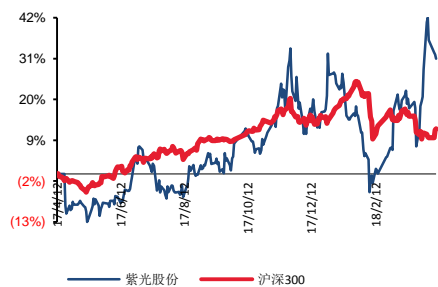


信息技术 技术硬件与设备

“云网端”全产业链布局、打造政务云标杆企业

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,042/206
总市值/流通(百万元)	77,683/15,359
12个月最高/最低(元)	80.79/49.53

相关研究报告:

紫光股份(000938)《完善“云-网-端”产业链,业绩快速增长》
--2018/01/25

紫光股份(000938)《以客户需求为导向,打造IT全产业链布局》
--2017/04/28

证券分析师:王文龙

电话:021-61376587

E-MAIL:wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190517080001

证券分析师:朱悦如

电话:18621787913

E-MAIL:zhuyr@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190518010004

内生外延形成全产业链布局、技术、产品、市场壁垒高筑

公司通过内生和外延建立的四大版图——新华三、紫光软件、紫光数码、紫光西数,逐渐完善“云-网-端”的全产业链布局,并成为集现代信息系统研发、建设、运营、维护于一体的全产业链服务提供商,基本覆盖IT服务和营销的重要领域。

企业网业务全面领先、信息安全获得突破

国内外交换机厂商分化发展,2016年全球交换机市场收入262.1亿美元,增速仅2.1%。2017年中国交换机市场空间预计达到187亿元,增长率维持在10%左右,高于全球增长水平。国内厂商的替代趋势将进一步抬高厂商的实际增长。新华三2017年Q1-Q3季度以总计33.2%市场份额的绝对优势,中国区企业级WLAN市场领先地位已经确立。而在安全领域,中国在信息安全建设的投入占整体信息建设投入的比例为仅为1.84%,不足全球平均水平的二分之一,未来仍有较大空间。而公司的整体服务能力将帮助网络安全产品快速推向市场。

云计算将成为公司未来核心发展驱动力。政务云已成为云计算重要构成部分。据计世资讯统计,中国政务云2016年市场总体规模为91.5亿元,同比增长93%,2017年市场规模预计将达到170.8亿元,到2021年将超过600亿元。云计算市场的产业落地趋势已经到来,公司作为主要的基础设施厂商和服务提供商,找准自身业务定位,面向有客户积累优势的政务和企业客户,通过新华三在政务云、行业云等领域攻占了领先地位,目前已建设了12个部级政务云、18个省级政务云、200多个地市县政务云。

盈利预测:预计公司2018年、2019年的EPS分别为1.83元和2.28元,基于以上判断,给予“买入”评级。

风险提示:云计算、物联网行业发展具有不确定性,公司网络设备海外市场拓展具有不确定性等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27710	36829	41057	45790
(+/-%)	107.57	32.91	11.48	11.53
净利润(百万元)	815	1584	1908	2374
(+/-%)	435.52	94.35	20.46	24.43
摊薄每股收益(元)	1.07	1.52	1.83	2.28
市盈率(PE)	67.51	43.39	36.02	28.95

资料来源:Wind,太平洋证券注:摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

投资要点	4
进军 IT 全产业链服务，内增外扩抢先布局	5
(一) 优化 IT 全产业链服务，深入行业应用	5
(二) 公司股权结构稳定	5
(三) 内增外延并举，完善“云-网-端”产业布局	6
(四) 协同效应显著，公司业务强势增长	7
交换机和企业级 WLAN 份额领先，信息安全形成突破	13
(一) 国内交换机市场仍存较大空间	13
(二) WLAN 市场稳定增长，新华三进军运营商市场	15
(三) 我国信息安全防御体系建设滞后，市场潜力巨大	19
(四) 聚焦网络信息安全，引领未来趋势	20
迎合云端市场需求，着力打造云计算应用	24
(一) 聚焦“云服务”战略，助力“云-网-端”产业链	24
(二) 云计算行业需求旺盛，政务云高速增长	24
(三) 云计算应用领先，构建“行业云+城市云”全生态	25
盈利预测及投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司主要业务及客户	5
图表 2: 公司股权结构及主要子公司 (截至 2017Q3)	6
图表 4: 公司控股和全资子公司协同效应	7
图表 5: 2013-2017H1 紫光软件营业收入情况	8
图表 6: 2013-2017H1 紫光软件归母净利润情况	8
图表 7: 紫光数码主要分销品牌及产品	8
图表 8: 紫光数码主要分销品牌及产品	9
图表 9: 2013-2017H1 紫光数码营业收入情况	9
图表 10: 2013-2017H1 紫光数码归母净利润情况	9
图表 11: 并购新华三带来的营业收入结构改善	10
图表 12: 2012-2016 年公司归母净利润情况 (亿元)	10
图表 13: 新华三“应用驱动, 云领未来”的新 IT 战略	11
图表 14: 新华三云计算业务产品线	12
图表 15: 2015Q4-2017Q3 全球交换机厂商收入市场份额	12
图表 16: 全球交换机市场容量 (亿美元)	13
图表 17: 中国交换机市场容量 (亿元)	13
图表 18: 交换机主要厂商和产品对比分析	14
图表 19: 新华三交换机全系列产品图	15
图表 20: 全球交换机市场容量 (亿美元)	16
图表 21: 中国交换机市场容量 (亿元)	16
图表 22: WLAN 主要厂商和产品对比分析	16
图表 23: 2015Q4-2017Q3 全球路由器厂商收入市场份额	17
图表 24: 新华三路由器全系列产品图	18
图表 25: 信息安全投入占 IT 投入的比例 (%)	19
图表 26: 企业级用户信息系统安全成熟度	19
图表 27: 传统信息安全防御体系无法抵御当前网络攻击的主要原因	19
图表 28: 2017 - 2021 年中国信息安全市场规模预测	20
图表 29: 新华三信息安全产品技术架构	21
图表 30: 新华三态势感知系统六大核心能力	21
图表 31: 公司安全产品	23
图表 32: 公司“云服务”战略层次及相关产品/服务	24
图表 33: 全球云计算市场规模及增速 (亿美元)	25
图表 34: 中国云计算市场规模及增速 (亿元)	25
图表 35: 公司政务云和行业云处于领先地位	25
图表 36: 2016 年中国政务云市场份额	26
图表 37: 2016 年政务云市场各品牌竞争力分析	26
图表 38: 2017 年 IDC 对国内政务云各厂商竞争力分析结果	27
图表 39: 新华三云计算整体产品解决方案	28

