

# 长城电脑（000066）点评报告

## 协议收购天津飞腾，平台布局进一步完善 买入（维持）

2017年3月20日

首席证券分析师郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

[haob@dwzq.com.cn](mailto:haob@dwzq.com.cn)

021-60199781

研究助理陈晨

[chenchen@dwzq.com.cn](mailto:chenchen@dwzq.com.cn)

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	72,936	73,839	52,494	61,640
同比(+/-%)	(3.8)	1.2	(28.9)	17.4
净利润(百万元)	-36	45	948	1399
同比(+/-%)	(161.8)	100.0	2009.6	47.6
毛利率(%)	9.0	8.7	13.7	15.4
净资产收益率(%)	(1.4)	1.7	30.1	36.4
摊薄每股收益(元)	-0.03	0.03	0.27	0.40
P/E	-414	329	41	28
P/B	6	6	12	10

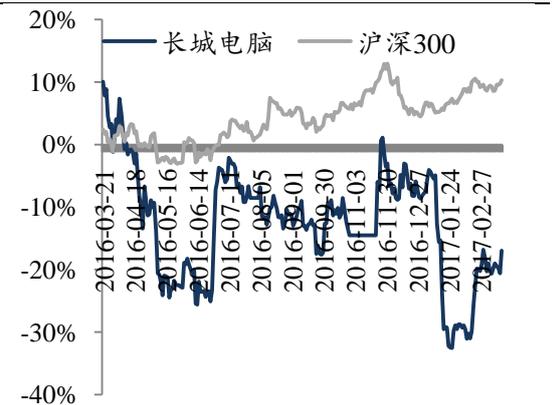
**事件：**公司公告与华大半导体有限公司经友好协商签署了《关于转让天津飞腾信息技术有限公司 13.54% 股权之股权转让框架协议》，收购价格待后续确定。

### 投资要点

■ **协议转让天津飞腾股权，后续注入预期强烈。**目前天津飞腾股东包括国家超级计算天津中心（持股 33.33%）、天津滨海新区科技金融投资集团有限公司（31.67%）、振华电子集团（21.46%）、华大半导体（13.54%），其中振华电子集团和华大半导体均为 CEC 集团二级企业。本次协议转让华大半导体持有的天津飞腾全部 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。

■ **飞腾芯片满足产业化条件，与公司强强联手。**天津飞腾主要负责集团的芯片研发业务，旗下的飞腾 1500A 和飞腾 2000 系列涵盖桌面终端、中低端服务器、高端服务器等多个领域。飞腾 1500A 芯片主要定位于桌面终端及中低端服务器，与上一代飞腾 1500 及上上一代飞腾 1000 差别显著。飞腾 2000 主要定位于高端服务器，采用 64 核处理器，性能优越。飞腾上两代产品的架构是 SPARC，而飞腾 1500A 与 2000 则是基于 ARM 架构的完全自主可控国产芯片，制程采用 28nm 先进制程。与上一代国产芯片相比，性能提升数倍，具有高性能、低功耗等特点，关键技术国内领先，可实现对 Intel 中高端“至强”服务器芯片的替代。目前飞腾 1500A 芯片在专业性能测试中与 X86 架构下的英特尔酷睿 i5 评分相差无几，能够满足除办公外多种需求，具备国产替代条件。同样性能位居前列的申威系芯片的主要短板在于其内存系统不能够满足要求。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.16
一年最低价/最高价	9.06 / 15.20
市净率	15.0
流通 A 股市值(百万元)	27799.9

### 基础数据

每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	77.56
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：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

