启明星辰（002439.SZ）

持续投资参股培育生态链，布局大安全

- **信息安全行业领先企业**

公司拥有完善的专业安全产品线，包括防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域，客户主要集中在政府、电信、金融、能源、交通、军队、军工、制造等国内高端企业级客户。2007-2014年公司营业收入 CAGR26.10%，净利润 CAGR23.43%。

- **持续并购及投资，布局大安全领域**

公司上市后投资设立、参股和收购了多家企业，进入多个技术产品领域和市场。收购网御星云，是军队、武警、军工企业防火墙和 UTM 产品的主要供应商，拥有上百家金牌代理商和战略合作伙伴、覆盖全国二三级及部分四级城市的销售渠道；收购书生电子，在数字签名、电子印章、文档安全等安全文档技术有着深厚的积累；收购合众数据，在大数据分析处理、边界接入、隔离交换等方面有着深厚的技术积累；拟收购安方高科，从事电磁兼容和信息安全防护工程设计、安装及产品研发。

- **受益国产化及安全行业，未来有望加速成长**

市场份额方面，公司在网络入侵防御系统、入侵防御系统、统一威胁管理、漏洞扫描产品、安全管理平台、安全服务等多项细分市场排名前列。在政府和军队拥有 80%的市占率，为世界五百强 60%的中国企业客户提供安全产品及服务，对政策性银行、国有控股商业银行、全国性股份制商业银行实现 90%的覆盖率，为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商提供安全产品、安全服务和解决方案。

- **盈利预测与估值**

我们认为公司在资本规模、产业链渠道与技术方面已经晋升为具备全产业链整合能力的行业龙头，在持续的外延扩张中逐渐成为行业翘楚，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.65、0.88、1.18 元，给予“买入”评级。

- **风险提示**

毛利率下降的风险；技术风险；运营管理风险；重组合并后的整合风险。

盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	948.43	1,195.65	1,794.70	2,239.52	2,794.77
增长率(%)	30.31%	26.07%	50.10%	24.79%	24.79%
EBITDA(百万元)	99.58	195.24	303.71	375.57	484.51
净利润(百万元)	122.40	170.37	280.44	380.70	508.91
增长率(%)	66.19%	39.19%	64.61%	35.75%	33.68%
EPS（元/股）	0.590	0.410	0.651	0.883	1.181
市盈率（P/E）	173.01	124.29	78.39	57.75	43.20
市净率（P/B）	7.94	14.16	12.38	10.19	8.25
EV/EBITDA	206.45	107.34	68.61	54.45	41.14

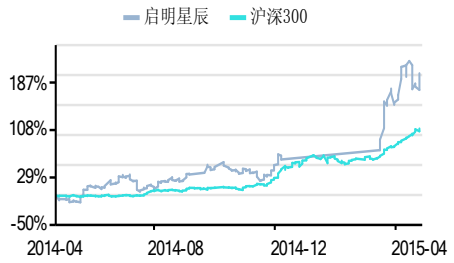
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	51.01 元
合理价值	60.00 元
前次评级	无
报告日期	2015-04-23

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	415/261
流通 A 股市值（百万元）	21,175
每股净资产（元）	3.60
资产负债率（%）	32.73
一年内最高/最低（元）	53.47/14.44

相对市场表现



分析师： 刘雪峰 S0260514030002
02160750605
gfliuxuefeng@gf.com.cn
分析师： 康 健 S0260111040002
010-59136690
kangjian@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

图表索引

一、公司基本情况介绍

（一）公司主营业务概述

公司拥有完善的专业安全产品线，包括防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域。公司的解决方案为客户的安全需求与信息安全产品、服务之间架起桥梁，客户主要集中在政府、电信、金融、能源、交通、军队、军工、制造等国内高端企业级客户。2014年实现营业收入11.96亿元、营业利润1.13亿元、归属于公司股东的净利润1.70亿元，分别同比增长26.07%、210.34%和39.19%。从公司主要产品分类来看，2014年安全产品（安全网关、安全检测、平台工具、数据安全）实现收入9.25亿元，同比增长34.57%，硬件及其他实现收入1.28亿元，同比降低0.22%，安全服务实现收入1.21亿元，同比增长4.95%。

表1：公司主要产品分类（单位：万元）

产品名称	2014 年度		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
安全产品	92,526	77.39%	68,757	72.50%	49,432	67.92%	29,115	68.28%
安全网关	47,597	39.81%	37,807	39.86%	24,191	33.24%	10,569	24.79%
安全检测	29,137	24.37%	22,929	24.18%	18,418	25.31%	8,582	20.13%
平台工具	11,683	9.77%	8,022	8.46%	6,823	9.37%	5,546	13.01%
数据安全	4,109	3.44%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
硬件及其他	12,774	10.68%	12,802	13.50%	10,896	14.97%	3,727	8.74%
安全服务	12,106	10.13%	11,535	12.16%	10,503	14.43%	8,003	18.77%
收入合计	119,565	100.00%	94,843	100.00%	72,781	100.00%	42,638	100.00%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

随着信息安全行业的发展，公司安全产品和专业安全服务不断推陈出新，公司主要安全产品包括入侵检测系统（IDS）、入侵防御系统（IPS）、防火墙/UTM、漏洞扫描、VPN/净荷加密机、网络与数据库审计系统、互联网审计和行为监管系统、内网安全管理、安全管理平台等，同时提供国际化风险管理咨询、专业化风险评估、实时性管理监控、专家型应急响应以及安全认证培训服务等多项专业安全服务，得到了广大企业级客户的认可。公司主要的安全产品和服务如下：

表2：公司主要产品分类和服务

产品分类	产品
统一威胁管理(UTM)	天清汉马 USG 一体化安全网关
防火墙(FW)	天清汉马 USG 防火墙
入侵检测(IDS)	天阗入侵检测与管理系统（IDS）
威胁检测(TDS)	天阗威胁检测与智能分析系统（TDS）
Web 应用防火墙(WAF)	天清 Web 应用安全网关
入侵防御(IPS)	天清入侵防御系统（IPS）
抗 DDoS(ADM)	天清异常流量管理与抗拒绝服务系统

漏洞扫描	天镜脆弱性扫描与管理系统
配置核查	安全配置核查管理系统（基线）
安全审计	天玥网络安全审计系统（业务网审计）
日志审计	泰合信息安全运营中心系统-日志审计系统
运维安全管控（堡垒机）	运维安全管控
互联网行为管控	天玥网络安全审计系统-互联网行为管控
终端安全	天珣内网安全风险管理与审计系统
安全管理平台(SOC)	泰合信息安全运营中心系统
业务支撑安全管理(BSM)	泰合信息安全运营中心业务支撑安全管理系统
数据防泄密(DLP)	天榕数据防泄密（DLP）系统
无线安全引擎	无线安全引擎
应用交付	天清 ADC 应用交付解决方案
网闸	天清安全隔离与信息交换系统
安全服务	安全风险评估、安全管理咨询、应用系统安全评估、安全管理监控、客户化安全服务

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（1）信息安全产品

公司提供入侵检测系统（IDS）、入侵防御系统（IPS）、防火墙/UTM、漏洞扫描、VPN/净荷加密机、网络与数据库审计系统、互联网审计和行为监管系统、内网安全管理、安全管理平台等主流信息安全产品，并在此基础之上形成：安全网关类、威胁检测类(安全检测类)、应用监管类(安全监管类)、安全工具类和安全管理平台类（SOC）五大产品类，10个产品族，100多个细分产品。五大类产品类可以分别对应客户在网络边界安全、网络威胁检测和控制、业务审计和合规、IT系统自身评估能力建设、网络风险管理等五个方面的安全需求。

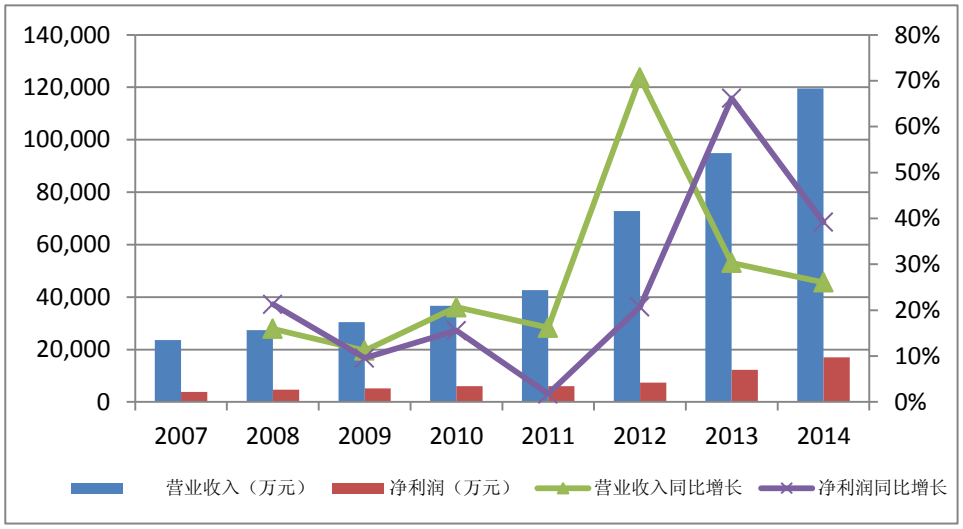
（2）安全服务

目前公司可提供国际化风险管理咨询、专业化风险评估、实时性管理监控、专家型应急响应以及安全认证培训服务等多项专业安全服务，经过千余项重点行业服务项目和国家项目的实践积累，已经形成了覆盖客户IT系统全生命周期安全需求的完整服务体系。