投资要点

1、内生外延形成全产业链布局、技术、产品、市场壁垒高筑

从子公司构成来看，公司通过内生和外延建立的四大版图——新华三、紫光软件、紫光数码、紫光西数，逐渐完善“云-网-端”的全产业链布局，并成为集现代信息系统研发、建设、运营、维护于一体的全产业链服务提供商。目前，公司已形成IT服务和IT增值分销两大主营业务，基本覆盖IT服务和营销的重要领域。

2、企业网业务全面领先、信息安全获得突破

国内外交换机市场分化发展，2016年全球交换机市场收入262.1亿美元，增速仅2.1%（数据来源：IDC）。2017年中国交换机市场空间预计达到187亿元，增长率维持在10%左右，高于全球增长水平（数据来源：艾凯咨询）。国内厂商的替代趋势将进一步太高厂商的实际增长。新华三从2008年第三季度开始长期占据国内企业级WLAN市场排名首位，2017年Q1-Q3季度以总计33.2%市场份额的绝对优势（数据来源：IDC），中国区企业级WLAN市场领先地位已经确立。而在安全领域，2016年全球信息安全建设的投入占整体信息建设投入的比例为3.74%，而中国对应的比例仅为1.84%，不足全球平均水平的二分之一，我国88.3%的企业级用户处于比较落后的单点试验和局部推广阶段，成熟度明显不足，未来仍有较大空间。而公司的整体服务能力将帮助网络安全产品快速推向市场。

3、云计算将成为公司未来核心发展驱动力

政务云已成为云计算重要构成部分。据计世资讯统计，中国政务云2016年市场总体规模为91.5亿元，同比增长93%，2017年市场规模预计将达到170.8亿元，到2021年将超过600亿元。云计算市场的产业落地趋势已经到来，公司作为主要的基础设施厂商和服务提供商，找准自身业务定位，面向有客户积累优势的政务和企业客户，通过新华三在政务云、行业云等领域攻占了领先地位，目前已建设了12个部级政务云、18个省级政务云、200多个地市县政务云，覆盖四川、安徽、浙江、上海、吉林、广东、河南、山西、天津、广西等地区。

我们看好公司在云计算领域从基础设施到应用服务领域的解决方案提供能力，能够与紫光集团其它业务板块形成共振效应，从而受益于云计算及网络安全行业的快速成长。

进军 IT 全产业链服务，内增外扩抢先布局

(一) 优化 IT 全产业链服务，深入行业应用

紫光股份成立于1999年，立足于信息技术业务领域，战略聚焦于IT服务领域，致力于打造一条完整而丰富的“云-网-端”产业链，向云计算、移动互联网和大数据处理等信息技术的行业应用领域全面深入，并成为集现代信息系统研发、建设、运营、维护于一体的全产业链服务提供商。目前，公司已形成IT服务和IT增值分销两大主营业务，基本覆盖IT服务和营销的重要领域。

图表 1：公司主要业务及客户

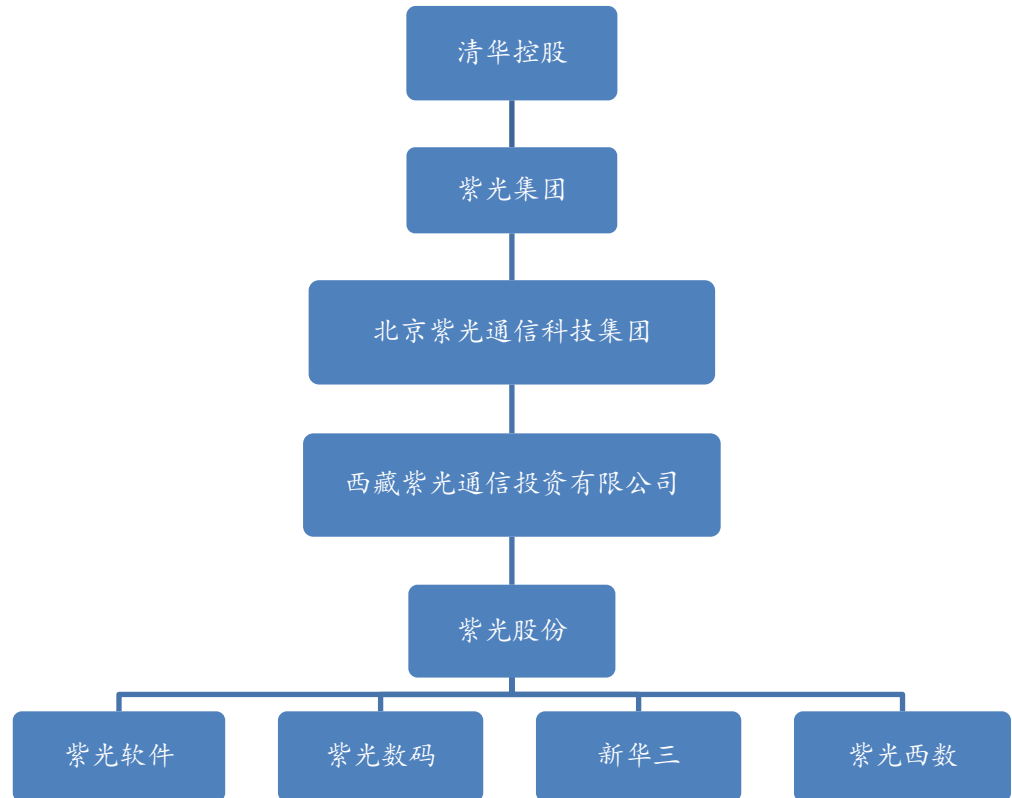
业务分类	对应产品/服务	主要客户
IT 服务	硬件	政府、金融、能源、教育、电力、医疗、制造等行业客户，可提供涵盖 IT 基础设施建设、行业应用解决方案、系统集成及系统运行维护、数据存储及处理等互联网综合服务的一揽子整体解决方案
	系统与应用软件	
	行业解决方案	
	运营维护	
技术服务	IT 基础设施运维服务、IT 应用系统运维服务、安全管理服务	
IT 增值分销	信息化战略咨询、网络架构设计、项目实施、运维管理及业务连续性等全方位的技术咨询服务	
	已形成渠道分销服务、增值分销服务、供应链服务、代采购服务、电商运营服务和中小企业服务六大业务模式，分销产品覆盖 PC、笔记本、存储、服务器、复印机、打印机、大幅面绘图仪、扫描仪、网络产品、耗材、显示设备等 IT 主流产品	惠普、戴尔、联想、三星、华硕等国内外知名 IT 厂商以及企业客户

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 公司股权结构稳定

经过多次控股股东的变更，目前公司股权结构已趋于稳定。公司的控股股东为西藏紫光通信投资有限公司，持股比例为54.5%。清华控股是紫光通信的实际控制人。公司旗下有多个重要的子公司和参股公司，包括全资子公司紫光软件和紫光数码、控股51%的新华三和参股47.11%的紫光西数等。

