

## 中国长城 (000066)

# 收购天津飞腾实现从芯到端布局，自主可控业务腾飞在即

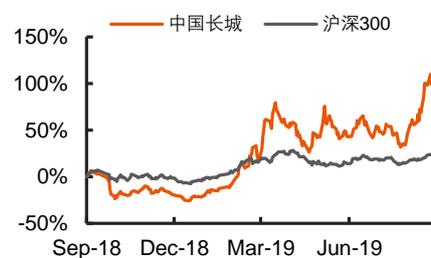
### 推荐 (首次)

现价: 12.7 元

#### 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.greatwall.cn
大股东/持股	中国电子信息/40.75%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,928
流通 A 股(百万股)	2,491
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	371.88
流通 A 股市值(亿元)	316.32
每股净资产(元)	2.18
资产负债率(%)	58.2

#### 行情走势图



#### 证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号  
S1060517070006  
010-56800140  
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

付强 一般从业资格编号  
S1060118050035  
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号  
S1060117080005  
010-56800139  
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- 公司作为 CEC 重要专业子集团，聚焦网安与信息化、高新电子等业务：网络安全与信息化是中国长城的传统主业之一，主要包括电子制造（主要为信息安全整机）、金融 IT、医疗 IT 产品和解决方案等；高新电子是中国长城 2017 年新置入的业务板块，成长较为平稳，也是公司最大的业务板块；电源业务主要产品包括工业电源、PC 和服务器电源、消费电源等。2019 年上半年，公司收入增长相对平稳，净利润出现下降，但扣非业绩实现高速增长，其中自主可控终端制造成为公司收入增长重要引擎。
- 成功收购天津飞腾，巩固其在中国电子“PK 体系”的基础性地位：当前，全球 IT 供应链断裂风险加剧，中国长城借势加速向自主可控产业转型。8 月底，公司完成对天津飞腾（Phytium）35% 股权的收购。天津飞腾是国内重要的自主芯片设计企业之一，一直是作为中国电子集团本质安全的重要板块，与天津麒麟（Kylin）一起打造“PK”体系。收购以后，依托中国长城产能和生态方面的先天优势，公司将有望与天津飞腾、天津麒麟形成深度绑定关系。公司可通过提供从芯到端的全栈式解决方案，能够更好地响应国产化应用需求，在中国电子“PK”生态体系中的基础性地位将夯实。
- 发力高新电子，专注提升军事通信和海洋信息安全产业竞争力：公司高新电子业务重点发展两个方向——军事通信和海洋信息安全，经营主体分别是中原电子和圣非凡。高新电子业务板块收入规模最大且毛利率高，收入虽受到一定季节性影响，但年度增长较为稳定。其中，中原电子在陆军传统市场竞争力依然强劲，新军种业务拓展顺利；圣非凡水下通信业务优势明显，新增长点海底科学观测网项目获批，公司作为重点参与者，收入后续增长可期。从总体趋势上看，高新电子具备较大的成长潜力。随着军改的完成，“十三五”后两年军队信息化进程将提速，公司高新电子业务将充分受益。
- 投资建议：中国长城作为我国重要的 IT 基础设施、军工电子和电源供应商，目前正在依托其在终端产能和客户上的优势，积极向上游芯片拓展，收购中国电子旗下的天津飞腾，成为 CEC 自主可控“PK 体系”的基石企业，各主要业务条线均具备明朗的成长潜力。结合行业发展趋势以及公司相关

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9507	10009	10780	12868	15387
YoY(%)	-86.2	5.3	7.7	19.4	19.6
净利润(百万元)	581	987	734	939	1224
YoY(%)	1652.9	69.9	-25.7	28.0	30.4
毛利率(%)	21.7	21.9	22.5	22.7	23.0
净利率(%)	6.1	9.9	6.8	7.3	8.0
ROE(%)	9.2	15.9	10.8	12.2	13.9
EPS(摊薄/元)	0.20	0.34	0.25	0.32	0.42
P/E(倍)	64.0	37.7	50.7	39.6	30.4
P/B(倍)	5.6	6.0	5.5	4.8	4.2

财务报告，我们预计 2019–2021 年公司 EPS 分别为 0.25 元、0.32 元、0.42 元，对应 2019 年 9 月 12 日 PE 分别为 50.7 倍、39.6 倍、30.4 倍。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

■ **风险提示：**

**(1) 市场竞争加剧的风险。**目前，全球以及国内 PC、笔记本整机市场低迷，服务器市场增速回落，安全可控市场进入者在增多，市场竞争可能加剧。

**(2) 自主可控市场可能不及预期。**目前，党政军以及重点行业都正在积极推进安可项目，但采购时点、采购规模都存在较大不确定性，短期内需求波动较大。

**(3) 公司整机和芯片产能可能存在不足。**公司自主可控整机的产能相对有限，可能在后续应对相关产品的爆发式增长存在一定压力。更重要的是，飞腾芯片能否实现大批量供货，也直接制约着公司自主可控整机的出货能力。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>公司作为 CEC 重要专业子集团，聚焦网安与信息化、高新电子等业务</b>	<b>5</b>
1.1	公司是中国电子重要成员，承担着集团信息安全“二号系统工程”建设重任	5
1.2	公司聚焦三大主业，分别为网络安全与信息化、高新电子和电源业务	6
1.3	公司生态建设完善尤其是自主可控领域合作伙伴众多，产品竞争力强客户优质	8
1.4	上半年扣非业绩实现高速增长，自主可控终端制造成为增长重要引擎	9
<b>二、</b>	<b>收购天津飞腾，巩固其在中国电子“PK 体系”的基础性地位</b>	<b>10</b>
2.1	关键基础软硬件供应链断裂风险加剧，中国长城也在借势加速转型	10
2.2	成功收购中国电子旗下芯片设计资产，打造从芯到端的自主可控品牌	11
2.3	整机制造产能扩张加速，“PK”体系有望在自主可控大潮中获得充分发展	16
<b>三、</b>	<b>发力高新电子，专注提升军事通信和海洋信息安全产业竞争力</b>	<b>18</b>
3.1	业务板块收入规模最大且毛利率高，近年来受益于军队信息化成长性平稳	18
3.2	中原电子在陆军传统市场竞争力依然强劲，新军种业务拓展顺利	18
3.3	圣非凡水下通信业务优势明显，新增长点海底科学观测网项目获批	19
<b>四、</b>	<b>盈利预测及投资建议</b>	<b>20</b>
4.1	盈利预测	20
4.2	估值分析	21
4.3	投资建议	21
4.4	风险提示	22

