

公司研究/公告点评

2017年07月09日

计算机软硬件/计算机设备 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.47  
合理价格区间(元): 16.1~17.4

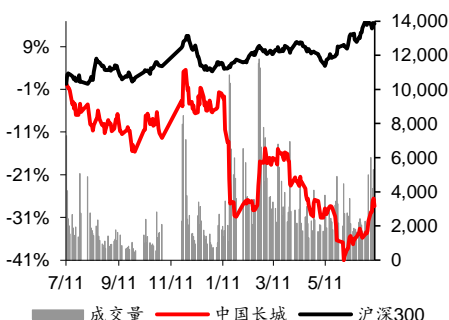
**高宏博** 执业证书编号: S0570515030005  
研究员 010-56793966  
gaohongbo@htsc.com

**蔡嵩松** 010-56793963  
联系人 caisongsong@htsc.com

相关研究

- 1 《中国长城(000066,买入): 软博会放异彩,生态形成待项目落地》2017.07
- 2 《中国长城(000066,买入): 重组完成,自主可控巨轮即将起航》2017.05
- 3 《长城电脑(000066,买入): 注入飞腾,中国版 IBM 和 Intel 联合》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

# 半年度业绩超预期,全年高增长可期

## 中国长城(000066)

### 半年度业绩超预期,整合增效全年业绩高增长可期

中国长城发布 2017 年半年度业绩预告, 预计 2017 年上半年归母净利润 2.5 亿元至 3.3 亿元, 同一口径下上年同期归母净利润 1.637 亿元, 同比增长 53%至 102%, 超出市场预期。2017 年 1 月, 公司重大资产重组项下的四家公司整合及冠捷科技有限公司置出实施完成, 在下半年尤其是四季度收入确认占全年大部分的情况下, 半年报业绩超预期, 整合增效显现出积极成果, 全年业绩高增长可期。

### 项目启动在即, 市场空间广阔

党政国产替换启动在即, 预计十三五期间可达千亿规模, 其中服务器终端占比 20%以上, 公司有望达到一半以上的市场占有率, 纯硬件收入可达百亿, 扩展到关键领域, 可达十倍市场空间。再叠加解决方案和服务收入, 未来必将成为公司重要盈利增长点。

### 中国电子自主可控生态体系建设完善, 基于飞腾全国产硬件优势明显

中国电子所属中国软件、中国长城、天津飞腾等单位, “换道超车, 替代升级”, 在安全可靠软硬件技术、标准、产品、解决方案、生态体系建设取得显著成果, 公司基于飞腾平台的终端和服务产品直通率已经接近 X86 架构的产品。

### 获得天津飞腾 13.54%股权注入, “整机+CPU”核心技术体系形成

中国长城成为国内全自主可控“整机+CPU”第一平台, 实现核心关键技术、整机与服务相结合的产业链经营模式, 为进一步将公司打造为 CEC 网络安全和信息化专业子集团及国家信息安全领域领军企业, 围绕自主可控的内外部优质资产预计将持续整合注入。

### 控股股东有望继续增持, 增发势在必行

中国电子前期已增持公司股份 3.26 亿股, 占公司已发行总股份的 1.107%, 根据承诺, 后续有望继续增持 2630 万股。配套融资方案有效期 12 个月到今年 8 月底截止, 目前股价距增发价仍有 38%空间。重组及配套增发事关国家级自主可控项目和集团核心战略布局, 集团和公司将力保其顺利完成。

### 拟筹划股权激励, 公司成为中国电子混改首家试点

母公司中国电子决定将公司确定为 2017 年度中长期激励试点单位, 公司拟筹划及推出股权激励计划, 以建立、健全中国长城体系下的激励机制, 充分调动公司管理团队和核心技术(业务)人员的积极性, 提升核心团队凝聚力和竞争力, 保障公司战略目标的实现。中国电子混改迈出第一步。

### 军民融合自主可控有望爆发, 维持买入评级

我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 8.5、12、15.6 亿元, 对应 PE33、23、18 倍。公司围绕飞腾 CPU 已形成自主可控核心硬件体系, 静待项目落地未来空间广阔, 维持买入评级。

风险提示: 宏观经济不达预期, 自主可控进度不达预期。

### 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)	72,936	69,128	102,581	143,613	186,697
+/-%	(5.53)	(5.22)	48.39	40.00	30.00
归属母公司净利润(百万元)	(35.67)	33.15	849.78	1,200	1,560
+/-%	(372.79)	(7.06)	2,464	41.26	29.95
EPS(元, 最新摊薄)	(0.03)	0.03	0.29	0.41	0.53
PE(倍)	(351.43)	378.14	32.81	23.23	17.87

### 公司基本资料

总股本(百万股)	2,944
流通 A 股(百万股)	2,491
52 周内股价区间(元)	7.79-13.70
总市值(百万元)	27,880
总资产(百万元)	14,333
每股净资产(元)	2.22

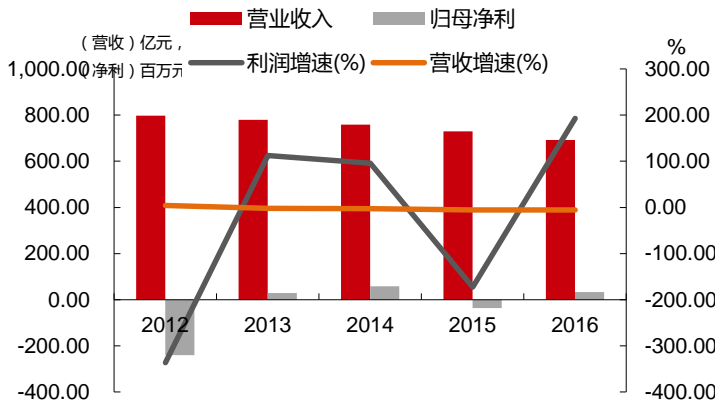
资料来源: 公司公告

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 重组完成，2017年一季度四家报表正式合并

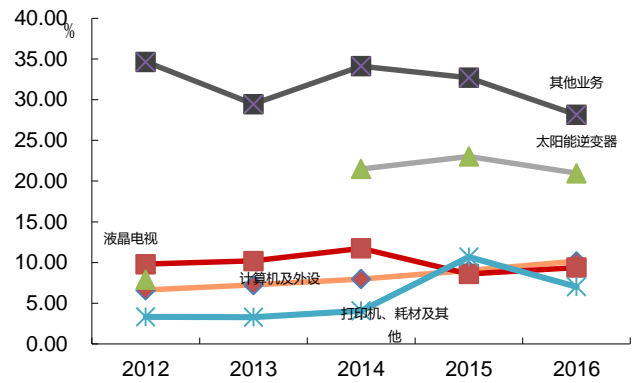
中国长城发布 2016 年年度业绩报告，2016 年营业收入为 691.28 亿元，较上年同期减 5.22%；归母净利润为 3314.78 万元，上年同期亏损 3566.67 万元；扣非归母净利润为 3815.54 万元，上年同期亏损 3746 万元。同时公司发布 2017 年一季度业绩报告，报告期内营业收入为 24.18 亿元，较上年同期减 85.58%；归母净利润为 1.5 亿元，较上年同期增 213.52%；扣非归母净利润为 1.16 亿元，较上年同期增 491.90%。

图表1：中国长城近五年业绩



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：中国长城各项业务毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 冠捷亏损置出，军工收入增加，净利润大幅增长

公司 2016 年实施了重大资产重组，将长城电脑、长城信息、中原电子、圣非凡四家公司整合及冠捷科技置出，并于 2017 年 1 月实施完成。截止 2016 年 12 月 31 日，重大资产重组尚未完成，公司 2016 年净利润扭亏主要是由于公司对海外电视业务进行了大幅改革，通过改善通路库存监控管理、强化市场波动应对能力和加强产品研发设计等措施，海外电视业务转好所致。2017 年一季度，随着整合完成，合并报表范围发生了较大变化，公司收入减少主要是由于合并范围减少冠捷科技导致，净利润增幅较大主要是合并范围变化、子公司军工产品和金融行业项目产品收入增加所致。

