

# 中国长城(000066)

## 并表净利润大幅增加，自主可控一体化硬件平台腾飞在即

2018年5月1日

买入(维持)

证券分析师郝彪

执业证书编号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

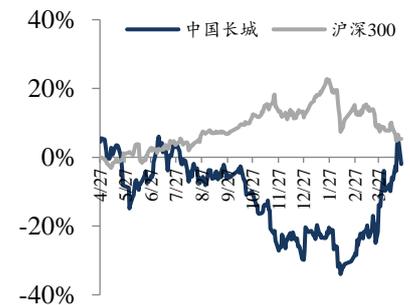
研究助理陈晨

021-60199793

chenchen@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,507	11,649	14,423	18,104
同比(+/-%)	-86.2%	22.5%	23.8%	25.5%
净利润(百万元)	581.04	1509.32	1299.39	1598.01
同比(+/-%)	1652.9%	159.8%	-13.9%	23.0%
毛利率(%)	21.7%	24.8%	23.9%	24.2%
净资产收益率(%)	8.7%	19.1%	14.6%	15.7%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.51	0.44	0.54
P/E	46	18	20	17
P/B	4	3	3	3

### 股价走势



**事件:** 公司发布 2017 年年报和 2018 年一季度报告, 公司 2017 年实现营业收入 95.07 亿元, 同比下降 87.18%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.81 亿元, 同比增长 191.22%; 实现归属上市公司股东的扣非净利润 2.60 亿元, 同比增长 1070.76% (以上均为追溯调整后数据)。将向全体股东每 10 股派发现金红利 0.60 元人民币 (含税)。公司 2018 年一季度实现营业收入 19.29 亿元, 同比下降 20.14%, 归属上市公司股东的净利润为 1.51 亿元, 同比增长 5.11%。

### 投资要点

■ **业绩受资产重组影响较大, 净利润爆发式增长:** 公司 2017 年实现营业收入 95.07 亿元, 同比下降 87.18%; 从净利润角度来看, 公司 2017 年实现归属于上市公司股东的净利润 5.81 亿元, 同比上升 191.22%, 与此前业绩预告符合; 第四季度单季度归母净利润同比增速为 464.89%, 远超前三季度。分产品来看, 公司高新电子、电源产品、信息安全整机及解决方案的营业收入分别为 36.81 亿元、27.18 亿元和 19.92 亿元, 同比增长分别为 6.77%、17.71% 和 -3.79%, 电源产品营收增长较快。毛利率方面, 高新电子、电源产品、信息安全整机及解决方案的毛利率分别为 24.87%、18.14% 和 20.66%, 同比分别变化 1.47pct、0.13pct 和 -0.21pct, 预计未来毛利率有望趋稳。费用方面, 公司的销售费用、管理费用和财务费用同比下降 85.91%、69.77% 和 88.07%。公司营收和三项费用大幅下降主要原因是 2017 年公司重大资产重组项目下的四家公司整合、长城信安股权收购以及冠捷科技置出实施完成, 2017 年合并长城信息、中原电子、圣非凡、长城信安业绩, 剔除冠捷科技, 从而导致本期较上年同期有较大变动。受益于此次重组整合公司净利润爆发增长, 我们预计公司 2018 年将进入加速增长阶段。一季报公司收入下降的主要原因是受到军改的影响, 相关采购目前未恢复, 预计半年度至三季度有望恢复较高增长。从新并表的子公司分项来看, 中原电子 2017 年承诺净利润 1.82 亿元, 完成数为 1.84 亿元, 超额完成目标; 圣非凡承诺净利润 7146 万, 实际完成 3704 万, 完成率只有 51.83%, 未达成绩绩承诺的主要原因是受到军队改制影响, 客户采购计划暂时停滞, 影响了客户采购量, 此外项目科研也受此影响推进迟缓, 预计相关采购 2018 年有望实现恢复。公司与圣非凡根据业绩补偿协议, 将回购公司股份 790.39 万股。

### 市场数据

收盘价(元)	9.02
一年最低/最高价	6.00/10.10
市净率(倍)	4.06
流通 A 股市值(百万元)	22469.09

### 基础数据

每股净资产(元)	2.22
资本负债率(%)	48.16
总股本(百万股)	2944.07
流通 A 股(百万股)	2491.03

### 相关研究

1. 中国长城: 业绩大幅增长, 自主可控航母起飞在即  
-20170709
2. 中国长城: 定增亟待完成, 自主可控平台业绩有望释放  
-20170504
3. 长城电脑: 协议收购天津飞腾, 平台布局进一步完善  
-20170319
4. 长城电脑: 自主可控整机平台, 打造信息安全新长城  
-20170228

■ **协同发展提质增效，开创改革发展新局面：**2017 年公司在高新电子业务利用自身优势积极稳固传统业务市场，在军方二次订货计划取得显著成果；主动抢抓因军改打破市场壁垒所带来的市场机遇，积极拓展战略新兴业务，开拓新军种市场。加快海洋信息化业务发展，新获得国家重大科研专项、预研项目 3 项。推动自主可控业务高效整合与业务协同，在多个重要国产化替代项目中批量试点应用，在专用机领域进入目录并首家开展批量试点部署；公司金融智能网点解决方案占有率第一，实现从工行向建行、中行的全面覆盖，SMART 新产品加快试点应用。电源业务实现较快增长，加快推进电源业务产品高端化、市场国际化战略实施，紧抓云计算和大数据产业发展机遇，实现服务器电源同比较大增长；个人护理、耗材类电源新品销售打开市场。

■ **与百度签订人工智能合作协议，自主可控从党政军到市场化行业应用迈出的重要一步：**公司近期公告与百度达成人工智能领域的合作协议，百度的 ABC 技术（AI、Big Data、Cloud Computing）优势显著，其在人工智能领域的布局也已多样化。此前百度与硬件厂商虽有合作，但合作仍限制在 X86 架构内，本次百度作为互联网巨头与中国长城合作是其在完全自主可控领域进行人工智能技术结合的首次尝试，有力地确认了中国长城在 ARM 体系中的绝对龙头地位、在自主可控软硬件一体化平台建设的成果，同时稳固了中国长城作为自主可控平台厂商在人工智能领域落地的先发优势。本次合作是自主可控从党政军到市场化行业应用迈出的重要一步，基于百度的人工智能技术，中国长城将发挥其自主可控技术的行业深耕优势，打开行业应用。

■ **自主可控芯片长期规划有望落地，打造自主可控硬件一体化平台龙头：**公司已经全面具备了自主可控 PC 和服务器的整机从设计、研发、验证到生产的能力，基于飞腾平台的 PC 和服务器的产品性能保持领先，已开始在多个重要国产化替代项目中试点应用并占据市场主导地位。2017 年公司已公告拟受让华大半导体持有的天津飞腾全部 13.54% 股权，目前该事项仍在进行中，相关股权交割事项尚未完成。一般来说，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%。作为 CEC 旗下信息安全硬件整机平台，我们认为本次收购完成之后，公司的净利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。

■ **股权激励计划完成，国企激励机制有望得到大幅改善：**2018 年 1 月 16 日公司实施股票期权激励计划，同时授予 594 名激励对象 4410 万份股票期权，行权价格为 8.27 元/份。作为 CEC 集团的信息安全业务板块的上市平台，中国长城以股权激励计划为起点，我们预计未来 CEC 集团在激励机制、业务整合、产业链布局等方面将会有进一步的推进，将中国长城真正打造成为以自主可控业务为核心的航母企业。

■ **维持“买入”评级：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.51 元/0.44 元/0.54 元，目前股价对应 PE 分别为 18/20/17 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**军改进展低于预期；后续股权问题低于预期。

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>7923.8</b>	<b>15561.8</b>	<b>24218.2</b>	<b>27198.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>9506.8</b>	<b>11648.7</b>	<b>14423.0</b>	<b>18103.5</b>
现金	3002.4	12744.9	20253.5	22518.8	营业成本	7446.8	8700.0	10910.6	13638.1
应收款项	2935.7	1797.5	2518.6	2977.4	营业税金及附加	77.4	58.2	72.1	90.5
存货	1629.9	902.9	1301.9	1521.4	营业费用	394.6	477.6	576.9	687.9
其他	355.7	116.5	144.2	181.0	管理费用	1142.4	1296.0	1598.0	1941.2
<b>非流动资产</b>	<b>7277.8</b>	<b>7871.7</b>	<b>8191.7</b>	<b>8516.3</b>	财务费用	46.8	118.1	46.1	29.0
长期股权投资	70.9	270.9	270.9	270.9	投资净收益	308.3	1000.0	500.0	400.0
固定资产	3639.4	4073.6	4433.9	4798.8	其他	85.1	0.3	0.3	0.3
无形资产	402.8	362.5	322.3	282.0	<b>营业利润</b>	<b>792.3</b>	<b>1999.1</b>	<b>1719.6</b>	<b>2117.1</b>
其他	3164.7	3164.7	3164.7	3164.7	营业外净收支	-10.7	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>15201.6</b>	<b>23433.5</b>	<b>32410.0</b>	<b>35714.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>781.6</b>	<b>2009.1</b>	<b>1729.6</b>	<b>2127.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>5368.6</b>	<b>12148.9</b>	<b>19872.9</b>	<b>21642.2</b>	所得税费用	85.5	200.9	173.0	212.7
短期借款	1808.7	450.0	450.0	450.0	少数股东损益	115.0	298.8	257.3	316.4
应付账款	2164.2	1390.0	1921.1	2290.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>581.0</b>	<b>1509.3</b>	<b>1299.4</b>	<b>1598.0</b>
其他	1395.7	10308.9	17501.8	18902.0					
<b>非流动负债</b>	<b>2274.4</b>	<b>2294.4</b>	<b>2314.4</b>	<b>2334.4</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>7643.0</b>	<b>14443.3</b>	<b>22187.3</b>	<b>23976.6</b>	摊薄每股收益(元)	0.20	0.51	0.44	0.54
少数股东权益	884.2	1108.4	1301.3	1538.6	每股净资产(元)	2.27	2.68	3.03	3.46
归属母公司股东权益	6674.3	7881.8	8921.3	10199.7	发行在外股份(百万股)	2944.1	2944.1	2944.1	2944.1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15201.6</b>	<b>23433.5</b>	<b>32410.0</b>	<b>35714.9</b>	ROE(%)	8.7%	19.1%	14.6%	15.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	21.7%	24.8%	23.9%	24.2%
经营活动现金流	-402.7	12201.0	8437.9	3288.8	销售净利率(%)	6.1%	13.0%	9.0%	8.8%
投资活动现金流	-4819.8	-798.0	-669.5	-703.9	资产负债率(%)	50.3%	61.6%	68.5%	67.1%
筹资活动现金流	801.3	-1660.5	-259.9	-319.6	收入增长率(%)	-86.2%	22.5%	23.8%	25.5%
现金净增加额	-4424.8	9742.5	7508.5	2265.3	净利润增长率(%)	1652.9%	159.8%	-13.9%	23.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 模型数据为追溯调整前)

## 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>

