,908	2,908
留存公积	640.53	672.78	977.98	1,384	1,955
归属母公司股	1,340	2,905	4,572	4,978	5,548
负债和股东权益	4,621	6,132	7,217	8,419	10,035

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	29.87	(241.11)	24.01	(63.29)	(160.23)
净利润	179.53	240.12	295.49	412.79	578.89
折旧摊销	59.37	76.00	68.05	72.01	73.99
财务费用	37.92	54.59	(18.00)	(18.00)	(18.00)
投资损失	0.87	(38.68)	(38.68)	(38.68)	(38.68)
营运资金变动	(262.86)	(571.51)	(287.71)	(505.05)	(782.44)
其他经营现金	15.05	(1.63)	4.85	13.64	26.00
投资活动现金	(201.21)	(1,167)	(43.80)	(55.83)	(61.22)
资本支出	222.41	322.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	(55.37)	(248.07)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(34.17)	(1,093)	(43.80)	(55.83)	(61.22)
筹资活动现金	831.75	1,486	374.43	18.42	18.21
短期借款	700.03	(105.70)	(1,017)	0.00	0.00
长期借款	(15.00)	(20.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	343.02	43.02	0.00	0.00
资本公积增加	0.04	1,180	1,333	0.00	0.00
其他筹资现金	146.68	88.40	15.50	18.42	18.21
现金净增加额	666.41	88.76	354.63	(100.71)	(203.24)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,662	4,360	5,668	7,935	11,110
营业成本	2,928	3,451	4,452	6,232	8,725
营业税金及附加	12.60	25.58	39.65	52.73	70.13
营业费用	243.80	274.91	439.86	593.81	813.52
管理费用	280.40	318.14	493.11	675.56	925.52
财务费用	37.92	54.59	(18.00)	(18.00)	(18.00)
资产减值损失	20.47	50.86	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.87)	38.68	38.68	38.68	38.68
营业利润	138.16	223.97	280.74	417.93	612.20
营业外收入	63.93	65.06	65.06	65.06	65.06
营业外支出	0.18	8.20	0.20	0.20	0.20
利润总额	201.92	280.84	345.60	482.79	677.06
所得税	22.39	40.72	50.11	70.00	98.17
净利润	179.53	240.12	295.49	412.79	578.89
少数股东损益	2.63	15.87	4.49	6.28	8.80
归属母公司净利润	176.89	224.25	291.00	406.51	570.09
EBITDA (倍)	235.45	354.56	330.79	471.93	668.19
EPS (元)	0.59	0.35	0.42	0.59	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.94	19.06	30.00	40.00	40.00
营业利润	93.49	62.11	25.35	48.87	46.48
归属母公司净利润	52.70	26.77	29.77	39.69	40.24
获利能力 (%)					
毛利率	20.05	20.86	21.47	21.47	21.47
净利率	4.83	5.14	5.13	5.12	5.13
ROE	13.21	7.72	6.37	8.17	10.27
ROIC	13.56	13.29	11.05	13.85	16.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.09	49.80	34.19	38.68	42.79
净负债比率 (%)	37.43	34.62	1.52	1.16	0.89
流动比率	1.24	1.53	2.48	2.21	2.03
速动比率	1.03	1.28	2.06	1.79	1.60
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.81	0.85	1.02	1.20
应收账款周转率	4.10	3.38	3.60	3.71	3.71
应付账款周转率	3.08	3.17	3.64	3.54	3.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.35	0.42	0.59	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	(0.35)	0.04	(0.09)	(0.23)
每股净资产(最新摊薄)	1.95	4.23	6.66	7.26	8.09
估值比率					
PE (倍)	44.43	75.13	61.77	44.22	31.53
PB (倍)	5.87	5.80	3.93	3.61	3.24
EV_EBITDA (倍)	67.42	44.77	47.99	33.63	23.76

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

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门、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：AOK809

©版权所有 2017 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

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

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

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