### 军民融合自主可控巨轮即将起航

作为中国电子“二号系统工程”重要载体及资源整合核心平台，重组后中国长城将成为中国电子自主可控计算的重要载体，中国电子军民融合的信息安全重要平台。军工业务方面着眼国家网军建设、自主可控军事信息系统建设和信息化装备、海洋信息安全产业等方面的军工业务市场，成为国家军事信息系统和装备的重要提供商及服务商；网络安全与信息化业务方面，重点发展自主可控私有云/混合云解决方案，并向云计算服务运营拓展；军民融合业务方面，实现军民融合产业深度发展和军工及民用业务的协同共进。军民融合自主可控巨轮即将起航。

### 自主可控产品优势明显，未来市场空间广阔

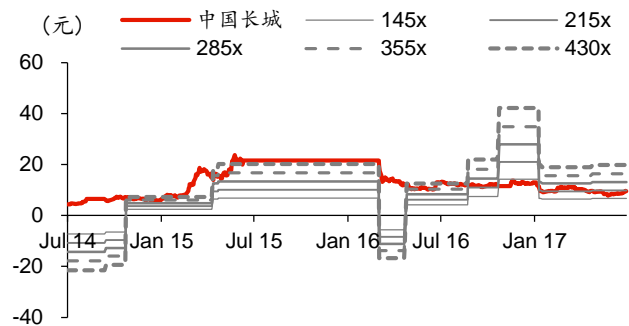
公司完成了基于飞腾平台的终端和服务器的产品的统型、优化、测试验证和试生产工作，产品的直通率已经接近 X86 架构的产品。在工信部最大规模和最长时间的测试中，长城的飞腾终端和服务器排名第一，此次测试选用长城的飞腾终端和服务器的系统集成商数量排名第一，为即将展开的重大试点示范项目奠定了基础，预计十三五期间可达千亿规模，公司有望达到一半以上的市场占有率，市场空间广阔。

### 军民融合自主可控有望爆发，维持买入评级

我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 8.5 亿元、12 亿元、15.6 亿元，对应 PE33、24、18 倍。公司信息安全自主可控、军工电子等业务前景良好，CEC 具有大量相关优质未上市资产，进一步注入预期强烈，维持买入评级。

**PE/PB – Bands**

**图表3: 中国长城历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表4: 中国长城历史 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	30,325	38,757	36,603	43,847	53,188
现金	3,687	397.69	21,543	24,046	27,247
应收账款	11,310	657.30	1,024	1,429	1,853
其他应收账款	593.82	38.65	57.35	80.29	104.38
预付账款	247.65	72.33	107.09	149.92	194.90
存货	8,686	378.88	560.97	785.35	1,021
其他流动资产	5,800	37,212	13,311	17,357	22,767
非流动资产	9,131	2,104	1,485	(163.94)	(1,595)
长期投资	445.13	37.84	37.84	37.84	37.84
固定投资	3,656	563.04	778.04	669.77	399.87
无形资产	925.56	106.17	(685.52)	(1,446)	(2,253)
其他非流动资产	4,103	1,396	1,354	574.02	219.38
资产总计	39,456	40,861	38,088	43,683	51,593
流动负债	26,575	30,121	25,806	30,275	36,533
短期借款	1,633	379.79	0.00	0.00	0.00
应付账款	14,074	584.82	10,303	12,192	14,438
其他流动负债	10,868	29,156	15,503	18,083	22,095
非流动负债	4,178	1,235	1,797	1,649	1,627
长期借款	2,965	975.14	975.14	975.14	975.14
其他非流动负债	1,213	259.91	821.78	673.93	651.54
负债合计	30,753	31,356	27,603	31,924	38,159
少数股东权益	6,113	6,735	6,773	6,828	6,886
股本	1,324	1,324	2,944	2,944	2,944
资本公积	694.36	698.58	(921.89)	(921.89)	(921.89)
留存公积	929.14	962.30	1,598	2,798	4,358
归属母公司股	2,590	2,770	3,711	4,932	6,548
负债和股东权益	39,456	40,861	38,088	43,683	51,593

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,687	2,075	21,118	1,745	2,730
净利润	(194.81)	214.63	888.27	1,255	1,618
折旧摊销	1,160	1,082	518.08	604.29	654.06
财务费用	1,650	391.66	(18.00)	(18.00)	(18.00)
投资损失	(901.06)	(74.35)	(74.35)	(74.35)	(74.35)
营运资金变动	818.98	23.87	19,665	(86.67)	424.52
其他经营现金	(845.70)	436.93	138.08	65.24	125.10
投资活动现金	(1,264)	(550.85)	(63.63)	884.51	456.93
资本支出	1,132	948.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	(399.59)	336.95	398.77	(199.39)	99.69
其他投资现金	(531.11)	734.56	335.14	685.12	556.63
筹资活动现金	(294.37)	(488.71)	91.14	(126.79)	14.91
短期借款	282.59	(1,253)	(379.79)	0.00	0.00
长期借款	1,740	(1,990)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	1,620	0.00	0.00
资本公积增加	5.55	4.22	(1,620)	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,322)	2,750	470.93	(126.79)	14.91
现金净增加额	47.30	1,274	21,145	2,503	3,202

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	72,936	69,128	102,581	143,613	186,697
营业成本	66,266	62,355	92,323	129,252	168,028
营业税金及附加	93.44	146.13	234.00	327.60	507.78
营业费用	2,835	2,612	3,740	5,124	6,917
管理费用	2,836	2,927	3,810	5,144	7,201
财务费用	1,650	391.66	(18.00)	(18.00)	(18.00)
资产减值损失	563.20	384.79	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	232.07	(50.20)	90.93	20.36	55.65
投资净收益	901.06	74.35	74.35	74.35	74.35
营业利润	(175.45)	336.66	2,637	3,859	4,172
营业外收入	295.28	323.73	323.73	323.73	323.73
营业外支出	24.91	63.40	0.20	0.20	0.20
利润总额	94.93	596.98	2,961	4,183	4,495
所得税	289.74	382.35	2,073	2,928	2,877
净利润	(194.81)	214.63	888.27	1,255	1,618
少数股东损益	(159.14)	181.48	38.49	54.37	58.44
归属母公司净利润	(35.67)	33.15	849.78	1,200	1,560
EBITDA	2,635	1,810	3,137	4,445	4,808
EPS (元)	(0.03)	0.03	0.29	0.41	0.53

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(5.53)	(5.22)	48.39	40.00	30.00
营业利润	(125.29)	91.89	683.41	46.33	8.10
归属母公司净利润	(372.79)	(7.06)	2,464	41.26	29.95
获利能力 (%)					
毛利率	9.15	9.80	10.00	10.00	10.00
净利率	(0.05)	0.05	0.83	0.84	0.84
ROE	(1.38)	1.20	22.90	24.34	23.82
ROIC	19.31	7.20	(24.10)	(31.37)	(29.15)
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.94	76.74	72.47	73.08	73.96
净负债比率 (%)	16.81	4.64	5.20	4.18	3.47
流动比率	1.14	1.29	1.42	1.45	1.46
速动比率	0.79	1.27	1.39	1.42	1.42
营运能力					
总资产周转率	1.82	1.72	2.60	3.51	3.92
应收账款周转率	6.04	11.28	114.28	111.59	108.12
应付账款周转率	4.55	8.51	16.96	11.49	12.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.01)	0.01	0.29	0.41	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.70	7.17	0.59	0.93
每股净资产(最新摊薄)	0.88	0.94	1.26	1.68	2.22
估值比率					
PE (倍)	(351.43)	378.14	32.81	23.23	17.87
PB (倍)	4.84	4.52	7.51	5.65	4.26
EV_EBITDA (倍)	13.36	19.45	11.22	7.92	7.32

## 免责声明

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、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：A0K809

©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

### 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

### 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

### 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