

**证券研究报告**
**公司研究**
**点评报告**
**中国长城 (000066.SZ)**
**投资评级：买入**

鲁立 计算机行业分析师  
执业编号：S1500520030003  
联系电话：+86 13916253156  
邮箱：luli@cindasc.com

罗云扬 计算机行业分析师  
执业编号：S1500521010001  
联系电话：+86 17806712169  
邮箱：luoyunyang@cindasc.com

**相关研究**

【信达计算机】中国长城深度：  
信创龙头腾飞在即，生态建设加速共筑长城 202101

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 飞腾增资或多方支持，定增最大阻碍将清理

2021年08月22日

**事件：**2021年8月20日晚间，公司发布多项公告：1. 飞腾新引入共10家战略投资者，增资2.59亿元，公司持股比例由31.5%变为28.035%；2. 清理房地产相关业务，并修订公司章程；3. 非公开增发项目修订稿。

- **央企、整机厂、云计算巨头均参与飞腾增资扩股。**此次战略投资者共10家，其中：1. **国家队背景：**分别为国开科技创投、国新资本与中国互联网投资基金，加之原有中国电子，彰显国家对飞腾重视程度；2. **整机厂：**分别为浪潮、联想、紫光、航天706的相关方，加之公司本身，目前主要国产化整机厂商均有飞腾参股；3. **互联网巨头：**参股方分别为阿里与百度相关方，在海外亚马逊等巨头带动下，国产云计算巨头加大芯片领域投资，飞腾作为国产CPU ARM架构通用芯片龙头厂商，未来在云计算和互联网协同应用发展空间广阔。本次飞腾估值由于历史原因，仍沿用20年方案估值水平，同时考虑战略股东投资将对飞腾未来发展支持加大，有利于飞腾在国产化信创市占率提升，长城在本次子公司融资之后股权为28%，仍是主要受益方。
- **房地产项目承诺自持，定增有望加快落地。**公司承诺将尽快完成目前拥有房地产开发经营业务的清理工作，在相关转让完成后，注销各主体房地产开发资质。同时，公司发布定增项目修订稿，共计募集39.87亿元，其中18亿元用于国产高性能PC/服务器技术研发与产能提升。我们认为，非主营业务清除有望加快公司定增项目落地，进一步提升自主程度与产品竞争力，未来广阔行业信创市场份额有望稳中有升。同时大额投入国产整机扩产彰显公司对行业景气度信心，未来公司整机业务保持高速增长确定性较强。
- **盈利预测与估值评级。**公司业绩在党政军、央企信创、军工等持续推进下，营收高增长确定性强，子公司飞腾CPU在国产化市占率优势持续保持。长期看，面向万物互联异构时代，以PKS系统和鲲鹏融合发展为代表的国产ARM应用生态加速，利好基础软件、应用软件和整机服务器等国产IT基础层发展前景。预计2021-2023年公司归母净利润为12.8/16.8/22.0亿元，PE为36/27/21倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、信创产业发展不及预期 2、ARM产业落地不及预期 3、行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	10,844	14,446	19,658	25,548	33,004
增长率 YoY %	8.3%	33.2%	36.1%	30.0%	29.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,115	928	1,275	1,683	2,200
增长率 YoY%	-0.5%	-16.8%	37.4%	32.0%	30.7%
毛利率%	24.7%	22.6%	23.4%	24.2%	25.0%
净资产收益率ROE%	13.4%	10.4%	12.5%	14.1%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.32	0.43	0.57	0.75
市盈率 P/E(倍)	41.01	60.14	35.64	26.99	20.65

市净率 P/B(倍)      5.51      6.23      4.44      3.81      3.22

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价: 15.46 元

**图 1: 飞腾增资前后的股权结构变动情况**

序号	股东名称或姓名	增资前		增资后	
		注册资本	持股比例	注册资本	持股比例
1	天津先进技术研究院	20,000.00	30.00%	20,000.00	26.70%
2	天津滨海新区科技金融投资集团有限公司	19,000.00	28.50%	19,000.00	25.37%
3	中国长城科技集团股份有限公司	21,000.00	31.50%	21,000.00	28.04%
4	飞腾创芯企业管理咨询(天津)中心(有限合伙)	6,666.67	10.00%	6,666.67	8.90%
5	国开科技创业投资有限公司	--	--	1,498.127416	2.00%
6	航天科工资产管理有限责任公司	--	--	749.063708	1.00%
7	国新资本有限公司	--	--	1,086.142376	1.45%
8	中国互联网投资基金(有限合伙)	--	--	749.063708	1.00%
9	北京纳远明志信息技术咨询有限公司	--	--	749.063708	1.00%
10	杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司	--	--	749.063708	1.00%
11	达孜县百瑞翔创业投资管理有限责任公司	--	--	636.704152	0.85%
12	山东蓝色云数创业投资合伙企业(有限合伙)	--	--	749.063708	1.00%
13	青岛华叶芯成投资合伙企业(有限合伙)	--	--	636.704152	0.85%
14	珠海紫恒投资合伙企业(有限合伙)	--	--	636.704152	0.85%
合计		66,666.67	100%	74,906.37	100%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 2: 公司募集资金用途**

