

第四季度改善明显，行业信创放量可期
买入（维持）

2021年01月29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	13,075	16,391	19,402
同比（%）	8.3%	20.6%	25.4%	18.4%
归母净利润（百万元）	1,115	1,016	1,339	1,735
同比（%）	-0.5%	-8.9%	31.7%	29.6%
每股收益（元/股）	0.38	0.35	0.46	0.59
P/E（倍）	45	50	38	29

事件：公司发布2020年业绩预告，实现归母净利润7.5—11亿元，同比下滑32.7%—1.3%；归母扣非净利润2.86—6.3亿元，同比增长-41.6%—28.6%。

投资要点

■ **业绩预告区间较大，第四季度改善明显：**2020年度随着国内新冠肺炎疫情逐渐得到控制，公司的经营状况逐步恢复正常，公司第四季度信创业务和高新电子业务营业收入较上年同期大幅增长，毛利较上年同期增长，因此2020年第四季度公司经营业绩有较大改善。根据公告，2020年Q4单季度归母净利润达9.13—12.63亿元，同比增长-2.70%—34.65%；归母扣非净利润1.86—5.3亿元，同比增长-52.31%—35.90%。公司业绩预告区间较大，我们认为主要是在当期业绩确认节奏上存在不确定性，有可能延迟到2021年确认。

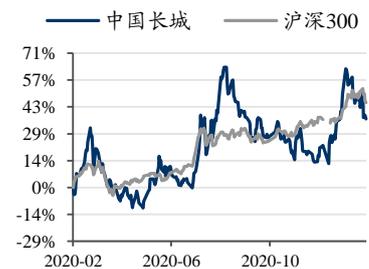
■ **行业信创启动，芯片龙头受益：**我们预计2021年党政办公系统交付量同比提升一倍；同时重要行业的信创也在加速落实，规划导向和试点双重推动，预计2021年行业口规模化铺开落地可期，空间相对党政公文系统提升近10倍，信创板块景气度将进一步上行。在当前的党政信创招标中，龙芯由于性能较弱整体占比较小，鲲鹏受限供货不足，海光主要做服务器端而且是X86路线，飞腾份额提升较快，预计份额超过45%。Q4基于腾云S2500的多路服务器和新款腾锐D2000（用于PC）的发布，飞腾产品的整体性能将跃升一个新台阶，跻身主流CPU看齐鲲鹏和海光，将成为行业市场重要竞争力量；如果华为鲲鹏后续代工的问题不能解决，飞腾在行业口份额有望达到五成甚至更高。预计飞腾2021年营收将超30亿元。

■ **PK体系有望提前锁定行业信创市场份额：**中国电子有限公司是中国电子组建的网信业务运营平台，是国家混合所有制改革试点企业，其资产规模和营业收入均超千亿元，由多家中央企业和中央金融机构战略入股，旨在加快打造国家网信产业核心力量和组织平台。此前中国电子旗下的中国软件、中国长城的股权已经划转到中国电子有限公司平台下，通过股权合作锁定战略用户并强化平台，飞腾CPU和麒麟操作系统组成的PK体系有望在行业信创中获得渠道优势。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年营业收入分别为130.75/163.91/194.02亿元，净利润分别为10.16/13.39/17.35亿元，现价对应50/38/29倍市盈率。信创业务已经进入放量阶段，在新格局形式下飞腾在党政份额有望继续超预期，并成为行业信创重要力量，带动公司整机业务高速增长。2020年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，给予中国长城2021年目标市值800亿元，目标价格27.33元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策推进缓慢；产能受限；公司产品份额不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.32
一年最低/最高价	10.82/22.20
市净率(倍)	6.45
流通A股市值(百万元)	50709.70

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）：飞腾崛起带来估值弹性，主体业务奠定坚实基本盘》2021-01-05
- 2、《中国长城（000066）：三季度业绩大幅增长，信创业务高景气度》2020-11-01
- 3、《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

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	14,752	16,480	17,244	营业收入	10,844	13,075	16,391	19,402
现金	3,979	9,527	3,051	8,880	减:营业成本	8,169	9,811	12,073	14,229
应收账款	3,012	620	3,934	1,456	营业税金及附加	74	80	116	133
存货	3,642	3,115	5,200	4,600	营业费用	491	628	770	893
其他流动资产	3,394	1,489	4,295	2,308	管理费用	587	2,092	2,541	2,910
非流动资产	7,643	8,129	8,878	9,711	财务费用	108	103	106	104
长期股权投资	648	992	1,336	1,681	资产减值损失	-76	57	38	-2
固定资产	2,782	2,908	3,244	3,590	加:投资净收益	9	6	6	7
在建工程	376	521	752	947	其他收益	279	0	0	0
无形资产	504	457	390	333	营业利润	1,347	660	943	1,343
其他非流动资产	3,333	3,251	3,157	3,160	加:营业外净收支	3	571	678	759
资产总计	21,671	22,880	25,358	26,955	利润总额	1,350	1,231	1,621	2,101
流动负债	9,612	10,408	11,949	12,251	减:所得税费用	184	168	221	287
短期借款	3,955	3,955	3,955	3,955	少数股东损益	51	46	61	79
应付账款	2,862	3,154	4,249	4,476	归属母公司净利润	1,115	1,016	1,339	1,735
其他流动负债	2,795	3,299	3,745	3,820	EBIT	1,616	1,334	1,727	2,206
非流动负债	3,408	3,014	2,695	2,356	EBITDA	1,851	1,714	2,168	2,686
长期借款	2,207	1,813	1,494	1,155					
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	13,422	14,644	14,607	每股收益(元)	0.38	0.35	0.46	0.59
少数股东权益	355	401	462	542	每股净资产(元)	2.83	3.09	3.50	4.03
归属母公司股东权益	8,296	9,057	10,252	11,807	发行在外股份(百万 股)	2928	2928	2928	2928
负债和股东权益	21,671	22,880	25,358	26,955	ROIC(%)	9.1%	7.2%	8.8%	10.4%
					ROE(%)	13.5%	11.2%	13.1%	14.7%
						24.7%	25.0%	26.3%	26.7%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)				
经营活动现金流	109	6,716	-4,756	7,722	销售净利率(%)	10.3%	7.8%	8.2%	8.9%
投资活动现金流	-1,098	-859	-1,185	-1,307	资产负债率(%)	60.1%	58.7%	57.7%	54.2%
筹资活动现金流	1,591	-309	-535	-586	收入增长率(%)	8.3%	20.6%	25.4%	18.4%
现金净增加额	596	5,548	-6,476	5,829	净利润增长率(%)	-0.5%	-8.9%	31.7%	29.6%
折旧和摊销	235	380	441	481	P/E	45	50	38	29
资本开支	744	141	405	488	P/B	6.11	5.60	4.95	4.30
营运资本变动	-1,388	5,176	-6,697	5,330	EV/EBITDA	28.98	28.12	25.12	18.02

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>