

中国长城 (000066) 点评报告

2017 年 5 月 1 日

定增亟待完成, 自主可控平台业绩有望释放

买入 (维持)

首席证券分析师郝彪

执业资格证书号码: S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

021-60199781

研究助理陈晨

chenchen@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	69,128	53,056	61,633	69,423
同比(+/-%)	-5.2%	-23.2%	16.2%	12.6%
净利润(百万元)	33.15	947.63	1398.74	2044.38
同比(+/-%)	-192.9%	2758.8%	47.6%	46.2%
毛利率(%)	9.6%	14.7%	14.5%	15.3%
净资产收益率(%)	1.2%	9.2%	13.2%	18.6%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.27	0.40	0.58
P/E	379	35	24	16
P/B	5	3	3	3

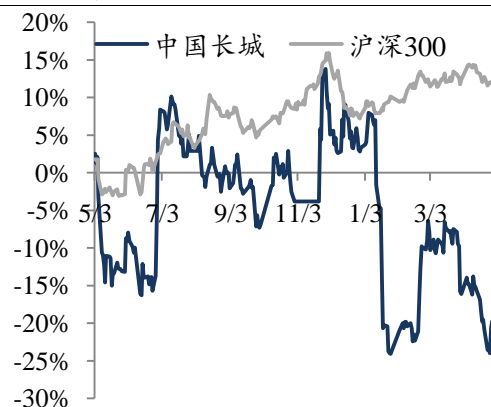
事件: 公司发布 2016 年年度报告, 公司 2016 年实现营业收入 6691.28 亿元, 同比下降 5.22%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3314.78 万元, 同比实现扭亏为盈。同时公司发布 2017 年第一季度报告, 一季度实现营业收入 24.18 亿元, 相比去年下降了 85.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.5 亿元, 同比增长 213.52%。

投资要点

■ **业绩不含资产重组, 同比实现扭亏为盈。** 中国长城 2015 年业绩亏损 3566.67 万元, 实现归属于上市公司股东的净利润 3314.78 万元, 同比实现扭亏为盈。主要原因是公司对海外电视业务进行了大幅改革, 通过改善普通路库存监控管理等措施, 使得海外电视业务转好。由于资产重组于 2017 年初完成, 因此本次业绩核算包含冠捷科技, 不包含长城信息、中原电子、圣非凡业绩, 预计未来资产重组完成并表后公司净利润将会实现大幅增长。

■ **传统业务逐步优化, 重组推动转型发展。** 公司于 2015 年发布换股重组及定向募集资金的预案, 经过公司长期规划和推进, 目前整合换股重组工作已于 2017 年初完成。2016 年公司的主营业务仍然为电源业务、自主可控与可信安全业务、信息化基础设施业务、显示器业务等四大板块, 目前计算机及外设在产品中的占比已达 49.98%, 其次是液晶电视业务。在行业背景相对弱势的情况下, 公司的电源业务和显示器业务目前已有所改善, 扭转亏本趋势, 显示器业务归属冠捷科技目前已被置出公司, 2017 年公司的收入结构和毛利率水平将获得大幅度提升。与此同时, 公司在自主可控板块基于飞腾平台的终端和服务产品的优化、测试和试生产方面的能力正在快速提升, 2016 年国家某部门牵头组织了最大规模和最长时间的测试, 其中飞腾均排名第一, 自主可控业务未来有望成为中国长城最核心的增长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.66
一年最低价/最高价	8.98 / 15.20
市净率	4.32
流通 A 股市值(百万元)	24063.3

基础数据

每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	76.75
总股本(百万股)	2944.07
流通 A 股(百万股)	2491.03

