

# 积极布局自主可控主板业务，公司有望成为飞腾的美超微

## ——中国长城（000066.SZ）系列报告之三

2019年03月27日

强烈推荐/维持

中国长城 深度报告

### 报告摘要：

美超微受益于与 Intel 的紧密合作，成为发展最快的 IT 设备公司。SMCI 是企业计算、存储和网络解决方案以及绿色计算技术领域的全球领导者，公司与 Intel 合作紧密，会在每次 Intel 推出新款 CPU 时，第一时间推出基于新款 CPU 的基础板卡，帮助主机厂迅速推出整机，从而让消费者能快速享受到 Intel 每次技术进度带来的便利。正因如此，美超微成为了营收增速最快的 IT 设备厂商，6 年增长 5 倍的神话令其他硬件厂商望尘莫及。

中国长城多年专注自主开发，主板设计能力强，通过长城信安和长城银河布局主板研发。自 2000 年开始，中国长城就深入信息安全领域研究，已成为国内唯一一家能同时提供基于龙芯、申威和飞腾三款主流国产 CPU 的安全主板及安全整机系统产品的企业，可以提供从台式机、一体机到服务器的系列产品。公司近年来收购并增资长城信安、设立长城银河，积极布局自主可控主板研发。

公司有望成为飞腾的美超微，受益于自主可控应用推进。中国长城如果转型主板业务，为飞腾 CPU 推出相应主板，有望从竞争激烈的自主可控整机市场中解脱出来，毛利率水平有望提升 5 个百分点。

党政军自主可控主板市场空间约 63 亿，如将应用扩展至“8+2”将显著提升利润前景。随着网络信息安全上升为国家战略，从 2017 年开始基于国产芯片等国产 IT 基础设施产品开始逐步放量。若主板以 700 元/件计算，党政军自主可控主板相应市场空间约为 63 亿元。若将“8+2”中的涉及国计民生的八大行业考虑在内，相应市场空间至少扩大五倍，利润前景将更为广阔。

**投资建议：**预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 9.23 亿、12.82 亿和 16.45 亿，EPS 分别为 0.31 元、0.44 元和 0.56 元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**军队竞标不达预期，自主可控不达预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	69,128.1	9,506.84	11,598.3	14,289.1	17,732.8
增长率(%)	-5.22%	-86.25%	22.00%	23.20%	24.10%
归母净利润(百万元)	33.15	581.04	923.31	1,281.90	1,645.24
增长率(%)	-192.94%	1652.89%	58.90%	38.84%	28.34%
净资产收益率(%)	1.20%	8.71%	14.93%	17.79%	19.33%
每股收益(元)	0.03	0.20	0.31	0.44	0.56
PE	198.80	24.36	15.80	11.38	8.87
PB	2.37	2.19	2.36	2.03	1.71

### 陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517080001

### 王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480518010001

### 研究助理：张卓琦

010-66554018 Zhangzq\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480117080010

### 交易数据

52 周股价区间(元)	4.63-10.04
总市值(亿元)	182.34
流通市值(亿元)	154.67
总股本/流通 H 股(亿股)	
52 周日均换手率	1.7314

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《中国长城系列报告之一（000066）：基本面显著反转，价值重估进行时》2019-02-21
- 2、《中国长城系列报告之二（000066）：联合飞腾构建生态圈，金融领域有望多点开花》2019-02-25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目录

<b>1. 美超微受益于与 Intel 的紧密合作，成为发展最快的 IT 设备公司</b>	<b>3</b>
1.1 美超微是世界上增长最快的 IT 公司，世界第三大服务器系统供应商	3
1.2 美超微营收多年保持快速增长，在主板领域具备独特优势	4
1.3 公司产品线丰富，九大优势奠定领导者地位	4
1.4 公司和 Intel 紧密合作，在主板领域独领风骚	6
<b>2. 中国长城有望成为飞腾的美超微</b>	<b>6</b>
2.1 中国长城多年专注自主开发，主板设计能力强	6
2.2 中国长城全力支持飞腾芯片的快速铺开	8
2.3 中国长城若转型做飞腾芯片的主板设计商，未来业绩可期	9
<b>3. 投资建议</b>	<b>10</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>10</b>

## 插图目录

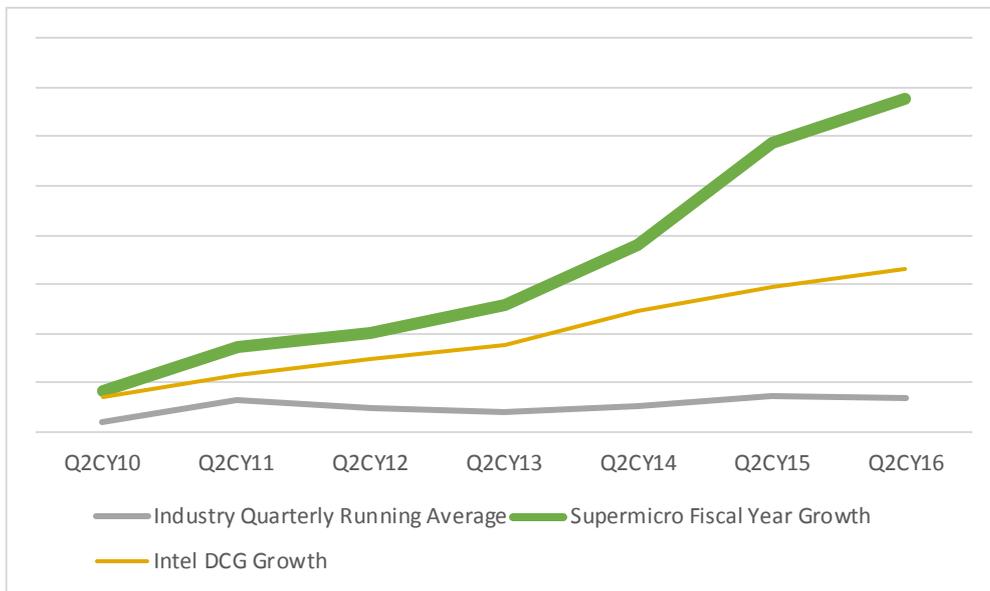
<b>图 1：美超微 2010-2016 营收增速</b>	<b>3</b>
<b>图 2：1994-2018 财年美超微营收水平</b>	<b>3</b>
<b>图 3：美超微九大优势</b>	<b>5</b>
<b>图 4：SMCI 与 INTC 股价走势</b>	<b>6</b>
<b>图 5：飞腾部分 CPU 产品</b>	<b>8</b>

## 1. 美超微受益于与 Intel 的紧密合作, 成为发展最快的 IT 设备公司

### 1.1 美超微是世界上增长最快的 IT 公司, 世界第三大服务器系统供应商

美超微是世界上增长最快的 IT 设备公司。美超微电脑股份有限公司(Super Micro Computer, Inc.) (NASDAQ: SMCI)是企业计算、存储和网络解决方案以及绿色计算技术领域的全球领导者。自 1993 年在圣何塞成立以来, Supermicro 已经从硅谷的初创公司发展到了资产达到数十亿美元的财富 1000 强企业。作为领先的企业数据中心解决方案的提供商,美超微在过去十年中实现了 6 倍的收入增长, 自创办以来每年盈利, 被评为世界上增长最快的 IT 公司。

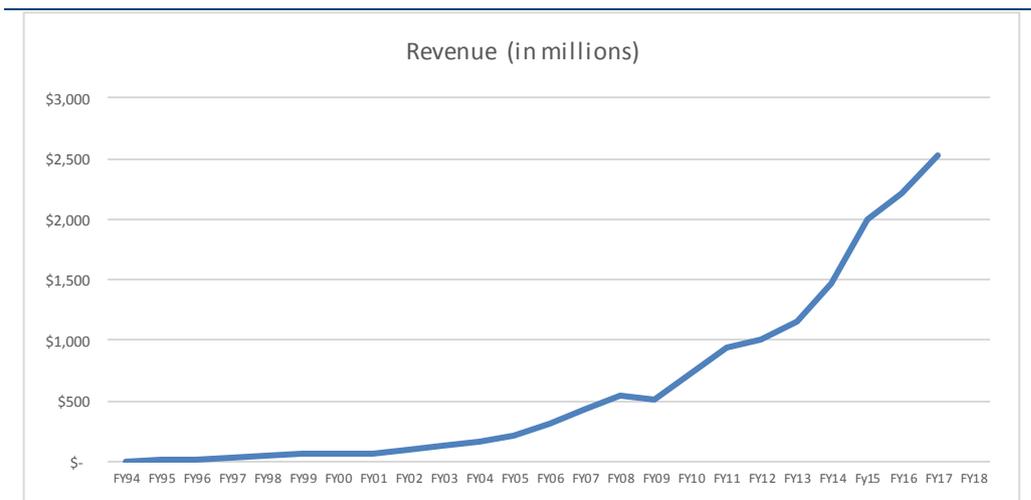
图 1: 美超微 2010-2016 营收增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司被 IDC 评为世界第三大服务器系统供应商。Super Micro 是全球高性能、高效率的服务器技术的领导者, 致力于为数据中心、云计算、企业 IT、大数据、高性能计算和嵌入式市场提供端到端的绿色计算解决方案。解决方案从完整的服务器、存储、刀片和 workstation 到完整的机架、网络设备、服务器管理软件和技术支持, 为客户提供了高度的灵活性和定制化, 提供了业内最广泛的服务器配置, 使客户能够选择最适合其计算需求的最佳解决方案。公司主要在加州的总部以及台湾和荷兰的子公司开展业务, 通过分销商(包括增值分销商和系统集成商)组合销售公司的服务器系统、服务器子系统和附件, 并通过直接销售团队向 OEM 厂商销售少量产品。在 2016 财年, 公司产品远销至 100 个国家的 800 多个客户, 被 IDC 评为世界第三大服务器系统供应商。

图 2: 1994-2018 财年美超微营收水平



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

公司营收近年来增长势头十分强劲, 2010-2016 年公司营收实现了 5 倍增长, 被《财富》杂志评为营收增速最快的 IT 设备公司。2019 年 2 月公司公布了截至 2018 年 12 月 31 日的第二财季初步财务信息, 公司初步核算净销售额在 9.15 亿美元至 9.25 亿美元之间, 高于此前 8.30 亿美元至 8.90 亿美元的指导区间, 毛利率在 13.9% 至 14.1% 之间; 并预计在截至 2019 年 3 月 31 日的 2019 财年第三季度, 净销售额将在 8 亿至 8.6 亿美元之间。

### 1.2 美超微营收多年保持快速增长, 在主板领域具备独特优势

行业壁垒为公司快速发展打造护城河。就服务器而言, 即便是品牌服务器, 也少有厂商使用自主研发的主板, 全球具备服务器主板自主研发能力的厂商不过六七家, 美超微就是其中之一。普通家用 PC 的主板, 更多的要求是在性能和功能上, 而服务器主板是专门为满足服务器应用(高稳定性、高性能、高兼容性的环境)而开发的主机板。由于服务器的高运作时间, 高运作强度, 以及巨大的数据转换量, 电源功耗量, I/O 吞吐量, 因此对服务器主板的要求是相当严格的。美超微自 1993 年成立以来便坚持主办业务, 具备丰富的主板设计经验和先进的技术水平, 近年来主营业务重心逐渐转移至服务器级别主板上, 今年年初时美超微表示将重新进入游戏主板市场和高端 PC 市场。一定的行业壁垒为公司业务的快速发展打造了护城河。

多年经验及丰富的资源为公司带来更多客户。美超微具备多年在服务器主板领域的开发研发制造及销售经验, 拥有更丰富的资源和更高的知名度, 公司与 Intel 及 AMD 紧密合作、率先推出新兴技术, 提供灵活和可定制的产品以满足客户需求, 公司具备一定的技术优势, 产品具备高性能、高效率和高可靠性, 并能够在全球范围内提供本地化服务、迅速响应客户需求。