（二）07-14 年营业收入 CAGR26.10%，净利润 CAGR23.43%

近年来公司的核心业务保持稳定增长，2007年公司实现营业收入23,586万元，净利润3,904万元，2014年公司实现营业收入119,565万元，净利润17,037万元，2007-2014年营业收入CAGR达到26.10%，净利润CAGR达到23.43%，2014年公司实现营业收入同比增长26.07%，净利润同比增长39.19%。公司是国内最具核心竞争力的企业级网络安全解决方案商之一，未来三年营业收入和净利润的复合增速仍有望保持在25%以上。

图 1：2006-2014年营业收入和净利润复合增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）“棱镜门”事件成国产化及信息安全催化剂

“棱镜门”事件始于2013年6月，该项目可对电邮、即时消息、视频、照片、存储数据、语音聊天、文件传输、视频会议、登录时间和社交网络资料的细节这十类信息进行监控；许可的监听对象包括任何在美国以外地区使用参与计划公司服务的客户，或是任何与国外人士通信的美国公民。此后，随着该事件愈演愈烈，斯诺登不断泄露出更多惊天机密。

表 3：“棱镜门”事件斯诺登主要泄密内容

美大规模监控国民隐私
✓ 要求电信巨头威瑞森公司必须每天上交数百万用户的通话记录；
✓ 过去 6 年，NSA 和 FBI 直接进入微软、谷歌、苹果、雅虎等九大网络巨头的中心服务器，实时跟踪用户电邮、聊天记录、视频、音频、文件及照片等秘密资料；
✓ 美国已在全球进行 6.1 万次渗透行动。
欧盟震惊遭美大肆窃听
✓ NSA 安装窃听设备监听欧盟机构并入侵欧盟电脑网络，已达 5 年之久；
✓ NSA 对德国的情报监听每月多达 5 亿次，包括窃听电话、查看电子邮件和短信，并把德作为“攻击目标”；
✓ 美国接触欧洲公民 70%私隐资料。
G20 峰会成“监听大会”
✓ 2009 年在伦敦召开的 20 国集团峰会上，英国情报机构政府通信总部监听多个政府代表团通话并获取他们的电邮信息；
✓ 美国情报人员在此次会议上监听了俄总统梅德韦杰夫与国内的卫星电话。
全球 38 个驻美使馆遭美监控
✓ 美以 38 个驻美使馆和外交办事处为“目标”，包括欧盟机构以及法国、意大利、希腊等欧洲国家，还包括日本、韩国、印度、土耳其、墨西哥等其他地区盟友；
✓ 美采取多种监视手段，包括“底儿掉式”复制电脑硬盘内文件以及在传真机等电子通信装备上安装窃听器。
美国入侵中国网络多年

- ✓ NSA 从 2009 年开始入侵中国大陆和香港的电脑和网络系统，成功率高达 75%，已有数百个目标受到监视，香港目标多为大学、政府官员、商人和学生；
- ✓ NSA 通过思科路由器监控中国网络和电脑，而中国几乎所有大型网络项目的建设都有思科参与其中；
- ✓ 美曾攻击中国数家电信公司及清华主干网络；
- ✓ 美国在世界 90 个国家设有监控点，包括中国五大城市香港、北京、上海、成都、台北，中国成为东亚首要监控地。

数据来源：新华网，广发证券发展研究中心

中央网络安全和信息化领导小组成立彰显国产化机遇。2014年2月27日，中央网络安全和信息化领导小组宣告成立，由中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平担任组长，李克强、刘云山任副组长。其不仅表明我国网络安全和信息化国家战略迈出了重要一步，更显示出政府在保障网络安全、维护国家利益、推动信息化发展的决心。2015年4月20日十二届全国人大常委会第十四次会议进行二次审议的国家安全法草案，增加了一些重要领域的安全任务。其中，在网络与信息安全中，二审稿增加了国家“建设国家网络与信息安全保障体系，提升网络与信息安全保护能力” “维护国家网络空间主权”的规定。

表4：2014年信息安全行业相关政策

相关政策
2014 年 2 月 27 日，中央网络安全和信息化领导小组宣告成立，由中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平亲自担任组长，李克强、刘云山任副组长，并在北京召开第一次会议。其不仅表明我国网络安全和信息化国家战略迈出了重要一步，更显示出政府在保障网络安全、维护国家利益、推动信息化发展的决心。
2014 年 3 月 5 日，第十二届全国人民代表大会第二次会议中国务院总理李克强在汇报政府工作报告中明确指出要维护网络安全，鼓励电子商务创新发展。
2014 年 5 月 16 日，中央国家机关政府采购中心下发《中央国家机关政府采购中心重要通知》，要求国家机关进行信息类协议供货强制节能产品采购时，所有计算机类产品不允许安装 Win8 操作系统，操作系统中的个人操作系统选项中只有 SPGnux、中标麒麟（NeoKylin）、中科方德、中科红旗四个选项。Win8 被禁止主要出于网络安全考虑，例如 Win8 允许用户通过云共享内容，容易导致政府信息外泄，政府担忧内容“不可管控”问题。
2014 年 5 月 22 日，国家互联网信息办公室表示我国即将推出网络安全审查制度，将成为维护国家网络安全最有效的法理依据，对于网络强国建设具有重大推动作用。该项制度规定，关系国家安全和公共利益的系统使用的重要技术产品和服务，应通过网络安全审查。即在中国市场出售的所有海外 IT 产品和服务都将服从新的审查筛选进程。未能通过审查的任何企业、产品或服务都将被禁止进入中国市场。审查将集中在被用于通讯、金融、能源和其他任何中国政府认为与国家安全或“公众利益”相关的行业。
2014 年 7 月 3 日，公安部下发通知，要求各级公安机关今后禁止采购赛门铁克的“数据防泄漏”(Symantec DLP)产品，并尽快用国产软件予以更换，原因是该产品存在窃密后门和高危安全漏洞。赛门铁克是世界上最大的安全软件厂商，其产品在国内市场被广泛应用，该事件预示着信息安全产品国产化的进程将会加快。
2014 年 10 月 7 日，经习近平主席批准，中央军委近日印发《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》。提出要全面推开信息安全等级保护和风险评估，规范信息安全建设和管理；强力推进国产自主化建设应用，夯实信息安全根基；创新发展信息安全技术防护体系，有效提升信息安全综合防御能力；严格实施信息安全综合管控，确保重要人员、核心数据和关键设备安全；建立健全信息安全工作机制。
2014 年 11 月 24 日，网信办联合中央编办、公安部和工信部等八个部门举办首届国家网络安全宣传周活动，中央网信组副组长刘云山在启动仪式上发表讲话。他指出，网络信息人人共享、网络安全人人有责，要不断增强全民网络安全意识，切实维护网络安全，着力推进网络空间法治化，为建设网络强国提供有力保障。

数据来源：广发证券发展研究中心

二、持续并购及投资，布局大安全领域

公司上市后投资设立、参股和收购了多家企业，通过各种方式进入多个技术产品领域和市场。收购网御星云，是军队、武警、军工企业防火墙和UTM产品的主要供应商，拥有上百家金牌代理商和战略合作伙伴、以及能够覆盖到全国二三级城市及部分四级城市的销售渠道；收购书生电子，在数字签名、电子印章、文档安全等安全文档技术方面有着深厚的技术积累，主要用户集中在政府、金融、能源等重要行业；收购合众数据，专注于大数据处理技术和安全数据交换产品，在大数据分析处理、边界接入、隔离交换等方面有着深厚的技术积累，主要用户集中在公安、军队、政府等重要行业用户；拟收购安方高科，从事电磁兼容和信息安全防护工程设计、安装及产品研发，定位于各级党政机关、军队、军工企业等。

（一）收购书生电子，布局安全文档技术领域

2014年6月17日，启明星辰全资子公司启明星辰信息安全投资有限公司与王东临先生、李建光先生、姜海峰先生、韩有信先生、天津书生投资有限公司签署了《合作备忘录》，投资公司以自有资金分三期收购书生电子100%股权。其中，第一期拟以不超过9,180万元现金收购51%的书生电子股权。同时，投资公司有权利在2015年12月31日前以不超过7,000万元收购书生电子其余24%股权，在2016年12月31日前以不超过9,000万元收购书生电子剩余25%股权。

表 5：书生电子股权收购计划

执行期	时间	数量比例
第一期	授予日	51%
第二期	2015 年 12 月 31 日前	24%
第三期	2016 年 12 月 31 日前	25%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

业绩承诺：书生电子承诺2014年度的净利润将不低于1,800万；2015年度的净利润将不低于2,200万元。

表6：书生电子业绩承诺

年度	承诺业绩
2014 年	书生电子 2014 年度经审计的净利润不低于人民币 1,800 万
2015 年	书生电子 2015 年度经审计的净利润不低于人民币 2,200 万

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（1）公司基本情况介绍

书生电子主要从事应用安全领域，在数字签名、电子印章、文档安全等安全文档技术方面有着深厚的技术积累，致力于以数字技术取代传统纸张应用，提供相关产品技术和服务，主要用户集中在政府、金融、能源等重要行业。基于书生电子的SEP数字纸张技术，可以搭建符合传统纸张特性的技术平台，将传统基于纸张的应用全面e化。

启明星辰在成功收购并整合网御星云补强UTM产品线以后，对数字签名领

域展开布局，书生电子在安全文档软件方面有多项国际领先的技术及专利，为重要行业用户提供安全数字签名、电子印章、电子公文等软件产品，同时拥有相关涉密和商密资质。书生电子是国内领先的、拥有自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。

（2）公司主要产品及服务

书生电子的主要产品及服务包括公文数字化系统、书生电子公文传输系统、书生商业机密保护系统、领导手写签批系统、纸质公文鉴别和防泄密系统、公文档案管理系统、书生SEP产品和解决方案、电子合同管理系统、电子申报审批系统、智能信息采集系统等，公司的主要产品及服务如下：

表 7：公司主要产品及服务

产品	产品或业务名称	功能用途说明
	公文数字化系统	面向互联网违规信息的安全监控系统，可以支持 IDC、WAP、专线等链路出口的违规信息和网站的监控。违规类型主要有：涉黄、涉政、涉恐等。涉及文字、图片、视频、音频等内容识别核心技术。
	书生电子公文传输系统	针对通信运营商业务（如互联网、短信息、移动业务等）进行拨测、爬虫或旁路的方式，监测业务内容安全运行。业务安全类型主要有：恶意订购、欺诈信息、违法信息等。其核心是通过文字、图片、视频、病毒等识别算法，发现违规行为，保障业务安全运行。
	书生商业机密保护系统	通过信息安全综合管理平台，统一管理全网业务安全流程、处置等手段，同时作为总部对分部考核的依据；为现网运行的信息安全系统提供策略分析和优化提升功能，完善策略执行效果；面向信息安全系统，提供现网安全分析与展现。
	领导手写签批系统	针对移动互联网的手机病毒、互联网的僵木蠕进行文件检测功能，支持各种接口获取流量数据，发现并拦截已知病毒，同时提供未知病毒的研判分析功能。
	纸质公文鉴别和防泄密系统	通过 每份打印出来的公文中附加无法破坏或去除的隐形“ 标记 ”， 有效 解决电子公文打印为纸质文件后的可鉴别和可跟踪问题
	公文档案管理系统	有效 解决电子公文归档和安全使用问题，并符合《国家档案局 6 号令》的要求。
	书生 SEP 产品和解决方案	SEP 是中文平台上通用、优秀、安全可靠的文档分发和交换格式，可以完整地原版原貌地转换各种来源的应用程序所生成的电子文档，对文字、图像、图形、文档布局等都可以完整地保留。 SEP 文件采用先进的分类压缩方式和先进压缩算法，使得电子文档的共享、交换和归档变为一件轻松愉快的事情。对通用格式的支持使 SEP 电子文档的广泛使用，从而保证了该技术易用和稳定。采用 SEP 文件格式及 SEP 系列软件产品，为政府与企事业单位的文档一体化工作和电子政务建设提供了值得信赖的文档解决方案。
书生电子印章中心	电子合同管理系统	提供电子合同具有与传统纸质合同相同的法律效力，不但完全具有纸质合同的外观效果，更具有高度的信息安 全性、不可否认性、不可篡改性，以及盖在电子合同上的电子印章具有不可剥离性。电子合同不但可以原样打印、归档、检索，而且可以提取有用的数据，直接与关 系型数据库交互，从而与企业 ERP 、 CRM 等核心应用系统构成一个整体。
外网应用解决方案	电子申报审批系统	基于智能电子表单结合电子印章所构建的申报审批平台，全面模拟基于纸张的申报审批效果，具有传统电子申报审批系统无可比拟的优势。业务人员可以随需定义 XML 的表单样式，用户可进行在线或离线申报与审批。所申报的数据可以 XML 格式传输、存储，并通过书生 XML-DB Toolkits 产品实现与数据库的自动交互。
	智能信息采集系统	新一代基于 XML 技术的智能电子表单，所见即所得的表单设计，灵活的表单部署，友好的表单填报，动态的表单流转，智能的表单信息处理，为您从根本上解决信息采集的

	问题，尤其对于多级信息采集、汇总处理方面具有无可比拟的优势。
书生.读吧 — 电子书门户网站	网站功能设计从消费者(so)的角度出发，保证了资源的易获得性（方便检索、查询到达目的）；极具亲和力的界面和流程；完善的支付系统；顺畅的资源流转；详细的统计分析信息等功能，帮助广大读者延续看书、选书的快乐，

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（3）协同效应

书生电子率先发明了电子印章技术，并拥有数字签名、数字纸张(SEP技术)等方面的核心技术。电子印章和数字签名技术可以确保文档不能被随意篡改，并能通过身份认证等设定以保障数据安全。目前此技术已经被广泛应用于政府的电子公文认证领域，包括国家部委、省级政府等。公司的SEP文档库技术是全球第一个文档库技术，统一面向书面文档处理的访问标准，为应用软件提供书面文档的通用操作功能,未来的应用空间非常广阔。

通过收购书生电子，启明星辰实现在应用安全、数据安全新领域的业务布局，进一步丰富产品线，打造整体解决方案。并购完成后，公司将很大程度上提升公司在信息安全领域的产品覆盖面，提高市场占有率，进而提升技术水平以及公司的经营业绩。公司扩张过程中建立的渠道优势也将使其在行业技术变革过程中享受需求向好的局面，同时也将在后期竞争中体现领先优势。

（二）收购合众数据，进军数据安全领域

2014年9月，公司以自有资金17,850万元收购合众数据51%的股权，2015年3月，公司通过发行股份的形式收购剩余49%的股权，经交易各方协商，合众数据49%股权的交易对价初步确定为15,435万元。

业绩承诺：交易对方董立群、周宗和和博立投资共同承诺合众数据2015年度、2016年度和2017年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于2,500万元、3,125万元和3,610万元，承诺期合计承诺净利润数为9,235万元。

表8：合众数据业绩承诺

年度	承诺业绩
2015 年	合众数据 2015 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 2,500 万元
2016 年	合众数据 2016 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 3,125 万元
2017 年	合众数据 2017 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 3,610 万元

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（1）公司基本情况介绍

杭州合众数据技术有限公司成立于2003年，专门从事信息安全和大数据领域的产品供应商和系统集成商，客户包括公安、国安、发改委、国土、房管、社保、电力等众多行业的数千家。公司总部位于杭州，在全国有三个分公司（北京、四川、山东）七个办事处（江苏、广州、上海、陕西、辽宁、新疆、贵州），形成了以杭州为总部，辐射东北、华北、华南、华东、西南、西北的全国性销售、售后服务支撑平台，为客户提供及时、有效、专业的24小时服务。

（2）公司主要产品及服务

合众数据的主要产品及服务包括信息安全、大数据处理、数据库灾备、云安全，公司的主要产品及服务如下：

表9：合众数据产品及服务

产品或业务名称	产品说明
信息安全	合众公司提供全方位的数据交换产品：包括面向异构数据库/文件系统交换的合众安全数据交换系统（通过等保三级检测），合众安全网闸（通过等保三级检测），面向视频信息交换的合众视频安全接入系统，面向单向交换的合众单向光闸（入围公安部网监局、国安、总装），面向分布式数据交换的合众联邦数据交换系统，面向跨网络请求服务的合众请求服务系统等。
大数据处理	合众公司提供全方位的数据处理产品：包括能够满足无干扰数据日志采集同步的合众实时数据同步系统，用于数据清洗/转换/数据质量控制的合众数据集成系统（ETL），用于元数据管理/核心数据库管理的合众元数据管理系统，用于面向 WEB 服务交换的合众应用服务系统等。
数据库灾备	随着信息化水平的提高，管理人员为了提高系统运维管理水平，满足相关标准要求，防止黑客的入侵和恶意访问，跟踪服务器上的用户行为，保护核心数据库的数据安全，降低运维成本等目的，而广泛的采用了各类审计技术和审计产品。
云安全	合众桌面云采用虚拟化技术，基于集中化管理的基础资源实现桌面虚拟化，并通过网络提供给用户终端访问，具有易部署、易管理、高安全、高可靠等优势，并且能够提高资源利用率、降低运维成本，使政府企事业单位真正实现订阅式的 IT 桌面服务。

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（3）协同效应

合众数据拥有包括公安、国安、发改委、国土、房管、社保、电力等众多行业的数千家客户。而启明星辰的客户主要在政府部门、金融、电信、石化等领域，双方的客户资源将呈现优势互补状态，业务扩张将加快。

启明星辰并购合众数据后，公司将实现从网络安全到数据安全领域。合众数据从2003年成立以来，一直专注于信息安全和大数据多系列产品的研发。在信息安全、大数据处理、数据库灾备、云安全等方面拥有成熟的产品和广阔的市场。其自主研发的数据镜像复制技术，支持各种主流数据库，广泛应用于大数据的采集、复制、集中及灾备等领域，是云计算和大数据安全的重要一环。

信息安全主要包括以下五方面的内容，即需保证信息的保密性、真实性、完整性、未授权拷贝和所寄生系统的安全性。网络环境下的信息安全体系是保证信息安全的关键，同时启明星辰原有业务也只是在网络安全层，而合众信息在数据安全方面具有明显优势。两者的强强联合将完善启明星辰在信息安全领域的布局。并购完成后，公司在提升高端产品数据分析能力的同时，会将高端产品数据分析能力进行低成本化和小型化，会影响到安全的其它产品线。同时，合众信息和启明星辰不同的技术优势也将互相完善，合众在大数据技术研发方面较为突出，对于启明星辰来讲，发现APT攻击的一个有效方式是做全周期全范式的检测，数据层是其中重要一环，并购的成功必将提升公司的技术水平和综合收益。

（三）收购安方高科，完善物理安全领域

2015年3月，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买于天荣、郭林合计持有的安方高科100%股权，交易价格初步确定为22,185万元。其中，以发行股份方式支付交易对价的70%，金额为15,530万元；以现金方式支付交易对价的30%，金额为6,656万元。

业绩承诺：交易对方于天荣、郭林共同承诺安方高科2015年度、2016年度和2017年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于1,850万元、2,150万元和2,360万元，承诺期合计承诺净利润数为6,360万元。

表10：安方高科业绩承诺

年度	承诺业绩
2015 年	安方高科 2015 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 1,850 万元
2016 年	安方高科 2016 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 2,150 万元
2017 年	安方高科 2017 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 2,360 万元

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（1）公司基本情况介绍

安方高科是国内电磁信息安全领域领先的专业服务和产品提供商，产品主要面向各级党政机关与军方等涉密单位。公司先后为党、政、军涉密部门，国家级实验室，产业基地，CA认证中心等，建造、生产了上千套屏蔽室和上万台信息安全设备。在国家提升安全战略的背景下，军方与政府涉密机构的计算机系统电磁安全显得尤为重要。

安方高科先后完成了国家“863”计划信息安全项目，国家创新基金项目和北京市火炬计划项目的研究。具有《涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书》、《军用信息安全产品(电磁屏蔽室)认证证书》、《军用信息安全产品(电磁屏蔽机桌)认证证书》、《武器装备科研生产单位保密资格证书》、《武器装备科研生产许可证》、国军标GJB9001A-2001《质量管理体系认证》和ISO9001：2000《质量管理体系认证》等多项资质。

2010年国内电磁安全市场规模达25亿，在军队与政府强调自主可控与网络安全的大背景下电磁安全市场有望迎来高速发展期。安方高科2014年营收1.26亿，未来增长空间很大，启明星辰在政府与军队信息安全市场份额达到80%，安方高科有望借助启明星辰在政府与军方的资源快速提升市场份额，同时启明星辰也可以进一步完善公司的信息安全整体解决方案，提升研发与销售资源的利用效率。

（2）公司主要产品及服务

安方高科的主要产品及服务包括电磁屏蔽机桌、涉密载体保密柜、电磁屏蔽机柜（B/C级）、低泄射安全保密一体机、低泄射安全保密加固笔记本电脑、低泄射安全保密台式计算机、半电波暗室、全电波暗室，公司的主要产品及服务如下：

表 11：公司主要产品及服务

产品	产品或业务名称	功能用途说明
电磁屏蔽系列	电磁屏蔽机桌	电磁屏蔽机桌是安方高科综合运用电磁防护技术，及特有的低辐射显示器等专利技术，自主研制的高屏蔽效能的计算机安全防护设备。该产品能有效地抑制计算机、显示器、打印机、传真机等信息处理设备的电磁泄漏发射，保护涉密信息安全；并具有抗强电磁干扰、抑制电磁辐射等能力，使操作人员免受电磁辐射伤害。安方电磁屏蔽机桌是目前市场占有率最高的安全保密机桌类产品，满足国军标及国家保密局双重 B 级认证，并且已经了单体式、双联体、多联体以及平台式等多个产品系列。
	涉密载体保密柜	保密柜是涉密企业办公的必备设备，安方高科根据用户的实际需求，创新研发了集文件保密柜功能与电磁防护功能于一体的涉密载体保密柜和磁介质保密柜，此产品系列结构合理、选材制造优良、坚固耐用、一柜双用、成本低廉，集保密柜与电磁防护优点于一身，目前处于市场领先地位。
	电磁屏蔽机柜（B/C 级）	电磁屏蔽机柜是安方高科研发的高端安全防护网络基础设备，综合运用了屏蔽、隔离、接地、滤波等先进技术，以及创新的结构设计与工艺，能够有效地抑制柜内服务器、交换机等重要网络设备的电磁辐射（信息泄漏），同时防止外界的电磁干扰；该产品系列已经成功应用在总参、二炮、党政机关、央企等大中型数据和网络中心及各种涉密机房。安防高科目前已经形成了标准 19 寸 37U，符合国家保密局及国军标双重认证的 B 级、C 级以及特种空调机柜、高端指纹机柜等多产品系列。
低辐射计算机系列	低泄射安全保密一体机	低泄射安全保密一体机是安方高科自主研发的一款低辐射、高配置、安全保密的一体式计算机，外形美观可靠性高，集一体机的简约、整洁、时尚优势与低电磁泄漏发射于一身，满足国军标及国家保密局双重 B 级认证，此产品在市场上处于领先地位。已经成功应用在军队、政府、金融、税务、国安等重要涉密部门。
	低泄射安全保密加固笔记本电脑	金铠 AD 是安方高科研发的一款高可靠和低电磁辐射的加固型安全保密笔记本电脑;是目前国内最先进的安全保密笔记本电脑，符合军用计算机规范要求(加固型)，满足 GJB4216-2001 中 A 级低电磁辐射泄漏要求，能够在各种恶劣的环境下使用是特殊保密人员或党政机关移动办公或应用的首选安全保密移动设备。
	低泄射安全保密台式计算机	低泄射安全保密台式计算机是采用安方高科公司具有自主知识产权的电磁安全技术开发的高性能低泄射安全保密计算机，其整体技术和工艺水平处于国内领先地位，定制可插拔加锁式高速硬盘，安全级别高，能够满足机要部门安全保密及管理的特殊需求；产品具备双重保密认证（ 国家保密局 GGBB1-1999 B 级；国军标 军 C+级），品质保障；目前已经成功应用在军队、政府等重要涉密部门。
电波暗室系列	半电波暗室	半电波暗室主要用于模拟开阔场，用于辐射无线电骚扰(EMI)和辐射敏感度(EMS)测量，民标测试半电波暗室的尺寸和射频吸波材料的选用主要由受试设备(EUT)的外形尺寸和测试要求确定，分 3m 法、5m 法或 10m 法，另有军标测试 1m 法暗室。
	全电波暗室	全电波暗室主要用于模拟自由空间的情况，通常用于天线或特殊设备的辐射发射测试、灵敏度和抗扰度实验。全电波暗室减小了外界电磁波信号对测试信号的干扰，同时电磁波吸波材料可以减小由于墙壁和天花板的反射对测试结果造成的多径效应影响。
电磁屏蔽室系列	保密会议室	保密会议室是用于召开涉及国家秘密会议的场所，通过电磁辐射防护、隔声、隔光等技术手段，实现防电磁辐射泄密、防窃听、防窃照的功能，能够有效保护涉密会议所产生、存储、处理的声、光和电磁等保密信息。
	电磁屏蔽机房	电磁屏蔽机房是抑制信息泄露、保障信息安全的常用和有效手段，它可有效地抑制信息处理设备由于电磁辐射引起的信息泄漏，降低室外电磁脉冲对室内计算机等信息处理设备的干扰，保护屏蔽机房内信息处理设备不被毁坏，确保屏蔽机房的设备安全运行。

