

中国长城 (000066)

飞腾股权转让加速推进，静待业绩释放 买入（维持）

2019年08月26日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,009	11,680	13,887	16,277
同比(%)	5.3%	16.7%	18.9%	17.2%
归母净利润(百万元)	987	1,050	1,259	1,532
同比(%)	69.9%	6.4%	19.8%	21.7%
每股收益(元/股)	0.34	0.36	0.43	0.52
P/E(倍)	30	28	23	19

股价走势



事件：公司拟向华大半导体收购其所持有的天津飞腾 13.54% 股权、向中国振华收购其所持有的天津飞腾 21.46% 股权并签署相应的《股权转让合同书》，经与华大半导体、中国振华友好协商，天津飞腾 13.54% 股权、21.46% 股权对应的转让价格分别拟定为 11,691.8750 万元、18,527.1250 万元。如收购顺利完成，公司将合计持有天津飞腾 35% 股权，为飞腾第一大股东。

投资要点

- **飞腾股权转让进度再次超预期：**中国长城作为集团硬件平台，目前公司飞腾 CPU+麒麟 OS 的“PK”计算机体系和国产云解决方案在电子政务和民品市场均取得了重大突破，并且和国内诸多互联网云计算平台也已完成适配。6 月 24 日公司公告了股权拟转让协议，此次公告进一步落实转让价格，可见中国电子加快推进集团自主可控业务整合的决心。
- **飞腾芯片性能和生态均满足产业化条件，盈利稳定静待业绩释放：**在 ARMv8 指令集兼容的现有产品中，天津飞腾 FT-2000+/64 在单核计算能力、单芯片并行性能、单芯片 cache 一致性规模、访存带宽等指标上处于国际先进水平，可应用于高性能、高吞吐率服务器领域，如对待处理能力和吞吐能力要求很高的行业大型业务主机、高性能服务器系统和大型互联网数据中心等。目前国产操作系统和国产软件产品也已完成了 FT-2000 系列芯片平台上的全面适配工作。根据此前华大半导体股权转让协议和飞腾的审计报告显示，天津飞腾 2016 年、2017 年、2018 年营收分别为 1945.79 万元、3265.21 万元、6369.26 万元，3 年 CAGR 为 80.92%；净利润分别为 -22.74 万元、82.79 万元、170.50 万元，扭亏为盈。公司进入盈利期，且营收和净利润高速增长，我们预计明年自主可控国产替代开始放量后，天津飞腾业绩将进一步加快释放，从而增厚公司的净利润。
- **自主可控电脑放量在即，公司有望受益于整机及芯片业务：**8 月 16 日公司开始中国长城（郑州）自主创新基地、中国长城智能制造（山西）基地一起投资建设，目的是为了提升自主创新计算机整机产量和软硬件适配，建成后公司整机年产能有望超 500 万台。预计明年开始，国产主机替代全面铺开。目前全国公务员人数超 700 万人，事业单位人员约 3000 万人，按照基础软硬件领域 2 万/台电脑测算（考虑应用层软件后可达 5 万/台左右），市场空间远超万亿。公司目前涉及自主可控主机的业务包括硬件整机和飞腾芯片（持股 35%），假设明年 400 万、500 万、600 万台的替换量和公司 30% 的市占率测算，飞腾芯片可给公司带来的利润弹性分别为 0.8 亿元、1.1 亿元、1.3 亿元净利润，硬件整机的利润弹性分别为 4.8 亿元、6 亿元、7.2 亿元净利润，合计分别为 5.6 亿元、7.1 亿元、8.5 亿元，弹性十足。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36 元/0.43 元/0.52 元，目前股价对应 PE 分别为 28/23/19 倍。自主可控有望在明年大规模放量，公司的 PK 体系作为国内生态最完善的国产化体系，将持续受益，考虑飞腾股权转让加快，维持“买入”评级，上调目标价至 14.02 元。
- **风险提示：**重组整合进展低于预期；自主可控推进不及预期。

市场数据

收盘价(元)	10.01
一年最低/最高价	4.61/11.57
市净率(倍)	4.65
流通 A 股市值(百万元)	24931.93

基础数据

每股净资产(元)	2.15
资产负债率(%)	56.76
总股本(百万股)	2928.18
流通 A 股(百万股)	2490.70

相关研究

- 1、《中国长城 (000066)：建设新基地扩大产能，国产放量有望抢占先机》2019-08-19
- 2、《中国长城 (000066)：天津飞腾股权转让超预期，自主可控硬件平台地位更加牢固》2019-06-25
- 3、《中国长城 (000066)：净利润实现高速增长，自主可控在多领域持续突破》2019-04-30

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,462	10,451	11,282	13,527	营业收入	10,009	11,680	13,887	16,277
现金	3,376	608	3,712	2,067	减:营业成本	7,815	8,983	10,555	12,277
应收账款	0	2,534	479	3,053	营业税金及附加	73	55	77	105
存货	1,984	2,170	2,711	2,967	营业费用	377	409	417	488
其他流动资产	4,101	5,139	4,380	5,441	管理费用	606	1,355	1,514	1,742
非流动资产	6,541	6,878	7,147	7,422	财务费用	43	49	15	-21
长期股权投资	309	568	823	1,072	资产减值损失	95	100	133	150
固定资产	1,920	2,245	2,510	2,701	加:投资净收益	813	460	216	161
在建工程	2,209	1,915	1,740	1,643	其他收益	0	45	-1	11
无形资产	538	659	676	715	营业利润	1,328	1,414	1,692	2,058
其他非流动资产	1,564	1,491	1,399	1,292	加:营业外净收支	-7	-9	-8	-8
资产总计	16,002	17,329	18,429	20,949	利润总额	1,321	1,405	1,684	2,049
流动负债	7,171	7,754	7,838	9,067	减:所得税费用	264	281	337	410
短期借款	2,023	2,023	2,023	2,023	少数股东损益	69	74	88	107
应付账款	2,147	2,294	2,925	3,145	归属母公司净利润	987	1,050	1,259	1,532
其他流动负债	3,000	3,437	2,890	3,898	EBIT	1,424	1,505	1,771	2,107
非流动负债	2,181	1,955	1,705	1,457	EBITDA	1,653	1,923	2,299	2,753
长期借款	1,244	1,018	768	520					
其他非流动负债	937	937	937	937	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	9,352	9,709	9,543	10,524	每股收益(元)	0.34	0.36	0.43	0.52
少数股东权益	410	484	572	679	每股净资产(元)	2.13	2.44	2.84	3.33
					发行在外股份(百万股)	2936	2928	2928	2928
归属母公司股东权益	6,240	7,136	8,314	9,745	ROIC(%)	10.2%	10.6%	11.6%	12.6%
负债和股东权益	16,002	17,329	18,429	20,949	ROE(%)	15.9%	14.8%	15.2%	15.7%
					毛利率(%)	21.9%	23.1%	24.0%	24.6%
					销售净利率(%)	9.9%	9.0%	9.1%	9.4%
					资产负债率(%)	58.4%	56.0%	51.8%	50.2%
					收入增长率(%)	5.3%	16.7%	18.9%	17.2%
					净利润增长率(%)	69.9%	6.4%	19.8%	21.7%
					P/E	30	28	23	19
					P/B	4.70	4.11	3.53	3.01
					EV/EBITDA	18.92	17.34	13.09	11.48

数据来源: 贝格数据, 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。

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>