图表 2：公司股权结构及主要子公司（截至 2017Q3）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）内增外延并举，完善“云-网-端”产业布局

为了更好地实现战略，公司内生增长与外延扩张并举，不断丰富和优化“云-网-端”产业链。一方面，公司加大技术研发力度，促进技术改革和技术创新，提升公司核心竞争力；另一方面，公司通过收购具备技术实力的IT企业，如紫光软件、紫光数码、新华三等，完善IT产业布局，通过业务协同和资源整合，推动公司向云服务提供商的战略升级。

外延扩张形成协同效应。公司通过外延收购，逐渐完善“云-网-端”产业布局，与紫光软件、紫光数码、新华三等子公司在产品、技术等方面进行了资源整合，在政务、教育、光电、粮食、智慧城市等领域协同效应明显。目前，紫光软件和紫光数码已成为公司全资子公司。

图表 3：公司控股和全资子公司协同效应

子公司	产品协同	技术协同	渠道协同
紫光软件	提供多行业解决方案服务和自主研发的软件产品	软件开发技术	参与众多大型项目的建设和研发，在政务、教育、广电、粮食、智慧城市等领域居于领先地位
紫光数码	提供供应链、代采购、电商运营、中小企业金融服务等	信息管理系统、供应链管理	HPE、H3C品牌产品的分销商，能够与新华三在渠道方面进行有效整合，助力新华三“H3C+HPE”双品牌的渠道融合计划
新华三	全系列网络、服务器、存储、安全、云计算等产品，增强公司“云端”与“网端”能力	云计算、物联网、网络安全技术	HPE 品牌的服务器、存储和技术服务的中国独家提供商，在政府、金融、能源、电力、电信、交通、医疗等众多行业拥有庞大、稳定的客户基础

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

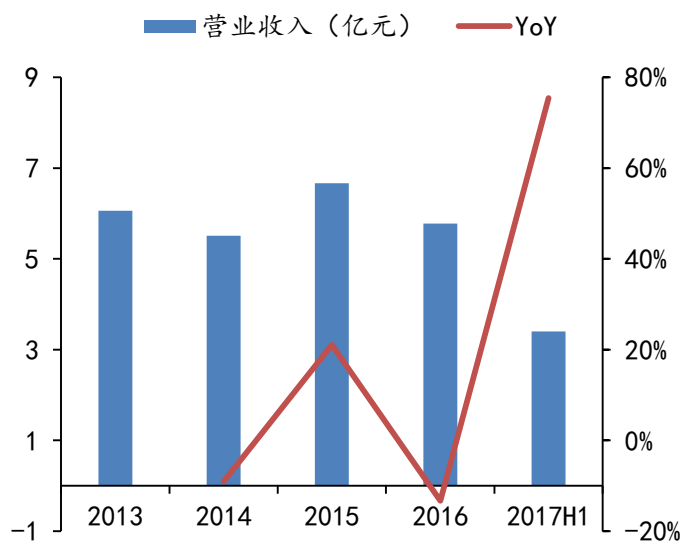
（四）协同效应显著，公司业务强势增长

1. 紫光软件：提供软硬件一体化解决方案，业绩迎头上涨

公司旗下的紫光软件是优秀的行业解决方案提供商与IT系统集成商，从事云计算基础设施建设、大数据应用开发、行业软件开发，IT系统集成与运维等业务，已形成政务、教育、广电、粮食、铁路、智慧城市等多个行业领先的解决方案。同时，公司可以承载党政领域的涉密集成、软件开发和运维业务。公司自主研发的软件产品主要有紫光电子档案、企业级开发中间件EPOD、电信运营商管理支撑系统MSS、电网多维分析软件、MES系统、存储及云计算机等。

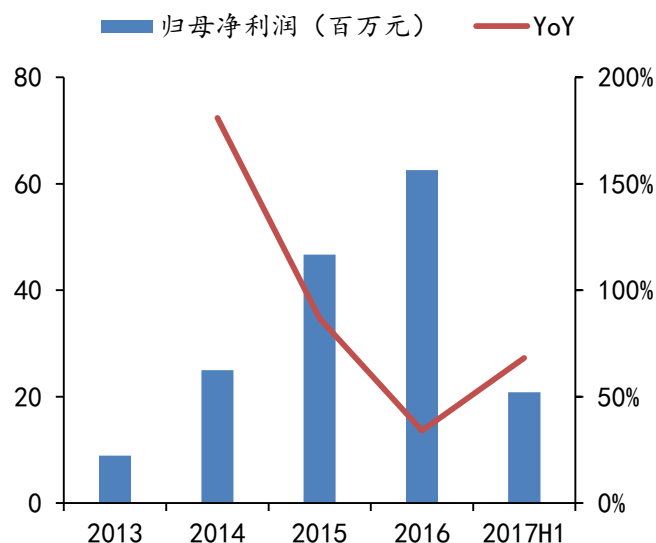
紫光软件业绩表现良好。2017年上半年紫光软件营业收入为3.4亿元，同比增长75.4%；归母净利润2078万元，同比增长68.1%。

图表 4: 2013-2017H1 紫光软件营业收入情况



资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 5: 2013-2017H1 紫光软件归母净利润情况



资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

2. 紫光数码: 业内实力IT分销商, 助力拓宽公司业务渠道

紫光数码提供专业的IT分销服务, 为HP、Dell、联想、H3C、三星等国内外知名IT厂商提供增值分销服务, 业务涉及渠道分销、增值分销、行业分销、企业客户、系统集成、方案集成等多领域, 覆盖数据中心、网络基础设施、服务器、工作站、外设与信息产品等IT基础架构。

图表 6: 紫光数码主要分销品牌及产品

品牌	产品
联想	消费类台式机/笔记本、商业类台式机/笔记本、联想手机等
惠普	打印机、复印机、扫描仪、墨盒、显示器、服务器等
戴尔	商用显示器、家用显示器、服务器、存储产品等
三星	商用显示器、家用显示器、SSD 固态硬盘、配件等
H3C	交换机、安全设备、监视器、路由器、存储设备等
华硕	显示器

经过十几年的发展, 紫光数码凭借健全的营销服务架构、先进的信息化体系、丰富的风险控制能力、强大的供应链管理能力和良好的客户服务基础, 已发展成为中国最具实力的四大IT分销企业之一。

