中国长城（000066）

发布我国首台国产化喷淋液冷服务器，飞腾有望持续超市场预期

买入（维持）

2020 年 08 月 09 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,844	14,364	17,542	19,507
同比（%）	8.3%	32.5%	22.1%	11.2%
归母净利润（百万元）	1,115	1,249	1,559	1,792
同比（%）	-0.5%	12.0%	24.8%	14.9%
每股收益（元/股）	0.38	0.43	0.53	0.61
P/E（倍）	55	49	39	34

事件：8 月 7 号，长城发布最新研发的我国首台国产化喷淋液冷服务器。

投资要点

- **长城发布国内首台喷淋液冷服务器，打开云数据中心市场：**中国长城是国内首个将“芯片级精准喷淋液冷技术”应用于国产服务器的企业，根据长城官方公众号的介绍，该技术的冷却液为绝缘导热液体材料，面向芯片直接精准喷淋、高效散热，可将数据中心功率密度提升 10 倍，单机架功耗可提升至 56KW 以上，比风冷服务器低 20-30℃。在主要性能参数方面，经第三方测试，长城喷淋液冷服务器在北京地区的 PUE（Power Usage Effectiveness，数值越接近 1 能效水平越好）实测值为 1.05—1.1，能效水平在国内领先；TCO 方面，以 10 年生命周期计算，喷淋式液冷方案能让机房空间缩减 70%，设备投入降低 35%，项目 TCO 降低 45%-55%。不到 3 个月时间，长城喷淋液冷服务器已成功应用于教育、移动通信、大数据等近 10 个行业的解决方案中，并参与国家重点实验室 5G 云计算项目建设，在云数据中心市场落地众多标杆。

- **飞腾市场份额有望继续提升：**目前地方党政市场主要芯片参与方包括鲲鹏、飞腾、龙芯，龙芯由于性能较弱整体占比较小，飞腾份额提升较快，全年有望达到 50%甚至更高。在部委市场，台式机芯片以飞腾和龙芯为主，服务器端海光相对占优。随着 Q4 基于腾云 S2500 的多路服务器和新款滕锐 D2000（用于 PC）的发布，飞腾产品的整体性能将会跃升一个新台阶；另一方面，华为鲲鹏后续代工的问题尚未解决。我们预计，飞腾在信创领域的竞争力和市场份额将有望持续提升。

- **自主创新基地的国产主机陆续下线：** 2019 年以来，长城快速与各地政府开展自主创新基地建设，基地建设的一项重要内容就是基于中国长城在网络安全和信息化领域形成的芯-端-云生态链条、PK 体系架构，生产中国长城自主安全电脑。今年，中国长城在烟台、天津、南昌等自主创新基地的国产整机也开始陆续下线，以投资换市场的策略有助公司获取更大份额。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43/0.53/0.61 元，对应 PE 分别为 49/39/34 倍。采用分部估值，信创业务今年开始放量，分别给予高新电子、PC 业务和解决方案 45 倍、35 倍 PE，对应 355 亿元；在新格局形式下飞腾在党政份额有望大超预期，高端芯片的发布将助力公司打开远期行业市场空间和估值空间。飞腾今年营收保守预计 10 亿元，参考芯片类公司寒武纪、澜起科技的平均 PS，则长城持有的天津飞腾 35%股权对应 378 亿，考虑飞腾翻倍以上增长更具成长性给予 30%溢价，则合计 846 亿市值，目标价 28.89 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**产能扩张低于预期；信创推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.80
一年最低/最高价	8.15/21.47
市净率(倍)	7.60
流通 A 股市值(百万元)	60898.48

基础数据

每股净资产(元)	2.74
资产负债率(%)	65.01
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）：发布多路服务器芯片腾云 S2500，打开行业应用市场》2020-07-23
2、《中国长城（000066）：毛利率提升明显，整机业务表现亮眼》2020-04-30
3、《中国长城（000066）：首届飞腾生态伙伴大会召开，5 年计划营收超百亿》2019-12-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国长城三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**14,027**	**15,439**	**19,485**	**17,822**
现金	3,979	8,985	6,135	9,305
应收账款	3,012	978	3,895	1,524
存货	3,642	3,636	5,197	4,618
其他流动资产	3,394	1,840	4,258	2,374
非流动资产	**7,643**	**8,428**	**9,124**	**9,615**
长期股权投资	648	1,000	1,346	1,692
固定资产	2,782	3,103	3,412	3,537
在建工程	376	618	819	893
无形资产	504	457	390	333
其他非流动资产	3,333	3,251	3,157	3,160
资产总计	**21,671**	**23,867**	**28,609**	**27,437**
流动负债	**9,612**	**11,054**	**14,671**	**12,267**
短期借款	3,955	3,955	6,660	3,955
应付账款	2,862	3,618	4,247	4,493
其他流动负债	2,795	3,481	3,764	3,820
非流动负债	**3,408**	**3,111**	**2,750**	**2,287**
长期借款	2,207	1,910	1,549	1,086
其他非流动负债	1,201	1,201	1,201	1,201
负债合计	**13,020**	**14,165**	**17,421**	**14,554**
少数股东权益	355	412	483	565
归属母公司股东权益	8,296	9,290	10,705	12,318
负债和股东权益	**21,671**	**23,867**	**28,609**	**27,437**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	109	6,120	-4,120	7,248
投资活动现金流	-1,098	-1,065	-1,026	-829
筹资活动现金流	1,591	-49	-410	-543
现金净增加额	596	5,006	-5,556	5,876
折旧和摊销	235	391	462	491
资本开支	744	433	349	146
营运资本变动	-1,388	4,569	-6,014	5,124

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,844**	**14,364**	**17,542**	**19,507**
减:营业成本	8,169	10,567	12,825	14,252
营业税金及附加	74	88	125	134
营业费用	491	632	754	839
管理费用	587	1,896	2,298	2,555
财务费用	108	-35	-67	-89
资产减值损失	-76	63	40	-2
加:投资净收益	9	54	48	47
其他收益	279	57	84	105
营业利润	**1,347**	**1,515**	**1,888**	**2,171**
加:营业外净收支	3	-2	1	-1
利润总额	**1,350**	**1,513**	**1,889**	**2,171**
减:所得税费用	184	207	258	296
少数股东损益	51	57	71	82
归属母公司净利润	**1,115**	**1,249**	**1,559**	**1,792**
EBIT	1,616	1,626	2,040	2,304
EBITDA	1,851	2,017	2,503	2,795

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.38	0.43	0.53	0.61
每股净资产(元)	2.83	3.17	3.66	4.21
发行在外股份(百万股)	2928	2928	2928	2928
ROIC(%)	9.1%	8.5%	8.7%	10.6%
ROE(%)	13.5%	13.5%	14.6%	14.5%
毛利率(%)	24.7%	26.4%	26.9%	26.9%
销售净利率(%)	10.3%	8.7%	8.9%	9.2%
资产负债率(%)	60.1%	59.3%	60.9%	53.0%
收入增长率(%)	8.3%	32.5%	22.1%	11.2%
净利润增长率(%)	-0.5%	12.0%	24.8%	14.9%
P/E	55	49	39	34
P/B	7.34	6.56	5.69	4.94
EV/EBITDA	34.48	29.29	25.72	20.80

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