相关研究

长城电脑: 协议收购天津飞腾, 平台布局进一步完善

长城电脑: 自主可控整机平台, 打造信息安全新长城

20170228

长城电脑: 大股东增持, 集团打造整机平台决心巨大

20170222

长城电脑: 受益国产替代, 整机平台空间巨大

20160721

- **一季报实现盈利，17 年业绩有望释放。**2017 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.5 亿元，同比增长 213.52%。公司一季度置出了冠捷科技，因此各项成本及费用得到了较好控制，同时由于资产重组于 2017 年 1 月完成，公司已将收购公司去年同期数据纳入合并范围，追溯调整了可比期间的合并报表，因此公司一季度实现的净利润增长为实际净利润增长。今年随着自主可控进程的推进和国产化招标的启动，预计公司将在国产化订单中获取较大份额，帮助公司实现业绩释放。
- **协议转让天津飞腾股权，公司盈利水平有望获得有效提升。**2017 年 3 月，公司发布公告协议收购天津飞腾的华大半导体所有的 13.54% 股权，我们据此判断集团将对芯片产业进行长期规划，未来有望打造芯片与硬件一体化平台。根据对国际上 PC 相关的大型厂商的分析，服务类厂商的利润率显著高于纯硬件厂商。一般讲，芯片在整个纯硬件产业链中占比大概在 40% 上下的水平，净利率可达 18% 左右，而硬件整机厂商的经营性净利率大多在 2% 以内，我们简单测算，可以得到芯片占据整个硬件产业链利润近 70%。通过本次股权转让协议，预计公司未来有望成为集团的整合平台，实现从硬件整机走向芯片、整机与服务相结合的产业链多重利润环节的模式，预计利润率水平相对于传统硬件厂商如联想与浪潮，将得到大幅提升。
- **集团后续仍有增持预期，定增决心巨大。**2016 年 6 月底集团为了提振市场信心已进行大笔增持，市场获得有效反馈。今年 2 月 CEC 集团再次为了提振市场信心做出大笔增持，且规模超出前次增持总规模。目前公司定增价格仍然倒挂，根据此前关于本次增持不超过 2% 的公告，预计后续增持股份在 2630 万股之内。
- **维持“买入”评级：**公司已实施换股合并，股本扩大至 29.44 亿股，考虑已公告增发但尚未实施的 5.64 亿股股本，公司 2017 股本将达到 35 亿股。我们预计 2017/2018/2018 年净利润分别为 9.48/13.99/20.44 亿元，考虑 2017 年股本扩大，摊薄 EPS 分别为 0.27/0.40/0.58 元，现价对应 PE35/24/16 倍。看好公司作为中国电子信息安全产业的重要载体和平台，随着信息安全地位日益提升，军民融合进度加速，中长期投资价值凸显，维持“买入”的投资评级，维持目标价 16.46 元。
- **风险提示：**国产替代推进不及预期；业务整合风险；业绩承诺不达标。

	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	38757.3	34737.7	38919.0	41608.0	营业收入	69128.2	53056.1	61633.1	69423.0
现金	397.7	17784.7	14776.5	16962.2	营业成本	62354.8	44963.1	52411.8	58482.0
应收款项	770.7	8586.5	8490.8	10399.6	营业税金及附加	146.1	274.3	289.1	347.1
存货	378.9	4652.6	4616.5	5601.3	营业费用	2611.5	2546.7	2773.5	3124.0
其他	37210.0	3713.9	11035.2	8644.8	管理费用	3085.5	4354.1	4798.6	5418.5
非流动资产	2103.6	2435.6	2394.0	2331.6	财务费用	391.7	46.8	6.9	8.3
长期股权投资	37.8	37.8	37.8	37.8	投资净收益	74.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	1458.7	1794.2	1756.2	1697.4	其他	-276.2	-36.5	-36.5	-36.5
无形资产	106.2	102.6	99.1	95.6	营业利润	336.7	834.6	1316.8	2006.5
其他	500.9	500.9	500.9	500.9	营业外净收支	260.3	180.0	180.0	180.0
资产总计	40860.9	37173.3	41313.0	43939.6	利润总额	597.0	1014.6	1496.8	2186.5
流动负债	30120.7	18865.6	22705.5	24903.3	所得税费用	382.4	67.0	98.0	142.1
短期借款	479.8	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	181.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	701.2	8127.5	8069.2	9787.5	归属母公司净利润	33.1	947.6	1398.7	2044.4
其他	28939.7	10738.1	14636.3	15115.8	EBIT	1089.0	921.4	1363.7	2054.8
非流动负债	1235.1	1255.1	1275.1	1295.1	EBITDA	2083.2	1031.5	1490.8	2190.0
长期借款	975.1	975.1	975.1	975.1					
其他	259.9	279.9	299.9	319.9	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	31355.7	20120.7	23980.5	26198.3	摊薄每股收益(元)	0.03	0.27	0.40	0.58
少数股东权益	6734.7	6734.7	6734.7	6734.7	每股净资产(元)	2.09	2.94	3.02	3.14
归属母公司股东权益	2770.5	10318.0	10597.7	11006.6	发行在外股份(百万股)	1323.6	3508.0	3508.0	3508.0
负债和股东权益总计	40860.9	37173.3	41313.0	43939.6	ROIC(%)	3.3%	13.6%	38.0%	46.8%
					ROE(%)	1.2%	9.2%	13.2%	18.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	9.6%	14.7%	14.5%	15.3%
经营活动现金流	2074.6	11364.3	-1763.7	3934.1	EBIT Margin(%)	1.6%	1.7%	2.2%	3.0%
投资活动现金流	-550.8	-97.4	-125.5	-112.8	销售净利率(%)	0.0%	1.8%	2.3%	2.9%
筹资活动现金流	-488.7	6120.1	-1119.0	-1635.5	资产负债率(%)	76.7%	54.1%	58.0%	59.6%
现金净增加额	1274.3	17387.0	-3008.2	2185.8	收入增长率(%)	-5.2%	-23.2%	16.2%	12.6%
企业自由现金流	-306.1	11139.8	-2053.6	3658.1	净利润增长率(%)	-192.9%	2758.8%	47.6%	46.2%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>