	电磁屏蔽室	电磁屏蔽室是抑制信息泄露、保障信息安全的常用和有效手段，它可有效地抑制信息处理设备由于电磁辐射引起的信息泄漏，降低室外电磁脉冲对室内计算机等信息处理设备的干扰，保护屏蔽室内信息处理设备不被毁坏，确保屏蔽室的设备安全运行。
移动屏蔽室系列	快速拆装屏蔽室	形成移动空间的电磁屏蔽防护屏障，能抑制电子设备电磁信息泄露发射，增强电子设备抗电磁干扰和电子对抗能力，保护重要电子设施和信息安全，还可抗核爆冲击，有效抵抗电磁脉冲。
	屏蔽车	军用电磁屏蔽方舱是可移动的电磁屏蔽防护空间，是野战环境下首选的电磁防护系统。它能够防止重要涉密设备的电磁信息泄露，增强电子设备抗电磁干扰和电子对抗能力，确保涉密信息安全
防护工程系列	雷达微波防护工程	雷达微波外墙防护工程用于雷达站附近建筑整体防护，用于减少雷达波对人员健康的伤害。雷达微波外墙防护工程由屏蔽层、吸波保温层及抹面抗裂层构成。
	微波防护工程	致力于健康居住环境的研发，满足人们对电磁辐射污染、噪声污染、空气污染防护和快速释放精神压力的健康养生的需求，保护人类的身体健康。健康居住环境通过大幅度降低电磁辐射、隔离噪声、净化空气等高科技措施，调节环境的氧浓度、负离子浓度、洁净度、新鲜度，调节控制温湿度、照度、气压气流速度、听觉、视觉、香氛等元素，保健人体生理与心理健康。
磁屏蔽室系列	磁屏蔽室	磁场防护室是一种专门防护强磁场干扰的防护设备，运用于产生强磁场的设备(如变电室)或对外磁场敏感设备(如高倍电子显微镜室)的防护。磁场防护室综合运用高效磁屏蔽材料、先进的磁屏蔽技术和结构、接地等电磁泄漏抑制技术，能够有效地抑制磁场向外部环境辐射，造成对环境的电磁污染;同时也能隔离外部磁场对磁场敏感设备的干扰，保证其正常工作。工频磁场屏蔽效果达到 60%～90%以上。
	磁核共振室、变压器磁场、电镜室	可为脑电、心电、测听、细胞刀等医疗设备及 MRI 断层扫描系统提供可靠的环境保障。同时防止设备产生的电磁泄露至室外，为医护人员提供环境保护场所。

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（3）协同效应

并购安方高科后，启明星辰将完善其在物理安全领域的实力，布局物理安全领域，进一步巩固了公司的行业龙头地位，这将为公司后续推进军密市场打下良好的基础。物理安全领域的完善将加强启明星辰在高端物理电磁防护和加强军方渠道。加上公司原有的在移动互联网和数据安全领域的原有优势，实现了在信息安全领域，充分结合高端和低端、软件和硬件的全行业布局，充分发挥客户整合和渠道整合优势。

一系列并购完成后，公司将确立其在国内最为全面的信息安全领域的龙头地位，业绩也将随着信息安全行业的爆发而显著增长。公司采用的外延式并购战略将很大程度上完善其产业链，随着规模的扩大和领域的完善，启明星辰与标的公司的协同效应也将随着互联网金融和安全需求的不断增长而获得明显收益。

（四）持续投资参股，培育生态链，布局大安全

对书生电子、合众信息和安方高科的收购使得启明星辰在信息安全、数据安全、物理安全领域更加完善，并充分体现了协同效用。除此之外，启明星辰发挥平台型企业的整合优势，先后并购及参股多家公司，这也使得公司在信息安全领域内的产业链逐渐完善。 我们认为公司在资本规模、产业链渠道与技术

方面已经晋升为具备全产业链整合能力的行业龙头，在持续的外延扩张中逐渐成为行业翘楚。

表 12：启明星辰主要投资公司

公司名称	主要业务	投资占比
北京国信天辰信息安全科技有限公司	专注于技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务、技术培训；计算机系统报务；数据处理；基础软件服务、应用软件服务等	50.00%
深圳市大成天下信息技术有限公司	专注于计算机软硬件、网络产品、通信产品及配件、计算机信息技术与系统集成的设计、开发、销售等。	23.81%
恒安嘉新（北京）科技有限公司	专注于技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；计算机系统服务等。	18.44%
北京天诚星源信息技术有限公司	专注于提供行业咨询、解决方案、系统集成、软件项目开发的综合性软件服务企业	33.44%
北京太一星晨信息技术有限公司	专注于提供新一代应用交付产品的技术型公司，主要为客户提供技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、技术推广等服务。	38.22%
北京泰然神州科技有限公司	专注于于虚拟化、移动化和安全领域，主要涉及应用虚拟化技术、移动信息化、企业内部控制、信息系统的法规遵从等	22.22%
北京方物软件有限公司	专注于云计算时代所需的关键技术-虚拟化技术，是拥有自主知识产权的虚拟化整体解决方案提供商。	5.00%
南京翰海源信息技术有限公司	专注于最前沿的网络安全攻防对抗展开，是国内首家专注于软硬件安全测试的专业厂商；也是国内首家提出高级可持续威胁攻击(APT)检测方案的安全厂商。	10.00%
北京中海纪元数字技术发展有限公司	专注于智慧城市运营、云计算研发、智慧教育、呼叫中心运营等信息化服务	3.52%
杭州攀克网络技术有限公司	专注于技术开发、技术服务、成果转让：计算机软、硬件，网络设备，网络安全系统	10.71%
时代亿宝（北京）科技有限公司	集研发、制造、服务于一体的电子认证及信息安全服务提供商	4.00%
上海安言信息技术有限公司	专注于以信息安全和 IT 风险管理为代表的 IT 咨询业务	10.00%
广州优逸网络科技有限公司	主要提供账号安全保护服务等计算机软硬件及网络服务	12.28%
杭州磐联科技有限公司	专注于技术开发、技术咨询、技术服务；计算机软硬件、计算机网络技术、电子产品服务	10.00%
联信摩贝软件（北京）有限公司	专注于移动信息安全产品与技术的研究，为全球移动用户提供全方位的安全产品与服务。	17.59%
北京中关村软件园中以创新投资发展中心（有限合伙）	提供项目投资、投资管理咨询等服务	6.67%
SK Spruce Holding Limited	专注于下一代移动互联网技术产品的研发，主要产品在 WIFI，3G 和 4G 等宽带移动技术的融合方面取得了多项技术突破，是国内领先的宽带移动技术。	4.99%
北京永信至诚科技有限公司	专注于网络安全技术研究，安全解决方案安全服务提供商，定植软件开发等	5.57%
北京国保金泰信息安全技术有限公司	专注于信息系统安全技术产品研发、信息安全系统服务和信息安全系统集成业务。	8.00%

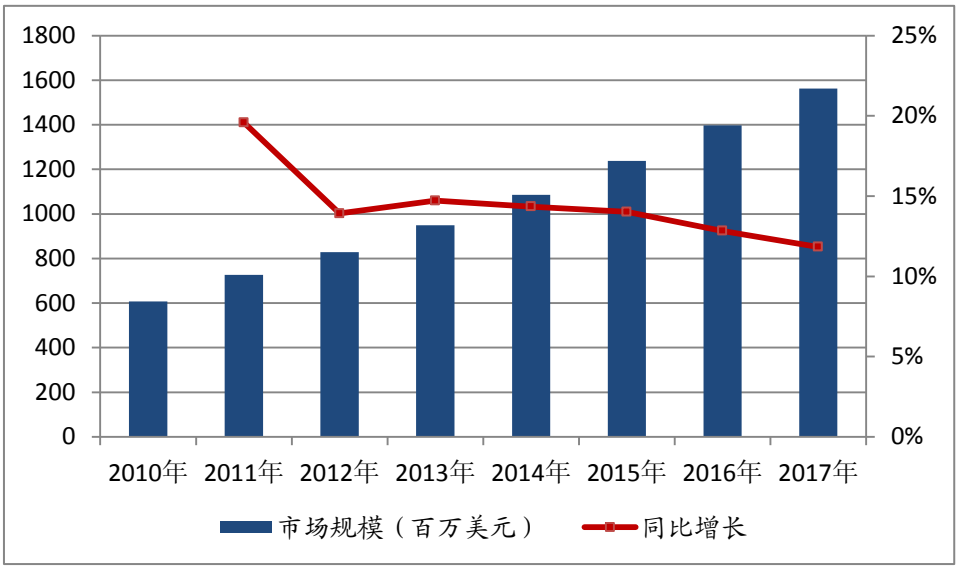
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

