营收高速增长，政府补贴资金充足

中科曙光(603019)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	40.07
合理价格区间(元):	44.3~50.6

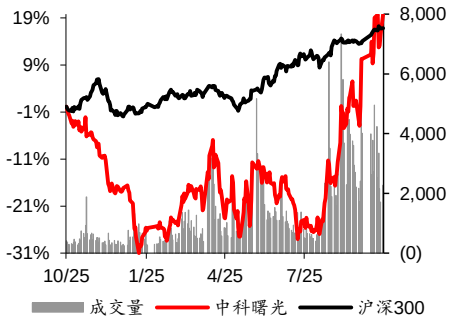
高宏博 研究员 执业证书编号：S0570515030005
010-56793966
gaohongbo@htsc.com

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

相关研究

1《中科曙光(603019,买入)：营收稳步提升，费用控制良好》2017.08
2《中科曙光(603019,买入)：营收稳定,投资收益影响净利润增速》2017.04
3《中科曙光(603019,买入)：城市云积极推进，CPU未来可期》2017.04

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）	401.75
52周内股价区间（元）	23.14-40.07
总市值（百万元）	25,766
总资产（百万元）	8,957
每股净资产（元）	4.54

资料来源：公司公告

营业收入稳步提升，扣非净利润大幅增长

中科曙光发布2017年三季报，公司前三季实现营业收入37.89亿元，同比增长43%；利润总额1.02亿元，同比增长0.6%；归属于上市公司股东的净利润7570万元，同比增长1.53%；扣非后归属于上市公司股东的净利润6016万元，同比增长106.48%，符合市场预期。

去年海光投资收益影响本期净利润增速，新增政府补助未影响当期损益

报告期内公司各业务线运行良好，营业收入稳步增长，三季度单季营收同比增长67%；由于2016年参股子公司天津海光其他股东增资估值溢价导致公司2016年上半年形成投资收益2918.07万元，使去年同期投资收益达到3340.58万元，影响了本期的净利润增速；2017年8月30日和9月29日，公司分别收到南京和青岛政府拨付的政府补助共计4亿元，计入递延收益未影响当期损益，但将对全年业绩贡献效果显著。

全面落实“数据中国”城市云战略，地方政府支持提供资金保障

公司在“数据中国”战略中提出从硬件设备提供商向领先的数据综合服务商进军的计划。推出“城市云品牌连锁”、“智慧城市联合体”等举措，目前公司已累计建设40余个城市云中心，初步形成了规模性云数据网络。为落实云战略快速落地，公司在南京、青岛等地相继成立了子公司并取得了当地政府支持，我们认为随着曙光各地子公司的相继设立和投资到位，政府扶持政策和补贴资金将陆续落实，充裕资金助力“数据中国”落地。

获得AMD X86架构授权，国产化市场利润空间广阔

公司获得架构授权的X86芯片是AMD最先进Zen处理器，性能功耗均全面超越Intel最新i7系列，市场竞争力强。根据IDC统计，2016年中国X86国内服务器商用市场接近500亿元。我们预计2016～2018年服务器行业年均增长率20%，2018年国内服务器商用市场达700亿元；政府军队等受控市场规模约为国内服务器商用市场20%，共计140亿元。按照CPU占服务器总成本30%及20%净利率，我们测算2018年X86架构CPU国产化利润空间共计50.4亿元。

与寒武纪强强联合，人工智能云服务器大有可为

全球深度学习处理器技术领先的寒武纪科技源自中科院计算所，与中科曙光渊源深厚，2016年双方签订了战略合作协议，未来将在深度学习云服务器领域展开全面合作。我们认为未来寒武纪云端处理器芯片推出后，双方将展开深入合作，构建使用寒武纪处理器的AI云服务器，AI时代大有可为。

国产CPU加速推进，人工智能服务器明日之星，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89倍、63倍和45倍。作为人工智能未来之星，公司PE距离人工智能龙头科大讯飞2018年PE 88倍存在差距，认可给予公司2018年70~80倍PE，对应目标价44.3～50.6元，虽然公司估值较高，我们认为存在短期交易机会。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。