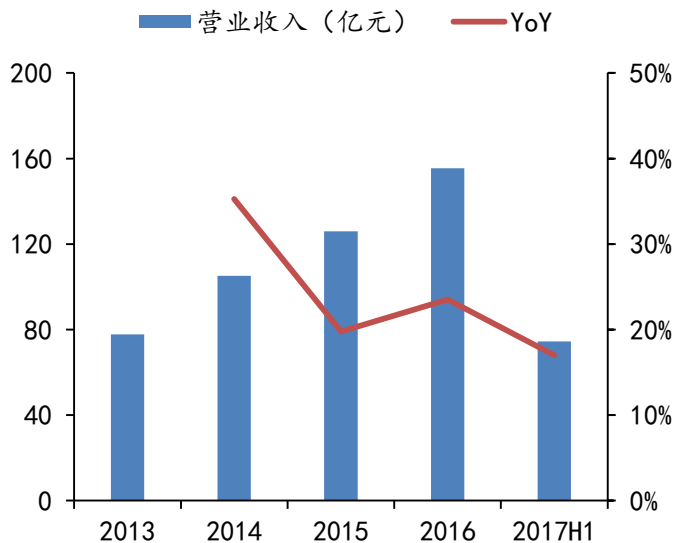
图表 7：紫光数码主要分销品牌及产品

竞争优势	
营销服务架构	全国设有 15 个平台、12 个办事处，拥有覆盖全国大、中型城市，辐射至五、六级城市的营销网络，为超过 5000 家的合作经销商提供产品供货服务。
信息化体系	拥有架构清晰的信息管理体系，体系下的各分支机构与供应商、代理商、物流合作伙伴、银行系统、保险公司，以及紫光数码内部 ERP 系统等紧密联结，将相关数据实时传输到对应部门。
风险控制能力	拥有数千家合作紧密的中小企业渠道伙伴，积淀出一套成熟的中小企业信用评估与管理系统和信用保险体系，可以更准确地评估、更好地把控风险。
供应链管理能力	SAP ERP 系统实时提供库存状况和货运信息； 现代立体仓库和运输系统辐射全国，物流可直达 700 个以上城市； 根据客户需求，可提供航空、铁路、公路、海运及特快专递等门对门的运输服务； 自主开发的“物流电子商务系统”与物流合作伙伴的“EDI 信息系统”深度对接，可实现对货运传输的实时监控。
客户服务基础	清华大学的人才和科技优势、紫光股份雄厚的资金实力以及稳健经营积淀的商业信誉。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

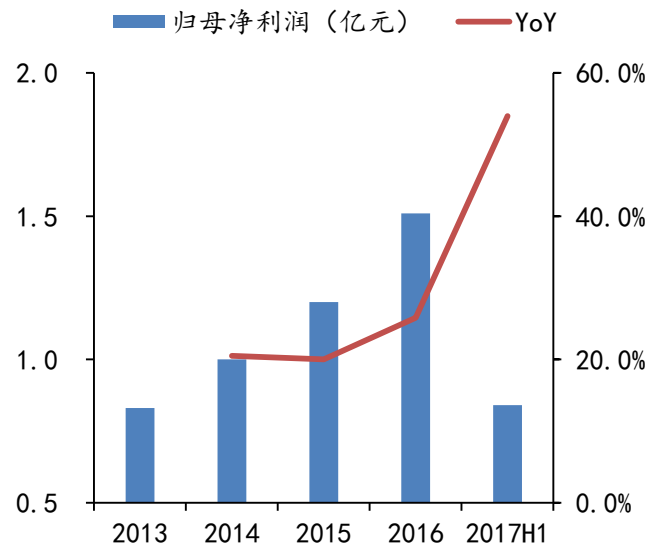
业绩增长势头猛烈。2017年上半年，紫光数码营业收入74.4亿元，同比增长17%；归母净利润0.8亿元，同比增长54%，业绩表现强劲。

图表 8：2013-2017H1 紫光数码营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 9：2013-2017H1 紫光数码归母净利润情况



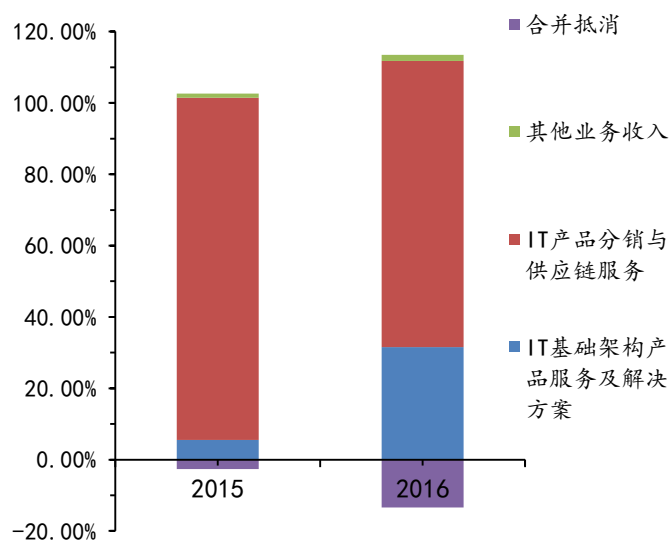
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

3. 新华三：公司“云端”、“网端”发展的主力军

2016年，公司完成对新华三集团有限公司控股股权的收购，综合竞争实力得到大幅提

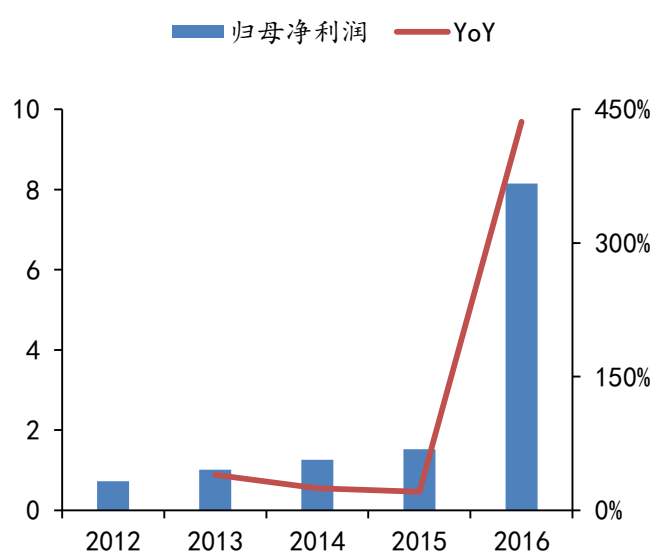
升。新华三是国内领先的IT基础构架整体解决方案提供商，拥有全系列网络、服务器、存储、安全、云计算等产品，并购后公司的IT基础架构产品服务及解决方案业务占比由2015年的5.55%上升至31.54%，公司业务结构由以产品分销为主转向IT基础架构服务及解决方案提供与产品分销齐头并进，大大增强了“云端”和“网端”的能力。2016年公司归母净利润8.15亿元，同比增长435.52%。

