

中国长城 (000066)

2019年06月24日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

天津飞腾股权转让超预期，自主可控硬件平台地位更加牢固

买入 (维持)

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,009	11,680	13,887	16,277
同比 (%)	5.3%	16.7%	18.9%	17.2%
归母净利润 (百万元)	987	1,050	1,260	1,500
同比 (%)	69.9%	6.4%	19.9%	19.1%
每股收益 (元/股)	0.34	0.36	0.43	0.51
P/E (倍)	29	27	23	19

事件:

公司控股股东和实际控制人中国电子拟将中国振华持有的天津飞腾 21.46% 股权以协议方式转让给公司，并继续推进华大半导体持有的天津飞腾 13.54% 股权以协议方式转让给中国长城。

投资要点

■ **天津飞腾股权转让进度和比例均超预期，长城硬件平台的地位更加牢固:** 公司曾于 2017 年 3 月 17 日通过了华大半导体持有天津飞腾 13.54% 股权转让的协议，本次拟收购的天津飞腾部分股权的交易对方将由原华大半导体扩大至华大半导体和中国振华，拟收购比例也将由原 13.54% 增加至 35.00%。不论是转让的进度上还是股权比例上均超出市场预期。天津飞腾和中国长城均是中国电子集团自主可控业务生态链的重要组成部分，此次转让也是集团为了进一步推进自主可控业务专业化的整合，中国长城作为集团硬件平台的地位更加突出，并将提升公司在自主可控生态体系建设中的整体实力。

■ **天津飞腾芯片性能和生态均满足产业化条件，业务也已进入盈利期:** 在 ARMv8 指令集兼容的现有产品中，天津飞腾 FT-2000+/64 在单核计算能力、单芯片并行性能、单芯片 cache 一致性规模、访存带宽等指标上处于国际先进水平，可应用于高性能、高吞吐率服务器领域，如对处理能力和吞吐能力要求很高的行业大型业务主机、高性能服务器系统和大型互联网数据中心等。目前国产操作系统和国产软件产品也已完成了 FT-2000 系列芯片平台上的全面适配工作。根据此前华大半导体股权转让协议显示，天津飞腾 2016 年的营收 1945.79 万元，净利润为 22.27 万元，已经实现略微盈利，我们预计目前天津飞腾已经进入稳定盈利期。

■ **公司整体盈利水平有望进一步提升:** 天津飞腾作为公司自主可控业务的必备芯片供应商，此次股权转让完成后将进一步增厚公司在自主可控业务方面的盈利能力。目前公司以飞腾 CPU+麒麟 OS 的“PK”计算机体系和国产云解决方案在电子政务和民品市场也取得了重大突破，已经能够满足初步办公需求，并且和国内诸多互联网云计算平台也已完成适配。作为目前市场上应用最为成熟的自主可控体系，必将率先受益于这一轮的国产放量。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36 元/0.43 元/0.51 元，目前股价对应 PE 分别为 27/23/19 倍。自主可控有望在明年开始大规模放量，公司的 PK 体系作为国内生态最完善的国产化体系，将持续受益，维持“买入”评级，目标价 13.09 元。

■ **风险提示:** 重组整合进展低于预期；自主可控推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.68
一年最低/最高价	4.63/11.63
市净率(倍)	4.51
流通 A 股市值(百万元)	24110.14

基础数据

每股净资产(元)	2.14
资产负债率(%)	56.76
总股本(百万股)	2936.17
流通 A 股(百万股)	2490.72

相关研究

- 1、《中国长城 (000066): 净利润实现高增长，自主可控在多领域持续突破》2019-04-30
- 2、《中国长城 (000066): 第四季度高新电子业务逆转，自主可控在电子政务+民品市场齐发力》2019-01-23
- 3、《中国长城 (000066): 上半年业绩承压，自主可控业务稳步推进》2018-09-02

中国长城三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,462	10,459	11,291	13,501	营业收入	10,009	11,680	13,887	16,277
现金	3,376	616	3,721	2,041	减:营业成本	7,815	8,983	10,555	12,277
应收账款	0	2,534	479	3,053	营业税金及附加	73	55	77	105
存货	1,984	2,170	2,711	2,967	营业费用	377	409	472	537
其他流动资产	4,101	5,139	4,380	5,441	管理费用	606	1,355	1,597	1,856
非流动资产	6,541	6,878	7,147	7,422	财务费用	43	49	15	-20
长期股权投资	309	568	823	1,072	资产减值损失	95	100	133	150
固定资产	1,920	2,245	2,510	2,701	加:投资净收益	813	460	396	331
在建工程	2,209	1,915	1,740	1,643	其他收益	0	45	-1	11
无形资产	538	659	676	715	营业利润	1,328	1,414	1,693	2,015
其他非流动资产	1,564	1,491	1,399	1,292	加:营业外净收支	-7	-9	-8	-8
资产总计	16,002	17,337	18,438	20,923	利润总额	1,321	1,405	1,685	2,006
流动负债	7,171	7,754	7,838	9,067	减:所得税费用	264	281	337	401
短期借款	2,023	2,023	2,023	2,023	少数股东损益	69	74	88	105
应付账款	2,147	2,294	2,925	3,145	归属母公司净利润	987	1,050	1,260	1,500
其他流动负债	3,000	3,437	2,890	3,898	EBIT	1,424	1,505	1,772	2,064
非流动负债	2,181	1,955	1,705	1,457	EBITDA	1,653	1,923	2,300	2,711
长期借款	1,244	1,018	768	520					
其他非流动负债	937	937	937	937	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	9,352	9,709	9,543	10,524	每股收益(元)	0.34	0.36	0.43	0.51
少数股东权益	410	484	572	677	每股净资产(元)	2.13	2.43	2.83	3.31
					发行在外股份(百万股)	2936	2936	2936	2936
归属母公司股东权益	6,240	7,144	8,323	9,722	ROIC(%)	10.2%	10.6%	11.6%	12.3%
负债和股东权益	16,002	17,337	18,438	20,923	ROE(%)	15.9%	14.7%	15.2%	15.4%
					毛利率(%)	21.9%	23.1%	24.0%	24.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.9%	9.0%	9.1%	9.2%
经营活动现金流	45	-1,559	3,851	-773	资产负债率(%)	58.4%	56.0%	51.8%	50.3%
投资活动现金流	-490	-250	-401	-581	收入增长率(%)	5.3%	16.7%	18.9%	17.2%
筹资活动现金流	688	-951	-344	-326	净利润增长率(%)	69.9%	6.4%	19.9%	19.1%
现金净增加额	259	-2,760	3,105	-1,680	P/E	29	27	23	19
折旧和摊销	229	418	528	647	P/B	4.55	3.98	3.41	2.92
资本开支	825	79	14	26	EV/EBITDA	18.38	16.88	12.69	11.34
营运资本变动	-613	-2,645	2,356	-2,663					

数据来源: 贝格数据, 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。

东吴证券投资评级标准:

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个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>