## 图表目录

图表 1	中国长城及主要子公司、联营企业情况	5
图表 2	中国长城电子制造产品线	6
图表 3	公司信息安全产品线	7
图表 4	中国长城主要电源产品	8
图表 5	中国长城主要自主可控生态合作伙伴	9
图表 6	2017-2019H1 公司营业收入及同比增速	9
图表 7	2017-2019H1 公司归母净利润及同比增速	10
图表 8	2017-2019H1 公司归母扣非净利润及同比增速	10
图表 9	2019 年上半年公司主要业务板块收入及同比增速	10
图表 10	美国对我国计算机行业相关禁运、限制情况	11
图表 11	近年来中央和政府机关出台的自主可控相关政策文件	11
图表 12	Wintel 体系生态构成	12
图表 13	ARM-Android 生态系统构成	12
图表 14	2016-2019H1 长城信安营业收入（万元）	13
图表 15	2016-2019H1 长城信安净利润（万元）	13
图表 16	长城银河公司股权结构	13
图表 17	长城银河主要自主可控整机产品	14
图表 18	天津飞腾公司主要芯片设计产品	15
图表 19	飞腾主要芯片产品与竞品性能指标对比情况	15
图表 20	2017-2018 年天津飞腾营业收入（万元）	15
图表 21	2017-2018 年天津飞腾净利润（万元）	15
图表 22	天津飞腾公司被收购前后股权结构变化情况	16
图表 23	我国自主可控产业所处的发展阶段	17
图表 24	2018-2025 年我国自主可控产业市场规模	17
图表 25	公司高新电子业务收入及同比增速	18
图表 26	公司高新电子业务毛利率变化情况	18
图表 27	2017-2019 年上半年中原电子收入（亿元）	19
图表 28	2017-2019 年上半年中原电子净利润（万元）	19
图表 29	海底科学观测网示意图 1	20
图表 30	海底科学观测网示意图 2	20
图表 31	简要损益预测表	21
图表 32	中国长城与主要对标企业估值比较	21

## 一、公司作为 CEC 重要专业子集团, 聚焦网安与信息化、高新电子等业务

### 1.1 公司是中国电子重要成员, 承担着集团信息安全“二号系统工程”建设重任

中国长城科技集团股份有限公司(简称:中国长城或公司)是由中国电子信息产业集团有限公司(简称:中国电子、CEC)所属的中国长城计算机深圳股份有限公司、长城信息产业股份有限公司、武汉中原电子集团公司、北京圣非凡电子系统技术开发有限公司等四家骨干企业重组整合组成。

中国电子作为公司的控股股东,持有公司 40.75%的股份。中国电子是中央直接管理的国有独资特大型集团公司,是中国最大的国有 IT 研发和制造企业,拥有全资及控股二级企业 20 家,控股上市公司 14 家。中国电子以网络安全作为核心主业和核心能力,主营业务涵盖网络安全、新型显示、集成电路、高新电子、信息服务等国家战略性、基础性、先导性电子信息产业领域。

中国长城作为中国电子的网络安全与信息化专业子集团,是中国电子三大系统工程之一的“二号工程”信息安全业务的重要载体及资源整合核心平台(一号、三号系统工程分别为平板显示和信息服务)。中国长城掌握着多种自主可控和信息安全的核心技术,各主要业务处国内领先地位。

图表1 中国长城及主要子公司、联营企业情况



资料来源:公司年报、平安证券研究所

## 1.2 公司聚焦三大主业，分别为网络安全与信息化、高新电子和电源业务

### ■ 网络安全与信息化业务

网络安全与信息化是中国长城的传统主业之一，主要包括电子制造（主要为信息安全整机）、金融 IT、医疗 IT 产品和解决方案等。

电子制造是公司网安与信息化业务的主体。公司拥有成熟的计算机、服务器等产品的设计、生产能力，相比竞争对手，公司生产线智能化和自动化程度高、产能充裕，已经成为国内主要的台式机、笔记本和服务器的生产基地，国内一些主流品牌的产品也开始由公司加工生产。公司电子制造产能主要分布在湖南株洲、长沙、深圳等地，现有整机产能 300 万台左右，目前正在推进太原、郑州等地的生产基地建设。其中，株洲生产基地是公司智能化水平最高的生产基地，拥有厂区 2.8 万平方米，15 条自主可控生产线，包括 5 条多功能整机生产线，5 条平板电脑生产线，5 条 SMT 生产线。

其中，信息安全产品是公司电子制造的重要组成部分，该部分业务是中国电子发展的战略方向，也是中国长城未来业务发展的重心。中国电子对信息安全的定义是泛在安全的概念，包括本质安全和过程安全，本质安全强调的是基础软硬件的绝对安全可靠，包括处理器、操作系统、数据库等，过程安全主要强调的数据传输和应用安全，这个泛在安全的概念业界接受程度正在快速提升。其中，中国长城的发展重点就是本质安全。在之前，中国长城主要的信息安全产品包括自主芯片的服务器（飞腾、龙芯等）、一体机、台式机和笔记本的生产。而在当前，公司该业务板块正在快速聚焦，集中精力发展基于飞腾芯片、银河麒麟操作系统的国产化产品。

公司信息化业务主要集中在金融 IT 和医疗 IT 领域，且竞争力强劲。公司在非现金金融智能自助领域一直处于市场的领先地位，在国有主要大行保持市场份额第一，区域银行市场订单 2018 年实现翻倍增长。同时，依托自身技术优势，公司相关产品和解决方案在保险、税务、新零售等领域也已经取得突破。公司医疗电子板块也在加快转型步伐，数字化病房、“智慧医疗云”等业务在重点市场成功打造多个精品项目。

图表2 中国长城电子制造产品线



资料来源:公司网站、平安证券研究所

图表3 公司信息安全产品线



资料来源:公司网站、平安证券研究所

### ■ 高新电子业务

高新电子是中国长城 2017 年新置入的业务板块。2017 年,公司前身长城电脑与长城信息换股合并,长城电脑以其持有冠捷科技 24.32%股权与中国电子持有的中原电子 64.94%股权进行置换,同时,长城电脑以非公开发行股份方式购买中原电子剩余 35.06%股权、圣非凡 100%股权,合并后的存续主体为上市公司中国长城。通过此次合并,中国长城正式引入了中原电子和圣非凡为主的高新电子业务。

中原电子主要从事军事电子领域的研发、制造与服务,包括战术通信系统、自主可控通信装备、网络设备、卫星定位导航等软硬件产品及解决方案。该公司是我国军用通信、导航及信息化领域设备和系统的重要供应商,拥有军工信息安全整体系统研发、制造能力,可为国内各大军种提供通信设备和通信系统解决方案。目前,公司具备较强的战术通信系统总体设计能力和装备研发制造能力,拥有健全的军工业务资质。公司在超短波战术通信整体技术在国内处于领先水平,其在军用超短波战术通信、抗干扰通信等领域市场占有率达 60%。

圣非凡是我军水下通信、远程水声通信系统和装备的重要提供商,公司为部队提供水下通信技术体制及主要通信装备,整体技术水平国内领先,甚低频通信领域技术优势最为明显。同时,该公司作为国内少数几家拥有新型光纤水下探测设备研发制造能力的企业,在光纤传感技术、信号处理技术等方面处于行业领先地位。公司目前正在拓展陆、海、空、天、火等多个领域的市场。

### ■ 电源业务

公司电源业务是由电源事业部进行运作。作为公司传统的业务之一,通过多年的发展,公司已经具备强大的电源研发和制造能力。电源产品涵盖工业电源、消费电源等诸多领域,拥有全国唯一的企业开关电源技术实验室,在单体功率、转换效率、功率密度等方面技术特点突出。PC 电源多年来

处在国内市场占有率第一位，服务器电源高速发展，通信电源等高端电源产品近年来销量稳步提升。同时，公司消费电源产品跻身国际一线水平，主要面向国际大客户供货。

图表4 中国长城主要电源产品



资料来源:公司官网、平安证券研究所

### 1.3 公司生态建设完善尤其是自主可控领域合作伙伴众多，产品竞争力强客户优质

公司作为国内重点的信息安全整机、高新电子行业的领军企业，拥有完整的产业配套体系、优质的客户资源以及广泛的销售渠道，是公司业务实现稳定增长的关键。

合作伙伴方面，公司已经建立起了强大的国产自主可控生态圈，涵盖了国内优秀的 CPU、BIOS、OS、中间件、数据库、办公软件、系统集成商等企业，并具备强大的软硬件、应用系统适配能力。其中：芯片方面，公司同国防科大、龙芯公司、江南所等多个科研院所都保持着紧密的合作关系，并成立了多个与安全可控相关的实验室；操作系统方面，公司对中标麒麟、银河麒麟、深之度等厂商的 OS 产品都进行了适配，并推出了多款整机产品。

客户方面，公司凭借着在 IT 制造、高新电子以及电源业务方面具备的品牌优势，拥有广泛、优质的下游客户。其中，自主可控整机基本涵盖了中央各大政府机关、央企和事业单位；高新电子产品已经覆盖陆、海、控、火以及战略支援部队，客户重点正在实现从传统陆、海军向其他军种的深拓。电源产品在国内主要 PC、服务器、消费电子品牌厂商的产品中得到了广泛应用。

图表5 中国长城主要自主可控生态合作伙伴



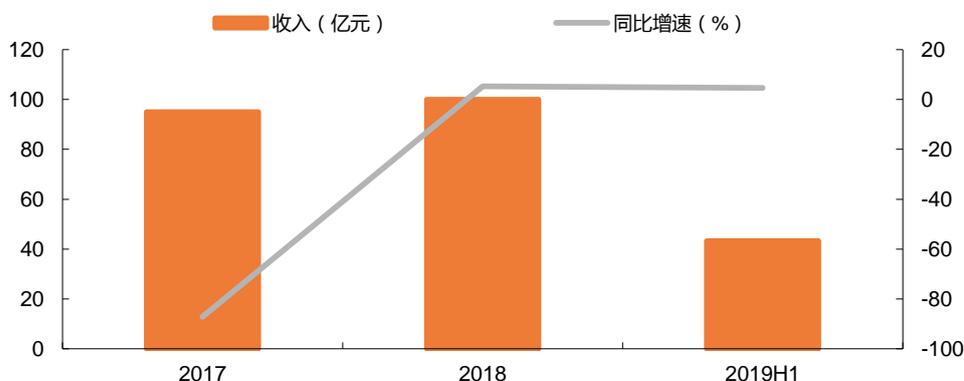
资料来源:公司官网、平安证券研究所

### 1.4 上半年扣非业绩实现高速增长，自主可控终端制造成为增长重要引擎

公司在 2017 年剥离冠捷之后，财务指标表现相对平稳，营业收入恢复增长，2019 年上半年扣非归母净利润实现高速增长。2018 年，公司实现营业收入 100.09 亿元，同比增长 5.29%；实现净利润 9.87 亿元，同比增长 69.88%；实现扣非归母净利润 3.27 亿元，同比增长 25.91%。

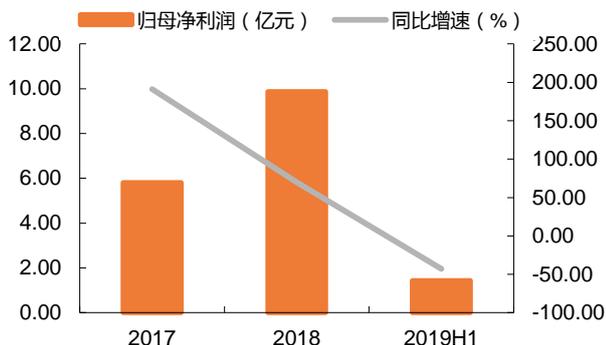
2019 年上半年，公司实现收入 43.30 亿元，同比增长 4.67%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比下降 42.82%；实现扣非归母净利润 0.75 亿元，同比增长 8.69 倍。2019 年上半年，公司扣非归母净利润大幅增长主要原因在于，2018 年上半年存在出售东方证券部分股权获得的投资收益，而在 2019 年上半年则无类似事项影响。

图表6 2017-2019H1 公司营业收入及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表7 2017-2019H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表8 2017-2019H1 公司归母扣非净利润及同比增速

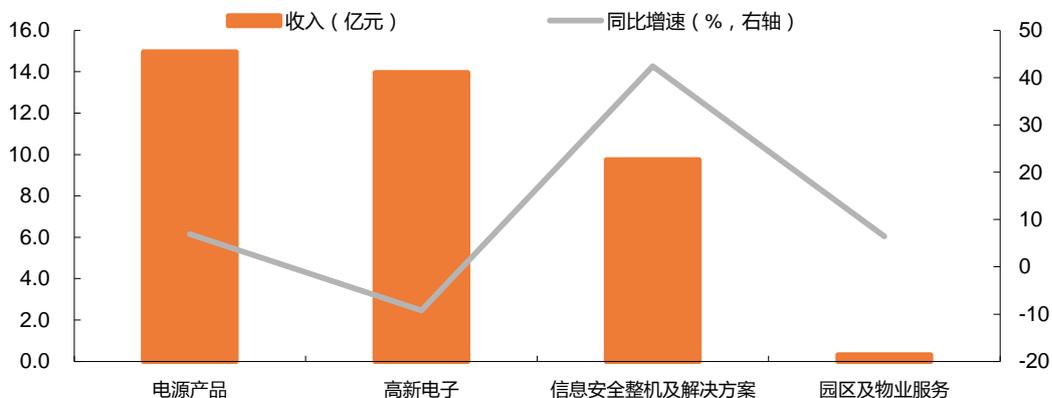


资料来源:Wind、平安证券研究所

信息安全整机及解决方案、高新电子、电源产品是公司收入的三大支柱。2018年,三大业务分别实现收入19.28亿、40.01亿和30.46亿元,同比下降3.22%、增长8.68%和增长12.08%,占公司收入的比重分别为19.26%、39.97%和30.43%。

在三大业务板块中,信息安全整机及解决方案虽然业务体量不是最大,但是是中国长城业务的基石和发力的重点。2019年上半年,公司信息安全整机及解决方案业务实现收入9.75亿元,同比增长42.41%,占比上升至22.52%。其中,自主可控整机快速增长是该业务规模扩大的主要原因。

图表9 2019年上半年公司主要业务板块收入及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

## 二、收购天津飞腾, 巩固其在中国电子“PK体系”的基础性地位

### 2.1 关键基础软硬件供应链断裂风险加剧, 中国长城也在借势加速转型

随着中美贸易战的加剧,美国对中国部分企业进行了精准打击,包括对芯片等关键零部件进行断供。同时,近期日韩之间的政治争端也蔓延到双边经贸领域,日本对韩国采取了关键半导体材料禁运措施,对韩国相关产业造成重大打击。为应对严峻的国际产业链安全形势,党中央和习总书记在三年

前就提出了关键领域自主可控的要求，此后相关部门也在加速推进，包括加大研发投入力度、政府采购支持等政策都持续加码，中国电子作为信息安全旗舰央企，也在积极响应中央指示。

中国长城作为 CEC 信息安全和新兴电子板块的主力军，正在担负起解决中国电子信息基础软硬件受制于人的重要使命。中国电子旗下拥有较为健全的产业链条，包括处理器设计、操作系统、数据库、应用软件等业务板块。其中，中国长城作为中国电子信息安全整合平台的地位也越发明确。

中国长城在传统 PC、服务器制造领域有着独到的优势，产能规模大、自动化程度高，而且在主板 BIOS 设计方面还处在行业领先地位，成为国内很多 PC、服务器主机厂的代工厂商，而且客户还有 X86 体系的国际大厂。作为国内的重要的整机厂商，未来将依托其较强的产业链号召力，将自有的硬件产品向国产芯片和操作系统看齐，成为国内领先的自主可控供应商。