图表 10：并购新华三带来的营业收入结构改善



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

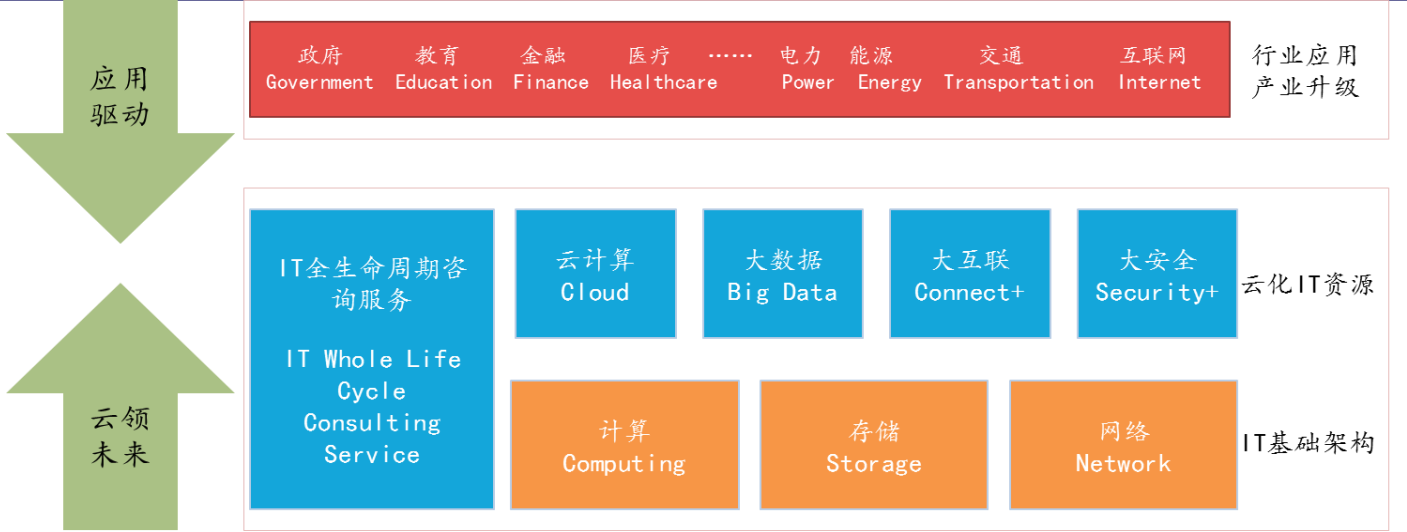
图表 11：2012-2016 年公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

提出“应用驱动，云领未来”战略目标，加速云服务布局。新华三是全球领先的新IT解决方案领导者，拥有全系列服务器、存储、网络、安全、超融合系统和IT管理系统等产品。新华三在国内企业网络市场处领先地位，据IDC统计，2017上半年公司在中国企业网络市场中，以太网交换机、企业级无线、企业网路由器产品的市场占有率分别为35.3%、35.3%、33.4%。2017年4月，新华三正式提出“应用驱动，云领未来”的新IT战略，让应用驱动IT的云化，云计算、大数据、大互联与大安全，即构成了“应用驱动，云领未来”新IT战略的四大战略方向。

图表 12：新华三“应用驱动，云领未来”的新 IT 战略

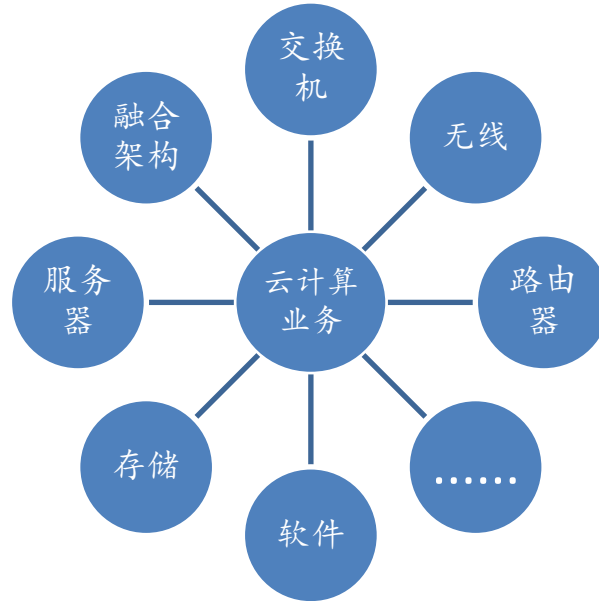


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

网络设备优势明显，成为“云领未来”的根基力量。新华三集团是国内主要的网络设备供应商、主要服务器供应商以及重要的存储设备供应商，也是国内为数不多的能够覆盖从硬件到软件再到解决方案，拥有全线云产品的厂商。新华三的交换机、无线、路由器、服务器等产品线为云计算业务提供硬件基础支撑，同时自主研发软件系统，形成产品线协同。

根据IDC与计世资讯报告，新华三在国产虚拟化平台、超融合基础架构与政务云市场上连续两年占有率领先，2016年市场份额分别为16.2%、39%与19.6%。除了供应设备，新华三的产品还包括云平台管理软件H3C CAS云计算管理平台、H3Cloud OS云操作系统等，可为客户构建从设备供应到云平台的全产业服务。

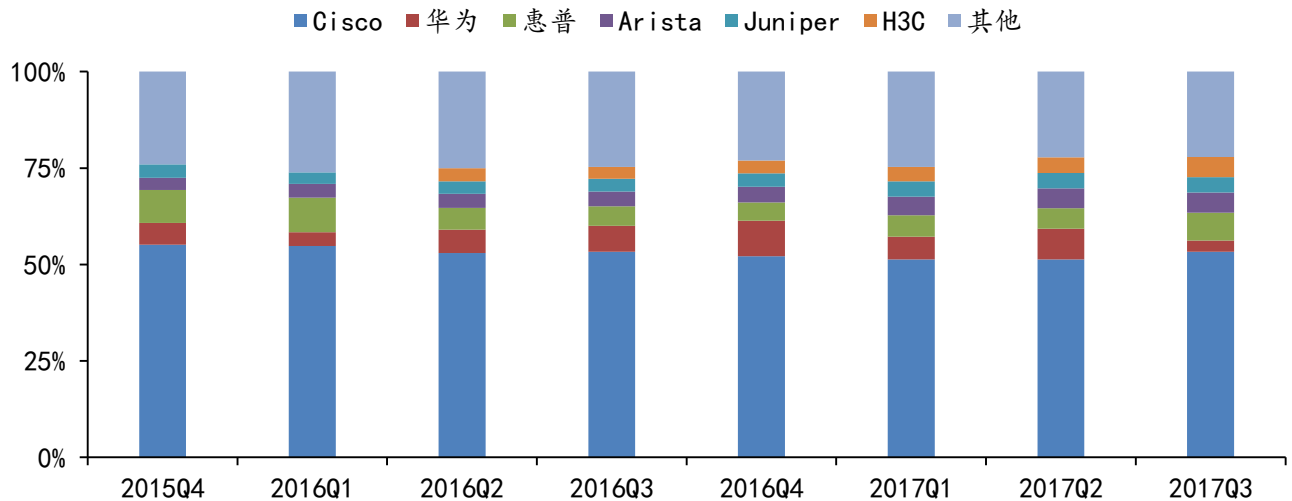
图表 13: 新华三云计算业务产品线



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

网络设备海外市场空间广阔, 未来前景无限。虽然新华三在国内企业网络设备市场份额领先, 但在全球市场份额较小, 仍有较大增长空间。据IDC统计, 2016年以来新华三在全球交换机市场份额不断增加, 2017年第二季度新华三交换机收入2.76亿美元, 超越了Juniper, 成为全球第五大厂商。但据IDC2017年第三季度数据, 新华三在全球交换机的份额仅为5%左右, 与第一名思科53.26%的市场份额相比仍有明显差距。

图表 14: 2015Q4-2017Q3 全球交换机厂商收入市场份额



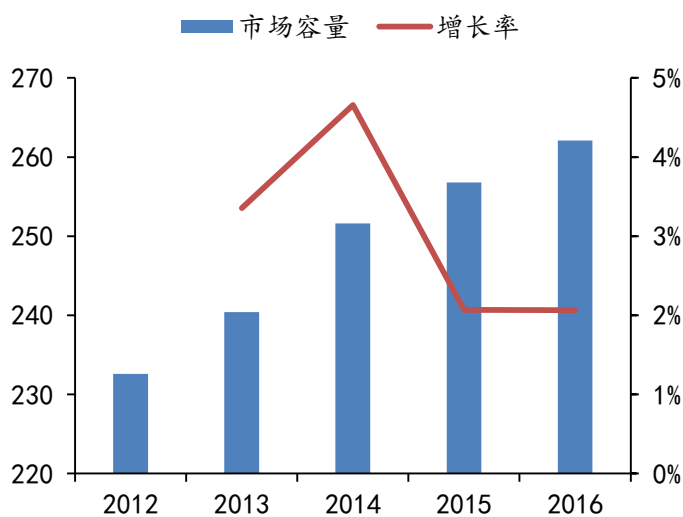
资料来源: IDC, 太平洋证券整理

交换机和企业级 WLAN 份额领先，信息安全形成突破

(一) 国内交换机市场仍存较大空间

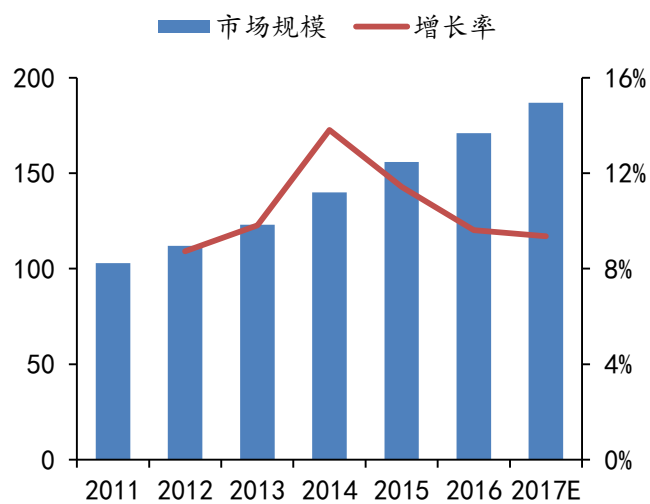
在交换机方面，国内交换机市场尚有市场活力。据IDC统计，近两年全球交换机市场增速放缓，2016年全球交换机市场收入262.1亿美元，增速仅2.1%，但中国整体交换机市场预期仍将保持较快增长。根据艾凯咨询数据，2017年中国交换机市场空间预计达到187亿元，增长率维持在10%左右，高于全球增长水平。

图表 15: 全球交换机市场容量 (亿美元)



资料来源: IDC, 太平洋证券整理

图表 16: 中国交换机市场容量 (亿元)



资料来源: 艾凯咨询, 太平洋证券整理

新华三技术先进，处于国内领先地位。在以太网交换机领域，新华三经过多年的发展，积累了大量业界先进技术，可提供从核心到接入10多个系列上百款交换机产品。与主要竞争对手华为、思科等厂商对比，新华三交换机产品均运行公司自主知识产权的Comware软件，对外提供统一的操作命令接口，最大化的简化产品的配置。在市场份额方面，据IDC数据，2017上半年新华三在中国以太网交换机市场持续领先，销售额为4.98亿美元，市场份额为35.3%。

图表 17: 交换机主要厂商和产品对比分析

厂商	主要产品	特点
新华三	数据中心交换机 园区网交换机 EPON 网桥终端 工业和监控交换机	全部运行自主产权的 Comware 软件，提供统一操作命令接口，简化产品配置；针对数据中心应用，融合安全、网络虚拟化、自动化管理，提供基于以太网统一交换架构数据中心解决方案；针对园区应用提出虚拟园区解决方案，配置不同安全和管理策略，降低 IT 维护工作量。
华为	CloudEngine 系列数据中心交换机 园区交换机 S12700/9700 等 中小企业交换机 S1700 系列	数据中心交换机覆盖核心、汇聚、接入功能，充分满足企业、园区的灵活组网需求；中小企业交换机提供绿色节能、简单安装维护和丰富的业务特性
思科	局域网 Catalyst 9000 系列 数据中心交换机 运营商交换机 工业以太网交换机 虚拟网络 成长型企业交换机	使用定制硅片进行投资保护；使用数字网络架构，融合基础设施，应用程序性能始终如一，具有物联网设备电源恢复能力、威胁检测、基于意图的网络可用性等功能

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

新华三在交换机领域内的综合技术实力和销售排名均达到业界第一，公司交换机广泛应用于政府、运营商、金融、教育、企业和医疗机构，成为网络建设的首选品牌。在国际市场上，广泛进入全球近百个国家和地区，服务包括英国沃达丰、韩国三星电子、巴西机场管理局、美国夏威夷教育厅、美国麻省理工大学、美国梦工厂、法国国铁、法国标致雪铁龙集团在内的众多国际客户。

图表 18：新华三交换机全系列产品图



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

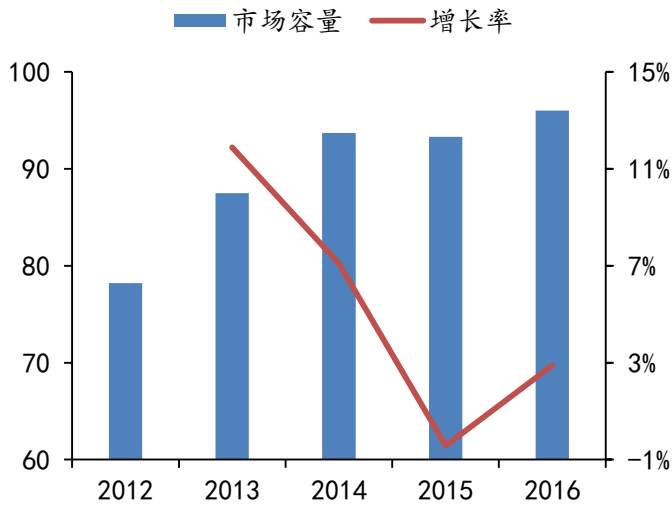
(二) WLAN 市场稳定增长，新华三进军运营商市场

1. 市场持续增长，新华三国内占比最高

据IDC预测，全球无线和路由器产品市场容量将稳定增长。在无线网络设备领域，2016年全球无线产品市场收入96亿美元，较2015年增长2.9%。在路由器方面，跟据IDC

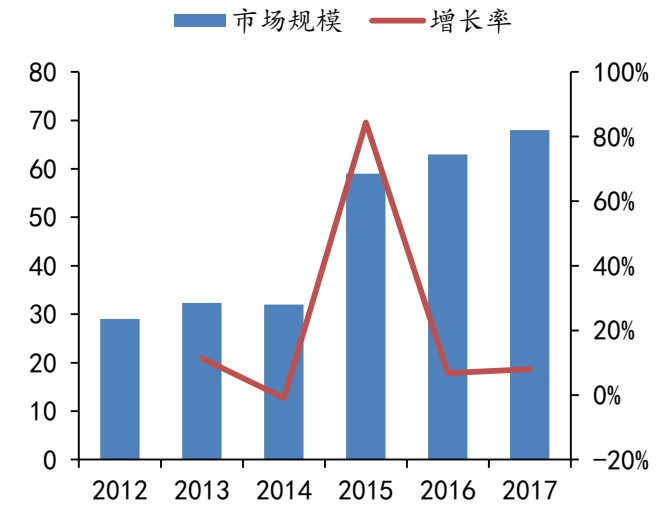
数据,2016年全球路由器市场空间为145.8亿美元,2016年全球企业级路由器收入约为35.9亿美元,较2015年增长2.37%。根据智研咨询数据,我国企业路由器市场规模稳定增长,预计2017年市场容量为68亿元,2012-2017年复合增长率为18.6%,远远高于全球增长率。

图表 19: 全球交换机市场容量 (亿美元)



资料来源: IDC, 太平洋证券整理

图表 20: 中国交换机市场容量 (亿元)



资料来源: 艾凯咨询, 太平洋证券整理

新华三持续领跑,成为国内市场最大赢家。在WLAN市场,我国的主要厂商有国内的新华三、华为和国外的思科等。据IDC统计,新华三从2008年第三季度开始长期占据国内企业级WLAN市场排名首位,2017年Q1-Q3季度以总计33.2%市场份额的绝对优势,持续领跑中国区企业级WLAN市场。

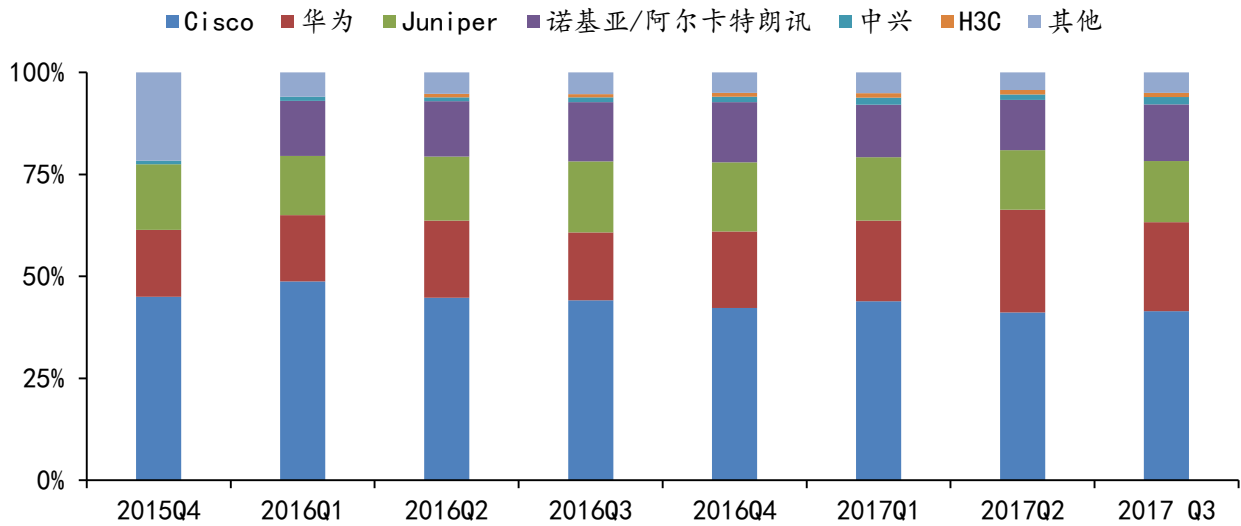
图表 21: WLAN 主要厂商和产品对比分析

厂商	主要产品	特点
新华三	数据中心交换机 园区网交换机 EPON 网桥终端 工业和监控交换机	全部运行自主知识产权的 Comware 软件,提供统一操作命令接口,简化产品配置;针对数据中心应用,融合安全、网络虚拟化、自动化管理,提供基于以太网统一交换架构数据中心解决方案;针对园区应用提出虚拟园区解决方案,配置不同安全和管理策略,降低 IT 维护工作量。
华为	CloudEngine 系列数据中心交换机 园区交换机 S12700/9700 等 中小企业交换机 S1700 系列 局域网 Catalyst 9000 系列	数据中心交换机覆盖核心、汇聚、接入功能,充分满足企业、园区的灵活组网需求;中小企业交换机提供绿色节能、简单安装维护和丰富的业务特性
思科	数据中心交换机 运营商交换机 工业以太网交换机 虚拟网络 成长型企业交换机	使用定制硅片进行投资保护;使用数字网络架构,融合基础设施,应用程序性能始终如一,具有物联网设备电源恢复能力、威胁检测、基于意图的网络可用性等功

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

在全球路由器市场上，新华三虽崭露头角，但目前仍只占据较小的市场份额。据IDC统计，2017年第三季度新华三在全球路由器市场收入约为4289万美元，位于行业第六位，排名前列。但在市场份额方面，新华三的股份仅为1%左右，而第一名思科的市场份额为41.43%，二者差距明显。

