

中国长城 (000066.SZ) 买入 (维持评级)

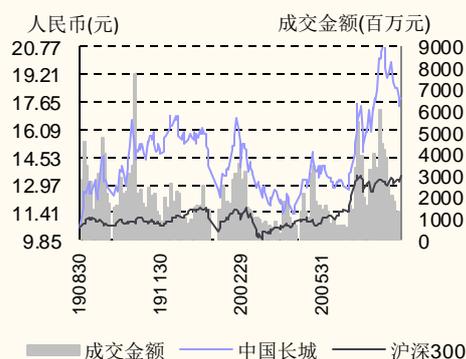
公司点评

市场价格 (人民币): 17.89 元

飞腾表现惊艳, 静待业务恢复

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	29.28
已上市流通 A 股(亿股)	29.28
总市值(亿元)	523.85
年内股价最高最低(元)	20.80/17.48
沪深 300 指数	4844
深证成指	13851



公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,009	10,844	12,729	16,542	19,824
营业收入增长率	5.29%	8.34%	17.38%	29.96%	19.84%
归母净利润(百万元)	987	1,115	1,213	1,715	2,111
归母净利润增长率	69.88%	12.96%	8.79%	41.39%	23.07%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.38	0.41	0.59	0.72
每股经营性现金流净额	0.02	0.04	-0.04	-0.20	-0.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.82%	13.44%	12.76%	15.28%	15.83%
P/E	14	41	43	31	25
P/B	2.23	5.49	5.51	4.67	3.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 中国长城发布半年报, 上半年实现营收 39.29 亿元, 同比下降 9.27%, 实现归母净利润-3.00 亿元, 同比下滑 259.89%。

点评

- 受新冠疫情影响, 公司上半年业绩出现下滑。公司上半年营收同比下降 9.27%, 但净利润出现大幅度下滑。主要因受新冠疫情影响, 公司各项业务出现订单减少和业务落地延迟的情况, 特别是公司高新电子业务位于武汉, 受疫情影响较大, 上半年收入下降超过 30%, 公司整体营收下滑 9.27%, 毛利率从 21.57% 小幅下降至 20.44%, 但疫情期间, 公司各项费用仍为刚性支出, 公司销售费用同比增长 24.92%, 管理费用同比增长 33.63%, 财务费用同比增长 237.14%, 同时, 公司持有的东方证券股票上半年账面亏损 0.28 亿元, 去年同期账面盈利 0.69 亿元, 以上因素共同造成了今年上半年公司业绩大幅下滑。但同时也可以看到, 公司 Q2 情况相较于 Q1 已有大幅改善且公司信创业务以及参股子公司飞腾表现优异, 全年仍可期待。
- 公司信创业务推进良好。受疫情影响, 上半年信创整体招标延后, 各领域信创公司收入在半年报均未有明显体现, 但公司包含信创业务的信息安全整机及解决方案业务上半年实现收入 9.94 亿元, 同比增长 1.98%, 反映公司信创业务推进良好。上半年, 公司持续提升长城整体解决方案能力, 加快 PKS 系统下整机产品研制和安全 BIOS 固件研发, 多款新品量产上市, 实现国内首个基于中国长城自主安全基座的省级政务服务大厅在湖南正式运行。同时, 全方位推进产业战略布局, 在全国各地密集投资设厂, 上半年新签约黑龙江等 10 多个产业项目, 实现 10 大产业基地产品下线。
- 飞腾高速增长, 有望在国产 CPU 中脱颖而出。公司参股子公司飞腾上半年实现营收 3.38 亿元, 净利润 0.48 亿元, 大幅超越去年全年的营收 2.07 亿元, 净利润 0.04 亿元, 且此前飞腾总经理窦强表示今年全年飞腾有望实现出货量 100 万片, 营收 10 亿元。飞腾 7 月发布腾云 S2500 多路服务器芯片, 同时支持二四八路直连, 国内领先, 有望在行业市场实现突破。

投资建议

- 预计公司 20-22 年归母净利润为 12.13、17.15、21.11 亿元, 分部估值给予公司 21 年目标市值 624.19 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争风险; 信创市场推进不如预期; 疫情影响经济下行, 传统业务业绩增长不及预期; 天津飞腾受到美国制裁的风险, 飞腾未并表引起估值风险, 解禁风险。

