

# 中科曙光 (603019.SH)

## 列入导致短期业务压力，更验证长期稀缺性及安可核心地位

**事件：**美国当地时间6月21日，美国商务部宣布正式将五个中国实体列入所谓的“实体清单”，包括了中科曙光、天津海光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术和无锡江南计算技术研究所。

**被列入“实体清单”影响核心芯片采购，导致短期业务压力。**1) 美国商务部列入 (BIS) 实体清单，意味着未经 BIS 许可，美国公司不得向名单上的公司或个人提供产品。2) 2018 年公司高性能计算机项目占总收入 80%，而其中通用服务器占比超过八成。由于国内通用服务器芯片几乎都是 Intel 至强系列，假设今年海光芯片出货量 20 万片，以及 2018 年公司服务器出货量为 21.18 万台（前期预计今年增长 20%），今年自主服务器占比约为 40%。因此，若芯片企业停止供货，对公司通用服务器业务仍然将造成较大影响。3) 预计超算项目 CPU 在逐步替换为自主海光芯片，但仍受到流片合作方美国公司“格罗方德”限制，新建项目也将受到影响。4) 根据财报，2019Q1 公司存货为 24.92 亿，考虑其中原材料的 CPU 芯片占比，测算得库存 CPU 可满足约一个季度供应。5) 系统集成业务主要为城市云项目，已拓展 40 多座城市。而存储设备对 CPU 要求不高，核心内存和硬盘均由日韩厂商供应。因此，对系统集成和存储业务影响较小。

**长期来看，海光流片转移及国产 CPU 替代有望逐步抵消影响。**1) 海光公司目前整合了国内甚至国际顶级技术方案、设计人才以及政策资源，预计已初步具备芯片自主研发能力。但流片合作方美国公司“格罗方德”受到该政策限制，后续芯片加工环节将向亚太地区转移，合作方主要为台积电、中芯国际和三星，预计今年底或明年年初完成切换，时间周期为半年。2) 国产芯片领域，今年 1 月华为推出 ARM-based 处理器鲲鹏 920，今年 6 月上海兆芯发布 16nm 3.0GHz x86 CPU “开先 KX-6000” 和 “开胜 KH-30000” 系列处理器，有望成为细分市场替代方案。根据产业调研，操作系统等适配时间为半年左右。3) 海光已经引入了 CPU 和 GPU 架构方案，产品线未来甚至可拓展至 C 端（若贸易摩擦加剧），远期来看业务发展前景乐观。4) 另外，本次事件预计是美方为 G20 谈判增加筹码，若后续贸易谈判取得实质性进展，管制政策或可能放松。

**验证技术长期稀缺性，安可核心地位更确立。**1) 本次被列入“实体清单”，实际也验证了公司芯片和超算技术的全球稀缺性。而在此之前，华为也被美国加入清单。2) 根据产业调研，2018 年 CPU 领域安可推进开始提速，预计海光芯片后续入围安可目录概率较大，芯片领域安可核心地位更加确立。

**风险提示：**服务器行业竞争加剧；芯片量产化不及预期；贸易摩擦加剧风险；预测假设与实际情况有差异的风险。

| 财务指标           | 2017A | 2018A | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 6,294 | 9,057 | 12,581 | 15,433 | 18,794 |
| 增长率 yoy (%)    | 44.4  | 43.9  | 38.9   | 22.7   | 21.8   |
| 归母净利润 (百万元)    | 309   | 431   | 751    | 1,276  | 1,937  |
| 增长率 yoy (%)    | 37.7  | 39.4  | 74.4   | 69.9   | 51.8   |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.34  | 0.48  | 0.83   | 1.42   | 2.15   |
| 净资产收益率 (%)     | 9.5   | 11.5  | 16.7   | 22.7   | 25.9   |
| P/E (倍)        | 106.1 | 76.1  | 43.6   | 25.7   | 16.9   |
| P/B (倍)        | 10.41 | 8.96  | 7.59   | 5.97   | 4.47   |

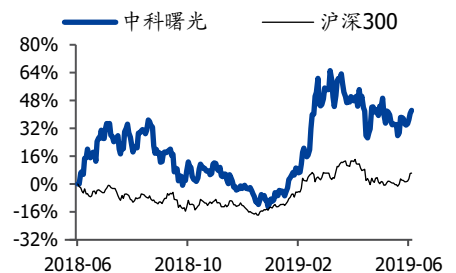
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

|                |           |
|----------------|-----------|
| 行业             | 计算机设备     |
| 前次评级           | 买入        |
| 最新收盘价          | 40.55     |
| 总市值(百万元)       | 36,506.81 |
| 总股本(百万股)       | 900.29    |
| 其中自由流通股(%)     | 100.00    |
| 30 日日均成交量(百万股) | 15.40     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《中科曙光 (603019.SH)：预计芯片已具备自主迭代能力，安可与云领军开启加速成长》2019-06-09
- 2、《中科曙光 (603019.SH)：收入利润超预期，预计成长进入加速期!》2019-04-20
- 3、《中科曙光 (603019.SH)：参股 20%+ 顶级科技资产受理，科创真领军浮出水面》2019-03-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 7068  | 8133  | 12512 | 13501 | 17779 |
| 现金             | 2517  | 2018  | 3713  | 4555  | 5547  |
| 应收账款           | 2051  | 2530  | 3834  | 3973  | 5535  |
| 其他应收款          | 336   | 0     | 466   | 106   | 591   |
| 预付账款           | 326   | 317   | 576   | 520   | 815   |
| 存货             | 1286  | 2329  | 2606  | 3259  | 3798  |
| 其他流动资产         | 553   | 938   | 1316  | 1089  | 1494  |
| <b>非流动资产</b>   | 3019  | 5034  | 7376  | 9716  | 12499 |
| 长期投资           | 825   | 2286  | 3854  | 5630  | 7810  |
| 固定投资           | 1081  | 1266  | 1879  | 2287  | 2735  |
| 无形资产           | 663   | 834   | 941   | 1066  | 1194  |
| 其他非流动资产        | 450   | 648   | 702   | 734   | 759   |
| <b>资产总计</b>    | 10087 | 13167 | 19888 | 23217 | 30278 |
| <b>流动负债</b>    | 5347  | 5225  | 11469 | 13810 | 19175 |
| 短期借款           | 2807  | 2355  | 6633  | 9268  | 12636 |
| 应付账款           | 1903  | 2186  | 3397  | 3238  | 4746  |
| 其他流动负债         | 636   | 684   | 1438  | 1304  | 1793  |
| <b>非流动负债</b>   | 1306  | 3892  | 3665  | 3394  | 3123  |
| 长期借款           | 300   | 1667  | 1440  | 1169  | 897   |
| 其他非流动负债        | 1006  | 2225  | 2225  | 2225  | 2225  |
| <b>负债合计</b>    | 6652  | 9117  | 15134 | 17205 | 22298 |
| 少数股东权益         | 288   | 232   | 275   | 361   | 490   |
| 股本             | 643   | 643   | 900   | 900   | 900   |
| 资本公积           | 1571  | 1701  | 1444  | 1444  | 1444  |
| 留存收益           | 930   | 1297  | 1915  | 2981  | 4606  |
| 归属母公司股东收益      | 3147  | 3819  | 4479  | 5652  | 7490  |
| <b>负债和股东权益</b> | 10087 | 13167 | 19888 | 23217 | 30278 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动净现金流</b> | 42    | 631   | 182   | 1418  | 1110  |
| 净利润             | 327   | 468   | 793   | 1362  | 2066  |
| 折旧摊销            | 105   | 164   | 155   | 206   | 254   |
| 财务费用            | 83    | 140   | 420   | 629   | 827   |
| 投资损失            | 22    | 0     | -108  | -315  | -720  |
| 营运资金变动          | -324  | -288  | -1079 | -463  | -1317 |
| 其他经营现金流         | -171  | 146   | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动净现金流</b> | -768  | -1891 | -2389 | -2230 | -2317 |
| 资本支出            | 593   | 634   | 773   | 564   | 603   |
| 长期投资            | -178  | -1186 | -1569 | -2511 | -2181 |
| 其他投资现金流         | -353  | -2443 | -3184 | -4177 | -3895 |
| <b>筹资活动净现金流</b> | 1752  | 874   | -377  | -981  | -1168 |
| 短期借款            | 1790  | -453  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款            | 280   | 1367  | -227  | -271  | -271  |
| 普通股增加           | 0     | 0     | 257   | 0     | 0     |
| 资本公积增加          | -4    | 130   | -257  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流         | -314  | -169  | -150  | -710  | -897  |
| <b>现金净增加额</b>   | 1010  | -395  | -2584 | -1794 | -2376 |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 6294  | 9057  | 12581 | 15433 | 18794 |
| 营业成本            | 5198  | 7399  | 10102 | 12005 | 14444 |
| 营业税金及附加         | 33    | 37    | 58    | 76    | 88    |
| 营业费用            | 320   | 385   | 439   | 496   | 555   |
| 管理费用            | 388   | 199   | 796   | 1003  | 1253  |
| 财务费用            | 83    | 140   | 420   | 629   | 827   |
| 资产减值损失          | 38    | 80    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -22   | -0    | 108   | 315   | 720   |
| <b>营业利润</b>     | 361   | 532   | 874   | 1539  | 2347  |
| 营业外收入           | 11    | 7     | 37    | 30    | 21    |
| 营业外支出           | 1     | 2     | 3     | 3     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 371   | 537   | 908   | 1566  | 2366  |
| 所得税             | 45    | 70    | 115   | 204   | 300   |
| <b>净利润</b>      | 327   | 468   | 793   | 1362  | 2066  |
| 少数股东收益          | 18    | 37    | 43    | 86    | 129   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 309   | 431   | 751   | 1276  | 1937  |
| EBITDA          | 590   | 894   | 1301  | 2172  | 3166  |
| EPS (元/股)       | 0.34  | 0.48  | 0.83  | 1.42  | 2.15  |

**主要财务比率**

| 会计年度              | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)          | 44.4  | 43.9  | 38.9  | 22.7  | 21.8  |
| 营业利润 (%)          | 61.3  | 47.2  | 64.4  | 76.1  | 52.5  |
| 归属母公司净利润 (%)      | 37.7  | 39.4  | 74.4  | 69.9  | 51.8  |
| <b>盈利能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)           | 17.4  | 18.3  | 19.7  | 22.2  | 23.1  |
| 净利率 (%)           | 4.9   | 4.8   | 6.0   | 8.3   | 10.3  |
| ROE (%)           | 9.5   | 11.5  | 16.7  | 22.7  | 25.9  |
| ROIC (%)          | 6.2   | 6.3   | 6.6   | 9.2   | 10.8  |
| <b>偿债能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)         | 65.9  | 69.2  | 76.1  | 74.1  | 73.6  |
| 净负债比率 (%)         | 17.8  | 49.4  | 99.3  | 104.2 | 105.2 |
| 流动比率              | 1.3   | 1.6   | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| 速动比率              | 1.1   | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率           | 3.7   | 4.0   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| 应付账款周转率           | 3.6   | 3.6   | 3.6   | 3.6   | 3.6   |
| <b>每股指标 (元/股)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)       | 0.34  | 0.48  | 0.83  | 1.42  | 2.15  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)    | -0.53 | -0.48 | 0.20  | 1.58  | 1.23  |
| 每股净资产 (最新摊薄)      | 3.50  | 4.06  | 4.79  | 6.10  | 8.14  |
| <b>估值指标 (倍)</b>   |       |       |       |       |       |
| P/E               | 106.1 | 76.1  | 43.6  | 25.7  | 16.9  |
| P/B               | 10.41 | 8.96  | 7.59  | 5.97  | 4.47  |
| EV/EBITDA         | 58.10 | 41.6  | 30.7  | 19.1  | 13.8  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com