



中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

研究助理：宋博

证券执业证书号：S0640118080024

联系人：宋子豪

邮箱：songzh@avicsec.com

中国长城（000066）2019 年年报点评： 聚焦网络安全与信息化、高新电子两大核心 主业，营收利润双双新高

行业分类：电子

2020 年 4 月 30 日

投资评级

持有

当前价格（元/股） 11.83

基本数据（2020/4/30）

总市值（亿元）	346.40
流通市值（亿元）	294.65
总股本（百万股）	2,928.18
流通股本（百万股）	2,490.72
12 个月价格区间	7.97/17.00

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

◆ **事件：**公司发布 2019 年年报和 2020 年一季度报。公司 2019 年实现营业收入（108.44 亿元，+8.34%），归属母公司净利润（11.15 亿元，-0.51%），扣非后归母净利润（4.90 亿元，+40.17%）。公司 2020 年一季度实现营业收入（11.20 亿元，-41.64%），归属母公司净利润（-2.82 亿元，-614.18%），扣非后归母净利润（-2.59 亿元，+645.25%）。

◆ **投资要点：**

聚焦网络安全与信息化、高新电子两大核心主业，营业收入与利润总额创整合以来新高。2019 年，公司 2019 年实现营业收入（108.44 亿元，+8.34%），归属母公司净利润（11.15 亿元，-0.51%），扣非后归母净利润（4.90 亿元，+40.17%）。随着公司聚焦两大核心主业，其信息安全整机及解决方案营收大幅增长，其中信创整机收入创整合新高，同时军事通讯高新电信业务合同额、营业额也双创历史新高。公司今年政府补助较去年有大幅增加，因此归母净利润与扣非后归母净利润增幅相差较大。公司毛利率（24.67%，+2.74pcts）创新高，主要源于公司成本端人工费用的下降所致。期间费用方面，公司销售费用（4.91 亿元，+30.08%），管理费用（5.87 亿元，-2.85%），研发费用（8.49 亿元，+28.96%），财务费用（1.08 亿元，+152.72%）。销售费用的增长主要源于职工薪酬及维修费增加所致；财务费用大幅增长主要源于借款增加致使利息支出增加所致。2019 年公司加大研发投入，全年获得授权专利 161 项并完成科技成果鉴定 13 项，其中《高速大额现金智能自助终端研发与产业化》和《微功率无线自组网关键技术研究及应用》两个项目被认定为国际先进。公司应收账款（30.12 亿元，+1.52%）小幅上涨；存货（36.42 亿元，+88.55%）大幅上升，主要是公司中电长城大厦项目竣工后按持有目的的类型转入存货所致。现金流方面，2019 年公司经营活动产生的现金流净额（1.09 亿元，+50.72%）大幅上涨主要由于报告期内回款情况较好所致。公司拥有国家技术创新示范企业、高新技术企业、军工四证、深圳市首批“自主创新行业龙头企业”、湖南商用密码产业示范基地等资质，并在 2019 年进入中国上市公司 500 强排行榜。

公司开拓市场并完善布局，信息安全整机及解决方案主业营收增长显著。公司信息安全整机及解决方案板块实现营收（27.70 亿元，+43.63%），占比 25.54%。2019 年，公司强力推动市场开拓，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。公司进一步完善产业布局，拓展地方市场，完成山西、河南等地自主安全产业投资项目落地。公司布局产业上游，并购天津飞腾，形成了贯通

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

上下游从芯片到端到云的完整生态链，提升了筑牢网信领域安全底座的核心竞争力。研发方面，公司研制推出飞腾新四核终端、FT2000+服务器等 16 款新品，基于飞腾平台的终端和服务器产品性能保持行业领先。公司首次发布自研固件产品，固件开发能力达到业界领先水平。在基础架构产品方面，公司发布端到云的完整整机解决方案产品，实现零的突破。另外，公司基于 PKS 体系，推进单一产品向行业信息化服务集成方案转变，并在行业率先打造多元创新产品，研发推出了全国第一个从端到云的金融机具全栈自主安全解决方案。

