启明星辰（002439.SZ）

深度分析

综合型网络安全服务商徐徐启航，期待外延战略落地助力公司业绩增长

投资要点

- **2016 年营业收入增长超 25%，多项产品收入份额位列第一：**根据公司业绩预告：2016 年公司实现主营业务收入 19.28 亿元，同比增长 25.72%；在 UTM 市场，公司份额达 13%，位列第一位；在防火墙/VPN 市场，公司份额达到 4.7%，位列第三；在 IPS/IDS 市场，公司份额达 16%，位列第一；在漏洞扫描市场，公司份额达 22%，位列第一；在数据安全市场，公司份额达 10%，位列第一。
- **发布 SOC3.0 产品泰合新一代安全平台，抢占大数据时代信息安全先机：**在大数据分析平台基础上，公司进而提出 SOC3.0 的概念，将大数据分析技术充分融合到现有的安全管理平台技术框架中。公司在安全管理平台市场占有率多年位列榜首，有雄厚的客户基础和技术积累，泰合新一代安全平台已经在国内数个大规模网络客户得到了应用，并取得效果，尤其是其性能和处理能力获得极大提升。
- **“天工开物”，抢占工业 4.0 时代信息安全大市场：**Frost &Sullivan 的研究显示，目前亚太区域工控安全仍处于市场初期阶段，2014 年亚太区域工控厂商总收入达到约 1.63 亿美元，预计到 2019 年将达到 11.86 亿美元，年复合增长率约 48.7%。显示了工控安全巨大的市场潜力。随着工控安全日益受到国家和行业的重视，公司在几年前开始布局，推出了“天工融合秩序工业控制系统信息安全体系”，成为国内最早一批进入该领域的专业安全厂商。
- **投资建议：**我们预测 2017 年-2018 年公司营业收入为 25.13 亿元和 30.97 亿元，EPS 分别为：0.53 元和 0.70 元。提升评级至买入-A，6 个月目标价 24.91 元。
- **风险提示：** 1、公司云安全、大数据分析和工控安全等新业务表现不及预期；2、公司并购整合工作不及预期；3、信息安全行业、宏观经济发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,195.7	1,534.0	2,019.6	2,513.4	3,097.4
同比增长(%)	26.1%	28.3%	31.7%	24.4%	23.2%
营业利润(百万元)	113.5	151.5	241.8	358.6	523.8
同比增长(%)	210.3%	33.5%	59.5%	48.3%	46.1%
净利润(百万元)	170.4	244.1	352.4	473.7	627.5
同比增长(%)	39.2%	43.3%	44.3%	34.4%	32.5%
每股收益(元)	0.19	0.27	0.41	0.53	0.70
PE	106.8	74.6	50.1	38.4	29.0
PB	12.2	10.8	8.7	7.3	6.0

数据来源：Wind，华金证券研究所

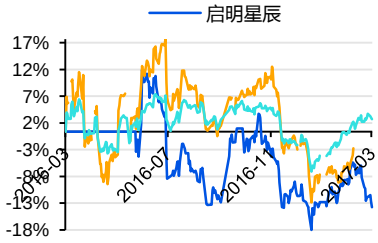
计算机 | 基础软件及套装软件 III

投资评级	买入-A(上调)
6 个月目标价	24.91 元
股价(2017-03-29)	20.30 元

交易数据

总市值（百万元）	18,202.86
流通市值（百万元）	11,345.89
总股本（百万股）	896.69
流通股本（百万股）	558.91
12 个月价格区间	18.35/26.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.51	-7.61	-13.65
绝对收益	-5.58	-2.96	-13.01

分析师 谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人 朱琨
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

相关报告

启明星辰：外延战略已现成效，2016 年归母净利润增长有望超 33% 2016-10-27

启明星辰：产业链布局日臻完善，业绩持续增长值得期待 2016-08-29

启明星辰：公司迎来政策利好，前 3 季度净利润净增 375% 2015-11-03

内容目录

一、2016 年营业收入增长超 25%，多项产品收入份额位列第一 4
（一）公司综合实力强劲，龙头地位稳固 4
1、业务发展向好，2016 年营业收入增长超 25% 4
2、信息安全形势不容乐观，政策驱动行业发展 4
3、业务获优质客户认可，多项产品收入份额位列第一 6
（1）安全网关，UTM 市场份额占比达 13% 6
（2）安全检测，IDS/IPS 市场份额占比达 16% 8
（3）平台工具，SOC 份额占比达 22% 9
（二）内外兼修谋发展，综合型网络安全巨头徐徐启航 10
1、研发实力强劲，渠道建设初见成效 10
2、外延发展如火如荼，产业布局日趋完善 10
（1）收购合众数据、书生电子，进军数据安全市场 11
（2）收购安方高科，布局物理安全 12
（3）携手腾讯，防护企业终端安全 13
（4）收购赛博兴安，提升密码产品市场影响力 13
二、志存高远，三大新兴业务增长可期 14
（一）紧跟技术脉搏，发展大数据战略 14
1、国家政策加持，行业应用前景看好 14
2、以大数据分析为基础，开启 SOC 3.0 时代 15
（二）以政务云为起点，抢滩云安全行业 16
（三）“天工开物”，抢占工业 4.0 风口 18
1、工业互联网兴起，亟需发展相关安全技术 18
2、天工融合系列，为工业 4.0 护航 18
三、公司估值处于低位，提升公司评级至买入-A 19
（一）公司主要产品收入和毛利率预测 20
1、安全网关和安全监测 20
2、平台工具 20
3、数据安全 20
4、安全服务、硬件及其他业务 20
（二）对比行业平均水平，公司估值处于低位 20
（三）提升公司评级至买入-A，6 个月目标价 24.91 元 21
四、风险提示 21

图表目录

图 1：2012 年-2016 年公司营业收入情况 4
图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况 4
图 3：中国 2010 年-2015 年新增漏洞数量统计 4
图 4：2015 年漏洞危害等级分布 4
图 5：2012 年-2016 年 H1 公司主要产品收入占比情况 6
图 6：2012 年-2016 年 H1 公司安全产品收入结构情况 6
图 7：2011 年-2015 年公司安全网关营收及毛利率情况 7

图 8：2015 年中国防火墙/VPN 市场份额情况 7
图 9：2011 年-2018 年中国防火墙/VPN 市场规模及预测 7
图 10：2015 年中国 UTM 市场份额情况 8
图 11：2011 年-2018 年中国 UTM 市场规模及预测 8
图 12：2011 年-2015 年公司安全监测产品收入及毛利率情况 8
图 13：2015 年中国 IDS/IPS 市场份额情况 8
图 14：2011 年-2018 年中国 IDS/IPS 市场规模及预测 8
图 15：2011 年-2015 年公司平台工具产品收入及毛利率情况 9
图 16：2015 年中国 SOC 市场份额情况 9
图 17：2011 年-2018 中国年 SOC 市场规模及预测 9
图 18：公司销售费用率与净利润率情况 10
图 19：2014 年中国信息安全产业集中度情况 11
图 20：2013 年全球信息安全产业集中度情况 11
图 21：2015 年中国数据安全市场份额情况 12
图 22：2011 年-2018 年中国数据安全市场规模及预测 12
图 23：安方高科承建项目施工图 12
图 24：2015 年中国终端安全产品市场份额情况 13
图 25：2016 年-2018 年中国终端安全产品市场预测 13
图 26：2011 年-2015 年中国大数据市场规模情况 15
图 27：2016 年-2018 年中国大数据市场规模预测 15
图 28：泰合大数据安全分析平台架构 15
图 29：公司新一代安全管理平台系列产品特点与要素 16
图 30：2011 年-2015 年中国云计算市场情况 17
图 31：2016 年-2018 年中国云计算市场预测 17
图 32：公司 CloudSOC 四位一体的立体式安全防护体系 17
图 33：融合秩序为核心的工业控制系统信息安全产品与服务的解决方案 19

表 1：2016 年全球重大信息安全事件 5
表 2：我国信息安全相关政策和法规 5
表 3：主要产品收入和毛利水平 19
表 4：可比公司估值对比 21

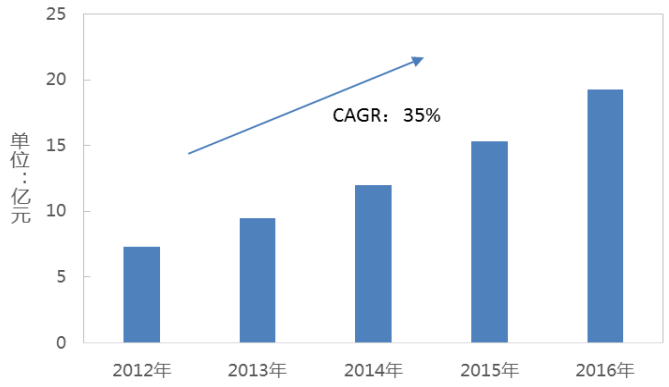
一、2016 年营业收入增长超 25%，多项产品收入份额位列第一

（一）公司综合实力强劲，龙头地位稳固

1、业务发展向好，2016 年营业收入增长超 25%

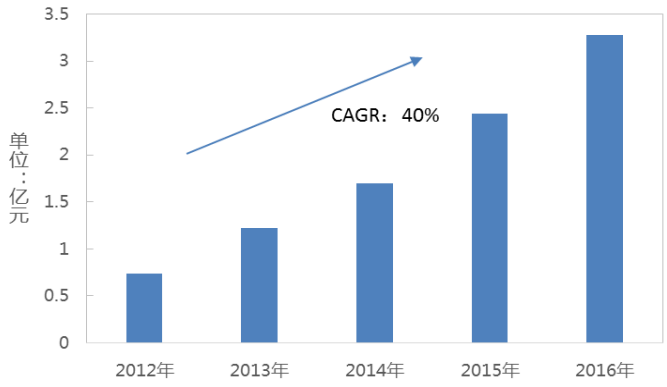
得益于信息安全市场的快速增长，近年来公司业务增长强劲，根据公司业绩预告：2016 年公司实现主营业务收入 19.28 亿元，同比增长 25.72%，2012 年以来年复合增长率 35%；归属于母公司股东的净利润 3.28 亿元，同比增长 34.36%，2012 年以来年复合增长率 40%。

图 1：2012 年-2016 年公司营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况

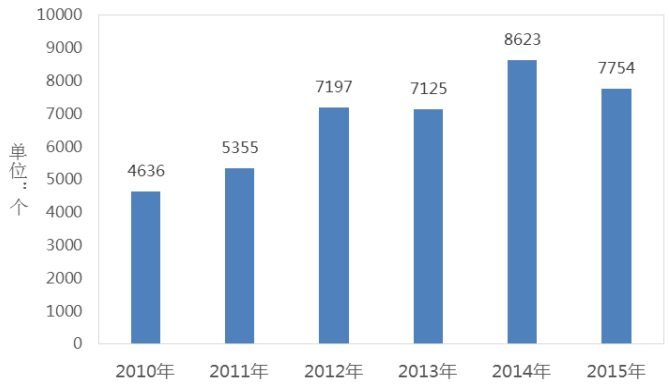


资料来源：Wind，华金证券研究所

2、信息安全形势不容乐观，政策驱动行业发展

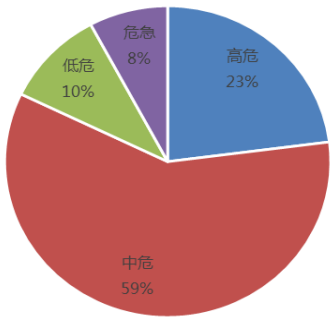
国家信息安全漏洞库 CNNVD 发布的《信息安全漏洞态势报告（2015 年度）》显示，截至 2015 年 12 月 31 日，CNNVD 收录漏洞总量已达 80300 个，其中 2015 年新增漏洞 7754 个。近年来，危害程度较高的危急和高危漏洞也开始呈现缓慢上升的趋势，2015 年数量超过 2000 个，占漏洞总量的 31%，比 2014 年增加近 300 个，占比增加 9.62%。

图 3：中国 2010 年-2015 年新增漏洞数量统计



资料来源：CNNVD，华金证券研究所

图 4：2015 年漏洞危害等级分布



资料来源：CNNVD，华金证券研究所

由漏洞引发的各种威胁风险也持续增加，利用漏洞进行攻击的类型更新迅速，全球范围内信息泄露、系统篡改等事件高发，国内数据泄密事件频频，机锋论坛 2300 万用户数据泄密、5000 万社保信息泄露、人寿 10 万保单信息泄露、海康威视监控设备被境外控制、大麦网 600 万用户信息泄露等。CNNVD 预计未来漏洞数量尤其是高危漏洞数量将继续呈现持续增长的态势。所带来的威胁和损失将更加严重，信息安全局势不容乐观。

表 1：2016 年全球重大信息安全事件

序号	事件概况
1	俄罗斯央行遭黑客攻击 3100 万美元不翼而飞
2	德国 90 万家庭断网 遭黑客蓄意入侵
3	旧金山地铁被勒索软件攻击 乘客免费乘坐地铁
4	美国遭史上最大规模 DDoS 攻击、东海岸网站集体瘫痪
5	希拉里邮件门事件
6	雅虎曝史上最大规模信息泄露 5 亿用户资料被窃
7	美国国家安全局陷入斯诺登之后最大泄密风波
8	全球银行业使用的恐怖嫌疑人数据库被泄露
9	德国核电站检测出恶意程序被迫关闭
10	SWIFT 黑客事件爆发 多家银行损失巨款

资料来源：安全客。华金证券研究所

“棱镜门”事件引发各国政府对信息安全高度重视。据赛迪不完全统计，全球已有 40 多个国家和地区颁布了网络空间国家安全战略。其中，仅美国就颁布了 40 多份与网络安全有关的文件。

我国信息安全工作也在快速展开，国家对信息安全重视程度达到前所未有的高度，2013 年成立国家安全委员会，昭示捍卫国家信息安全的决心；成立中央网络安全和信息化领导小组，国家最高领导人亲任组长，并成立中共中央网络安全和信息化领导小组办公室领导协调相关工作；颁布《国家安全法》，从法律层面提出“国家建设网络与信息安全保障体系，提升网络与信息安全保护能力，加强网络和信息技术的创新研究和开发应用，实现网络和信息核心技术、关键基础设施和重要领域信息系统及数据的安全可控”；并将“网络空间安全”设为国家一级学科。

表 2：我国信息安全相关政策和法规

时间	事件
2000 年	十五届五中全会将“强化信息网络的安全保障体系”作为信息基础设施建设的一部分
2003 年	《国家信息化领导小组关于加强信息安全保障工作的意见》（中办发[2003]27 号）发布，对信息安全保障工作进行了全面部署，并提出“推进信息安全产业发展”
2004 年	十六届四中全会，把信息安全与政治安全、经济安全和文化安全提到同等高度
2006 年	《2006-2020 年国家信息化发展战略》发布，将建设国家信息安全保障体系作为战略重点，并明确“促进我国信息安全技术和产业自主发展”
2011 年	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2011]4 号），明确提出“完善网络环境下消费者隐私及企业秘密保护制度，逐步在各级政府机关和事业单位推广复合安全要求的产品”
2012 年	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》（国发[2012]23 号），将信息安全提到与信息化发展同等重要的地位
2013 年	十八大三中全会成立国家安全委员会
2014 年	中央网络安全和信息化领导小组成立
2014 年	国家能源局印发《电力网络与信息安全管理办法》

时间	事件
2014 年	银监会等四部委联合发布《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》（银监会[2014]39 号文）
2014 年	中央军委印发《进一步加强军队信息安全工作的意见》
2015 年	《国家安全法》通过
2015 年	《中华人民共和国网络安全法（草案）》公开征集意见
2015 年	《中华人民共和国刑法修正案（九）》，规定对网络提供者不履行法律、行政法规规定的新希望了安全管理义务的处罚措施

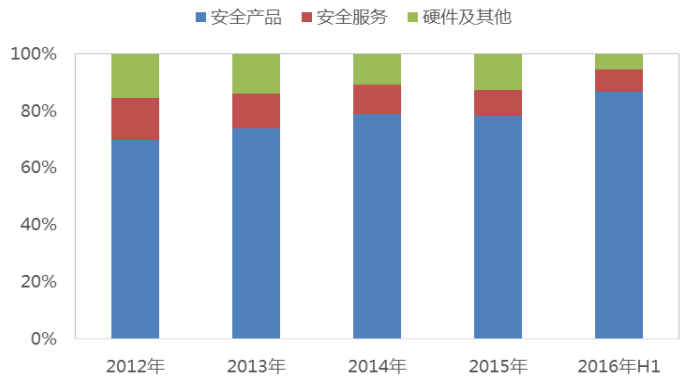
资料来源：公开资料，华金证券研究所

棱镜计划主要通过美国互联网公司获取数据，这些公司包括了微软、谷歌、雅虎等跨国公司，事件的曝光使得跨国公司在国内信息安全领域发展受到阻碍，国产替代已成定势，国外企业只能以合资、并购等形式间接参与中国市场。IDC 数据显示，2014 年在总体信息安全市场中，国内厂商的份额已经达到 67%，并且未来国内厂商市场份额的占比将会进一步扩大。

3、业务获优质客户认可，多项产品收入份额位列第一

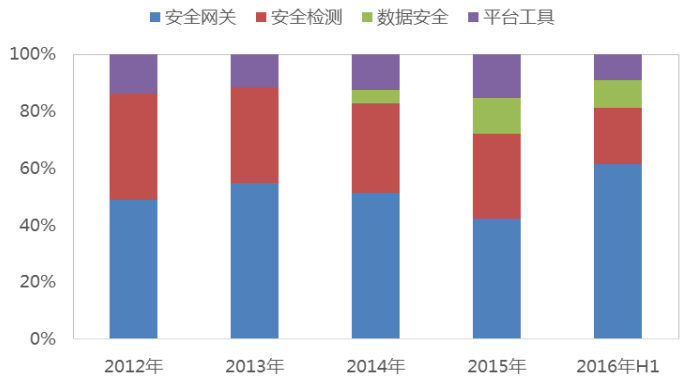
公司主要营业收入来自：安全产品、安全服务和硬件及其他业务，安全产品包含安全网关、安全监测、平台工具和数据安全产品，安全服务则包括专业服务如风险评估、安全管理和监控应急、安全运维以及系统支持服务，硬件及其他业务主要是为用户提供安全解决方案、系统集成项目而用到的第三方硬件等。

图 5：2012 年-2016 年 H1 公司主要产品收入占比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：2012 年-2016 年 H1 公司安全产品收入结构情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

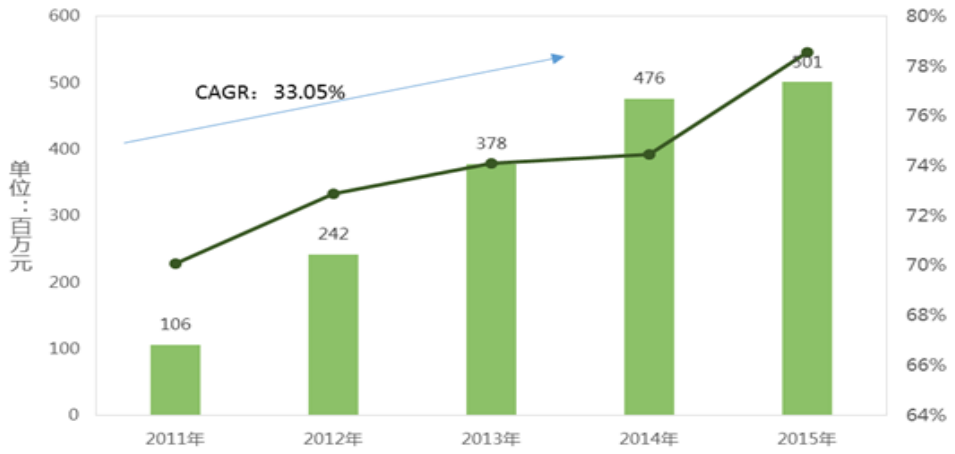
2016 年 H1，安全产品收入占比达 87%，安全服务占 8%，毛利率水平分别为 78.76%和 48.93%。公司安全产品中以安全网关产品占比最高，占产品收入比例 53.25%，其次为安全监测产品，占比 17.19%，平台工具和数据安全占比分别为 8.43%和 7.93%。

（1）安全网关，UTM 市场份额占比达 13%

安全网关是指部署于网络边界、出口的安全防护产品，主要包括防火墙、NGFW、UTM、VPN 网关、网闸等。2016 年 H1，公司安全网关产品营业收入规模为 2.99 亿元，同比增长 27%，毛利率为 78.73%，2011 年以来复合增长率达 33.05%。

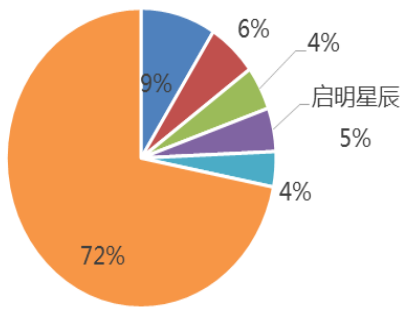
根据 CCID 发布的《2015-2016 年中国信息安全产品市场研究年度报告》数据显示：2015 年中国 UTM 市场规模达 15.88 亿元，同比增长 10.45%，公司市场占有率保持第一。由于 UTM 集合防火墙、VPN、入侵防御、防病毒、上网行为管理、内网安全、反垃圾邮件、抗拒绝服务供给、内容过滤等多种安全技术于一身，使用户安全防护变得更简单。公司 UTM 产品天清汉马 USG 一体化安全网关作为中国 UTM 市场领导者，未来收入增长可期。在防火墙/VPN 市场，公司份额达到 4.7%，位列第三。整体防火墙/VPN 市场规模同比增长 26.48%，达 52.50 亿元，且未来行业增速仍将维持较高水平。

图 7：2011 年-2015 年公司安全网关营收及毛利率情况



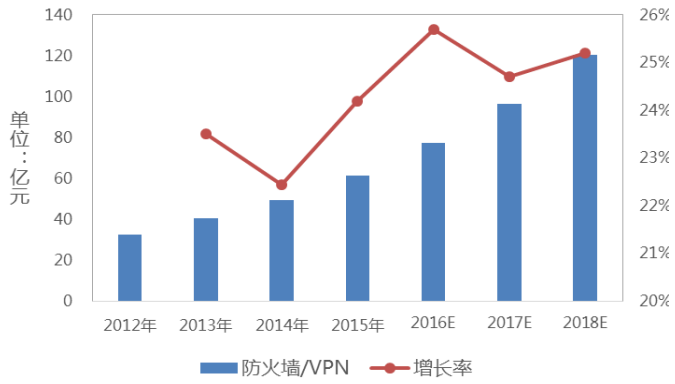
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：2015 年中国防火墙/VPN 市场份额情况



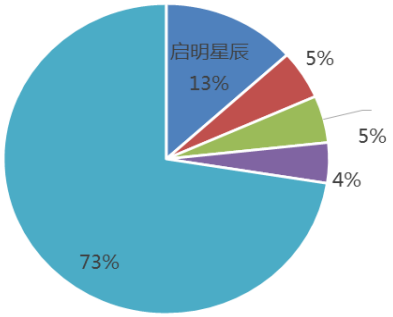
资料来源：CCID，华金证券研究所

图 9：2011 年-2018 年中国防火墙/VPN 市场规模及预测



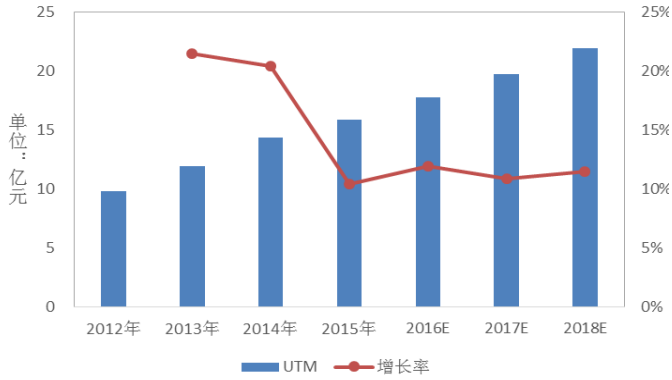
资料来源：CCID，华金证券研究所

图 10：2015 年中国 UTM 市场份额情况



资料来源：CCID,华金证券研究所

图 11：2011 年-2018 年中国 UTM 市场规模及预测

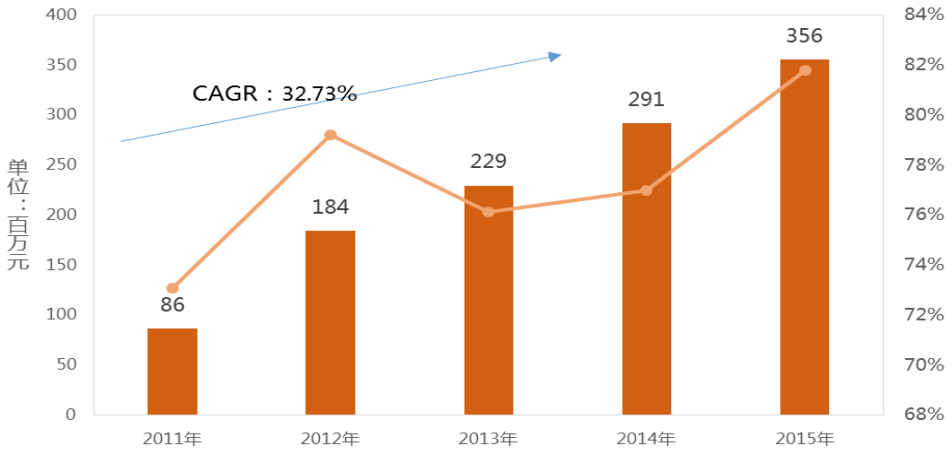


资料来源：CCID，华金证券研究所

（2）安全检测，IDS/IPS 市场份额占比达 16%

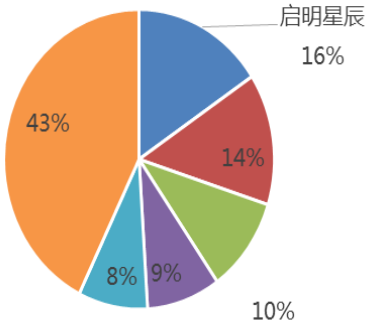
安全检测是部署于网络内部纵深层的安全防护产品，主要包括 IDS/IPS（入侵检测/防御系统）、网络审计、内网安全管理等；2016 年 H1 安全检测产品收入 0.97 亿元，同比增长 17%。2011 年以来年复合增长率 32.73%。

图 12：2011 年-2015 年公司安全监测产品收入及毛利率情况



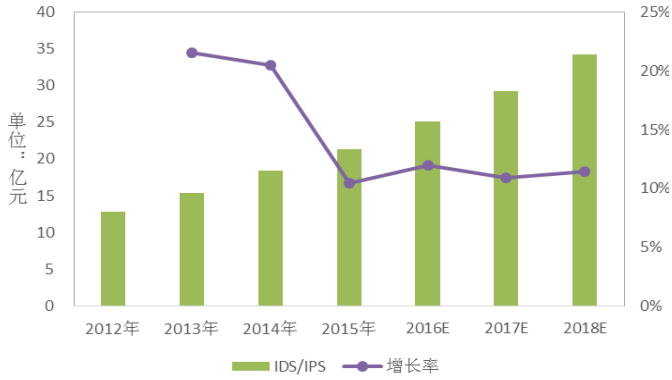
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：2015 年中国 IDS/IPS 市场份额情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 14：2011 年-2018 年中国 IDS/IPS 市场规模及预测



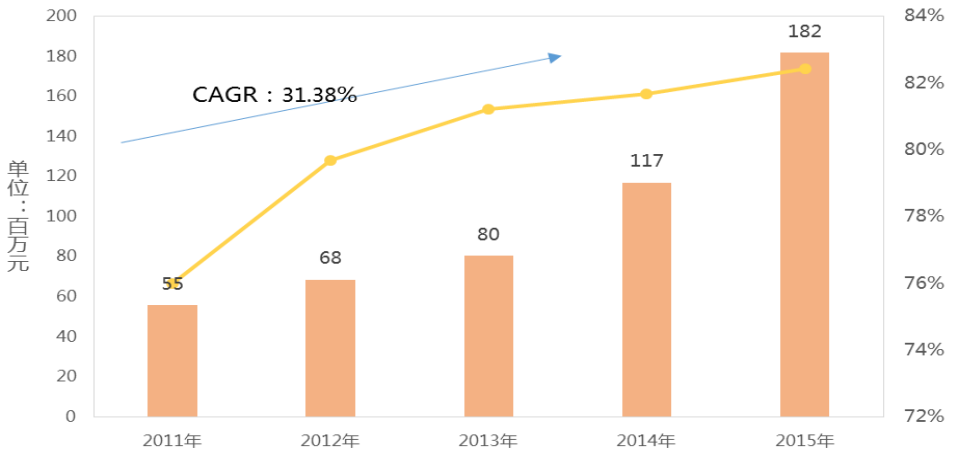
资料来源：CCID，华金证券研究所

2015 年，IDS/IPS 市场规模达 21.35 亿元，增速 16.00%，随着用户对纵深防御的需求加大，未来 IDS/IPS 细分市场仍将保持 10%以上增速，公司在该市场长年保持领先地位，也是公司传统优势产品，预计未来仍有增长空间。

（3）平台工具，SOC 份额占比达 22%

平台工具是对网络进行统一安全管理和运营的安全产品及相关的工具类产品，包括 SOC(安全运营中心)、4A 管理、漏洞扫描等产品。2016 年 H1 平台工具收入为 0.45 亿元，同比增长 22%，2016 年 H1 毛利率水平高达 84.58%。

图 15：2011 年-2015 年公司平台工具产品收入及毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

2015 年 SOC 市场规模达 9.03 亿元，增速为 25.86%，高于整体信息安全市场增速，SOC 产品已经成为各安全厂商竞争的重要业务。公司 2005 年成立泰合本部进行 SOC 相关领域产品和平台研发、咨询、项目实施和运维，该团队目前是国内最为专业、规模最大的安全业务团队，十年磨一剑的积累，公司 SOC 产品自 2008 年开始一直位居国内市场占有率第一，龙头地位稳固。未来 SOC 市场仍将维持高速增长，作为龙头企业，公司该部分业务有希望进一步提升。

此外，公司在漏洞扫描市场位列前三甲，公司漏洞扫描产品是国内第一个获得 CVE 兼容性认证的漏洞扫描产品，同时也是第一批在漏洞扫描方面获得国家公安部销售许可证的漏洞扫描产品。自推出以来，获得政府、金融、电信、军队等行业用户的成功应用和认可。

图 16：2015 年中国 SOC 市场份额情况

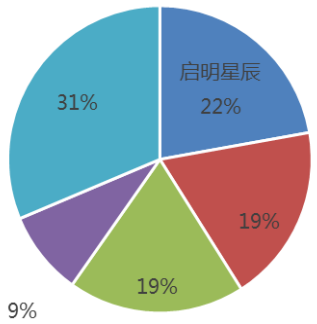
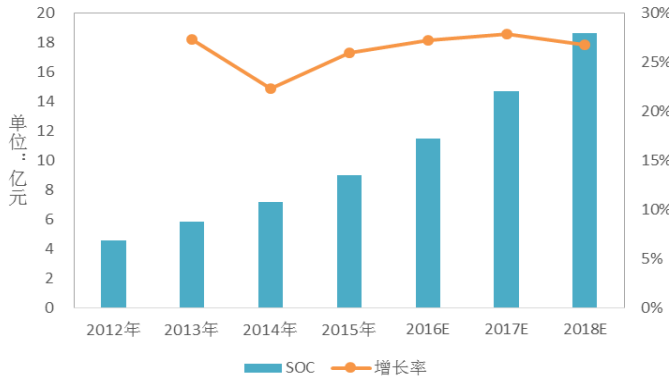


图 17：2011 年-2018 中国年 SOC 市场规模及预测



资料来源：CCID，华金证券研究所

资料来源：CCID，华金证券研究所

（二）内外兼修谋发展，综合型网络安全巨头徐徐启航

IDC 在《中国 IT 安全硬件、软件和服务 2015-2019 全景图》中提到，客户安全需求正从独立部署系统解决某一方面的安全问题，逐渐发展为需要系统地考虑安全问题，对安全厂商提供全面、综合解决方案的需求正在提高。

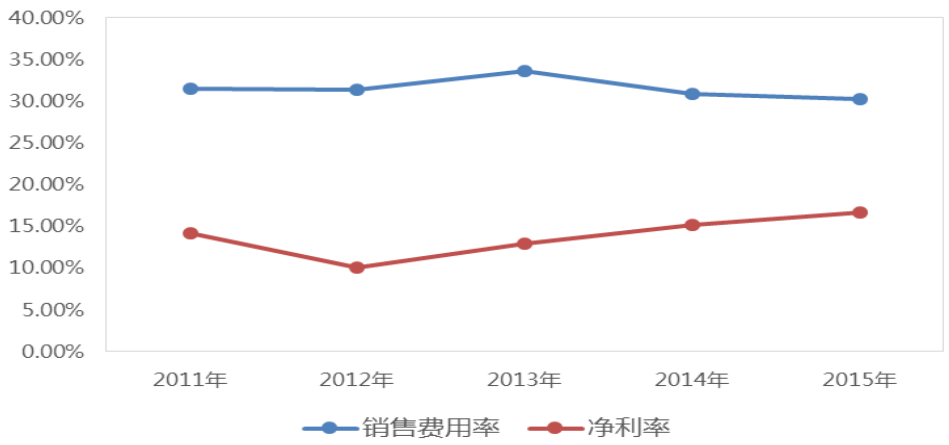
公司积极投身研发、渠道建设，并通过投资并购、战略合作等方式，不断完善产业布局，拥有国内全面的专业安全产品线，横跨防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域，共百余个产品型号。丰富的技术和产品分布，使得公司在响应客户需求、形成整体解决方案方面极具优势。

1、研发实力强劲，渠道建设初见成效

2015 年公司研发投入达 3.20 亿元，同比增长 42.10%，占营收比重 20.81%，公司研发人员数量 1206 人，占总员工人数 40.46%。公司拥有国内高水平技术团队，包括积极防御实验室（ADLab）、网络安全博士后工作站、研发中心、安全运营中心、安全咨询专家团（VF 专家团）、安全系统集成团队等，是公司重要的核心竞争力。

同时，公司在营销端持续投入。2015 年，公司销售费用用为 4.65 亿，同比增长 25.73%，公司销售费用率一直保持在 30%左右较高水平，目前已在全国个省市自治区设立了三十多家分支机构，建立起一套完整的、覆盖全国的渠道和售后服务体系，而随着销售渠道的日渐成熟完善，销售费用给净利润率带来的压力也将逐渐解除，近年来公司利润率正在稳步提升。

图 18：公司销售费用率与净利润率情况



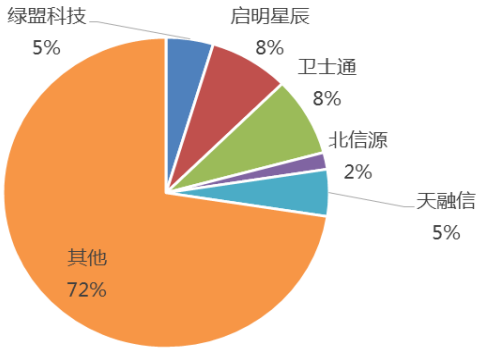
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、外延发展如火如荼，产业布局日趋完善

国内信息安全行业集中度偏低，根据 IDC 数据测算，2014 年国内主要信息安全厂商市场集中程度约 28%，而全球市场前五安全厂商占比超过 40%。公司上市以来依托资本市场，围绕公

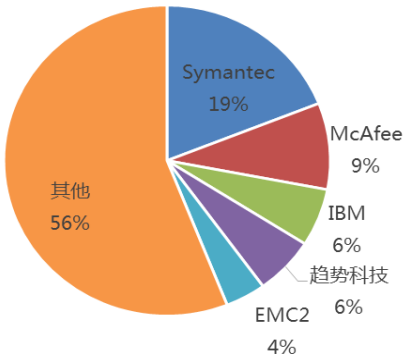
司核心业务，适时采用战略联盟、技术合作、资产重组或企业并购战略推进公司业务发展。2011年公司收购网御星云，迅速在防火墙和 UTM 市场站稳脚跟，成功的业务整合经验为公司实施对外投资提供基础。随后，公司接连收购书生电子。合众信息、安方高科等公司，在数据安全、物理安全领域谋求发展，并在终端安全领域与腾讯开展合作，推出云子可信安全系统。

图 19：2014 年中国信息安全产业集中度情况



资料来源：IDC，Wind，华金证券研究所

图 20：2013 年全球信息安全产业集中度情况



资料来源：Gartner，华金证券研究所

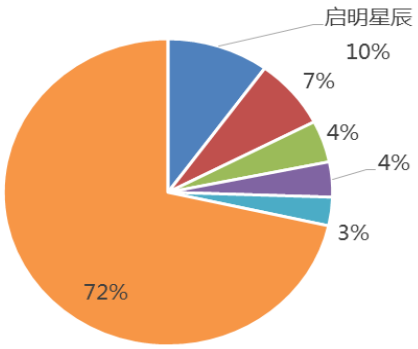
（1）收购合众数据、书生电子，进军数据安全市场

随着信息化程度提高，数据已经成为用户的核心资产，数据安全成为信息安全的高地。公司 2014 年收购书生电子、合众数据，正式布局数据安全领域，现涵盖的数据安全产品包括安全数据交换、大数据、电子签名/印章、DLP 等，2015 年，公司在该分类下收入达 1.48 亿元，在整体收入中占比 9.68%，已经成为公司业务的重要组成部分。2016 年 H1，这一业务收入同比增长了 11%。

公司收购的合众数据是专注于大数据处理技术和安全数据交换产品专业信息安全厂商，其主要客户群体为公安系统、住建部等政府部门，2015 年营业收入达 1.26 亿元；书生电子公司专注安全文档，是电子印章技术和电子公文技术的发明人，为重要行业用户提供安全电子印章、电子公文、电子合同软件产品，客户群包括国内每一个中央部委、每一个省级政府、每一家央企和每一家银行在内的数万家机构客户，是该行业内绝对的领导者。数据安全技术的引入，公司可以在原有信息安全技术的基础上为客户提供更为全面的解决方案。

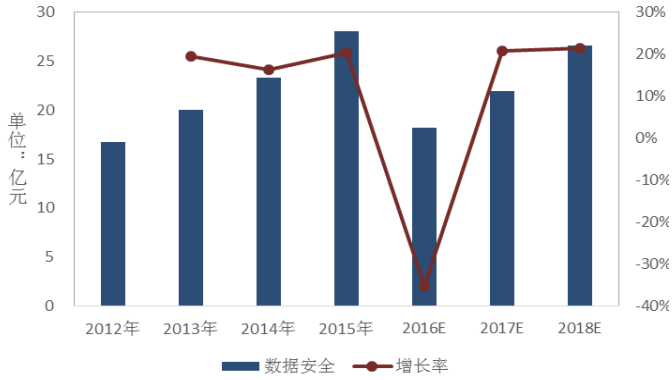
CCID 数据显示，2015 年我国数据安全细分市场规模为 28 亿元，同比增长 20.30%，公司占据了 10%的市场份额，已经成为该市场的龙头。

图 21：2015 年中国数据安全市场份额情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 22：2011 年-2018 年中国数据安全市场规模及预测



资料来源：CCID，华金证券研究所

（2）收购安方高科，布局物理安全

电磁信息防护起源于电磁泄漏，即信息设备在工作室产生的电磁波能以电磁辐射发射方式向空间传播，同时通过地线、电源线、信号线以传导发射方式传播的现象。这些电磁信号若被接受，经提取处理，可恢复出原信息，造成信息失密。自 2014 年开始，政法系统、党务系统和军队系统等的信息安全建设依据国家等保、分保及军标等规范，开始在全国范围内建设相应的屏蔽机房、保密会议室，同时通过采购并部署屏蔽机柜、屏蔽机桌、低泄射电脑以满足相应规范的要求，未来需求增长趋势会更加明确。

安方高科主要经营电磁屏蔽工程的设计、施工和综合服务，承建了诸如国家天文台 500 米口径球面射电望远镜工程电磁屏蔽室建设等项目，此外，还研发、生产和销售电磁信息安全产品。其主要客户为各级党政机关、军队、军工企业和科研机构，其中军工和政府部门占比可达 70%。

目前公司主要客户集中在政府、军队行业，占比可达 50%-60%。公司注重纵深发展客户，把行业客户做熟做透，深度了解行业、掌握行业需求，公司在 2015 年收购电磁信息安全提供商安方高科，以求更好的满足军政行业客户的安全需求，加强市场渗透，不断提升市场占有率。

图 23：安方高科承建项目施工图

资料来源：公司公告，华金证券研究所

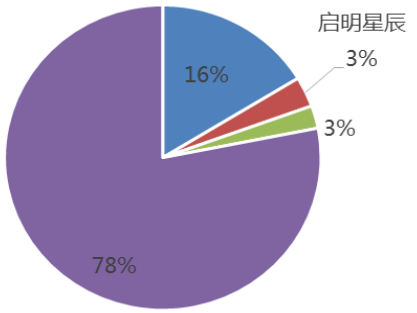
（3）携手腾讯，防护企业终端安全

终端安全管理主要需求来源在各级政府机关、军工、金融以及能源等国家重点行业的大中型企业，独立于防火墙、IDS/IPS 等信息安全产品所部属的网络防御层次，保护这些产品防御盲区，因而是信息安全产品体系的重要组成部分。终端安全产品市场规模在 2015 年已经达到 18.68 亿元，且预计未来三年将以 17.82%的年复合增长率增长。公司在终端安全领域已经取得一定成绩，CCID 数据显示，2015 年公司在终端安全产品市场位列第二，份额约 3.2%，

2015 年，公司与腾讯达成战略合作，推出面向企业市场的终端安全解决方案——云子可信网络防病毒系统。云子可信采用云部署方式，一方面通过检测特征云的方式，不断收集各类可疑文件进行深入分析，并及时更新至病毒特征库中，为所有用户提供最新最全面的安全防护，为用户提供最新最全的安全防护；另一方面，为企业级用户提供了云查杀模式，对于客户端发现的可疑文件，其分析过程将可在内部搭建的私有云上进行，减少客户端 PC 的额外计算开销。该系统综合双方实力，在终端安全领域具有强竞争力。

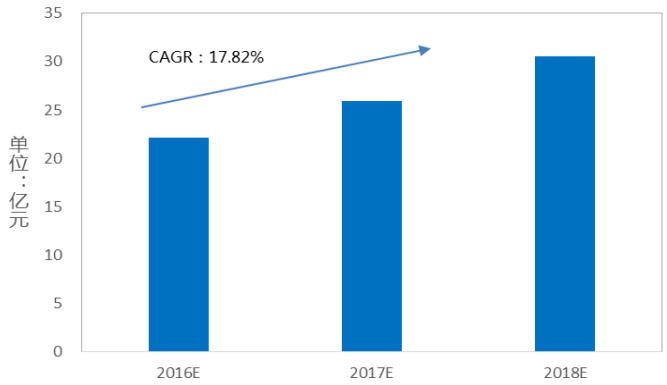
2016 年，公司与腾讯合作再度升级，向更高层面企业级高级威胁检测及防御领域渗透，稳步推进用户整体安全。随着互联网+时代到来，企业用户面临 APT 的挑战与日俱增，单一安全产品难以应对。为应对新的挑战，公司部署在网络中的安全产品可以利用云端检测手段来识别用户网络中的威胁，结合云端亿级的知识库和威胁情报库，推升安全产品的自适应能力。随着双方合作的深入，终端资源的积累，也为公司在云计算、大数据安全发展提供基础。

图 24：2015 年中国终端安全产品市场份额情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 25：2016 年-2018 年中国终端安全产品市场预测



资料来源：CCID，华金证券研究所

（4）收购赛博兴安，提升密码产品市场影响力

2016 年公司以发行股份及支付现金相结合的方式购买赛博兴安的股权，赛博兴安拥有国家二级保密资质和商用密码产品销售许可证及军队、军工、政府等行业要求的高级别信息安全相关资质，主要从事信息系统安全体系规划与设计、信息安全技术研究与产品开发、信息系统安全工程建设和安全管理服务等业务。赛博兴安目前拥有的核心技术由兴安网络处理平台、线速硬件加解密处理平台、物理级网络安全隔离体系、网络安全数据分析平台等四部分组成，在这些核心技术基础上，形成了边界防护、安全管控、数据安全与加密、安全集成与服务等四个主要产品系列，

在安全数据传输和数据安全分析平台业务方面经验丰富，是所在信息安全细分领域的领先企业，主要客户是军队和军工企业，拥有坚实的市场基础。

通过收购赛博兴安，公司将提高在加密/密码领域影响力，填补公司产品空缺；此外，在网闸等同类产品上，公司与赛博兴安也具有差异化特性，可以服务不同的客户对象；且赛博兴安主要为军队、军工等领域客户服务，以行业定制为主，公司则拥有全面的通用化产品线，双方互补效应显著。

二、志存高远，三大新兴业务增长可期

（一）紧跟技术脉搏，发展大数据战略

1、国家政策加持，行业应用前景看好

“十三五”规划把大数据作为基础性战略资源，指出要全面实施促进大数据发展行动，加快推动数据资源共享开放和开发应用，主力产业转型升级和社会治理创新。一方面，加快建设国家政府数据统一开放平台，推动政府信息系统和公共数据互联开放共享。统筹布局建设国家大数据平台、数据中心等基础设施。另一方面，规划提出深化大数据在各行业的创新应用，探索与传统产业协同发展新业态新模式，加快完善大数据产业链。

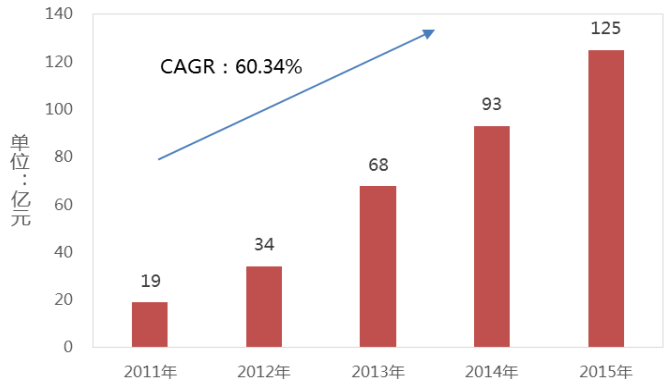
可以预见，未来以政府行业为代表的一批大数据投资将出现，大数据市场前景良好。据赛迪咨询估计，2011 年以来我国大数据市场年复合增速 60.34%，2015 年规模达 124.9 亿元，预计未来将依然可维持高增速，2018 年市场规模可达 301.7 亿元。

2015 年，公司投入研发合众大数据基础平台研发项目，在开源大数据平台 Hadoop 平台上研发的具有自主知识产权的大数据平台，作为支撑公司大数据战略的基础，完成了十几个点的部署，有力支撑上层应用的开发。

子公司合众数据自主研发并掌握了目前国内最先进的数据镜像复制技术，支持各类主流数据库，可以无干扰获取数据，广泛用于大数据采集、复制、集中及灾备领域。基于该类技术，合众数据能够围绕用户需求定制完善的大数据处理解决方案，目前主要为公安系统做大数据系统。公司 2015 年研发的公安大数据应用平台，就是利用大数据技术推动警务工作在新形势下的智能化和精细化。

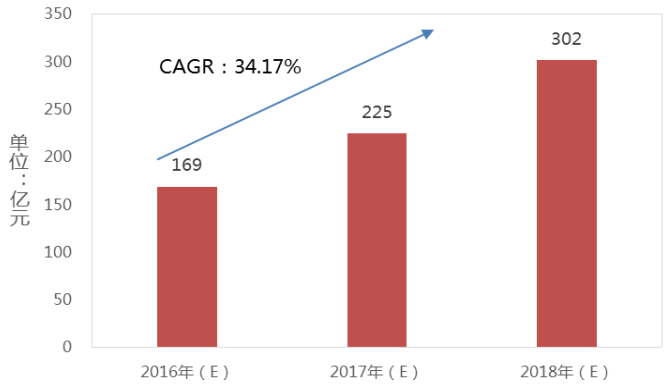
作为国内知名安全厂商，在政府、电信、金融等行业有良好的客户基础，公司以公安领域为切点，未来在行业大数据应用市场将大有可为。

图 26：2011 年-2015 年中国大数据市场规模情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 27：2016 年-2018 年中国大数据市场规模预测

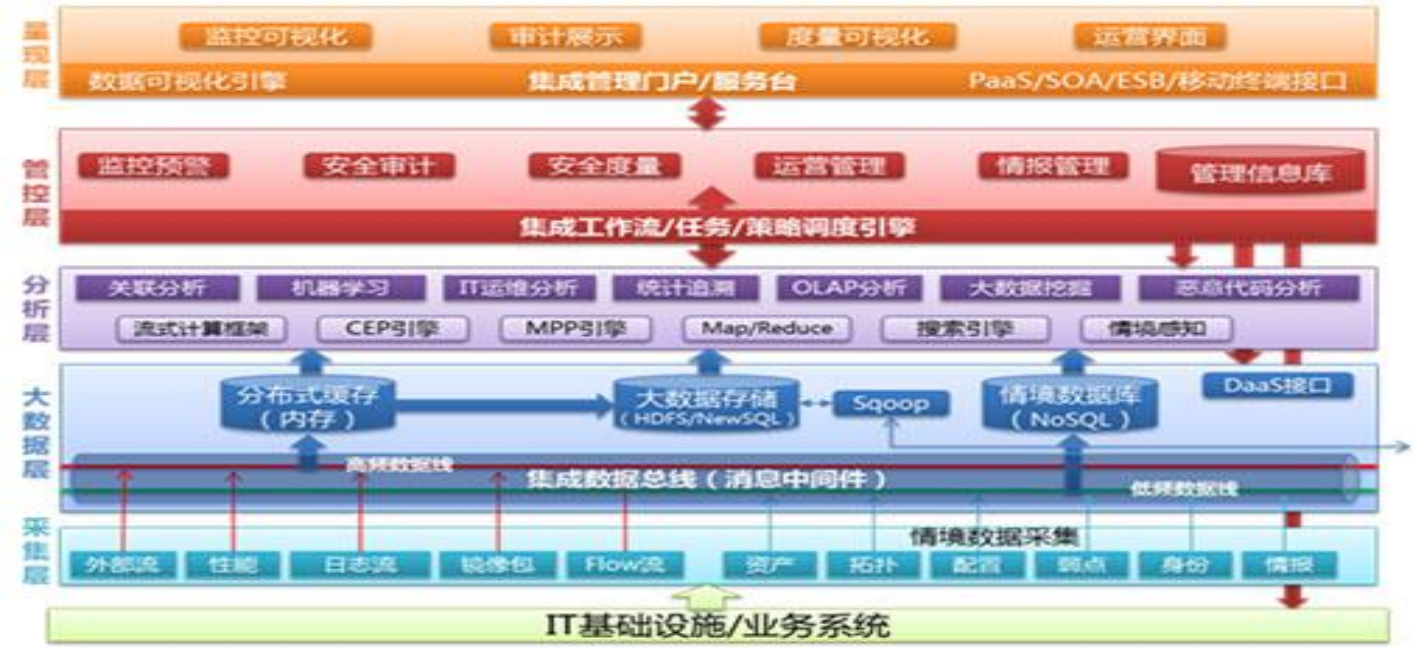


资料来源：CCID，华金证券研究所

2、以大数据分析为基础，开启 SOC 3.0 时代

DT 时代企业和组织安全体系面临的形势更为复杂，各种类型的安全数据越来越多，新型威胁层出不穷，传统分析能力开始显示弊端。公司依托自身在安全分析领域丰富的行业经验和领先技术，推出泰合 TM 大数据安全分析平台。帮助客户实现在规模不断扩大的异构海量数据如事件、流、网络原始流量、文件等信息中，结合关联分析、机器学习、数理统计、实时分析和人机交互等多种分析方法和技术，发现传统的安全产品无法检测的安全攻击和威胁，进而保护信息不受损害。

图 28：泰合大数据安全分析平台架构



资料来源：公开信息，华金证券研究所

在大数据分析平台基础上，公司进而提出 SOC3.0 的概念，将大数据分析技术充分融合到现有的安全管理平台技术框架中。2015 年，公司发布新一代安全管理平台系列产品，该系产品充分以数据为核心保护客户的业务系统，提供业务支撑环境、流程、数据以及人四个维度的全方位

安全。新一代安全管理平台系列产品具体含四个型号，包括面向超大型企业和机构的旗舰版、面向大中型企业组织的专业版、聚焦在日志分析领域的日志审计办和一款硬件形态的大数据安全管理平台一体机。每款软件型号由多个软件组件构成，包括管理中心、分布式存储分析节点和多种专用的采集器，能进行大规模集群分布式部署，也支持云部署。

公司在安全管理平台市场占有率多年位列榜首，有雄厚的客户基础和技术积累，新一代安管平台的发布是公司在这一领域积极求变、巩固市场地位的重要举措，基于大数据分析的安管平台提供了更强的主动性和智能性。目前，泰合新一代安全平台已经在国内数个大规模网络客户得到了应用，并取得效果，尤其是其性能和处理能力获得极大提升。未来随着产品不断成熟，将有更多客户关注并使用。

图 29：公司新一代安全管理平台系列产品特点与要素

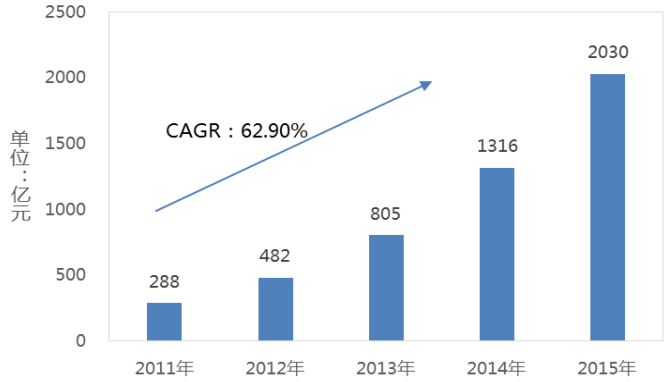
资料来源：公开信息，华金证券研究所

（二）以政务云为起点，抢滩云安全行业

云计算是打破传统 IT 技术格局的新产业机会，它体现了“网络就是计算机”的思想，将大量计算资源、存储资源与软件资源链接在一起，形成巨大规模的共享虚拟 IT 资源池，为远程计算机用户提供“召之即来，挥之即去”且似乎“能力无限”的 IT 服务。云计算便利、经济、高效和易于扩

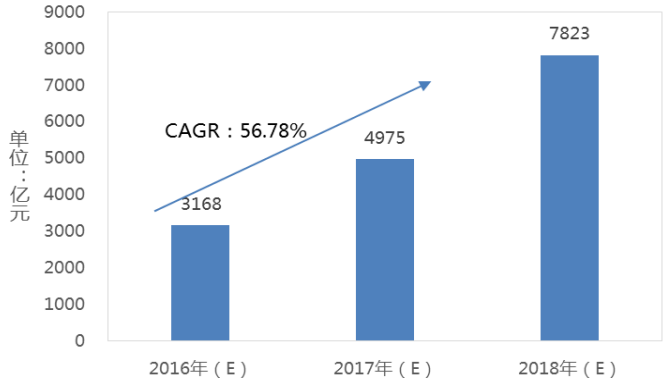
展，让企业得以更有效的进行 IT 投资，并帮助企业进行转型升级，云计算应用越来月普及，赛迪估计 2015 年市场规模已经达到 2030 亿元，预计 2018 年可达 7823 亿元，前景广阔。

图 30：2011 年-2015 年中国云计算市场情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 31：2016 年-2018 年中国云计算市场预测

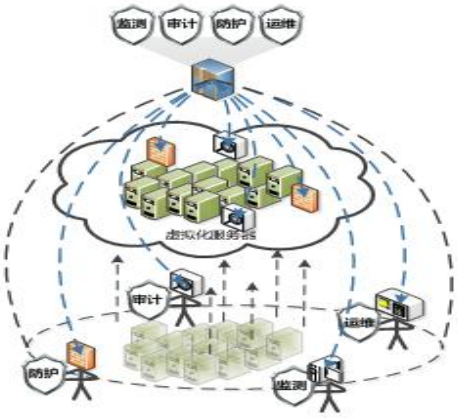


资料来源：CCID，华金证券研究所

云计算落地的一个重要载体是智慧城市建设，近年来，我国智慧城市领域战略部署陆续出台，各省市纷纷将智慧城市建设作为重要战略任务，积极开展政务云、医疗云等项目，工信部信息化推进司还开展了“基于云计算的电子政务公共平台“顶层设计、标准研制、试点示范等一系列工作，希望通过制定统一标准、开展电子政务共用平台顶层设计等方式，引导电子政务向基于云计算的新一代政务平台迁移，政务云市场前景可观。而云环境下，应用和操作均基于开放的网络，整个 IT 架构可能面临更多威胁和风险，安全也成为各方实施云计算应用的重要考量之一，政务云还进一步影响到国家信息安全，因此对云安全需求更为迫切。

在这样的背景环境下，公司推出了基于云计算环境的安全管理平台（CloudSOC），主要定位于政府政务云市场，充分结合公司在政府行业的客户基础、行业认识和在云计算、安全管理平台领域的技术积累，以政务云为切入点，在云安全领域大展拳脚。CloudSOC 可以整合各类传统和虚拟化安全产品，独立构建完整的云安全解决方案，拥有监测、审计、防护和运维四位一体的安全功能，很好契合政务云的安全需求。

图 32：公司 CloudSOC 四位一体的立体式安全防护体系



资料来源：公开信息，华金证券研究所

（三）“天工开物”，抢占工业 4.0 风口

1、工业互联网兴起，亟需发展相关安全技术

随着国务院《中国制造 2025》战略提出，中国工业控制领域正在发生重大的变革，两化深度融合是产业结构调整和升级转型的重要支撑，工业控制系统网络安全已经成为两化融合的重要组成部分，深刻地影响着工业控制系统及相关产业的发展，工业控制系统网络安全风险所带来的，不再仅仅是信息泄露、信息系统无法使用等“小”问题，而是会对现实世界造成直接的、实质性的影响，其安全性不仅关系到生产安全和经济发展，而且影响到社会稳定和国家安全。

根据匡恩网络发布的《2015 工业控制网络安全态势报告》，2015 年国际工控网络设备漏洞数量仍居高位，工业控制网络安全事件呈现逐年增加的趋势，美国工业控制系统网络应急响应小组（ICS-CERT）收集的 295 起安全事件中，关键制造业、能源、水处理成为被攻击最多的三个行业，占全部事件的 57%。工控网络脆弱性不容忽视，新增漏洞价值越来越高，中高危漏洞比例居高不下，同时漏洞类型越发复杂多样。工控信息系统安全形势日益严峻。

政策层面，中央机构编制委员会办公室于 2015 年 4 月 20 日颁布《中央编办关于工业和信息化部有关职责和机构调整的通知》（中央编办发〔2015〕17 号），明确了工业控制系统安全管理的机构及工作职责。同时，安全标准制定对于行业规范和发展至关重要，我国工业控制系统信息安全标准化工作也正积极稳步推进，拟逐步形成涵盖安全管理、系统安全防护、产品安全评估等全面的工控信息安全标准体系。

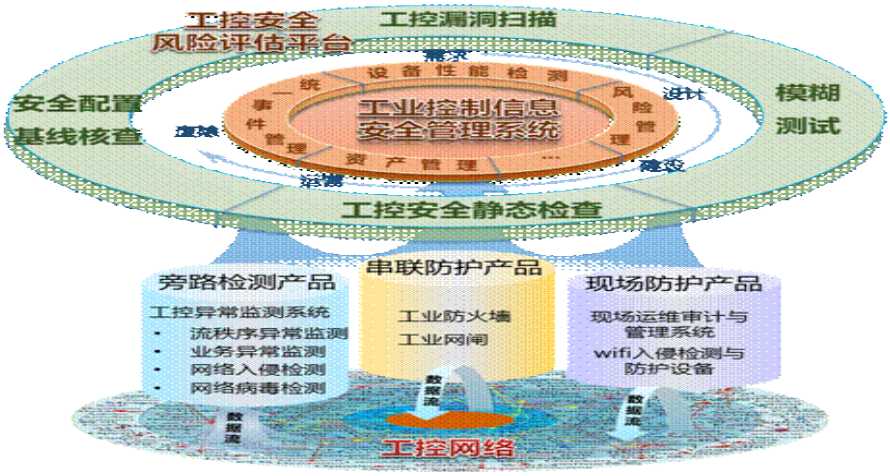
Frost &Sullivan 的研究显示，目前亚太区域工控安全仍处于市场初期阶段，2014 年亚太区域工控厂商总收入达到约 1.63 亿美元，预计到 2019 年将达到 11.86 亿美元，年复合增长率约 48.7%。显示了工控安全巨大的市场潜力。

2、天工融合系列，为工业 4.0 护航

随着工控安全日益受到国家和行业的重视，公司在几年前开始布局，成为国内最早一批进入该领域的专业安全厂商，2015 年公司推出“天工融合秩序工业控制系统信息安全体系”，该系列产品基于工业控制系统运行的全生命周期，覆盖管理层、监控层、设备层，重点保障工业控制系统的业务秩序，集防护检测一体，融合信息安全风险管理和技术防护的工业控制系统信息安全体系。包含了工控异常检测系统、工控防火墙、现场运维审计与管理系统与工控信息安全管理系统共计五大模块，系统地以用户需求为导向提出了面向解决用户安全威胁的整体工控安全解决方案。

工控安全是行业与安全的结合，需要一个融合发展过程，并且需要逐个行业去突破，公司在该领域从工信部、发改委都有拿到项目，并且已经有产品在项目中实现了顺利验收交付，目前绝对量还不算大，但是一个很好的入口，相信工控安全业务未来可以到千万量级。

图 33：融合秩序为核心的工业控制系统信息安全产品与服务的解决方案



资料来源：公开信息，华金证券研究所

三、公司估值处于低位，提升公司评级至买入-A

公司一直重视技术研发，始终走在行业前列，公司推出的云安全、大数据分析及应用和工控安全相关产品和解决方案，凭借在政府、军队等行业客户基础，有望成为公司业务新的增长点。我们预测 2017 年-2018 年公司营业收入为 25.13 亿元和 30.97 亿元，EPS 分别为：0.53 元和 0.70 元。

表 3：主要产品收入和毛利水平

		2017 年 E	2018 年 E
收入（亿元）	安全网关	9.34	11.69
	安全检测	5.98	7.57
	平台工具	3.24	4.21
	数据安全	1.98	2.26
	安全服务	2.33	2.71
	硬件及其他	2.27	2.54
毛利（亿元）	安全网关	7.05	8.88
	安全检测	4.68	5.97
	平台工具	2.64	3.44
	数据安全	1.55	1.78
	安全服务	1.29	1.5
	硬件及其他	0.12	0.13
毛利率	安全网关	75.48%	75.96%
	安全检测	78.26%	78.86%
	平台工具	81.48%	81.71%
	数据安全	78.28%	78.76%
	安全服务	55.36%	55.35%
	硬件及其他	5.29%	5.12%

资料来源：Wind，华金证券研究所

信息安全相关主要公司 2017 年的平均 PE 约为 62 倍，而公司 2017 年的 PE 只有大约 39 倍，低于行业平均水平。考虑到公司的已经转型成为综合型网络安全服务商，业务布局得到了进一步完善，净利润会保持快速增长，考虑 25%的安全边际后，给予公司 2017 年 47 倍的 PE，约等于行业平均估值水平 75%。提升公司评级至买入-A，6 个月目标价 24.91 元。

（一）公司主要产品收入和毛利率预测

1、安全网关和安全监测

安全网关及安全监测是公司传统优势领域，UTM、防火墙、VPN、IPS/IDS 等多项产品多年位列榜首，未来这些领域将继续引领公司业务增长。预计安全网关产品 2018 年收入可达 11.69 亿元，毛利 8.88 亿元，毛利率 75.96%；安全监测产品 2018 年收入 7.57 亿元，毛利 5.97 亿元，毛利率 78.86%。

2、平台工具

公司 SOC、漏洞扫描等业务领域具有强大的市场基础，公司泰合本部持续发布多款新产品，包括 CloudSOC、新一代安全管理平台等系列产品，为客户提供更全面的防护，随着政务云、行业大数据应用等项目投入建设，有望成为公司新的增长点。预计至 2018 年，平台工具收入为 4.21 亿元，毛利达 3.44 亿元，毛利率 81.71%。

3、数据安全

数据安全是公司近年来新开发的业务领域，在相继收购合众数据、书生电子后，该领域的发展将进一步推进，预计 2018 年公司数据安全收入 2.26 亿元，毛利 1.78 亿元，毛利率 78.76%。

4、安全服务、硬件及其他业务

安全服务方面，预计 2018 年公司收入可达 2.71 亿元，毛利 1.50 亿元，毛利率 55.35%；硬件及其他业务至 2018 年收入 2.54 亿元，毛利润 0.13 亿元，毛利率 5.12%。

（二）对比行业平均水平，公司估值处于低位

信息安全相关主要公司 2017 年的平均 PE 约为 62 倍，而公司 2017 年的 PE 只有大约 39 倍，低于行业平均水平。考虑到公司的已经转型成为综合型网络安全服务商，业务布局得到了进一步完善，净利润会保持快速增长，考虑 25%的安全边际后，给予公司 2017 年 47 倍的 PE，约等于行业平均估值水平 75%。

表 4：可比公司估值对比

代码	名称	市值(亿元)	收盘价（元）	EPS		PE	
				2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
000555.SZ	神州信息	202	20.95	0.45	0.69	47	30
002268.SZ	卫士通	174	33.20	0.40	0.50	83	66
300188.SZ	美亚柏科	97	19.49	0.47	0.62	41	31
300352.SZ	北信源	100	17.21	0.17	0.22	101	78
300369.SZ	绿盟科技	108	28.91	0.78	0.99	37	29
	平均水平			0.45	0.60	62	47
002439.SZ	启明星辰	187	20.83	0.53	0.70	39	30

资料来源：Wind，华金证券研究所，收盘价和市值规模截止 2017 年 3 月 27 日

（三）提升公司评级至买入-A，6 个月目标价 24.91 元

随着国内信息安全行业的高速增长和国产化浪潮的推进，公司作为国内规模最大的安全厂商，将迎来快速增长。公司一直重视技术研发，始终走在行业前列，公司推出的云安全、大数据分析及应用和工控安全相关产品和解决方案，凭借在政府、军队等行业客户基础，有望成为公司业务新的增长点。我们预测 2017 年-2018 年公司营业收入为 25.13 亿元和 30.97 亿元，EPS 分别为：0.57 元和 0.76 元。提升公司评级至买入-A，6 个月目标价 24.91 元。

四、风险提示

1、公司云安全、大数据分析和工控安全等新业务表现不及预期；2、公司并购整合工作不及预期；3、信息安全行业、宏观经济发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,195.7	1,534.0	2,019.6	2,513.4	3,097.4
减:营业成本	399.6	483.3	645.9	778.4	927.4
营业税费	17.2	22.3	28.4	36.1	44.3
销售费用	369.8	465.0	578.4	677.6	794.1
管理费用	280.2	407.4	518.5	659.1	810.0
财务费用	-3.9	-1.9	-6.9	-9.4	-13.3
资产减值损失	29.3	27.5	23.2	26.7	25.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	10.2	21.0	9.7	13.6	14.8
营业利润	113.5	151.5	241.8	358.6	523.8
加:营业外净收支	91.6	145.2	175.8	202.2	222.8
利润总额	205.0	296.7	417.6	560.8	746.6
减:所得税	22.9	41.6	52.1	63.3	91.4
净利润	170.4	244.1	352.4	473.7	627.5

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	259.6	795.9	994.9	1,443.9	2,008.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	651.0	681.0	736.5	886.5	919.7
应收票据	4.3	30.3	11.5	22.7	26.5
预付帐款	26.2	25.5	29.5	33.6	35.4
存货	115.9	185.7	181.9	219.0	231.9
其他流动资产	490.0	236.3	287.1	337.8	287.0
可供出售金融资产	55.0	57.6	37.5	50.0	48.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	74.2	77.1	77.1	77.1	77.1
投资性房地产	94.7	92.2	92.2	92.2	92.2
固定资产	164.8	172.8	147.5	122.1	96.7
在建工程	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
无形资产	176.7	171.7	112.4	53.2	-
其他非流动资产	289.5	301.4	285.0	289.8	291.0
资产总额	2,402.1	2,827.6	2,993.2	3,628.0	4,113.9
短期债务	41.4	-	-	-	-
应付帐款	267.8	295.5	304.6	354.1	354.1
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	442.1	676.6	511.2	607.4	505.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	34.8	56.1	38.5	43.1	45.9
负债总额	786.1	1,028.1	854.3	1,004.6	905.7
少数股东权益	120.5	108.0	121.1	144.9	172.6
股本	415.1	830.2	868.9	896.7	896.7
留存收益	1,080.4	861.3	1,148.9	1,581.8	2,139.0
股东权益	1,616.0	1,799.5	2,138.9	2,623.4	3,208.2

财务指标

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年增长率					
营业收入增长率	26.1%	28.3%	31.7%	24.4%	23.2%
营业利润增长率	210.3%	33.5%	59.5%	48.3%	46.1%
净利润增长率	39.2%	43.3%	44.3%	34.4%	32.5%
EBITDA 增长率	107.6%	34.6%	35.6%	35.8%	35.8%
EBIT 增长率	276.4%	36.5%	57.0%	48.7%	46.2%
NOPLAT 增长率	261.3%	32.1%	59.8%	50.7%	44.6%
投资资本增长率	73.6%	-33.8%	22.3%	1.9%	2.2%
净资产增长率	21.2%	11.4%	18.9%	22.6%	22.3%
盈利能力					
毛利率	66.6%	68.5%	68.0%	69.0%	70.1%
营业利润率	9.5%	9.9%	12.0%	14.3%	16.9%
净利润率	14.2%	15.9%	17.4%	18.8%	20.3%
EBITDA/营业收入	14.6%	15.4%	15.8%	17.3%	19.0%
EBIT/营业收入	9.2%	9.8%	11.6%	13.9%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	32.7%	36.4%	28.5%	27.7%	22.0%
负债权益比	48.6%	57.1%	39.9%	38.3%	28.2%
流动比率	2.06	2.01	2.75	3.06	4.08
速动比率	1.90	1.82	2.52	2.83	3.81
利息保障倍数	-28.30	-76.73	-34.14	-37.27	-38.50
营运能力					
固定资产周转天数	62	40	29	19	13
流动营业资本周转天数	115	90	55	69	69
流动资产周转天数	425	411	374	371	375
应收帐款周转天数	162	156	126	116	105
存货周转天数	30	35	33	29	26
总资产周转天数	637	614	519	474	450
投资资本周转天数	285	234	157	140	116
费用率					
销售费用率	30.9%	30.3%	28.6%	27.0%	25.6%
管理费用率	23.4%	26.6%	25.7%	26.2%	26.2%
财务费用率	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
三费/营业收入	54.0%	56.7%	54.0%	52.8%	51.4%
投资回报率					
ROE	11.4%	14.4%	17.5%	19.1%	20.7%
ROA	7.6%	9.0%	12.2%	13.7%	15.9%
ROIC	14.1%	10.7%	25.9%	31.9%	45.3%
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.02	0.05	0.06	0.08
分红比率	12.2%	8.9%	12.7%	11.3%	10.9%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	182.1	255.1	352.4	473.7	627.5
加:折旧和摊销	66.5	87.8	84.6	84.6	78.6
资产减值准备	29.3	27.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.3	2.3	-6.9	-9.4	-13.3
投资损失	-10.2	-21.0	-9.7	-13.6	-14.8
少数股东损益	11.8	11.0	13.1	23.8	27.7
营运资金的变动	-167.5	362.8	-245.1	-107.5	-101.1
经营活动产生现金流量	368.1	417.1	188.4	451.6	604.7
投资活动产生现金流量	-695.6	194.0	29.7	1.1	16.4
融资活动产生现金流量	-31.3	-77.4	-19.2	-3.7	-57.1

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.19	0.27	0.41	0.53	0.70
BVPS(元)	1.67	1.89	2.32	2.76	3.39
PE(X)	106.8	74.6	50.1	38.4	29.0
PB(X)	12.2	10.8	8.7	7.3	6.0
P/FCF	-61.3	29.9	100.6	39.9	30.0
P/S	15.2	11.9	8.7	7.2	5.9
EV/EBITDA	60.5	108.9	51.9	38.5	27.5
CAGR(%)	39.8%	36.9%	44.0%	39.8%	36.9%
PEG	2.7	2.0	1.1	1.0	0.8
ROIC/WACC					

资料来源：Wind，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn