

# 江南嘉捷 (601313.SH)

## 公布草案拟收购三六零科技股份有限公司

### ● 发布公告，拟通过发行股份等方式购买三六零科技股份有限公司

公司发布草案：三六零全体股份作价 504.16 亿重组上市，其中以发行股票方式购买 360 资产 502.35 亿，发行价格为 7.89 元/股，向三六零全体股东合计发行股份数为 63.7 亿股；其余部分通过资产置换等其他方式。本次发行完成后三六零公司创始人周先生成为本公司实际控制人。

### ● 三六零公司以信息安全技术为根基，吸引用户流量变现

三六零公司的业务模式为：通过提供免费的网络信息和移动安全业务及相关产品聚集了大量的用户。基于海量的用户基础，三六零通过商业化业务进行变现，同时扩大流量入口并拓展安全业务的边界。公司通过流量获得盈利后对信息安全业务加大投入支持，最终实现三六零的可持续发展。

### ● 三六零公司在 A 股可比信息安全公司中收入和利润规模较大

2017 年 1-6 月三六零营收 52.9 亿，归母净利润 14 亿，扣非净利润 9.95 亿；至 17 年 6 月末归属母公司所有者权益合计 138 亿元。16 年营收 99 亿，归母净利润 18.7 亿，扣非净利润 7.44 亿；三六零全体股东承诺：标的在 17~19 年实现扣非净利润分别不低于 22 亿元、29 亿元、38 亿元。

### ● 预测 17-19 年业绩分别为 0.272 元/股、0.281 元/股、0.286 元/股

暂不考虑此次并购三六零公司的并表利润，预测公司 17~19 年营收分别为 20.7、21.3、22.4 亿元，归母净利润为 1.08、1.12、1.14 亿元，按 6 月 9 日停牌价计算对应 PE 分别为 32、31、31 倍。考虑到此次并购三六零公司存在较大的不确定性，首次覆盖，给予“持有”评级。

### ● 风险提示

本次并购事项有能否通过监管审批的不确定性；三六零公司主营业务不及预期无法完成业绩承诺风险；信息安全行业的技术和市场竞争风险。

### 盈利预测（暂不考虑此次并购三六零公司的并表利润）：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,661.27	2,417.25	2,066.71	2,133.34	2,244.82
增长率(%)	-2.66%	-9.17%	-14.50%	3.22%	5.23%
EBITDA(百万元)	338.78	258.76	156.16	156.85	161.86
净利润(百万元)	225.48	159.45	108.04	111.62	113.51
增长率(%)	-3.46%	-29.29%	-32.24%	3.31%	1.69%
EPS (元/股)	0.563	0.401	0.272	0.281	0.286
市盈率 (P/E)	27.84	29.44	32.31	31.28	30.76
市净率 (P/B)	3.89	2.84	1.98	1.86	1.76
EV/EBITDA	17.10	16.44	17.97	17.39	16.02

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	持有
------	----

当前价格	8.79 元
------	--------

报告日期	2017-11-03
------	------------

分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

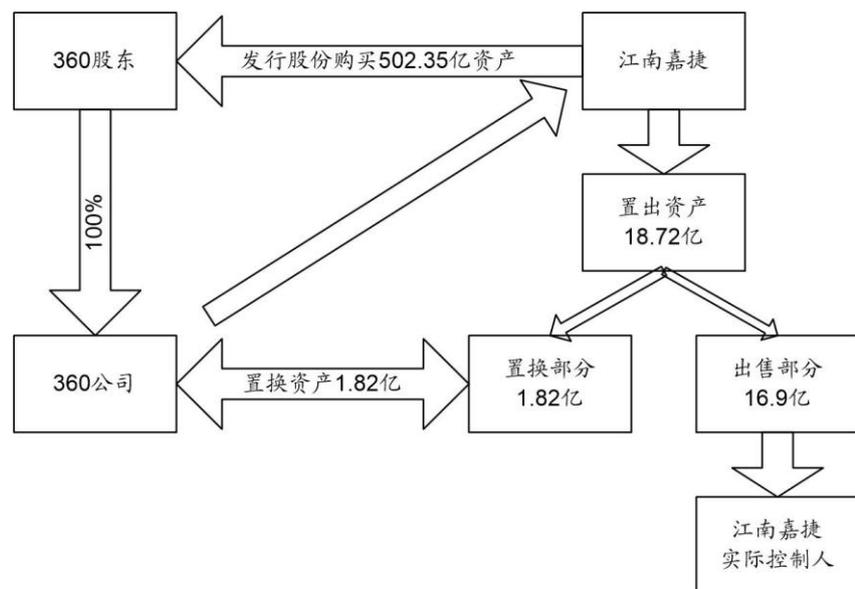
联系人：张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

## 公司公布草案拟收购三六零科技股份有限公司

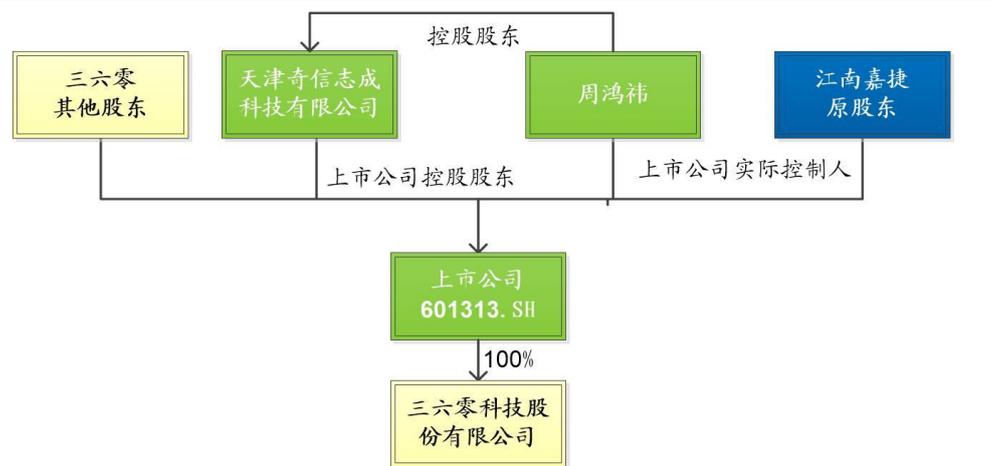
- 江南嘉捷将截至2017年3月31日拥有的，除全资子公司嘉捷机电100%股权之外的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务划转至嘉捷机电。
- 江南嘉捷分别将嘉捷机电90.29%的股权以现金方式转让给金志峰、金祖铭或其指定的第三方，交易作价为169,000万元；将嘉捷机电9.71%股权与三六零全体股东拥有的三六零100%股权的等值部分进行置换，三六零全体股东再将嘉捷机电9.71%股权转让给金志峰、金祖铭或其指定的第三方。
- 本次交易中拟出售资产9.71%股权的最终作价为18,179.75万元，拟置入资产最终作价为5,041,642.33万元，通过重大资产置换与拟置入资产的价款等值部分抵消后，拟置入资产剩余差额部分为5,023,462.58万元，由公司发行股份的方式自三六零全体股东处购买。
- 本次发行股份购买资产的股份发行价格确定为定价基准日前20个交易日股票交易均价的90%，即7.89元/股。据此计算，公司向三六零全体股东发行股份的数量为6,366,872,724股。
- 本次交易完成后，奇信志成将持有本公司总股本的48.74%，为本公司控股股东。周鸿祎直接持有本公司12.14%的股份，通过奇信志成间接控制本公司48.74%的股份，通过天津众信间接控制本公司2.82%的股份，合计控制本公司63.7%的股份，为本公司实际控制人。
- 三六零全体股东承诺：标的资产在2017年、2018年、2019年三年内实现的扣非归母净利润分别不低于22亿元、29亿元、38亿元。

图1：本次交易方案概览



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2: 本次交易完成后的公司股权结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 三六零公司基本财务数据

- 2017年1-6月, 营业收入52.9亿, 归母净利润14亿, 扣非归母净利润 9.95亿;
- 2016年度, 营业收入99亿, 归母净利润18.7亿, 扣非归母净利润 7.44亿;
- 2015年度, 营业收入93.6亿, 归母净利润13.4亿, 扣非归母净利润10.65亿;
- 2014年度, 营业收入78亿, 归母净利润11.8亿, 扣非归母净利润5.3亿;
- 截至17年6月末, 三六零公司归属母公司所有者权益合计138亿元

### 三六零公司主营业务概览:

- 三六零主要从事互联网技术(特别是互联网安全技术)的研发及网络安全产品的设计、研发、运营, 以及基于网络安全产品的互联网广告及服务、互联网增值服务、智能硬件业务等商业化服务。
- 三六零积累了大量用户, 在此基础上三六零将业务拓展至互联网广告及服务业务、互联网增值服务、智能硬件业务等业务领域。三六零构建了以核心技术为驱动、以产品体系为载体、以商业化为保障的互联网生态体系。
- 核心技术是三六零产品及服务体系的基础, 包括互联网核心技术与核心安全技术。其中核心安全技术包括QVM、物联网安全、大数据安全、漏洞研究、无线安全、沙箱技术、HIPS、云计算安全、系统加固等。
- 安全技术的积累与持续创新是三六零的责任与使命, 贯穿于三六零包括360安全卫士、360杀毒、360手机卫士、360手机助手、360搜索、360浏览器、360导航、360智能硬件等几乎所有核心产品之中, 也是三六零在社会安全乃至国家安全方面提供服务的有力支撑。
- 基于自身的互联网核心技术包括网络攻防技术、大数据技术、云技术、人工智能技术等, 在漏洞研究、操作系统安全的主动防御、病毒木马查杀、移动智能终端安全、物联网安全、云安全、无线安全、安全大数据分析等主要方向均已建立

起深厚的技术积淀，并不断升级和完善三六零核心安全技术体系，拓展其应用领域。

- 三六零将丰富的搜索引擎技术积累应用于安全领域，建成了规模、用户数、使用量均处于领先地位的云安全系统；另一方面，安全产品聚合形成的大量用户，也会有利于搜索引擎持续地改进算法，帮助有效识别指向恶意网站的搜索链接，提升用户搜索体验和网络整体安全水平。
- 早在2010年，三六零便将人工智能技术应用于网络安全领域，推出了360 QVM引擎，通过人工智能查杀与云安全的结合运用，实现对未知病毒的快速识别。
- 三六零目前的产品和服务适用的对象和范围包括：个人信息安全领域、生活安全领域、社会网络安全领域及国家网络安全领域。
- 互联网安全产品是三六零服务于广大互联网用户的主要载体，旗下360安全卫士、360杀毒、360手机卫士、360清理大师、360安全浏览器、360手机助手、360软件管家等系列产品深受用户好评，“360”成为网络安全领导品牌。
- 三六零设计研发出智能摄像头、智能行车记录仪、智能安全手表等智能硬件，全面保障用户的生活安全。同时，在万物互联的安全方面，三六零积极投入研发资源，在智能网联汽车、无线电安全研究等方面积累了丰富的丰富经验，并居于领先地位。
- 三六零推出猎网平台、360 Cert、威胁情报中心、DDoS Mon、Scan Mon等产品及服务，为防范和打击网络诈骗等违法犯罪、保护公众合法权益作出了积极的贡献。三六零是“国家大数据协同安全技术国家工程实验室”承建单位，参与多个网络安全实验室建设工作；多次承担国家重大事件网络安全保障工作，成为我国网络安全应急处置和安全保障的主要社会力量。

图3: 三六零科技股份有限公司业务框架



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 三六零公司在云安全上有深厚积累和广泛应用

公司立足于核心安全技术,并结合云及人工智能技术的双翼,以敏捷开发策略进行产品的高速迭代促使三六零安全技术不断进化,提升三六零核心安全能力,巩固三六零用户基础,同时也为三六零其他产品提供基础安全能力和发展土壤。

- **360杀毒:** 360杀毒是三六零提供安全防护能力的核心软件之一,该软件核心功能是为用户提供病毒查杀的功能。360杀毒整合领先防杀引擎,包括360云查杀引擎、360主动防御引擎、360 QVM人工智能引擎。
- **360安全浏览器:** 360安全浏览器拥有国内领先的恶意网址库,采用云查杀引擎,可自动拦截挂马、欺诈、网银仿冒等恶意网址,独创9层安全防护体系全方位保护用户上网安全。
- **IOT安全服务:** 三六零成立全国首个车联网安全中心,将为汽车安全提供全方位的解决方案。
- **猎网平台:** 猎网平台是一个警、企、民联动的反网络诈骗信息系统,通过融合公安机关的刑侦能力、三六零的云安全技术与全国网民的举报线索,力争实现诈骗

风险的第一时间发现，阻拦和诈骗犯罪的第一时间打击。

- ▶ 智能硬件：三六零推出了360 SMART OS智能安全平台，并向智能硬件产业安全联盟（由三六零倡导发起）的成员共享智能硬件安全技术能力。在架构方面公司采用云+端的典型架构。

## 盈利预测

暂不考虑此次并购三六零公司的并表，假设条件如下：

- 收入假设：考虑公司前三季度收入下滑11.5%，假设公司电梯主营业务今年有一定幅度下滑，假设17年国内电梯业务下滑速度高于海外电梯下滑速度，两者下滑速度分别是15%和10%，合并营收下滑加剧到14.5%。明后两年电梯业务触底后微弱复苏，业务缓慢增长，假设18年和19年，海外营收增长速度为4%、6%，小幅高于国内电梯营收增速3%，5%，合并18-19年营业收入增速为3.22%、5.23%；
- 毛利率假设：假设行业竞争格局稳定，公司17~19年电梯主营业务与16年基本持平；
- 费用率假设：考虑到销售费用和管理费用中都包含人员工资费用，假设工资上涨幅度高于营收增长幅度，则公司的销售和管理费用率小幅上升；

预测公司17~19年营收分别为20.7、21.3、22.4亿元，归母净利润为1.08、1.12、1.14亿元，按6月9日停牌价计算对应PE分别为32、31、31倍。考虑到此次并购三六零公司存在较大的不确定性，首次覆盖，给予“持有”评级。

## 风险提示

- 本次并购事项有较大的不确定性，通过监管审批存在风险；
- 三六零公司主营业务不及预期无法完成业绩承诺风险；
- 信息安全行业的技术和市场竞争风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1940	1938	1902	2025	2184
货币资金	484	441	685	763	899
应收及预付	924	964	747	802	827
存货	268	290	240	247	260
其他流动资产	263	243	230	212	198
<b>非流动资产</b>	867	879	882	900	912
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	458	534	521	519	503
在建工程	59	4	22	47	78
无形资产	62	58	53	47	42
其他长期资产	289	283	286	287	289
<b>资产总计</b>	2807	2818	2784	2924	3097
<b>流动负债</b>	1165	1060	913	935	988
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1165	1060	913	934	988
其他流动负债	0	0	0	1	1
<b>非流动负债</b>	3	2	2	2	2
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	3	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	1168	1062	915	937	990
股本	400	397	397	397	397
资本公积	386	350	350	350	350
留存收益	829	909	1017	1128	1242
归属母公司股东权	1615	1656	1764	1875	1989
少数股东权益	60	66	71	77	84
<b>负债和股东权益</b>	2807	2818	2784	2924	3097

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2661	2417	2067	2133	2245
营业成本	1850	1656	1420	1466	1543
营业税金及附加	19	18	15	16	17
销售费用	290	324	351	363	382
管理费用	214	216	186	198	213
财务费用	-15	-5	-20	-25	-29
资产减值损失	38	37	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	16	12	14	13
<b>营业利润</b>	274	186	126	130	133
营业外收入	10	8	9	9	9
营业外支出	5	3	4	3	3
<b>利润总额</b>	279	192	132	135	138
所得税	45	22	18	17	18
<b>净利润</b>	234	169	114	118	120
少数股东损益	9	10	6	6	6
<b>归属母公司净利润</b>	225	159	108	112	114
EBITDA	339	259	156	157	162
EPS (元)	0.56	0.40	0.27	0.28	0.29

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	172	45	288	141	199
净利润	234	169	114	118	120
折旧摊销	51	56	61	66	71
营运资金变动	-113	-193	134	-22	28
其它	0	13	-21	-21	-20
<b>投资活动现金流</b>	-271	9	-44	-63	-63
资本支出	-95	-52	-56	-77	-76
投资变动	-176	61	12	14	13
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-155	-87	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	5	0	0	0	0
其他	-160	-87	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-253	-33	244	78	135
<b>期初现金余额</b>	728	484	441	685	763
<b>期末现金余额</b>	475	451	685	763	899

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-2.7	-9.2	-14.5	3.2	5.2
营业利润增长	-3.5	-32.0	-32.1	2.6	2.2
归属母公司净利润增长	-3.5	-29.3	-32.2	3.3	1.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	30.5	31.5	31.3	31.3	31.3
净利率	8.8	7.0	5.5	5.5	5.3
ROE	14.0	9.6	6.1	6.0	5.7
ROIC	25.6	17.1	8.9	8.2	8.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.6	37.7	32.9	32.1	32.0
净负债比率	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	1.66	1.83	2.08	2.16	2.21
速动比率	1.36	1.47	1.74	1.82	1.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	0.86	0.74	0.75	0.75
应收账款周转率	3.52	2.97	3.22	3.09	3.15
存货周转率	5.91	5.94	5.92	5.93	5.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.56	0.40	0.27	0.28	0.29
每股经营现金流	0.43	0.11	0.73	0.36	0.50
每股净资产	4.03	4.17	4.44	4.72	5.01
<b>估值比率</b>					
P/E	27.8	29.4	32.3	31.3	30.8
P/B	3.9	2.8	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.1	16.4	18.0	17.4	16.0

## 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  
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。
- 王奇珏: 分析师, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入  
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事  
研发、咨询顾问等工作, 2015年加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	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。