

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
软件与服务
中国长城 (000066)
重大事件快评
增持

(维持评级)

2019年12月02日

再度收购 CEC 优质资产，布局工业控制自主可控

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：于威业

0755-81982908

yuweiye@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

事项：

公司于12月1日公告称，全资子公司圣非凡拟与电子六所就收购其所持有的郑州轨道交通信息技术研究院100%股权事宜签署《股权转让合同书》，拟定轨道交通研究院100%股权的转让价格为人民币9,800.96万元。如收购顺利完成，轨道交通研究院将成为公司下属全资企业。

国信计算机观点：

1) 本次并购以圣非凡为主体吸收合并轨道交通研究院。将轨道交通研究院研制的具有自主知识产权的PLC(可编程逻辑控制器)等产品与圣非凡水下与远程通信、危爆品拆解等核心业务领域系统产品有机融合，有利于提升圣非凡市场营销规模和核心竞争力。此次并购符合长城自主可控生态布局战略，工业控制也将成为公司自主可控业务的重点关注领域。此外，特殊机构改革的背景下，圣非凡业绩承压，收购有望增厚业绩。

2) 有望加深与电子六所的合作关系，协同共拓工业控制与信息安全。中国长城董事长宋黎定先生于今年3月上任，现任中国电子信息产业集团有限公司总经理助理，兼任电子六所所长兼党委副书记。优质稳定的管理层与积极的自主可控业务布局，有望推动中国长城快速发展。

3) 本次交易估值与今年收购天津飞腾的项目类似，标的估值在1倍PB左右，并无明显溢价。今年连续的资产注入将更加稳固中国长城在集团内的战略地位。

假设公司于2020年出售中电长城大厦带来投资收益，且产能投资带来较多政府补贴，预计19-21年归母净利润10.47/19.14/19.19亿元，对应EPS为0.36/0.65/0.65元，对应当前股价PE为41.6/22.8/22.7X，维持“增持”评级。

评论：

■ 圣非凡与轨道交通研究院业务有望协同发展，共同布局工控领域

本次并购以圣非凡为主体吸收合并轨道交通研究院。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，具备较强的通信系统总体研制设计能力和装备研发制造能力，其研制生产的产品广泛装备于海军各作战单元并发挥着重要作用，属于中国电子“二号工程”的核心企业，亦是中国电子军工信息化系统及装备领域的核心企业，持有多个军工相关业务资质，如《武器装备质量体系认证证书》、《武器装备科研生产许可证》、《装备承制单位注册证书》、《一级保密资格单位证书》等。

拟收购标的是**轨道交通研究院**，既是负责轨道交通综合管理技术、自主可控工业控制器技术、大数据与信息安全技术、智能装备与机器人技术、集成电路设计技术服务五个公共技术研发服务平台的建设与运行管理的科研单位，同

时又是引进新兴产业技术和项目落地郑州的孵化单位；其**主营业务**是：在自主可控工业控制器、工业控制系统信息安全领域孵化国产 PLC 技术，建设区域工业控制系统信息安全技术研究与服务能力，提供区域工业自动化领域的信息安全防护能力；主要产品涉及高端装备制造领域和新一代信息技术领域。

扩大自主可控业务版图，协同显著。将轨道交通研究院研制的具有自主知识产权的 PLC 等产品与圣非凡水下与远程通信、危爆品拆解等核心业务领域系统产品有机融合，有利于提升圣非凡市场营销规模和核心竞争力，以及培育公司新业绩增长点。此次并购符合长城自主可控生态布局战略，工业控制也将成为公司自主可控业务的重点关注领域。

特殊机构改革下，圣非凡业绩承压，收购增厚业绩。由于受特殊机构持续实施改革的影响，圣非凡水下与远程通信业务承压，未完成对赌业绩。但随着客户机构改革影响的逐步消除，订单以及相关研究工作已开始恢复，业绩大概率回归常态。同时，收购若顺利实施，有望增厚公司业绩。

表 1: 郑州轨道交通信息技术研究院财务情况 (单位: 万元)