图表10 美国对我国计算机行业相关禁运、限制情况



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 近年来中央和政府机关出台的自主可控相关政策文件

出台机构	政策名称或措施	发文日期
国务院	核高基重大科技专项	2006 年开始
中共中央	成立中央网络安全和信息化领导小组	2014 年
全国人大	《网络安全法》	2016 年 11 月
网信办	《国家网络空间安全战略》	2016 年 12 月
国务院	《“十三五”国家信息化规划》	2016 年 12 月
网信办、证监会	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	2018 年 3 月
中国政府采购网	《2018-2019 年中央机关信息类产品(硬件)和空调产品协议供货采购项目征求意见公告》	2018 年 5 月
财政部、税务总局	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	2019 年 5 月

资料来源:政策文件, 平安证券研究所

## 2.2 成功收购中国电子旗下芯片设计资产，打造从芯到端的自主可控品牌

### ■ 公司作为国内主要整机制造央企，具备引领国产化生态建设的能力

芯片、操作系统、数据库以及通用软件是国内电子信息行业最大的短板。这些基础性强、应用面广的产品具备一个共同的特点，需要持续和大规模的研发投入，且拥有良好的产业生态支持。我国计

计算机产业虽然发展迅速，但是只是处于产业链条中相对后端的整机制造环节，对前述的芯片、操作系统等关键基础软硬件平台产品掌控能力严重缺失，主要都是依赖西方发达国家，尤其是美国。

国内基础软硬件企业与微软、英特尔相比，最大的短板其实并不是产品和技术本身，而是生态的缺失。所谓生态，就是产业链内相关企业构成的联盟或准联盟关系，内部企业各自发挥特长，通过精细化分工以实现协同和互补效应。一般而言，产业生态都有一到两个核心企业，计算机行业的核心则为处理器芯片和操作系统企业。

目前，在关键基础件领域，国际上成熟的生态包括“Wintel 体系”和“ARM-Android 体系”，分别统治着全球的 PC 和移动生态。在健全的生态体系中，配套企业都会针对基础软硬件的产品进行开发和适配，从而提高产品化、标准化水平，这为产品后续的推广奠定了基础。相反，国内的基础软硬件企业则在“Wintel”和“ARM-Android”体系的挤压之下，用户数量非常有限，从而为之适配和优化的软硬件企业也很少。因此培育国产自主的生态体系是当务之急。

中国长城作为国内重要的整机设计、生产企业，在承担国产生态体系建设方面也有着得天独厚的优势。一方面，整机企业在整个产业链上具备引领作用，同材料、零部件和软件企业天然具备良好的合作关系，公司直接可以通过合作方式推动与国产基础软硬件平台的整合；另一方面，公司可以依托中国电子拥有的自主可控产业资源，包括飞腾处理器芯片、银河麒麟操作系统、中软系统等，形成自主可控完整的产业链条。公司主要从事自主可控的子公司有两个：一个是从事国产信息化软硬件设计、制造和销售企业——深圳中电长城信息安全系统有限公司（简称长城信安），另一个就是参股公司湖南长城银河科技股份有限公司（简称长城银河），目前两个公司均已经拥有相当的市场影响力。

图表12 Wintel 体系生态构成



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 ARM-Android 生态系统构成



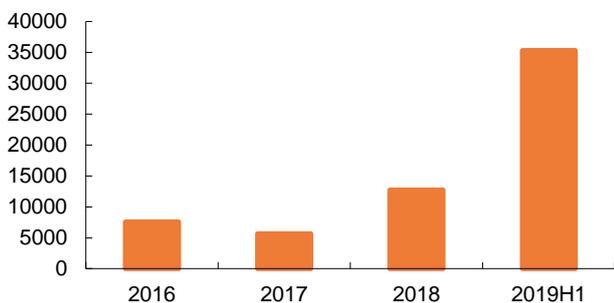
资料来源:wind, 平安证券研究所

➢ 长城信安

子公司长城信安是国内自主可控市场的重要力量。公司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。

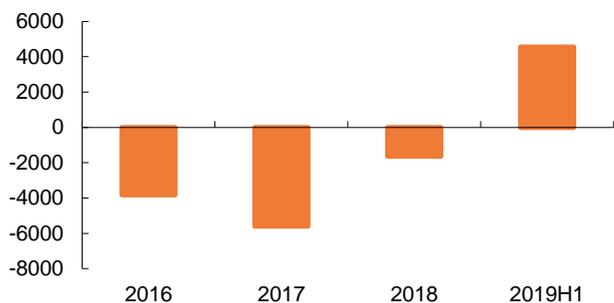
2019 年上半年，长城信安基于 FT2000+ 的服务器产品实现了量产，其服务器架构设计能力、软件开发能力、产品工程化能力得到有效提升。通过持续的技术积累，长城信安已初步形成从服务器到终端设备的系统解决方案，并具备可以按照客户需求进行定制化服务的能力，是国防武器装备科研生产二级保密资格单位、商用密码产品开发生产定点单位，具有军队公用普通密码科研生产资质。2019 年上半年，长城信安实现收入 3.53 亿元，实现净利润 4550.67 万元。

图表14 2016-2019H1 长城信安营业收入 (万元)



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表15 2016-2019H1 长城信安净利润 (万元)



资料来源:Wind、平安证券研究所

➤ 长城银河

长城银河是由公司全资子公司——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，其中长沙湘计海盾科技有限公司占 40% 的股份。长城银河基于天河技术，采用国产飞腾处理器和麒麟操作系统，形成了全自主知识产权的国产自主可控整机研发能力，推出了高性能、高可靠的全国产化自主可控计算机产品和系统解决方案，并成功研制并量产了服务器、台式机、一体机电脑和笔记本电脑产品，构建起了完整的国产化硬件产品线。公司产品在安可市场竞争中处于优势地位，承接并顺利完成了解放军某部、政府机构及科研院所等多个国家级战略部署的重大项目。

长城银河主要是基于国产芯片飞腾、麒麟操作系统开发自主可控产品，主要包括板卡、笔记本、台式机、一体机。服务器领域，长城银河已经顺利推出了包括云腾 SF02B、EF420、SF02E 和 EF111 等在内的多款产品，其中 SF02E 和 EF111 都是基于最新的飞腾 2000+ 芯片设计的高性能服务器，可以支持 ERP、高性能数据库、虚拟化和商业智能，大数据分析等，可轻松实现非自主高性能服务器应用系统的迁移和替代。笔记本领域，公司推出了致翔系列产品，搭载飞腾 1500A/4 芯片以及国产麒麟操作系统和 BIOS，而且还可定制多种安全功能。

图表16 长城银河公司股权结构



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表17 长城银河主要自主可控整机产品



资料来源:公司网站、平安证券研究所

■ 公司收购收购飞腾 35%的股份，将成为中国电子“PK”自主生态体系建设的主体

天津飞腾是国内重要的自主芯片设计企业之一，公司位于天津滨海高新技术产业开发区，在北京、长沙、广州等地均设有子公司和分公司，其主要致力于国产高性能、低功耗集成电路芯片的设计与服务，为用户提供安全、高性能、低功耗的 CPU、ASIC、SoC 等芯片产品、IP 产品以及基于这些产品的系统级解决方案，其成立后陆续推出了多款国产高性能 CPU，包括应用于入门级服务器的 FT-1500A/16、应用于桌面终端的 FT-1500A/4、应用于高端服务器的 FT-2000+/64、应用于嵌入式工控的 FT-2000A/2 等产品，多项指标在各自对应的领域处于国内领先地位，部分产品指标处于国际领先。

