

中国长城（000066）：股权归属消除不确定性，PK体系坚定执行者

2019年06月27日

强烈推荐/维持

中国长城 公司报告

事件：

2019年6月24日，中国长城发布公告，其控股股东CEC拟将中国振华电子持有的天津飞腾21.46%的股权以协议方式转让给公司，对比前期已披露情况，公司本次拟收购的天津飞腾部分股权交易对方由原华大半导体扩大至华大半导体和中国振华，拟收购比例将有原13.54%增加至35%。

主要观点：

1. CEC持有飞腾股权全部划归长城，消除不确定性

此次公告CEC拟内部股权划分，代表中国长城事实上确立了CEC国产化硬件平台的地位。飞腾作为国产CPU的代表受到投资人重点关注，其ARM架构拥有事实上最有竞争力的生态环境，而其新一代产品FT-2000和FT-2000+性能优越，继续拉近与国外CPU巨头的差距。但CPU研发需要投入大量资金，飞腾需要一个良好的融资渠道来支持后续研发。中国长城作为与国产CPU飞腾业务关系最密切的上市平台，CEC全部飞腾股权转让给长城后，长城将成为上市公司中国产CPU的代表性企业，是中美贸易战后国产化潮流的核心资产。

2、仿效美超微专注飞腾主板业务，为PK体系服务

PK体系是CEC一直以来致力于解决国产IT基础设施安全而推动的软硬件安全生态，但生态不能只有飞腾和麒麟，在硬件端如何提升飞腾占有率是CEC面临的重大问题。而参照国外IT硬件发展历史，SuperMicro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，实现了6年5倍的营收增长，成为当年增速最快的IT设备公司。目前基于飞腾的服务器和PC，中国长城都是最快推出的。多年的主机厂业务经验和资深主板技术团队造就了中国长城强力的板卡设计能力。有望在未来国产化CPU产业大规模推广中，中国长城的芯片、BIOS和制造能力齐发力，发挥出类似

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,506.84	10,009.4	15,440.2	17,962.8	20,204.9
增长率(%)	-86.25%	5.29%	54.26%	16.34%	12.48%
净利润(百万元)	581.04	987.10	1,181.87	1,214.71	1,370.11
增长率(%)	1652.89	69.88%	19.73%	2.78%	12.79%
净资产收益率(%)	8.71%	15.82%	17.05%	15.71%	15.88%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.40	0.41	0.47
PE	48.58	29.49	24.62	23.95	21.24
PB	4.37	4.66	4.20	3.76	3.37

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是中国电子网络安全与信息化的专业电子集团，核心业务覆盖自主可控关键基础设施及解决方案、军工电子、重要行业信息化等领域，能够做到从芯片、整机、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统等计算机信息技术各方面完全自主可控且产品线完整的上市公司。

未来3-6个月重大事项提示：

公司拟收购华大半导体和中国振华持有的天津飞腾35%股权。

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

分析师 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师 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

SuperMicro 对 Intel 的推动作用，与其他主机厂合作将搭载飞腾 CPU 的主机和服务器快速推向党政军市场。

3、飞腾助力国产云计算提升安全性

云是当前 IT 发展的潮流，国内众多云计算厂商在跟国际云计算巨头进行激烈竞争，但由于承载云的 IT 硬件基本为美国公司垄断，是极大的不安全因素。但由于云的技术核心是对硬件实现虚拟化和池化，不注重单颗 CPU 性能，相关国产服务器 CPU 厂商在安全性上具备核心优势。所以国内云计算厂商开始使用基于国产 CPU 的云计算平台，如在第二届数字中国建设峰会上，腾讯发布了基于飞腾的腾讯云 TStack，阿里云发布了基于飞腾硬件平台的阿里专有云安可敏捷标准云计算平台，基于中国电子飞腾 1500A 和 2000+ 构建的阿里云平台，已经在全国的一些省市进行实际部署和应用。

投资建议：

此次拟股权转让确立了中国长城国产 CPU 龙头地位，也确立了 CEC“PK”体系的坚定执行者的地位。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 11.82 亿、12.15 亿和 13.70 亿，EPS 分别为 0.40 元、0.41 元和 0.47 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

飞腾业务推广不达预期，飞腾芯片股权转让进度低于预期。

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		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	7924	9462	14639	17048	19140	营业收入	9507	10009	15440	17963	20205						
货币资金	3002	3376	5208	6059	6816	营业成本	7447	7815	11951	14160	16041						
应收账款	2172	2967	4577	5325	5990	营业税金及附加	77	73	113	132	148						
其他应收款	74	49	76	88	100	营业费用	395	377	582	677	761						
预付款项	281	219	123	9	-120	管理费用	568	606	1637	1814	1940						
存货	1630	1984	3034	3595	4073	财务费用	47	43	222	346	369						
其他流动资产	62	94	439	599	741	资产减值损失	100.37	95.48	100.26	105.27	110.53						
非流动资产合计	7278	6541	5972	5474	4980	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	71	309	309	309	309	投资净收益	308.29	812.53	736.00	883.20	971.52						
固定资产	1859.73	1919.59	3674.35	3220.22	2766.09	营业利润	792	1328	1571	1612	1806						
无形资产	403	473	425	383	345	营业外收入	9.28	3.85	3.85	3.85	3.85						
其他非流动资产	122	135	135	135	135	营业外支出	20.00	10.98	10.98	10.98	10.98						
资产总计	15202	16002	20611	22522	24121	利润总额	782	1321	1564	1605	1799						
流动负债合计	5369	7171	11524	12569	13200	所得税	86	264	313	321	360						
短期借款	1407	2023	5938	6595	6996	净利润	696	1056	1251	1284	1439						
应付账款	1716	2147	3239	3838	4347	少数股东损益	115	69	69	69	69						
预收款项	353	146	-172	-542	-959	归属母公司净利润	581	987	1182	1215	1370						
一年内到期的非401	784	784	784	784	784	EBITDA	1422	2035	2294	2455	2668						
非流动负债合计	2274	2181	1584	1584	1584	EPS (元)	0.20	0.34	0.40	0.41	0.47						
长期借款	1163	1244	1244	1244	1244	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
负债合计	7643	9352	13108	14154	14785	成长能力											
少数股东权益	884	410	479	548	618	营业收入增长	-86.25%	5.29%	54.26%	16.34%	12.48%						
实收资本 (或股2944	2936	2936	2936	2936	2936	营业利润增长	135.35%	67.58%	18.33%	2.61%	12.05%						
资本公积	394	556	556	556	556	归属于母公司净利润1652.89%	69.88%	19.73%	2.78%	12.79%							
未分配利润	1830	2417	2894	3385	3938	获利能力											
归属母公司股东6674	6240	6933	7730	8628	8628	毛利率(%)	22.60%	21.17%	20.61%	20.61%	20.61%						
负债和所有者权15202	16002	20611	22522	24121	24121	净利率(%)	7.32%	10.55%	8.10%	7.15%	7.12%						
现金流量表		单位:百万元					总资产净3.82%					6.17%	5.73%	5.39%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	8.71%	15.82%	17.05%	15.71%	15.88%						
经营活动现金流	-403	45	-1606	180	335	偿债能力											
净利润	696	1056	1251	1284	1439	资产负债率(%)	50%	58%	64%	63%	61%						
折旧摊销	582.61	664.15	0.00	454.13	454.13	流动比率	1.48	1.32	1.27	1.36	1.45						
财务费用	47	43	222	346	369	速动比率	1.17	1.04	1.01	1.07	1.14						
应收账款减少	0	0	-1610	-748	-665	营运能力											
预收账款增加	0	0	-318	-370	-417	总资产周转率	0.34	0.64	0.84	0.83	0.87						
投资活动现金流	-4820	-490	701	778	861	应收账款周转率	7	4	4	4	4						
公允价值变动收0	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.26	5.18	5.73	5.08	4.94						
长期股权投资减0	0	0	0	0	0	每股指标 (元)											
投资收益	308	813	736	883	972	每股收益 (最新摊薄)0.20	0.34	0.40	0.41	0.41	0.47						
筹资活动现金流	801	688	2736	-107	-440	每股净现金流 (最新-1.50)	0.08	0.62	0.29	0.29	0.26						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊2.27)	2.13	2.36	2.63	2.63	2.94						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	1620	-8	0	0	0	P/E	48.58	29.49	24.62	23.95	21.24						
资本公积增加	-305	162	0	0	0	P/B	4.37	4.66	4.20	3.76	3.37						
现金净增加额	-4421	243	1832	851	756	EV/EBITDA	20.50	14.63	13.88	12.90	11.73						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	【东兴军工】推荐中国长城和卫士通, 科技战本质是网络战	2019-05-30
公司	中国长城 (000066.SZ): 自主可控将加速推进, 从党政军扩展至重点行业	2019-04-16
公司	中国长城 (000066.SZ): 事件点评, 资产收购有望推动飞腾股权落地, 助力长城转型“超微”	2019-04-08
公司	中国长城 (000066.SZ): 积极布局自主可控主板业务, 公司有望成为飞腾的美超微	2019-03-28

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, 四年证券从业经验, 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, 主要研究军工领域。

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。