

北信源(300352.SZ) 软件行业

评级：买入 维持评级

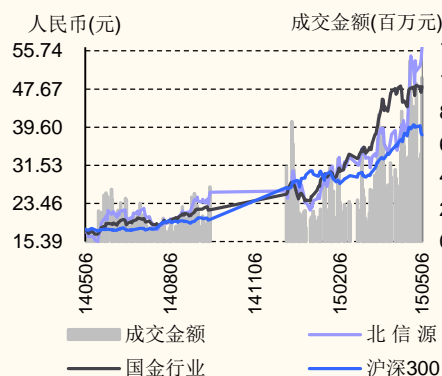
公司研究

市场价格(人民币): 56.50 元
 目标价格(人民币): 100.00-100.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 125.74
 总市值(百万元) 15,074.20
 年内股价最高最低(元) 56.50/15.39
 沪深 300 指数 4553.33



相关报告

1. 《国家网络空间主权的守卫者》，2015.4.22
2. 《企业互联网的桌面入口》，2015.4.14
3. 《产品逐渐丰富,客户覆盖面更广》，2015.3.2

郑宏达 分析师 SAC 执业编号: S1130513080002
 (8621)60230211
 zhenghd@gjzq.com.cn

企业互联网大数据分析龙头

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.508 | 0.255 | 0.385 | 0.501 | 0.619 |
| 每股净资产(元) | 4.85 | 2.63 | 3.02 | 3.52 | 4.14 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.08 | -0.07 | 0.47 | 0.19 | 0.29 |
| 市盈率(倍) | 53.25 | 93.66 | 146.75 | 112.84 | 91.29 |
| 行业优化市盈率(倍) | 48.72 | 72.48 | 140.56 | 140.56 | 140.56 |
| 净利润增长率(%) | 12.78% | 0.30% | 51.07% | 30.05% | 23.60% |
| 净资产收益率(%) | 10.47% | 9.68% | 12.76% | 14.23% | 14.96% |
| 总股本(百万股) | 133.40 | 266.80 | 266.80 | 266.80 | 266.80 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **企业互联网的桌面入口:** 公司的产品主要是面对央企和政府的终端安全管理, 目前有 3000 万台电脑终端安装了公司的终端安全产品。整个央企、国企、政府的电脑终端数量大概在 2 亿台左右。公司目前市场占有率第一, 且是国内公司中的绝对龙头。随着 IT 国产化的深入, 外资企业将逐渐退出市场, 未来公司占据的电脑终端数量达到 50% 即 1 亿, 成为企业互联网的桌面入口。
- **覆盖千万级的高净值用户:** 公司占据上亿级的企业级终端, 意味着什么呢? 1、首先, 这上亿级的企业级终端的使用者是高净值用户, 即在国企政府上班, 收入水平高, 因而公司覆盖了几千万的高净值用户。2、这些高净值用户一天在这些企业终端上的使用时间平均是 6-8 个小时。所以, 公司拥有了千万级高净值用户一天 6-8 个小时的行为数据, 价值巨大。同时, 这也是不少大互联网公司所觊觎的金矿。如果想分享这块市场, 那么北信源拥有绕不开的卡位优势。
- **从单个终端 ARPU 值看市值空间:** 公司目前占据 3000 万企业级终端, 目前单个终端平均给公司贡献近 10 元收入。而一些公司耕耘相对久的客户, 如国家电网, 每年平均贡献 3000 万收入, 国网有 60 万电脑终端, ARPU 值为 50 元, 我们可以将其视为较为理想的情况。那么, 公司占据的 3000 万终端, 未来每年将为公司带来 15 亿收入。如果随着国产化的推进, 公司可以占到 1 亿终端, 那么收入空间将达到 50 亿。
- **公司通过外延并购建立安全生态圈:** 我们认为, 市场并没有对北信源入股或并购的公司给予足够重视。比如, 公司持有 15% 股份的深圳市金城保密技术有限公司, 隶属于国家保密局, 资质全面, 保密技术产品领先。公司持有 14.29% 股权的双洲科技, 是集中管控产品的龙头。公司 100% 收购的中软华泰, 在操作系统安全加固软件方面有很大优势。

投资建议

- 维持“买入”评级, 预测公司 15-16 年每股收益为 0.38 元和 0.50 元。考虑到二、三季度也是安全政策的发布期, 上调目标价至 100 元。

风险

- 产品销售的季节性不平衡风险; 市场竞争日趋激烈的风险。

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 面向终端安全管理的 B2B2C 模式 | 4 |
| 公司是国内最优秀的终端安全和管理厂商 | 4 |
| 纯软件公司，B2B2C 商业模式，高毛利高净利，爆发性强 | 4 |
| 公司的成长逻辑 | 5 |
| 企业互联网大数据分析龙头 | 6 |
| 国外企业大数据分析公司融资火热 | 6 |
| 公司占据千万级终端，做企业大数据分析 | 7 |
| 为什么北信源可以做，优势在哪里？ | 7 |
| 政府和企业 IT 投入逐渐向终端安全和管理倾斜 | 9 |
| 政策推动，安全行业特性决定了本土企业保护壁垒 | 9 |
| 内网终端安全管理投资逐步加大，朝阳产业 | 10 |
| 从成本及效率考虑，企业级 IT 终端管理服务市场需求旺盛 | 11 |
| 行业竞争格局与公司竞争优势 | 13 |
| 行业竞争演变及目前竞争格局 | 13 |
| 竞争优势一，跑马圈地占据优质客户 | 14 |
| 竞争优势二，国内最丰富全面的产品簇 | 15 |
| 竞争优势三，管理终端量最大的标杆客户 | 15 |
| 公司成长逻辑 | 17 |
| 公司可触及的市场空间有多大 | 17 |
| 圈住用户、吸引用户、挖掘用户 | 17 |
| 从终端安全管理到 IT 全生命周期管理 | 18 |
| 应对科技潮流变革，储备云计算、移动智能终端管理产品 | 19 |
| 财务分析 | 20 |
| 公司盈利能力突出 | 20 |
| 公司业绩具有明显的季节性 | 20 |
| 应收账款分析 | 21 |
| 盈利预测与估值 | 22 |
| 盈利预测 | 22 |
| 风险 | 22 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1：公司安全和管理及安管平台产品线 | 4 |
| 图表 2：公司近四年营业收入复合增长 27%（亿元） | 5 |
| 图表 3：公司近四年净利润复合增长 15%（亿元） | 5 |
| 图表 4：DOMO 从不同地方获得数据 | 6 |
| 图表 5：将数据在同一的界面上显现 | 6 |
| 图表 6：传统的 BI 分析过程 | 6 |

| | |
|--|----|
| 图表 7: 北信源大数据分析系统架构 | 7 |
| 图表 8: 北信源大数据分析的优势 | 8 |
| 图表 9: 美国信息安全产业政策推动行业发展 | 9 |
| 图表 10: 信息安全等级保护五级体系 | 10 |
| 图表 11: 信息安全等级保护建设时间表 | 10 |
| 图表 12: 终端管理和安全问题迫在眉睫 | 10 |
| 图表 13: Landesk 美国收入保持快速增长 | 11 |
| 图表 14: BigFix 收入保持快速增长 | 11 |
| 图表 15: 国内终端安全投入在整个 IT 安全投入占比逐渐升高 | 11 |
| 图表 16: 从成本中心到效率中心的转变 | 12 |
| 图表 17: 终端安全管理行业及竞争演变 | 13 |
| 图表 18: 目前竞争格局 | 14 |
| 图表 19: 本土竞争对手 | 14 |
| 图表 20: 国外竞争对手 | 14 |
| 图表 21: 公司占据大量优质客户 | 15 |
| 图表 22: 公司终端安全和管理产品体系功能 | 15 |
| 图表 23: 公司终端安全和管理产品体系分层结构 | 15 |
| 图表 24: 公司拥有国内终端安全管理覆盖面最大的成功案例 | 15 |
| 图表 25: 终端安全管理建设发展层次 | 17 |
| 图表 26: 公司的圈地耕耘战略 | 18 |
| 图表 27: IT 生命周期管理 | 18 |
| 图表 28: 桌面虚拟化是终端安全管理的发展趋势 | 19 |
| 图表 29: 移动智能终端安全管理需求 | 19 |
| 图表 30: 公司具有较高的毛利率和净利率 | 20 |
| 图表 31: 公司营收结构 (2014A) | 20 |
| 图表 32: 公司费用控制良好 | 20 |
| 图表 33: 近三年公司季度收入平均占比 | 21 |
| 图表 34: 第四季度收入占比高的公司普遍应收高 | 21 |
| 图表 35: 公司坏账计提会计政策并不保守 | 21 |
| 图表 36: 盈利预测 | 22 |

面向终端安全管理的 B2B2C 模式

公司是国内最优秀的终端安全和管理厂商

- 公司是国内最优秀的终端安全和管理厂商，相对于诸如防火墙的外网安全，终端安全和管理则是一个近几年才逐渐开始发展的朝阳产业。公司是这个行业最优秀的龙头的公司，这个“龙头”体现在：
 - 客户：公司在政府、军队军工、央企等领域占据众多的优质客户，覆盖中央级政府部门的 50%-60%，军工企业的 80%以及能源企业的 60%；
 - 产品：公司的产品线覆盖终端安全、管理、智能终端管理、虚拟化等行业目前需求以及未来技术发展趋势的战略研发储备，拥有行业最丰富的产品簇；
 - 标杆案例：目前已经实施和可以实施几十万数量级终端管理覆盖的公司只有北信源，其优秀的标杆项目案例是其他竞争对手不能相比的；
 - 资质：公司具有行业内最全面的资质，主要包括：公安部“计算机信息系统安全专用产品销售许可证”、国家保密局“涉密信息系统产品检测证书”、中国人民解放军“军用信息安全产品认证证书”和“装备承制单位注册证书”、国家密码管理局“商用密码产品销售许可证”和“商用密码产品生产定点单位证书”以及中国信息安全测评中心“信息安全服务资质证书”等。

图表 1：公司安全和管理及安管平台产品线

| 产品类别 | 产品系列 | 产品名称 |
|--------|------|--|
| 安全 | 准入控制 | 北信源网络接入控制管理系统 北信源虚拟隔离接入控制系统 北信源接入认证网关 |
| | | |
| | | |
| | 安全审计 | 北信源主机监控审计系统 北信源终端安全登录与监控审计系统 |
| 管理 | 行为管控 | 北信源上网行为管理系统 |
| | 安全检查 | 北信源网络信息保密检查监控系统 |
| | 桌面管理 | 北信源内网安全管理系统 北信源 Intel vPro (AMT) 管理支持系统 北信源补丁及文件分发管理系统 |
| | | |
| | | |
| | 介质管理 | 北信源移动存储介质使用管理系统 北信源安全 U 盘系统 北信源存储介质信息消除工具 北信源存储介质信息消除系统 北信源光盘刻录监控与审计系统 |
| | | |
| | | |
| 安全管理平台 | 数据管理 | 北信源电子文档安全管理系统 |
| | 管理平台 | 北信源信息安全管理通告平台系统 北信源政务终端安全护理系统 |

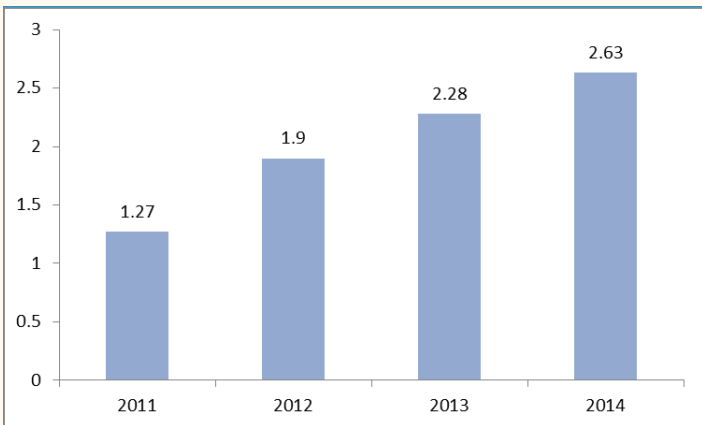
来源：公司资料、国金证券研究所

纯软件公司，B2B2C 商业模式，高毛利高净利，爆发性强

- 在国内，B2C 模式由于历史原因已经消亡，而政府企业为单位（B）统一采购，机构下面每个终端（C）都安装的 B2B2C 模式是可以存在的面向个人的商业模式。北信源是目前 A 股唯一具有这个特性的公司，政府或企业出面采购，以每个终端软件的模式来收钱，机构内所有员工使用的终端全部安装。

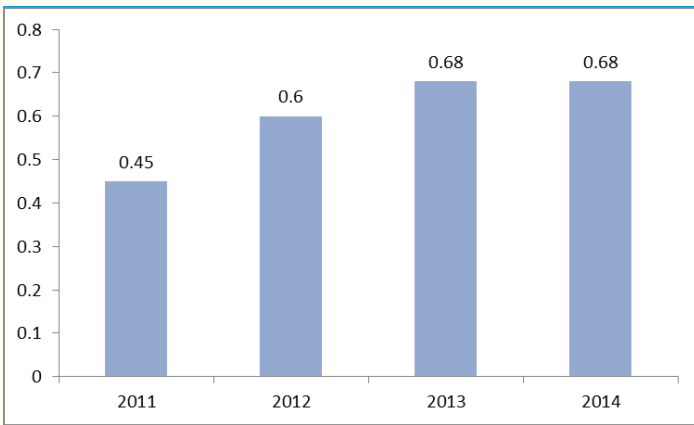
- 此类商业模式的公司具有很好的财务指标，比如 90%左右的毛利率，30%以上的净利率，经营性现金流/营业收入比值较高等，以此体现出这类企业有很好的盈利质量。
- 这种模式的优点还在于爆发性强和客户粘性高，一旦拿下某个大客户，则一方面可以带来大规模终端软件的销售，另一方面则可以深挖客户需求，带来后续多重挖掘价值。
- 公司在过去几年给出了很好的财务表现，2011-2014 年公司主营业务收入复合增长率 27%，净利润复合增长率 15%，保持了较快的增长。

图表 2：公司近四年营业收入复合增长 27%（亿元）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 3：公司近四年净利润复合增长 15%（亿元）



公司的成长逻辑

- 从行业发展空间来看，终端安全管理从 08 年开始逐渐被认可和应用，目前处于一个快速发展的阶段，不管从横向的渗透率还是纵向的应用深度来说，未来市场仍会有至少十倍的成长空间。
- 有好的行业发展前景，那么行业的竞争格局以及公司的竞争力怎么样？由于安全管理行业的特殊性，目前的竞争格局是本土企业占据政府、军工军队、央企市场；外资企业占据外企市场。在本土企业的竞争中，北信源是从事终端安全管理最早，产品线最丰富，客户资源最优质，收入规模最大的公司；其核心竞争优势体现在三方面：
 - 1、占据优质客户，包括 50%的政府总部、80%的军工企业总部、60%的能源企业总部；
 - 2、最丰富的产品线，公司覆盖所有的终端安全管理的功能模块，其他竞争对手只能擅长做到其中的某一两款模块，同时公司战略性的向智能终端管理、虚拟化、云平台等方向做技术产品布局，这是其他本土竞争对手不能相比的；
 - 3、拥有国内绝不仅有的大规模终端安全管理成功案例。在国内应用的几十万级的案例都是北信源来做的，国内国外的其他竞争对手都无法树立这样标杆案例。公司实施的几十万级的标杆客户还有不少，其中在央企领域比较典型的是国家电网项目，在政府领域比较典型的是公安部和国税总局的项目。
- 有了好的行业，有了领先于竞争对手的核心竞争优势，公司战略如何充分分享行业发展已经竞争优势带来的自身成长？公司的战略是三点：1、圈住客户、吸引客户和挖掘客户；2、从终端安全管理向 IT 全生命周期管理前进；3、向虚拟化、移动智能终端安全管理等领域跨越。

企业互联网大数据分析龙头

国外企业大数据分析公司融资火热

- 为企业决策层提供商业智能的初创企业 DOMO 刚刚宣布获得 1.25 亿美元的巨额融资。DOMO 是一个真正的业务管理平台，可以将许多不同来源的数据以真正实时、直观的方式呈现出来。Domo 的平台可以帮助企业以视觉形式查看企业数据，DOMO 本质上是一个为决策者提供服务的 SaaS 平台，在这个平台上，各种各样的信息经由计算机的计算和处理，已经将海量的数据浓缩和提炼成为可以在一个小小的手机屏幕上展现，而人类只需要根据这些信息做出决策即可。

2014 年 DOMO 现在大约有 500 多家签约客户，包括 H&RBlock、国家地理、日产、Ogio 及施乐等。公告中称，DOMO 的年复合增长率超过了 100%。获得约 1.25 亿美元融资。

2015 年该公司迄今为止已经签下了 1000 多家客户，该公司已经以 20 亿美元的估值完成了一轮总额 2 亿美元的融资。

- 我们分析一下便可知道，DOMO 实际上做的是夹杂着传统的 BI 分析，但是在云计算、大数据的浪潮下，第一步做了类似于传统企业软件的数据萃取过程，但是这是在云端上的处理，并且数据也都来自于云端上，那么第二步则是做了基于大数据的分析过程，这一步也是由传统的 BI 和 analytics 的市场。传统的缺点一则是数据源不够充分，而则是分析的数据往往不能呈现实时的状态。

图表 4: DOMO 从不同地方获得数据



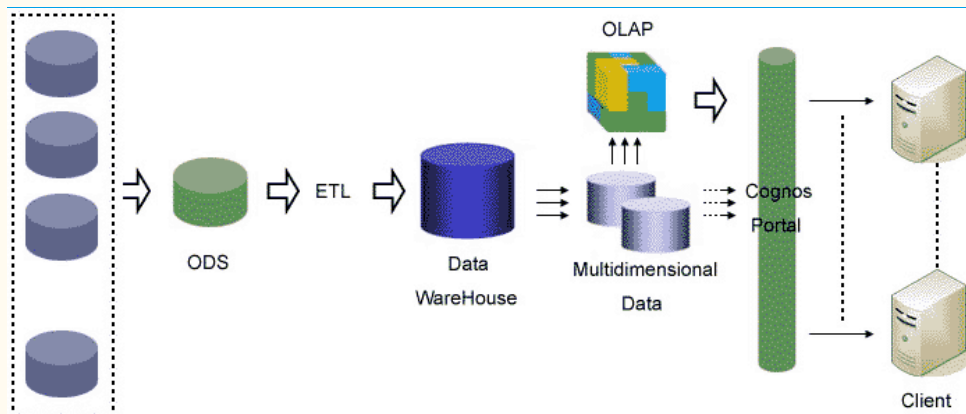
来源：公开资料、国金证券研究所

图表 5: 将数据在同一的界面上显现



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 6: 传统的 BI 分析过程



来源：公开资料、国金证券研究所

公司占据千万级终端，做企业大数据分析

- 北信源大数据分析系统针对政府、企业等单位对于大数据应用需求，提供了大数据采集、挖掘与分析的整体解决方案。项目采用集群部署方式，随时可依据需要进行设备扩充，服务器全部使用高性能服务器部署虚拟化服务器集群，采用分布式计算的方式高速采集各种结构数据，通过大数据结构化处理、情绪识别、去隐私化处理和策略化数据抽取与集成、网情分析，能够针对不同行业、单位进行建模分析，图形化的大数据展现，提供定制化服务。基于终端行为的分析，公司可以为企业提供员工行为、效率、性格、业务等多方面的大数据分析，占据了企业终端桌面的入口价值。
- 北信源大数据分析系统的数据采集运用多线路、加密隧道方式作为互联网上公开信息的采集通道。北信源大数据分析系统的搜索技术可以对全球范围内的网页进行检索。北信源大数据分析系统运用结构化采集技术通过对非结构化内容表义的网页数据在采集的时候进行结构化的信息抽取和数据存储，以满足多维度的信息挖掘和统计需要。

■ 其具有如下特点：

7×24 小时不间断的竞争情报采集，情报源由互联网拓展到情报库、专利库、纸质文档、机构的内部网络，无缝接受各种格式的情报数据（CRM、MIS、ERP 等），确保情报来源的广度、深度与速度。

北信源大数据企业竞争情报系统支持所有互联网公开信息监测（新闻、论坛、博客、微博、平面媒体电子版等）、专业数据库数据（论文、期刊杂志、电子报等）、情报数据库、专利信息、通过 VPN 进行海外互联网监测；支持各种格式的情报数据，如文本标记语言（HTML、XML 等），以及各种主流数据库数据，均可无缝收录到系统中。

系统能够从互联网中提取隐含的、未知的、有潜在应用价值的信息，采用规则归纳方法，利用预定义的关键词抽取技术和北信源关系规则字典，挖掘出竞争情报间的相互关联关系。/热刺发现、自动词簇关系计算等；还定义了强大灵活的语义规则描述语言，用于准确对分类进行语义规则定义。

有效情报的加工，是情报分析系统必备的功能。北信源大数据企业竞争情报系统中除了提供常规的内容修改、标引、属性设置、重要性及密级设置等功能外。更提供了对文章片断的高亮、对多余片断的删除、增加附件、增加标签、增加批示/笔记/评论、在情报之间建立关联等高级编辑功能。

图表 7：北信源大数据分析系统架构



来源：公司官网、国金证券研究所

为什么北信源可以做，优势在哪里？

- 公司目前已经有 3000 万终端，未来有可能到 1 亿，企业是内网，物理隔离，不能使用互联网爬虫，占据终端最有利企业用户行为抓取，提升效率，对于数据隐私而言，公司不采集企业敏感的机密的数据，而是采集用于分析的数据。

- 经过授权后，公司可以采集企业终端的数据，搭建大数据平台，公司在采集这个步骤已经完成了。第二步的建模也已经有了产品了。同时，引领了大企业私有云的应用。这类项目会比我们原来的销售项目有 5-10 倍的空间，且客户黏度更高，未来有利做增值服务。
- 对比我们之前所说的 DOMO 的两步过程，公司目前基本上在产品都已经完成了，这得益于公司的研发团队超过 100 人专门负责大数据分析上的投入，在人才技术方面无后顾之忧。
- 我们说公司的优势在哪里？第一，公司目前拥有 3000 万的用户，并且未来有可能到 1 亿。如果说美国的 DOMO 在于其数据的广阔性，那么北信源的优势就在于其数据的稀有性，特别是专有用户的壁垒（公司占据国内最多的优质党政军企的企业客户，包括十大军工集团，三桶油，国家电网，大银行等的终端管理产品），北信源已经提前占据了这一块市场，形成了竞争壁垒。第二，公司目前在关键的数据收集和业务建模上产品已经落地，在技术上亦保持领先，从而为后面的营销推广奠定了基础，这是一条技术驱动的路子，最需要的就是过硬的产品。
- 从需求方面来说，一是精益的大数据分析是未来的趋势，第二点国企看重安全，民企注重员工效率，所以都对公司的大数据感兴趣。我们认为，随着企业对于公司数据分析模块的不断感兴趣，基于公司用户的 ARPU 值将会不断提升，从另一方面来讲，越来越多的企业使用公司的大数据分析产品，将使得公司的产品更加精确，从而将领跑优势扩大。

图表 8：北信源大数据分析的优势



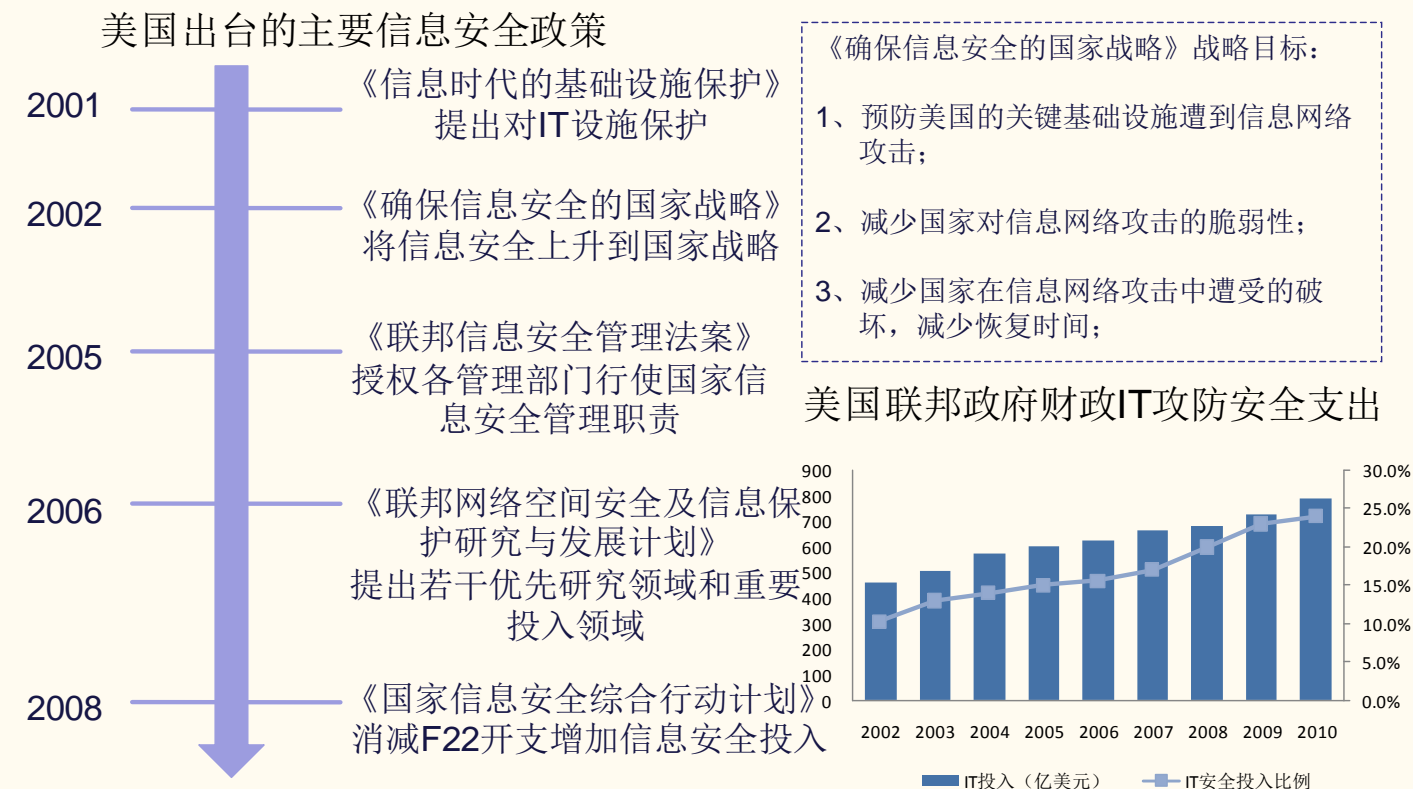
来源：国金证券研究所

政府和企业 IT 投入逐渐向终端安全和管理倾斜

政策推动，安全行业特性决定了本土企业保护壁垒

- 政策是推动信息安全产业的主要动力，这在美国和中国，都充分的反映了这一点。美国从 2002 年出台了《确保信息安全的国家战略》将信息安全上升到国家战略，以此从政策上开始对产业发展强力的支持；同时，美国政府 IT 支出中用于 IT 攻防安全支出的比例也在不断上升。
- 由于美国政府政策上的支持，我们在下面可以看到美国主流的信息安全厂商在随后几年中迎来了收入的快速增长时期。

图表 9：美国信息安全产业政策推动行业发展



来源：美国财政部、IDC、国金证券研究所

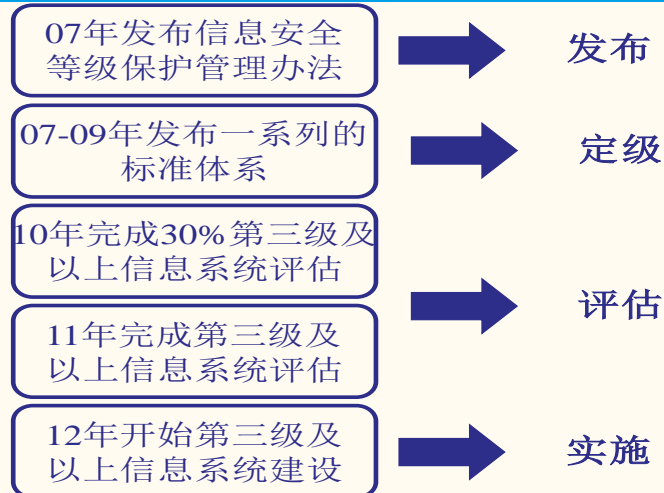
- 中国信息安全政策的支持是从《信息安全等级保护管理办法》的出台为标志的，特别是信息安全产业“十二五”规划更是明确了十二五期间政府对信息安全产业的重视。
- 由于信息安全产业的特殊性，所以本土企业受到天然的保护。《信息安全等级保护管理办法》第二十一条要求，我国第三级以上信息系统选择使用的安全产品，其产品研制、生产单位是由中国公民、法人投资或者国家投资或者控股的，在中华人民共和国境内具有独立的法人资格。同时要求，产品的核心技术、关键部件具有我国自主知识产权。

图表 10：信息安全等级保护五级体系

| 等级 | 名称 | 内容 |
|----|-------|--|
| 1 | 自主保护级 | 适用于一般的信息和信息系统； |
| 2 | 指导保护级 | 适用于一定程度上涉及国家安全、社会秩序、经济建设和公共利益的一般信息和信息系统； |
| 3 | 监督保护级 | 适用于涉及国家安全、社会秩序、经济建设和公共利益的信息和信息系统； |
| 4 | 强制保护级 | 适用于涉及国家安全、社会秩序、经济建设和公共利益的重要信息和信息系统； |
| 5 | 专控保护级 | 适用于涉及国家安全、社会秩序、经济建设和公共利益的重要核心子系统； |

来源：公开资料、国金证券研究所

图表 11：信息安全等级保护建设时间表



内网终端安全管理投资逐步加大，朝阳产业

- 内网安全管控日益成为安全问题的重点关注方向之一。一方面在于面向互联网的安全设备经过多年投资，已经基本齐备，剩下的是不断的升级和维护支出；另一方面，终端安全和管理问题日益突出。

图表 12：终端管理和安全问题迫在眉睫

“已经都拥有了防火墙、IDS、防病毒系统、网管软件，为什么网络管理和网络安全仍很麻烦？”

——安全管理人员们如是报怨！

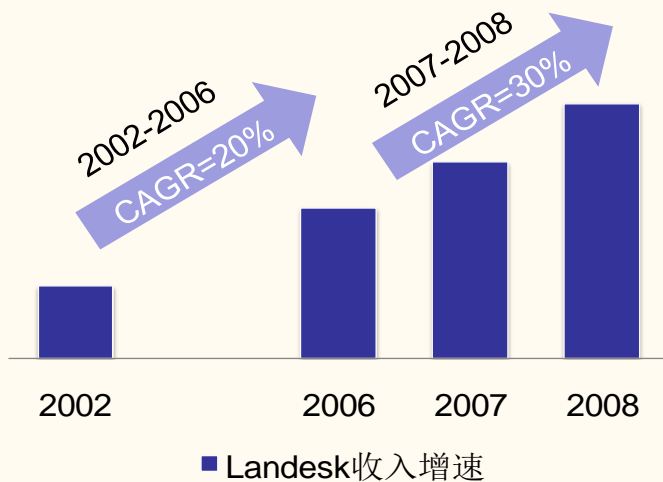
—— 99.9%管理和安全问题来自于终端

- 终端补丁的有效管理问题
- 设备接入管理问题
- 终端非法外联管理问题
- 内网多厂家杀毒软件统一管理
- 终端异常流量发现和控制问题
- 终端安全策略统一监控管理问题
- 终端资产管理问题
- 终端运维资源管理问题
-

来源：公开资料、国金证券研究所

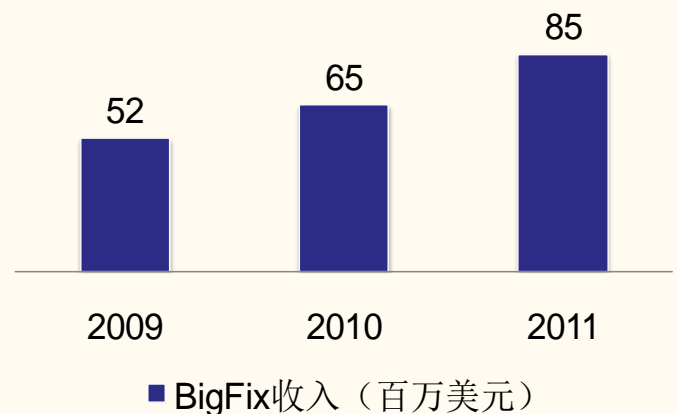
- 在美国，面向终端的安全管理需求也在近几年逐步上升。终端安全管理厂商 Landesk 和 BigFix 收入在近几年却保持快速的增长。

图表 13: Landesk 美国收入保持快速增长



来源：公司资料、国金证券研究所

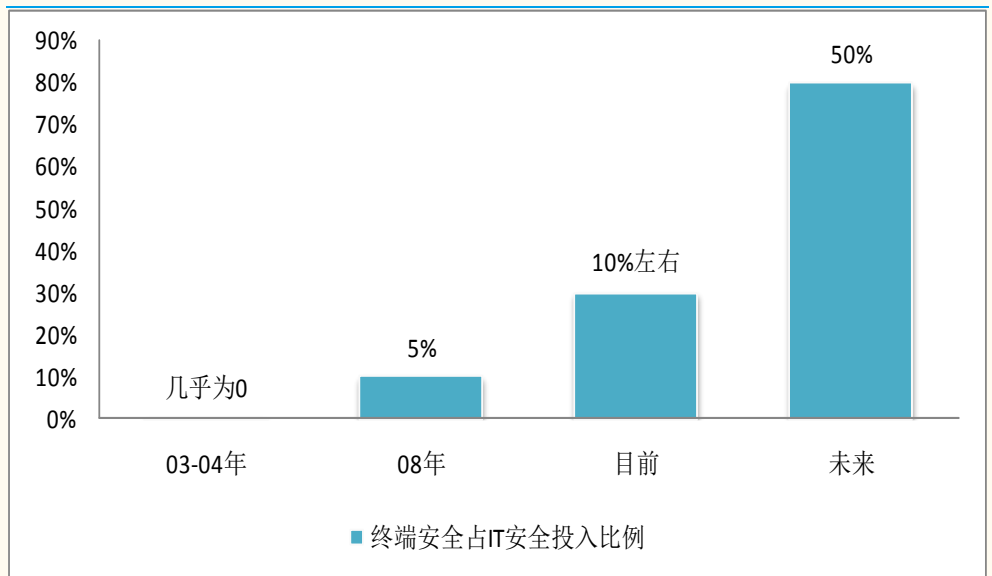
图表 14: BigFix 收入保持快速增长



■ 中国的情况是什么样的呢？有三点需要明确：

- 1、目前国内整体信息安全产业的年均增速是在 20%左右，即中国信息安全市场本身有快速的增长。
- 2、终端安全在整个企业或政府 IT 安全投入的比例在逐渐上升，已经从 03-04 年的几乎为 0 提升到目前的 10%左右，预计未来占比至少会在 50%。
- 3、为什么占比会逐步上升，原因即上面分析的，即逐步发现信息的泄露大部分原因在于终端管控没有做好，所以安全投入逐步向这方面倾斜。

图表 15: 国内终端安全投入在整个 IT 安全投入占比逐渐升高



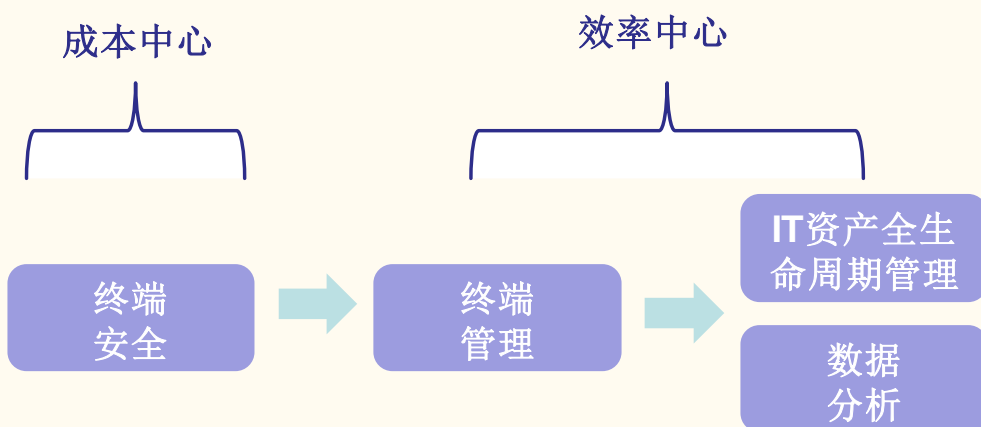
来源：公司资料、国金证券研究所

从成本及效率考虑，企业级 IT 终端管理服务市场需求旺盛

- 上文是从安全的角度来讨论终端安全管理的广阔需求；如果单算 IT 安全投入的话，毫无疑问这是个成本中心，目前这个成本中心变的越来越重要和不可或缺。
- 从终端安全，跨越到终端管理，甚至到整个 IT 资产的全生命周期管理以及

相关的数据分析，则对企业的 IT 管理和运维效率会有较大的提升。因此，对于企业来说，这方面的投入就会转变为效率中心。

图表 16：从成本中心到效率中心的转变



来源：公开资料、国金证券研究所

行业竞争格局与公司竞争优势

行业竞争演变及目前竞争格局

- 终端安全和管理这个概念从 2003-2004 年才是出现，随后有了初步的行业需求，但此时的需求是很弱的，这个时期开始有终端安全厂商成立，国外的 Landesk 等公司也开始进入中国。
- 整个产业的发展是起于 2008 年，大企业和政府开始认识到终端管理的重要性，需求逐步增大，此时众多公司也成立，竞争激烈，产品价格不断下降。
- 从 2009 年到现在，出现了几万甚至几十万级的终端管理项目，比如国家电网、公安部等，此阶段产品价格趋于平稳，价格已经不再是产品突围的核心要素，公司开始拼产品稳定性、功能的丰富度以及及时的实施和服务，优秀公司开始确立市场地位，客户、产品、标杆案例等优势逐步增强。
- 未来 3-5 年将是终端安全和管理快速发展时期，竞争下降，大批中小公司将逐步被市场淘汰，市场逐渐统一，10 亿级的大公司出现。

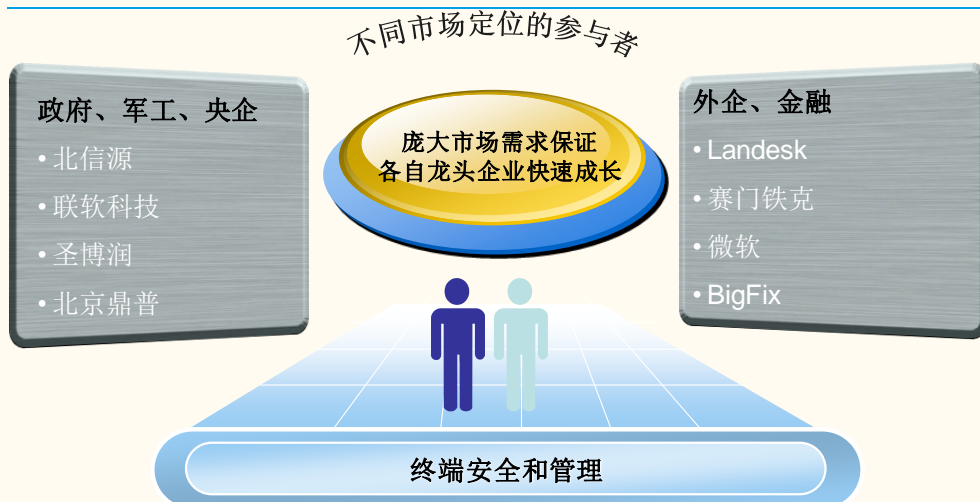
图表 17：终端安全管理行业及竞争演变



来源：公开资料、国金证券研究所

- 由于安全行业的特有属性，政府、军工军队、央企市场外资企业无法进入，这块市场是本土企业竞争的领地；目前外资企业竞争集中在外企、金融证券等领域。
 - 本土企业中，目前比较突出的企业是北信源、联软科技、圣博润、北京鼎普等企业，其中北信源不管在客户、产品还是资质上面，其竞争优势相对较大。
 - 外资企业中，Landesk、赛门铁克、微软和 IBM 的 BigFix 等公司在角逐国内市场，其中 Landesk 的优势明显。
- 我们判断，从目前的竞争态势来看，未来将会形成北信源和 Landesk 两家公司主导市场的局面，其中北信源占据政府、军工军队、央企市场，Landesk 占据外企市场。

图表 18：目前竞争格局



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 19：本土竞争对手

| 公司 | 优势 | 目前情况 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|
| 北信源 | 产品最丰富、实施服务队伍最大、占据众多优质客户、资质最全； | 抓住上市机遇，提升产品品质，战略谋划新产品，增加销售服务队伍； |
| 联软科技 | 准入控制方面有技术优势，金融证券行业占有率较高； | 只有准入控制方面做的最好，其他方面较弱； |
| 圣博润 | 有部分政府和企业客户，国内做的比较早的厂商； | 收入规模较小，战略重点开始转到堡垒主机等其他业务； |
| 北京鼎普 | 资质相对较全 | 竞争力逐渐削弱，业绩稳步不前； |

来源：公开资料、国金证券研究所

图表 20：国外竞争对手

| 公司 | 优势 | 目前情况 |
|----------|------------------------------------|-------------------------|
| Landesk | 全球顶尖的终端管理厂商，拥有中国本土研发、支持和服务团队，客户众多； | 业绩快速发展，近年中国国内收入快速增长； |
| Symantec | 全球顶尖的安全厂商，安全产品线全面； | 终端安全管理产品没有本地服务和研发团队； |
| 微软 | 依托Windows产品做桌面管理，客户基础好； | 安全模块薄弱，微软战略重心不在此； |
| BigFix | 做的较早，有一定技术实力，背靠IBM； | 被IBM收购，产品不成熟，依托IBM开展业务； |

竞争优势一，跑马圈地占据优质客户

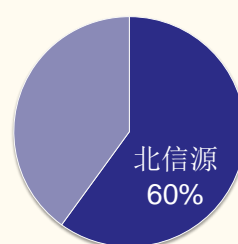
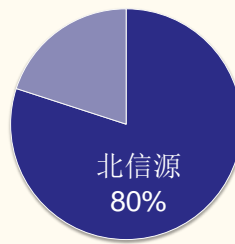
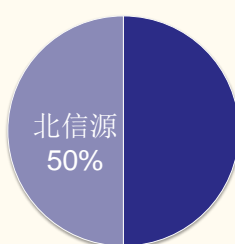
- 目前公司客户端的用户数量已超过千万，被管理的网络达数千个，涉及各行业上千家用户。公司产品技术成熟、运行稳定、质量可靠。公司的主要客户包括政府部门、军队军工以及金融、能源等重要领域的大型国有企业和事业单位。
- 公司客户主要就是政府、军工及央企，不管是在客户的数量还是质量上面，其他国内外竞争对手是不能相比的。

图表 21：公司占据大量优质客户

政府各部委总部

军工企业总部

能源企业总部



来源：公司资料、国金证券研究所

竞争优势二，国内最丰富全面的产品簇

- 目前公司拥有国内最全最丰富的产品库，分为安全、管理及平台三大主线，几十种产品，其他竞争对手产品数量只能覆盖 2-3 个功能。
- 公司的终端安全管理产品具有国内目前最完整的功能项和功能粒度，涵盖终端的准入控制、桌面管理、行为管控以及安全审计等各个方面，全方位对终端进行安全管理；并针对数据的创建、修改、发布、流转、利用、销毁和恢复进行全生命周期安全管理。

图表 22：公司终端安全和管理产品体系功能



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 23：公司终端安全和管理产品体系分层结构



竞争优势三，管理终端量最大的标杆客户

- 目前，在国内应用的几十万级的案例都是北信源来做的，国内国外的其他竞争对手都无法树立这样标杆案例。公司实施的几十万级的标杆客户还有不少，其中在央企领域比较典型的是国家电网项目，在政府领域比较典型的是公安部和国税总局的项目。

图表 24：公司拥有国内终端安全管理覆盖面最大的成功案例

公安部，150万终端

- 部署管理服务器700多台，终端计算机150多万台；
- 实现全网范围内的违规外联监控；
- 使用补丁分发功能，增强终端安全性；
- 将各软件功能集成在一个客户端中，减少资源占用；
- 建设设备资产统一管理平台；
- 建立了公安部信息安全管理、检查和考核的制度办法。

国税总局，50万终端

- 在国税总局全网范围部署超过160台服务器，50多万个计算机终端；
- 建立了税务系统全网综合安全信息管理和监控平台；
- 制定了全网计算机终端安全管理策略和违规外联规范；
- 建立了全网计算机终端的安全审计中心和移动介质管理中心；
- 按照税务系统安全防护体系要求建立了统一管理、分级部署的架构模式；

国家电网，40万终端

- 全网范围内部署了40万多个计算机终端，40多台管理服务器，10万个移动存储介质；
- 制定了国家电网内网边界防护和移动存储介质使用标准；
- 建立了整个国家电网公司终端资产管理平台和终端安全管理体系；
- 按照国家电网公司要求建立起管理统一、分级级联的管理架构；
- 通过桌面标准化改造，提高了终端安全性，加强了用户安全防范意识；

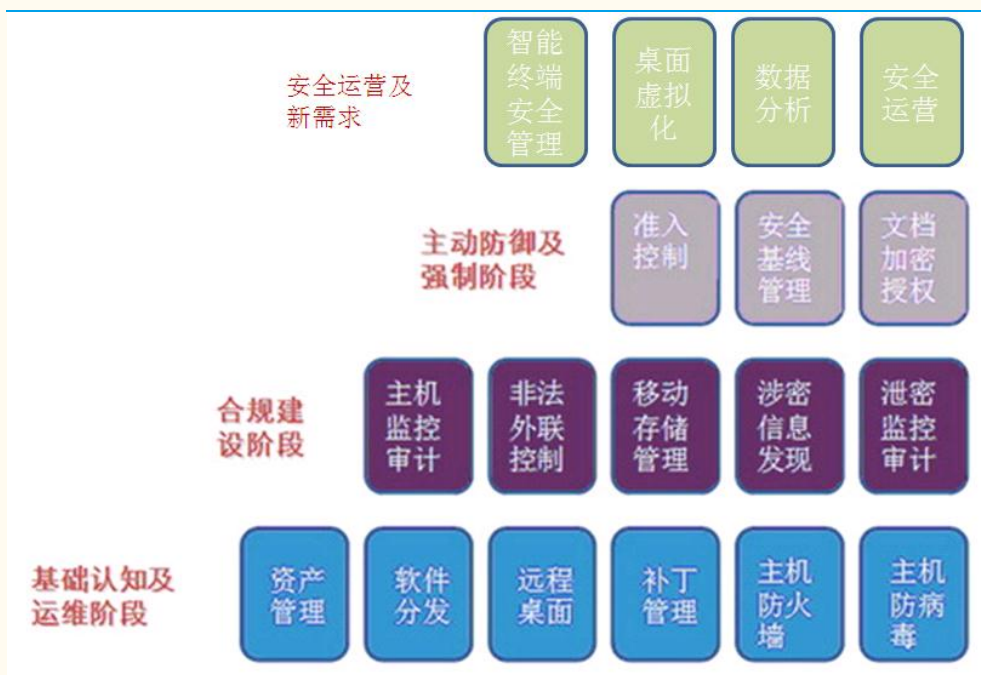
来源：公司资料、国金证券研究所

公司成长逻辑

公司可触及的市场空间有多大

- 公司所处的终端安全和管理行业是一个快速发展的朝阳行业，终端安全管理应用可以分为三到四个层次，目前国内央企政府、军工军队市场应用大部分是使用空白，已经使用的也大多停留在第一层次或者是第一层次到第二层次过渡的阶段，产品应用需求空间大。市场空间需要从横向和纵向两个层面来理解：
 - 横向，即终端安全和管理产品的某个功能的覆盖面，目前央企和政府两个市场终端安全管理产品的覆盖率不到 20%，仅渗透率来说，市场空间非常大。
 - 纵向，即公司将某个功能模块打入政府或者企业之后，占据了终端安全和管理入口，公司可以继续挖掘客户需求，再买入其他模块产品，这又将又是 3 倍左右的空间。
- 综上，公司面临着非常大的未开掘的市场空间，处于一个不折不扣的朝阳产业，公司至少还有 10 倍级的成长空间。

图表 25：终端安全管理建设发展层次



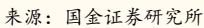
来源：公开资料、国金证券研究所

圈住用户、吸引用户、挖掘用户

- 公司的产品战略即是先根据客户最初的需求，用一款产品来占住客户总部或者包括总部在内整个企业或政府的全国分支机构，这是圈住用户的战略；
- 由于安全管理产品有较高的用户粘性，所以公司会接着一方面根据用户需求来推广公司的其他功能模块，另一方面从总部向下面分支机构进行推广；
- 公司与客户一起来建立整个终端安全和管理方案架构，并开发新的产品，并帮助客户来建立管理规则和数据挖掘辅助，深度挖掘客户价值。

圈地：占领总部。政府行业50%、军工行业80%、能源行业60%，在金融、教育等其他行业单位总部也拥有较高的市场占有率。

耕耘：1. 用总部选型产品对各分支机构进行销售，同时收取服务费；
2. 对总部和各分支机构再次推广新产品、新应用，并且深度服务。



■ 因为终端是整个 IT 资产的核心，所以公司的业务未来可以更多的受益 IT 资产全生命周期管理的业务发展；目前，公司已经有了此类的客户案例。我们判断，未来公司以终端安全管理为突破口，可以拿到更多的 IT 全生命周期管理的项目。

该图展示了 IT 生命周期管理的完整流程，中心是一个由黄色箭头组成的椭圆形循环，连接着八个主要阶段。每个阶段都配有相关的图标和详细列表：

- 升级** (Upgrade): 图标为一台笔记本电脑。包括：硬件更新、操作系统更新、应用软件更新、PC 个性化定制。
- 登记资产** (Asset Registration): 图标为一台打印机。包括：硬件资产、软件资产、固定资产。
- 许可证管理** (License Management): 图标为一张许可证文件。包括：软件许可证、硬件租赁、服务水平协议。
- 部署新系统** (Deploy New System): 图标为一个打开的箱子。包括：OS 部署、网络配置、初始系统安装。
- 分发软件** (Software Distribution): 图标为三张光盘。包括：应用软件、升级、病毒库。
- 安全管理** (Security Management): 图标为一个 U 盘。包括：端口/无线控制、管理策略、系统安全漏洞分析、扫描、修复、补丁。
- 业务连续性** (Business Continuity): 图标为一个硬盘。包括：软件备份恢复、数据灾备管理、灾难分析、备份和恢复。
- 监视/跟踪** (Monitor/Track): 图标为一台显示器显示柱状图。包括：采购跟踪、制度策略、检测非法软件、应用测量、软件使用管理。
- 回滚管理** (Rollback Management): 图标为一台显示器显示加号。包括：故障控制、集团帮助。

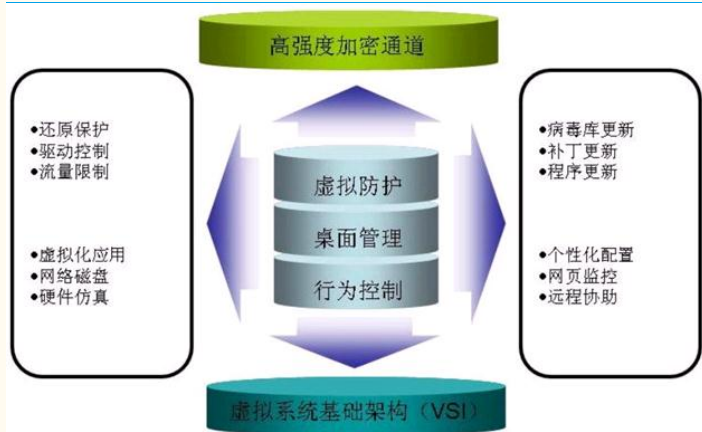
中心循环的八个阶段为：淘汰 (Elimination)、采购 (Procurement)、安装设置 (Installation/Configuration)、运作生产 (Operation/Production)、业务连续性 (Business Continuity)、安全管理 (Security Management)、分发软件 (Software Distribution)、许可证管理 (License Management)。

来源：公开资料、国金证券研究所

应对科技潮流变革，储备云计算、移动智能终端管理产品

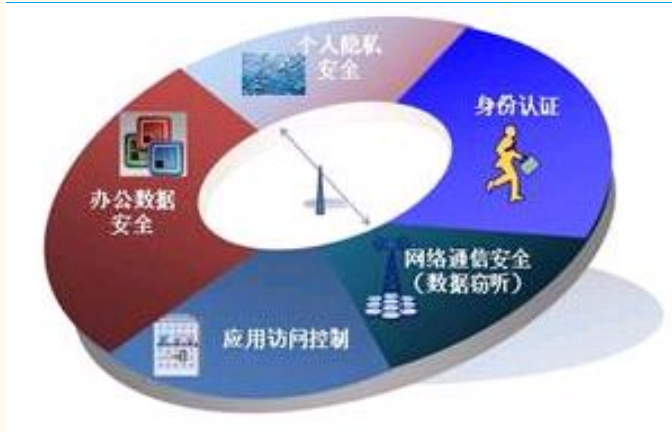
- 未来虚拟化办公，虚拟化桌面将是产业发展的重要趋势，公司目前已经储备了相应的产品，并且已经有应用案例了；目前，从国内同行来看，其竞争对手还没有这样的应用案例，技术、产品以及应用来看，在这个行业趋势上，公司至少领先对手 1-2 年。
- 未来终端的发展趋势肯定是移动化、手持化和智能化，公司也已经储备了覆盖多种平台的智能终端安全和管理产品技术，为未来客户的个性化需求做准备。

图表 28：桌面虚拟化是终端安全管理的发展趋势



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 29：移动智能终端安全管理需求

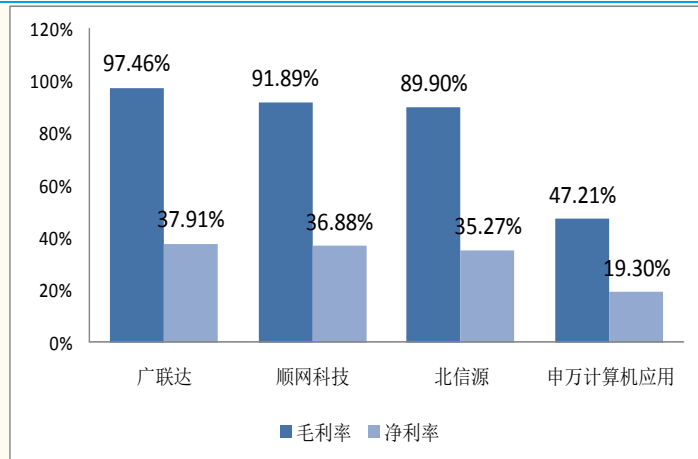


财务分析

公司盈利能力突出

- 在 A 股内，具有相似 B2B2C 模式属性的公司是稀缺的。北信源是目前 A 股唯一具有这个特性的公司，政府或企业出面采购，以每个终端软件的模式来收钱，机构内所有员工使用的终端全部安装。
- 公司的盈利能力突出，体现在较高的毛利率和净利率，同时经营性现金流量/营业收入比值也较高，由于公司面向政府和大企业的特性，使得其有相对高的跨年度应收账款，才使得此比值比广联达和顺网科技略低一些。

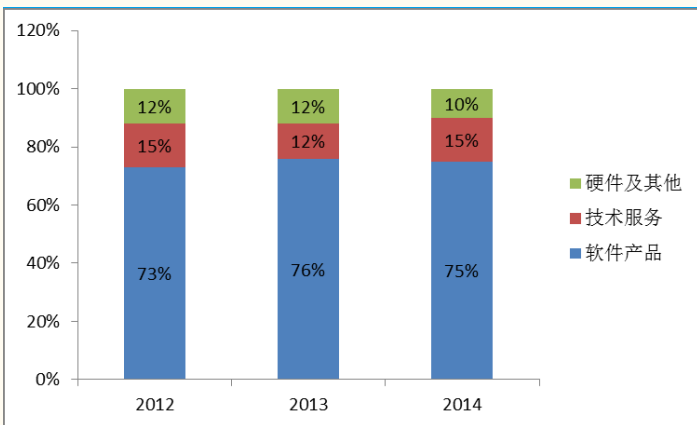
图表 30：公司具有较高的毛利率和净利率



来源：公司财报、聚源数据、国金证券研究所

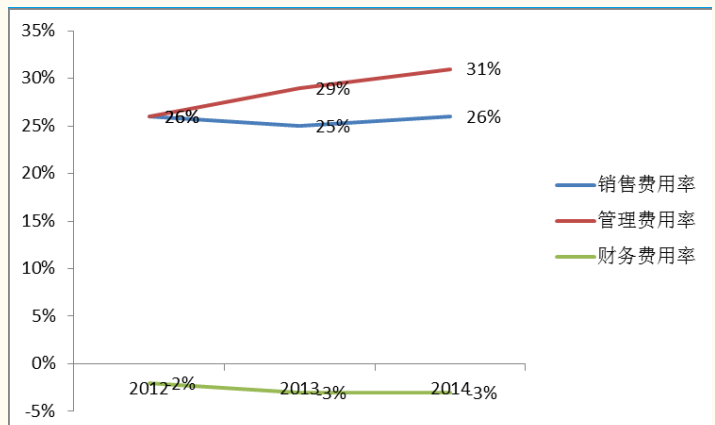
- 公司营收结构以终端安全管理产品为主，但占比逐年下降；数据安全产品未来收入占比预计将不断增加。
- 公司的大客户不断增多，且客户提出大量新的服务需求，公司对该种需求提供专业运行和维护管理服务，并获取技术服务收入，形成新的利润增长点，未来将成为公司利润的重要来源。

图表 31：公司营收结构 (2014A)



来源：公司财报、国金证券研究所

图表 32：公司费用控制良好

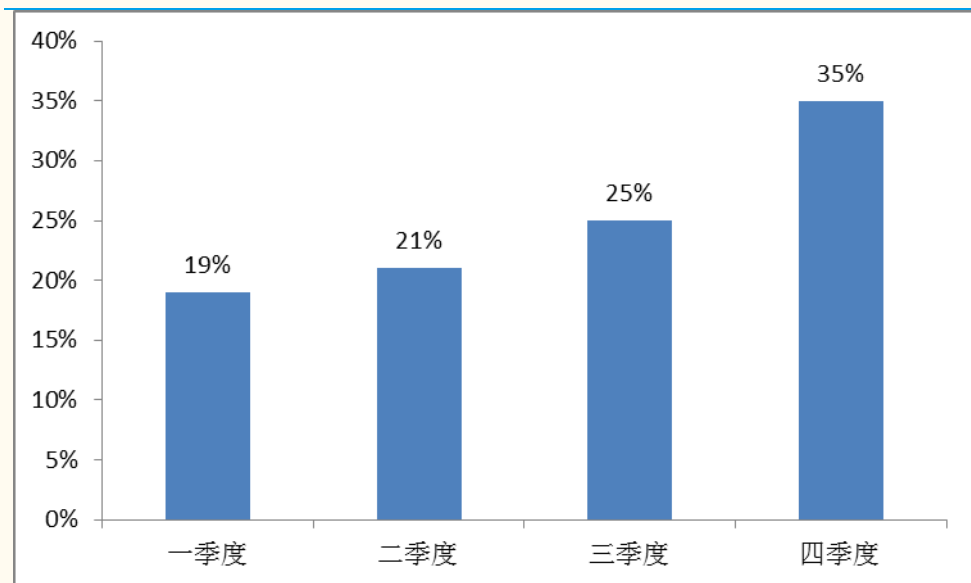


公司业绩具有明显的季节性

- 公司的营业收入具有明显的季节性波动，在各季度营业收入分布中，上半年占全年营业收入的比例较低，下半年占比相对较高，尤其是第四季度，其营业收入占比通常为全年营业收入的 40% 以上。
- 收入季节性波动的原因在于公司的客户主要为政府机关、军工、军队、能源、金融等重要领域的大型国有企业和事业单位，其采购招标通常安排在

年中或下半年，致使公司每年上半年销售较少，销售主要集中在下半年尤其是第四季度。

图表 33：近三年公司季度收入平均占比



来源：公司财报、国金证券研究所

应收账款分析

- 公司应收账款占营业收入比例较大，原因在于公司营业收入具有季节性特征，销售集中在第四季度特别是第 12 月份。由于 12 月份销售的产品大部分尚在信用期，需要在次年进行收款，导致各年末的应收账款余额较大且增幅也较高。
- 同时，公司对于应收账款的坏账计提会计政策并不保守。

图表 34：第四季度收入占比高的公司普遍应收高

| 公司 | 第四季度占全年营收比例 (2014A) | 应收账款/营业收入 (2014A) |
|------|---------------------|-------------------|
| 北信源 | 35% | 137% |
| 拓尔思 | 50% | 135% |
| 数字政通 | 48% | 67% |
| 飞利信 | 34% | 105% |
| 天源迪科 | 51% | 48% |
| 启明星辰 | 51% | 50% |
| 科大讯飞 | 38% | 67% |

来源：聚源数据、国金证券研究所

图表 35：公司坏账计提会计政策并不保守

| 账龄 | 应收账款计提比例 (%) | 其他应收款计提比例 (%) |
|-------|--------------|---------------|
| 1 年以内 | 5% | 5% |
| 1-2 年 | 10% | 10% |
| 2-3 年 | 30% | 30% |
| 3-4 年 | 50% | 50% |
| 4-5 年 | 80% | 80% |
| 5 年以上 | 100% | 100% |

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计公司 2015 年、2016 年公司营业收入 3.1 亿、4.0 亿左右，净利润为 1.02 亿和 1.32 亿。

图表 36：盈利预测

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 软件产品 | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 138.73 | 157.49 | 193.35 | 230.00 | 300.00 | 375.00 |
| 增长率（YOY） | | 13.52% | 22.77% | 18.96% | 30.43% | 25.00% |
| 毛利率 | 96.60% | 95.16% | 94.58% | 95.00% | 95.00% | 95.00% |
| 销售成本（百万元） | 4.72 | 7.62 | 10.49 | 11.50 | 15.00 | 18.75 |
| 增长率（YOY） | -84.69% | 61.44% | 37.66% | 9.63% | 30.43% | 25.00% |
| 毛利（百万元） | 134.01 | 149.87 | 182.86 | 218.50 | 285.00 | 356.25 |
| 增长率（YOY） | | 11.83% | 22.01% | 19.49% | 30.43% | 25.00% |
| 占总销售额比重 | 73.46% | 75.80% | 74.68% | 73.84% | 75.09% | 76.14% |
| 占主营业务利润比重 | 83.40% | 85.76% | 82.61% | 81.94% | 82.14% | 82.47% |
| 技术服务 | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 27.44 | 25.61 | 39.11 | 50.00 | 65.00 | 80.00 |
| 增长率（YOY） | | -6.67% | 52.71% | 27.84% | 30.00% | 23.08% |
| 毛利率 | 90.78% | 89.42% | 90.61% | 90.00% | 90.00% | 90.00% |
| 销售成本（百万元） | 2.53 | 2.71 | 3.67 | 5.00 | 6.50 | 8.00 |
| 增长率（YOY） | | 7.10% | 35.54% | 36.15% | 30.00% | 23.08% |
| 毛利（百万元） | 24.91 | 22.90 | 35.44 | 45.00 | 58.50 | 72.00 |
| 增长率（YOY） | | -8.07% | 54.75% | 26.98% | 30.00% | 23.08% |
| 占总销售额比重 | 14.53% | 12.33% | 15.11% | 16.05% | 16.27% | 16.24% |
| 占主营业务利润比重 | 15.50% | 13.11% | 16.01% | 16.88% | 16.86% | 16.67% |
| 硬件及其他 | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 22.67 | 24.66 | 26.46 | 31.50 | 34.50 | 37.50 |
| 增长率（YOY） | | 8.78% | 7.30% | 19.05% | 9.52% | 8.70% |
| 毛利率 | 7.82% | 8.01% | 11.58% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 销售成本（百万元） | 20.90 | 22.68 | 23.40 | 28.35 | 31.05 | 33.75 |
| 增长率（YOY） | | 8.55% | 3.14% | 21.17% | 9.52% | 8.70% |
| 毛利（百万元） | 1.77 | 1.98 | 3.06 | 3.15 | 3.45 | 3.75 |
| 增长率（YOY） | | 11.42% | 55.12% | 2.80% | 9.52% | 8.70% |
| 占总销售额比重 | 12.00% | 11.87% | 10.22% | 10.11% | 8.64% | 7.61% |
| 占主营业务利润比重 | 1.10% | 1.13% | 1.38% | 1.18% | 0.99% | 0.87% |

来源：公司资料、国金证券研究所

风险

- 产品销售的季节性不平衡风险。公司每年上半年销售较少，销售主要集中在下半年尤其是第四季度，公司销售呈现较明显的季节性分布，并由此使得公司营业收入在第四季度集中实现。从公司近三年各季度营业收入统计来看，第四季度营业收入占全年收入 40%以上；由于费用在年度内较为均衡地发生，因而可能会造成公司第一季度、半年度或第三季度出现季节性亏损。
- 市场竞争日趋激烈的风险。但信息安全行业竞争的日趋加剧和市场需求的持续扩大对公司的资产和营业收入规模提出了更高的要求。公司仍存在资产规模较小、营业收入较少的经营风险，可能影响其抵御市场波动的能力。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 主营业务收入 | 190 | 228 | 263 | 309 | 397 | 490 |
| 增长率 | | 20.1% | 15.1% | 17.6% | 28.5% | 23.4% |
| 主营业务成本 | -23 | -47 | -32 | -43 | -50 | -58 |
| %销售收入 | 12.0% | 20.6% | 12.1% | 13.8% | 12.7% | 11.9% |
| 毛利 | 167 | 181 | 231 | 266 | 347 | 432 |
| %销售收入 | 88.0% | 79.4% | 87.9% | 86.2% | 87.3% | 88.1% |
| 营业税金及附加 | -2 | -3 | -4 | -3 | -4 | -5 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.5% | 1.5% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 营业费用 | -53 | -57 | -66 | -77 | -99 | -123 |
| %销售收入 | 27.6% | 25.0% | 25.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 管理费用 | -50 | -66 | -82 | -93 | -119 | -147 |
| %销售收入 | 26.2% | 28.9% | 31.2% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 63 | 55 | 79 | 93 | 124 | 157 |
| %销售收入 | 33.0% | 24.0% | 30.0% | 30.2% | 31.3% | 32.1% |
| 财务费用 | 3 | 7 | 9 | 8 | 11 | 12 |
| %销售收入 | -1.4% | -3.2% | -3.5% | -2.7% | -2.7% | -2.5% |
| 资产减值损失 | -7 | -13 | -23 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 58 | 49 | 64 | 102 | 135 | 169 |
| 营业利润率 | 30.5% | 21.6% | 24.5% | 32.9% | 34.0% | 34.6% |
| 营业外收支 | 10 | 19 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 68 | 68 | 74 | 112 | 145 | 179 |
| 利润率 | 35.8% | 29.7% | 28.2% | 36.1% | 36.6% | 36.6% |
| 所得税 | -8 | 0 | -6 | -9 | -12 | -14 |
| 所得税率 | 11.7% | 0.1% | 8.3% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 净利润 | 60 | 68 | 68 | 103 | 134 | 165 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 60 | 68 | 68 | 103 | 134 | 165 |
| 净利率 | 31.6% | 29.7% | 25.9% | 33.2% | 33.6% | 33.7% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 净利润 | 60 | 68 | 68 | 103 | 134 | 165 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 12 | 17 | 29 | 4 | 5 | 6 |
| 非经营收益 | -1 | -1 | -2 | -5 | -10 | -10 |
| 营运资金变动 | -82 | -94 | -114 | 24 | -79 | -83 |
| 经营活动现金净流 | -11 | -10 | -19 | 126 | 50 | 78 |
| 资本开支 | -15 | -19 | -43 | 69 | 1 | 0 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -15 | -19 | -43 | 68 | 1 | 0 |
| 股权募资 | 385 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | -5 | -12 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 380 | -12 | -14 | 0 | 0 | 1 |
| 现金净流量 | 354 | -42 | -77 | 194 | 51 | 78 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 433 | 386 | 305 | 499 | 549 | 628 |
| 应收款项 | 159 | 253 | 373 | 350 | 450 | 555 |
| 存货 | 4 | 5 | 10 | 11 | 12 | 14 |
| 其他流动资产 | 19 | 34 | 14 | 23 | 27 | 31 |
| 流动资产 | 616 | 678 | 702 | 883 | 1,039 | 1,229 |
| %总资产 | 97.0% | 96.1% | 88.6% | 92.9% | 93.5% | 94.1% |
| 长期投资 | 0 | 5 | 10 | 11 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 14 | 0 | 0 | 43 | 40 | 37 |
| %总资产 | 2.2% | 0.0% | 0.0% | 4.6% | 3.6% | 2.8% |
| 无形资产 | 3 | 2 | 14 | 11 | 20 | 27 |
| 非流动资产 | 19 | 28 | 91 | 68 | 72 | 76 |
| %总资产 | 3.0% | 3.9% | 11.4% | 7.1% | 6.5% | 5.9% |
| 资产总计 | 635 | 706 | 793 | 951 | 1,111 | 1,305 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 15 | 14 | 22 | 23 | 27 | 32 |
| 其他流动负债 | 28 | 44 | 68 | 123 | 145 | 169 |
| 流动负债 | 43 | 58 | 90 | 146 | 173 | 201 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 43 | 58 | 90 | 146 | 173 | 202 |
| 普通股股东权益 | 592 | 648 | 702 | 805 | 939 | 1,104 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 635 | 706 | 793 | 951 | 1,111 | 1,305 |

比率分析

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.901 | 0.508 | 0.255 | 0.385 | 0.501 | 0.619 |
| 每股净资产 | 8.878 | 4.855 | 2.632 | 3.017 | 3.518 | 4.137 |
| 每股经营现金净流 | -0.171 | -0.077 | -0.072 | 0.473 | 0.186 | 0.291 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 10.15% | 10.47% | 9.68% | 12.76% | 14.23% | 14.96% |
| 总资产收益率 | 9.46% | 9.61% | 8.58% | 11.35% | 12.54% | 13.12% |
| 投入资本收益率 | 9.35% | 8.44% | 10.28% | 10.67% | 12.19% | 13.10% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 49.63% | 20.13% | 15.13% | 17.64% | 28.47% | 23.42% |
| EBIT 增长率 | 59.06% | -12.70% | 43.86% | 18.52% | 33.23% | 26.51% |
| 净利润增长率 | 34.31% | 12.78% | 0.30% | 51.07% | 30.05% | 23.60% |
| 总资产增长率 | 253.97% | 11.06% | 12.33% | 19.95% | 16.85% | 17.48% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 211.1 | 321.1 | 421.0 | 400.0 | 400.0 | 400.0 |
| 存货周转天数 | 69.8 | 37.1 | 89.2 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 应付账款周转天数 | 111.2 | 71.6 | 165.1 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 固定资产周转天数 | 26.5 | #DIV/0! | #DIV/0! | 50.2 | 36.1 | 26.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -73.17% | -59.68% | -43.36% | -61.95% | -58.52% | -56.79% |
| EBIT 利息保障倍数 | -24.0 | -7.4 | -8.6 | -11.2 | -11.5 | -13.0 |
| 资产负债率 | 6.79% | 8.21% | 11.39% | 11.05% | 11.89% | 12.29% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2013-08-26 | 买入 | 28.97 | N/A |
| 2 | 2013-11-06 | 买入 | 23.68 | N/A |
| 3 | 2015-03-02 | 买入 | 32.12 | N/A |
| 4 | 2015-04-14 | 买入 | 38.42 | N/A |
| 5 | 2015-04-22 | 买入 | 42.03 | N/A |

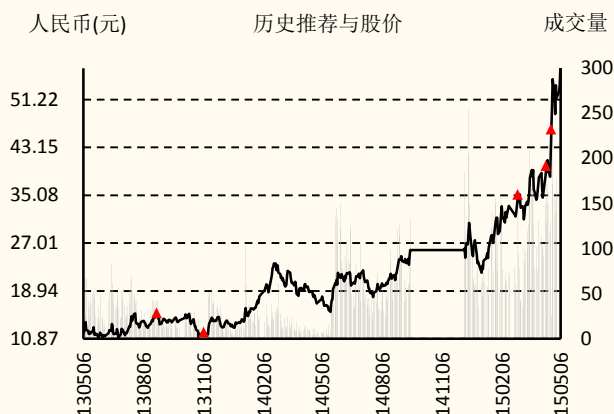
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD