

2022年05月17日

中国长城 (000066.SZ)

## 聚焦主业，加码研发提升国产自研能力

### ■事件概述

1) 近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，提出“推进数字化改造”，我们认为县域的IT基础设施建设有望成为新的增量。中国长城作为国内头部的IT基础设施提供商，有望受益于县域数字化改造的推进。

2) 中国长城发布2021年年度报告和2022年第一季度报告。公司2021年实现营业收入177.9亿元，同比增长23.15%；实现归母净利润5.98亿元，同比下降35.59%；扣非归母净利润为1.32亿元，同比下降73.32%。2022Q1公司营业收入为28.29亿元，同比下降9.24%；归母净利润为-1.17亿元，同比增长26.35%；扣非归母净利润为-1.03亿元，同比增长9.39%。

### ■产品毛利双向挤压，高投入期利润承压

根据年报披露，2021年公司综合毛利率为20.9%，同比下降1.72个pct，净利润呈负增长，主要系：1) **产品毛利受到双向挤压**。一方面市场竞争加剧，产品价格逐步透明化，招标价格呈下降趋势，另一方面成本上升，2021年上半年大宗商品普涨且供应紧张，部分部件如显示器、功率器件等部件和元器件涨价幅度较大。2) **研发投入加大**。为加强基础关键技术研究及产品研发，拓展新技术领域，攻克技术难关，打造中长期竞争力，公司持续加大研发投入。2021年研发投入13.83亿元，同比增长23.9%。3) **有息负债较大**。近两年，公司处于高投入期，不动产尚处于建设期或预备运营期，不动产投入资金还未到回报期。为应对供应链波动保障供应链安全，存货占用资金较大。

### ■聚焦主业积极布局，推动市场全面开花

2021年公司网络安全与信息化业务的营业收入为119.53亿元，同比增长45.63%，占总营收比重67.19%。公司全力拓展央企和行业市场，订单同比增长42%，出货量大幅提升，其中党政市场综合市占率近1/3；央企试点销售覆盖率为超过50%；九大行业市场全面覆盖，多行业标杆试点项目中标；在金融信息化领域实现新突破，主导编制金融信创终端行业网信标准，金融信创终端产品试点入围银行达52家，智能网点全栈网信解决方案领跑全行业。

2021年公司系统装备业务的营业收入为47.71亿元，同比增长0.54%，占总营收比重26.82%。公司聚焦主业，主动缩减低毛利业务。通过巩固存量市场、深入挖掘增量市场潜力，订单同比增长23.4%。同时加强新市场科研配套支持力度，进一步提升科研支撑能力，建立集成设计、数据管理、知识管理等数字化研发环境和资源共享环境，研制周期缩短30%。

### ■突围自主知识产权，定增彰显自研决心

在经济全球化遭遇重创的背景下，科技封锁长期存在，发展我国自主计算产业刻不容缓。十九届五中全会提出，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，突破关键核心技术，抢占科技竞争和未来发展制高点。公司积极响应国家战略，根据中国长城“十四五”战略发展规划，通过“以端育芯，以芯带

## 公司快报

证券研究报告

PC及服务器硬件

投资评级 **买入-A**

维持评级

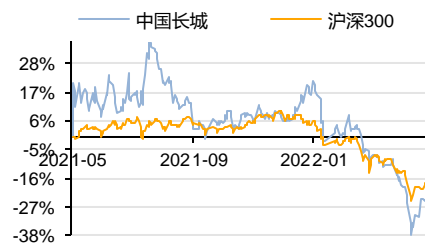
6个月目标价: **11.10元**

股价(2022-05-17) **9.74元**

### 交易数据

总市值(百万元)	31,322.51
流通市值(百万元)	28,547.27
总股本(百万股)	3,225.80
流通股本(百万股)	2,939.99
12个月价格区间	8.01/17.54元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.07	-9.56	-4.6
绝对收益	-7.44	-25.71	-20.64

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001  
zhaoyang1@essence.com

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006  
xiaiyt@essence.com.cn

杨楠

报告联系人

yangnan2@essence.com.cn

### 相关报告

中国长城: 收入大幅增长, 2021-08-30  
飞腾业绩超预期/吕伟

端，芯端一体，双核驱动”的聚焦战略，构建以“芯-端”为核心的自主计算硬件产品链体系，推出了全新国产高性能芯片、笔记本电脑、新八核桌面终端、多路服务器等一系列具有自主知识产权的核心产品，成为产品谱系全、性能高、质量优的自主安全整机产品提供商。

2021年8月，公司发布非公开发行股票预案，募集资金主要投向国产高性能计算机及服务器核心技术研发及产能提升项目、信息及新能源基础设施建设类项目、高新电子创新应用类项目等。公司通过定增募投加大研发力度，坚定成为安全、先进、绿色国产计算硬件研发核心力量。

## ■投资建议

中国长城作为网络安全和信息化建设的国家队、主力军、排头兵，积极提升国产自研能力，把握好信创产业横向拓宽、纵向下沉的市场机遇，提前布局九大行业，有望受益于信创行业的加速推进。我们预计公司2022-2024年实现营业收入214.5/265.8/330.4亿元，实现归母净利润增分别为7.16/9.04/12.02亿元，维持买入-A的投资评级。给予6个月目标价11.10元，相当于2022年50倍的动态市盈率。

■风险提示：采购与供应链风险；市场竞争加剧；国产化进度不及预期。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,446.1	17,790.4	21,450.3	26,575.6	33,042.6
净利润	927.9	597.6	716.2	904.3	1,201.9
每股收益(元)	0.32	0.20	0.22	0.28	0.37
每股净资产(元)	3.19	3.66	3.54	3.80	4.15

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	59.93	69.66	43.74	34.64	26.06
市净率(倍)	6.21	4.29	3.05	2.86	2.63
净利润率	6.4%	3.4%	3.3%	3.4%	3.6%
净资产收益率	10.8%	6.4%	7.2%	8.5%	10.5%
股息收益率	0.9%	0.9%	0.5%	0.6%	0.8%
ROIC	8.0%	5.4%	6.0%	6.5%	7.3%

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	14,446.1	17,790.4	21,450.3	26,575.6	33,042.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	11,178.6	14,072.0	16,861.3	20,857.3	25,836.4	营业收入增长率	33.2%	23.2%	20.6%	23.9%	24.3%
营业税费	124.1	87.1	105.1	130.2	161.8	营业利润增长率	-22.3%	-29.2%	19.4%	26.3%	32.9%
销售费用	492.8	653.5	766.5	923.0	1,147.6	净利润增长率	-16.8%	-35.6%	19.8%	26.3%	32.9%
管理费用	1,730.0	2,324.7	2,760.0	3,406.2	4,235.1	EBITDA增长率	-1.0%	-11.5%	29.6%	19.3%	22.9%
财务费用	315.1	344.4	499.4	567.3	647.1	EBIT增长率	-9.1%	-19.4%	29.7%	21.7%	26.6%
资产减值损失	-121.7	354.0	385.8	475.8	532.1	NOPLAT增长率	27.7%	-20.0%	23.2%	21.7%	26.6%
加:公允价值变动收益	-93.0	-61.8	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	25.4%	12.8%	10.1%	13.2%	12.1%
投资和汇兑收益	95.1	378.0	302.4	332.7	365.9	净资产增长率	8.0%	15.2%	6.1%	7.3%	9.2%
<b>营业利润</b>	1,046.1	740.9	884.7	1,117.1	1,484.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-2.1	-2.7	0.0	0.0	0.0	毛利率	22.6%	20.9%	21.4%	21.5%	21.8%
<b>利润总额</b>	1,044.0	738.3	884.7	1,117.1	1,484.8	营业利润率	7.2%	4.2%	4.1%	4.2%	4.5%
减:所得税	69.5	55.8	66.9	84.4	112.2	净利润率	6.4%	3.4%	3.3%	3.4%	3.6%
<b>净利润</b>	927.9	597.6	716.2	904.3	1,201.9	EBITDA/营业收入	11.6%	8.3%	9.0%	8.6%	8.5%
						EBIT/营业收入	9.2%	6.0%	6.5%	6.3%	6.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	72	70	75	72	68
货币资金	4,706.2	3,878.1	4,032.4	4,198.6	4,229.1	流动营业资本周转天数	341	306	290	298	282
交易性金融资产	348.1	1,371.4	1,371.4	1,371.4	1,371.4	流动资产周转天数	469	413	382	375	344
应收账款	5,392.5	6,275.6	7,205.2	8,768.5	10,187.0	应收账款周转天数	125	120	115	110	105
应收票据	92.1	192.0	231.5	286.8	356.5	存货周转天数	151	166	166	166	166
预付账款	2,149.2	850.3	1,025.3	1,270.2	1,579.3	总资产周转天数	622	618	583	532	487
存货	7,196.8	8,142.5	10,832.2	12,672.2	0.0	投资资本周转天数	456	418	381	348	314
其他流动资产	-1,319.2	-560.5	-2,225.3	-1,264.7	13,387.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	10.8%	6.4%	7.2%	8.5%	10.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	3.4%	1.8%	2.0%	2.2%	2.6%
长期股权投资	771.0	1,326.0	1,326.0	1,326.0	1,326.0	ROIC	8.0%	5.4%	6.0%	6.5%	7.3%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	2,899.7	3,969.6	4,819.2	5,692.7	6,666.7	销售费用率	3.4%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%
在建工程	842.5	1,226.9	1,172.7	1,262.8	1,434.2	管理费用率	12.0%	13.1%	12.9%	12.8%	12.8%
无形资产	517.1	661.1	819.2	1,008.9	1,236.5	财务费用率	2.2%	1.9%	2.3%	2.1%	2.0%
其他非流动资产	3,934.3	5,377.8	5,194.1	5,010.4	4,826.8	三费/营业收入	17.6%	18.7%	18.8%	18.4%	18.2%
<b>资产总额</b>	27,530.3	32,710.7	35,803.7	41,603.9	46,600.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	4,133.8	6,413.9	7,806.8	9,927.4	11,870.0	资产负债率	66.0%	67.1%	68.1%	70.5%	71.3%
应付账款	5,958.6	7,419.5	8,148.4	10,537.5	11,901.3	负债权益比	194.5%	203.9%	213.6%	239.5%	248.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.58	1.31	1.26	1.20	1.16
其他流动负债	1,627.0	1,598.2	1,915.2	2,369.1	2,934.8	速动比率	1.11	0.84	0.80	0.72	0.69
长期借款	3,390.0	3,019.7	3,019.7	3,019.7	3,019.7	利息保障倍数	4.08	2.81	2.48	2.68	3.00
其他非流动负债	3,073.8	3,496.1	3,496.1	3,496.1	3,496.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	18,183.2	21,947.4	24,386.2	29,349.8	33,222.0	DPS(元)	0.09	0.09	0.05	0.06	0.08
少数股东权益	387.5	1,055.2	1,156.9	1,285.3	1,456.0	分红比率	22.8%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%
股本	2,928.2	2,940.2	3,226.0	3,226.0	3,226.0	股息收益率	0.9%	0.9%	0.5%	0.6%	0.8%
留存收益	6,031.3	6,767.9	7,034.6	7,742.8	8,697.0						
<b>股东权益</b>	9,347.0	10,763.3	11,417.5	12,254.0	13,378.9						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.32	0.20	0.22	0.28	0.37
净利润	974.6	682.5	817.9	1,032.7	1,372.6	BVPS(元)	3.19	3.66	3.54	3.80	4.15
加:折旧和摊销	214.1	352.3	536.5	606.1	683.7	PE(X)	59.93	69.66	43.74	34.64	26.06
资产减值准备	-121.7	354.0	385.8	475.8	532.1	PB(X)	6.21	4.29	3.05	2.86	2.63
公允价值变动损失	93.0	61.8	0.0	0.0	0.0	P/FCF	19.28	24.70	97.86	86.44	112.63
财务费用	315.1	344.4	499.4	567.3	647.1	P/S	3.85	2.34	1.46	1.18	0.95
投资损失	-95.1	-378.0	-302.4	-332.7	-365.9	EV/EBITDA	38.61	35.49	22.75	20.00	16.96
少数股东损益	46.7	84.9	101.7	128.4	170.7	CAGR(%)	-3.0%	-26.8%	-12.1%	23.0%	29.5%
营运资金的变动	-1,259.5	-1,790.7	-1,612.6	-2,425.5	-2,550.6	PEG	-3.57	-1.96	2.21	1.32	0.79
<b>经营活动产生现金流量</b>	167.2	-288.9	426.2	52.1	489.5	ROIC/WACC	0.94	0.64	0.71	0.77	0.86
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,697.9	-2,255.3	-1,001.7	-1,243.1	-1,507.0	REP	3.79	4.05	2.76	2.35	1.94
<b>融资活动产生现金流量</b>	2,124.9	1,785.9	729.8	1,357.2	1,047.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034