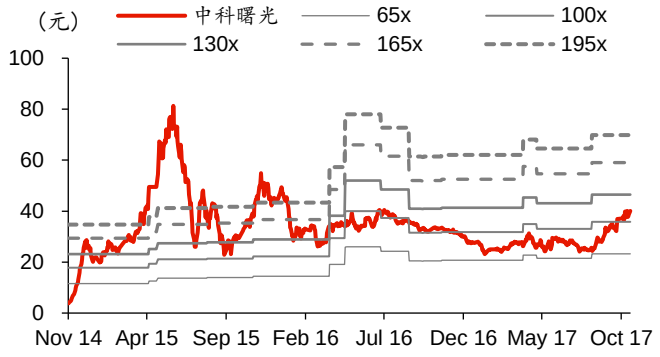
经营预测指标与估值

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
归属母公司净利润（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，最新摊薄）	0.59	0.35	0.45	0.63	0.89
PE（倍）	67.96	114.90	88.54	63.38	45.20

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

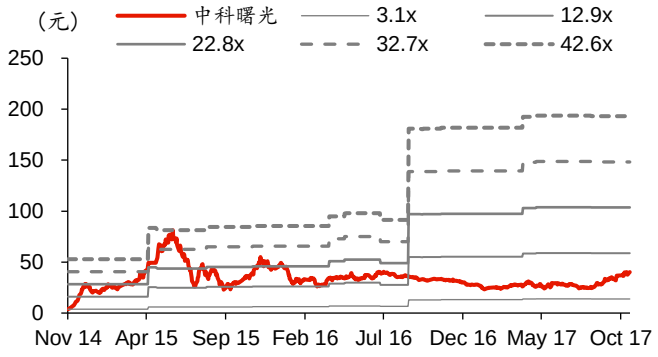
PE/PB - Bands

图表1： 中科曙光历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 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	3,581	4,825	6,636
现金	1,248	1,363	249.80	200.00	200.00
应收账款	1,188	1,369	1,809	2,528	3,535
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	5,790	7,055	8,891
流动负债	2,684	2,573	2,023	2,867	4,119
短期借款	1,123	1,017	0.00	63.26	283.18
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	3,320	4,577
少数股东权益	135.09	173.17	177.67	183.94	192.75
股本	300.00	643.02	643.02	643.02	643.02
资本公积	394.85	1,575	1,575	1,575	1,575
留存公积	640.53	672.78	926.54	1,333	1,903
归属母公司股	1,340	2,905	3,145	3,551	4,121
负债和股东权益	4,621	6,132	5,790	7,055	8,891

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)	(16.50)	(75.65)	(176.92)
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)	(304.33)	(533.87)	(822.77)
其他经营现金	15.05	(1.63)	(19.04)	30.10	49.65
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	(1,053)	81.68	238.13
短期借款	700.03	(105.70)	(1,017)	63.26	219.93
长期借款	(15.00)	(20.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	343.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.04	1,180	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	146.68	88.40	(35.94)	18.42	18.21
现金净增加额	666.41	88.76	(1,113)	(49.80)	0.00

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	235.45	354.56	330.79	471.93	668.19
EPS (元)	0.59	0.35	0.45	0.63	0.89

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	9.25	11.45	13.83
ROIC	13.56	13.29	10.86	13.60	15.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.09	49.80	42.62	47.06	51.48
净负债比率 (%)	37.43	34.62	1.52	3.05	7.02
流动比率	1.24	1.53	1.77	1.68	1.61
速动比率	1.03	1.28	1.36	1.28	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.81	0.95	1.24	1.39
应收账款周转率	4.10	3.32	3.48	3.59	3.59
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)	0.28	0.35	0.45	0.63	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	(0.38)	(0.03)	(0.12)	(0.28)
每股净资产(最新摊薄)	2.08	4.52	4.89	5.52	6.41
估值比率					
PE (倍)	67.96	114.90	88.54	63.38	45.20
PB (倍)	8.97	8.87	8.19	7.26	6.25
EV_EBITDA (倍)	105.29	69.92	74.95	52.53	37.10

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