相关报告

- 《新一代多路芯片打开新空间-中国长城事件点评》, 2020.7.19
- 《中国长城正飞腾-中国长城首次覆盖》, 2020.7.10

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	9,507	10,009	10,844	12,729	16,542	19,824	货币资金	3,002	3,376	3,979	5,522	7,359	9,428
增长率		5.3%	8.3%	17.4%	30.0%	19.8%	应收账款	2,946	3,786	4,627	5,581	7,419	9,089
主营业务成本	-7,447	-7,815	-8,169	-9,253	-11,573	-13,511	存货	1,630	1,984	3,642	4,232	5,868	7,900
%销售收入	78.3%	78.1%	75.3%	72.7%	70.0%	68.2%	其他流动资产	345	315	1,779	1,947	2,179	2,450
毛利	2,060	2,195	2,675	3,475	4,969	6,312	流动资产	7,924	9,462	14,027	17,282	22,824	28,867
%销售收入	21.7%	21.9%	24.7%	27.3%	30.0%	31.8%	%总资产	52.1%	59.1%	64.7%	68.9%	74.0%	78.2%
营业税金及附加	-77	-73	-74	-89	-116	-139	长期投资	2,901	1,604	3,645	3,595	3,645	3,645
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	3,639	4,128	3,158	3,335	3,432	3,449
销售费用	-395	-377	-491	-573	-827	-991	%总资产	23.9%	25.8%	14.6%	13.3%	11.1%	9.3%
%销售收入	4.2%	3.8%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%	无形资产	531	578	556	598	634	667
管理费用	-1,106	-606	-587	-700	-993	-1,189	非流动资产	7,278	6,541	7,643	7,817	8,000	8,050
%销售收入	11.6%	6.1%	5.4%	5.5%	6.0%	6.0%	%总资产	47.9%	40.9%	35.3%	31.1%	26.0%	21.8%
研发费用	-538	-645	-849	-1,018	-1,654	-2,081	资产总计	15,202	16,002	21,671	25,099	30,824	36,917
%销售收入	5.7%	6.4%	7.8%	8.0%	10.0%	10.5%	短期借款	1,809	2,807	3,965	2,901	5,228	7,793
息税前利润 (EBIT)	-56	493	673	1,095	1,379	1,911	应付款项	3,086	3,628	5,029	5,376	6,798	7,967
%销售收入	n.a	4.9%	6.2%	8.6%	8.3%	9.6%	其他流动负债	474	736	619	647	821	958
财务费用	-47	-43	-108	-95	-102	-112	流动负债	5,369	7,171	9,612	8,924	12,847	16,717
%销售收入	0.5%	0.4%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	长期贷款	1,163	1,244	2,207	3,527	3,527	3,527
资产减值损失	-100	-95	-76	-78	-79	-88	其他长期负债	1,111	937	1,201	2,731	2,759	2,806
公允价值变动收益	0	0	279	0	0	0	负债	7,643	9,352	13,020	15,183	19,133	23,050
投资收益	308	813	9	511	812	755	普通股股东权益	6,674	6,240	8,296	9,506	11,221	13,332
%税前利润	39.4%	61.5%	0.7%	35.5%	40.3%	30.5%	其中：股本	2,944	2,936	2,928	2,928	2,928	2,928
营业利润	792	1,328	1,347	1,451	2,028	2,485	未分配利润	1,830	2,417	4,042	5,255	6,970	9,081
营业利润率	8.3%	13.3%	12.4%	11.4%	12.3%	12.5%	少数股东权益	884	410	355	410	470	535
营业外收支	-11	-7	3	-10	-11	-12	负债股东权益合计	15,202	16,002	21,671	25,099	30,824	36,917
税前利润	782	1,321	1,350	1,441	2,017	2,472							
利润率	8.2%	13.2%	12.5%	11.3%	12.2%	12.5%							
所得税	-86	-264	-184	-173	-242	-297							
所得税率	10.9%	20.0%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%							
净利润	696	1,056	1,166	1,268	1,775	2,176							
少数股东损益	115	69	51	55	60	65							
归属于母公司的净利润	581	987	1,115	1,213	1,715	2,111							
净利率	6.1%	9.9%	10.3%	9.5%	10.4%	10.6%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	696	1,056	1,166	1,268	1,775	2,176
少数股东损益	115	69	51	55	60	65
非现金支出	320	324	342	380	466	508
非经营收益	-262	-723	-11	-365	-643	-575
营运资金变动	-1,157	-613	-1,388	-1,407	-2,181	-2,749
经营活动现金净流	-403	45	109	-124	-583	-640
资本开支	-573	-746	-534	-531	-529	-480
投资	237	317	-450	50	-50	0
其他	-4,484	-60	-114	511	812	755
投资活动现金净流	-4,820	-490	-1,098	30	233	275
股权募资	0	24	0	0	0	0
债权募资	843	1,078	2,113	1,780	2,347	2,605
其他	-45	-398	-528	-143	-160	-170
筹资活动现金净流	798	704	1,585	1,637	2,187	2,435
现金净流量	-4,425	259	596	1,542	1,837	2,070

比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.197	0.336	0.381	0.414	0.586	0.721
每股净资产	2.267	2.125	2.833	3.246	3.832	4.553
每股经营现金净流	-0.137	0.015	0.037	-0.042	-0.199	-0.219
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.71%	15.82%	13.44%	12.76%	15.28%	15.83%
总资产收益率	3.82%	6.17%	5.15%	4.83%	5.56%	5.72%
投入资本收益率	-0.46%	3.67%	3.83%	5.29%	5.44%	6.22%
增长率						
主营业务收入增长率	-86.25%	5.29%	8.34%	17.38%	29.96%	19.84%
EBIT增长率	N/A	-979.66%	36.54%	62.64%	25.95%	38.57%
净利润增长率	39.84%	69.88%	12.96%	8.79%	41.39%	23.07%
总资产增长率	-62.80%	5.27%	35.42%	15.82%	22.81%	19.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.3	93.7	100.6	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	49.2	84.4	125.7	170.0	190.0	220.0
应付账款周转天数	56.4	90.2	111.9	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	71.4	70.0	93.6	86.3	69.6	60.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.43%	10.10%	20.50%	20.00%	21.15%	21.41%
EBIT利息保障倍数	-1.2	11.6	6.3	11.5	13.5	17.1
资产负债率	50.28%	58.44%	60.08%	60.49%	62.07%	62.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-10	买入	17.67	21.30~21.30
2	2020-07-19	买入	15.13	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH