

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

中国长城(600536)

增持

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年10月30日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,928/2,491
总市值/流通(百万元)	31,888/27,124
上证综指/深圳成指	2,891/9,398
12个月最高/最低(元)	11.57/4.61

相关研究报告:

《中国长城-000066-重大事件快评:拟收购飞腾35%股权超出市场预期,自主可控硬件龙头地位稳固》——2019-06-26
《国信证券-长城电脑-IBM策略驱动下的IT制造企业20050411.pdf》——2005-04-29

安全可控业务实现数倍级增长,扩产推进稳固龙头地位

2019年前三季度,公司自主可控业务实现数倍级增长,基于PK体系,安全可控领军企业进入快速发展期。2019Q3,公司安全可控整机产品在国家重点项目中占有率第一,在档案、互联网、金融、医疗、教育等行业获得订单并打造可推广的典型案列。此外,公司作为最大的自主可控PC、服务器整机厂商,多地自主安全整机产能项目建设有序推进,合计产能有望达到200万台以上,为后续业务的快速发展提供保障。

● 飞腾芯片创新研发速度超预期

9月19日中国长城子公司天津飞腾新发布FT-2000/4,是目前自主可控业界主频最高,功耗最低,工艺最新进,缓存领先的一款面向桌面终端的CPU产品。对比Intel,与其2015年8月发布的酷睿I5六代性能相近且功耗更低。我们认为飞腾在硬件性能的突破也有望在未来占据更加客观的份额。此外,飞腾持续进行芯片创新,除桌面CPU外,服务器CPU也有望持续升级,发展值得期待。

● 风险提示:党政市场采购不及预期的风险;自主可控发展不及预期的风险。

● 投资建议:维持“增持”评级。

暂不考虑飞腾影响,且假设公司子公司融资及出售物业持续带来投资收益,预计19-21年归母净利润16.50/19.25/22.31亿元,对应EPS为0.56/0.66/0.76元,对应当前股价PE为23/20/17X。公司作为自主可控领军企业,市场份额领先,深度布局从芯片到整机的自主可控完整硬件生态,持续扩产打开成长空间,维持“增持”评级。

证券分析师:熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师:于威业

电话: 0755-81982908
E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,507	10,009	14,142	17,923	21,694
(+/-%)	-86.2%	5.3%	41.3%	26.7%	21.0%
净利润(百万元)	581	987	1650	1925	2231
(+/-%)	1652.9%	69.9%	67.1%	16.7%	15.9%
EBIT Margin	0.20	0.34	0.56	0.66	0.76
EBIT Margin	10.7%	11.4%	9.3%	8.2%	7.7%
净资产收益率(ROE)	8.7%	15.8%	22.5%	22.4%	22.2%
市盈率(PE)	65.2	38.4	23.0	19.7	17.0
EV/EBITDA	36.9	34.7	28.6	25.5	23.1
市净率(PB)	5.7	6.07	5.18	4.42	3.77

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司财务分析

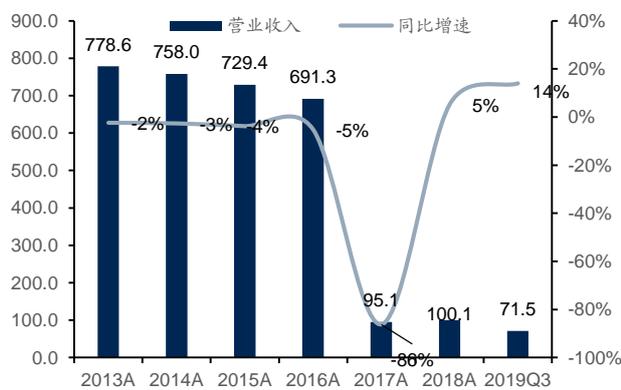
收入、利润高增长超出市场预期，安全可控、高新电子、行业信息化业务多点开花。2019 前三季度公司实现营收 71.50 亿元 (+14.02%)，归母净利润 1.77 亿元 (-15.06%)，扣非归母净利润 1.00 亿元，同比增加 1.69 亿元。2019Q3 单季公司实现营收 28.20 亿元 (+32.15%)，归母净利润 3327.52 万元，同比增加 7605.19 万元，扣非归母净利润 2543.65 万元，同比增加 8491.00 万元。公司业绩超出市场预期，扣非净利润大幅增长，Q3 单季度收入加速增长且利润实现扭亏为盈。2019Q3 公司安全可控硬件业务持续贡献业绩增量，高新电子业务亦有部分增量业绩确认，此外公司的行业信息化业务（金融、医疗、电源）也取得稳定增长。

表 1：公司 2019 年单季度扣非业绩高速增长

扣非归母净利润		扣非归母净利润		2019 单季度增加值
2018Q1	1132.94	2019Q1	-4072.93	-5205.87
2018Q2	-2103.23	2019Q2	11536.41	13639.64
2018Q3	-5947.35	2019Q3	2543.65	8491.00
2018Q4	39654.92			

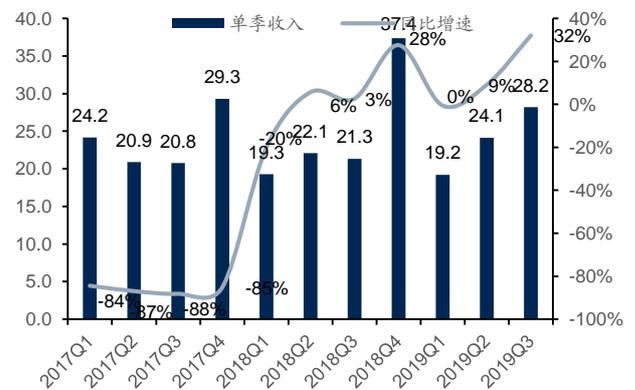
资料来源：飞腾官网，国信证券经济研究所整理

图 1：中国长城营业收入及增速（单位：亿元、%）



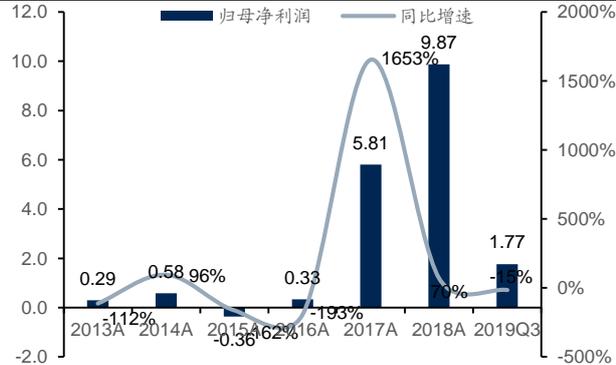
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国长城单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



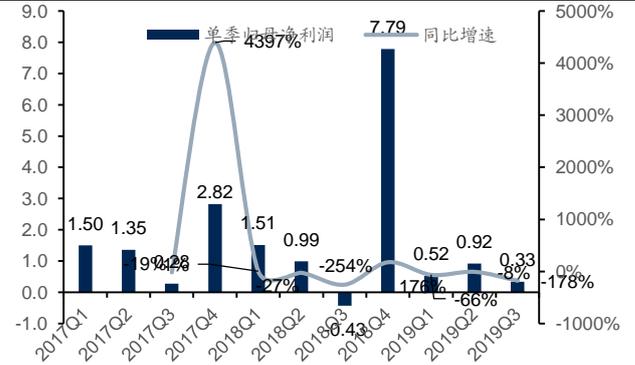
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中国长城归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

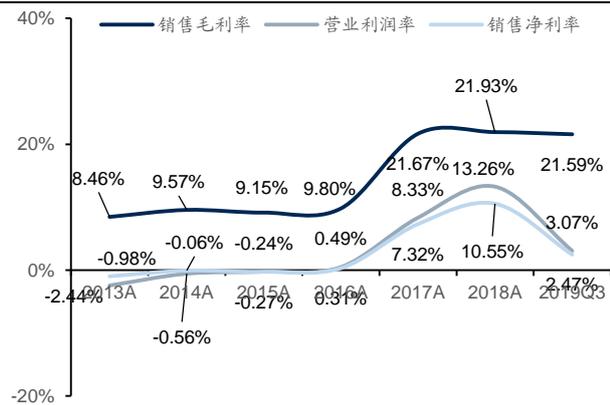
图 4：中国长城单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

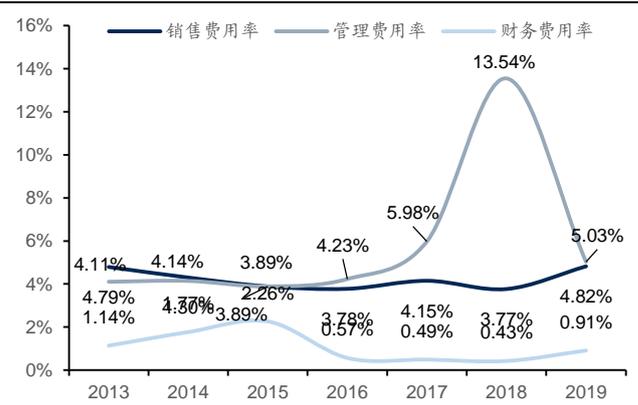
毛利率明显提升，研发投入持续增长。2019 前三季度销售毛利率 21.59%，同比上升 4.27pp，环比上升 0.21pp。毛利率提升主要系公司信息安全整机及解决方案业务和高新电子业务毛利率同比明显提升所致。销售费用率 4.82% (+0.62pp)，管理费用率 5.03% (-0.99pp)，研发费用率 8.26% (+1.88pp)，财务费用率 0.91% (+0.56pp)。三项费用率合计 19.02%，同比上升 2.07pp。公司销售费用同比增长 30.92%，主要是本报告期职工薪酬及运输费增加所致；公司管理费用金额与去年同期保持稳定；公司研发费用同比增长 44.78%，主要是本报告期子公司研发投入增加所致；公司财务费用同比增长 195.56%，主要是本报告期借款增加致使利息支出增加所致。

图 5：中国长城毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

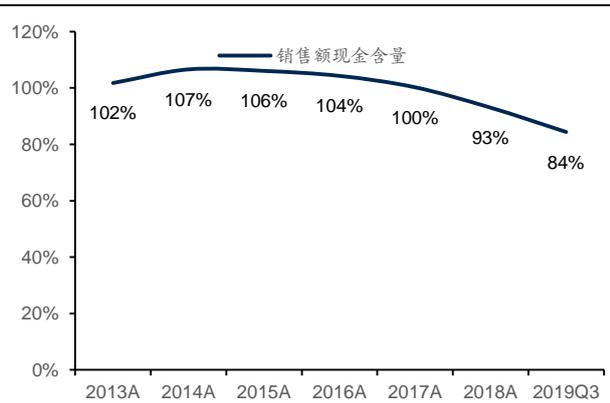
图 6：中国长城三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

采购增加、加大备货，影响报告期经营性现金流。2019 前三季度销售收到的现金 60.35 亿元 (-6.97%)，相对销售额的销售现金含量 84.41%；经营性现金流量净额-12.42 亿元，上年同期为-4.47 亿元。公司经营性现金流下降主要系本期采购付款增加所致，表明公司预期未来一段时间内业务需求快速增长，而进行备货采购。2019 前三季度应收账款周转 128 天，同比延长 29 天；存货周转 116 天，同比延长 21 天。

图 7：中国长城经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：中国长城主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

创新研发速度超预期，产能扩张奠定高增长基础

创新研发速度超预期。9 月 19 日中国长城子公司天津飞腾新发布 FT-2000/4，通过产品对比可以发现 FT-2000/4 是目前自主可控业界主频最高，功耗最低，

工艺最新进，缓存领先的一款面向桌面终端的 CPU 产品。对比 Intel 产品，与英特尔 2015 年 8 月发布的酷睿 I5 六代性能相近且功耗更低。我们认为飞腾在硬件性能的突破也有望在未来占据更加客观的份额。同时，目前 7nm 工艺制程芯片接近商业化生产的极限，量子隧穿效应导致芯片制造成本急剧上升，摩尔定律失效为国产 CPU 追赶国际厂商提供可能。此外，天津飞腾持续进行芯片创新，出桌面 CPU 外，服务器芯片有望向双路、更高性能升级，发展值得期待。

产能扩张成为安全可控硬件最大厂商。公司 2019 年自主安全业务销售收入、市场合同实现数倍级的增长，基于 PK 体系的整机产品在国家某重点升级替代项目中占有率第一，在档案、互联网、金融、公安等多个关键行业获得订单并打造可推广的典型案列。正在推动多个省份的自主安全整机投资项目，为进一步抢占当地市场、提升产能奠定基础。此外，公司作为最大的自主可控 PC、服务器整机厂商，将进一步扩充产能，自主安全整机产能项目建设有序推进，合计产能有望达到 200 万台以上，为后续业务的快速发展提供保障。

投资建议：维持“增持”评级。暂不考虑飞腾影响，且假设公司子公司融资及出售物业持续带来投资收益，预计 19-21 年归母净利润 16.50/19.25/22.31 亿元，对应 EPS 为 0.56/0.66/0.76 元，对应当前股价 PE 为 23/20/17X。公司作为自主可控领军企业，市场份额领先，深度布局从芯片到整机的自主可控完整硬件生态，持续扩产打开成长空间，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 191030	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
000066	中国长城	15.81	462.95	0.3	0.6	0.7	0.8	38.4	23.0	19.7	17.0	15.3	0.57	增持
600536	中国软件	71.10	351.63	0.2	0.4	1.1	1.6	323.2	173.4	67.1	43.4	5.2	3.07	增持
603019	中科曙光	33.78	304.12	0.7	1.2	2.0	3.0	50.4	28.2	16.8	11.2	12.4	1.53	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3376	640	514	753	营业收入	10009	14142	17923	21694
应收款项	3771	5329	6753	8174	营业成本	7815	11354	14606	17789
存货净额	1984	2880	3696	4509	营业税金及附加	73	104	131	159
其他流动资产	330	466	590	715	销售费用	377	533	676	818
流动资产合计	9462	9314	11553	14151	管理费用	606	831	1048	1264
固定资产	4128	4465	4771	5026	财务费用	43	84	57	49
无形资产及其他	473	455	437	419	投资收益	813	1000	1200	1400
投资性房地产	1630	1630	1630	1630	资产减值及公允价值变动	(95)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	309	548	786	1025	其他收入	(485)	0	0	0
资产总计	16002	16412	19177	22251	营业利润	1328	2207	2575	2985
短期借款及交易性金融负债	2807	500	300	200	营业外净收支	(7)	0	0	0
应付款项	2714	3938	5055	6167	利润总额	1321	2207	2575	2985
其他流动负债	1650	2388	3061	3731	所得税费用	264	442	515	597
流动负债合计	7171	6827	8415	10097	少数股东损益	69	116	135	157
长期借款及应付债券	1244	1014	1014	1014	归属于母公司净利润	987	1650	1925	2231
其他长期负债	937	764	590	416					
长期负债合计	2181	1777	1603	1429	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9352	8604	10018	11527	净利润	987	1650	1925	2231
少数股东权益	410	486	574	677	资产减值准备	(5)	105	22	15
股东权益	6240	7322	8584	10047	折旧摊销	223	305	419	476
负债和股东权益总计	16002	16412	19177	22251	公允价值变动损失	95	30	30	30
					财务费用	43	84	57	49
					营运资本变动	996	(695)	(728)	(735)
					其它	50	(29)	67	88
					经营活动现金流	2347	1366	1734	2105
					资本开支	(580)	(759)	(759)	(759)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(819)	(997)	(997)	(997)
					权益性融资	24	0	0	0
					负债净变化	81	(230)	0	0
					支付股利、利息	(340)	(568)	(663)	(768)
					其它融资现金流	(660)	(2307)	(200)	(100)
					融资活动现金流	(1154)	(3105)	(863)	(868)
					现金净变动	374	(2737)	(126)	239
					货币资金的期初余额	3002	3376	640	514
					货币资金的期末余额	3376	640	514	753
					企业自由现金流	1549	(92)	102	313
					权益自由现金流	970	(2696)	(144)	174

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.34	0.56	0.66	0.76
每股红利	0.12	0.19	0.23	0.26
每股净资产	2.13	2.49	2.92	3.42
ROIC	9%	11%	13%	14%
ROE	16%	23%	22%	22%
毛利率	22%	20%	19%	18%
EBIT Margin	11%	9%	8%	8%
EBITDA Margin	14%	11%	10%	10%
收入增长	5%	41%	27%	21%
净利润增长率	70%	67%	17%	16%
资产负债率	61%	55%	55%	55%
息率	0.9%	1.5%	1.7%	2.0%
P/E	38.4	23.0	19.7	17.0
P/B	6.1	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA	34.7	28.6	25.5	23.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032