



2016年09月02日

买入(首次评级)

当前价: 11.79 元
目标价: 14.11 元

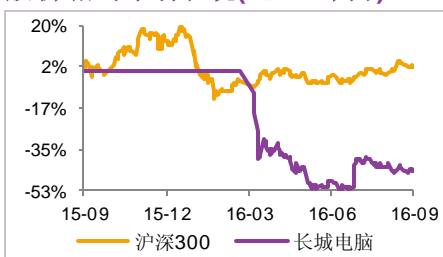
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-84903252
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

联系人: 徐鸿飞

电话: 010-64408919
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	72936	10282	13030	17393
(+/-)	-3.8%	-85.9	26.7%	33.5%
净利润	-195	631	972	1463
(+/-)	-	-	54.0%	50.5%
EPS(元)	-0.03	0.17	0.26	0.39
P/E	-799.3	70.30	45.68	30.35

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

长城电脑(000066.SZ)

拥有完整自主可控信息平台的唯一标的

投资要点

◇ 信息设备国产化市场空间超万亿

我国党、政、军等核心部门将率先推行信息设备国产化。未来 10 年, 我国政府部门 IT 支出规模将超过 1.3 万亿元, 国防信息化支出规模达到 1.58 万亿元。目前长城株洲生产线正在建造, 用于应对未来的市场增长。

◇ ARM 处理器在移动领域与安全可靠方面表现突出

ARM 架构具备低功耗、低成本等特点, 在移动计算、云存储、可穿戴设备的市场份额分别超过 85%、90%、95%。ARM 处理器的特点将确保其在物联网时代仍然保持优势。ARM 采用开放授权模式, 使用 ARM 架构可以防范处理器的后门风险。

◇ 天津飞腾推出兼容 ARMv8 架构的飞腾 FT-1500A 处理器

FT-1500A 兼容 ARMv8 指令集的 64 位通用 CPU, 拥有先进的 4 核芯片管理系统, 在运行多个程序时, 可以极大提升芯片的整体性能。长城电脑设计研发了基于飞腾芯片和中标麒麟操作系统的自主可控安全整机。成为我国唯一一家能同时提供基于龙芯、申威、飞腾和兆芯四款国产 CPU 的安全主板及安全整机系统产品的企业。

◇ 新长城是唯一拥有完整自主可控产业体系的上市公司

中国电子已完成在安全可靠产业的战略布局, 正在打造融合网络、计算机、存储的系统牵引能力。长城依托中国电子, 成为两市中, 唯一做到从芯片、整机、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统等计算机信息技术各方面完全自主可控的上市公司。

◇ 投资建议

考虑非公开发行后的股本摊薄, 我们预计公司 16/17/18 年营业收入为 102.81/130.30/173.93 亿元; EPS 分别为 0.17/0.26/0.39 元, 对应 PE 为 70.30/45.68/30.35。整合后长城电脑作为唯一的拥有完整自主可控信息平台的上市公司, 技术处于国内领先地位, 客户群涵盖党政军。在关键领域信息国产化替代推进的过程中, 公司将享有政策红利, 在资本市场应享有更高的估值溢价, 给予公司 2016 年 83 倍市盈率, 目标价 14.11 元。首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示

公司重组进度低于预期; 新建项目进度低于预期, 业绩承诺不达标; 宏观经济波动和市场系统性风险。



投资案件

关键假设

- (1) 扣除冠捷科技后，原长城电脑营收维持不变，中原电子、圣非凡业绩保持稳定增长；
- (2) 长城信息 2014 年完成定向增发，假设相关项目进展顺利，2016 年下半年起开始向公司贡献利润；
- (3) 7 个新募投项目实现业绩承诺，并为公司带来盈利；
- (4) 不考虑重组对上市公司的协同效益。

有别于大众的认识

市场认为，由于我国计算机信息市场仍主要由国外企业占据，国产计算机设备与操作系统等技术，尤其是国产芯片相较于国外同类产品仍存在一定差距，在一定程度上将影响国产替代的推进。我们认为，首先国产信息替代是一定要做的，而且根据中央近一年来的指示，以及今年下半年将针对关键领域网络信息设施进行摸底工作，意味着国产替代的进程将加快。其次，国产技术发展非常迅速，尤其是飞腾推出新一代芯片，可以实现对 Intel 中高端“至强”服务器的替代。我国成立高端芯片联盟，中国电子也是其中的联盟成员，国产芯片研发与攻关能力加强，将加速国产替代的推进。我们认为，未来国产化替代将是一个万亿级别的市场空间。

市场认为，在国产芯片领域，龙芯的表现更好，辨识度更高。我们认为，此次飞腾推出基于 ARM 架构的多款芯片，国产芯片市场将出现重大变化，飞腾芯片的性能优异，未来在国产替代和物联网领域拥有良好的成长空间。长城电脑是国内唯一一家能同时提供基于龙芯、申威、飞腾和兆芯四款国产 CPU 的安全主板及安全整机系统产品的企业。因此未来无论是在国产化替代领域，还是商业化领域，都将具备先发优势。

股价表现的催化剂

- (1) 重组完成，合并公司业绩稳定，新投建项目为公司带来盈利。
- (2) 党政机关信息设备国产化提速。

投资评级与估值

考虑非公开发行后的股本摊薄，我们预计公司 16/17/18 年营业收入为 102.81/130.30/173.93 亿元；EPS 分别为 0.17/0.26/0.39 元，对应 PE 为 70.30/45.68/30.35。

我们认为，整合后长城电脑作为唯一的拥有完整自主可控信息平台的上市公司，技术处于国内领先地位，客户群涵盖党政军。作为具有军工企业背景上市公司，在部分领域享有排他性；在关键领域信息国产化替代推进的过程中，公司将享有政策红利，在资本市场应享有更高的估值溢价，给予公司 2016 年 83 倍市盈率，目标价 14.11 元。尤其是 2016 年底，国家完成对关键领域网络信息安全设备的摸底调查后，国产化替代有望提速，公司面临的将是一个万亿级别的市场空间，预计 2020 年，公司市值有望突破千亿级别。我们对公司首次覆盖给予“买入”评级。



核心假设风险

- (1) 公司重组进度低于预期。
- (2) 新项目进度低于预期，业绩承诺不达标。
- (3) 宏观经济波动和市场系统性风险。



目 录

一、长城电脑吸收合并长城信息，定位自主可控国家队	6
(一) 长城电脑——计算机制造领军企业	6
(二) 长城信息——信息设备骨干企业	8
(三) 中原电子——国防信息安全领域中坚力量	9
(四) 圣非凡——专注军用通信，技术国内领先	9
(五) 募集资金加注军工，涉及自主可控、军用信息系统、卫星导航等多个领域	10
(六) 新长城定位为中国电子自主可控的重要载体，军民信息融合的信息安全重要平台	10
二、党政军与关键领域国产替代提速，市场空间超万亿	11
(一) 我国面临严峻的网络安全形势	11
伊朗“震网”事件给我国信息安全敲响警钟	12
(二) 国外企业占据市场主导地位，我国信息安全“后门不保”	12
(三) 网络信息安全上升至国家战略，习近平主席对网络安全工作做出重要指示	12
(四) 我国启动首次关键信息设施网络安全检查，信息装备国产化将提速	13
(五) 国产化打开万亿级别市场空间	13
1、国产化趋势，“去 IOE 化”效果开始显现	13
2、万亿级别国产化市场静待挖掘	14
三、ARM 架构在移动领域与安全可靠方面表现突出，适应我国信息化发展需要	15
(一) 低功耗、低成本特点成就 ARM 在移动芯片市场的霸主地位	15
(二) ARM 在安全可靠方面具有天然优势	16
(三) ARM 架构在物联网、人工智能领域渗透潜力巨大	17
(四) 我国高度重视人工智能与物联网发展	17
四、依托中国电子，新长城成为唯一拥有完整自主可控产业体系的上市公司	18
(一) 中国电子已完成在安全可靠产业战略布局	18
(二) 中国高端芯片联盟正式成立，中国电子深度参与	19
(三) 基于飞腾 ARM 处理器与配套中标麒麟系统，长城电脑研发自主可控安全终端	19
(四) 新长城将成为拥有完全自主可控计算机信息安全平台的唯一标的	20
(五) 长城电脑是短时间内唯一可以做国产替代的公司	20
五、新长城将在军工信息化中发挥重要作用，更多军工资产注入可期	20
(一) 军工信息涉密敏感，新长城具有独特优势	20
1、军工信息化将得到更多的军费支持	20
2、新长城核心技术符合国防信息发展的趋势	20
(二) 中国电子加快内部整合，更多军工资产有望注入新长城	21
六、盈利预测与投资建议	21
(一) 盈利预测	21
(二) 估值方法与投资建议	22
七、风险提示	23

图表目录

图表 1： 重组方案	6
------------------	---



图表 2: 重组前股权结构.....	6
图表 3: 重组后股权结构 (未考虑现金选择权)	6
图表 4: 长城电脑主营业务收入 (亿元)	7
图表 5: 长城电脑归母净利润 (亿元)	7
图表 6: 长城电脑主要业务情况	7
图表 7: 冠捷科技相关财务指标 (亿元)	7
图表 8: 长城信息营业收入 (亿元)	8
图表 9: 长城信息净利润 (亿元)	8
图表 10: 长城信息主要业务情况	8
图表 11: 中原电子主营构成 (亿元)	9
图表 12: 中原电子净利润.....	9
图表 13: 中原电子主要业务情况	9
图表 14: 圣非凡营业收入 (亿元)	9
图表 15: 圣非凡净利润 (亿元)	9
图表 16: 募投项目情况 (亿元)	10
图表 17: 欧美等国家近年来网络信息安全相关政策措施	11
图表 18: 伊朗“震网”事件始末	12
图表 19: 我国 IT 支出 (万亿元)	13
图表 20: 2016 年中国 IT 支出结构预测	13
图表 21: 政府部门 IT 支出规模 (亿元)	14
图表 22: 国防信息化支出 (亿元)	14
图表 23: ARM 处理器架构	15
图表 24: ARM 市场空间.....	16
图表 25: 全球物联网设备数量 (亿个)	17
图表 26: CEC 核心板块.....	18
图表 27: CEC 在安全可靠产业的战略布局.....	18
图表 28: CEC 安全可靠产业相关公司情况.....	18
图表 29: 主流国产 CPU 产品对比	19
图表 30: 中原电子与圣非凡业绩承诺 (万元)	21
图表 31: 公司利润预测表 (百万元)	21
图表 32: 中信计算机硬件估值情况 (截至 2016 年 9 月 2 日)	22
图表 33: 部分信息安全上市公司估值情况 (截至 2016 年 9 月 2 日)	23
附录: 公司利润预测表 (百万元)	25