天津飞腾（Phytium）一直是作为中国电子集团本质安全的重要板块，与天津麒麟（Kylin）一起打造“PK”体系。在该体系中，天津飞腾主要提供处理器芯片产品，天津麒麟主要在操作系统领域发力，这两家企业已经构成了国内自主可控领域的重要力量。经过多年的发展，基于天津飞腾和天津麒麟的整机产品已经在党政军、重点行业企业得到批量应用。

“PK”体系的成长和壮大，需要国内整机企业的参与。国内芯片设计企业普遍存在一个严重的问题，即虽然选择的都是精简指令集，但是方向五花八门（ARM、MIPS、Alpha 等），每一家做的都不大，飞腾就是其中之一。造成的直接后果是，由于出货量太少，这些公司的收入、利润和研发投入规模都十分有限，国内外软、硬件厂商不愿意针对这些芯片进行应用开发，应用软件、配套芯片板卡、EDA 软件、生产工艺、制造设备等领域很少针对这些处理器进行适配，并形成了恶性循环，生态差距越拉越大。最后，很多本属于外部软硬件的优化适配工作，都需要设计企业自己去完成。天津飞腾作为一个研发型企业，核心业务是集成电路设计，市场、服务人员数量有限，如果单依托自己跑客户做适配，市场化难度非常大。基于此，飞腾公司需要依托有影响力的整机厂商进行产品的适配和推广，作为同一集团下的中国长城，是最好的选择。

图表18 天津飞腾公司主要芯片设计产品



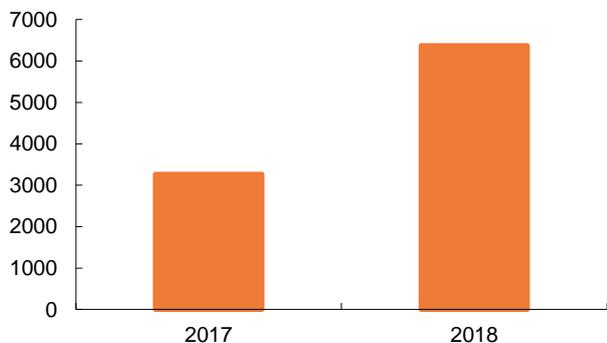
资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表19 飞腾主要芯片产品与竞品性能指标对比情况

对比项目	龙芯			飞腾			申威
	3A3000	龙芯 3A	龙芯 3B	FT1500	FT1500A	FT2000+/64	SW1600
指令集	MIPS64	MIPS64	MIPS64	兼容 ARM V8 指令集			源于 Alpha 21164
制造工艺	28nm	65nm	65nm	45nm	28nm	16nm	65nm
最高主频	1.5GHz	1GHz	1GHz	1.5GHz	1.5GHz	2.2G-2.4GHz	1.1GHz
核数量	4核	4核	8核	16核	16核	64核	16核

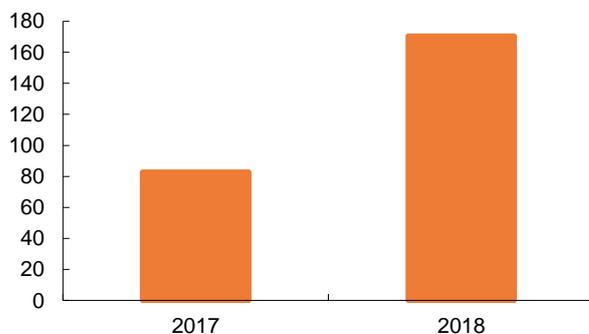
资料来源:龙芯官网、飞腾官网、申威官网、平安证券研究所

图表20 2017-2018年天津飞腾营业收入(万元)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表21 2017-2018年天津飞腾净利润(万元)

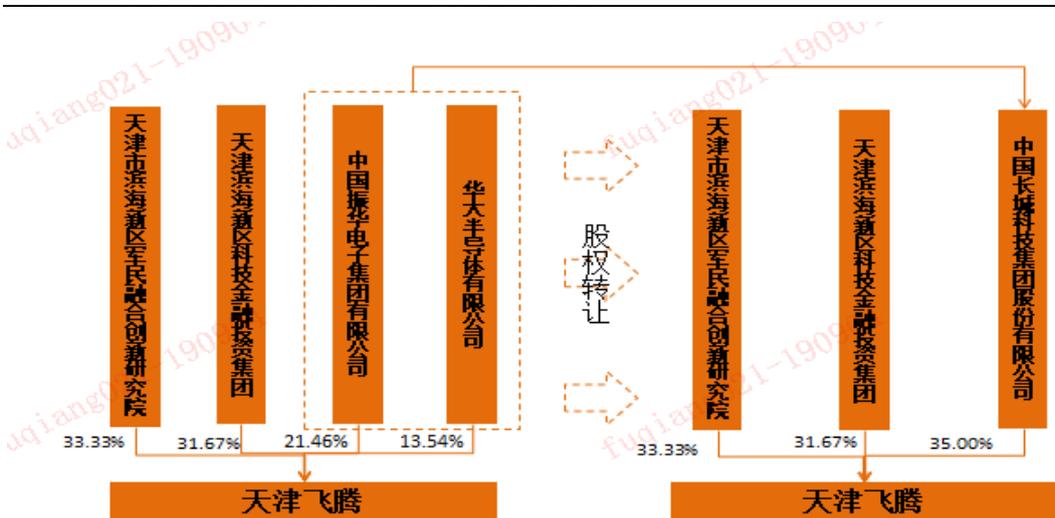


资料来源:公司公告、平安证券研究所

而中国长城从自身战略定位来讲，收购飞腾可以将产业链向上游延伸，进一步夯实公司在“自主可控”市场上的地位。在此之前，中国长城在整机板块主要的能力是制造，市场地位和毛利率都较低。公司也曾经考虑在自主可控领域采取与芯片厂家合作的模式，如公司与龙芯、飞腾等厂商开发出的相关产品。但随着中国电子信息安全战略的推进，中国长城需要担负起“PK”体系领军企业的重任，原来只打算收购华大半导体持有的 13.54% 的股份，2019 年上半年迅速加码到 35%（新增收购振华电子持有的全部股份），相关收购工作已经完成。

公司收购天津飞腾之后，公司可以提前介入芯片设计环节，同步开展芯片、部件、终端、解决方案等联合研发，从而缩短产品的研发周期；飞腾也可以借助公司丰富的国产化整机、信息化基础设施和解决方案实施经验，可以更准确地把握用户真实的国产化需求，提升自身芯片的设计质量。这种“CPU+整机”联合，将大大缩短飞腾 CPU 系列化产品的研发周期，增强 CPU 与 BIOS、主板等整机软硬件联合设计能力和适配。通过整合，公司可以通过提供从芯到端的全栈式解决方案，更好地响应国产化应用市场的需求，这种优势是国内其他体系是无法比拟的。

图表22 天津飞腾公司被收购前后股权结构变化情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

### 2.3 整机制造产能扩张加速，“PK”体系有望在自主可控大潮中获得充分发展

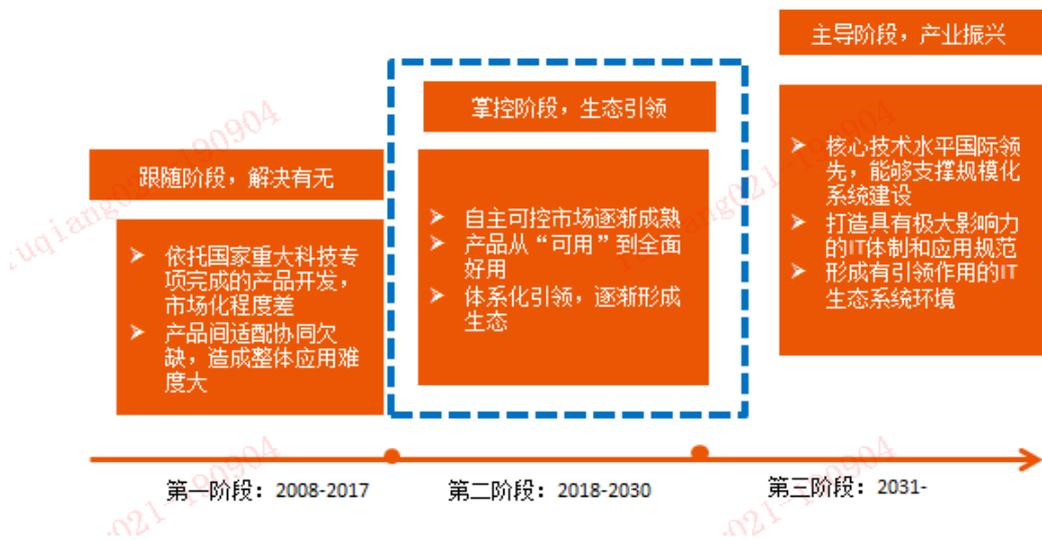
目前，中国长城已经全面具备了自主安全整机和服务器的设计、研发、验证到生产的能力，生产直通率为 97.2%，开箱合格率稳定在 98% 以上，基于飞腾平台的终端和服务器的产品性能保持领先，国产整机在行业市场中名列前茅。公司正在联合湖南省政府打造网络安全产业示范基地和产业集群，并重点建设完成了全国首个省级适配中心，形成了 PK 体系的应用适配平台、技术服务平台和培训平台。

我们预计，国内自主可控产业将迎来爆发期。在外部环境倒逼、内部需求迫切两大引擎推动下，未来十年，将是我国自主可控产业快速发展的十年，产品将有望从“可用”发展为全面“好用”并做到生态引领。在这个阶段，国内自主可控整机将迎来高速增长期，按照生态成熟的程度看，推广的路径将是“党政军——重点行业——消费市场”。据测算，党政军系统未来预计近千万台的 PC 或笔记本的市场规模，服务器整机也将达到近百万台。如果期间市场扩大到军工、金融、电信、能源

等重点行业的替换，市场想象空间巨大。2019年，中央和地方都在加快相关自主可控整机的采购工作，预计全年有30万台左右的整机交付。

目前，自主可控加速在政府各层级已经形成共识，后续就是产业链各企业需要解决基础芯片和整机制造产能的不足的问题，并加强优化适配工作，形成内涵丰富的生态圈。为应对自主可控整机未来可能的爆发式增长，公司在快速扩大产能部署。7月11日，公司发布公告称，与郑州市政府签订协议，在郑州高新区投建自主创新计算机整机研发生产基地、软硬件适配中心。7月15日，公司与太原市政府签订《中国长城智能制造（山西）基地战略合作框架协议》。按照公司规划，山西项目5年内将力争达到年产200万台计算机的规模。上述产能如果能够顺利释放，将较大幅度提升公司生产供给和适配能力，尤其是面对未来的自主可控市场，公司相关项目可以提供足够的产能支持。

图表23 我国自主可控产业所处的发展阶段



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表24 2018-2025年我国自主可控产业市场规模



资料来源:wind, 平安证券研究所

### 三、 发力高新电子， 专注提升军事通信和海洋信息安全产业竞争力

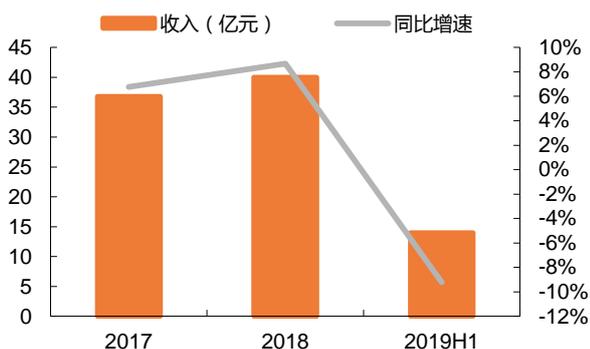
#### 3.1 业务板块收入规模最大且毛利率高， 近年来受益于军队信息化成长性平稳

公司在 2017 年置入高新电子主业之后，重点发展两个方向——军事通信和海洋信息安全，经营主体分别是中原电子和圣非凡。其中，中原电子业务主要集中在陆军的超短波战术通信领域，圣非凡的军工业务主要在海军的甚低频通信领域以及海洋监测等。

高新电子业务近年来发展较为平稳，其半年度业绩波动主要为季节性因素。2017 年置入该业务之后，该业务板块一直是公司收入的最主要的收入来源，而且毛利率也持续保持 20% 以上。2018 年，公司高新电子业务实现收入 40.01 亿元，同比增长 8.68%，占公司收入的比重为 39.97%；2019 年上半年，该业务实现收入 13.96 亿元，同比下降 9.22%。由于公司该业务板块收入来源主要是军队和政府，上半年主要是集采和招标，业务实际落地的规模相对较小，存在一定波动属正常。

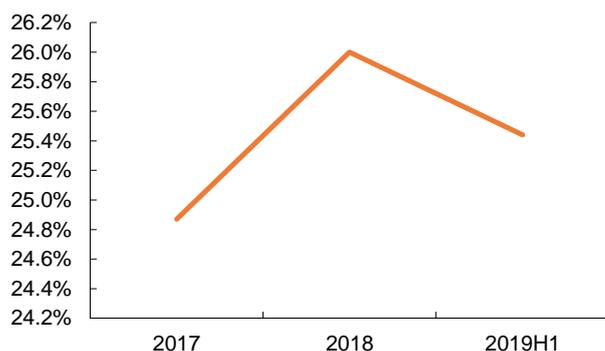
从趋势上看，军工电子具备较大的成长潜力。随着军改的完成，“十三五”后两年军队信息化进程将提速，公司高新电子产业将受益。

图表25 公司高新电子业务收入及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表26 公司高新电子业务毛利率变化情况



资料来源:Wind、平安证券研究所

#### 3.2 中原电子在陆军传统市场竞争力依然强劲， 新军种业务拓展顺利

中原电子是国内军队超短波通信市场上的主力供应商，主要产品为短波、超短波无线通信设备，如短波和超短波电台等，产品在装甲兵、通信兵、炮兵、工程兵、防化兵等兵种通信市场占有主导市场份额，其他军种和兵种市场正在拓展之中。

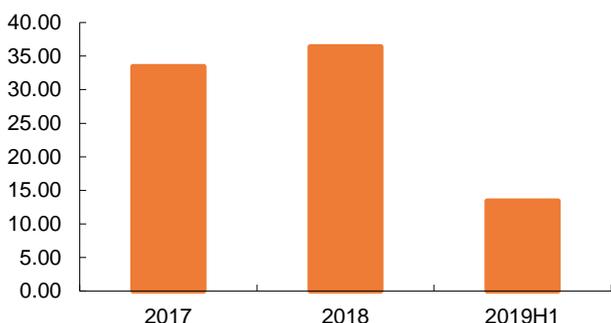
短波通信设备的工作频率在 6-30MHz (工作波长为 50m-10m)，短波通信发射方式是通过电离层一次或者多次的电离层的反射到达接收设备，传递距离较远，是远程通信的主要手段。短波通信是一种不受网络枢纽、有源中继等影响通信方式，因此战时不会受到敌方破坏，是当前战场生存能力和自主通信能力最高的通信方式，也是军队的主要“保底”通信方式。