三、受益国产化及安全行业，未来有望加速成长

（一）国内企业级信息安全市场空间巨大

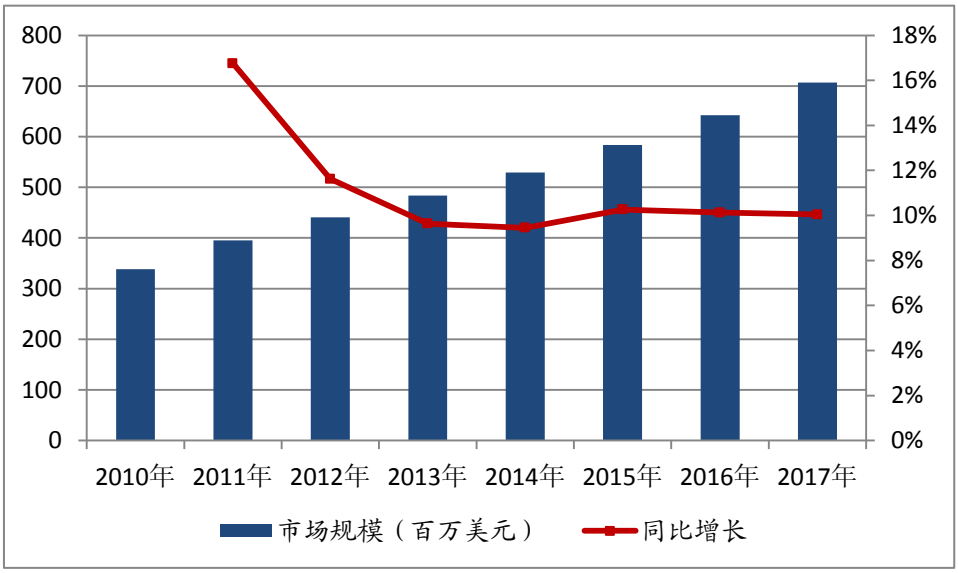
IDC预测，2013年国内信息安全产品市场规模将达到9.50亿美元，信息安全服务市场规模将达到4.84亿美金；由于个人用户安全软件大部分已经免费，未来市场的竞争将转向企业客户，到2017年，国内信息安全产品的市场规模有望达到15.62亿美元，未来5年CAGR为13.5%；到2017年，国内信息安全服务的市场规模有望达到7.07亿美元，未来5年CAGR为9.9%。

图 2：国内信息安全产品市场规模



数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

图 3：国内信息安全服务市场规模



数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

国内信息安全行业未来发展方向：

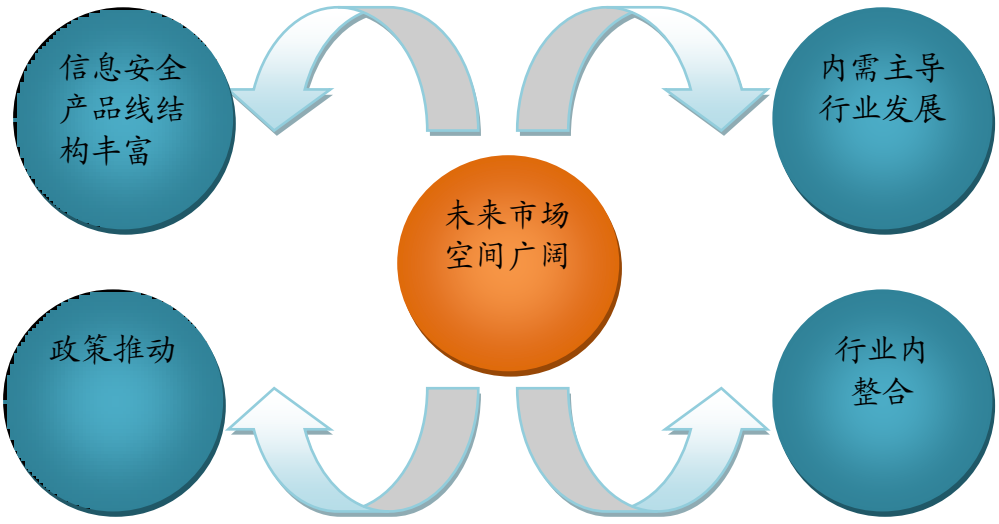
信息安全产品线结构丰富，需求日益旺盛。随着国内信息安全行业的进一步成熟，国内信息安全产品线结构日益丰富，安全硬件包括防火墙、VPN、入侵检测、入侵防御、统一威胁管理、安全内容管理等，安全软件包括安全内容与威胁管理、身份管理与访问控制、安全性与漏洞管理等，产品应用从政府、金融、电信、能源、交通等领域向各个行业扩展，中小型企业市场及二、三级城市市场都呈现出蓬勃的生命力，信息安全市场将继续保持快速增长态势。

内需主导行业发展，国内厂商在市场规模上占据优势内需仍然是中国信息安全行业成长的主要推动力。国内政府、国防、能源、金融、电信、交通、媒体等关系社会安全和国家安全的IT系统是信息安全的主要应用领域。由于国内企业信息化进程起步较晚，导致信息安全产业发展相对滞后于欧美等国家和地区，高端安全产品如电信级安全网关、高端UTM、安全管理软件等用户更加倾向于思科、Juniper等国外企业，但国内厂商在市场规模仍占据优势，2013年市场份额达到三分之二。

自主可控，政策和专项措施推动行业发展。政府对信息安全行业发展引导力度很大，采取了政府采购与专项扶持双轮驱动的发展模式。建立我国信息安全等级保护制度，要求对基础网络和重要信息系统进行针对性的定级保护，为国内各类信息安全产品提供了广泛的应用空间。

行业参与者日益增多，企业走向整合化发展。目前国内信息安全行业多元化发展趋势日渐明朗，市场规模巨大。对于具有一定规模和技术积累的公司，开拓高门槛高利润的新产品或新市场，成为其进一步发展并占领竞争制高点的必须选择。同时国内信息安全市场较为分散，企业走向整合化发展成为必经之路。例如，启明星辰收购网御星云、书生电子、合众数据、安方高科，绿盟科技收购亿赛通，卫士通收购三零盛安、三零瑞通和三零嘉微，蓝盾股份收购华炜科技，北信源收购中软华泰等，未来信息安全行业整合将加速。

图 4：国内信息安全未来发展方向



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）市场排名—多个细分子行业的领军者

目前，国内信息安全行业的竞争格局如下：市场份额将向具有技术和品牌优势的厂商集中；尽管行业内厂商数量众多，但由于目前信息安全市场的细分程度较高，不同的细分市场领域有相应的专业厂商，未来防火墙、UTM、反病毒、入侵检测、入侵防御、漏洞扫描产品等细分行业有望逐渐集中；政府、能源等行业政策壁垒较高，国内厂商竞争优势明显；在金融、电信运营商、互联网等充分竞争行业，已形成国内外厂商共同竞争的格局。

表13：国内信息安全行业各细分产品市场主要企业

细分市场	主要企业
防火墙	天融信、华赛、H3C 和思科
入侵检测系统	**启明星辰**、绿盟科技、东软、安氏领信
入侵防御系统	绿盟科技、**启明星辰**、H3C、思科、天融信
统一威胁管理	**网御星云**、山石网科、华为、飞塔、华三
终端安全管理	瑞星、赛门铁克、趋势科技、冠群金辰
抗拒绝服务系统	绿盟科技、华赛、H3C、Arbor
漏洞扫描产品	绿盟科技、**启明星辰**、榕基软件
信息加密/身份认证	卫士通、兴唐通信、吉大正元
安全管理平台	安氏领信、东软、天融信、**启明星辰**、神州泰岳
Web 应用防护系统	绿盟科技、Barracuda Networks、F5
安全服务	绿盟科技、**启明星辰**、安氏领信、天融信

数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

市场份额方面，启明星辰在网络入侵防御系统、入侵防御系统、统一威胁管理、漏洞扫描产品、安全管理平台、安全服务等多项细分市场排名靠前。

（1）网络入侵防御系统

为保证网络资源的安全，企业一般采用防火墙作为安全保障体系的第一道防线，通过访问控制，防御黑客攻击，提供静态防御。但随着攻击者入侵方式的日渐隐蔽以及新攻击方式的层出不穷，单纯的依靠防火墙已经无法完全防御不断变化的入侵攻击的发生，在这种背景下，入侵检测系统随之产生。入侵检测系统可以对网络进行检测，同时提供对内部攻击、外部攻击和误操作的实时监控，从而对网络提供动态保护，大大提高了网络的安全性，是对防火墙有益的补充，被认为是防火墙之后的第二道安全闸门。根据IDC的分析，公司2012年网络入侵防御系统国内市场份额达到12.2%，排名第四，主要竞争对手为H3C、思科、绿盟科技和天融信等。

表14：网络入侵防御系统主要竞争对手

序号	公司名称	简要情况
1	H3C	华三通信技术有限公司，致力于 IP 技术与产品的研究、开发、生产、销售及服务。产品线覆盖 IP 网络、IP 安全、IP 多媒体及 IP 存储等，提供下一代数据中心解决方案、基础网络解决方案和多媒体通信解决方案；2012 年 H3C IPS 国内市场份额为 13.8%。
2	天融信	北京天融信网络安全技术有限公司，建立了以北京为中心覆盖全国三十多个省市的支撑服务平台，主要产品包括防火墙、VPN、IDS、IPS、UTM 等；2012 年天融信 IPS

		产品国内市场份额为 13.1%。
3	绿盟科技	绿盟科技主要向用户提供网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并为其提供专业安全服务。2012 年绿盟科技 IPS 产品国内市场份额为 23.2%。
4	思科	Cisco Systems, Inc.，全球领先的互联网解决方案供应商，提供的信息安全产品主要包括防火墙、VPN、IDS、IPS、UTM、安全内容管理等；2012 年思科 IPS 产品国内市场份额为 6.1%。

