

毛利率提升明显，整机业务表现亮眼 买入（首次）

2020年04月29日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,844	14,286	17,509	19,507
同比（%）	8.3%	31.7%	22.6%	11.4%
归母净利润（百万元）	1,115	1,238	1,545	1,791
同比（%）	-0.51%	11.0%	24.8%	15.9%
每股收益（元/股）	0.38	0.42	0.53	0.61
P/E（倍）	30	27	22	19

事件：2019 年报营收 108.44 亿、归母净利润 11.15 亿、扣非净利润 4.90 亿，同比增速分别为 8.34%、-0.51%、40.17%。2020 年 Q1 营收 11.20 亿，同比减少 41.64%，归母净利润-2.82 亿，由盈转亏，扣非净利润-2.59 亿，亏损同比增加 645.25%。

投资要点

■ **毛利率提升明显，期间费用率有所增长：**2019 年扣非净利润同比高增，略超市场预期。公司整体毛利率为 24.67%，同比提升 2.74pct。期间费用率同比有所增加，其中销售费用率、研发费用率同比分别增加 0.75pct、1.39pct，管理费用率同比减少 0.64pct。净利率为 10.75%，同比增加 0.20pct。

■ **信息安全整机业务高增长：**2019 年，分产品看，信息安全整机及解决方案营收 27.70 亿元，同比增长 43.63%，毛利率 27.53%，同比增长 5.75pct，是公司业绩最大亮点。主要得益于自主安全业务规模、市场合同实现倍数级增长，基于 PK 体系的整机产品在国家重点项目中占有率保持第一，多款产品顺利进入国家自主安全相关部门采购目录。完成山西、河南等地自主安全产业投资项目落地。推出飞腾新四核终端、FT2000+服务器等 16 款新品。**高新电子**营收 41.12 亿元，同比增加 2.78%，毛利率 29.31%，同比增加 3.31pct，报告期内加快推进“PK”体系在装备上的应用，军事通信业务竞标成功多个预研项目，争取到某试点项目通信和北斗设备独家配套，通用战术车辆市场配套订货创历史新高，加快拓展其他军兵种业务；海洋信息业务成功中标某矢量重大预研项目等，填补了国内矢量应用领域的空白，顺利成为某观测网共建单位。**电源产品**营收 29.04 亿元，同比减少 4.65%，毛利率 17.15%，同比增加 2.07pct。

■ **加速自主创新基地建设，以投资换市场：**2019 年以来，中国长城快速启动郑州、乌鲁木齐、温州、南通、烟台等 8 个主要自主创新基地建设，基地建设的一项重要内容就是依托中国长城在网络安全和信息化领域形成的芯-端-云生态链条、工业互联网创新技术、PKS 体系中国架构优势打造高度智能、高度节能、高度绿色、高度引领的云工厂，生产中国长城自主安全电脑，满足国家自主安全需求，为国民经济、社会发展保驾护航。今年，中国长城还将在各地启动一批自主创新基地建设，让“云工厂”遍地开花，一方面助推地方经济高质量发展，另一方面以投资换市场，赚取信创市场机遇。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年净利润分别为 12.38/15.45/17.91 亿元，目前股价对应 PE 分别为 27/22/19 倍。信创业务有望在今年大规模放量，公司的 PK 体系作为国内生态较完善的国产化体系，已经进入 2.0 新阶段，利润进入释放阶段，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能扩展低于预期；自主可控推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.38
一年最低/最高价	7.91/17.60
市净率(倍)	4.16
流通 A 股市值(百万元)	28344.36

基础数据

每股净资产(元)	2.74
资产负债率(%)	65.01
总股本(百万股)	2928.18
流通 A 股(百万股)	2490.72

相关研究

- 1、《中国长城 (000066)：首届飞腾生态伙伴大会召开，5 年计划营收超百亿》2019-12-22
- 2、《中国长城 (000066)：Q3 营收增长显著，PK2.0 体系正式发布》2019-10-31
- 3、《中国长城 (000066)：扣非同比扭亏为盈，信息安全整机业务大幅增长》2019-09-01

中国长城三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,027	15,437	19,499	17,791	营业收入	10,844	14,286	17,509	19,507
现金	3,979	9,027	6,124	9,299	减:营业成本	8,169	10,567	12,825	14,252
应收账款	3,012	956	3,908	1,511	营业税金及附加	74	87	124	134
存货	3,642	3,636	5,197	4,618	营业费用	491	629	753	839
其他流动资产	3,394	1,818	4,270	2,362	管理费用	587	1,886	2,294	2,555
非流动资产	7,643	8,411	9,119	9,621	财务费用	108	-35	-66	-88
长期股权投资	648	1,000	1,346	1,692	资产减值损失	-76	62	40	-2
固定资产	2,782	3,091	3,408	3,541	加:投资净收益	9	54	48	47
在建工程	376	612	819	896	其他收益	279	57	84	105
无形资产	504	457	390	333	营业利润	1,347	1,501	1,870	2,169
其他非流动资产	3,333	3,251	3,157	3,160	加:营业外净收支	3	-2	1	-1
资产总计	21,671	23,848	28,618	27,412	利润总额	1,350	1,499	1,871	2,169
流动负债	9,612	11,052	14,707	12,267	减:所得税费用	184	205	255	296
短期借款	3,955	3,955	6,696	3,955	少数股东损益	51	56	70	82
应付账款	2,862	3,618	4,247	4,493	归属母公司净利润	1,115	1,238	1,545	1,791
其他流动负债	2,795	3,480	3,764	3,820	EBIT	1,616	1,612	2,023	2,304
非流动负债	3,408	3,105	2,749	2,291	EBITDA	1,851	2,002	2,485	2,794
长期借款	2,207	1,904	1,548	1,090					
其他非流动负债	1,201	1,201	1,201	1,201	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	13,020	14,158	17,456	14,558	每股收益(元)	0.38	0.42	0.53	0.61
少数股东权益	355	411	482	564	每股净资产(元)	2.83	3.17	3.65	4.20
归属母公司股东权益	8,296	9,279	10,679	12,290	发行在外股份(百万 股)	2928	2928	2928	2928
负债和股东权益	21,671	23,848	28,618	27,412	ROIC(%)	9.1%	8.5%	8.6%	10.7%
					ROE(%)	13.5%	13.4%	14.5%	14.6%
					毛利率(%)	24.7%	26.0%	26.7%	26.9%
					销售净利率(%)	10.3%	8.7%	8.8%	9.2%
					资产负债率(%)	60.1%	59.4%	61.0%	53.1%
					收入增长率(%)	8.3%	31.7%	22.6%	11.4%
					净利润增长率(%)	-0.51%	11.0%	24.8%	15.9%
					P/E	30	27	22	19
					P/B	4.02	3.59	3.12	2.71
					EV/EBITDA	19.59	15.70	14.82	10.93

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>