2020 年 08 月 15 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
中科曙光（603019）计算机

买入（维持）
当前价：44.34 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩超预期，信创业务有望加速行进

投资要点

- **业绩总结：**2020H1 公司实现营业收入 39.9 亿元，同比下降 13.4%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 23.1%；实现扣非净利润 1.4 亿元，同比增长 37.6%。
- **贸易战和疫情双重压力下实现净利润大幅提升，下半年业绩有望迎来高增长。**2020H1，在外部事件的影响下，公司仍实现归母净利润同比增长 23.1%。在营收同比下降 13.4%的情况下，公司净利润大幅增长，我们推测主要是因为延续了 2019 年向高毛利业务倾斜的趋势。报告期内，公司持续针对高端计算机、存储、云计算、大数据、网络安全、自主软件等开展研发工作，加大研发投入，导致公司研发费用率同比大幅增长。随着外部事件负面影响的削弱，我们预计 2020H2 公司业绩将进一步迎来高增长，营收增速将明显回升。
- **大额增发项目过会速度超预期，国产处理器芯片产业化进程有望加速。**2020 年 4 月 22 日，公司拟募集资金总额为不超过 47.8 亿元，股票数量不超过原总股本的 20%。其中，9.2 亿元用于高端计算机 IO 模块研发及产业化项目，20 亿元用于基于国产芯片高端计算机研发及扩产项目，4.8 亿元用于高端计算机内置主动管控固件研发项目，13.8 亿元作为补充流动资金。本次定增预案募资金额较大，项目主要涉及高端计算机核心技术，有利于推动国产处理器芯片产业化进程，是公司战略发力信创领域的关键一步。
- **实体名单影响有望逐步消除，海光芯片有望实现量产。**公司被美国列入实体名单后，对业务产生了一定的影响，公司通过全面梳理供应链，寻找可替代部件，与主要供应商进行了积极有效沟通，有效保障了大部分原材料的供应。从种种迹象表明，名单的影响有望逐步消除：1）海光信息 2019 年实现收入 3.9 亿元，同比增长 246%，利润实现扭亏，从 2018 年亏损 3600 万到 2019 年盈利 6000 万；2）公司加大基于龙芯等国产服务器的研发力度，最大程度上保证高性能计算业务经营的平稳性。我们预计，随着持续投入，海光有望继续保持健康发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66 元、0.82 元、1.00 元，未来三年归母净利润复合增长率保持在 30%左右。鉴于公司手握 CPU 核心资产且海光芯片有望在 2020 年实现量产贡献利润弹性，同时公司在城市云及存储方面进展顺畅为 IT 基础设施核心资产，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海光芯片量产不达预期；城市云拓展不达预期；存储需求下滑风险。

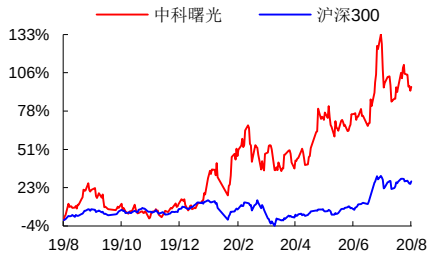
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9526.47	10950.29	12722.62	15043.29
增长率	5.18%	14.95%	16.19%	18.24%
归属母公司净利润（百万元）	593.63	864.56	1073.88	1307.48
增长率	37.86%	45.64%	24.21%	21.75%
每股收益 EPS（元）	0.66	0.66	0.82	1.00
净资产收益率 ROE	13.81%	17.72%	18.54%	18.95%
PE	68	67	54	44
PB	9.37	11.82	9.98	8.39

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.02
流通 A 股(亿股)	13.02
52 周内股价区间(元)	31.86-53.53
总市值(亿元)	577.33
总资产(亿元)	160.65
每股净资产(元)	4.64

