

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年08月29日
市场数据

目前股价	17.89
总市值（亿元）	523.85
流通市值（亿元）	523.79
总股本（万股）	292,818
流通股本（万股）	292,781
12个月最高/最低	22.20/9.96

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

分析师：李雪薇 S1070520080002

☎ 021-31829697

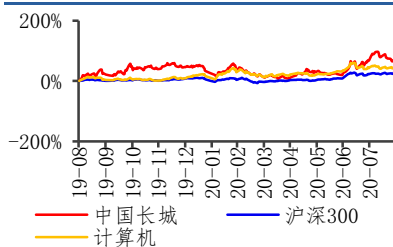
✉ lixuewei@cgws.com

联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<飞腾新一代多路服务器 CPU 发布，助力行业新基建>> 2020-07-24

<<信创整机收入快速增长，各业务毛利率均有所提升>> 2020-04-29

<<信息化领域业务高速增长，收购天津飞腾助力公司腾飞>> 2019-09-01

业绩受疫情影响较大，信创实力与份额有望持续提升

——中国长城（000066）2020 半年报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10009	10844	12072	14864	18170
(+/-%)	5.3%	8.3%	11.3%	23.1%	22.2%
净利润(百万元)	987	1115	926	1284	1541
(+/-%)	69.9%	13.0%	-16.9%	38.6%	20.1%
摊薄 EPS(元/股)	0.34	0.38	0.32	0.44	0.53
PE	53	47	57	41	34

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**中国长城发布 2020 年半年报，公司上半年实现营业收入 39.29 亿元，同比下降 9.27%；归母净利润-3.00 亿元，同比下降 259.89%；扣非后归母净利润-3.46 亿元，同比下降 511.88%，其中计入当期损益的政府补助 5169.40 万元；经营性现金流-6.06 亿元（去年同期为-7.36 亿）。
- 二季度营收实现正增长，利润降幅有所收窄，整体毛利率维持较稳定水平：**20Q2 公司实现营收 28.08 亿元，同比增长 16.50%；归母净利润-0.18 亿元，同比下滑 113.91%，较一季度 614.18% 的降幅有所收窄。同时，公司二季度毛利率 21.09%，较一季度环比上升 2.3pct。整体来看上半年公司毛利率为 20.44%，同比小幅下降 0.94pct，保持较稳定水平。
- 高新电子业务受区域疫情影响较大，信创整机及电源业务维持稳健发展：**从业务板块来看，上半年公司**高新电子业务**实现营收 9.67 亿元，同比减少 30.77%，占营收比重 24.61%（-7.64pct），主要受业务地区疫情影响，但毛利率仍保持增长趋势，提升 3.11pct 至 28.55%。后疫情阶段，高新电子板块积极复工复产、竞标重点项目，上半年订货同比实现两位数以上的增长，中标多领域大项目，预计下半年业务将快速回暖。**信息安全整机及解决方案板块**实现收入 9.94 亿元，同比提升 1.98%，毛利率下滑 10.42pct 至 19.24%。**电源板块**得益于线上移动办公市场需求扩张，实现订单出货同比增长 30% 以上，上半年营收 14.59 亿元，同比下降 2.46%，毛利率上升 4.93pct 至 18.11%。从区域来看，公司上半年海外业务营收 13.05 亿元，同比增长 18.21%，营收占比提升 7.71pct 至 33.21%，其中北美、澳洲、日本分别实现 69.05%、166.90%、29.78% 的增长。从公司 **20H1 期末存货 53.48 亿元，同比增加 123.67%；预收款项+合同负债共计 3.77 亿元，同比增长 185.61%**可以看出公司下半年业绩回升有一定的支撑。
- 期间费用率有所上升，研发投入持续加大，现金流状况小幅改善：**上半年公司期间费用率（不含研发）为 17.28%，同比上升 6.81pct；其中，销售费用 2.44 亿元，同比增长 24.92%；管理费用 2.94 亿元，同比增长 33.63%，

主要为职工薪酬和固定资产折旧费摊销增加；财务费用 1.40 亿元，同比增长 237.14%，主要是借款增加致使利息支出增加及无利息资本化事项所致。研发方面，公司高度重视科技自主创新能力的提升，持续聚焦网络安全与信息化、高新电子两大核心主业研发，投入资金 4.00 亿元，同比增长 9.96%，全部费用化。另外，公司上半年经营性现金流为-6.06 亿元，同比增长 17.66%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金增加，现金流状况得到小幅改善。

- **飞腾新一代多路服务器发布，信创份额有望进一步提升：**2020 上半年，公司积极防控疫情的同时，坚持自主创新业务布局，推进主要业务稳步发展。其中网信业务加快 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。7 月 23 日，天津飞腾发布基于腾云 S2500CPU 的新一代多路服务器产品，其兼具高可扩展、高性能、高安全、高可靠、高能效五大核心能力，是补齐高端 CPU 版图的最后一块芯片，为行业新基建提供更高算力、更高密度、更多配置以及更低成本，下半年将在重点领域推广应用，公司自主安全生态体系建设的整体实力及信创市占率有望大幅提升。另外，公司加速全国范围投资设厂，上半年新签约黑龙江等 10+个产业项目，实现 10 大产业基地产品下线，并有多个项目进入央企、金融、交通、能源、运营商等重点行业市场。未来公司将依托金融、医疗等领域信创转型，打造基于 PK 体系的云计算、大数据、人工智能产品体系和方案，进一步强化“芯、端、云”生态链，保障信创领域核心竞争力。
- **投资建议：**预计公司 2020-2022 年实现营业收入 120.72、148.64、181.70 亿元，实现净利润 9.26、12.84、15.41 亿元，EPS 分别为 0.32、0.44、0.53 元，对应 PE 为 57、41、34X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**技术研发进程不及预期；产能扩张不及预期；信创市场推进不及预期；海外出口受阻；军工业务或存在周期性波动。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10009.48	10843.78	12072.40	14864.31	18170.21	成长性					
营业成本	7814.69	8169.12	9031.94	11111.21	13540.07	营业收入增长	5.3%	8.3%	11.3%	23.1%	22.2%
销售费用	377.18	490.63	543.26	640.65	772.23	营业成本增长	4.9%	4.5%	10.6%	23.0%	21.9%
管理费用	606.31	587.42	692.62	829.01	1027.93	营业利润增长	67.6%	1.5%	14.6%	13.7%	20.3%
研发费用	506.81	849.14	989.94	1236.71	1517.21	利润总额增长	69.0%	2.2%	14.5%	13.7%	20.3%
财务费用	42.66	107.57	20.51	-20.79	-77.07	净利润增长	69.9%	13.0%	-16.9%	38.6%	20.1%
其他收益	162.49	599.92	596.18	372.13	384.59	盈利能力					
投资净收益	812.53	8.83	292.77	354.46	369.50	毛利率	21.9%	24.7%	25.2%	25.2%	25.5%
营业利润	1327.73	1347.06	1543.16	1755.03	2111.21	销售净利率	10.6%	10.8%	10.7%	10.0%	9.8%
营业外收支	-7.13	3.22	3.43	3.33	3.38	ROE	15.9%	13.5%	13.3%	13.5%	14.1%
利润总额	1320.61	1350.28	1546.59	1758.35	2114.59	ROIC	18.8%	19.7%	52.3%	20.0%	37.0%
所得税	264.24	184.42	260.34	268.07	339.17	营运效率					
少数股东损益	69.27	50.87	360.16	206.58	234.28	销售费用/营业收入	3.8%	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%
净利润	987.10	1114.99	926.09	1283.70	1541.14	管理费用/营业收入	6.1%	5.4%	5.7%	5.6%	5.7%
						研发费用/营业收入	5.1%	7.8%	8.2%	8.3%	8.4%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.4%	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.4%
						投资收益/营业利润	61.2%	0.7%	19.0%	20.2%	17.5%
流动资产	9461.70	14027.42	12897.19	18230.82	15408.67	所得税/利润总额	20.0%	13.7%	16.8%	15.2%	16.0%
货币资金	3376.39	3979.28	8785.98	5187.34	7753.53	应收账款周转率	3.04	2.63	7.20	7.20	7.20
应收票据及应收账款合计	3722.14	4530.50	513.31	5696.95	1894.51	存货周转率	4.32	2.90	2.90	2.90	2.90
其他应收款	63.98	90.84	85.18	129.27	134.25	流动资产周转率	1.15	0.92	0.90	0.96	1.08
存货	1984.17	3642.04	2578.41	5074.07	4251.20	总资产周转率	0.64	0.58	0.56	0.61	0.68
非流动资产	6540.53	7643.29	8256.89	9288.74	10283.71	偿债能力					
固定资产	1919.59	2781.57	2867.13	3343.25	3858.20	资产负债率	58.4%	60.1%	54.2%	59.9%	50.9%
资产总计	16002.22	21670.71	21154.08	27519.56	25692.39	流动比率	1.32	1.46	1.53	1.33	1.46
流动负债	7170.72	9611.88	8452.10	13715.36	10581.77	速动比率	1.00	0.94	1.16	0.83	0.96
短期借款	2023.01	3954.60	3954.60	5067.63	3954.60	每股指标 (元)					
应付款项	2713.53	3563.72	2657.38	5413.96	4160.21	EPS	0.34	0.38	0.32	0.44	0.53
非流动负债	2181.07	3408.09	3019.74	2775.89	2487.15	每股净资产	2.13	2.83	3.06	3.45	3.92
长期借款	1243.58	2207.10	1842.17	1592.47	1299.83	每股经营现金流	-0.01	-0.24	1.94	-1.18	1.68
负债合计	9351.80	13019.97	11471.84	16491.25	13068.92	每股经营现金/EPS	-0.04	-0.64	6.12	-2.70	3.20
股东权益	6650.43	8650.74	9682.24	11028.31	12623.46	估值					
股本	2936.17	2928.18	2928.18	2928.18	2928.18	PE	53.07	46.98	56.57	40.81	33.99
留存收益	2666.14	4399.86	5467.06	6640.09	8078.01	PEG	-0.19	0.62	2.49	3.36	2.26
少数股东权益	409.94	354.96	715.12	921.71	1155.99	PB	8.39	6.31	5.84	5.18	4.57
负债和权益总计	16002.22	21670.71	21154.08	27519.56	25692.39	EV/EBITDA	32.91	29.92	24.81	23.75	18.65
						EV/SALES	5.43	5.10	4.22	3.75	2.86
现金流量表						EV/IC	4.87	3.62	3.18	3.08	2.87
						ROIC/WACC	2.29	2.40	6.35	2.44	4.29
经营活动现金流	44.86	109.15	5669.67	-3462.70	4927.52	REP	2.13	1.51	0.50	1.26	0.67
其中营运资本减少	-360.15	-2260.50	4326.60	-4834.74	3312.62						
投资活动现金流	-489.70	-1097.75	-649.90	-934.40	-911.53						
其中资本支出	825.19	743.84	269.62	689.02	649.78						
融资活动现金流	687.87	1590.94	-213.06	-314.57	-336.78						
净现金总变化	259.03	596.31	4806.71	-4711.67	3679.22						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>