

三季度业绩大幅增长，信创业务高景气度 买入（维持）

2020年10月31日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,844	12,930	15,779	18,186
同比（%）	8.3%	19.2%	22.0%	15.3%
归母净利润（百万元）	1,115	1,269	1,523	1,798
同比（%）	-0.5%	13.8%	20.0%	18.1%
每股收益（元/股）	0.38	0.43	0.52	0.61
P/E（倍）	40	35	29	25

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 74.60 亿元，同比增长 4.33%；实现归母净利润-1.63 亿元，同比下降-171.58%。

投资要点

■ **三季度拐点明显，单季度业绩呈现大幅增长：**公司上半年营收仍然同比下滑，但前三季度已实现同比增长，经营逐渐摆脱疫情影响恢复正常。其中三季度单季实现收入 35.31 亿元，同比增长 25.23%，实现归母净利润 1.38 亿元，同比大幅增长 248.19%。我们认为公司受益于信创产业发展进入业绩兑现期，公司信息安全整机及解决方案业务的景气度提升，从而带来公司业绩拐点，实现高速增长。

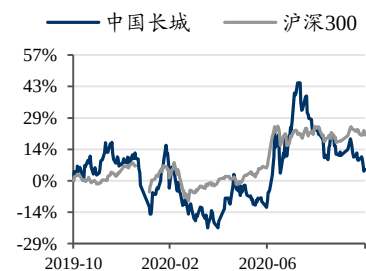
■ **多项指标验证信创业务进入爆发期，激励计划彰显公司信心：**公司预付款项、存货、开发支出、长期借款等资产负债表科目分别达到 22.48 亿元、64.74 亿元、1.08 亿元、48.39 亿元，同比分别增长 85.55%、77.75%、126.60%、119.25%，各项指标大幅增长均体现出公司为信创产业发展做好积极准备，未来业绩有保障。此外，公司发布股票期权激励计划，行权业绩条件包括以 2019 年为基础，2021、2022、2023 年度营业收入增长率分别不低于 40%、65%、95%，同时首次授予部分股票期权的行权价格为 16.68 元/股高于现价，彰显公司发展信心。

■ **飞腾全年业绩大超预期，引入多家战投拓展行业市场：**因为鲲鹏芯片受到美国限制，同为 ARM 架构的飞腾芯片获得更多发展机会，今年飞腾芯片出货量实现大幅增长。截止 2020 年 10 月飞腾芯片已签约 196 万片，出货 127 万片，同比增长 10 倍以上，创国产 CPU 出货新纪录。我们预计飞腾芯片全年签约 210 万片，出货 150 万片，从而带来业绩大幅增长，且打开未来成长空间。近期飞腾拟以 15% 的股权比例引入有紧密产业链合作伙伴关系以及对其发展具有重大战略支撑意义的战略投资者，有助于飞腾加大研发投入、拓展生态圈和行业市场，中国长城将继续持有飞腾不低于 26.775% 股权，仍为天津飞腾第一大股东，未来会继续受益于飞腾芯片的快速崛起。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43/0.52/0.61 元，对应 PE 分别为 35/29/25 倍。信创业务今年下半年招标工作已经接近完成，在新格局形式下飞腾在党政份额有望继续超预期，带动公司整机业务高速增长。同时上半年高新电子和电源业务订单双双高增，激励计划推出更有利于提升管理层的积极性和责任感，维持目标价 28.89 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能扩张低于预期；信创推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.15
一年最低/最高价	10.82/22.20
市净率(倍)	5.64
流通 A 股市值(百万元)	44356.34

基础数据

每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	68.86
总股本(百万股)	2928.18
流通 A 股(百万股)	2927.81

相关研究

- 1、《中国长城（000066）：大规模期权激励推出，凝结力量抓住信创发展时机》2020-10-11
- 2、《中国长城（000066）：Q2 全面确立经营拐点，飞腾芯片快速增长》2020-08-30
- 3、《中国长城（000066）：发布我国首台国产化喷淋液冷服务器，飞腾有望持续超市场预期》2020-08-09

中国长城三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,027	14,928	16,875	17,553	营业收入	10,844	12,930	15,779	18,186
现金	3,979	9,866	3,823	9,950	减:营业成本	8,169	9,691	11,778	13,547
应收账款	3,012	580	3,804	1,248	营业税金及附加	74	79	112	124
存货	3,642	3,032	5,080	4,251	营业费用	491	582	702	800
其他流动资产	3,394	1,450	4,168	2,104	管理费用	587	1,746	2,051	2,364
非流动资产	7,643	8,104	8,736	9,394	财务费用	108	-54	-113	-151
长期股权投资	648	1,000	1,346	1,692	资产减值损失	-76	56	36	-2
固定资产	2,782	2,886	3,142	3,367	加:投资净收益	9	301	358	370
在建工程	376	510	701	843	其他收益	279	57	84	105
无形资产	504	457	390	333	营业利润	1,347	1,539	1,844	2,178
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	23,032	25,611	26,947	利润总额	1,350	1,537	1,844	2,178
流动负债	9,612	10,306	11,792	11,808	减:所得税费用	184	210	252	297
短期借款	3,955	3,955	3,955	3,955	少数股东损益	51	58	69	82
应付账款	2,862	3,080	4,142	4,165	归属母公司净利润	1,115	1,269	1,523	1,798
其他流动负债	2,795	3,271	3,696	3,688	EBIT	1,616	1,635	1,932	2,252
非流动负债	3,408	3,003	2,647	2,268	EBITDA	1,851	2,014	2,366	2,714
长期借款	2,207	1,802	1,446	1,067					
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	13,309	14,440	14,076	每股收益(元)	0.38	0.43	0.52	0.61
少数股东权益	355	413	482	564	每股净资产(元)	2.83	3.18	3.65	4.20
					发行在外股份(百万股)	2928	2928	2928	2928
归属母公司股东权益	8,296	9,310	10,689	12,307	ROIC(%)	9.1%	8.6%	9.6%	10.4%
负债和股东权益	21,671	23,032	25,611	26,947	ROE(%)	13.5%	13.6%	14.3%	14.6%
					毛利率(%)	24.7%	25.1%	25.4%	25.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.3%	9.8%	9.7%	9.9%
经营活动现金流	109	6,533	-5,055	7,156	资产负债率(%)	60.1%	57.8%	56.4%	52.2%
投资活动现金流	-1,098	-481	-624	-645	收入增长率(%)	8.3%	19.2%	22.0%	15.3%
筹资活动现金流	1,591	-166	-363	-385	净利润增长率(%)	-0.5%	13.8%	20.0%	18.1%
现金净增加额	596	5,887	-6,043	6,126	P/E	40	35	29	25
折旧和摊销	235	379	434	462	P/B	5.35	4.76	4.15	3.60
资本开支	744	108	286	313	EV/EBITDA	25.55	20.61	19.98	15.07
营运资本变动	-1,388	5,240	-6,527	5,441					

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>