

# 收入增速逐季提高，自主可控整机产能进一步扩充

## ——中国长城(000066.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件：公司发布2019年三季度报：前三季度实现收入71.50亿元，同比增长14.02%；实现归属于母公司净利润1.77亿元，同比减少15.06%，收入同比减少主要是因为去年同期有2.87亿出售东方证券股权的非经常性损益；实现扣非后归母净利润为1亿元，相比去年同期亏损6918万元大幅改善。

### ◆收入增速逐季提高，自主可控对公司财务影响逐渐加大：

公司前三季度增长14.02%至71.50亿元，其中单Q3收入增长32%，相比于Q2的9.18%和Q1的-0.49%明显改善，主要系自主可控占收入比重逐渐提高，它的高速增长对整体收入增长的拉动效应越发明显。公司前三季度整体毛利率21.59%，相较于去年同期上升4.27个百分点，盈利能力改善明显。19年前三季度公司期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为19.02%、4.82%、5.03%、8.25%和0.91%，相比去年同期变化2.07、0.62、-0.99、1.88和0.56个百分点，在销售费用率和研发费用率提升的带动下，公司整体费用率有所上升。公司销售费用和研发费用增加主要是因为国家自主可控战略加速推进，公司加大销售费用和研发投入力度应对行业趋势。

### ◆对外投资建设郑州和山西基地，产能进一步扩充：

为了实现公司发展战略，加速推进自主研发计算机产业进程，扩充自主可控整机的产能，公司郑州市和太原市分别签署合作协议，分别投资建设郑州和山西基地，一期投资额分别为2.5亿和3.5亿，该决议已于8月16日获得董事会同意。根据2018年年报披露，公司湖南长城自主可控整机已经达到100万台的产能目标，郑州和山西基地的建设将进一步提高公司自主可控整机的产能。公司产能的进一步提高也从侧面反映自主可控整机的需求量在快速增长。

◆投资建议：维持公司19-21年归属于母公司的净利润预测分别为11.92、11.07和9.78亿元。看好公司成长为我国自主可控行业的整机领军厂商和天津飞腾的注入带来的估值弹性，维持“增持”评级。

◆风险提示：并购整合不及预期，信息安全和自主可控政策落地不及预期，公司产品不能及时满足客户需求，市场整体风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,507	10,009	14,567	16,487	16,666
营业收入增长率	-86.25%	5.29%	45.53%	13.18%	1.09%
净利润(百万元)	581	987	1,192	1,107	978
净利润增长率	1652.89%	69.88%	20.71%	-7.11%	-11.65%
EPS(元)	0.20	0.34	0.41	0.38	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.71%	15.82%	16.05%	12.97%	10.28%
P/E	80	47	39	42	47
P/B	6.9	7.4	6.2	5.4	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月30日

## 增持(维持)

当前价：15.81元

### 分析师

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)  
021-52523857  
[jianggp@ebsec.com](mailto:jianggp@ebsec.com)

万义麟 (执业证书编号：S0930519080001)  
021-52523859  
[wanyilin@ebsec.com](mailto:wanyilin@ebsec.com)

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)  
021-52523858  
[weishugen@ebsec.com](mailto:weishugen@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：29.28

总市值(亿元)：462.95

一年最低/最高(元)：4.61/17.60

近3月换手率：321.62%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

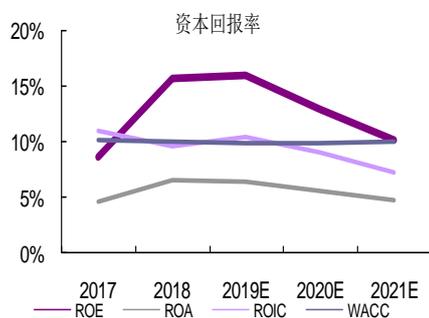
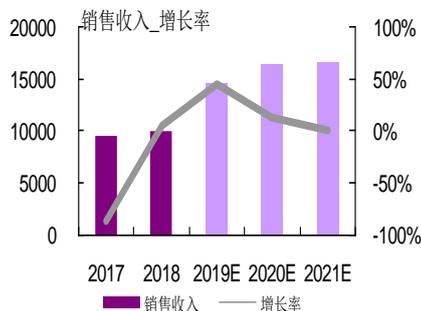
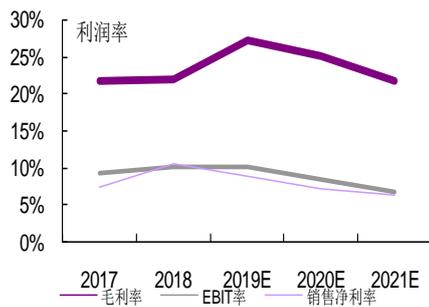
%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.98	61.94	187.76
绝对	17.99	62.48	212.87