数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

（2）网络入侵检测系统

入侵检测系统弥补了传统防火墙的某些设计和功能缺陷，其与防火墙的结合可以有效满足一般用户的安全需求，但对于诸如电信运营商、金融等易受攻击、安全标准较高的用户，蠕虫、病毒、DDoS攻击、垃圾邮件等混合威胁越来越多，传播速度加快，留给用户响应的时间越来越短，由于IDS无法把攻击防御在企业网络之外，往往造成企业网络瘫痪，入侵检测系统与防火墙结合的传统组合已不能满足其安全防御需要。基于网络安全形势的严峻，技术性能更高、应用更为广泛的入侵防御系统应运而生。根据IDC的分析，公司2012年网络入侵检测系统国内市场份额为27.50%，排名第一，主要竞争对手为绿盟科技、东软和安氏领信等。

表15：网络入侵检测系统主要竞争对手

序号	公司名称	简要情况
1	绿盟科技	绿盟科技主要向用户提供网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并为其提供专业安全服务；2012 年绿盟科技 IDS 产品国内市场份额为 22.6%。
2	东软	东软集团股份有限公司，IT 解决方案与服务供应商，主营业务包括：行业解决方案、产品工程解决方案及相关软件产品、平台及服务等。提供的网络安全包括防火墙、网络流量分析与响应系统、安全运维管理平台、IPS、IDS、VPN、审计系统等；2012 年东软 IDS 产品国内市场份额为 12.6%。
3	安氏领信	北京安氏领信科技发展有限公司，提供信息安全产品和服务的专业安全厂商，主要产品包括防火墙、网络入侵检测、主机入侵检测、网络统一威胁管理、主机统一威胁管理和终端防护系统等。2012 年安氏领信 IDS 产品国内市场占有率为 9.4%。

数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

（3）统一威胁管理

“UTM安全网关”产品基于统一威胁管理目标设计，用于全方位解决企业综合网络安全问题。产品提供全面的防火墙、病毒防护、入侵检测、入侵防护、恶意攻击防护，同时提供VPN和流量整形功能，在综合安全防护基础上，提供附加网络增值功能。网御星云与启明星辰合并后，两家的统一威胁管理硬件产品线全部划归到网御星云，使其市场份额跃升到第一位。2012年公司统一威胁管理市场份额约19.5%，主要竞争对手为山石网科、华为、飞塔、华三等。

表16：统一威胁管理主要竞争对手

序号	公司名称	简要情况
1	山石网科	山石网科成立于 2006 年，专注于网络安全领域的前沿技术创新，为企业级和运营商用户提供智能化、高性能、高可靠、简单易用的网络安全解决方案，2012 年山石网科统一威胁管理国内市场份额为 13.9%。
2	华为	华为主要涉及通信网络中的交换网络、传输网络、无线及有线固定接入网络和数据通信网络及无线终端产品，为通信运营商及专业网络拥有者提供硬件设备、软件、服务和解决方案，2012 年华为统一威胁管理国内市场份额为 13.5%。
3	飞塔	Fortinet 是多层威胁防御系统的创新者和先锋。该系统能够为业务通信提供最佳安全、优秀性能和低总体占用成本。 Fortinet 的安全系统和预订服务在世界各地已经拥有多达两万余用户，包括最大型的电信运营商、服务提供商和各种规模的企业，2012 年飞塔统一威胁管理国内市场份额为 9.0%。
4	H3C	华三通信技术有限公司，致力于 IP 技术与产品的研究、开发、生产、销售及服务。产品线覆盖 IP 网络、IP 安全、IP 多媒体及 IP 存储等，提供下一代数据中心解决方案、基础网络解决方案和多媒体通信解决方案；2012 年 H3C 统一威胁管理国内市场份额为 8.8%。

数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

（4）漏洞扫描产品

公司的远程安全评估系统属于漏洞扫描类产品，2012年公司国内漏洞评估与管理产品市场份额约13.2%，位居行业第一，主要竞争对手为IBM、绿盟科技。

表17：漏洞扫描系统主要竞争对手

序号	公司名称	简要情况
1	IBM	IBM，全球知名的信息技术和业务解决方案公司，提供的信息安全产品包括安全性与漏洞管理产品、安全内容与威胁管理产品、身份管理与访问控制产品等。2012 年 IBM 安全性与漏洞管理产品市场占有率为 22.1%。
2	绿盟科技	绿盟科技主要向用户提供网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并为其提供专业安全服务；2012 年绿盟科技漏洞扫描产品市场份额为 23.6%。

数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

（5）安全管理平台

安全管理平台是针对传统安全管理方式的一种重大变革。它将不同位置、不同资产(主机、网络设备和安全设备等)中分散且海量的安全信息进行范式化、汇总、过滤和关联分析，形成基于资产/域的统一等级的威胁与风险管理，并依托安全知识库和工作流程驱动对威胁与风险进行响应和处理。

启明星辰的泰合信息安全运营中心系统是一个以IT资产为基础，以业务信息系统为核心，从监控、审计、风险、运维四个维度建立一套可度量的统一业务支撑平台，使得各种用户能够对业务信息系统进行可用性与性能的监控、配置与事件的分析审计预警、风险与态势的度量与评估、安全运维流程的标准化例行化常态化，最终实现业务信息系统的持续安全运营。根据赛迪顾问报告，从2008年~2012年连续五年位居中国安全管理平台市场占有率第一。

（三）立足华北区域，营销体系广泛

国内信息安全行业市场区域分布不均衡的现象比较严重，华北地区销售收入比例约占50%，华北、华东地区市场整体需求较大，两块区域合计超过了全国市场份额的60%，预计未来几年仍将成为国内信息安全主要市场。2014年，公司华北区、华东区、西北区、华中区、华南区、西南区的收入分别为59,036万元、15,251万元、10,417万元、9,860万元、9,244万元、7,459万元和6,139万元，占总收入的比例分别为49.38%、12.76%、8.71%、8.25 %、 7.73%、6.24%和5.13%，华北地区是公司的核心业务区域。

表18：公司收入区域分布

项目	2014 年		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
华北地区	59,036	49.38	39,624	41.78	30,573	42.01	17,623	41.33
华东地区	15,251	12.76	8,657	9.13	5,876	8.07	2,912	6.83
西北地区	10,417	8.71	12,945	13.65	5,575	7.66	4,350	10.20
华中地区	9,860	8.25	7,403	7.81	11,424	15.70	2,477	5.80
华南地区	9,244	7.73	10,370	10.93	7,868	10.81	5,448	12.77
西南地区	7,459	6.24	10,020	10.57	6,833	9.39	5,527	12.96
东北地区	6,139	5.13	4,076	4.30	2,682	3.68	2,506	5.87
合计	117,407	98.19	93,095	98.16	70,831	97.32	40,844	95.79

资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

在营销方面，公司在全国各省市自治区设立了三十多家分支机构，拥有覆盖全国的渠道和售后服务体系。公司致力于市场合作与渠道发展，通过为合作伙伴提供技术支持和产品服务，增强合作伙伴提供安全整体解决方案的能力，从而使合作伙伴能够及时、高效地为最终用户提供解决信息安全问题的策略、方法、技术和产品，并从中获得商业利润和投资回报。公司依托成熟的渠道合作计划，为合作伙伴提供区域市场开拓的规划建议；依托紧密的技术跟踪，为合作伙伴提供信息安全领域的最新动态；依托信息安全的专业知识，为合作伙伴提供各种认证培训机会；依托成熟的产品、服务，为合作伙伴提供完善的安全整体解决方案，从而真正提升合作伙伴的市场竞争能力，实现双方共赢局面。启明星辰客户服务体系分为三级。一级机构为北京总部VENUS客户服务中心；二级机构为上海、武汉、成都、沈阳、西安、北京、广州等七个大区客户服务平台；三级机构为各地分公司及办事处；再辅以启明星辰认可的授权支持服务中心，形成遍布全国的售后服务网络，为客户提供规范化的服务。

（四）市场需求不断扩大，公司业绩持续增长可期

近年来，信息安全领域的市场需求不断扩大，主要有三方面原因：一是国内众多企业信息安全体系建设不完善，安全事件频频发生表明已经无法满足企业发展的需求。二是技术进步导致网络攻击频繁，原有信息安全产品已经无法有效发挥作用，网络安全需求增长。三是信息安全需求更加全面，逐步从中央向地方进行渗透，并逐步向全面业务安全保护发展，安全需求正在想更高层次、

更广范围延伸。

公司在政府、电信、金融、能源、交通、军队、军工、制造等行业是企业级用户的首选品牌，在政府和军队拥有80%的市场占有率，为世界五百强中60%的中国企业客户提供安全产品及服务，对政策性银行、国有控股商业银行、全国性股份制商业银行实现90%的覆盖率，为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商提供安全产品、安全服务和解决方案。同时公司客户以政府部门、大型企业集团为主，应收账款总体质量较好。公司部分优质客户如下表所示：

表19：公司核心客户

客户领域	公司客户范围	公司客户
政府	覆盖税务、公安、安全、海关、财政、保密、审计、广电、水利等上千家政府行业用户；为100多个国家级部、委、办、局提供安全保障；	全国人民代表大会、最高人民检察院、中央办公厅、国务院办公厅、中共中央组织部、中共中央宣传部、中央政府门户网站、国家发展和改革委员会、国家保密技术研究所、财政部、科学技术部、公安部、人事部、交通部、信息产业部、农业部 、水利部、海关总署、国家税务总局、国家工商总局、国家统计局、国家粮食局、国务院新闻办公室、国家信息中心、中国信息安全产品测评认证中心、国家计算机网络与信息安全管理中心
电信	为三大运营商集团总部及各省级分公司提供安全产品、服务及解决方案；运营商IDC增值业务解决方案、符合萨班斯法案的4A审计解决方案、安全域划分与域隔离解决方案等取得广泛应用。	中国电信集团公司、中国移动集团公司、中国网络通信集团公司、中国联合通信有限公司、广东电信、北京电信、上海电信、陕西电信、广东移动、福建移动、云南移动、湖南移动、河北移动、新疆移动、四川移动、北京网通、河北网通、北京联通、吉林联通
金融	19家政策性银行、80%的国有商业银行及全国性股份制商业银行；200多家银行、证券、保险等金融行业用户	中国人民银行、中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、中国人保、中国平安、中信证券、银河证券、中国证券登记结算中心等；
企业	30个进入世界500强的中国企业中，60%为启明星辰用户；成为石油、电力、烟草、制造、交通、物流等大型企业安全解决方案的首选提供商	国家电网公司、中国电力投资集团公司、上海市电力公司、河北省电力公司、湖北省电力公司、甘肃省电力公司、广东省电力公司、江西省电力公司、重庆市电力公司、东北电网有限公司、中国石油天然气集团公司、中国石油股份有限公司、中国石油化工股份有限公司、中央电视台、新华通讯社、腾讯公司、广东省电子商务认证有限公司、中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司、中国民航总局研究所、中国民航西北空管局、西南航空公司、中铁三局集团有限公司
军工	在军队拥有80%的市场占有率	人民解放军总参某部、人民解放军总装某部、人民解放军总后某部、人民解放军总政某部、人民解放军海军某部、人民解放军空军某部、人民解放军二炮某部

资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值

对网御星云、书生电子、合众信息和安方高科的收购使得公司在信息安全、数据安全、物理安全领域更加完善，并充分体现了协同效用。除此之外，公司发挥平台型企业的整合优势，先后并购及参股多家公司，这也使得在信息安全领域内的产业链逐渐完善。 我们认为公司在资本规模、产业链渠道与技术方面已经晋升为具备全产业链整合能力的行业龙头，在持续的外延扩张中逐渐成为行业翘楚。我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.65、0.88、1.18元，对应市盈率分别为78、58、43倍，给予“买入”投资评级。

目前A股市场中，存在较多和信息安全相关的公司，如绿盟科技（网络及终端安全产品、Web及应用安全产品、合规及安全管理）、蓝盾股份（安全集成）、北信源（终端安全）、卫士通（加密安全）等，所以我们主要选取这些与公司业务相近的公司进行对比。

表20：相关上市公司估值对比

代码	名称	4月22日	EPS			PE		
		收盘价	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
300369	绿盟科技	111.18	1.01	1.57	2.04	110.08	70.82	54.50
300297	蓝盾股份	68.30	0.17	0.42	0.55	401.76	162.62	124.18
300352	北信源	46.23	0.25	0.40	0.52	184.92	115.58	88.90
002268	卫士通	69.60	0.28	0.63	0.92	248.57	110.48	75.65
	平均					236.33	114.87	85.81

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

（1）市场竞争加剧导致毛利率下降的风险

信息安全行业前景良好，公司面临国内外较强竞争对手的竞争。国际方面，跨国公司可以凭借其在产业链中的地位和资金优势；国内方面，信息安全行业内已有数家企业在国内A股市场上市，具有明显的资金优势，其可以通过兼并、收购等行为扩大规模，影响市场的竞争格局。公司2011年至2014年毛利率分别为66.1%、60.7%、63.7%和66.6%，未来公司面临因市场竞争加剧导致毛利率下降的风险。

（2）技术风险

技术失密和核心技术人员流失的风险。公司在核心关键技术上拥有自主知识产权，在国内处于领先水平，构成主营产品的核心竞争力。如果在技术和人才的市场竞争中，出现技术外泄或者核心技术人员流失情况，可能会在一定程度上影响公司的技术创新能力。

技术开发和升级滞后的风险。信息安全行业的发展呈现技术升级与产品更新换代迅速的特点，如果不能准确地把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向的决策上发生失误，或不能及时将新技术运用于业务的开发和升级，公司将可能丧失在技术研发和市场的领先地位。

（3）运营管理风险

随着公司业务、资产、人员规模的不断扩大，技术创新要求更高更快，对经营效率的要求进一步提高，公司经营的决策、实施和风险控制难度将增加。公司面临高素质人才市场竞争激烈、知识结构更新快的局面，能否继续稳定和提升现有的人才队伍，并根据需要引进新的人才，是公司今后发展中面临的更大的挑战。

（4）重组合并后的整合风险

与收购企业实现重组后，业务整合将会面临一些挑战。提高企业各项职能整合后的效率、降低各个环节的成本，从企业重组中尽快实现良好的经济效益，依然是公司2015年最重要的工作之一。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015	2016	2017
流动资产	1279	1547	2123	2762	3573
货币资金	616	260	1147	1537	2053
应收及预付	444	682	830	1045	1299
存货	85	116	146	181	221
其他流动资产	135	490	0	0	0
非流动资产	553	855	722	718	690
长期股权投资	87	74	74	74	74
固定资产	246	165	150	135	120
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	193	421	348	359	346
其他长期资产	26	195	150	150	150
资产总计	1832	2402	2845	3480	4263
流动负债	474	751	949	1203	1477
短期借款	0	41	0	0	0
应付及预收	474	710	949	1203	1477
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	25	35	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	35	0	0	0
负债合计	498	786	949	1203	1477
股本	208	415	431	431	431
资本公积	659	546	530	530	530
留存收益	468	534	815	1195	1704
归属母公司股东权	1334	1496	1776	2157	2666
少数股东权益	0	120	120	120	120
负债和股东权益	1832	2402	2845	3480	4263

现金流量表 单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	252	368	827	316	386
净利润	122	182	280	381	509
折旧摊销	55	66	80	74	72
营运资金变动	66	117	520	-26	-53
其它	8	3	-53	-113	-142
投资活动现金流	-224	-696	125	73	130
资本支出	-62	-68	125	73	130
投资变动	-27	-272	0	0	0
其他	-135	-355	0	0	0
筹资活动现金流	-24	-31	-65	0	0
银行借款	0	0	-41	0	0
债券融资	0	-10	-22	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-24	-21	-1	0	0
现金净增加额	4	-359	887	390	516
期初现金余额	609	616	260	1147	1537
期末现金余额	614	257	1147	1537	2053

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	948	1196	1795	2240	2795
营业成本	345	400	598	733	898
营业税金及附加	13	17	25	31	39
销售费用	319	370	538	667	824
管理费用	228	280	409	506	620
财务费用	-7	-4	-1	-9	-12
资产减值损失	13	29	30	31	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	10	0	0	0
营业利润	37	113	195	279	391
营业外收入	97	95	121	150	180
营业外支出	2	3	4	6	6
利润总额	132	205	312	423	565
所得税	10	23	31	42	57
净利润	122	182	280	381	509
少数股东损益	0	12	0	0	0
归属母公司净利润	122	170	280	381	509
EBITDA	100	195	304	376	485
EPS（元）	0.59	0.41	0.65	0.88	1.18

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.3	26.1	50.1	24.8	24.8
营业利润增长	-22.8	210.3	71.5	43.4	40.3
归属母公司净利润增长	66.2	39.2	64.6	35.8	33.7
获利能力（%）					
毛利率	63.7	66.6	66.7	67.3	67.9
净利率	12.9	15.2	15.6	17.0	18.2
ROE	9.2	11.4	15.8	17.7	19.1
ROIC	6.5	9.6	38.3	52.5	72.8
偿债能力					
资产负债率(%)	27.2	32.7	33.3	34.6	34.6
净负债比率	-0.5	-0.1	-0.6	-0.7	-0.7
流动比率	2.70	2.06	2.24	2.30	2.42
速动比率	2.49	1.87	2.05	2.11	2.23
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.56	0.68	0.71	0.72
应收账款周转率	2.50	2.37	2.41	2.40	2.40
存货周转率	4.30	3.98	4.09	4.05	4.06
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.41	0.65	0.88	1.18
每股经营现金流	1.21	0.89	1.92	0.73	0.90
每股净资产	6.43	3.60	4.12	5.00	6.18
估值比率					
P/E	173.0	124.3	78.4	57.7	43.2
P/B	7.9	14.2	12.4	10.2	8.2
EV/EBITDA	206.5	107.3	68.6	54.4	41.1

广发计算机行业研究小组

刘雪峰: 首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997 年起先后在数家 IT 行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010 年 7 月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014 年 1 月加入广发证券发展研究中心。

康 健: 资深分析师，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明