

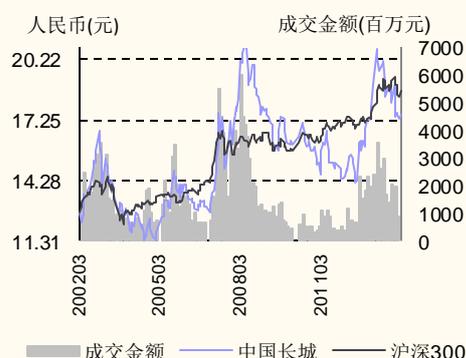
中国长城 (000066.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.53 元

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)	513.31
年内股价最高最低(元)	20.80/11.31
沪深 300 指数	5418
深证成指	15024


相关报告

1. 《单季大幅改善-中国长城业绩预告点评》，2020.10.14
2. 《激励落地，景气向上-中国长城事件点评》，2020.10.9
3. 《飞腾表现惊艳，静待业务恢复-中国长城半年报点评》，2020.8.30
4. 《新一代多路芯片打开新空间-中国长城事件点评》，2020.7.19
5. 《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

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

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	989	1,715	2,111
归母净利润增长率	69.88%	12.96%	-11.28%	73.39%	23.07%
摊薄每股收益(元)	0.336	0.381	0.338	0.586	0.721
每股经营性现金流净额	0.27	0.69	-0.51	0.02	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.82%	13.44%	10.66%	15.60%	16.10%
P/E	14.10	40.86	37.30	21.51	17.48
P/B	2.23	5.49	3.97	3.35	2.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

1月30日晚，公司发布业绩预告称2020年实现归母净利润约为7.5亿元-11亿元，同比增长-32.73%到-1.34%，实现扣非归母净利润为2.86亿元-6.30亿元，同比增长-41.64%到28.55%。

评论

全年净利润有所下降，单四季度增长明显。公司全年归母净利润和扣非归母净利润均有不同程度下降，主要受新冠疫情影响，公司各项业务出现订单减少和业务落地延迟的情况，导致前三季度亏损。但从季度数据来看，公司单四季度信创和高新电子业务收入较上年同期大幅增长，毛利同期增长。我们对全年扣非归母净利润取平均数为4.58亿元，则单四季度同比大幅增长了81%。

飞腾高速增长，看好行业信创机会。公司参股子公司飞腾20年全年实现营收13亿元，较去年的2.1亿元，同比大幅增长519%；全年芯片交付量150万片，远超去年的20万片。在飞腾20年150万片的芯片交付中，有超过100万片为高性能桌面CPU FT-2000/4，其很好地满足了从办公系统到电子政务，再到金融、电信等领域的应用。同时，为进一步拓展市场和增强产品竞争力，在2020生态伙伴大会上，飞腾发布了最新一代桌面处理器腾锐D2000，相比于CPU FT-2000/4，腾锐D2000在SPEC2006 FP、Stream、Unixbench等性能均有不同程度的提升。预计基于腾锐D2000的台式机、笔记本、工控机、网安设备等终端产品将于2021年Q1陆续上市，将有望助力长城在行业市场实现突破。

公司主营业务发展态势良好，股权激励落地彰显信心。20年公司高新电子业务收入大幅增长，主要受益于军工行业高景气，同时公司信创整机业务推进顺利，已与多地方政府展开合作成立子公司。随着十四五规划加大对军工技术的投入以及21年信创业务大幅推进和飞腾份额不断提升，预计公司高新电子与信创业务将延续高增长态势。此外，1月30日公司二期股权激励落地，此次激励力度较大，合计授予不超过1.3176亿份股票期权，约占总股本的4.5%，21-23年业绩考核涉及EOE、营收增速和净利率等，彰显管理层对公司未来高成长的信心。

投资建议

- 由于疫情导致部分订单收入确认延迟，下调20年净利润为9.89亿元（下调22.65%），21/22年净利润仍为17.15/21.11亿元，给予“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争风险；信创市场推进不如预期；传统业务增长不及预期；解禁风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	9,507	10,009	10,844	12,729	16,542	19,824
增长率		5.3%	8.3%	17.4%	30.0%	19.8%
主营业务成本	-7,447	-7,815	-8,169	-9,253	-11,573	-13,511
%销售收入	78.3%	78.1%	75.3%	72.7%	70.0%	68.2%
毛利	2,060	2,195	2,675	3,475	4,969	6,312
%销售收入	21.7%	21.9%	24.7%	27.3%	30.0%	31.8%
营业税金及附加	-77	-73	-74	-89	-116	-139
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-395	-377	-491	-624	-827	-1,090
%销售收入	4.2%	3.8%	4.5%	4.9%	5.0%	5.5%
管理费用	-1,106	-606	-587	-764	-1,075	-1,313
%销售收入	11.6%	6.1%	5.4%	6.0%	6.5%	6.6%
研发费用	-538	-645	-849	-1,158	-1,654	-2,081
%销售收入	5.7%	6.4%	7.8%	9.1%	10.0%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	-56	493	673	841	1,297	1,688
%销售收入	n.a	4.9%	6.2%	6.6%	7.8%	8.5%
财务费用	-47	-43	-108	-95	-102	-112
%销售收入	0.5%	0.4%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-100	-95	-76	-121	-68	-44
公允价值变动收益	0	0	279	0	0	0
投资收益	308	813	9	70	400	450
%税前利润	39.4%	61.5%	0.7%	5.9%	19.8%	18.2%
营业利润	792	1,328	1,347	1,196	2,028	2,485
营业利润率	8.3%	13.3%	12.4%	9.4%	12.3%	12.5%
营业外收支	-11	-7	3	-10	-11	-12
税前利润	782	1,321	1,350	1,187	2,017	2,473
利润率	8.2%	13.2%	12.5%	9.3%	12.2%	12.5%
所得税	-86	-264	-184	-142	-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	1,044	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	989	1,715	2,111
净利率	6.1%	9.9%	10.3%	7.8%	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	1,044	1,775	2,176
少数股东损益	115	69	51	55	60	65
非现金支出	283	293	271	320	286	288
非经营收益	-248	-714	130	122	-306	-267
营运资金变动	33	170	456	-2,988	-1,700	-575
经营活动现金净流	764	805	2,023	-1,502	55	1,622
资本开支	96	45	168	-999	-169	-378
投资	237	317	-450	-470	300	0
其他	-4,484	-60	-114	70	400	450
投资活动现金净流	-4,151	301	-396	-1,399	531	72
股权募资	0	24	0	0	0	0
债权募资	843	1,078	2,113	3,324	658	-503
其他	74	-58	-157	-143	-160	-170
筹资活动现金净流	917	1,044	1,955	3,181	498	-673
现金净流量	-2,470	2,150	3,583	280	1,085	1,022

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,002	3,376	3,979	4,260	5,344	6,366
应收账款	2,946	3,786	4,627	4,719	6,096	7,305
存货	1,630	1,984	3,642	6,622	7,103	7,541
其他流动资产	345	315	1,779	3,262	3,782	3,996
流动资产	7,924	9,462	14,027	18,863	22,325	25,208
%总资产	52.1%	59.1%	64.7%	67.6%	72.4%	74.5%
长期投资	2,901	1,604	3,645	4,045	3,745	3,745
固定资产	3,639	4,128	3,158	3,363	3,408	3,478
%总资产	23.9%	25.8%	14.6%	12.1%	11.1%	10.3%
无形资产	531	578	556	624	672	732
非流动资产	7,278	6,541	7,643	9,033	8,510	8,631
%总资产	47.9%	40.9%	35.3%	32.4%	27.6%	25.5%
资产总计	15,202	16,002	21,671	27,896	30,835	33,839
短期借款	1,809	2,807	3,965	3,174	3,742	3,200
应付款项	3,086	3,628	5,029	6,425	6,921	8,097
其他流动负债	474	736	619	834	1,076	1,224
流动负债	5,369	7,171	9,612	10,433	11,739	12,521
长期贷款	1,163	1,244	2,207	4,839	4,839	4,839
其他长期负债	1,111	937	1,201	2,931	2,789	2,836
负债	7,643	9,352	13,020	18,204	19,367	20,195
普通股股东权益	6,674	6,240	8,296	9,282	10,997	13,108
其中：股本	2,944	2,936	2,928	2,928	2,928	2,928
未分配利润	1,830	2,417	4,042	5,031	6,746	8,857
少数股东权益	884	410	355	410	470	535
负债股东权益合计	15,202	16,002	21,671	27,896	30,835	33,839

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.197	0.336	0.381	0.338	0.586	0.721
每股净资产	2.267	2.125	2.833	3.170	3.756	4.477
每股经营现金净流	0.259	0.274	0.691	-0.513	0.019	0.554
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%	10.66%	15.60%	16.10%
总资产收益率	3.82%	6.17%	5.15%	3.55%	5.56%	6.24%
投入资本收益率	-0.46%	3.67%	3.83%	3.73%	5.20%	6.30%
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%	24.84%	54.26%	30.21%
净利润增长率	39.84%	69.88%	12.96%	-11.28%	73.39%	23.07%
总资产增长率	-62.80%	5.27%	35.42%	28.73%	10.54%	9.74%
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	266.0	230.0	210.0
应付账款周转天数	56.4	90.2	111.9	145.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	71.4	70.0	93.6	74.2	59.2	52.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.43%	10.10%	20.50%	49.42%	37.27%	19.86%
EBIT 利息保障倍数	-1.2	11.6	6.3	8.8	12.7	15.1
资产负债率	50.28%	58.44%	60.08%	65.26%	62.81%	59.68%

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	7	11	15	25
增持	1	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.22	1.27	1.25	1.00

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
3	2020-08-30	买入	17.89	N/A
4	2020-10-09	买入	16.04	N/A
5	2020-10-14	买入	16.98	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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402