超短波通信设备工作频率为 30~300MHz (工作波长为 10~1m)，包括工作在这一频段的手持机、背负式电台、甚高频接力机等，主要用于短距离通信。陆军超短波电台主要用于战术分队进行近距离通信，根据电台的发射功率、天线形式和地形的不同，通信距离一般为数公里至数十公里；海军超短波电台主要用于舰艇编队的近距离通信和航空通信；空军超短波电台主要用于地空指挥和空中

编队通信。超短波电台具有通信频带宽、容量大、信号稳定等优点，是近距离无线电通信广泛使用的主要装备，军队需求广阔。

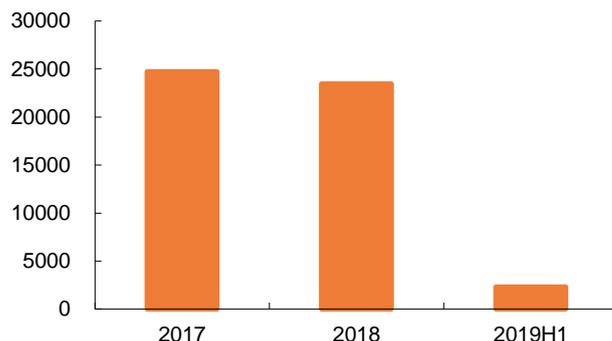
2019 年上半年，中原电子在确保传统领域优势地位的同时，不断加快拓展其他军兵种业务的步伐，顺利完成陆军订货合同签订，分别在空降兵、战支部队等领域首次承担批次配套任务，在军委科技委、装备发展部的科研项目申报工作中取得突破。半年报显示，中原电子实现收入 13.42 亿元，同比下降 8.86%；实现净利润 2300.46 万元，较上年同期实现扭亏（上年同期净利润为-1965.86 万元）。

图表27 2017-2019 年上半年中原电子收入（亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表28 2017-2019 年上半年中原电子净利润（万元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

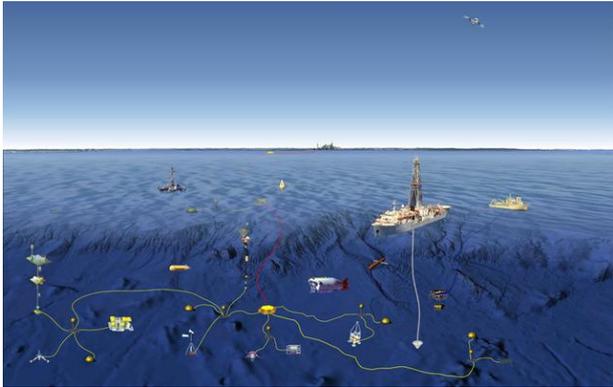
### 3.3 圣非凡水下通信业务优势明显，新增长点海底科学观测网项目获批

圣非凡是公司高新电子板块另一重要子公司，是军队水下通信、远程水声通信系统和装备的重要提供商，该子公司为部队提供水下通信技术体制及主要通信装备，整体技术水平国内领先。公司作为少数几家拥有新型光纤水下探测设备研发制造能力的企业，在光纤传感技术、信号处理技术等方面处于行业领先地位。

近年来，依托其在水下通信技术上的优势，公司将产品应用到海底监测领域。圣非凡与中科院声学所、中晟嘉华共同投资设立中科长城，开展南海海底科学观测子网和数据分中心的建设和运行维护，相关项目已经得到正式获得国家发改委立项，目前已启动部分建设任务的前期准备和招标工作。南海海底科学观测子网是我国国家海底科学观测网的重要组成部分。国家海底科学观测网的主要建设内容包括三大部分：东海海底观测子网、南海海底观测子网、监测与数据中心及配套工程。建设周期为 5 年，总投资逾 21 亿元，建成后将长期运行。其中，南海子网预计投资 12.3 亿元左右。

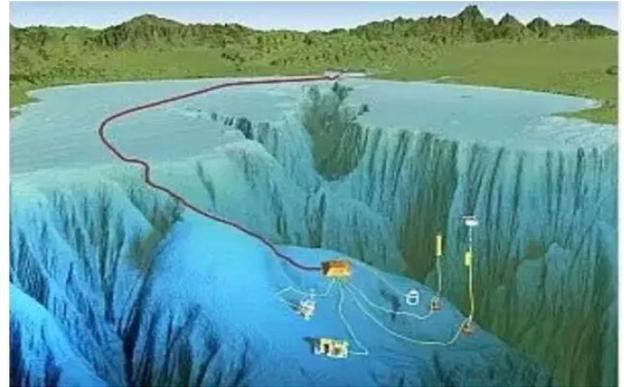
该项目主要是要在我国东海和南海关键海域建设基于光电复合缆连接的海底科学观测网，实现对我国边缘海典型海域从海底到海面全方位、综合性、实时的高分辨率立体观测，在临港地区建立数据中心，用于数据存储与分析。国家层面的项目建议书已经在 2017 年 3 月获得国家发改委批复，同济大学和中科院声学所作为项目实施单位。圣非凡则是与中科院声学所合作承担南海观测网建设。

图表29 海底科学观测网示意图 1



资料来源:百度图片, 平安证券研究所

图表30 海底科学观测网示意图 2



资料来源:百度图片, 平安证券研究所

## 四、 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

#### ■ 收入假设

公司作为国内重要的计算机、高新电子以及电池厂商。未来将充分在各自赛道的较快发展中受益。我们预计 2019 年公司有望实现收入 107.80 亿元, 同比增长 7.7%, 确定收入增速回升势头, 此后增速将有所加快。

信息安全整机及解决方案: 此板块是公司最大的增长亮点。中国长城在收购飞腾之后, 伴随着着安可市场的回升, 以及芯片和整机产能提升, 我们预计该板块将延续快速增长势头, 尤其是自有芯片和生态合作伙伴的增加, 该板块毛利拥有改善的空间。我们预计 2019-2021 年, 该板块的收入将保持 30%-40%左右的高速增长。

高新电子: 高新电子板块是公司毛利最高的板块, 未来几年主要受益于国内信息化推进和海底观测网的建设。尤其是海底观测网, 将在未来几年进行集中建设, 水下通信产品需求将放量。我们预计该部分业务增长整体略有加快, 但增速较为稳定, 预计 2019-2021 年, 收入将保持在 10%-15%左右的中速增长。

电源业务: 电源业务是公司传统业务, 主要产品为工业电源、PC 和服务器电源, 需求增长稳定, 未来随着自有整机产能的提升, 相关产品需求也会增加。我们预计 2019-2021 年, 电源业务增速将保持在 15%左右的水平。

#### ■ 盈利预测

结合上述假设, 我们预计公司盈利将呈现出明显的恢复势头。2019 年, 公司归母净利润预计为 7.34 亿元, 同比下降 25.68%, 由于 2018 年出售东方证券股权收益影响因素的消失, 预计公司 2019 年扣非业绩将实现较快增长; 2020-2021 年, 公司归母净利润 9.39 亿元、12.25 亿元, 同比增长 28.06%、30.37%。