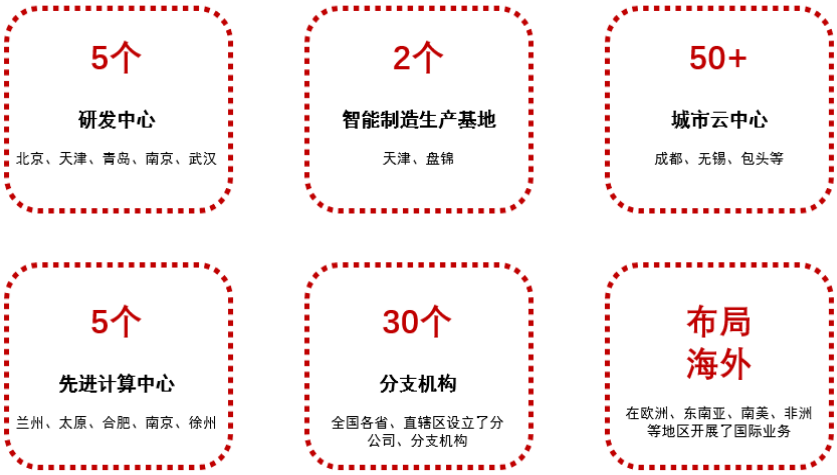
相关研究

1. 中科曙光（603019）：业绩超预期，IT 核心资产地位凸显 (2020-03-29)
2. 中科曙光（603019）：IT 基础设施核心资产再启航 (2020-02-21)

1 巩固核心 IT 设备供应商地位，引领高性能计算领域

中科曙光成立于 2006 年，是国内高性能计算领域的领军企业。经历 20 余年发展，公司已经发展成为了国内核心 IT 设备供应商，在高端计算、存储、安全、数据中心等领域拥有深厚的技术积淀和领先的市场份额，并充分发挥高端计算优势，布局云计算、大数据、人工智能等领域的技术研发，打造先进计算产业生态。目前，公司已广泛覆盖政府、能源、互联网、教育、气象、医疗及公共事业等领域，为客户提供产品及解决方案。

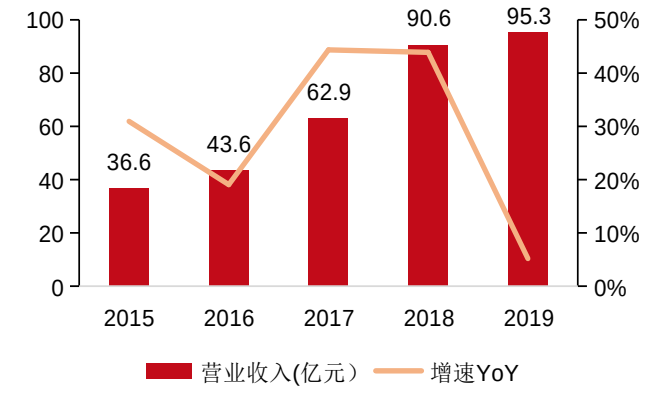
图 1：公司产业分布图



数据来源：公司官网、西南证券整理

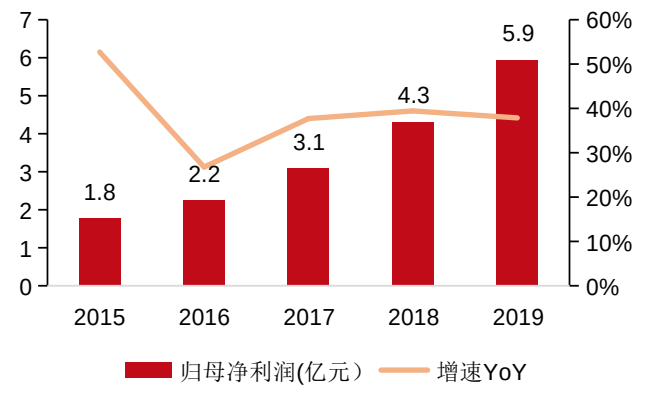
营业收入和净利润维持高增长，高复合增长率力证业绩增长具有高质量属性。1）营业收入：2015-2019 年，公司营业收入由 36.6 亿元增长至 95.3 亿元，五年内复合增长率约 21%；其中，2019 年同比增长 5.2%，收入的增长主要由于客户增量，增速放缓主要受实体清单事件影响导致下半年营收收窄。**2）净利润：**2015-2019 年，公司归母净利润由 1.8 亿元增长至 5.9 亿元，五年内复合增长率超过 27%；其中，2019 年同比增长 37.8%，主要因为公司各业务的毛利率均有所提高，整体盈利能力提升。2020 年上半年，公司实现营业收入 39.9 亿元，同比下降 13.4%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 23.1%，在贸易战和疫情影响下，业绩仍实现了稳健增长。

