

2020年10月11日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

## 大规模期权激励推出，凝结力量抓住信创发展时机 买入（维持）

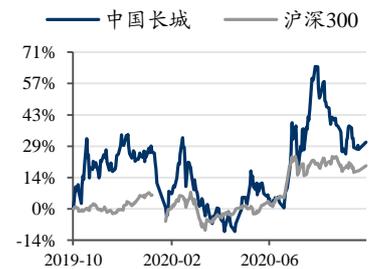
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,844	12,812	15,431	18,884
同比（%）	8.3%	18.2%	20.4%	22.4%
归母净利润（百万元）	1,115	1,240	1,520	1,984
同比（%）	-0.5%	11.2%	22.6%	30.5%
每股收益（元/股）	0.38	0.42	0.52	0.68
P/E（倍）	43	39	32	24

**事件：**近日公司发布第二期股票期权激励计划，该计划拟向激励对象授予不超过 13176 万份股票期权，约占本计划公告时公司总股本的 4.50%，该计划首次授予的股票期权的行权价格为每股 16.68 元。

### 投资要点

- **激励计划规模大、覆盖广，流程简单可以快速实施：**本次激励计划拟向激励对象授予不超过 13176 万份股票期权，约占本计划公告时公司总股本的 4.50%，首次授予的激励对象合计不超过 1,000 人。本次激励覆盖面和力度很大，有利于充分调动公司员工的积极性和责任感。本次激励只需要集团审批，不需要再经国资委审批，实施和授予流程会较快落地。
- **行权条件彰显公司发展信心：**首次授予的股票期权行权的业绩条件包括：1）2021、2022、2023 年度净资产现金回报率不低于 13.5%、14%、14.5%；2）以 2019 年为基础，2021、2022、2023 年度营业收入增长率分别不低于 40%、65%、95%；3）2021、2022、2023 年度营收净利率（净利润/营业收入）不低于 3.2%。业绩行权条件相当于 2020-2023 年四年营业收入复合增速在 18% 左右，此外首次授予部分股票期权的行权价格为 16.68 元/股，相较于 16.45 元的现价，彰显出管理层信心。
- **长城 PK 体系国产自主计算机开启消费级市场新时代：**近日中国长城国产自主计算机旗舰店开业，包括笔记本、台式机在内的相关产品亮相北京深圳，中国长城电商业务也同步开启，共同为国产 PC 消费市场注入强“芯”活力。其中的电竞机曾连续两年亮相国际女子电子竞技锦标赛，以整个赛程零 BUG，展现了国产自主安全电脑最高技术水平。
- **飞腾全年业绩大超预期，引入多家战投拓展行业市场：**因为鲲鹏芯片受到美国限制，同为 ARM 架构的飞腾芯片获得更多发展机会，今年飞腾芯片出货量实现大幅增长。截止 2020 年 9 月飞腾创国产 CPU 出货新纪录，飞腾芯片已签约 186 万片，出货 111 万片，同比增长 10 倍。我们预计飞腾芯片全年签约 200 万片，出货 150 万片。近期飞腾拟以 15% 的股权比例引入有紧密产业链合作伙伴关系以及对其发展具有重大战略支撑意义的战略投资者，有助于飞腾加大研发投入、拓展行业市场，中国长城将继续持有飞腾不低于 26.775% 股权，仍为天津飞腾第一大股东。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42/0.52/0.68 元，对应 PE 分别为 39/32/24 倍。信创业务今年下半年招标工作已经接近完成，在新格局形式下飞腾在党政份额有望继续超预期，带动公司整机业务高速增长。同时上半年高新电子和电源业务订单双双高增，激励计划推出更有利于提高公司的积极性和责任感，维持目标价 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)	16.45
一年最低/最高价	10.82/22.20
市净率(倍)	6.03
流通 A 股市值(百万元)	48162.50