图表31 简要损益预测表

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高新电子业务收入(百万元)	3,681.5	4,001.0	4,481.2	5,018.9	5,621.2
同比增速	-	8.7%	12.0%	12.0%	12.0%
信息安全整机及解决方案收入(百万元)	1,992.5	1,928.2	2,699.5	3,725.3	5,029.2
同比增速	-	-3.2%	40.0%	38.0%	35.0%
电源产品收入(百万元)	2,717.9	3,046.1	3,503.1	4,028.5	4,632.8
同比增速	-	12.1%	15.0%	15.0%	15.0%
园区与物业服务收入(百万元)	84.7	78.4	86.2	94.9	104.3
同比增速	-	-7.5%	10.0%	10.0%	10.0%
其他产品收入(百万元)	-	53.9	10	0	0
同比增速	-	0%	-81.5%	-	-
营业收入(百万元)	9,506.8	10,009.5	10,780.0	12,867.6	15,387.5
同比增速	-86.2%	5.3%	7.7%	19.4%	19.6%
净利润(百万元)	581	987	734	939	1225
同比增速	-	69.88%	-25.68%	28.06%	30.37%
毛利率(%)	21.67	21.93	22.46	22.68	22.96

资料来源: wind、平安证券研究所

## 4.2 估值分析

目前,同公司业务相近的企业包括计算机和服务器设计制造企业、IT基础设施提供商等,如紫光股份、中科曙光、浪潮信息、深信服等。通过对比发现,公司估值略低于同业平均水平,未来随着芯片资产的融入,公司业绩将得到显著改善,估值仍有较大上升空间。

图表32 中国长城与主要对标企业估值比较

股票代码	证券简称	收盘价 (9月12日)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000938.SZ	紫光股份	34.80	710.9	1.01	1.27	1.61	34.5	27.4	21.6
603019.SH	中科曙光	38.75	348.9	0.56	0.72	0.99	69.2	53.8	39.1
000977.SZ	浪潮信息	26.61	343.1	0.67	0.9	1.2	39.7	29.6	22.2
300454.SZ	深信服	114.65	462.2	1.56	1.91	2.41	73.5	60	47.6
	<b>平均</b>		<b>466.3</b>				<b>54.2</b>	<b>42.7</b>	<b>32.6</b>
000066.SZ	中国长城	12.70	371.9	0.25	0.32	0.42	50.7	39.6	30.4

资料来源: wind、平安证券研究所

注:紫光股份PE是基于wind一致预期EPS计算。

## 4.3 投资建议

中国长城作为我国重要的IT基础设施、军工电子和电源供应商,目前正在依托其在终端产能和客户上的优势,积极向上游芯片拓展,控股中国电子旗下的天津飞腾,成为CEC自主可控“PK体系”的基石企业,各主要业务条线均具备明朗的成长潜力。结合行业发展趋势以及公司相关财务报告,我们预计2019-2021年公司EPS分别为0.25元、0.32元、0.42元,对应2019年9月12日PE分别为50.7倍、39.6倍、30.4倍。首次覆盖,给予公司“推荐”评级。

#### 4.4 风险提示

##### ■ 市场竞争加剧的风险

当前，整机市场整体呈现出回落的态势，服务器市场受到互联网厂商采购压缩的拖累，增速已经出现明显下滑，PC 和笔记本等产品成长性也持续低迷，公司在相关制造业务竞争对手依然较多，未来面临的竞争也可能加剧。

##### ■ 自主可控市场可能不及预期

自主可控已经成为我国的既定战略之一，中央和地方都高度重视该领域工作的推进，党政军市场也在积极进行相关产品的试点和推广，市场空间已经充分显现出来。但是，我们也看到，各部门、各地区政府在项目落地的过程中，时点、采购规模都存在较大不确定性，短期内需求波动较大，公司可能此方面的收入增长不及预期。

##### ■ 整机和芯片产能可能存在不足

公司自主可控整机的产能相对有限，可能在后续应对相关产品的爆发式增长存在一定压力。更重要的是，飞腾芯片能否实现大批量供货，也直接制约着公司自主可控整机的出货能力。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9462	9322	12177	13065
现金	3376	3560	3847	4601
应收票据及应收账款	3722	3368	5095	5025
其他应收款	64	97	95	134
预付账款	219	320	323	446
存货	1984	1881	2720	2762
其他流动资产	96	96	96	96
<b>非流动资产</b>	6541	6266	6301	6350
长期投资	309	548	786	1025
固定资产	1920	2148	2399	2611
无形资产	538	231	47	-169
其他非流动资产	3773	3339	3069	2884
<b>资产总计</b>	16002	15589	18477	19415
<b>流动负债</b>	7171	6561	8852	8899
短期借款	2023	2023	2873	2724
应付票据及应付账款	2714	2504	3706	3693
其他流动负债	2434	2034	2273	2482
<b>非流动负债</b>	2181	1747	1421	1101
长期借款	1244	810	483	164
其他非流动负债	937	937	937	937
<b>负债合计</b>	9352	8308	10272	10000
少数股东权益	410	461	527	613
股本	2936	2928	2928	2928
资本公积	556	556	556	556
留存收益	2666	3362	4225	5304
<b>归属母公司股东权益</b>	6240	6819	7678	8802
<b>负债和股东权益</b>	16002	15589	18477	19415

现金流量表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	45	1339	262	1808
净利润	1056	785	1005	1310
折旧摊销	229	383	467	562
财务费用	43	123	116	75
投资损失	-813	-200	-200	-200
营运资金变动	-613	249	-1126	61
其他经营现金流	142	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-490	91	-301	-412
资本支出	825	-513	-204	-189
长期投资	266	-239	-239	-239
其他投资现金流	601	-660	-744	-839
<b>筹资活动现金流</b>	688	-1247	-524	-495
短期借款	616	0	0	0
长期借款	81	-434	-327	-319
普通股增加	-8	-8	0	0
资本公积增加	162	0	0	0
其他筹资现金流	-163	-805	-197	-175
<b>现金净增加额</b>	259	184	-563	902

利润表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	10009	10780	12868	15387
营业成本	7815	8358	9949	11854
营业税金及附加	73	79	94	113
营业费用	377	377	450	539
管理费用	606	647	708	846
研发费用	645	647	708	769
财务费用	43	123	116	75
资产减值损失	95	0	0	0
其他收益	162	180	180	180
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	813	200	200	200
资产处置收益	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	1328	929	1222	1571
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	11	0	0	0
<b>利润总额</b>	1321	929	1222	1571
所得税	264	144	217	261
<b>净利润</b>	1056	785	1005	1310
少数股东损益	69	51	66	86
<b>归属母公司净利润</b>	987	734	939	1224
EBITDA	1653	1364	1747	2187
EPS (元)	0.34	0.25	0.32	0.42

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	5.3	7.7	19.4	19.6
营业利润(%)	67.6	-30.1	31.6	28.6
归属于母公司净利润(%)	69.9	-25.7	28.0	30.4
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	21.9	22.5	22.7	23.0
净利率(%)	9.9	6.8	7.3	8.0
ROE(%)	15.9	10.8	12.2	13.9
ROIC(%)	10.2	7.7	8.7	10.6
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	58.4	53.3	55.6	51.5
净负债比率(%)	23.3	5.5	7.7	-6.2
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.1
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标 (元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.25	0.32	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.46	0.09	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.33	2.62	3.01
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	37.7	50.7	39.6	30.4
P/B	6.0	5.5	4.8	4.2
EV/EBITDA	23.7	27.9	21.9	17.0

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033