图 2：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

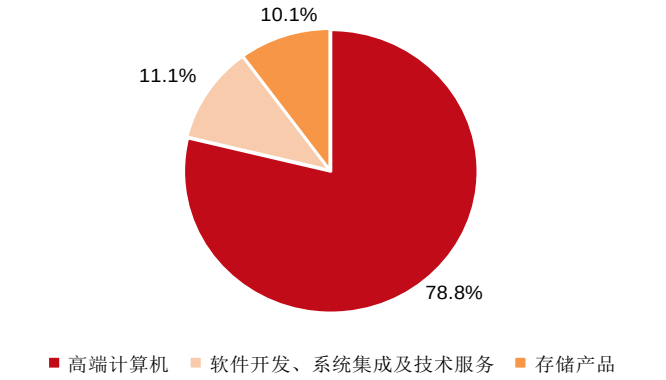
图 3：公司近五年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

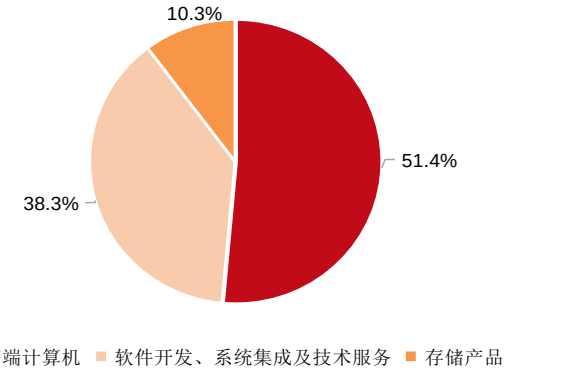
从营收结构来看，公司主营业务主要有三大块：高端计算机，软件开发、系统集成及技术服务，存储产品。**1）营收结构：**2019 年，公司高端计算机收入达 75 亿元，同比增长 4.2%，收入占比 78%，为公司营收的主要来源；软件开发、系统集成及技术服务收入达 10.6 亿元，同比增长 7.4%，收入占比 11%；存储产品收入达 9.6 亿元，同比增长 10.7%，收入占比 10%。**2）毛利占比：**2019 年，公司的大头业务高端计算机业务毛利率较低，仅有 14.4%，因此毛利占比仅有 51.4%，远低于营收占比；软件开发、系统集成及技术服务的毛利率为 76%，贡献了总毛利的 38.3%；存储产品毛利率为 22.5%，贡献了 10.3%的毛利。

图 4：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

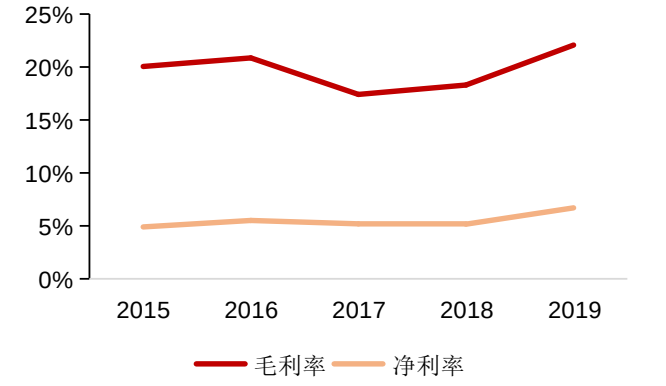
图 5：公司 2019 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

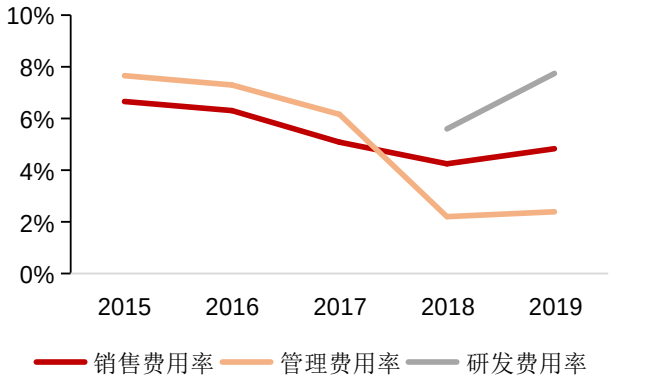
公司盈利能力持续向好，研发投入短期内存在上升趋势。1）利润率方面：2019 年，公司毛利率为 22.1%，较去年同期增加 3.8pp，主要因为高毛利率业务占比提升；净利率为 6.7%，同比增加 1.5pp。近三年，公司盈利能力稳定上行。**2）费用率方面：**2019 年，公司销售费用率为 4.8%，较去年同期增加 0.6pp，近几年整体保持下降态势；管理费用率为 2.4%，较去年同期增加 0.2pp；研发费用率为 7.7%，较去年同期有较大增长，增加了 2.1pp，主要因为公司加大研发投入力度，在研发人员费用、材料及加工费和委外服务费上的支出均有大幅增长。2020H1，公司销售费用率同比下降 0.5pp；管理费用率同比增加 0.5pp；研发费用率同比增加 2.5pp，主要因为公司持续针对高端计算机、存储、云计算、大数据、网络安全、自主软件等开展研发工作，加大了研发投入。