资料来源：Wind

### 相关研报

自主可控实现数倍级增长，飞腾注入带来估值弹性——中国长城(000066.SZ)2019年中报点评

.....2019-08-31  
收购天津飞腾股权比例增加，自主可控硬件平台加速推进——中国长城(000066.SZ)收购天津飞腾部分股权点评



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>9,507</b>	<b>10,009</b>	<b>14,567</b>	<b>16,487</b>	<b>16,666</b>
营业成本	7,447	7,815	10,613	12,356	13,046
折旧和摊销	219	229	248	333	409
营业税费	77	73	106	120	100
销售费用	395	377	552	634	573
管理费用	568	606	1,954	1,978	1,818
财务费用	47	43	75	111	104
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	308	813	40	40	100
<b>营业利润</b>	<b>792</b>	<b>1,328</b>	<b>1,433</b>	<b>1,315</b>	<b>1,124</b>
<b>利润总额</b>	<b>782</b>	<b>1,321</b>	<b>1,593</b>	<b>1,480</b>	<b>1,307</b>
少数股东损益	115	69	83	77	68
<b>归属母公司净利润</b>	<b>581</b>	<b>987</b>	<b>1,192</b>	<b>1,107</b>	<b>978</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>15,202</b>	<b>16,002</b>	<b>19,585</b>	<b>21,459</b>	<b>21,930</b>
流动资产	7,924	9,462	12,545	14,151	14,431
货币资金	3,002	3,376	4,370	4,781	4,833
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,172	2,967	4,544	5,143	5,199
应收票据	690	755	1,099	1,243	1,257
其他应收款	74	49	72	81	82
存货	1,630	1,984	1,999	2,348	2,486
可供出售投资	1,866	372	372	372	372
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	71	309	309	309	309
固定资产	1,860	1,920	2,848	3,551	4,074
无形资产	403	473	449	427	405
<b>总负债</b>	<b>7,643</b>	<b>9,352</b>	<b>11,668</b>	<b>12,357</b>	<b>11,782</b>
无息负债	4,671	5,301	6,750	7,645	7,954
有息负债	2,972	4,051	4,918	4,712	3,829
<b>股东权益</b>	<b>7,559</b>	<b>6,650</b>	<b>7,917</b>	<b>9,102</b>	<b>10,148</b>
股本	2,944	2,936	2,928	2,928	2,928
公积金	685	805	924	1,035	1,133
未分配利润	1,830	2,417	3,490	4,486	5,366
少数股东权益	884	410	493	571	639

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-403</b>	<b>45</b>	<b>815</b>	<b>1,228</b>	<b>1,536</b>
净利润	581	987	1,192	1,107	978
折旧摊销	219	229	248	333	409
净营运资金增加	-25,244	511	2,099	771	-24
其他	24,041	-1,682	-2,723	-983	173
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4,820</b>	<b>-490</b>	<b>-697</b>	<b>-560</b>	<b>-500</b>
净资本支出	-573	-746	-600	-600	-600
长期投资变化	71	309	0	0	0
其他资产变化	-4,318	-53	-97	40	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>801</b>	<b>688</b>	<b>875</b>	<b>-257</b>	<b>-984</b>
股本变化	1,620	-8	-8	0	0
债务净变化	1,517	1,079	867	-206	-883
无息负债变化	-25,229	630	1,449	895	308
<b>净现金流</b>	<b>-4,425</b>	<b>259</b>	<b>994</b>	<b>411</b>	<b>52</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-86.25%	5.29%	45.53%	13.18%	1.09%
净利润增长率	1652.89%	69.88%	20.71%	-7.11%	-11.65%
EBITDA 增长率	-21.69%	12.51%	35.01%	0.19%	-10.60%
EBIT 增长率	179.23%	14.57%	40.87%	-5.60%	-18.62%
<b>估值指标</b>					
PE	80	47	39	42	47
PB	7	7	6	5	5
EV/EBITDA	42	39	29	29	32
EV/EBIT	52	47	34	36	44
EV/NOPLAT	59	59	43	46	55
EV/Sales	5	5	3	3	3
EV/IC	6	6	5	4	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	21.67%	21.93%	27.14%	25.05%	21.72%
EBITDA 率	11.48%	12.27%	11.78%	10.43%	9.22%
EBIT 率	9.18%	9.99%	10.08%	8.41%	6.77%
税前净利润率	8.22%	13.19%	10.94%	8.98%	7.85%
税后净利润率 (归属母公司)	6.11%	9.86%	8.18%	6.71%	5.87%
ROA	4.58%	6.60%	6.51%	5.52%	4.77%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.71%	15.82%	16.05%	12.97%	10.28%
经营性 ROIC	10.95%	9.56%	10.46%	9.08%	7.30%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.48	1.32	1.34	1.41	1.53
速动比率	1.17	1.04	1.12	1.18	1.26
归属母公司权益/有息债务	2.25	1.54	1.51	1.81	2.48
有形资产/有息债务	4.91	3.78	3.85	4.42	5.57
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.20	0.34	0.41	0.38	0.33
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.14	0.02	0.28	0.42	0.52
每股自由现金流(FCFF)	8.81	-0.03	-0.48	0.03	0.25
每股净资产	2.28	2.13	2.54	2.91	3.25
每股销售收入	3.25	3.42	4.97	5.63	5.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