- **纵观产业链，芯片与服务是主要的利润来源环节。**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。从最新一期年报的财务数据上比较来看，国内硬件的代表厂商浪潮信息的收入规模为 100 亿元人民币，毛利率和联想基本持平，净利率 4.42% 处于低位。而芯片领域龙头英特尔收入规模 593 亿美元，毛利率高达 60.94%，净利率 17.37%；目前主打服务的 IBM 集团收入规模 799 亿美元，毛利率 47.92%，净利率 14.86%。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%。
- **新长城业务有望从硬件走向芯片+硬件+服务，有效提升利润率水平。**新长城作为 CEC 集团旗下的整机平台，未来除发展其现已经具备的硬件业务之外，集团负责芯片业务的副总已经调任公司董事长。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：**我们预计 2016/2017/2018 年净利润分别为 0.45/9.48/13.99 亿元，考虑 2017 年股本扩大，摊薄 EPS 分别为 0.03/0.27/0.40 元，现价对应 PE329/41/28 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，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。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>30325.4</b>	<b>31937.2</b>	<b>24975.9</b>	<b>29205.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>72935.9</b>	<b>73838.6</b>	<b>52493.7</b>	<b>61639.7</b>
现金	3687.5	4936.6	6133.2	7223.3	营业成本	66265.8	67304.5	45220.8	52033.8
应收款项	14947.3	15505.4	11023.1	12943.7	营业税金及附加	93.4	94.6	78.7	123.1
存货	8686.0	9036.6	6071.5	6986.3	营业费用	2835.5	2870.6	2257.2	2650.5
其他	3004.6	2458.7	1748.0	2052.5	管理费用	3020.6	2889.7	2433.2	3209.7
<b>非流动资产</b>	<b>9130.7</b>	<b>8527.1</b>	<b>7704.1</b>	<b>6833.1</b>	财务费用	1650.4	308.5	297.8	293.8
长期股权投资	445.1	445.1	445.1	445.1	投资净收益	901.1	198.0	245.0	250.0
固定资产	4465.9	3880.9	3076.4	2223.9	其他	-146.6	-681.5	-281.5	-281.5
无形资产	925.6	907.1	888.5	870.0	<b>营业利润</b>	<b>-175.4</b>	<b>-112.7</b>	<b>2169.3</b>	<b>3297.3</b>
其他	3294.1	3294.1	3294.1	3294.1	营业外净收支	270.4	225.0	200.0	200.0
<b>资产总计</b>	<b>39456.1</b>	<b>40464.3</b>	<b>32680.0</b>	<b>36039.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>94.9</b>	<b>112.3</b>	<b>2369.3</b>	<b>3497.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>26575.2</b>	<b>27498.9</b>	<b>19240.7</b>	<b>21900.2</b>	所得税费用	289.7	67.4	1421.6	2098.4
短期借款	2205.6	2000.0	2000.0	2000.0	少数股东损益	-159.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	15156.3	15773.8	10598.2	12194.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-35.7</b>	<b>44.9</b>	<b>947.7</b>	<b>1398.9</b>
其他	9213.3	9725.1	6642.5	7705.3	EBIT	905.0	697.8	2522.2	3641.1
<b>非流动负债</b>	<b>4177.7</b>	<b>4177.7</b>	<b>4177.7</b>	<b>4177.7</b>	EBITDA	1965.0	1575.5	3424.1	4558.4
长期借款	2965.2	2965.2	2965.2	2965.2					
其他	1212.5	1212.5	1212.5	1212.5	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>30752.9</b>	<b>31676.6</b>	<b>23418.4</b>	<b>26077.9</b>	摊薄每股收益(元)	-0.03	0.03	0.27	0.40
少数股东权益	6112.8	6112.8	6112.8	6112.8	每股净资产(元)	1.96	2.02	0.90	1.10
归属母公司股东权益	2590.4	2674.9	3148.8	3848.2	发行在外股份(百万股)	1323.6	1324.0	3511.0	3511.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39456.1</b>	<b>40464.3</b>	<b>32680.0</b>	<b>36039.0</b>	ROIC(%)	-14.9%	2.3%	9.2%	13.9%
					ROE(%)	-1.4%	1.7%	30.1%	36.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	9.0%	8.7%	13.7%	15.4%
经营活动现金流	1687.4	1442.1	2049.4	2135.8	EBIT Margin(%)	1.2%	0.9%	4.8%	5.9%
投资活动现金流	-1263.9	-27.0	-378.9	-346.3	销售净利率(%)	0.0%	0.1%	1.8%	2.3%
筹资活动现金流	-294.4	-166.0	-473.9	-699.5	资产负债率(%)	77.9%	78.3%	71.7%	72.4%
现金净增加额	47.3	1249.1	1196.7	1090.1	收入增长率(%)	-3.8%	1.2%	-28.9%	17.4%
企业自由现金流	593.7	565.3	1431.7	1547.1	净利润增长率(%)	-161.8%	1	2009.6%	47.6%

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>