序号	项目类别	项目名称	预计总投资额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	国产高性能计算机及服务器核心技术研发及产能提升项目	关键芯片研发项目	30,000	30,000
		自主安全整机设计仿真实验室及特种计算机研发中心建设项目	35,547	20,000
		国产整机智能化产线建设项目	300,740	130,000
2	信息及新能源基础设施建设项目	国内重点地区信创云示范工程项目	70,000	70,000
		新能源汽车三电控制及充电桩产品研发生产及试验环境建设项目	23,000	20,000
		特种装备新能源及应用建设项目	90,794	30,000
3	高新电子创新应用类项目	海洋水下信息系统项目	14,266	10,000
		三位一体中波机动通信系统仿真实验室建设、设计、产品开发项目	30,000	20,000
4	补充流动资金		68,702	68,702
合计				398,702

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3: 公司 PE band**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**财务附表**

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>14,027</b>	<b>18,566</b>	<b>25,167</b>	<b>30,666</b>	<b>37,500</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,844</b>	<b>14,446</b>	<b>19,658</b>	<b>25,548</b>	<b>33,004</b>
货币资金	3,979	4,706	5,011	5,626	6,518	营业成本	8,169	11,179	15,060	19,372	24,748
应收票据	1,518	1,676	2,801	3,150	3,617	营业税金及附加	74	124	98	128	165
应收账款	3,012	3,710	5,009	5,950	7,415	销售费用	491	493	816	1,047	1,353
预付账款	1,211	2,149	2,263	3,176	4,061	管理费用	587	728	1,012	1,294	1,670
存货	3,642	5,605	9,077	11,676	14,713	研发费用	849	1,002	1,549	2,018	2,640
其他	664	719	1,008	1,088	1,177	财务费用	108	315	388	490	577
<b>非流动资产</b>	<b>7,643</b>	<b>8,965</b>	<b>10,234</b>	<b>11,232</b>	<b>12,223</b>	减值损失合计	-76	-44	-61	-51	-111
长期股权投资	648	771	871	871	871	投资净收益	9	95	118	179	297
固定资产(合计)	2,782	2,900	3,566	4,082	4,582	其他	849	390	644	711	626
无形资产	457	517	621	690	769	<b>营业利润</b>	<b>1,347</b>	<b>1,046</b>	<b>1,436</b>	<b>2,038</b>	<b>2,664</b>
其他	3,757	4,777	5,176	5,589	6,001	营业外收支	3	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>21,671</b>	<b>27,530</b>	<b>35,401</b>	<b>41,898</b>	<b>49,723</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,350</b>	<b>1,044</b>	<b>1,434</b>	<b>2,036</b>	<b>2,662</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,612</b>	<b>11,719</b>	<b>16,261</b>	<b>19,986</b>	<b>24,496</b>	所得税	184	69	115	265	346
短期借款	3,955	2,582	2,582	3,382	4,382	<b>净利润</b>	<b>1,166</b>	<b>975</b>	<b>1,319</b>	<b>1,772</b>	<b>2,316</b>
应付票据	702	1,787	2,476	2,919	3,390	少数股东损益	51	47	45	89	116
应付账款	2,862	3,682	5,776	7,165	8,814	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,115</b>	<b>928</b>	<b>1,275</b>	<b>1,683</b>	<b>2,200</b>
其他	2,094	3,669	5,428	6,520	7,910	EBITDA	909	1,271	1,464	1,945	2,706
<b>非流动负债</b>	<b>3,408</b>	<b>6,464</b>	<b>8,464</b>	<b>9,464</b>	<b>10,464</b>	EPS(当年)	0.38	0.32	0.43	0.57	0.75
长期借款	2,207	3,390	5,390	6,390	7,390	(元)					
其他	1,201	3,074	3,074	3,074	3,074						
<b>负债合计</b>	<b>13,020</b>	<b>18,183</b>	<b>24,725</b>	<b>29,450</b>	<b>34,960</b>						
少数股东权益	355	388	432	521	636						
归属母公司股东权益	8,296	8,959	10,244	11,927	14,127						
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,671</b>	<b>27,530</b>	<b>35,401</b>	<b>41,898</b>	<b>49,723</b>						

  

重要财务指标					
单位：百万元					
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,844	14,446	19,658	25,548	33,004
同比(%)	8.3%	33.2%	36.1%	30.0%	29.2%
归属母公司净利润	1,115	928	1,275	1,683	2,200
同比(%)	-0.5%	-16.8%	37.4%	32.0%	30.7%
毛利率(%)	24.7%	22.6%	23.4%	24.2%	25.0%
ROE(%)	13.4%	10.4%	12.4%	14.1%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.32	0.43	0.57	0.75
P/E	41.01	60.14	35.64	26.99	20.65
P/B	5.51	6.23	4.43	3.81	3.22
EV/EBITDA	52.56	47.17	35.15	27.07	19.87

  

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>167</b>	<b>249</b>	<b>458</b>	<b>527</b>
净利润	1,166	975	1,319	1,772	2,316
折旧摊销	235	350	342	256	278
财务费用	137	338	459	565	661
投资损失	-9	-95	-118	-179	-297
营运资金变动	-1,388	-1,490	-1,815	-2,008	-2,543
其它	-32	90	63	53	113
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,698</b>	<b>-1,496</b>	<b>-1,078</b>	<b>-975</b>
资本支出	-534	-1,507	-1,494	-1,247	-1,262
长期投资	-450	-157	-100	0	0
其他	-114	-34	98	169	287
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,591</b>	<b>2,125</b>	<b>1,551</b>	<b>1,235</b>	<b>1,339</b>
吸收投资	0	0	10	0	0
借款	2,113	1,346	2,000	1,800	2,000
支付利息或股息	-371	-557	-459	-565	-661
现金净增加额	596	581	305	615	892

## 研究团队简介

**鲁立**，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，17、19年所在团队新财富第四，2020年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

**罗云扬**，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监（主持工 作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。