

证券研究报告

公司研究

公司点评

中国长城 (000066.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

鲁立 计算机行业分析师
执业编号: S1500520030003
联系电话: +86 13916253156
邮箱: luli@cindasc.com

相关研究

《中国长城: 收购迈普通信股权, 网信平台功能强化》2020.12
《中国长城深度: 信创龙头腾飞在即, 生态建设加速共筑长城》2021.01

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

中国长城: Q4 信创等增速超预期, 股权激励落地 绑定长期利益

2021年1月30日

事件: 1月29日, 第二期股权激励计划首次授予实施。本计划拟向激励对象授予不超过 817 名激励对象 10,519.00 万份股票期权, 行权价格为 16.68 元/份。同日, 公司发布 2020 业绩预告: 归母净利润约 7.5 亿-11 亿, 比上年同期增长: -32.73%~-1.34%, 扣非归母净利润 2.86 亿-6.3 亿 比上年同期增长: -41.64%~28.55%。

点评:

- **Q4 季度信创及高新电子营收大幅增长。**随着国内疫情逐渐得到控制, 公司的经营逐步加速, 公司第四季度信创业务和高新电子业务营业收入较上年同期大幅增长, 毛利较上年同期增长, 因此 2020 年第四季度公司经营业绩有较大改善。公司从 20 年前三季度亏损 1.63 亿到 Q4 大幅盈利, 单四季度归母净利润预告区间为 9.1 亿-12.6 亿元, 同比变化为 -3.0%-34.3%, 单四季度扣非归母净利润 5.32 亿-8.76 亿, 同比变化 36.4%-124.6%。信创军工及高新电子业务 20 年下半年恢复较快, Q4 扣非业绩增速超预期。
- **第二期股权激励首次授予计划落地。**本计划拟向激励对象授予不超过 817 名激励对象 10,519.00 万份股票期权, 行权价格为 16.68 元/份。行权条件对 EOE, 营收, 净利率都提出了条件, 增强公司未来营收确定性。我们认为公司以 2019 年为基数对营收提出考核条件更为合理, 应对信创等项目短期激增的情况可以充分激励团队。
- 参股公司天津飞腾国产化芯片 20 年市场出货量第一, 超 150 万颗, 收入超 13 亿元, 公司信息整机 21 年成弹性业务, 22 年-24 年预计进入行业国产化高峰。行业信创趋势不变, ARM 将成为整机重要国产化生态, 22-24 年台式机更换进入创新扩散曲线早期使用阶段, 渗透率将进一步提升, 政策+技术趋势为 ARM 替换形成合力。我们认为中电有限成立, 中国电子资源向基础设施大平台中国长城投入将倾斜, 近期入股迈普通信, 延伸网信解决方案业务布局。
- 我们认为中国长城作为国内信创龙头厂商和 ARM 生态参与者, 受益于飞腾芯片成长和行业信创的推进。维持“买入”评级
- **盈利预测及投资评级:** 我们认为在新格局形式下子公司飞腾 CPU 在党政份额有望继续超预期, 带动公司整机业务快速增长; 公司推出激励计划从而绑定核心人才, 更有利于夯实未来业绩持续性。我们预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 8.62、10.38 及 12.43 亿, EPS 为 0.29、0.35 及 0.42 元。对应当前股价 2020-2022 年的 PE 分别为 59X/49X/41X, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 1) ARM 产业落地不及预期; 2) 信创行业发展不及预期; 3)

无法实现股权激励业绩考核；4)行业竞争加剧。

表 1: 中国长城重要财务指标

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	100.09	108.44	129.83	179.65	230.26
增长率 YoY %	5.3%	8.3%	19.7%	38.4%	28.2%
归属母公司净利润(亿元)	11.21	11.15	8.62	10.38	12.43
增长率 YoY%	92.9%	-0.5%	-22.7%	20.4%	19.8%
毛利率%	0.38	0.38	0.29	0.35	0.42
市销率 P/E(倍)	12.38	40.86	58.84	48.87	40.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 股价为 2021 年 01 月 29 日收盘价:17.32 元

附录:

表 2: 第二期股权激励考核条件

行权期	业绩考核条件
首次授予的股票期权第一个行权期	(1) 2021年度净资产现金回报率 (EOE) 不低于13.5%, 且不低于2021年度同行业平均业绩 (或对标企业75分位值) 水平。 (2) 以2019年为基础, 2021年度营业收入增长率不低于40%, 且不低于2021年度同行业平均业绩 (或对标企业75分位值) 水平; (3) 2021年营收净利率 (净利润/营业收入) 不低于3.2%。
首次授予的股票期权第二个行权期	(1) 2022年度净资产现金回报率 (EOE) 不低于14.00%, 且不低于2022年度同行业平均业绩 (或对标企业75分位值) 水平。 (2) 以2019年为基础, 2022年度营业收入增长率不低于65%, 且不低于2022年度同行业平均业绩 (或对标企业75分位值) 水平; (3) 2022年营收净利率 (净利润/营业收入) 不低于3.2%。
首次授予的股票期权第三个行权期	(1) 2023年度净资产现金回报率 (EOE) 不低于14.50%, 且不低于2023年度同行业平均业绩 (或对标企业75分位值) 水平。 (2) 以2019年为基础, 2023年度营业收入增长率不低于95%, 且不低于2023年度同行业平均业绩 (或对标企业75分位值) 水平; (3) 2023年营收净利率 (净利润/营业收入) 不低于3.2%。

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	9,483	14,027	17,828	22,033	26,485	
货币资金	3,395	3,979	4,162	4,470	4,923	
应收票据	755	1,518	2,134	2,707	3,470	
应收账款	2,967	3,012	3,557	4,676	5,993	
预付账款	219	1,211	867	1,292	1,726	
存货	1,984	3,642	6,184	7,897	9,307	
其他	162	664	925	993	1,065	
非流动资产	7,395	7,643	9,020	10,152	11,346	
长期股权投资	314	648	748	748	748	
固定资产(合计)	1,927	2,782	3,542	4,220	4,956	
无形资产	474	457	539	587	635	
其他	4,681	3,757	4,191	4,597	5,007	
资产总计	16,879	21,671	26,848	32,185	37,831	
流动负债	7,170	9,612	11,873	15,105	18,428	
短期借款	2,023	3,955	3,955	4,755	5,755	
应付票据	566	702	1,586	1,965	2,270	
应付账款	2,148	2,862	3,700	4,824	5,902	
其他	2,433	2,094	2,633	3,562	4,501	
非流动负债	2,290	3,408	5,408	6,408	7,408	
长期借款	1,244	2,207	4,207	5,207	6,207	
其他	1,047	1,201	1,201	1,201	1,201	
负债合计	9,460	13,020	17,281	21,513	25,836	
少数股东权益	435	355	410	476	556	
归属母公司股东权益	6,983	8,296	9,158	10,196	11,439	
负债和股东权益	16,879	21,671	26,848	32,185	37,831	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	10,009	10,844	12,983	17,965	23,026	
同比(%)	5.3%	8.3%	19.7%	38.4%	28.2%	
归属母公司净利润	1,121	1,115	862	1,038	1,243	
同比(%)	92.9%	-0.5%	-22.7%	20.4%	19.8%	
毛利率(%)	22.2%	24.7%	25.7%	27.4%	28.0%	
ROE%	16.0%	13.4%	9.4%	10.2%	10.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.38	0.29	0.35	0.42	
P/E	12.38	40.86	58.84	48.87	40.79	
P/B	1.99	5.49	5.54	4.97	4.43	
EV/EBITDA	20.42	52.56	48.19	40.94	36.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	10,009	10,844	12,983	17,965	23,026	
营业成本	7,792	8,169	9,646	13,042	16,571	
营业税金及附加	73	74	65	135	230	
销售费用	377	491	584	898	1,266	
管理费用	605	587	714	1,078	1,497	
研发费用	658	849	1,104	1,617	2,072	
财务费用	43	108	291	394	486	
减值损失合计	95	-76	-60	-55	-50	
投资净收益	812	9	117	162	207	
其他	138	849	438	386	490	
营业利润	1,507	1,347	1,074	1,294	1,551	
营业外收支	-7	3	5	5	5	
利润总额	1,500	1,350	1,079	1,299	1,556	
所得税	295	184	162	195	233	
净利润	1,205	1,166	917	1,104	1,323	
少数股东损益	84	51	55	66	79	
归属母公司净利润	1,121	1,115	862	1,038	1,243	
EBITDA	714	909	1,136	1,373	1,581	
EPS(当年)(元)	0.38	0.38	0.29	0.35	0.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	72	109	53	107	179	
净利润	1,205	1,166	917	1,104	1,323	
折旧摊销	209	235	265	178	192	
财务费用	97	137	351	457	553	
投资损失	-812	-9	-117	-162	-207	
营运资金变动	-595	-1,388	-1,418	-1,520	-1,725	
其它	-32	-32	54	50	44	
投资活动现金流	-508	-1,098	-1,520	-1,143	-1,173	
资本支出	-760	-534	-1,517	-1,294	-1,370	
长期投资	312	-450	-100	0	0	
其他	-60	-114	97	152	197	
筹资活动现金流	698	1,591	1,649	1,343	1,447	
吸收投资	34	0	0	0	0	
借款	1,078	2,113	2,000	1,800	2,000	
支付利息或股息	-340	-371	-351	-457	-553	
现金流净增加额	278	596	182	308	454	

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。