

2020年08月30日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

## Q2 全面确立经营拐点，飞腾芯片快速增长 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,844	14,654	18,453	21,150
同比（%）	8.3%	35.1%	25.9%	14.6%
归母净利润（百万元）	1,115	1,311	1,621	1,962
同比（%）	-0.5%	17.6%	23.6%	21.1%
每股收益（元/股）	0.38	0.45	0.55	0.67
P/E（倍）	47	40	32	27

**事件：**2020年H1实现营收39.29亿元，同比减少9.27%，扣非净利润-3.46亿元，同比减少511.88%；Q2单季营收28.08亿，同比增长16.50%。

### 投资要点

■ **Q2 开始拐点明确，飞腾经营数据数据亮眼：**Q2单季度，实现营收28.08亿元，同比增长16.50%，归母净利润-0.18亿元，同比-113.91%，扣非净利润-0.87亿元，同比-175.15%。公司整体毛利率为20.44%，同比减少0.94pct。期间费用率同比有所增加，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别增加1.7pct、2.5pct、1.87pct。存货方面，2020H1为53.48亿元，2019年末为36.42亿元。芯片子公司飞腾2020H1营收3.38亿元，净利润4805.12万元，净利率为14.23%，相比于2019年全年营收2.07亿元、净利润446.79万元、净利率2.16%，飞腾的经营数据呈现爆发增长，净利率提升明显。

■ **网络安全与信息化业务众多新产品发布、新产线落地：**2020H1营收9.94亿元，同比增长1.98%，毛利率19.24%，同比减少10.42pct。加快PKS系统下整机产品研制和安全BIOS固件研发，新四核一体机、新四核超薄笔记本、FT-2000+互联网服务器、FT-2000+专用服务器等一系列新产品量产上市，基于腾云S2500 CPU的新一代多路服务器产品研制顺利。上半年新签约黑龙江等10多个产业项目，实现10大产业基地产品下线。国产化整机生产快中求稳，2020年上半年开箱合格率99.8%（去年同期98%）。

■ **高新电子业务订货同比两位数增长：**2020年H1营收9.67亿元，同比减少30.77%，毛利率28.55%，同比增加3.11pct。高新电子主要业务位于武汉，虽然上半年受疫情影响严重，但公司全力保障重点竞标项目的开展，上半年订货同比实现两位数以上的增长，实现逆势增长。在通信业务多个重点市场项目中取得优异成绩，新军种市场实现增长，推动PKS体系在特种装备领域升级，开拓办公、数据中心、计算机及网络设备军口自主安全业务，中标了三个具有重大意义的项目。

■ **电源业务出货同比高增：**2020年H1营收14.59亿元，同比减少2.46%，毛利率18.11%，同比增加4.93pct。受益于线上移动办公需求带动的市场需求，上半年订单出货同比增长30%以上；国内市场服务器电源出货同比增长30%以上，5G通信电源出货同比增长60%，实现出口业务订单、收入双增长。同时，电源业务加快向数字化、高端电源产品转型升级。持续推进机器人替换人工项目，实现规模化应用，提升电源生产线智能制造能力。

■ **盈利预测与投资评级：**预计2020-2022年EPS分别为0.45/0.55/0.67元，对应PE分别为40/32/27倍。信创业务今年下半年招标工作已经接近完成，在新格局形式下飞腾在党政份额有望继续超预期，带动公司整机业务高增。同时上半年高新电子和电源业务订单双双高增，维持目标价28.89元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能扩张低于预期；信创推进不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.89
一年最低/最高价	10.45/22.20
市净率(倍)	6.55
流通A股市值(百万元)	52378.55

### 基础数据

每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	67.17
总股本(百万股)	2928.18
流通A股(百万股)	2927.81

### 相关研究

- 1、《中国长城（000066）：发布我国首台国产化喷淋液冷服务器，飞腾有望持续超市场预期》2020-08-09
- 2、《中国长城（000066）：发布多路服务器芯片腾云S2500，打开行业应用市场》2020-07-23
- 3、《中国长城（000066）：毛利率提升明显，整机业务表现亮眼》2020-04-30

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>14,027</b>	<b>15,681</b>	<b>20,397</b>	<b>18,468</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,844</b>	<b>14,654</b>	<b>18,453</b>	<b>21,150</b>
现金	3,979	8,887	6,454	8,867	减:营业成本	8,169	10,830	13,453	15,377
应收账款	3,012	1,059	4,068	1,808	营业税金及附加	74	89	131	145
存货	3,642	3,816	5,449	5,142	营业费用	491	645	812	920
其他流动资产	3,394	1,919	4,427	2,652	管理费用	587	1,934	2,436	2,771
<b>非流动资产</b>	<b>7,643</b>	<b>8,494</b>	<b>9,347</b>	<b>10,047</b>	财务费用	108	-37	-61	-84
长期股权投资	648	1,000	1,346	1,692	资产减值损失	-76	64	42	-3
固定资产	2,782	3,146	3,561	3,833	加:投资净收益	9	54	48	47
在建工程	376	640	893	1,030	其他收益	279	57	84	105
无形资产	504	457	390	333	<b>营业利润</b>	<b>1,347</b>	<b>1,590</b>	<b>1,962</b>	<b>2,376</b>
其他非流动资产	3,333	3,251	3,157	3,160	加:营业外净收支	3	-2	1	-1
<b>资产总计</b>	<b>21,671</b>	<b>24,175</b>	<b>29,744</b>	<b>28,515</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,350</b>	<b>1,588</b>	<b>1,963</b>	<b>2,376</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,612</b>	<b>11,275</b>	<b>15,609</b>	<b>12,926</b>	减:所得税费用	184	217	268	324
短期借款	3,955	3,955	7,279	3,955	少数股东损益	51	60	74	90
应付账款	2,862	3,779	4,471	4,958	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,115</b>	<b>1,311</b>	<b>1,621</b>	<b>1,962</b>
其他流动负债	2,795	3,542	3,859	4,013	EBIT	1,616	1,703	2,131	2,533
<b>非流动负债</b>	<b>3,408</b>	<b>3,133</b>	<b>2,818</b>	<b>2,401</b>	EBITDA	1,851	2,096	2,605	3,050
长期借款	2,207	1,932	1,617	1,200					
其他非流动负债	1,201	1,201	1,201	1,201	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,020</b>	<b>14,408</b>	<b>18,427</b>	<b>15,327</b>	每股收益(元)	0.38	0.45	0.55	0.67
少数股东权益	355	415	489	578	每股净资产(元)	2.83	3.19	3.70	4.31
归属母公司股东权益	8,296	9,352	10,829	12,610	发行在外股份(百万 股)	2928	2928	2928	2928
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,671</b>	<b>24,175</b>	<b>29,744</b>	<b>28,515</b>	ROIC(%)	9.1%	8.9%	8.7%	11.4%
					ROE(%)	13.5%	14.0%	15.0%	15.6%
					毛利率(%)	24.7%	26.1%	27.1%	27.3%
					销售净利率(%)	10.3%	8.9%	8.8%	9.3%
					资产负债率(%)	60.1%	59.6%	62.0%	53.7%
					收入增长率(%)	8.3%	35.1%	25.9%	14.6%
					净利润增长率(%)	-0.5%	17.6%	23.6%	21.1%
					P/E	47	40	32	27
					P/B	6.31	5.60	4.84	4.15
					EV/EBITDA	29.88	24.18	21.59	16.46

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>