一、长城电脑吸收合并长城信息，定位自主可控国家队

长城电脑与长城信息合并重组方案获证监会审核通过。本次重组后，原有上市公司的业务将全面重塑。

重组方案包括：

合并换股，长城电脑换股吸收合并长城信息，长城电脑换股价格 13.04 元/股，长城信息换股价格由原 24.09 元/股调整为 24.04 元/股，调整后的换股比例为 1：0.5424，换股合并发行数量 15.02 亿股，锁定期 36 个月；

重大资产置换，长城电脑以其持有的冠捷科技 24.32%股权置换中国电子持有的中原电子 64.94%股权；

发行股份购买资产，长城电脑拟非公开发行股份购买中原电子 35.06%股权、圣非凡 100%股权，发行数量 1.18 亿股，发行价格 13.04 元/股，锁定期 36 个月；

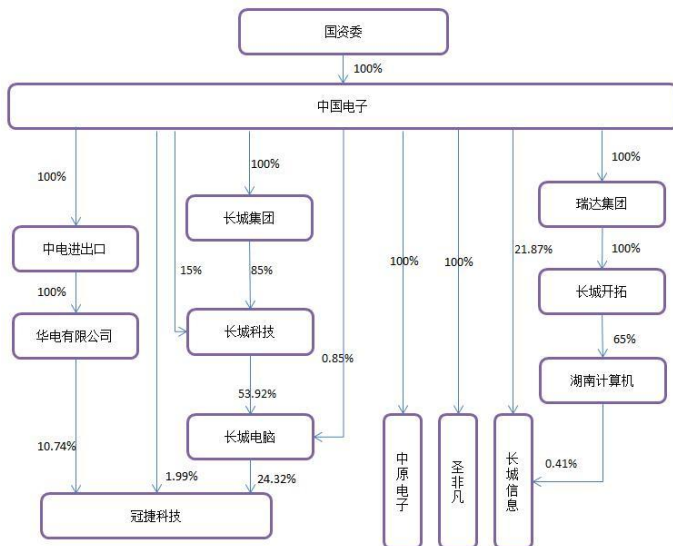
配套募集资金，募集配套资金由不超过 80 亿元调整为不超过 73.58 亿元，发行底价调整为 13.04 元/股，调整后发行数量不超过 5.64 亿股，锁定期 12 个月。

图表1：重组方案

方案	长城电脑支付对价	项目	金额	发行价格	锁定期
1 换股合并	增发 15.02 亿股	长城信息全部资产及负债	195.88 亿元	13.04 元	36 个月
2 重大资产重组	冠捷科技 24.32%股权	中原电子 64.94%股权	15.97 亿元		
3 发行股份购买资产	增发 1.18 亿股	中原电子剩余 35.06%股权 圣非凡 100%股权	8.62 亿元 6.80 亿元	13.04 元	36 个月
4 配套募集资金	增发不超过 5.64 亿股	配套募集资金投资项目	不超过 73.58 亿元	不低于 13.04 元	12 个月

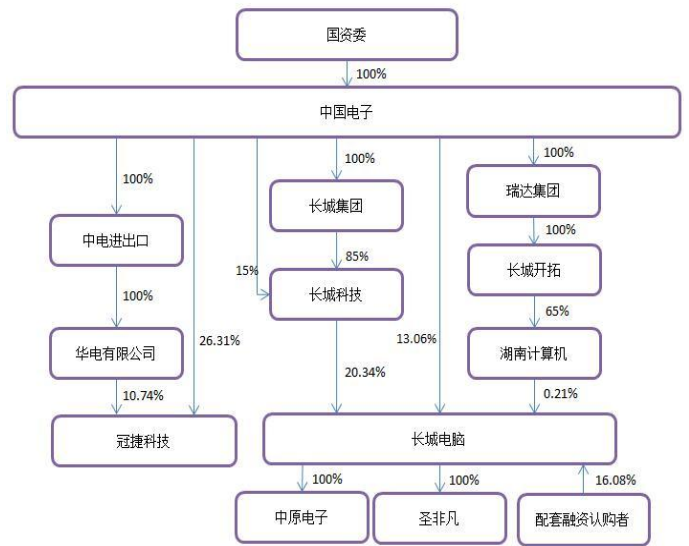
资料来源：公司公告，联讯证券

图表2：重组前股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

图表3：重组后股权结构（未考虑现金选择权）



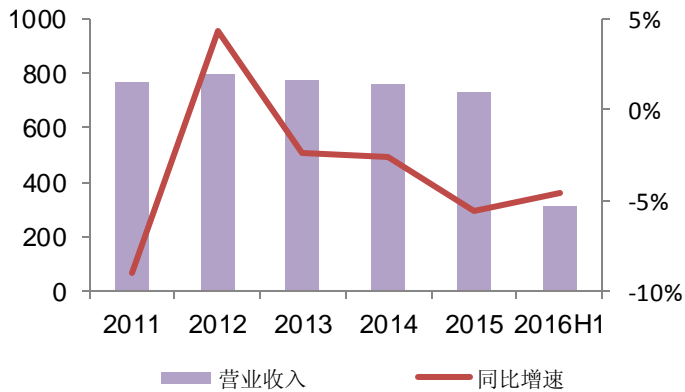
资料来源：公司公告，联讯证券

（一）长城电脑——计算机制造领军企业

长城电脑是国内领先的信息安全系统、服务及云计算解决方案提供商，主要业务涵盖云计算与数据存储、信息安全系统与服务、新型显示、新兴能源设备与系统、电子制造服务，是党政军关键领域及金融、能源、交通、医疗等行业中重要的可信安全系统及安全云解决方案提供商。



图表4: 长城电脑主营业务收入(亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

图表5: 长城电脑归母净利润(亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

2010年以来,长城电脑发展了云计算解决方案、自主可控信息安全、EMS 电子制造服务、电源系统及光伏新能源业务,目前已基本完成从传统电脑业务到信息安全、高端整机终端等业务的战略布局。

图表6: 长城电脑主要业务情况

业务领域	优势
1 云计算与数据存储	致力于自主知识产权的云计算应用技术和系统研究,融合数据中心虚拟化、分布式云存储、弹性计算、用户自服务和自动化、可计量等先进技术,研发出自主可控的具有绿色节能、资源动态变更、均衡接入、管理自动化和一体化等特点的云计算系列产品与系统。
2 信息安全系统与服务	在可信计算、安全存储、计算机底层安全防护、虚拟化等关键领域拥有核心技术,处于国内领先地位,是目前国内唯一一家可基于四款主流国产处理器自主设计研发自主可控计算机整机及系统的公司。致力于研发和销售具有自主知识产权的运维级存储备份软硬件产品,拥有国际先进的数据备份技术,是目前国内唯一有能力生产纯国产存储备份一体机的厂商。
3 新型显示	旗下冠捷科技有限公司是全球最大的显示器研发制造商、全球第三大液晶电视研发制造商,多年雄踞全球显示类产品领域的龙头地位。
4 电源系统与光伏电站	是电源国家标准主要起草单位之一,多年雄踞国内市场占有率第一品牌。自主研发的超高性能要求的数据中心服务器电源填补了国内空白,为目前全球最快的超级计算机配套。
5 电子制造服务(EMS)	以 SAP 系统应用开发为基础,构建长城物流系统、长城技术服务系统、产品防伪查询系统、渠道管理系统、自动测试系统、质量追溯系统等互联互通、接口标准、易扩展、适用于各类产品和各种工厂分布条件的精益、智能、柔性化生产管理与质量控制系统,是行业一流的专业信息终端产品设计制造与解决方案服务提供商。

资料来源: 公司官网, 联讯证券

冠捷科技

截至目前,长城电脑持有冠捷科技 24.32%股权,是冠捷科技的控股股东。

冠捷科技成立于 1998 年,主要从事 CRT 显示器、液晶显示器以及液晶电视在内产品的代工和自有品牌 AOC 显示器的研发、制造和销售等;是知名的个人电脑显示器生产商与第三大液晶电视生产商。由于显示器与电视市场需求疲软,从 2013 年起,冠捷科技出现亏损。这也直接拖累长城电脑业绩下滑。此次重组,长城电脑剥离冠捷科技,将有助于公司业绩的整体提升。

图表7: 冠捷科技相关财务指标(亿元)

科目	2015 年 12 月 31 日			2016 年 3 月 31 日		
	冠捷科技	长城电脑	占比	冠捷科技	长城电脑	占比
总资产	~100	~10	~10%	~100	~10	~10%
净资产	~50	~5	~10%	~50	~5	~10%
营业收入	~100	~10	~10%	~100	~10	~10%
净利润	~10	~1	~10%	~10	~1	~10%



科目	2015年12月31日			2016年3月31日		
	冠捷科技	长城电脑	占比	冠捷科技	长城电脑	占比
资产	356.75	394.56	90.42%	338.76	373.67	90.66%
负债	278.35	307.53	90.51%	262.03	288.23	90.91%
股东权益	78.39	87.03	90.07%	76.73	85.44	89.80%
总营业收入	691.51	729.36	94.81%	147.58	155.44	94.94%
净利润	-2.44	-1.95	-	-0.75	-0.69	-
每股收益	-0.11	-0.03	-	-0.03	-0.01	-

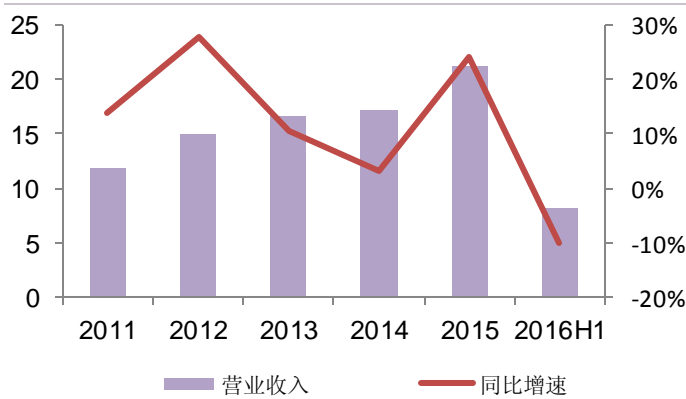
资料来源：公司公告，联讯证券

（二）长城信息——信息设备骨干企业

长城信息始终专注于电子信息技术的创新和整合，公司涵盖金融电子、高新电子、医疗电子、软件园开发区开发、软件系统集成与服务及电子产品制造等多个业务领域，以金融电子、高新电子、医疗电子作为三大主业。

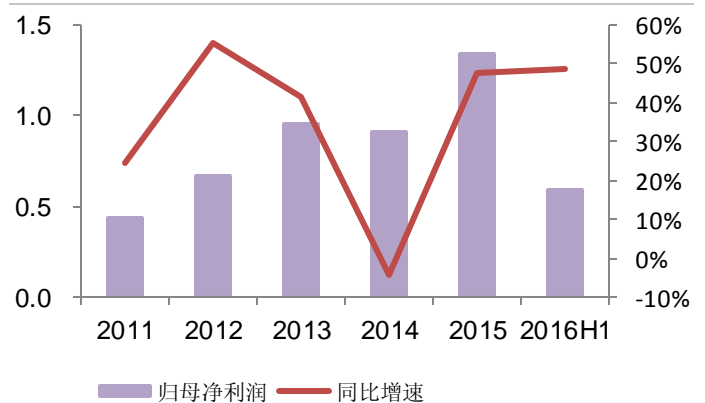
长城信息是国内最大的高新电子显示设备供应商，研发生产的载人航天神舟飞船、天宫目标飞行器系列液晶显示器填补了国内空白。公司还是中部地区最大 EMS 制造商。旗下湘计海盾是中国电子下属专注军用电子信息设备科研开发和生产的重点企业。

图表8：长城信息营业收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表9：长城信息净利润（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表10：长城信息主要业务情况

序号	业务领域	业务优势
1	高新电子	长城信息是国内一流的军用信息设备服务商和军民融合行业信息化服务商。旗下湘计海盾，从事国产化自主可控军工市场产品，相关产品及解决方案广泛应用于陆海空国防领域。在设备研制的基础上，湘计海盾与科研院所合作，共同设立了长城银河公司，通过与国防科技大学紧密合作，共建大数据分析联合实验室，构建大数据分析平台。长城信息的水下电子产品研发能力突出，光纤传感设备技术领先，与中科院声学所长期合作。
2	金融电子	作为国内领先的金融信息化设备生产商和金融 IT 服务的重要供应商，公司重点推广的高端金融机具产品符合金融信息安全和金融电子升级换代的大趋势。
3	医疗电子	作为全国领先的医疗电子信息系统集成供应商，率先在全国推出“银医合作医院自助综合服务”和“基于居民健康卡和社保卡的区域化银医一卡通”系统，开创了医疗电子信息服务的新模式。

资料来源：公司公告，联讯证券



（三）中原电子——国防信息安全领域中坚力量

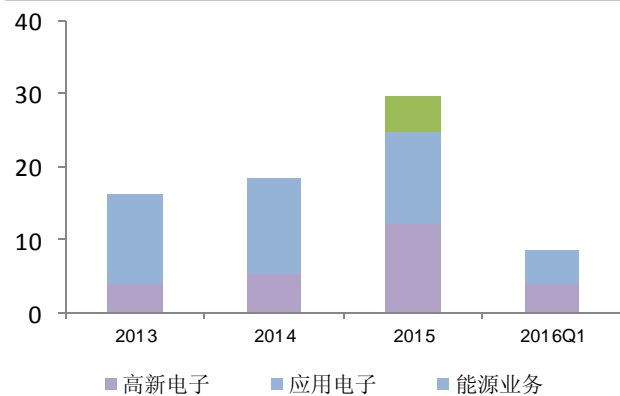
中原电子前身是武汉国营中原无线电厂（国营第七一〇厂），1998年改制为中国电子旗下的独资企业——武汉中原电子集团有限公司。

中原电子主要从事军事电子领域的研发、制造与服务，包括通信系统、自主可控通信装备、网络设备、信息对抗及防护等软硬件产品和解决方案。中原电子一直致力于军工信息安全及其核心软硬件的国产化，构建自主可控的安全体系。

中原电子是我国军用通信、导航及信息化领域整机和系统的重要供应商，拥有军工信息安全整体系统的研发、制造能力，为国内各大军种提供通信设备和通信系统解决方案。

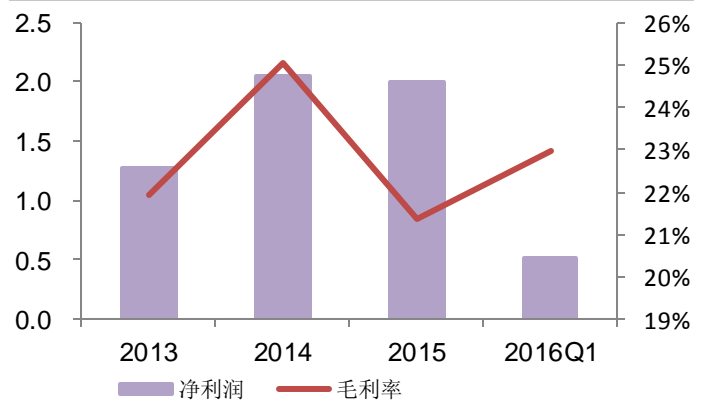
目前，中原电子实现陆军、海军、二炮，总参多个军种覆盖，并在装甲兵、通信兵、炮兵、工程兵、防化兵等军贸市场占据主导份额，拥有军工信息安全整体系统研发、制造的输出能力，拥有一流的技术方案、软件算法等专有技术，是中国电子在国防信息安全领域的重要力量。

图表11： 中原电子主营构成（亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券

图表12： 中原电子净利润



资料来源：公司公告，联讯证券

图表13： 中原电子主要业务情况

序号	业务领域	业务优势
1	高新电子	中原电子自主开发核心技术，具备覆盖全频段产品线的战术通信系统及设备关键基础技术和前沿技术研究能力，超短波战术通信整体技术水平在国内处于领先水平，在国防信息安全领域的具有独特优势。
2	高新电子配套及相关业务	应用电子 开发基于北斗导航技术的军民融合北斗终端及北斗应用产品；提供配电自动化、智能化的核心设备和系统软件；从事手机贸易，未来拟逐步退出该业务。
		能源业务 发展工业用、军用、储能用铅酸电池和锂电池。

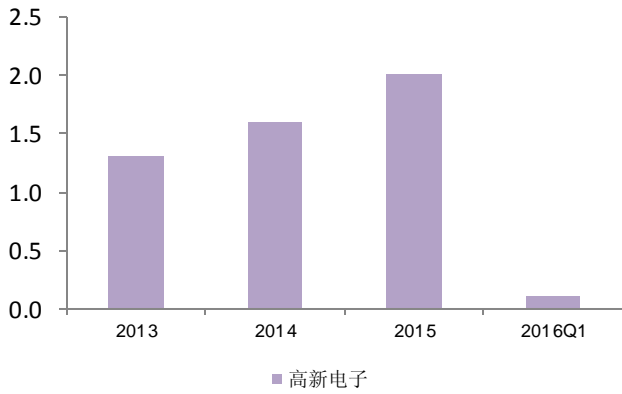
资料来源：公司公告，联讯证券

（四）圣非凡——专注军用通信，技术国内领先

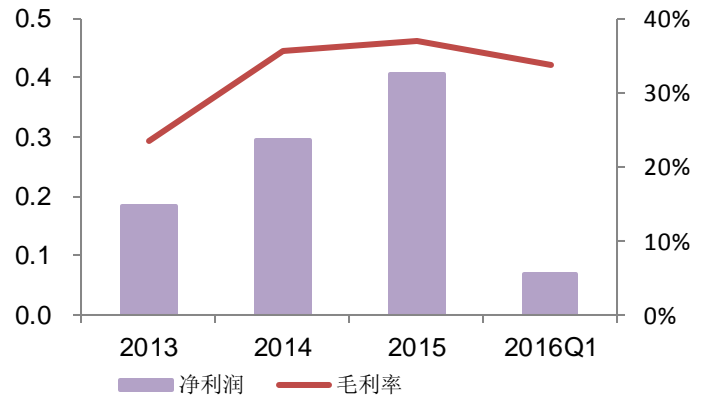
圣非凡以军用通信系统和自动化控制系统为核心业务，主要从事水下与远程通信、危爆品拆解领域相关系统和设备的设计、开发、生产和服务，是我军水下通信、远程战略通信系统和装备的重要供应商。其掌握甚低频通信和高频通信的核心技术，在高频远程通信、短波高可靠通信和甚低频通信业务领域处于国内领先地位，引领国内相关领域的技术发展和研究方向，并承担新型通信技术体制的研制任务。

图表14： 圣非凡营业收入（亿元）

图表15： 圣非凡净利润（亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券



资料来源：公司公告，联讯证券

（五）募集资金加注军工，涉及自主可控、军用信息系统、卫星导航等多个领域

此次重组，长城电脑还将募集配套资金用于公司整合后的项目投资。配套募集资金中的 65 亿元，将用于投资建设自主可控关键基础设施及解决方案、空天地一体信息系统、海洋信息安全产业化、智能单兵综合信息系统建设、卫星导航及应用、危爆品智能环保拆解系统、特种装备新能源及应用等建设 7 个项目。

图表16：募投项目情况（亿元）

	项目名称	项目内容	项目总投资	拟募投资金
1	自主可控关键基础设施及解决方案	广泛应用于党政（深圳）及军工（长沙）两类市场软件平台建设；军工业务及党政业务硬件平台建设（株洲）	22	14
2	空天地一体信息系统	中原电子新建厂房、改造厂房、新增室外试验场地等，建设内容包括产品研发、研发能力建设、生产线扩建、检验线扩建。	15	15
3	海洋信息安全产业化	湘计海盾新建生产厂房、研发楼、综合服务楼、科技展示大厦等	20	9
4	智能单兵综合信息系统建设	中原电子新建厂房，建设内容包括基础设施建设、研发平台建设、生产平台建设、试验与测试平台建设	6	6
5	卫星导航及应用	中原电子基础设施建设、产品研发及研发平台建设、生产能力及生产平台建设、支撑平台建设。	10	10
6	危爆品智能环保拆解系统	圣非凡于建设危爆品智能环保拆解系统科研与生产基地	3	3
7	特种装备新能源及应用	中原电子围绕特种装备新能源及应用建设项目的生产基地（新型环保锂电池产业园）和研发基地（新能源研究院）进行建设	10	8
合计			86	65

资料来源：公司公告，联讯证券

根据公告，这 7 个项目整体财务内部收益率为 18.81%（税后），投资回收期为 7.09 年（税后，含建设期）。相关项目将从 2017 年起逐渐为上市公司实现利润贡献。预计募投项目达产后，收入规模约 128 亿元，项目利润总额约 20 亿元。相关项目将帮助整合后的长城电脑完善其在国防信息领域的整体布局，并与现有业务形成协同效应，有利于新长城在军工业务方面的持续发展。

（六）新长城定位为中国电子自主可控的重要载体，军民信息融合的信息安全重要平台

根据中国电子整体战略，整合后的新长城的定位是，以保障国家第五疆域（网络空间）安全为目标，成为面向军队国防、国家关键领域及重要行业的，自主可控网络安全和信息化关键基础设施及解决方案提供商、服务运营商。公司业务将覆盖自主可控计算、军工信息化系统及装备、云计算、行业解决方案、海洋信息安全产业等领域。公司掌握众多自主可控和信息安全的核心技术。



二、党政军与关键领域国产替代提速，市场空间超万亿

（一）我国面临严峻的网络安全形势

随着网络发展，网络空间已成为国家继陆、海、空、天四个疆域之后的**第五疆域**，与其他疆域一样，网络空间也是国家主权的体现，保障网络空间安全就是保障国家主权。在国际安全形势日益严峻的今天，世界各国均高度重视国家网络信息安全。

图表 17： 欧美等国家近年来网络信息安全相关政策措施

国家/组织	法律/措施	年份	主要内容/目的
美国	《2010 年网络安全加强法案》	2010	加强网络安全的研究与发展，推进网络安全技术标准制定。
	《国家网络基础设施保护法案 2010》	2010	国会应在网络基础设施保护领域设置“安全线”，以保障美国的网络基础设施安全，并在政府和私营部门之间建立起网络防御联盟的伙伴关系，促进私营部门和政府之间关于网络威胁和最新技术信息的信息共享。
	《网络空间作为国有资产保护法案 2010》	2010	授权国土安全部对国家机构的 IT 系统进行维护监管，规定总统可宣布进入紧急网络状态，并强制私营业主对关键 IT 系统采取补救措施，以保护国家的利益。
	《2012 年网络安全法案》	2012	明确规定为了保护信息系统不受网络安全威胁或减轻威胁造成的不利后果，联邦政府应当与企业共享包括技术漏洞、网络入侵和攻击技术细节在内的网络安全威胁指标。
	《网络安全信息共享法案(CISA)》	2015	通过强化有关网络安全威胁信息的共享，改善美国的网络安全。
英国	成立“网络安全与信息保障办公室”	2009	支持内阁部长和国家安全委员会来确定与网络空间安全相关的问题的优先权，联合为政府网络安全项目提供战略指引。
	《网络安全战略》	2011	建立更加可信和适应性更强的数字环境，以实现经济繁荣，保护国家安全及公众的生活所需；并将加强政府与私有部门的合作，共同创造安全的网络环境和良好的商业环境。
	网络安全信息共享联盟	2013	旨在促进公共和私营部门间的网络安全威胁信息共享，确保所有参与者将能够及时获取有关网络攻击的实时警报、网络攻击的技术细节、策划攻击的手段及应对措施等信息。
澳大利亚	《国家信息安全战略》	2009	详细描述了澳大利亚政府将如何保护经济组织、关键基础设施、政府机构、企业和家庭用户，使之免受网络威胁。战略确立了国家领导、责任共担、伙伴关系、积极的国际参与、风险管理和保护价值观六大指导原则。
日本	《日本网络安全战略》	2013	提出了创建“领先世界的强大而有活力的网络空间”，实现“网络安全立国”的目标。
	《网络安全基本法》	2014	将新设以内阁官房长官为首的“网络安全战略本部”，协调各政府部门的网络安全对策，与日本国家安全保障会议、IT 综合战略本部等其他相关机构加强合作。
欧盟	《网络安全战略》	2013	强调各机构在网络安全中的责任，提倡多方合作，要求私营企业，尤其是为能源、运输、银行、股市、教育提供信息系统的私营企业，以及重要的互联网服务运营商，向各国的网络安全机构报告重大事故，并运用经济杠杆原理鼓励私营企业主动积极参与网络安全建设。
联合国	《日内瓦原则宣言》	2003	明确“互联网公共政策的决策权是各国的主权”
	《塔林网络战国际法手册》	2013	宣告“一国有权对其领土内的网络基础设施和网络活动行使控制。”

资料来源:互联网, 联讯证券

我国是全球最易受到网络攻击的国家之一。根据信息安全公司 Rapid7 近日公布的排名，全球互联网最不安全的国家当中，中国大陆地区排名第 5。我国面临大量的网络安全威胁，一方面是来自于病毒、木马等，主要由网络

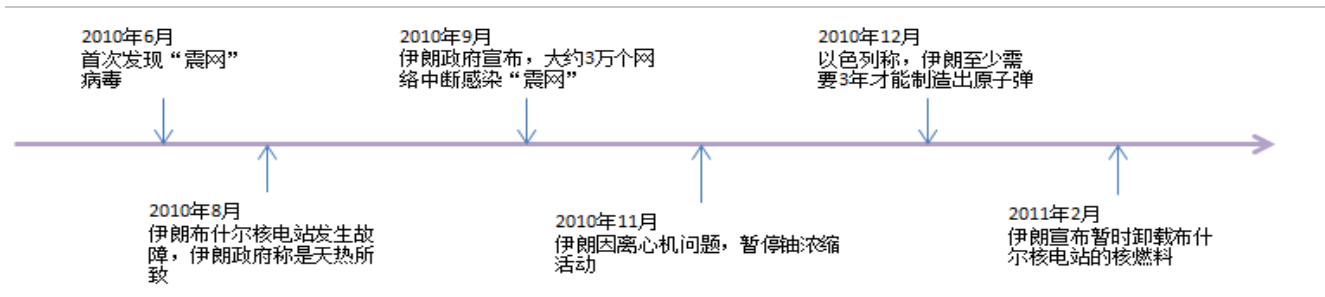


信息环境自身存在安全隐患造成。这部分威胁可以通过技术手段“打补丁”来解决。但更加严重的威胁来自于我们大量使用的国外品牌设备，尤其是芯片，我国每年要花 2000 多亿美元进口芯片，对外依赖度极高。如果芯片被安装有威胁的指令，就无法通过其他信息技术手段来防范网络攻击，这将给我国国家安全带来难以估量的损失。

伊朗“震网”事件给我国信息安全敲响警钟

2010 年，在伊核问题最为紧张时刻，伊朗核电站感染一种名为“震网”的蠕虫病毒，约 3 万个网络终端感染“震网”，1000 多台离心机瘫痪，伊朗政府被迫宣布暂时卸载布什尔核电站的核燃料。

图表18： 伊朗“震网”事件始末



资料来源：互联网，联讯证券

“震网”是全球第一个直接破坏现实世界中工业基础设施的病毒。其传播无须通过互联网，只要目标计算机使用微软系统。“震网”利用了微软操作系统中至少 4 个漏洞，其中有 3 个全新的零日漏洞；伪造驱动程序的数字签名；通过一套完整的入侵和传播流程，突破工业专用局域网的物理限制；利用 WinCC 系统的 2 个漏洞，对其开展破坏性攻击。

“震网”的编写需要编写者对工业生产过程和工业基础设施十分了解，且需要庞大的专业团队运作。据统计，截至 2010 年，全球超过 60% 感染“震网”病毒的终端在伊朗，疑似定点攻击。结合事件发生的时机与效果，整个事件极像一次有组织的网络攻击。

（二）国外企业占据市场主导地位，我国信息安全“后门不保”

“震网”事件也给我国的信息安全敲响了警钟。目前，我国党、政、军，以及金融、交通等关键性行业使用的信息装备、操作系统等主要由以美国思科、IBM、谷歌、高通、英特尔、苹果、甲骨文、微软为代表的国外厂商把控。这意味着，只要这些企业在产品上设置后门，我国信息就将全部暴露在别国的监控当中。

而现实情况则是，美国所有企业都有中央情报局明确的后门，否则不被允许出国销售。换句话说：**只要用美国的产品，就一定有后门，否则买不到。**“棱镜门”事件也说明，美国政府确实利用美国的这些科技公司在全球范围内实施电子监听。因此，即便我们国家目前还没有发生类似“震网”的大规模信息安全事件，但只要我们使用国外的信息设备与产品，我们就时刻面临着这样的威胁，网络安全受制于人。为从根本上解决这一威胁，进行信息装备的国产替代是必然途径。

（三）网络信息安全上升至国家战略，习近平主席对网络安全工作做出重要指示

为统筹协调各领域网络安全和信息化重大问题，我国于 2014 年 2 月 27 日成立中央网络安全和信息化领导小组，由习近平主席亲自担任领导小组组长，李克强、刘云山担任副组长，从国家战略层面上给予网络信息安全高度的重视。

在立法方面，我国于 2015 年出台新的《中华人民共和国国家安全法》，《中华人民共和国网络安全法》也呼之欲出。两部法律针对网络信息安全部分均做出明确规定。其中，新《国家安全法》明确，“对影响或者可能影响



国家安全的外商投资、特定物项和关键技术、网络信息技术产品和服务、涉及国家安全事项的建设项目，以及其他重大事项和活动，进行国家安全审查，有效预防和化解国家安全风险”。

2016年，习主席在“4·19”讲话中明确指出，我国正面临着复杂、多变的网络安全威胁，国家关键信息基础设施面临较大风险隐患，网络安全防控能力薄弱，难以有效应对国家级、有组织的高强度网络攻击。**我国要加快构建关键信息基础设施安全保障体系，并要做到全方位、全天候的感知网络安全态势。**“金融、能源、电力、通信、交通等领域的关键信息基础设施是经济社会运行的神经中枢，是网络安全的中中之重，也是可能遭到重点攻击的目标”，“要全面加强网络安全检查，摸清家底，认清风险，找出漏洞，通报结果，督促整改”。

（四）我国启动首次关键信息设施网络安全检查，信息装备国产化将提速

为落实习主席“4·19”讲话的精神，7月，我国启动首次全国范围的关键信息基础设施网络安全检查工作。此次检查工作将一直持续到12月底，所涉及的领域包括党政机关、企事业单位，以及重点领域的关键信息基础设施。

前不久，我国还发布了《国家信息化发展战略纲要》，提出确保关键信息基础设施安全。《纲要》要求加快构建关键信息基础设施安全保障体系，加强党政机关以及重点领域网站的安全防护，建立政府、行业与企业网络安全信息有序共享机制。建立实施网络安全审查制度，对关键信息基础设施中使用的重要信息技术产品和服务开展安全审查。健全信息安全等级保护制度。

关键信息基础设施指的是面向公众提供网络信息服务或支撑能源、通信、金融、交通、公用事业等重要行业运行的信息系统或工业控制系统，这些系统一旦发生网络安全事故，可能影响重要行业的正常运行，对国家政治、经济、科技、社会、文化、国防、环境及人民生命财产造成严重损害。此次检查持续时间长、涉及范围广，将加快推动党政机关与重点领域关键信息设施的国产化替代，直接拉动我国国产自主可控设备的需求。

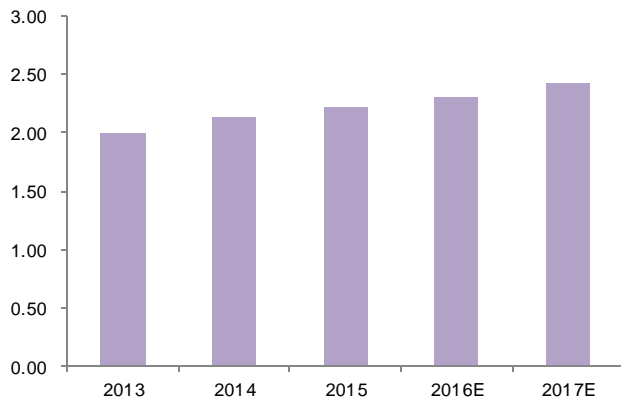
（五）国产化打开万亿级别市场空间

国产化与自主可控是未来信息领域发展的必然趋势。军队、党政机关、金融、交通、通讯、能源等领域将成为最先实现国产与自主可控的部门。

1、国产化成趋势，“去IOE化”效果开始显现

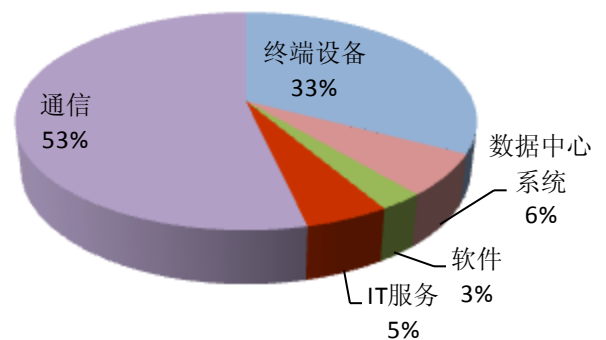
根据Gartner预测，2016年，我国IT支出将超过2.3万亿人民币，较2015年增加3.75%。巨大的市场需求意味着我国国产替代拥有巨大的成长空间。

图表19：我国IT支出（万亿元）



资料来源：Gartner，联讯证券

图表20：2016年中国IT支出结构预测



资料来源：Gartner，联讯证券

为摆脱受制于人的现状，我国政府与企业已经开始推行信息设备国产化政策。伴随国内厂商的壮大，技术水平



的提升，国产化效果也在逐渐显现。

以“去 IOE 化”为例，2015 年，IBM 在中国市场的业务营收降幅达到 34.4%，远高于其在亚太地区 16.5% 的整体降幅。EMC 在全球数据存储市场份额接近 1/3，其中在我国的市场份额接近 20%，华为以及其他国产厂商则占据将近 45% 的市场份额。不过，在数据库市场，Oracle 在我国占据 56% 的市场份额，其市场地位仍难以撼动。

2、万亿级别国产化市场静待挖掘

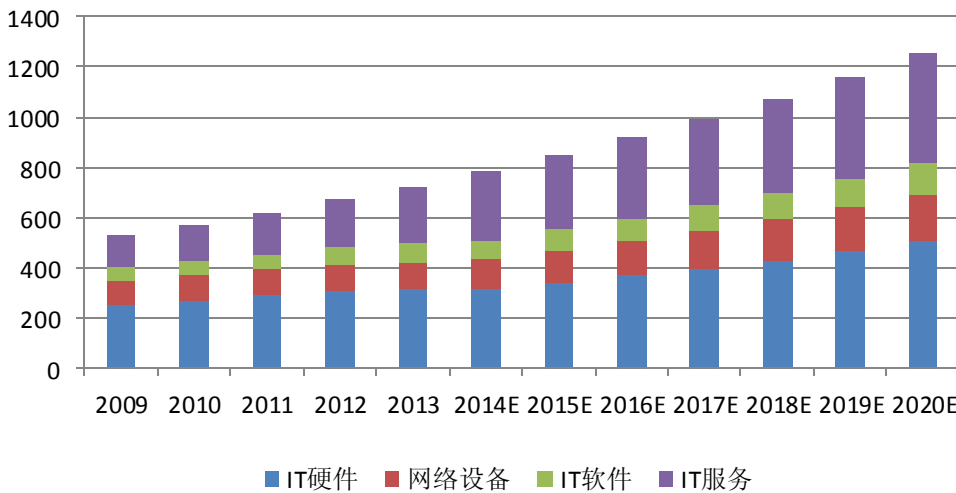
我国将率先在党、政、军、机关单位推行信息设备的国产化替代。

此次国家对关键信息设施摸底后，预计 2017 年将迎来这些部门大规模的采购换机需求。目前我国有 716.7 万公务员，就有超过 700 万台电脑终端，加上 10%~20% 的公务员需要内网和外网两台电脑，按此估算电脑终端总需求大概在 900 万台左右。服务器与终端比大概在 1:9，约有 100 万台服务器。按照中央单位计算机使用最低年限 6 年作为换机周期，我们预计仅公务员系统每年换机需求约 150 万台。

截至 2014 年，我国有事业单位 111 万个，事业编制 3153 万人，如果算上企业编制人员，事业单位的在职人数将更多。如果以人手一台终端计算，事业单位电脑终端替换需求就超过 3100 万台。以一台电脑终端 3000 元，占计算机系统 15% 比重计算，政府与事业单位的国产替代空间将达到 8000 亿元。再加上重点领域的需求，我们保守估计整个国产化替代将是一个拥有万亿级别的市场。

数据显示，每年我国政府部门的 IT 支出规模超过 1000 亿元。据我们预计，未来 10 年，政府部门 IT 支出总规模有望超过 1.3 万亿元。按照 IT 硬件、网络设备、IT 软件、IT 服务的比重分别为 40%、15%、10%、35% 来估算，未来 5 年，政府部门在这 4 类产品上的需求规模分别为 2000 亿元、800 亿元、540 亿元和 1900 亿元。

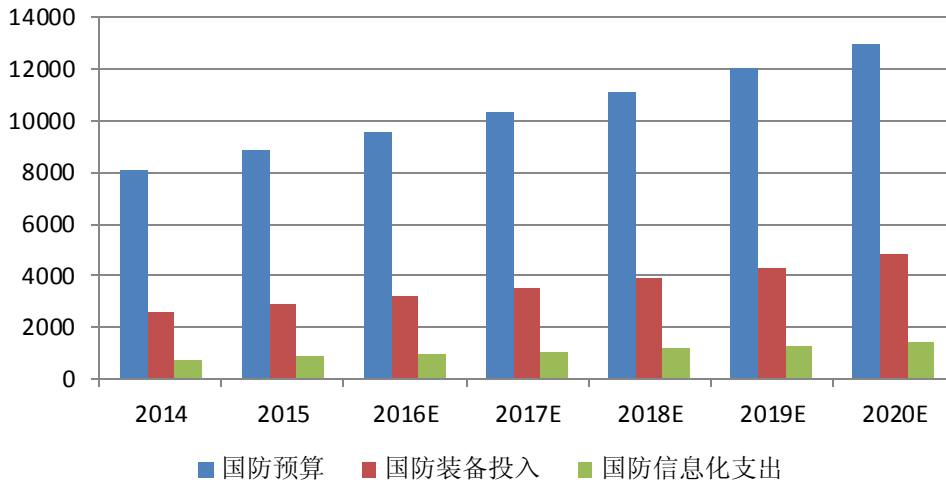
图表21： 政府部门 IT 支出规模（亿元）



资料来源：智研咨询，联讯证券

军队方面，2015 年，我国国防总支出约 8868 亿元，在国防装备领域投入约 2927 亿元，国防信息化开支约 878 亿元，占国防总支出比重接近 10%。2016 年，我国国防预算 9543.54 亿元，同比增长 7.6%。考虑到我国军费长期上升的趋势，如果以每年军费开支增长 8% 计算，我们预计，未来 10 年，国防信息化支出总规模将达到 1.58 万亿元。

图表22： 国防信息化支出（亿元）



资料来源：智研咨询，联讯证券

三、ARM 架构在移动领域与安全可靠方面表现突出，适应我国信息化发展需要

目前，国际上主流的两种 CPU 分别为由 Intel 开发的使用 CISC 架构的 X86 架构芯片，以及英国 ARM 公司开发的使用 RISC 架构的 ARM 架构芯片。从技术特点以及与我国信息安全适应性的角度来看，我们更加看好 ARM 架构在我国未来的发展前景。

（一）低功耗、低成本特点成就 ARM 在移动芯片市场的霸主地位

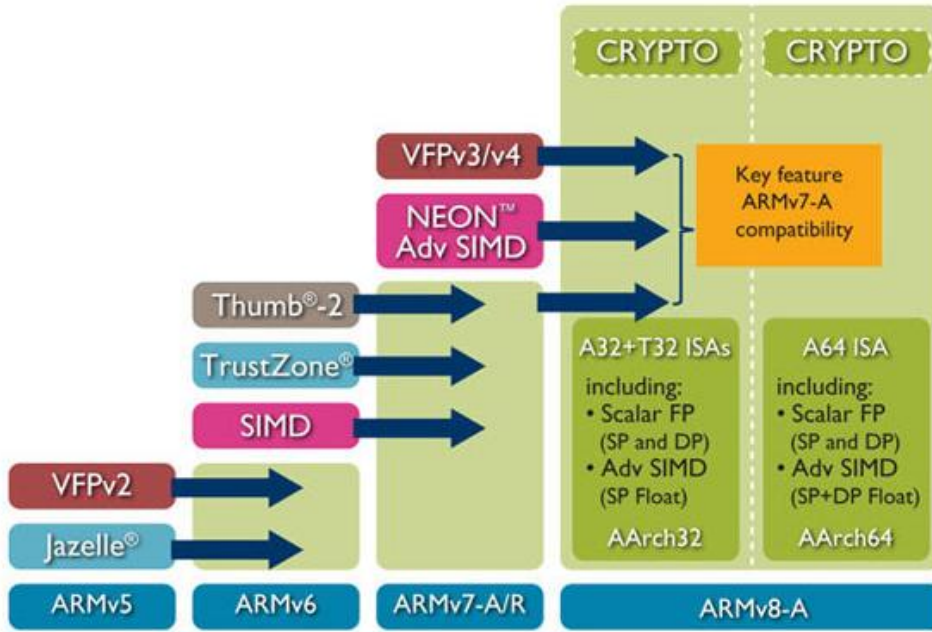
CISC 架构处理器拥有庞大的指令系统，其指令功能复杂，寻址方式多，指令都可以直接访问存储器，绝大多数指令需要多个机器周期完成，内部采用微程序控制，有少量专用寄存器。

RISC 架构的基本思想就是尽量简化计算机指令功能，只保留那些功能简单、能在一个节拍内执行完成的指令，而把较复杂的功能用一段子程序来实现。RISC 技术就是通过简化计算机指令功能，使指令的平均执行周期减少，从而提高计算机的工作主频，同时大量使用通用寄存器来提高子程序执行的速度。

因此与 CISC 架构相比，RISC 运行起来更加简单；X86 架构长于计算，ARM 架构长于功耗优化。因此 X86 处理器在 PC 与服务器芯片领域优势明显，而 ARM 处理器是移动芯片领域的绝对领导。

ARM 架构是构建每个 ARM 处理器的基础。ARM 架构包含典型 RISC 架构特征：一是统一寄存器文件加载/存储架构，其中的数据处理操作只针对寄存器内容，并不直接针对内存内容；二是简单寻址模式，所有加载/存储地址只通过寄存器内容和指令字段确定。

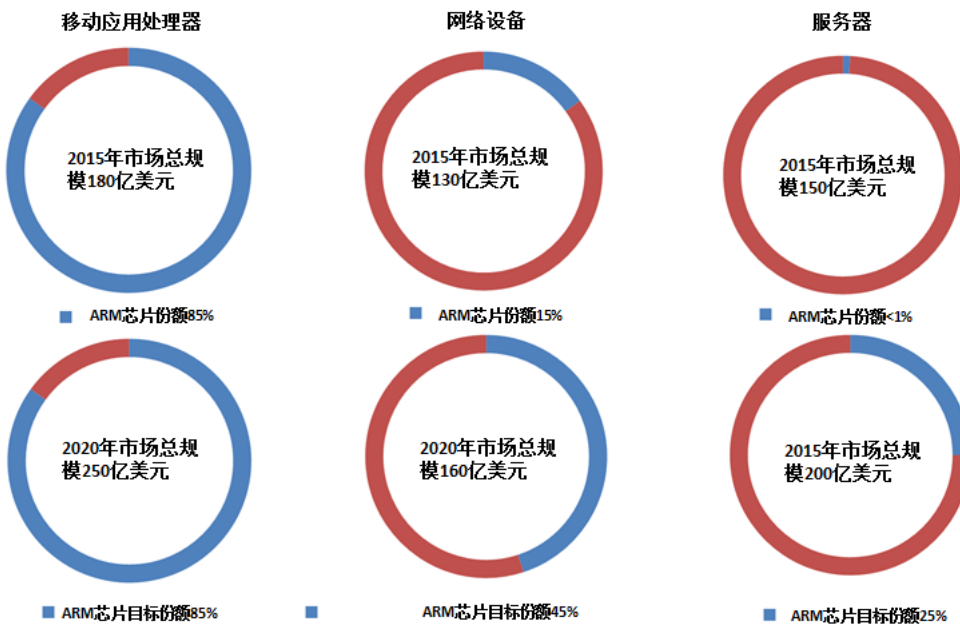
图表23： ARM 处理器架构



资料来源: ARM 公司官网, 联讯证券

基于 RISC 架构, ARM 使用指令集少, 可以简化硬件逻辑的设计, 减少晶体管数量。因此与 X86 芯片相比, ARM 芯片功耗更低, 实际成本也更低, 更适用于移动设备领域。2015 年, ARM 处理器全球出货量 150 亿颗, 全球市场份额 32%。其在移动计算、云存储、可穿戴设备的市场份额分别超过 85%、90%、95%。

图表24: ARM 市场空间



资料来源: ARM 公司年报, 联讯证券

(二) ARM 在安全可靠方面具有天然优势

此前自由软件基金会 (FSF) 指出, 所有现代 Intel 处理器平台都内置了一个低功耗的子系统 Intel Management Engine (ME), ME 程序能完全访问和控制 PC, 能启动和关闭电脑, 读取打开的文件, 检查所有运行的程序, 跟踪按键和鼠标移动, 甚至能捕捉屏幕截图, 它还有一个被证明不安全的网络接口, 允许攻击者植



入 rootkit 程序控制和入侵电脑。由于很多底层功能不开放，这就意味着，X86 处理器存在后门，信息的安全性难以保障。

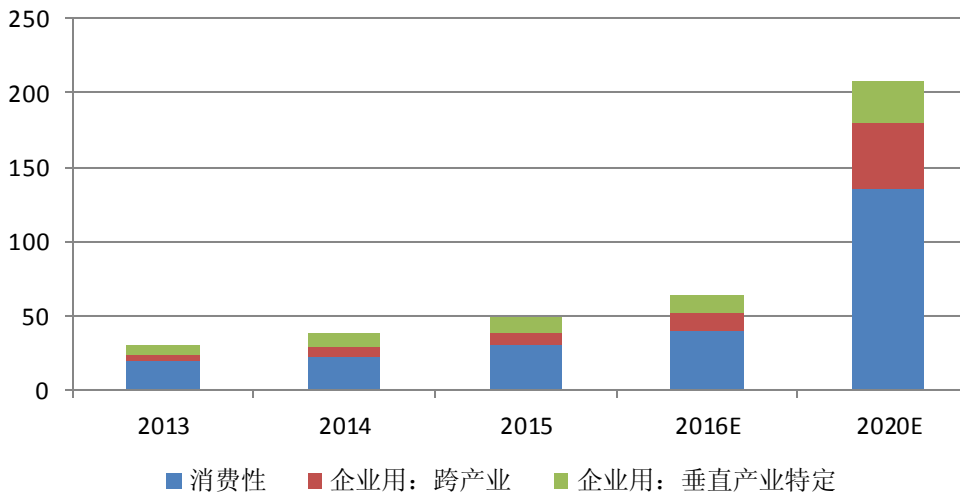
ARM 则采取了开放授权的商业模式，合作商可以针对自身需要进行自主设计；指令集也是透明公开的，理论上是不存在后门风险。就安全可靠而言，选择 ARM 架构芯片符合我国对国家信息安全的要求。

（三）ARM 架构在物联网、人工智能领域渗透潜力巨大

2015 年，ARM 在微控制器市场占比约 25%，在无线连接芯片领域的市场份额超过 60%。物联网芯片正成为 ARM 公司新的收入增长点。

据 Gartner 预测，2016 年全球物联网装置数量将达到 64 亿个，比 2015 年增长 30%；到 2020 年，全球物联网装置数量将增长至 208 亿。ARM 芯片的市场空间也将得到进一步提升。也正是基于对 IoT 产业发展的看好与 ARM 芯片在物联网领域的优势，软银于 2016 年 7 月 18 日提出要以 17 英镑/股，总计 234 亿英镑（约合 320 亿美元），现金收购 ARM 公司，溢价率达到 43%。

图表25： 全球物联网设备数量（亿个）



资料来源：Gartner，联讯证券

（四）我国高度重视人工智能与物联网发展

《“互联网+”人工智能三年行动实施方案》提出，支持人工智能领域的芯片、传感器、操作系统、存储系统、高端服务器、关键网络设备、网络安全技术设备、中间件等基础软硬件技术开发，支持开源软硬件平台及生态建设。加快人工智能技术在家居、汽车、无人系统、安防等领域的推广应用。

《国家信息化发展战略纲要》指出要推进物联网设施建设，优化数据中心布局，加强大数据、云计算、宽带网络协同发展，增强应用基础设施服务能力。加快电力、民航、铁路、公路、水路、水利等公共基础设施的网络化和智能化改造。

鉴于 ARM 架构处理器在人工智能与物联网领域的突出表现，随着我国人工智能与物联网市场的发展，ARM 芯片、基于 ARM 架构的操作系统、存储系统、网络设备等产品的需求增长空间巨大。目前国内企业已经掌握 ARM 底层设计能力，但在人工智能、物联网等领域的 ARM 架构设计仍是一个新的领域。



四、依托中国电子，新长城成为唯一拥有完整自主可控产业体系的上市公司

（一）中国电子已完成在安全可靠产业战略布局

中国电子集团（CEC）是我国十二大军工企业之一，以提供电子信息技术产品与服务为主营业务，是中国最大的国有综合性 IT 企业集团。中国电子主营业务分布于新型显示、信息安全、集成电路、信息服务等国家战略性、基础性电子信息产业领域，核心业务关系国家信息安全和国民经济发展命脉。经过多年的资产重组、业务整合、结构优化，目前中国电子拥有二级企业 23 家，上市公司 15 家，员工总数 13 万人。2015 年，中国电子实现营业收入 1982 亿元，资产总额达 2478 亿元。

2012 年，中国电子前瞻性地决定建设“新型显示、信息安全、信息服务”三大系统工程。本次重组，正是中国电子“二号工程”战略，即信息安全工程的重大举措。

图表26： CEC 核心板块



资料来源：公司官网，联讯证券

在安全可靠产业，中国电子已经完成在计算机产业链和网络产业链的布局，正在打造融合网络、计算机、存储的系统牵引能力。

图表27： CEC 在安全可靠产业的战略布局



资料来源：中国电子，联讯证券

图表28： CEC 安全可靠产业相关公司情况

公司	主要业务/产品
----	---------



公司	主要业务/产品
天津飞腾	飞腾处理器
天津麒麟	麒麟操作系统、麒麟云、飞腾计算机
达梦数据库	数据库管理系统、数据分析系列工具
中标软件	桌面及服务器操作系统（中标麒麟）、移动终端操作系统（中标凌巧）、OFFICE 办公软件（中标普华）
长城电脑	商用设备&计算机、服务器&存储、计算机零部件、灾备产品、云计算解决方案
盛科网络	高性能以太网设备核心芯片、白牌交换机、SDN 交换平台全套解决方案
迈普通信	基础网络设备，路由器、交换机、防火墙、网关等
鼎甲科技	鼎甲迪备、鼎甲备份容灾一体机（鼎甲信息仓）、鼎甲云平台、鼎甲异构数据同步模块、鼎甲数据脱敏一体机、鼎甲存储容灾网关、鼎甲存储系统
中国软件	操作系统、中间件、数据库、办公软件、安全产品、云计算
长城网际	信息安全服务