图 6：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：高性能计算机业务增速将逐年增长。受制于实体清单影响，公司芯片原材料紧缺导致 2019 业务增长放缓，2020 年实体清单影响有望逐步消除。随着北美云计算巨头资本支出增长，叠加 5G 后应用兴起，我们预计服务器行业拐点到来。此外，公司在 2019 年底中标 16 亿高端计算机大单，为 2020 年高性能计算机业务板块的成长奠定了基础。

假设 2：存储产品业务保持高增长。根据 IDC 数据，国内企业级外部存储 2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4 同比分别增长 16.7%、13.9%、22.1%、14.8%。公司在存储市场中处于国内厂商的第一梯队，预计未来增速将超过行业增速。

假设 3：软件开发、系统集成及技术服务业务继续保持良好增长势头。公司的软件开发、系统集成及技术服务业务主要包括高端计算机的软件系统、城市云计算服务等。其中，高端计算机软件系统随着高端计算机的放量而增长；公司城市云增长势头良好，2018、2019 年收入增速分别为 72%、34%，预计未来仍然会保持快速增长势头。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
高性能计算机	收入	75.0	85.6	98.4	115.1
	增速	4.2%	14.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
软件开发、系统集成及技术服务	收入	10.6	12.2	14.4	17.4
	增速	7.4%	15.0%	18.0%	21.0%
	毛利率	76.0%	76.0%	75.7%	75.5%
存储产品	收入	9.6	11.7	14.4	17.9
	增速	10.7%	22.0%	23.0%	24.0%
	毛利率	22.5%	22.5%	22.7%	22.9%
其他	收入	1.23	4	4	4
	毛利率	41%	50%	50%	50%
合计	收入	95.3	109.5	127.2	150.4
	增速	5.2%	14.9%	16.2%	18.2%
	毛利率	22.1%	22.2%	22.4%	22.6%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们从主营业务以及所处行业方面同中科曙光具有一定相似性的公司中，选取了四家主流可比公司。2019 年，四家公司平均 PE 为 44 倍，2020 年预计平均 PE 为 65 倍。我们预计 2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.66 元、0.82 元、1.00 元，未来三年归母净利润复合增长率保持在 30%左右。鉴于公司手握 CPU 核心资产且海光芯片有望在 2020 年实现量产贡献利润弹性，同时公司在城市云及存储方面进展顺畅为 IT 基础设施核心资产，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000066	中国长城	19.30	0.38	0.44	0.52	0.60	40.86	43.80	37.33	32.40
000977	浪潮信息	36.30	0.72	0.91	1.24	1.64	41.78	39.97	29.30	22.15
000938	紫光股份	42.95	0.90	1.08	1.35	1.69	35.02	39.92	31.85	25.41
600588	用友网络	44.96	0.47	0.33	0.42	0.55	60.11	136.60	107.28	81.77
平均值							44.44	65.07	51.44	40.43

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.14 收盘）

3 风险提示

海光芯片量产不达预期；城市云拓展不达预期；存储需求下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9526.47	10950.29	12722.62	15043.29
营业成本	7423.54	8517.91	9878.22	11649.12
营业税金及附加	35.17	44.48	50.11	59.25
销售费用	460.16	525.61	597.96	691.99
管理费用	227.62	1051.23	1195.93	1383.98
财务费用	143.07	7.02	8.15	9.64
资产减值损失	-71.37	-2.56	-11.66	-18.58
投资收益	114.26	53.30	64.65	69.14
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	200.00	250.00	270.00
营业利润	729.73	1059.90	1318.56	1607.01
其他非经营损益	10.78	8.79	8.86	9.16
利润总额	740.51	1068.68	1327.42	1616.17
所得税	102.12	138.93	172.56	210.10
净利润	638.39	929.76	1154.85	1406.07
少数股东损益	44.76	65.19	80.97	98.59
归属母公司股东净利润	593.63	864.56	1073.88	1307.48

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	638.39	929.76	1154.85	1406.07
折旧与摊销	252.72	197.14	197.14	197.14
财务费用	143.07	7.02	8.15	9.64
资产减值损失	-71.37	-2.56	-11.66	-18.58
经营营运资本变动	724.58	-1230.87	-446.10	-706.76
其他	1486.39	-77.64	-97.54	-23.80
经营活动现金流净额	3173.78	-177.16	804.84	863.70
资本支出	146.75	0.00	0.00	0.00
其他	-753.60	-146.70	-135.35	-130.86
投资活动现金流净额	-606.85	-146.70	-135.35	-130.86
短期借款	-1573.47	661.46	-956.73	-485.78
长期借款	-660.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6.76	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-118.73	-172.91	-214.78
其他	523.75	174.72	991.85	890.36
筹资活动现金流净额	-1702.96	717.45	-137.80	189.80
现金流量净额	867.62	393.59	531.70	922.64

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2891.50	3285.09	3816.79	4739.43
应收和预付款项	3038.33	3975.84	4472.89	5273.19
存货	3376.45	3911.93	4588.65	5384.87
其他流动资产	572.76	645.72	737.28	857.17
长期股权投资	2136.35	2136.35	2136.35	2136.35
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1632.95	1540.25	1447.55	1354.85
无形资产和开发支出	1053.79	952.83	851.87	750.91
其他非流动资产	2067.15	2263.67	2460.19	2656.71
资产总计	16769.28	18711.68	20511.57	23153.49
短期借款	781.06	1442.52	485.78	0.00
应付和预收款项	4318.58	4603.07	5373.14	6403.58
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00
其他负债	6978.36	7348.22	8352.81	9258.80
负债合计	12148.00	13463.80	14281.74	15732.38
股本	900.31	1302.05	1302.05	1302.05
资本公积	1450.87	1049.13	1049.13	1049.13
留存收益	1788.21	2534.05	3435.02	4527.72
归属母公司股东权益	4323.81	4885.23	5786.20	6878.90
少数股东权益	297.46	362.66	443.63	542.22
股东权益合计	4621.28	5247.88	6229.82	7421.12
负债和股东权益合计	16769.28	18711.68	20511.57	23153.49

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	5.18%	14.95%	16.19%	18.24%
营业利润增长率	37.19%	45.25%	24.40%	21.88%
净利润增长率	36.54%	45.64%	24.21%	21.75%
EBITDA 增长率	34.54%	12.31%	20.55%	19.03%
获利能力				
毛利率	22.07%	22.21%	22.36%	22.56%
三费率	8.72%	14.46%	14.16%	13.86%
净利率	6.70%	8.49%	9.08%	9.35%
ROE	13.81%	17.72%	18.54%	18.95%
ROA	3.81%	4.97%	5.63%	6.07%
ROIC	16.88%	29.92%	35.93%	43.04%
EBITDA/销售收入	11.81%	11.54%	11.98%	12.06%
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.62	0.65	0.69
固定资产周转率	6.91	7.57	9.40	11.93
应收账款周转率	4.38	4.89	4.54	4.71
存货周转率	2.59	2.30	2.31	2.33
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.24%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	72.44%	71.95%	69.63%	67.95%
带息债务/总负债	15.10%	18.53%	10.77%	6.69%
流动比率	1.69	1.95	2.31	2.52
速动比率	1.11	1.30	1.53	1.69
股利支付率	0.00%	13.73%	16.10%	16.43%
每股指标				
每股收益	0.66	0.66	0.82	1.00
每股净资产	4.80	3.75	4.44	5.28
每股经营现金	3.53	-0.14	0.62	0.66
每股股利	0.00	0.09	0.13	0.16

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1125.52	1264.05	1523.85	1813.79
PE	68.28	66.78	53.76	44.16
PB	9.37	11.82	9.98	8.39
PS	4.25	5.27	4.54	3.84
EV/EBITDA	33.85	43.22	34.74	28.30
股息率	0.00%	0.21%	0.30%	0.37%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn