

2017年08月08日

蓝盾股份 (300297.SZ)

动态分析

营业收入增长稳定，经营质量持续改善

【事件】公司公布 2017 年半年报，报告期内，公司实现：营业收入 93985.22 万元，同比增长 82.03%；归母净利润 14082.49 万元，同比增长 79.71%。

◆ **营业收入增长稳定，经营质量持续改善**：公司毛利率水平相比去年同期上升 1.8 个百分点，从历史变化情况看，处于稳步提升状态，经营质量持续改善。此外，报告期内子公司中经电商业务推进顺利，实现净利润 7949.12 万元，大幅提升公司盈利水平；同时，报告期内新增控股子公司满泰科技，实现净利润 1949.88 万元，也促进了净利润的增长。

◆ **网络安全市场有望维持高景气，未来 3 年增速约 21.2%**：近年来，安全泄露频发、DDoS 攻击、勒索软件等网络攻击加剧，从普通用户到政府对安全的关注度不断提升，直接催生各行业部门安全需求，尤其在政府、能源、金融等对国计民生休戚的重点行业，对网络信息安全的投入持续增加。根据赛迪数据显示，2016 年我国网络信息安全市场已达到 336.2 亿元，预计未来三年将保持 21.2% 的年均复合增速。

◆ **外延不断推进“大安全”布局，智慧安全领导者锋芒将露**：随着信息安全问题的日益复杂，一体化解决方案将日益受到用户的青睐，安全建设、交付的简单化和安全方案的整合化是用户需求的发展趋势，具备综合实力的厂商将更好地满足用户需求，安全厂商近年来不断进行并购，拓展产业链布局。公司自主研发与外延投资并举，大力推进“大安全”战略，实现移动安全、云计算等新兴技术落地，并通过并购进入物理安全、电商支付安全、工控安全等泛安全领域，持续提升竞争力。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.42 元、0.53 元和 0.61 元，给予买入-A 评级，六个月目标价 14.70 元。

◆ **风险提示**：网络信息安全市场需求不及预期；各并购业务整合不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,000.9	1,573.5	2,557.9	3,267.4	4,037.6
同比增长(%)	90.7%	57.2%	62.6%	27.7%	23.6%
营业利润(百万元)	112.0	331.1	605.5	745.3	848.5
同比增长(%)	248.0%	195.6%	82.9%	23.1%	13.8%
净利润(百万元)	119.5	322.9	499.1	621.2	716.2
同比增长(%)	238.4%	170.3%	54.6%	24.5%	15.3%
每股收益(元)	0.10	0.27	0.42	0.53	0.61
PE	106.3	39.3	25.4	20.4	17.7
PB	10.2	3.6	3.1	2.7	2.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

计算机 | 行业应用软件 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

6 个月目标价 14.70 元

股价(2017-08-07) 10.80 元

交易数据

总市值(百万元) 12,693.95

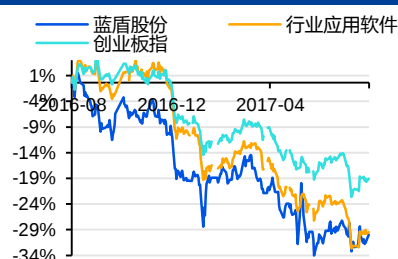
流通市值(百万元) 7,975.08

总股本(百万股) 1,175.37

流通股本(百万股) 738.43

12 个月价格区间 10.05/15.84 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.09	-0.45	-12.15
绝对收益	-2.52	-5.17	-30.0

分析师

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

分析师

朱琨
SAC 执业证书编号：S0910517050001
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

报告联系人

胡朗
hulang@huajinsc.cn
021-20377062

相关报告

内容目录

一、营业收入增长稳定，经营质量持续改善	3
二、网络安全市场有望维持高景气，未来 3 年增速约 21.2%	4
三、外延推进“大安全”布局，智慧安全领导者锋芒将露	4
四、预计 2017 年净利润将增长 54.6%，给予买入-A 评级	5
五、风险提示	5

图表目录

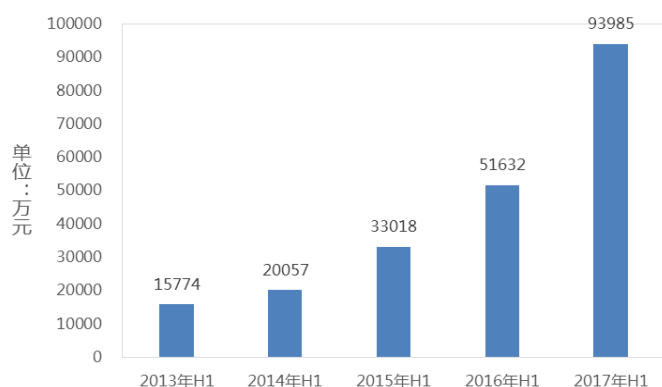
图 1：2013 年 H1-2017 年 H1 公司主营业务收入情况	3
图 2：2013 年 H1-2017 年 H1 公司归母净利润情况	3
图 3：2013 年 H1-2017 年 H1 公司毛利率与费用率情况	3
图 4：我国网络信息安全产品市场规模及预测	4
表 1：蓝盾股份外延投资情况	5
表 2：同行业公司估值情况对比	5

一、营业收入增长稳定，经营质量持续改善

2017年8月7日，公司公布2017年半年报。报告期内，公司实现：营业收入93985.22万元，同比增长82.03%；归母净利润14082.49万元，同比增长79.71%。报告期内公司业绩增长强劲，主要受益于网络信息安全行业的高景气度和子公司并表协同效应。

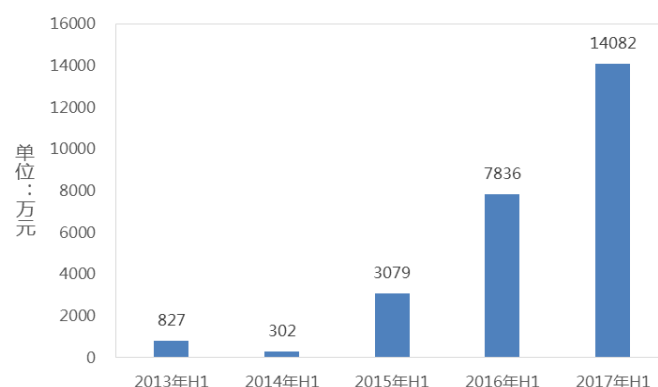
报告期内，中经电商业务推进顺利，与汇通宝通过电子商务推广运营而产生的交易金额达到21.18亿元，实现净利润7949.12万元，大幅提升公司盈利水平；同时，报告期内新增控股子公司满泰科技，实现净利润1949.88万元，也促进了净利润的增长。

图1：2013年H1-2017年H1公司主营业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

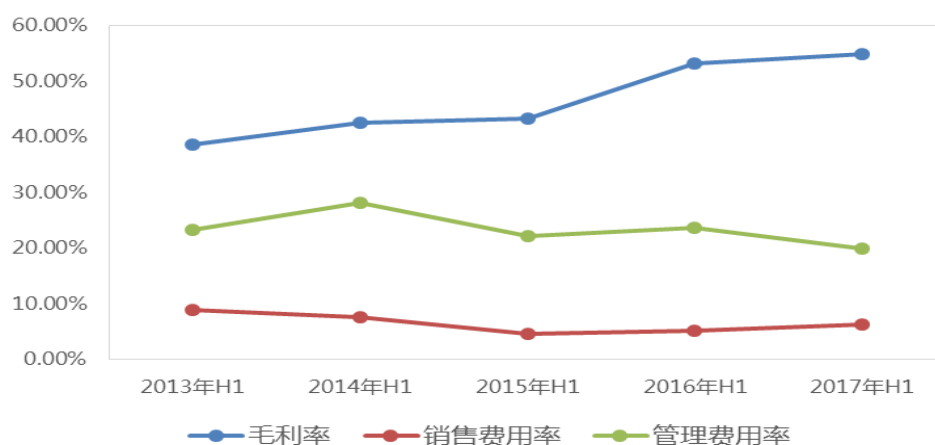
图2：2013年H1-2017年H1公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

报告期内，公司毛利率水平相比去年同期上升1.8个百分点，从历史变化情况看，处于稳步提升状态。与此同时，2017年H1公司管理费用支出18705.11万元，同比增长53.26%，主要是人员增加、研发投入增长导致；销售费用为5917.60万元，同比增长120.05%，主要是报告期内员工薪酬支出、业务扩展相应的业务招待费、促销推广费增加所致。管理费用与销售费用占收入比重分别为19.90%与6.30%，均处于历史正常水平，公司各项业务稳步推广。

图3：2013年H1-2017年H1公司毛利率与费用率情况



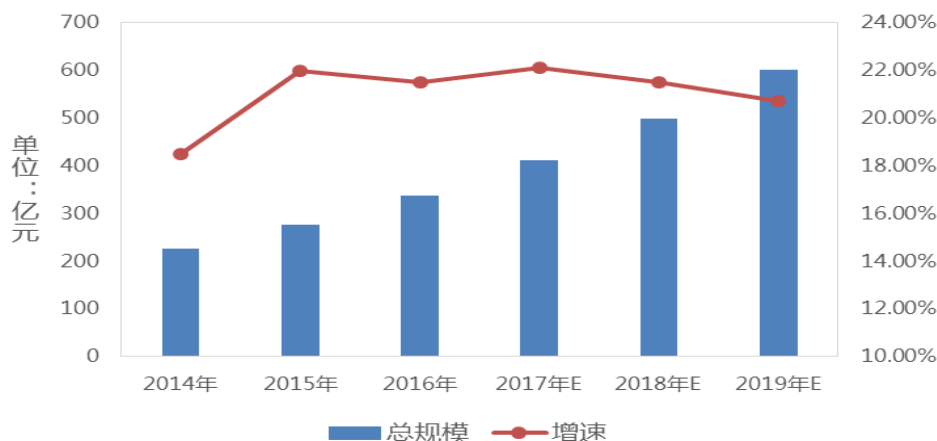
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、网络安全市场有望维持高景气，未来3年增速约21.2%

近年来，安全泄露频发、DDoS 攻击、勒索软件等网络攻击加剧，从普通用户到政府对安全的关注度不断提升，直接催生各行业部门安全需求，尤其在政府、能源、金融等对国计民生休戚的重点行业，对网络安全、信息安全的投入持续增加，2017 年 6 月 1 日，《网络安全法》正式落地实施，对关键信息基础设施安全、个人信息安全、网络安全等级保护、网络安全检测预警与信息通报等各方面进行规定，预计将进一步刺激网络安全市场需求增长。

根据赛迪数据显示，2016 年网络安全产品市场整体规模预计达到 336.2 亿元，同比增长 21.5%。预计到 2019 年，我国网络安全产品市场规模将超过 600 亿元，保持 21.2% 的年均复合增长率。

图 4：我国网络信息安全产品市场规模及预测



资料来源：CCID，华金证券研究所

三、外延推进“大安全”布局，智慧安全领导者锋芒将露

云计算、物联网等技术普及和发展促使网络环境、信息系统更加庞大和复杂，面临的威胁和攻击也将更多、更难以预测。随着信息安全问题的日益复杂，单一信息安全产品已不能满足用户的需求。可信的安全框架和一体化解决方案将日益受到用户的青睐，安全建设、交付的简单化和安全方案的整合化是用户需求的发展趋势。

从产业角度看，具备综合安全实力的厂商在未来发展中将更好地满足用户需求。公司瞄准信息安全外延不断扩大的趋势，持续推进“大安全”产业发展战略。一方面，公司通过持续的自主研发、技术合作及投资参股，在云安全、大数据安全、移动安全等新兴方向进行布局。

另一方面，公司积极外延并购，通过收购华炜科技进入物理安全、军工安全领域；通过收购油品电商中经电商及汇通宝切入电商安全、支付安全等互联网应用安全领域；通过收购满泰科技切入工控安全领域。客户群体从过去的政府、系统集成商、教育、制造贸易、电信行业成功扩展到军工、铁路、电力、石油石化行业。

表 1：蓝盾股份外延投资情况

	持股比例	主营范围
华伟科技	100%	国内领先的电磁安防整体解决方案提供商
中经汇通，汇通宝	100%	电子商务服务平台运营商
满泰科技	60%	水行业综合自动化及信息化整体解决方案提供商、硬件开发供应商及技术服务提供商
天锐锋	60%	安全审计，“廉洁城市”科技平台服务商
云海麒麟	34.95%	云计算与大数据整体解决方案服务商

资料来源：Wind，华金证券研究所

四、预计 2017 年净利润将增长 54.6%，给予买入-A 评级

在网络安全产品市场保持稳健增速的假设下，我们认为公司内生安全集成、安全产品及服务业务将持续增长。同时，满泰科技并表及中经电商全年并表预计将增厚全年业绩，“大安全”布局有望为公司带来新的增长动力。

我们预计 2017 年-2019 年，公司将实现净利润 4.99 亿元、6.21 亿元和 7.16 亿元，对应 EPS 为 0.42 元、0.53 元和 0.61 元。

对比同业公司估值情况，给予公司 2017 年 35 倍 PE。六个月目标价 14.70 元，给予买入-A 评级。

表 2：同行业公司估值情况对比

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
				2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
002212.sz	南洋股份	148.29	12.93	0.43	0.43	0.43	30	30	30
002439.sz	启明星辰	177.55	19.80	0.44	0.56	0.70	45	36	28
300369.sz	绿盟科技	78.39	9.84	0.33	0.40	0.47	30	25	21
300352.sz	北信源	72.35	4.99	0.07	0.09	0.12	72	55	43
002268.sz	卫士通	116.53	13.90	0.19	0.27	0.36	72	52	38
300386.sz	飞天诚信	67.72	16.20	0.38	0.47	0.58	42	34	28
300579.sz	数字认证	36.07	45.09	0.85	1.21	1.49	53	37	30
300188.sz	美亚柏科	81.80	16.48	0.46	0.55	0.77	36	30	21
	平均			0.39	0.50	0.61	48	37	30
300297.sz	蓝盾股份	126.94	10.80	0.42	0.53	0.61	25	20	18

资料来源：Wind，截止 2017 年 8 月 7 日收盘价，华金证券研究所

五、风险提示

网络信息安全市场需求不及预期；各并购业务整合不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,000.9	1,573.5	2,557.9	3,267.4	4,037.6	年增长率					
减:营业成本	620.0	749.0	1,291.2	1,711.8	2,172.2	营业收入增长率	90.7%	57.2%	62.6%	27.7%	23.6%
营业税费	6.6	17.1	21.4	28.1	37.5	营业利润增长率	248.0%	195.6%	82.9%	23.1%	13.8%
销售费用	39.4	80.2	124.2	151.3	208.4	净利润增长率	238.4%	170.3%	54.6%	24.5%	15.3%
管理费用	174.3	291.5	433.8	546.8	662.8	EBITDA 增长率	109.3%	156.9%	57.7%	21.0%	15.8%
财务费用	24.9	69.1	58.7	56.7	79.6	EBIT 增长率	194.8%	192.3%	66.0%	20.7%	15.7%
资产减值损失	24.2	36.0	23.3	27.8	29.0	NOPLAT 增长率	180.5%	197.3%	62.6%	20.7%	15.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	116.1%	114.3%	19.0%	18.4%	9.6%
投资和汇兑收益	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	净资产增长率	75.4%	185.8%	15.3%	15.0%	14.6%
营业利润	112.0	331.1	605.5	745.3	848.5	盈利能力					
加:营业外净收支	30.8	42.1	27.3	33.4	34.3	毛利率	38.1%	52.4%	49.5%	47.6%	46.2%
利润总额	142.8	373.2	632.9	778.7	882.8	营业利润率	11.2%	21.0%	23.7%	22.8%	21.0%
减:所得税	21.0	49.4	94.9	116.8	132.4	净利润率	11.9%	20.5%	19.5%	19.0%	17.7%
净利润	119.5	322.9	499.1	621.2	716.2	EBITDA/营业收入	20.1%	32.8%	31.8%	30.1%	28.2%
						EBIT/营业收入	13.7%	25.4%	26.0%	24.5%	23.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	44.1%	42.8%	37.0%	36.2%	39.1%
货币资金	527.0	2,093.3	2,046.3	2,613.9	3,230.1	负债权益比	79.0%	74.9%	58.6%	56.8%	64.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.66	2.32	2.15	2.68	2.62
应收帐款	622.2	1,046.6	1,518.1	1,983.0	2,392.9	速动比率	1.55	2.25	2.07	2.57	2.50
应收票据	8.9	13.0	6.4	26.6	15.9	利息保障倍数	5.50	5.79	11.31	14.15	11.65
预付帐款	45.8	710.1	624.2	544.8	945.9	营运能力					
存货	87.2	121.7	167.5	219.1	308.4	固定资产周转天数	134	110	79	64	50
其他流动资产	1.3	6.1	2.5	3.3	3.9	流动营业资本周转天数	91	146	157	175	183
可供出售金融资产	-	21.6	7.2	9.6	12.8	流动资产周转天数	374	604	588	537	548
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	168	191	180	193	195
长期股权投资	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4	存货周转天数	25	24	20	21	24
投资性房地产	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	总资产周转天数	642	979	906	772	730
固定资产	411.9	550.8	578.6	577.3	548.6	投资资本周转天数	319	437	401	372	342
在建工程	194.2	250.7	250.7	250.7	250.7	费用率					
无形资产	116.7	202.0	225.5	224.9	202.3	销售费用率	3.9%	5.1%	4.9%	4.6%	5.2%
其他非流动资产	237.3	1,281.8	1,140.0	983.9	1,007.0	管理费用率	17.4%	18.5%	17.0%	16.7%	16.4%
资产总额	2,256.7	6,301.7	6,571.2	7,441.3	8,922.8	财务费用率	2.5%	4.4%	2.3%	1.7%	2.0%
短期债务	345.0	725.0	976.8	1,076.4	1,183.7	三费/营业收入	23.8%	28.0%	24.1%	23.1%	23.6%
应付帐款	228.9	357.5	387.5	436.3	494.9	投资回报率					
应付票据	12.6	27.7	103.2	31.8	113.4	ROE	9.6%	9.0%	12.2%	13.3%	13.4%
其他流动负债	193.3	612.6	559.1	468.5	843.8	ROA	5.4%	5.1%	8.2%	8.9%	8.4%
长期借款	165.0	539.6	214.1	448.5	591.0	ROIC	20.8%	28.6%	21.7%	22.0%	21.5%
其他非流动负债	51.0	435.3	196.2	252.5	294.7	分红指标					
负债总额	995.7	2,697.7	2,437.0	2,714.0	3,521.6	DPS(元)	0.00	0.03	0.03	0.03	0.05
少数股东权益	18.2	32.4	69.2	109.2	142.6	分红比率	2.2%	10.9%	6.2%	6.4%	7.9%
股本	970.7	1,175.5	1,175.4	1,175.4	1,175.4	股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%
留存收益	271.7	2,457.6	2,911.3	3,494.9	4,158.0						
股东权益	1,260.9	3,604.0	4,155.9	4,779.5	5,476.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	121.8	323.9	499.1	621.2	716.2	EPS(元)	0.10	0.27	0.42	0.53	0.61
加:折旧和摊销	65.4	121.1	148.8	181.9	211.3	BVPS(元)	1.06	3.04	3.48	3.97	4.54
资产减值准备	24.2	36.0	-	-	-	PE(X)	106.3	39.3	25.4	20.4	17.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.2	3.6	3.1	2.7	2.4
财务费用	26.9	63.0	58.7	56.7	79.6	P/FCF	-44.4	-1,522.	-54.2	28.7	18.5
投资损失	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	P/S	12.7	8.1	5.0	3.9	3.1
少数股东损益	2.4	1.0	38.8	40.7	34.2	EV/EBITDA	52.1	22.7	14.4	11.9	10.0
营运资金的变动	-61.1	-467.1	-278.7	-383.6	-401.8	CAGR(%)	75.8%	32.3%	144.2%	75.8%	32.3%
经营活动产生现金流量	111.0	343.2	466.4	516.4	639.1	PEG	1.4	1.2	0.2	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-247.9	-703.1	-185.3	-182.0	-162.8	ROIC/WACC	2.1	2.9	2.2	2.2	2.2
融资活动产生现金流量	312.3	1,907.5	-306.4	263.6	162.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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、朱琨声明，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