资料来源：公司官网，联讯证券

（二）中国高端芯片联盟正式成立，中国电子深度参与

2016年7月31日，由27家国内高端芯片、基础软件、整机应用等产业链的重点骨干企业、著名院校和研究院所共同发起成立“中国高端芯片联盟”。中国高端芯片联盟旨在推动协同创新攻关，促进核心技术和产品应用推广，探索体制机制创新，打造“架构-芯片-软件-整机-系统-信息服务”的产业生态体系，推进集成电路产业快速发展。包括中国电子以及旗下的天津飞腾、上海华虹、中国软件、中标软件等公司作为成员，将充分利用自身在产业发展中的优势地位，深度参与我国高端芯片的研发攻关。

（三）基于飞腾 ARM 处理器与配套中标麒麟系统，长城电脑研发自主可控安全终端

从2012年开始，中国电子旗下天津飞腾联合国防科技大学开始了国产 ARM 处理器的研发。

ARM 授权分为硬核授权、软核授权与指令集授权。硬核授权指基于特定代工线的工艺库生成的设计物理版图，在频率、功耗、面积等方面都作了充分的优化，有着较完整的预知性。软核授权指可综合的电路设计，由于不涉及具体的物理实现，因此有着很好的灵活性，其性能参数在一定范围内可以进行调整。指令集授权，又称架构授权，指允许用户自行定义和设计 CPU，但是指令集格式兼容。

天津飞腾拿到的正是级别最高的指令集授权。获得指令集授权，意味着从 CPU 规格定义开始就可以自己掌控，可以根据自己需求设计最合适的处理器，从根本上保证了安全可控。

2015年，天津飞腾推出了几款 ARM 处理器。其中，飞腾 FT-1500A 系列 CPU 是兼容 ARMv8 指令集的 64 位通用 CPU，可以实现对 Intel 中高端“至强”服务器芯片的替代。另一款 FT-2000，又称“火星”，也是全球首款基于 ARMv8 的 64 核处理器，并且为 ARM 公司提供了多条新指令集代码，扩充了 ARM 指令集。目前，FT-1500A 在整机、服务器、交换机等领域都有应用。未来，飞腾芯片还将进入嵌入式智能终端，向商业化方向发展。

图表29：主流国产 CPU 产品对比

公司	芯片	指令集	自主设计性	可控	内核	主频	功耗	制程工艺	内存控制器
龙芯	3A3000	源于 MIPS 的，自主开发的 LoongISA	自主设计	是	四核 64 位	800MHz-1GHz	15W	40nm	72 位 DDR2/3-1333*2 支持 ECC
	3A1000				四核 64 位	1GHz	15W（支持动态降频）	65nm	72 位 DDR2/3-800*2 支持 ECC
	3B1500				八核 64 位	1.2GHz	30W（典型）	32nm	72 位 DDR2/3*2 支持



公司	芯片	指令集	自主设计性	可控	内核	主频	功耗	制程工艺	内存控制器
							60W (向量)		ECC
申威	SW1610	Alpha	自主设计	是	十六核 64 位	1.6GHz	50W	40nm	128 位 DDR3-1600*4 支持 ECC
飞腾	FT1500A	ARM	自主设计	是	四核 64 位	2GHz	15W	28nm	DDR3-1600*2
					十六核 64 位		35W		DDR3-1600*4
兆芯	ZX-C	X86	VIA 设计	否	四核 64 位	2G	18w	28nm	DDR3-1333 2GB*2

资料来源：互联网，联讯证券

在飞腾芯片推出后，长城电脑设计研发了多款基于飞腾 FT-1500A 处理器和中标麒麟操作系统的自主可控安全终端。长城电脑也成为国内唯一一家能同时提供基于龙芯、申威、飞腾和兆芯四款国产 CPU 的安全主板及安全整机系统产品的企业。

（四）新长城将成为拥有完全自主可控计算机信息安全平台的唯一标的

经过整合，新长城业务范围将覆盖自主可控计算、军工信息化系统及装备、云计算、行业解决方案、海洋信息安全产业等领域。新长城将成为中国电子自主可控计算的重要载体。

整合后的新长城，依托中国电子平台，将成为两市中，唯一做到从芯片、整机、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统等计算机信息技术各方面完全自主可控的上市公司。未来，新长城将在信息安全、自主可控方面成为标杆性企业。

（五）长城电脑是短时间内唯一可以做国产替代的公司

长城过去长期为 IBM、浪潮等厂商做整机代工，积攒了加工生产制造和器件配套能力和经验。长城可以做到新产品与芯片同步推出，也是唯一一家在短时间内做能够做到国产替代的公司。目前长城月产能 5-6 万台，预计到今年 9、10 月份，产能可达到月产 10 万台的水平。公司还在株洲布局新生产线，用于应对未来的市场增长。

五、新长城将在军工信息化中发挥重要作用，更多军工资产注入可期

在合并前，长城信息就是国内一流的军工信息的军用信息设备服务商，整合后，新长城又注入两家优质的军工企业资产，大大增强其军工属性，并将使其在我国网军建设、自主可控军事信息系统建设和信息化主战武器、海洋信息安全产业等方面有更加突出的表现。

（一）军工信息涉密敏感，新长城具有独特优势

1、军工信息化将得到更多的军费支持

构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系是我国军队建设的目标。过去 10 年，我国国防费用占 GDP 比重平均约为 1.3%，低于世界平均水平 2% 左右，更低于美、俄 4% 的水平。我国军费支出还不到美国军费支出的 1/4，具有较大的上升空间。在我国军改大规模裁军的背景下，国防支出增加，意味着在军费总规模不断扩大的情况下，军队信息化建设所需的信息设备支出将得到重点倾斜。

2、新长城核心技术符合国防信息发展的趋势

军工信息高度涉密，做到自主可控是对军工信息设备的最基本要求，由此带来了行业进入壁垒与信息壁垒。新长城既能做到完全自主可控，其在核心技术、合作资源方面也具有独特优势。



新长城的技术涵盖军用通信、导航、海洋信息化等领域。此次募投项目中，包括空天地一体化信息系统、智能单兵综合信息系统等都是我国军队信息化建设的重要组成部分，属于刚需领域，市场前景非常可观。

（二）中国电子加快内部整合，更多军工资产有望注入新长城

此前，中国电子董事长芮晓武指出，中国电子不希望上市公司过多，追求的不是上市公司数量而是质量，未来该合并就合并，与主营无关的该退出就退出。此次重组后，新长城与振华科技将成为中国电子唯二的军工资产上市平台。作为中国电子“二号工程”战略实施的重要载体和上市平台，我们认为新长城具备注入更多军工资产的预期。

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

中原电子与圣非凡分别对未来三年业绩做出承诺。中原电子将在未来 3 年实现净利润 5.70 亿元，圣非凡将在未来 3 年内实现净利润 2.27 亿元。

图表30： 中原电子与圣非凡业绩承诺（万元）

		2015年	2016Q1	2016E	2017E	2018E
1	中原电子	20000.27	5223.91	18182.84	18495.39	20329.37
2	圣非凡	4057.76	707.45	7146.38	7160.17	8418.46

资料来源：公司公告，联讯证券

假设长城电脑以底价 13.04 元，配套募集增发 5.64 亿股，换股合并增发 15.02 亿股，发行股份购买资产增发 1.18 亿股，则重组后，长城电脑总股本将达到 35.08 亿股。

假设，扣除冠捷科技后，长城电脑 16/17/18 年营业总收入与 15 年相同；中原电子、圣非凡 16/17/18 年营业总收入增长率与 15 年相同，分别为 21.13%、25.78%；中原电子、圣非凡实现业绩承诺。假设募投项目从 17/18 年对上市公司的净利润贡献分别为 2 亿元、6 亿元。

长城信息 2014 年完成定向增发，假设相关项目进展顺利，2016 年下半年起开始向公司贡献利润。

在不考虑重组对上市公司的协同效益的情况下，我们预计长城电脑 2016 年将迎来业绩拐点，2017 年，公司业绩将进入爆发期。

图表31： 公司利润预测表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9086.64	10281.81	13029.88	17392.55
长城电脑（扣除冠捷科技）	3785.26	3785.26	3785.26	3785.26
长城信息	2123.93	2638.35	3277.35	4071.13
中原电子	2976.16	3605.03	4366.77	5289.47
圣非凡	201.29	253.18	318.45	400.54
募投项目			1282.05	3846.15
营业成本	7456.14	8381.34	10374.07	13481.94
长城电脑（扣除冠捷科技）	3345.87	3345.87	3345.87	3345.87
长城信息	1643.98	2042.15	2536.76	3151.16
中原电子	2339.41	2833.73	3432.50	4157.79
圣非凡	126.87	159.58	200.72	252.46
募投项目			858.22	2574.65



资料来源：联讯证券

（二）估值方法与投资建议

公司整合后，将剥离占主营业务比重较大的冠捷科技，同时并入长城信息与中原电子、圣非凡三家公司，将成为我国国产信息安全设备与服务领域的龙头企业，公司营收和利润将迈上新台阶。

长城电脑与长城信息均属于计算机行业，并涉足信息安全领域，我们以中信计算机硬件和部分信息安全上市公司作为参考。截至9月2日，中信计算机硬件行业2016年平均PE约为76倍，信息安全领域公司平均PE约为74倍。

图表32： 中信计算机硬件估值情况（截至2016年9月2日）

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			总市值
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
000748.SZ	长城信息	20.5	0.17	0.24		120.59	85.42		167.04
000938.SZ	紫光股份	62.53	0.98	1.49	1.89	63.81	41.97	33.08	651.75
000948.SZ	南天信息	21.22	0.08	0.28	0.32	265.25	75.79	66.31	52.33
000977.SZ	浪潮信息	24.4	0.62	0.89	1.26	39.35	27.42	19.37	243.82
000997.SZ	新大陆	19.26	0.47	0.63	0.77	40.98	30.57	25.01	180.78
002027.SZ	分众传媒	15.25	0.51	0.63	0.75	29.90	24.21	20.33	1332.37
002152.SZ	广电运通	15.18	0.66	0.79	0.93	23.00	19.22	16.32	245.80
002177.SZ	御银股份	8.66	0.17	0.2	0.24	50.94	43.30	36.08	65.92
002268.SZ	卫士通	30.97	0.45	0.6	0.82	68.82	51.62	37.77	133.95
002308.SZ	威创股份	15.83	0.24	0.37	0.51	65.96	42.78	31.04	132.27
002312.SZ	三泰控股	11.04	0.13	0.19	0.28	84.92	58.11	39.43	152.14
002376.SZ	新北洋	13.59	0.32	0.41	0.57	42.47	33.15	23.84	85.82
002383.SZ	合众思壮	37.42	0.57	0.89	1.21	65.65	42.04	30.93	73.84
002512.SZ	达华智能	17.84	0.4	0.64	0.75	44.60	27.88	23.79	195.42
002518.SZ	科士达	21.67	0.7	0.89	1.08	30.96	24.35	20.06	96.52
002546.SZ	新联电子	10.4	0.21	0.27	0.37	49.52	38.52	28.11	86.74
002577.SZ	雷柏科技	41.55	0.97	0.81	1.07	42.84	51.30	38.83	117.99
002635.SZ	安洁科技	30.86	1.1	1.47	2	28.05	20.99	15.43	120.00
002771.SZ	真视通	83.43	0.94	1.26	1.56	88.76	66.21	53.48	67.28
300042.SZ	朗科科技	34.37							45.92
300074.SZ	华平股份	10.64	0.07	0.1	0.16	152.00	106.40	66.50	57.03
300076.SZ	GQY视讯	16.77	0.07	0.14	0.22	239.57	119.79	76.23	71.10
300078.SZ	思创医惠	29.09	0.53	0.7	0.92	54.89	41.56	31.62	121.81
300098.SZ	高新兴	14.89	0.27	0.38	0.5	55.15	39.18	29.78	160.03
300130.SZ	新国都	26.92	0.49	0.66	0.79	54.94	40.79	34.08	63.33
300167.SZ	迪威视讯	14.93			0.99			15.08	44.83
300177.SZ	中海达	15.11	0.11	0.19	0.27	137.36	79.53	55.96	66.02
300270.SZ	中威电子	16.71	0.25	0.31	0.47	66.84	53.90	35.55	45.55
300275.SZ	梅安森	19.34	-0.21	0.09	0.61		214.89	31.70	32.40
300311.SZ	任子行	21.21	0.3	0.41	0.53	70.70	51.73	40.02	95.09
300449.SZ	汉邦高科	42.1	0.43	0.61	0.83	97.91	69.02	50.72	60.70



300455.SZ	康拓红外	23.17	0.26	0.29	0.33	89.12	79.90	70.21	64.88
300458.SZ	全志科技	82.99	1.28	1.77	2.42	64.84	46.89	34.29	134.12
300479.SZ	神思电子	31.93	0.43	0.58	0.78	74.26	55.05	40.94	51.09
600100.SH	同方股份	14.66	2.21	0.62	0.67	6.63	23.65	21.88	434.51
600601.SH	方正科技	5.69							124.89
600734.SH	实达集团	16.76							98.92
603019.SH	中科曙光	34.69	0.42	0.57	0.76	82.60	60.86	45.64	223.07
均值		25.62	0.48	0.59	0.8	75.55	55.53	36.45	163.08
中数		19.92	0.42	0.58	0.75	64.84	45.09	33.58	96.7
000066.SZ	长城电脑	11.79	0.17	0.26	0.39	69.35	45.35	30.23	156.05

资料来源: Wind, 联讯证券

图33: 部分信息安全上市公司估值情况(截至2016年9月2日)

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			总市值
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
000977.SZ	浪潮信息	24.4	0.62	0.89	1.26	39.35	27.42	19.37	243.82
300188.SZ	美亚柏科	23.9	0.47	0.66	0.83	50.85	36.21	28.80	116.45
002439.SZ	启明星辰	21.46	0.4	0.55	0.73	53.65	39.02	29.40	186.48
300369.SZ	绿盟科技	39.08	0.72	0.98	1.33	54.28	39.88	29.38	142.28
300297.SZ	蓝盾股份	14.38	0.26	0.41	0.59	55.31	35.07	24.37	169.03
300010.SZ	立思辰	18.91	0.3	0.41	0.56	63.03	46.12	33.77	164.65
002268.SZ	卫士通	30.97	0.45	0.6	0.82	68.82	51.62	37.77	133.95
603019.SH	中科曙光	34.69	0.42	0.57	0.76	82.60	60.86	45.64	223.07
300352.SZ	北信源	17.52	0.19	0.25	0.27	92.21	70.08	64.89	89.95
000748.SZ	长城信息	20.5	0.17	0.24		120.59	85.42		167.04
600536.SH	中国软件	27.84	0.21	0.26	0.31	132.57	107.08	89.81	137.69
均值		24.88	0.38	0.53	0.75	73.93	54.43	40.32	161.31
中数		23.9	0.4	0.55	0.74	63.03	46.12	31.58	164.65
000066.SZ	长城电脑	11.79	0.17	0.26	0.39	70.30	45.68	30.35	156.05

资料来源: Wind, 联讯证券

考虑非公开发行后的股本摊薄, 我们预计公司 16/17/18 年营业收入为 102.81/130.30/173.93 亿元; EPS 分别为 0.17/0.26/0.39 元, 对应 PE 为 70.30/45.68/30.35。

根据公司公告, 长城电脑与长城信息的现金选择权分别为 13.04 元/股、24.04 元/股。截至 9 月 2 日, 长城电脑与长城信息收盘价分别为 11.79 元和 20.50 元, 分别折价 9.59%和 14.73%。

我们认为, 整合后长城电脑作为唯一的拥有完整自主可控信息平台的上市公司, 技术处于国内领先地位, 客户群涵盖党政军。作为具有军工企业背景上市公司, 在部分领域享有排他性; 在关键领域信息国产化替代推进的过程中, 公司将享有政策红利, 在资本市场应享有更高的估值溢价, 给予公司 2016 年 83 倍市盈率, 目标价 14.11 元。尤其是 2016 年底, 国家完成对关键领域网络信息安全设备的摸底调查后, 国产化替代有望提速, 公司面临的将是一个万亿级别的市场空间, 预计 2020 年, 公司市值有望突破千亿级别。我们对公司首次覆盖给予“买入”评级。

七、风险提示

- (1) 公司重组进度低于预期。



- (2) 新项目进度低于预期，业绩承诺不达标。
- (3) 宏观经济波动和市场系统性风险。



附录：公司利润预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	30325	10684	14112	19417	经营活动现金流	1687	2610	2050	2782
现金	3687	4898	6760	9682	净利润	-195	631	972	1463
应收账款	11310	2174	2755	3677	折旧摊销	1160	1102	1047	994
其它应收款	594	522	662	883	财务费用	1650	50	80	113
预付账款	248	338	429	572	投资损失	-901	-105	-119	-136
存货	8686	2700	3421	4566	营运资金变动	1262	60	140	222
其他	5800	52	86	35	其它	-1289	872	-69	126
非流动资产	9131	12550	11908	9266	投资活动现金流	-1264	-2799	-176	-98
长期投资	445	57	58	59	资本支出	-1132	-2723	-50	-30
固定资产	3656	9145	8099	7105	长期投资	-6	388	-1	-1
无形资产	926	377	380	384	其他	-126	-464	-125	-67
其他	4103	2970	3370	1718	筹资活动现金流	-294	1400	-12	238
资产总计	39456	23234	26020	28682	短期借款	1633	0	0	0
流动负债	26575	7487	8691	10474	长期借款	2965	250	228	235
短期借款	1633	1288	1632	2179	其他	-4892	1150	-240	3
应付账款	14074	2510	3181	4246	现金净增加额	129	1211	1862	2922
其他	10868	3689	3878	4049					
非流动负债	4178	4721	5421	4721	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	2965	250	228	235	成长能力				
其他	1213	4471	5193	4486	营业收入	-3.78%	-85.90%	26.73%	33.48%
负债合计	30753	12208	14112	15194	营业利润	-58.53%	-502.64%	59.70%	54.34%
少数股东权益	6113	1088	1811	2539	归属母公司净利润	-161.79%	-1749.41%	53.92%	50.48%
归属母公司股东权益	2590	9938	10097	10949	获利能力				
负债和股东权益	39456	23234	26020	28682	毛利率	9.15%	18.48%	20.38%	22.48%
					净利率	-0.05%	5.72%	6.95%	7.83%
					ROE	-2.26%	6.40%	8.48%	11.52%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E					
营业收入	72936	10282	13030	17393	偿债能力				
营业成本	66266	8381	10374	13482	资产负债率	77.94%	52.54%	54.23%	52.97%
营业税金及附加	93	49	61	77	流动比率				
营业费用	2835	314	404	605	速动比率	1.14	1.43	1.62	1.85
管理费用	2836	820	1019	1403		0.81	1.07	1.23	1.42
财务费用	1650	50	80	113	营运能力				
资产减值损失	563	66	83	108	总资产周转率	1.84	0.33	0.53	0.64
公允价值变动收益	232	0	0	0	应收账款周转率	6.21	1.53	5.29	5.41
投资净收益	901	105	119	136	应付账款周转率	4.58	1.01	3.65	3.63
营业利润	-175	706	1128	1741	每股指标(元)				
营业外收入	295	223	271	330	每股收益	-0.03	0.17	0.26	0.39
营业外支出	25	99	121	147	每股经营现金	1.27	0.74	0.58	0.79
利润总额	95	831	1279	1924	每股净资产	6.58	3.14	3.39	3.84
所得税	290	199	307	462	估值比率				
净利润	-195	631	972	1463	P/E	-799.35	70.30	45.68	30.35
少数股东损益	-159	43	66	100	P/B	3.28	3.75	3.47	3.07
归属母公司净利润	-36	588	905	1363	EV/EBITDA	35.54	26.92	22.40	17.14
EBITDA	1564	1808	2175	2735					
EPS（元）	-0.03	0.17	0.26	0.39					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究所



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。