### 基础数据

每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	67.17
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）：Q2 全面确立经营拐点，飞腾芯片快速增长》2020-08-30
- 2、《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》2020-08-09
- 3、《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

中国长城三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>14,027</b>	<b>14,808</b>	<b>16,639</b>	<b>17,935</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,844</b>	<b>12,812</b>	<b>15,431</b>	<b>18,884</b>
现金	3,979	9,900	3,927	9,515	减:营业成本	8,169	9,562	11,339	13,682
应收账款	3,012	547	3,740	1,506	营业税金及附加	74	78	110	129
存货	3,642	2,944	4,866	4,557	营业费用	491	577	687	831
其他流动资产	3,394	1,418	4,106	2,357	管理费用	587	1,730	2,075	2,530
<b>非流动资产</b>	<b>7,643</b>	<b>8,077</b>	<b>8,651</b>	<b>9,638</b>	财务费用	108	97	85	80
长期股权投资	648	1,000	1,346	1,692	资产减值损失	-76	56	35	-2
固定资产	2,782	2,868	3,085	3,524	加:投资净收益	9	414	508	507
在建工程	376	501	673	929	其他收益	279	57	84	105
无形资产	504	457	390	333	<b>营业利润</b>	<b>1,347</b>	<b>1,533</b>	<b>1,881</b>	<b>2,446</b>
其他非流动资产	3,333	3,251	3,157	3,160	加:营业外净收支	3	-2	1	-1
<b>资产总计</b>	<b>21,671</b>	<b>22,884</b>	<b>25,289</b>	<b>27,573</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,350</b>	<b>1,531</b>	<b>1,882</b>	<b>2,445</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,612</b>	<b>10,198</b>	<b>11,530</b>	<b>12,192</b>	减:所得税费用	184	235	293	371
短期借款	3,955	3,955	3,955	3,955	少数股东损益	51	57	69	91
应付账款	2,862	3,001	3,951	4,438	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,115</b>	<b>1,240</b>	<b>1,520</b>	<b>1,984</b>
其他流动负债	2,795	3,242	3,624	3,799	EBIT	1,616	1,629	1,967	2,526
<b>非流动负债</b>	<b>3,408</b>	<b>2,994</b>	<b>2,621</b>	<b>2,349</b>	EBITDA	1,851	2,007	2,397	2,992
长期借款	2,207	1,793	1,420	1,148					
其他非流动负债	1,201	1,201	1,201	1,201	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,020</b>	<b>13,192</b>	<b>14,151</b>	<b>14,541</b>	每股收益(元)	0.38	0.42	0.52	0.68
少数股东权益	355	412	481	571	每股净资产(元)	2.83	3.17	3.64	4.26
					发行在外股份(百万股)	2928	2928	2928	2928
归属母公司股东权益	8,296	9,281	10,657	12,461	ROIC(%)	9.1%	8.5%	9.6%	11.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,671</b>	<b>22,884</b>	<b>25,289</b>	<b>27,573</b>	ROE(%)	13.5%	13.4%	14.3%	15.9%
					毛利率(%)	24.7%	25.4%	26.5%	27.5%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	10.3%	9.7%	9.9%	10.5%
经营活动现金流	109	6,589	-4,977	6,914	资产负债率(%)	60.1%	57.6%	56.0%	52.7%
投资活动现金流	-1,098	-340	-412	-841	收入增长率(%)	8.3%	18.2%	20.4%	22.4%
筹资活动现金流	1,591	-328	-583	-485	净利润增长率(%)	-0.5%	11.2%	22.6%	30.5%
现金净增加额	596	5,920	-5,972	5,588	P/E	43	39	32	24
折旧和摊销	235	378	430	467	P/B	5.81	5.19	4.52	3.87
资本开支	744	81	228	641	EV/EBITDA	27.61	22.56	21.26	15.12
营运资本变动	-1,388	5,288	-6,490	4,905					

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>