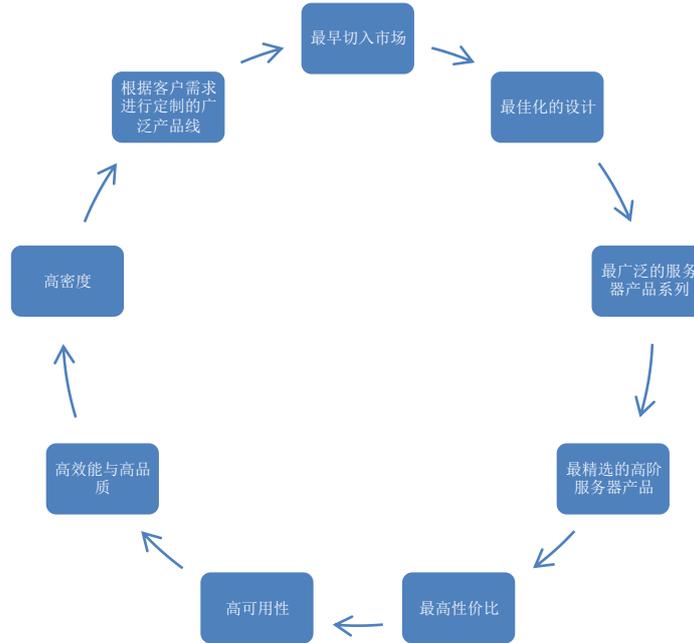
正是上述优势使得公司抓住了全球服务器主板市场爆发式增长的机遇, 营收多年保持持续快速增长, 成为全球三大服务器主板厂商之一。

### 1.3 公司产品线丰富, 九大优势奠定领导者地位

九大优势奠定 Supermicro 服务器科技界真正领导者的地位。Supermicro 完整的产品系列以极具竞争力的价格, 提供领先业界的效能, 从 IT 设备的激烈竞争之中脱颖

而出，凭借业内最广泛的产品线，满足客户各式各样的需求， Supermicro 已成为全球服务器设计与制造的领导者。

图 3：美超微九大优势



资料来源：东兴证券研究所

**服务器：** Supermicro 在高端服务器/存储产业处于领导者地位。从单路 Atom™、双路 Xeon® 到四路 Xeon® 到多重处理器系统， Supermicro 提供业界最杰出的产品线。这些经过实证的高品质与高效能，使得 SuperServer® 成为高效能计算、企业、云、数据中心、超大规模、嵌入式、关键业务、前端服务器应用的首选平台。

**存储：** Supermicro SuperStorage 解决方案为使用 CPU 强化存储、虚拟存储、单实例存储和重复数据删除、数据复制和业务连续性以及虚拟磁带库客户环境的客户提供完整的产品组合。

**主板：** 美超微自 1993 年成立至今，已在主板领域深耕 26 年，具备丰富的主板设计经验和先进的技术水平。公司提供广泛的 X86 服务器主板系列，支持最新一代 CPU、内存与扩展卡等硬件的高效主板，提供标准尺寸、丰富的支持系统与应用最佳化。 Supermicro 持续最早切入市场，提供高效能的技术支持。此外， Supermicro 还能提供高效能嵌入式主板，产品生命周期可长达七年。

**机箱：** 公司设计制造搭载最新一代 x86 处理器的先进机箱，配有热插拔高转速风扇、风扇转速控制以及革命性的 100% 风流冗余设计，支持最新 X11 一代主板及 Intel® Xeon® 可扩展处理器。

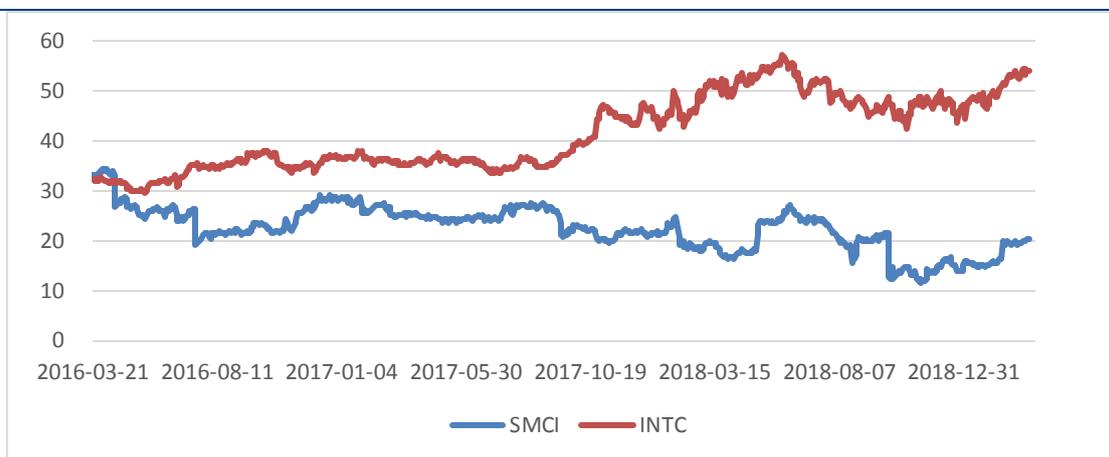
**拟进入游戏主板市场和高端 PC 市场：** 美超微高级副总裁 Vik Malyala 近日表示，公司将在 2019 年重新回归游戏及高端 PC 主板市场，美超微主板在 90 年代和千禧年初期的家用 PC 市场颇受欢迎，但近十年来美超微的业务主营方向转向服务器级主板，成为全球第三大服务器主板供应商。时隔十年，美超微表态将重新进入游戏主板市场

和高端 PC 市场，计划将在新产品中整合最前沿的第四代 PCI-e，DDR5 DRAM、Apache Pass 等，希望与华硕和技嘉等高端产品线竞争。

#### 1.4 公司和 Intel 紧密合作，在主板领域独领风骚

主板与 CPU 的发展相辅相成，美超微受益与 Intel 的紧密合作。主板性能的优劣直接影响着计算机及服务器的性能，为此在新一代的 CPU 发布后，主板厂商的主板设计、技术更新对推进 CPU 的具体应用起着至关重要的作用。通过分析美超微及 Intel 股价我们可以发现，二者具备一定相关性。我们认为这源于 Intel 和美超微的紧密合作。如果参考 Intel 的发展历程，会发现美超微（Super Micro）发挥着至关重要的作用。Super Micro 与 Intel 合作紧密，会在每次 Intel 推出新款 CPU 时，第一时间推出基于新款 CPU 的基础板卡，帮助主机厂迅速推出整机，从而让消费者能快速享受到 Intel 每次技术进度带来的便利。正因如此，美超微成为了营收增速最快的 IT 设备厂商，6 年增长 5 倍的神话令其他硬件厂商望尘莫及。

图 4：SMCI 与 INTC 股价走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

随着服务器及 PC 行业的逐渐饱和，SMCI 股价在近年内有一定程度的波动。2018 年美国彭博商业周刊报道称，超微公司被指其在中国生产的主板被“植入黑客芯片”以获取秘密。该报道一经发布后就招来多方质疑，不仅苹果、亚马逊等文章所涉及的公司明确表示该报道失实，美国业内人士也认为，这样的报道缺乏事实依据，漏洞百出，难以让人信服。但 SMCI 股价仍因本次不实报道下跌了近 40%，在报道逐渐被澄清后有所回调。公司准备在 2019 年重新回归游戏及高端 PC 主板市场，这将为公司业绩带来新的增长点，利好公司未来发展。

## 2. 中国长城有望成为飞腾的美超微

### 2.1 中国长城多年专注自主开发，主板设计能力强，通过长城信安和长城银河布局主板研发

中国长城在科技创新方面走自主开发路线，主板设计制造能力较强。中国长城是中国第一台中文化、工业化、规模化生产的微型计算机——长城 0520CH 的研发制造商，

长城 0520CH 的汉字处理水平等项性能超过了当时包括 IBM 在内的国际知名品牌，是中国计算机工业发展史上最具历史意义的里程碑。1987 年 5 月，第一台国产 286 微机——长城 286 在北京展览馆正式发布。在中国计算机产业从无到有的发展史中，长城走出了若干个第一，创造了无数的辉煌，占据着无可替代的地位。从 1986 年的长城 0520CH 开始，长城在科技创新方面走的是自主开发的路子，致力于建立计算机工业制造技术体系，踏实地做计算机制造。主板、电源、扩展卡、显示器，除了 CPU 外的所有部件都是自己设计，形成了专注科研开发、执着于产品技术的“长城模式”。由此奠定了公司先进的技术水平和强大的研发能力，公司的主板设计制造能力在国内整机厂商中属较强水平。

**公司很早就意识到自主可控的重要性，并深入布局。**作为高科技企业，信息安全在企业核心竞争力提升方面发挥的作用更加凸显。公司很早就意识到自主可控安全技术的重要性，自 2000 年开始，中国长城就深入信息安全领域研究，其自主研发的基于国产处理器的服务器、台式机等信息安全与自主可控产品均居国内领先地位。中国长城已拥有安全计算机主板及整机的自主研发设计和生产制造能力，在可信计算、安全存储、计算机底层安全防护、虚拟化等领域掌握核心技术，长城安全电脑是国内等级最高的信息安全产品。长城服务器同时融合最新 INTEL 和 IBM 制造工艺及品质控制技术，是国产服务器的名牌产品。目前，中国长城已成为国内唯一一家能同时提供基于龙芯、申威和飞腾三款主流国产 CPU 的安全主板及安全整机系统产品的企业，可以提供从台式机、一体机到服务器的系列产品。相关产品已广泛应用于党政军各级部门以及金融、能源、交通、医疗等关系到国计民生的重要行业，国内市场占有率名列前茅。公司近年来收购并增资长城信安、设立长城银河，积极布局自主可控主板研发。

**子公司长城信安专业从事主板设计及工程化工作。**2017 年公司收购长城信安 85.11% 股权，长城信安成为公司全资子公司，公司对其增资 1.5 亿元。近年来，长城信安通过对国产基础软硬件平台技术和产品的研究，采用龙芯 3A 和 3B CPU、申威 SW400 和 SW1600 CPU、飞腾 FT1000A 和 FT1500A CPU 和麒麟 OS 等基础软硬件平台，完成了 30 多款新型安全可靠计算机主板及整机产品自主设计和工程化工作，并在国家重点项目中得到认可。

长城信安经过几代多种产品的研制，其产品的可靠性指标 MTBF 第三方实际测试值已经达到 1.2 万小时（采用截止试验方案，给定目标值，达成即停止试验）；服务器产品的生产直通率达到了 91%；终端产品的生产直通率达到了 94%。在 2015 年国家某某试点示范项目中，终端和服务器的市场占有率分别超过了 60% 和 30%。长城信安在坚持自主研发设计的同时通过与业界合作伙伴的协同与联合，实现了产品和应用系统从当初的“不可用”到“基本可用”再到“可用”及目前的“基本好用”的程度。2016 年底，国家某部门牵头针对国内十多家集成商提供的解决方案进行封闭式测试和评估，这次测试评估是当时规模最大的、也是时间最长的一次测试。此次测试不仅是测试计算机产品的性能和稳定可靠性、更重要的是对应用系统的整体性能进行测试与评估。最终，采用了长城信安基于 FT1500A 的终端和服务器的某集成商在该测试评估中排名第一。此集成商的方案在 500 用户并发的测试用例下，用户操作（例如拟制、保存、查询等操作）的响应时间在一秒以内。从测试结果来看，长城信安当前的产品和国外平台的差距已很小；从用户体验来看，用户也可完全可以接受这种微弱的差距。我们认为，截止此时，国产应用系统已经可以满足用户办公应用的需求，具备了规模推广的条件。

**CEC 和国防科技大学共同设立长城银河，专注飞腾板卡研发和产业化。**长城银河是 CEC 和国防科技大学共同组建成立的新兴高科技企业，为公司重大资产重组前长城信息产业股份有限公司重要联营企业，2017 年 1 月整合后成为公司参股公司。长城银河依托国防科技大学顶尖的银河飞腾微处理器和天河高性能计算机技术、CEC 强大的产业能力，以长期服务于尖端信息科技领域的专家、教授为主体组建了一流的研发团队，专注于数字信号处理器（DSP）产品、嵌入式智能板卡以及自主可控信息系统装备的研发、生产、销售和服务，已顺利完成多个国家级战略部署项目，在同行竞争中取得了显著优势，市场份额居国内领先地位。

## 2.2 中国长城全力支持飞腾芯片的快速铺开

**飞腾芯片可替代国外产品，用户体验良好。**天津飞腾主要负责芯片研发业务，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。飞腾购买了 ARM 自主化程度最高的架构授权，可进行自主 CPU 基础架构的研发。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。最新发布 FT-2000/64 是国内自主设计的第一款 64 核通用处理器，也是现阶段全球性能最高的 ARM 架构服务器芯片之一。飞腾 1500A 与 2000 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 芯片在专业性测试中与 X86 架构下的 Intel 酷睿 i5 评分相差无几。围绕飞腾芯片，国内软硬件厂商已经完成适配和产品产业化研发，基于飞腾芯片的产品性能上可以达到替代国外产品，拥有良好的用户体验。

**公司拟入股飞腾，全力支持飞腾芯片的快速铺开。**2017 年 3 月，公司与华大半导体签署《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》，双方及天津飞腾相关股东方就收购标的的定价进行了反复沟通以求开展并完成评估定价事宜，目前仍在进行中。天津飞腾的主要业务方向与公司现有主营业务具有显著的互补及协同效应，收购其部分股权有利于充实核心关键技术、完善业务结构和优化产业链，使公司进入自主可控核心硬件领域，进一步将公司打造为中国电子信息产业集团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公司。

**公司与飞腾联合构建生态圈，整机产品性能领先，市场占有率高。**虽然目前国内几乎所有主流的整机厂商均可以提供基于飞腾的服务器和终端整机，但长城品牌在国产化替代项目中表现最为突出，性能领先，在市场中占据主导地位。2016 年 10 月国家相关部门牵头进行了最大规模和最长时间的测试，在所有整机厂商送测的产品中公司的飞腾终端和飞腾服务器产品排名第一。公司基于国产飞腾芯片的相关整机产品已入围 2018 年度中央国家机关协议采购项目名录。

图 5：飞腾部分 CPU 产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**长城与飞腾合作，未来发展可期。**就中国长城而言，通过与天津飞腾及 CEC 旗下其他子公司的紧密合作，公司已实现 CPU、主板、硬盘、电源、固件、操作系统、应用软件等从硬件到软件、从产品到解决方案的整合安全，形成整个可信链的传递，为实现自身的“本质安全”奠定了坚实的基础，多方共同构建起中国的自主可控信息安全防护体系，强强联合下，未来发展可期。

### 2.3 中国长城若转型做飞腾芯片的主板设计商，未来业绩可期

**与国内其他自主芯片对比，飞腾适用性更强。**与国内其他自主可控芯片兆芯、申威、龙芯对比，申威、兆芯主要致力于超级计算和高性能计算，飞腾和龙芯则主要面向桌面和服务器，更加适合政府、国企等单位的办公 PC、服务器等需求。并且基于 ARM 体系的飞腾芯片既满足了自主研发的相关要求，又有着成熟的软件配套资源，很容易发展出一套软硬件生态满足政府、国企等单位的办公 PC、服务器等需求。目前国内从事自主可控的公司已有 100 余家，市场较为散乱，没有重点发展方向，我们认为后续市场将逐渐聚焦于核心方案，投入更大力量发展。飞腾+麒麟的 PK 体系作为 CEC 重点构建核心解决方案，有望得到更大的市场份额。

**党政军自主可控主板市场空间约 63 亿，如将应用扩展至“8+2”将显著提升利润前景。**随着网络信息安全上升为国家战略，从 2017 年开始基于国产芯片等国产 IT 基础设备产品开始逐步放量。党政军核心人员 700 万人，预计至少需要 900 万台基础设施，假设平均每颗芯片 2000 元，那么仅芯片替代规模就高达 180 亿元。若主板以 700 元/件计算，相应市场空间约为 63 亿元。若将“8+2”中的涉及国计民生的八大行业考虑在内，相应市场空间至少扩大五倍，利润前景将更为广阔。

**公司有望成为飞腾的美超微，受益于自主可控应用推进。**美超微紧跟 Intel 脚步，为 Intel 的 CPU 设计制造相应的主板，实现了业绩的快速增长。中国长城如果转型主板业务，为飞腾 CPU 推出相应主板，有望从竞争激烈的自主可控整机市场中解脱出来，另辟蹊径。此外考虑整机及主板业务的毛利率水平，中国长城整机业务毛利率水平约

为 10%左右，提升较为困难；美超微、华硕等主板厂商毛利率则可达到 13%-15%。公司如果进入主板业务，毛利率水平预计将有较大提升。

### 3. 投资建议

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 9.23 亿、12.82 亿和 16.45 亿，EPS 分别为 0.31 元、0.44 元和 0.56 元，维持“强烈推荐”评级。

### 4. 风险提示

自主可控进度不达预期。



表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	38757	7924	9839	12287	15406	<b>营业收入</b>	69128	9507	11598	14289	17733
货币资金	398	3002	3663	4513	5600	<b>营业成本</b>	62355	7447	9070	11150	13809
应收账款	657	2172	2649	3264	4051	营业税金及附加	146	77	94	116	144
其他应收款	39	74	91	112	139	营业费用	2612	395	481	593	736
预付款项	72	281	536	849	1236	管理费用	2927	1106	1229	1443	1702
存货	379	1630	1985	2440	3022	财务费用	392	47	45	2	-15
其他流动资产	36	62	61	60	58	资产减值损失	384.79	100.37	105.38	110.65	116.19
<b>非流动资产合计</b>	2104	7278	6743	6305	5871	公允价值变动收益	-50.20	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	38	71	71	71	71	投资净收益	74.35	308.29	736.00	883.20	971.52
固定资产	563.04	1859.73	3239.09	2838.75	2438.41	<b>营业利润</b>	337	792	1309	1757	2211
无形资产	106	403	363	326	294	营业外收入	323.73	9.28	9.28	9.28	9.28
其他非流动资产	52	122	122	122	122	营业外支出	63.40	20.00	20.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	40861	15202	16582	18592	21277	<b>利润总额</b>	597	782	1298	1746	2200
<b>流动负债合计</b>	30121	5369	6682	7558	8821	所得税	382	86	260	349	440
短期借款	380	1407	394	218	152	<b>净利润</b>	215	696	1038	1397	1760
应付账款	585	1716	2062	2535	3139	少数股东损益	181	115	115	115	115
预收款项	50	353	722	1176	1740	归属母公司净利润	33	581	923	1282	1645
一年内到期的非	100	401	401	401	401	EBITDA	1670	1422	1794	2195	2629
<b>非流动负债合计</b>	1235	2274	1492	1492	1492	<b>EPS (元)</b>	0.03	0.20	0.31	0.44	0.56
长期借款	975	1163	1163	1163	1163	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	31356	7643	8174	9051	10313	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6735	884	999	1114	1229	营业收入增长	-5.22%	-86.25%	22.00%	23.20%	24.10%
实收资本(或股	1324	2944	2936	2936	2936	营业利润增长	-291.89%	135.35%	65.17%	34.25%	25.85%
资本公积	699	394	394	394	394	归属于母公司净利润	-192.94%	1652.89%	58.90%	38.84%	28.34%
未分配利润	614	1830	2101	2476	2959	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东	2770	6674	6185	7204	8511	毛利率(%)	21.80%	21.97%	22.13%	22.13%	22.13%
<b>负债和所有者权</b>	40861	15202	16582	18592	21277	净利率(%)	0.31%	7.32%	8.95%	9.78%	9.93%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.08%	3.82%	5.57%	6.89%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	1.20%	8.71%	14.93%	17.79%	19.33%
<b>经营活动现金流</b>	2075	-403	1746	518	621	<b>偿债能力</b>					
净利润	215	696	1038	1397	1760	资产负债率(%)	77%	50%	49%	49%	48%
折旧摊销	941.64	582.61	0.00	400.34	400.34	流动比率	1.48	1.47	1.63	1.75	
财务费用	392	47	45	2	-15	速动比率	1.17	1.18	1.30	1.40	
应收账款减少	0	0	-478	-615	-787	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	369	454	564	总资产周转率	1.72	0.34	0.73	0.81	0.89
<b>投资活动现金流</b>	-551	-4820	724	773	855	应收账款周转率	12	7	5	5	5
公允价值变动收	-50	0	0	0	0	应付账款周转率	9.43	8.26	6.14	6.22	6.25
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	74	308	736	883	972	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.20	0.31	0.44	0.56
<b>筹资活动现金流</b>	-489	801	-1809	-441	-389	每股净现金流(最新	0.78	-1.50	0.22	0.29	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.09	2.27	2.11	2.45	2.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	1620	-8	0	0	P/E	198.80	24.36	15.80	11.38	8.87
资本公积增加	4	-305	0	0	0	P/B	2.37	2.19	2.36	2.03	1.71
<b>现金净增加额</b>	1035	-4421	661	850	1088	EV/EBITDA	4.57	10.27	7.18	5.40	4.07

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士, 军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者, 历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师, 华商基金研究部工业品研究组组长, 2017 年加盟东兴证券研究所。

### 王习

香港理工大学硕士, 4 年证券从业经验, 曾任职于中航证券, 长城证券, 2017 年加入东兴证券军工组。

## 研究助理简介

### 张卓琦

清华大学工业工程博士, 3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验, 2017 年加盟东兴证券研究所, 关注新三板、军工领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。