

资产收购有望推动飞腾股权落地，助力长城转型“超微”

——中国长城（000066）事件点评

2019年04月08日

强烈推荐/维持

中国长城

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

中国长城全资子公司长城信安（100%控股）购买长城银河（为持股 40%的参股公司）无形资产，共转让 857 项专有技术所有权和 35 项专利使用权，共计资产评估价值为 4155.06 万元，构成关联交易事宜。

观点：

1、此次收购体现了 CEC 与国防科大在自主可控业务上合作加深，未来有望在更多领域实现深层次军民业务合作。

由天眼查可知，长城银河是由中国长城全资子公司湘计海盾持有 40%，代表国防科大的湖南省产业技术协同创新研究院占有 30%；天津麒麟是 CEC 下中软占 40%，是控股股东，国防科大将“麒麟”和“银河麒麟”的商标、知识产权等相关无形资产授权给天津麒麟使用，银河麒麟操作系统也称为麒麟操作系统，起源于国防科技大学，是在“863 计划”和核高基科技重大专项支持下，研制而成的国内安全等级最高的操作系统；天津飞腾是国防科大高性能处理器研究团队建立，CEC 通过华大半导体和振华电子合计持有 35%的股权，芮总更是担任法人。CEC 与国防科大在军民技术转化进入自主可控市场中一直保持良好合作，此次技术转让是从两者合资的面向军品的长城银河，转到面向自主可控市场的中国长城全资子公司长城信安，代表着国防科大众多军民技术转化已经进入到一个新高度，CEC 将充分发挥自有优势，帮助代表我国先进水平的军用 IT 相关技术取得民用市场份额。未来这种合作有望进一步加深，飞腾股权注入中国长城有望加快。

2、购买系列专利提升竞争实力，有利于长城信安提升占有率和毛利率

长城银河是根据中国电子战略规划，由长沙湘计海盾科技有限公司与湖南省产业技术协同创新研究院共同出资打造的高新技术型企业。

公司依托湖南省产业技术协同创新研究院的技术基础及优势，以打造高性能、高可靠的全国产自主可控计算机产品为目标，面向国家政军机关及行业需求，生产军用和民用自主可控计算机，提供全面信息化整体解决方案，形成了系统解决方案、军用装备、服务器、个人计算机四大产品线，致力成为政军信息安全建设的顶尖服务商和领导者，承接并顺利完成中国人民解放军某部、政府机构及科研院所等多个国家级战略部署的重

大项目，为我国信息化建设提供“全面、创新、安全、可信”的基础环境。长城信安购买长城银河飞腾系列计算机产品的技术开发成果和专利，是为加快体系内信息安全自主可控业务的整合，应对市场前景布局，提高行业竞争实力，有利于公司信息安全板块业务的发展。这次购买无形资产主要是能大大提升中国长城在飞腾下一代服务器产品及高新业务市场方面的技术核心竞争力，确保在这些领域的产品领先地位，可以确保这些产品半年以上的技术领先；同时降低了这些市场上的产品的无序竞争，大大增加了信安的市场占有率和销售毛利。

3、长城银河专利围绕飞腾芯片应用，有助于中国长城转型为飞腾的“超微”

35 项专利已应用于服务器云腾 604、605、EF420，笔记本电脑致翔 302、303、一体机智恒 205、206，台式机智恒 104、106 产品上，主要运用于面向特殊领域市场，即党政军和军工集团等单位的专用计算机，资产评估价值为 4155.06 万元。长城银河的无形资产转让给长城信安，进行了资产评估后也完备了知识产权的法律准备，长城信安可顺利承接基于飞腾芯片的自主可控的完整主机生产和研发。飞腾芯片生态相关的技术收入旗下后，未来转让飞腾股权顺水推舟。如果先收了飞腾芯，而与飞腾相关的专利确不在手，后期会有很多知识产权法律纠纷。这些专利很多都围绕主板设计和机箱设计及检测，可以有效增强中国长城在相关领域研发实力，未来中国长城可以转型为飞腾专属主板设计厂商，专心做好飞腾生态，为其他主机厂提供高性能板卡或者参考设计，加快飞腾芯片应用速度，提升 PK 生态体系在自主可控领域的市场份额。

结论：

自 2017 年重大资产重组以来，消化了军改订单下滑的不利影响后，公司拐点显现，特别是围绕“飞腾芯片+麒麟操作系统”的自主可控产品市场份额不断扩大，新增订单可观。经过此次资产转让，飞腾股权落地有望加快。预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 12.82 亿和 16.45 亿，EPS 分别为 0.44 元和 0.56 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：自主可控业务不达预期，飞腾芯片股权转让进度低于预期。

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
流动资产合计	38757	7924	9839	12287	15406	营业收入	69128	9507	11598	14289	17733
货币资金	398	3002	3663	4513	5600	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	40861	15202	16582	18592	21277	利润总额	597	782	1298	1746	2200
流动负债合计	30121	5369	6682	7558	8821	所得税	382	86	260	349	440
短期借款	380	1407	394	218	152	净利润	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
非流动负债合计	1235	2274	1492	1492	1492	EPS (元)	0.03	0.20	0.31	0.44	0.56
长期借款	975	1163	1163	1163	1163	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	31356	7643	8174	9051	10313	成长能力					
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	获利能力					
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%
负债和所有者权	40861	15202	16582	18592	21277	净利率(%)	0.31%	7.32%	8.95%	9.78%	9.93%
现金流量表	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%
经营活动现金流	2075	-403	1746	518	621	偿债能力					
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	营运能力					
预收帐款增加	0	0	369	454	564	总资产周转率	1.72	0.34	0.73	0.81	0.89
投资活动现金流	-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	每股指标(元)					
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
筹资活动现金流	-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	估值比率					
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
现金净增加额	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

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

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。