中国长城（000066）

上半年业绩承压，自主可控业务稳步推进

买入（维持）

2018 年 09 月 01 日

证券分析师　郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,507	11,649	14,423	18,104
同比（%）	-86.2%	22.5%	23.8%	25.5%
归母净利润（百万元）	581.04	1244.57	1298.80	1597.34
同比（%）	1652.9%	114.2%	4.4%	23.0%
每股收益（元/股）	0.20	0.42	0.44	0.54
P/E（倍）	33	15	15	12

事件

公司发布 2018 年半年报，2018 年上半年公司实现营业收入 41.37 亿元，同比下降 8.08%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比下降 7.59%；扣非归母净利润为-970.29 万元，同比下降 104.40%。

投资要点

- **部分子公司采购进度受影响，上半年业绩承压：**2018 年上半年公司实现营业收入 41.37 亿元，同比下降 8.08%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比下降 7.59%；扣非归母净利润为-970.29 万元，同比下降 104.40%，净利润下降主要系去年并购的长城信息、中原电子和圣非凡电子受军改影响，客户采购计划相对停滞。分产品看，公司公司高新电子、电源产品和信息安全整机及解决方案的营业收入分别为 15.38 亿元、13.99 亿元和 6.85 亿元，同比增长分别为-14.70%、5.75%和-27.15%，其中信息安全整机及解决方案下降明显。毛利率方面，高新电子、电源产品、信息安全整机及解决方案的毛利率分别为 17.12%、14.74%和 18.40%，同比减少 8.23%、3.41%和 2.35%。

- **稳步推进业务整合，多项工作加速发展：**高新电子业务方面，订货同比大幅提升，在军事通信新市场领域取得突破，连续签订多个订货合同，顺利进入电子对抗、北斗产品等新兴业务领域。重点科研任务进展顺利，军事通信、海洋信息安全、军用显示等多个项目按期通过机关评审，加快海洋信息化业务发展。信息安全整机及解决方案业务方面，因外部因素影响国产化信息系统替代将加速推进，基于飞腾平台的终端和服务器产品在国家某重点国产化替代项目中占有率均为第一；实施“点亮工程”，在金融、医疗等多个关键行业成功实现基于 PK 架构产品的软件适配迁移；全力构建应用生态，与百度等行业信息化知名企业协作，打造基于自主可控的人工智能、政务云等平台和解决方案。公司持续保持在非现金金融智能自助领域的领先地位，在国有主要大行保持市场份额第一，区域银行市场订单实现翻倍增长，在保险、税务等领域取得突破，新零售领域业务崭露头角，成功推出相关产品并开始试点运行。医疗电子加快业务转型步伐，数字化病房、“智慧医疗云”等业务在重点市场成功打造多个精品项目。电源业务方面，产品高端化、市场国际化战略取得进一步突破，与行业内知名企业建立良好合作关系；紧抓云计算和大数据产业发展机遇，服务器电源实现持续的高速增长；PC 电源实现逆势增长，LED 等工业类电源取得进一步突破。

- **与百度签订人工智能合作协议，自主可控从党政军到市场化行业应用迈出的重要一步：**公司今年 3 月 19 日公告与百度达成人工智能领域的合作协议，百度的 ABC 技术（AI、Big Data、Cloud Computing）优势显著，其在人工智能领域的布局也已多样化。此前百度与硬件厂商虽有合作，但合作仍限制在 X86 架构内，本次百度作为互联网巨头与中国长城

股价走势

市场数据

收盘价(元)	6.44
一年最低/最高价	5.95/10.02
市净率(倍)	2.98
流通 A 股市值(百万元)	16040.22

基础数据

每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	50.66
总股本(百万股)	2936.17
流通 A 股(百万股)	2490.72

相关研究

1、《中国长城：并表净利润大幅增加，自主可控一体化硬件平台腾飞在即》2018-05-03
2、《业务稳健推进，自主可控业务有望爆发》2017-08-31
3、《中国长城：业绩大幅增长，自主可控航母起飞在即》2017-07-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ 合作是其在完全自主可控领域进行人工智能技术结合的首次尝试，有力地确认了中国长城在 ARM 体系中的绝对龙头地位、在自主可控软硬件一体化平台建设的成果，同时稳固了中国长城作为自主可控平台厂商在人工智能领域落地的先发优势。本次合作是自主可控从党政军到市场化行业应用迈出的重要一步，基于百度的人工智能技术，中国长城将发挥其自主可控技术的行业深耕优势，打开行业应用。

■ **股权激励计划完成，国企激励机制有望得到大幅改善：**2018 年 1 月 16 日公司实施股票期权激励计划，同时授予 594 名激励对象 4410 万份股票期权，行权价格为 8.27 元/份。作为 CEC 集团的信息安全业务板块的上市平台，中国长城以股权激励计划为起点，我们预计未来 CEC 集团在激励机制、业务整合、产业链布局等方面将会有进一步的推进，将中国长城真正打造成为以自主可控业务为核心的航母企业。

■ **维持“买入”评级：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.42 元/0.44 元/0.54 元，目前股价对应 PE 分别为 15/15/12 倍，维持 “买入”评级。

■ **风险提示：**军改进展低于预期；后续股权问题低于预期。

中国长城三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	**7923.8**	**15370.5**	**23966.5**	**26946.3**
现金	3002.4	12548.2	20001.8	22266.5
应收款项	2935.7	1797.5	2518.6	2977.4
存货	1629.9	908.3	1301.9	1521.4
其他	355.7	116.5	144.2	181.0
非流动资产	**7277.8**	**7871.7**	**8191.7**	**8516.3**
长期股权投资	70.9	270.9	270.9	270.9
固定资产	3639.4	4073.6	4433.9	4798.8
无形资产	402.8	362.5	322.3	282.0
其他	3164.7	3164.7	3164.7	3164.7
资产总计	**15201.6**	**23242.1**	**32158.3**	**35462.6**
流动负债	**5368.6**	**12208.7**	**19872.9**	**21642.2**
短期借款	1808.7	450.0	450.0	450.0
应付账款	2164.2	1398.3	1921.1	2290.2
其他	1395.7	10360.3	17501.8	18902.0
非流动负债	**2274.4**	**2294.4**	**2314.4**	**2334.4**
负债总计	**7643.0**	**14503.1**	**22187.3**	**23976.6**
少数股东权益	884.2	1069.1	1261.9	1499.1
归属母公司股东权益	6674.3	7670.0	8709.0	9986.9
负债和股东权益总计	**15201.6**	**23242.1**	**32158.3**	**35462.6**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-402.7	11951.3	8382.8	3288.1
投资活动现金流	-4819.8	-798.0	-669.5	-703.9
筹资活动现金流	801.3	-1607.6	-259.8	-319.5
现金净增加额	-4424.8	9545.8	7453.6	2264.7

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**9506.8**	**11648.7**	**14423.0**	**18103.5**
营业成本	7446.8	8752.0	10910.6	13638.1
营业税金及附加	77.4	58.2	72.1	90.5
营业费用	394.6	477.6	576.9	687.9
管理费用	1142.4	1296.0	1598.0	1941.2
财务费用	46.8	118.4	46.9	29.9
投资净收益	308.3	700.0	500.0	400.0
其他	85.1	0.3	0.3	0.3
营业利润	**792.3**	**1646.7**	**1718.8**	**2116.2**
营业外净收支	-10.7	10.0	10.0	10.0
利润总额	**781.6**	**1656.7**	**1728.8**	**2126.2**
所得税费用	85.5	165.7	172.9	212.6
少数股东损益	115.0	246.4	257.2	316.3
归属母公司净利润	**581.0**	**1244.6**	**1298.8**	**1597.3**

重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.20	0.42	0.44	0.54
每股净资产(元)	2.27	2.61	2.96	3.39
发行在外股份(百万股)	2944.1	2944.1	2944.1	2944.1
ROE(%)	8.7%	16.2%	14.9%	16.0%
毛利率(%)	21.7%	24.4%	23.9%	24.2%
销售净利率(%)	6.1%	10.7%	9.0%	8.8%
资产负债率(%)	50.3%	62.4%	69.0%	67.6%
收入增长率(%)	-86.2%	22.5%	23.8%	25.5%
净利润增长率(%)	1652.9%	114.2%	4.4%	23.0%

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