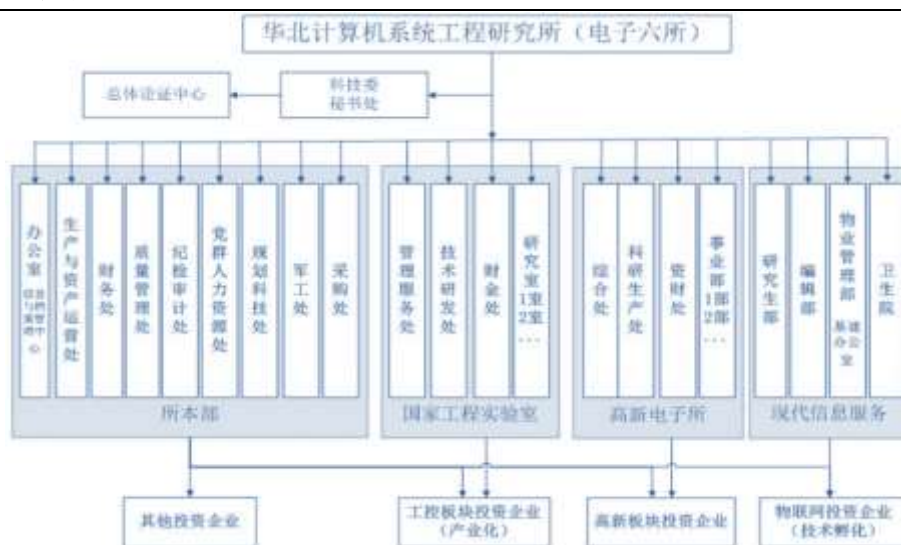
| 项目 | 2018 年度 | 2019 年 H1 |
|---------------|----------|-----------|
| 资产总额 | 3,913.45 | 2,759.32 |
| 负债总额 | 827.17 | 489.46 |
| 净资产 | 3,086.28 | 2,269.86 |
| 营业收入 | - | 10.91 |
| 利润总额 | 786.83 | -778.05 |
| 净利润 | 586.28 | -816.42 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 3,350.53 | -933.47 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 有望加深与电子六所的合作关系，协同共拓工业控制与信息安全

轨道交通研究院目前系电子六所旗下全资子公司。电子六所，又名华北计算机系统工程研究所，成立于 1965 年，隶属于中国电子信息产业集团有限公司。现主要从事**工业控制系统及信息安全技术研究**，建有“工业控制系统信息安全技术国家工程实验室”，是我国工控信息安全领域的重要骨干单位之一。下属**14 家全资、控股企业**，从业人员**3000 多名**，其中**院士 1 名**，高级研究人员、博士近百人，享受国务院政府津贴**21 人**。建所以来，成功研制了我国第一台微型计算机 0520B、第一套汉字操作系统 CCDOS 等享誉全国的产品，填补了多项国内空白，广泛使用于国民经济各个领域。

图 1: 电子六所组织架构



资料来源: 电子六所官网, 国信证券经济研究所整理

电子六所围绕我国工业控制领域的重要行业，如：轨道交通、金融、电力电网、核工业、石油化工、水利工程等，开展工控系统及信息安全技术研究，成功研制出全国产化 PLC 系列产品和国内第一套全国产化的指挥控制显示系统，

填补了国内空白，在先进智能制造领域形成了工控系统及安全产业链上下游协同发展的良性生态圈。

中国长城董事长宋黎定先生于今年3月上任，现任中国电子信息产业集团有限公司总经理助理，兼任电子六所所长兼党委副书记。优质稳定的管理层与积极的自主可控业务布局，有望推动中国长城快速发展。

■ 中国长城在 CEC 集团内的核心战略地位稳固，资产持续低估值注入

本次交易估值与今年飞腾注入的项目类似，标的估值在 1 倍 PB 左右，并无明显溢价。中国长城在 CEC 集团内的战略地位稳固。2017 年中国长城完成重组后，公司重新定位于中国电子自主可控计算的重要载体，中国电子军民融合的信息安全重要平台，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。今年连续的资产注入将更加稳固中国长城在集团内的战略地位。

■ 风险提示

1、收购进程不及预期的风险；2、安全可控产业发展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 3376 | 300 | 300 | 300 |
| 应收款项 | 3771 | 5329 | 6753 | 8174 |
| 存货净额 | 1984 | 2880 | 3696 | 4509 |
| 其他流动资产 | 330 | 466 | 590 | 715 |
| 流动资产合计 | 9462 | 8974 | 11339 | 13698 |
| 固定资产 | 4128 | 4465 | 4771 | 5026 |
| 无形资产及其他 | 473 | 455 | 437 | 419 |
| 投资性房地产 | 1630 | 1630 | 1630 | 1630 |
| 长期股权投资 | 309 | 548 | 786 | 1025 |
| 资产总计 | 16002 | 16072 | 18963 | 21798 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2807 | 583 | 516 | 396 |
| 应付款项 | 2714 | 3938 | 5055 | 6167 |
| 其他流动负债 | 1650 | 2388 | 3061 | 3731 |
| 流动负债合计 | 7171 | 6910 | 8632 | 10294 |
| 长期借款及应付债券 | 1244 | 1014 | 1014 | 1014 |
| 其他长期负债 | 937 | 764 | 590 | 416 |
| 长期负债合计 | 2181 | 1777 | 1603 | 1429 |
| 负债合计 | 9352 | 8687 | 10235 | 11723 |
| 少数股东权益 | 410 | 458 | 546 | 634 |
| 股东权益 | 6240 | 6927 | 8182 | 9441 |
| 负债和股东权益总计 | 16002 | 16072 | 18963 | 21798 |

| 关键财务与估值指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.34 | 0.36 | 0.65 | 0.65 |
| 每股红利 | 0.12 | 0.12 | 0.22 | 0.23 |
| 每股净资产 | 2.13 | 2.36 | 2.79 | 3.22 |
| ROIC | 9% | 11% | 13% | 14% |
| ROE | 16% | 15% | 23% | 20% |
| 毛利率 | 22% | 20% | 19% | 18% |
| EBIT Margin | 11% | 9% | 8% | 8% |
| EBITDA Margin | 14% | 11% | 10% | 10% |
| 收入增长 | 5% | 41% | 27% | 21% |
| 净利润增长率 | 70% | 6% | 83% | 0% |
| 资产负债率 | 61% | 57% | 57% | 57% |
| 息率 | 0.8% | 0.8% | 1.5% | 1.5% |
| P/E | 44.2 | 41.6 | 22.8 | 22.7 |
| P/B | 7.0 | 6.3 | 5.3 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 38.9 | 32.2 | 28.6 | 25.8 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 10009 | 14142 | 17923 | 21694 |
| 营业成本 | 7815 | 11354 | 14606 | 17789 |
| 营业税金及附加 | 73 | 104 | 131 | 159 |
| 销售费用 | 377 | 533 | 676 | 818 |
| 管理费用 | 606 | 831 | 1048 | 1264 |
| 财务费用 | 43 | 90 | 71 | 67 |
| 投资收益 | 813 | 200 | 1200 | 1000 |
| 资产减值及公允价值变动 | (95) | (30) | (30) | (30) |
| 其他收入 | (485) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1328 | 1401 | 2561 | 2567 |
| 营业外净收支 | (7) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1321 | 1401 | 2561 | 2567 |
| 所得税费用 | 264 | 280 | 512 | 514 |
| 少数股东损益 | 69 | 73 | 134 | 135 |
| 归属于母公司净利润 | 987 | 1047 | 1914 | 1919 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 987 | 1047 | 1914 | 1919 |
| 资产减值准备 | (5) | 105 | 22 | 15 |
| 折旧摊销 | 223 | 305 | 419 | 476 |
| 公允价值变动损失 | 95 | 30 | 30 | 30 |
| 财务费用 | 43 | 90 | 71 | 67 |
| 营运资本变动 | 996 | (695) | (728) | (735) |
| 其它 | 50 | (57) | 66 | 73 |
| 经营活动现金流 | 2347 | 736 | 1724 | 1778 |
| 资本开支 | (580) | (759) | (759) | (759) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (819) | (997) | (997) | (997) |
| 权益性融资 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 81 | (230) | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (340) | (361) | (659) | (661) |
| 其它融资现金流 | (660) | (2224) | (67) | (120) |
| 融资活动现金流 | (1154) | (2814) | (726) | (781) |
| 现金净变动 | 374 | (3076) | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 3002 | 3376 | 300 | 300 |
| 货币资金的期末余额 | 3376 | 300 | 300 | 300 |
| 企业自由现金流 | 1549 | (92) | 102 | 313 |
| 权益自由现金流 | 970 | (2618) | (22) | 140 |

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032