2021 年 01 月 18 日　　公司研究　　评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师：　宝幼琛　S0350517010002
baoyc@ghzq.com.cn
联系人　：　张若凡　S0350119070030
zhangrf@ghzq.com.cn

PK 生态引领者，飞腾芯片出货量高增

——中国长城（000066）动态研究

最近一年走势

相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中国长城	17.0	18.8	19.4
沪深 300	10.4	15.2	32.8

市场数据	2021-01-18
当前价格（元）	18.95
52 周价格区间（元）	10.88 - 22.20
总市值（百万）	55489.05
流通市值（百万）	55482.03
总股本（万股）	292818.21
流通股（万股）	292781.15
日均成交额（百万）	1383.18
近一月换手（%）	76.62

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **中国电子核心资产，PK 生态引领者。**中国电子（CEC）是我国信创产业引领者，PK 体系（飞腾 CPU+麒麟 OS）拥有目前我国最成熟的 IT 底层生态。中国长城是中国电子核心资产，拥有网络安全与信息化、高新电子、电源三大类业务，其中网信业务主要为国产 PC 整机制造以及金融、医疗行业信息化；高新电子业务主要为军工信息化，涵盖通信、卫星与导航、海洋信息安全等领域；电源业务涵盖工业类及消费类开关电源。公司具备自主安全整机从设计、研发、验证到生产的能力，拥有从底层芯片到顶层应用级解决方案的全系列技术能力，是国内国产 PC 整机主要生产厂商之一，也是国内 PK 生态体系主要参与者，目前拥有飞腾 31.5%股权。

- **ARM 架构是国产 CPU 最优选择。**目前全球广泛商业化 CPU 架构主要有 x86 和 ARM 两种，其中 x86 架构主要由 Intel 和 AMD 掌握，指令集不对外开放，生态较为封闭；而 Acorn 向全球 CPU 设计厂商开放 ARM 指令集架构授权和 IP 核授权，ARM 架构已在移动端广泛应用，并凭借生态开放优势向 PC 和服务器市场快速渗透，苹果最新发布的 M1 芯片换用 ARM 架构。国内飞腾、华为海思拥有 ARM v8 架构授权，基于 ARM 架构设计开发国产 CPU。除飞腾、鲲鹏外，国产 CPU 厂商还有海光、龙芯、兆芯等，其中海光、兆芯芯片均采用 x86 架构，自主可控程度不高；龙芯芯片采用 MIPS 架构，生态较差且性能不高。ARM 架构同时具备自主可控程度高、生态完备两大优势，是国产 CPU 最优选择，飞腾、海思将在信创推进过程中核心收益。

- **飞腾出货量高增，成为国产 CPU 中坚力量。**根据 2020 飞腾生态伙伴大会，2020 年飞腾合作伙伴已有约 1600 家，已经与 851 家厂商的 2557 款软件完成适配了优化与认证，与合作伙伴推出了 90 余个行业解决方案。在信创市场，飞腾实现了部委省市县乡镇客户全覆盖，在 90 多个部委机关中占有率超过 55%，31 个省市中占有率超过 45%。由于华为鲲鹏受美国限制备货不足，2020 年飞腾芯片出货量大幅超预期，全年交付芯片 150 万片，全年营收 13 亿元，预计 2021 年交付芯片超过 200 万片，收入超过 20 亿元，目标 2024 年营收突破 100 亿元。2020 年 7 月飞腾发布服务器 CPU 腾云 S2500，12 月发布桌面 CPU 腾锐 D2000，性能较上一代产品均有大幅提高，预计 2021 年将推出腾云 S5000 系列，2022 推出腾云 S6000 系列。我们预计，未来两年飞腾 CPU 芯片性能将大幅跃进，再凭借 ARM 架构

生态优势，在国内行业和民用竞争力及市场地位将显著提升。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予“买入”评级**。我们预计，公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32/0.44/0.53 元，对应当前股价 PE 分别 59/44/36 倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**1）ARM 生态落地不及预期的风险；2）飞腾业绩不及预期的风险；3）公司业绩不及预期的风险；4）系统性风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	10844	12565	15793	18817
增长率(%)	8%	16%	26%	19%
归母净利润（百万元）	1115	946	1274	1554
增长率(%)	13%	-15%	35%	22%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.32	0.44	0.53
ROE(%)	12.89%	10.31%	12.92%	14.51%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国长城盈利预测表

证券代码:	000066.SZ		股价:	18.95	投资评级:	买入		日期:	2021-01-18
财务指标	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**每股指标与估值**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	13%	10%	13%	15%	EPS	0.38	0.32	0.44	0.53
毛利率	25%	27%	27%	27%	BVPS	2.83	2.99	3.21	3.48
期间费率	12%	19%	19%	19%	**估值**				
销售净利率	10%	8%	8%	8%	P/E	49.77	58.69	43.55	35.70
成长能力					P/B	6.69	6.33	5.90	5.45
收入增长率	8%	16%	26%	19%	P/S	5.12	4.42	3.51	2.95
利润增长率	13%	-15%	35%	22%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
总资产周转率	0.50	0.55	0.64	0.71	**营业收入**	**10844**	**12565**	**15793**	**18817**
应收账款周转率	2.35	2.35	2.81	3.04	营业成本	8169	9214	11543	13713
存货周转率	2.26	2.26	2.26	2.26	营业税金及附加	74	86	108	129
偿债能力					销售费用	491	565	711	847
资产负债率	60%	60%	60%	59%	管理费用	587	1571	2132	2540
流动比	1.46	1.51	1.54	1.58	财务费用	108	187	6	6
速动比	1.08	1.10	1.08	1.08	其他费用/（-收入）	364	200	250	300
					营业利润	**1347**	**1142**	**1543**	**1882**
资产负债表（百万元）	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	营业外净收支	3	3	0	0
现金及现金等价物	3979	4258	4546	4752	**利润总额**	**1350**	**1145**	**1543**	**1882**
应收款项	4607	5338	5625	6187	所得税费用	184	156	211	257
存货净额	3642	4109	5171	6143	**净利润**	1166	989	1332	1625
其他流动资产	1799	2016	2421	2801	少数股东损益	51	43	58	71
流动资产合计	**14027**	**15282**	**17325**	**19445**	**归属于母公司净利润**	**1115**	**946**	**1274**	**1554**
固定资产	2782	2583	2384	2186					
在建工程	376	376	376	376	**现金流量表（百万元）**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
无形资产及其他	457	457	421	385	**经营活动现金流**	**109**	**402**	**994**	**1061**
长期股权投资	648	648	648	648	净利润	1166	989	1332	1625
资产总计	**21671**	**22727**	**24535**	**26421**	少数股东权益	51	43	58	71
短期借款	3955	3955	3955	3955	折旧摊销	223	244	244	241
应付款项	3564	4057	5083	6038	公允价值变动	279	0	0	0
预收帐款	294	341	428	510	营运资金变动	(1609)	(874)	(641)	(876)
其他流动负债	1800	1800	1800	1800	**投资活动现金流**	**(1098)**	**199**	**199**	**199**
流动负债合计	**9612**	**10152**	**11265**	**12303**	资本支出	970	199	199	199
长期借款及应付债券	2207	2207	2207	2207	长期投资	(338)	0	0	0
其他长期负债	1201	1201	1201	1201	其他	(1730)	0	0	0
长期负债合计	**3408**	**3408**	**3408**	**3408**	**筹资活动现金流**	**1267**	**(473)**	**(637)**	**(777)**
负债合计	**13020**	**13560**	**14673**	**15711**	债务融资	2895	0	0	0
股本	2928	2928	2928	2928	权益融资	0	0	0	0
股东权益	8651	9167	9862	10710	其它	(1628)	(473)	(637)	(777)
负债和股东权益总计	**21671**	**22727**	**24535**	**26421**	**现金净增加额**	**278**	**128**	**555**	**482**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7 年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。
张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019 年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。