军事通信取得突破，高新电子业务规模大增。2019 年，公司高新电子业务营收（41.12 亿元，+2.78%）小幅增长，占比 37.92%。公司紧抓市场新趋势、新要求，聚合资源，加快推进 PK 体系在装备上的广泛应用，并联合中国电子集团内相关单位开展技术攻关，多项关键技术得到进一步突破和完善。军事通信业务方面，公司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。与此同时，公司加快拓展其他军兵种业务，分别在空降兵、战支部队等领域首次承担批次配套任务，在多个机关单位科研项目申报取得突破。在海洋信息业务方面，公司多个重点任务取得阶段性关键成果，成功中标某矢量重大预研项目，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，进一步提升了公司在海洋信息业务领域的地位。另外，基于飞腾 1500A 和盛科国产网络交换芯片的主板研制、基础软件适配、分系统级集成、交换机实时通信及基于国产 FPGA 的新型显控等关键技术取得良好成果。公司不断加强产学研合作，加大科研平台建设投入，完成了量子实验室一期的工程建设，并推进量子实验室二期和 CPU 仿真工程技术中心建设，为下一代先进计算技术奠定基础。

电源业务推进科技创新，加快高端化、国际化发展步伐。2019 年，公司电源业务营收（29.04 亿元，-4.65%）小幅回落，占比 26.78%。公司以深圳为研发基地，充分发挥南京研发中心技术优势，加快数字化、高性能高端产品研发，向高端电源产品转型升级。公司正在推进机器人替换人工项目，提升电源生产线智能制造能力。国内市场方面，服务器电源出货同比持续增长，PC 电源出货保持行业领先，在 5G 通信电源领域与行业领先客户建立合作关系。国际市场方面，公司加大国际市场拓展力度，建立与国际 PC 巨头的合作关系，部分项目已实现批量供货，未来有望进一步放量。

子公司完成收购，通过技术融合，创造业绩增长点。公司子公司圣非凡完成了 2017-2019 年的业绩承诺并收购轨道交通研究院 100% 股权。通过收购，公司将具有自主知识产权的自动控制等产品与其核心业务领域系统产品有机融合，有利于提升圣非凡市场营销规模和核心竞争力，以及培育公司新经济增长点。另外，公司以 3,161.00 万元向关联方中电工业互联网有限公司转让湖南凯杰科技有限责任公司 100% 股权。2019 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 15 日，凯杰科技贡献净利润-16.69 万元。公司剔除低效子公司，提升整体运营效率。公司在业务规模上也在不断扩张，设立子公司河南、陕西、安徽、浙江、新疆长城计算机系统有限公司，实现跨区域布局。

受疫情影响，公司 2020 年一季度业绩大幅回落。公司 2020 年一季度实现营业收入（11.20 亿元，-41.64%），归属母公司净利润（-2.82 亿元，-614.18%），主要受新型冠状病毒肺炎疫情影响，部分订单延后，导致公司营业收入变动较大所致。公司实现扣非后归母净利润（-2.59 亿元，+645.25%），经营活动产生的现金流量净额（-4.58 亿元，未公布调整后增减比例）。

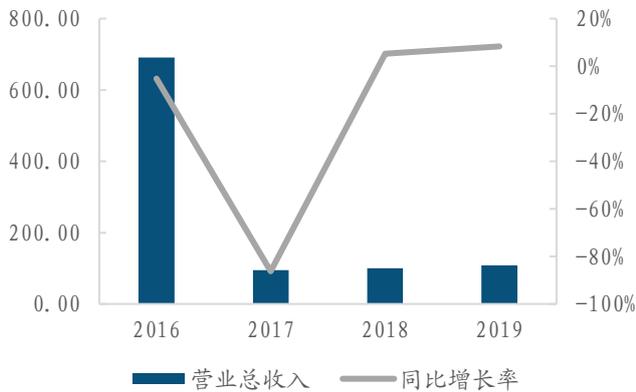
◆ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.61 亿元，14.77 亿元和 18.40 亿元，EPS 分别为 0.40 元，0.50 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 31、24、19 倍，给予“持有”评级。

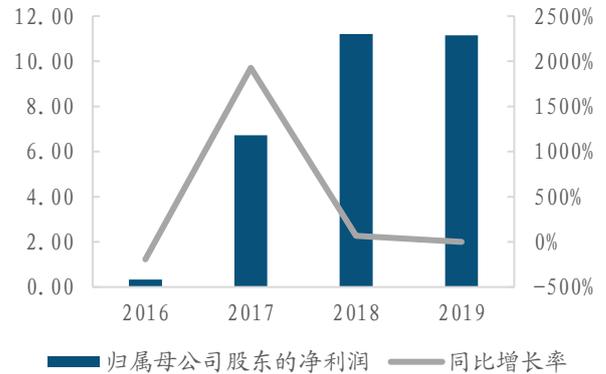
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	108.44	122.01	144.23	171.48
增长率	8.34%	12.52%	18.21%	18.89%
归属母公司净利润（亿元）	11.15	11.61	14.77	18.40
增长率	12.96%	4.15%	27.16%	24.64%
每股收益 EPS（元）	0.38	0.40	0.50	0.63
净资产收益率 ROE	13.48%	13.02%	13.94%	14.69%
PE	32	31	24	19
PB	4.12	3.74	3.22	2.75

资料来源：Wind，中航证券金融研究所

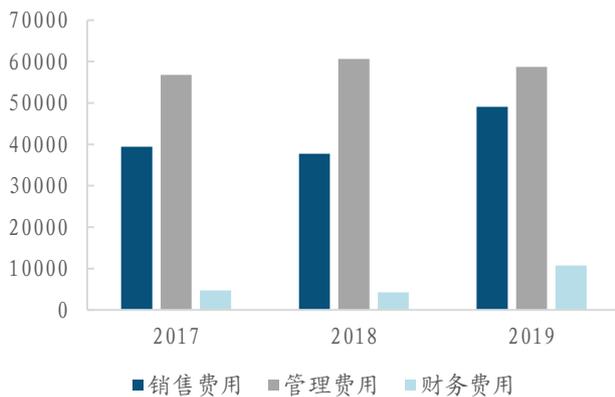
◆ 风险提示：产品研发进度不及预期；战略落实及市场开拓不及预期。

图 1: 2016-2019 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 2: 2016-2019 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)


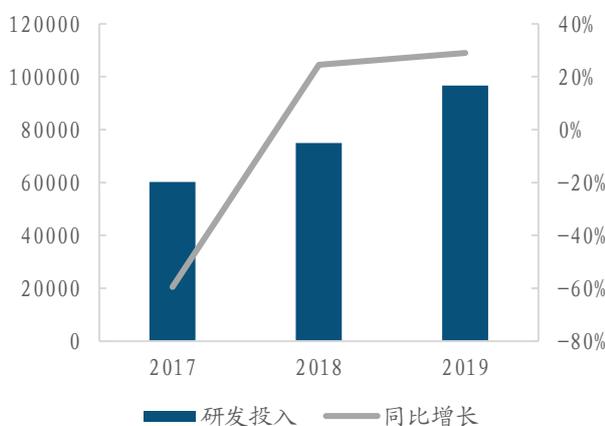
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 2017-2019 三费情况 (单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 4: 2017-2019 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 5: 2017-2019 研发投入情况 (单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	108.44	122.01	144.23	171.48	净利润	11.66	12.40	15.43	19.06
营业成本	81.69	93.02	108.29	127.63	折旧与摊销	2.35	0.82	1.87	3.05
营业税金及附加	0.74	0.71	0.89	1.25	财务费用	1.08	0.62	0.67	0.71
销售费用	4.91	3.94	6.09	8.76	资产减值损失	-0.76	0.35	0.76	0.84
管理费用	14.36	15.19	15.88	16.36	经营营运资本变动	-21.29	-15.01	-12.11	-14.38
财务费用	1.08	0.62	0.67	0.71	其他	8.06	-6.49	-6.94	-6.95
资产减值损失	-0.76	0.35	0.76	0.84	经营性现金流净额	1.09	-7.32	-0.32	2.32
投资收益	0.09	3.35	3.39	3.32	资本支出	43.60	-3.32	-3.63	-4.61
公允价值变动损益	2.79	2.79	2.79	2.79	其他	-54.58	5.80	5.65	5.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-10.98	2.48	2.02	0.97
营业利润	13.47	14.32	17.84	22.04	短期借款	19.32	-17.32	-4.73	-7.51
其他非经营损益	0.03	0.03	0.03	0.03	长期借款	9.64	5.00	7.00	9.00
利润总额	13.50	14.36	17.87	22.07	股权融资	0.36	0.00	0.00	0.00
所得税	1.84	1.96	2.44	3.01	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	11.66	12.40	15.43	19.06	其他	-13.41	-4.32	-0.63	-0.70
少数股东损益	0.51	0.78	0.66	0.65	筹资性现金流净额	15.91	-16.65	1.64	0.79
归属母公司股东	11.15	11.61	14.77	18.40	现金流量净额	5.96	-21.49	3.33	4.09
资产负债表					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	39.79	18.30	21.63	25.72	成长能力				
应收和预付款项	57.42	64.77	76.32	90.57	销售收入增长率	8.34%	12.52%	18.21%	18.89%
存货	36.42	41.47	48.28	56.90	营业利润增长率	1.46%	6.34%	24.51%	23.56%
其他流动资产	6.64	5.65	5.92	6.24	净利润增长率	10.37%	6.33%	24.45%	23.52%
长期股权投资	6.48	6.48	6.48	6.48	EBITDA 增长率	5.67%	-6.71%	29.25%	26.61%
投资性房地产	27.75	27.75	27.75	27.75	获利能力				
固定资产和在建	0.00	1.14	2.23	3.22	毛利率	24.67%	23.76%	24.92%	25.57%
无形资产和开发	5.29	6.74	8.17	10.16	三费率	18.76%	16.19%	15.69%	15.06%
其他非流动资产	36.91	39.36	41.14	42.25	净利率	10.75%	10.16%	10.70%	11.11%
资产总计	216.71	211.67	237.91	269.30	ROE	13.48%	13.02%	13.94%	14.69%
短期借款	39.55	22.22	17.49	9.98	ROA	5.38%	5.86%	6.48%	7.08%
应付和预收款项	43.65	49.65	57.89	68.29	ROIC	21.04%	21.79%	20.49%	20.11%
长期借款	22.07	27.07	34.07	43.07	EBITDA/销售收入	15.58%	12.92%	14.13%	15.04%
其他负债	24.93	17.49	17.81	18.24	营运能力				
负债合计	130.20	116.43	127.26	139.58	总资产周转率	0.58	0.57	0.64	0.68
股本	29.28	29.28	29.28	29.28	固定资产周转率	11.30	339.75	123.14	82.72
资本公积	6.01	6.01	6.01	6.01	应收账款周转率	3.63	3.81	3.90	3.91
留存收益	44.00	55.61	70.38	88.78	存货周转率	2.84	2.39	2.41	2.43
归属母公司股东	82.96	90.90	105.66	124.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.75%	—	—	—
少数股东权益	3.55	4.33	5.00	5.65	资本结构				
股东权益合计	86.51	95.23	110.66	129.72	资产负债率	60.08%	55.01%	53.49%	51.83%
负债和股东权益	216.71	211.67	237.91	269.30	带息债务/总负债	47.33%	42.34%	40.52%	38.01%
业绩和估值指标					流动比率	1.46	1.68	1.88	2.13
	2019A	2020E	2021E	2022E	速动比率	1.08	1.15	1.28	1.45
EBITDA	16.90	15.76	20.38	25.80	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	31.96	30.69	24.13	19.36	每股指标				
PB	4.12	3.74	3.22	2.75	每股收益	0.38	0.40	0.50	0.63
PS	3.29	2.92	2.47	2.08	每股净资产	2.95	3.25	3.78	4.43
EV/EBITDA	15.042	16.666	12.816	10.002	每股经营现金	0.037	(0.250)	(0.011)	0.079
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。