图表 22：2015Q4-2017Q3 全球路由器厂商收入市场份额



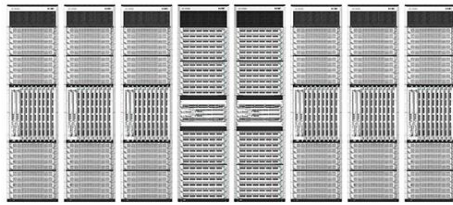
资料来源：IDC，太平洋证券整理

2. 发力高端路由进军运营商市场

自1996年推出中国第一款窄带路由器，到2005年业界第一台开放式多业务路由器MSR的诞生，2010年推出新一代核心路由器CR16000，再到目前的核心路由器CR19000，持续十多年的市场考验和研发投入，新华三已经成为全球路由器领域产品系列最全、解决方案最完善的领先者之一，中低端路由器累计销售已过百万台，高端路由器累计销售达三万余台。

图表 23：新华三路由器全系列产品图

集群路由器



CR19000

核心路由器



CR16000-X

高端路由器



SR8800-X-S



SR8800-X

中高端汇聚
路由器



SR6602-X



SR6600

多业务路由器



MSR930



MSR2600



MSR3600



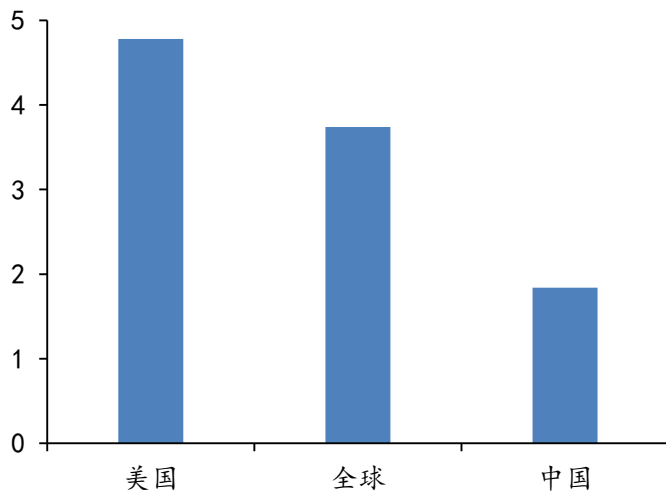
MSR5600

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(三) 我国信息安全防御体系建设滞后，市场潜力巨大

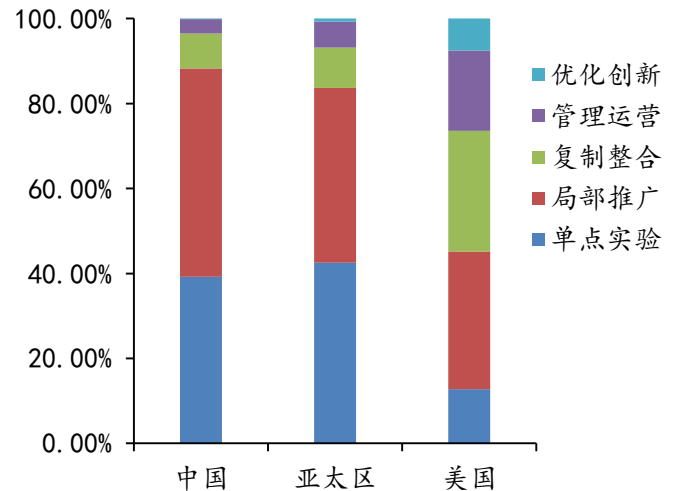
据IDC报告，2016年全球信息安全建设的投入占整体信息建设投入的比例为3.74%，而中国对应的比例仅为1.84%，不足全球平均水平的二分之一，信息安全防御体系建设滞后。我国的企业级用户信息系统安全成熟度明显不足，88.3%的企业级用户处于比较落后的单点试验和局部推广阶段，信息系统安全防御体系建设亟待加强。

图表 24：信息安全投入占 IT 投入的比例 (%)



资料来源：IDC，太平洋证券整理

图表 25：企业级用户信息系统安全成熟度



资料来源：IDC，太平洋证券整理

近年来，网络攻击逐渐呈现手段专业化、目的商业化、源头国际化及载体移动化的趋势。IDC认为，传统的安全防御体系由于技术及缺乏协同等原因，根本无法抵御当前的网络攻击，整个行业正在由被动防护向主动防御模式转变。而网络安全风险态势感知系统通过智能化的判断，将主动安全防御体系的内部的防火墙、UTM、IPS、防病毒等不同安全组件有机的结合在一起，具备最佳的协同价值，可以使企业的安全防御能力大幅提升。

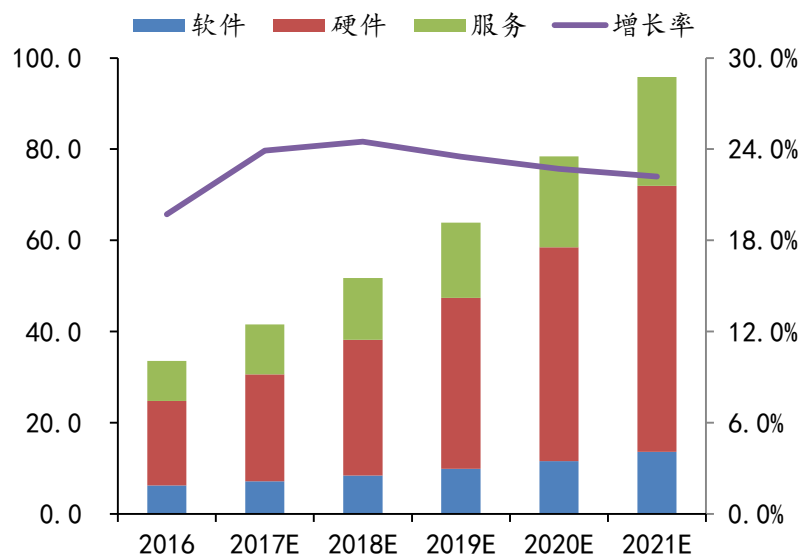
图表 26：传统信息安全防御体系无法抵御当前网络攻击的主要原因



资料来源：IDC，太平洋证券整理

据IDC统计，2016年我国信息安全市场规模约为33.55亿美元，同比增长25.1%，预计未来五年我国信息安全软件、硬件、服务市场仍将保持较快的增长，到2021年，总市场规模将达95.8亿美元，2017-2021年的复合增长率达23.4%，具有广阔的市场空间。由于网络安全风险态势感知系统在主动安全防御体系中起着重要作用，其市场规模也将保持高速的发展。

图表 27：2017 - 2021 年中国信息安全市场规模预测

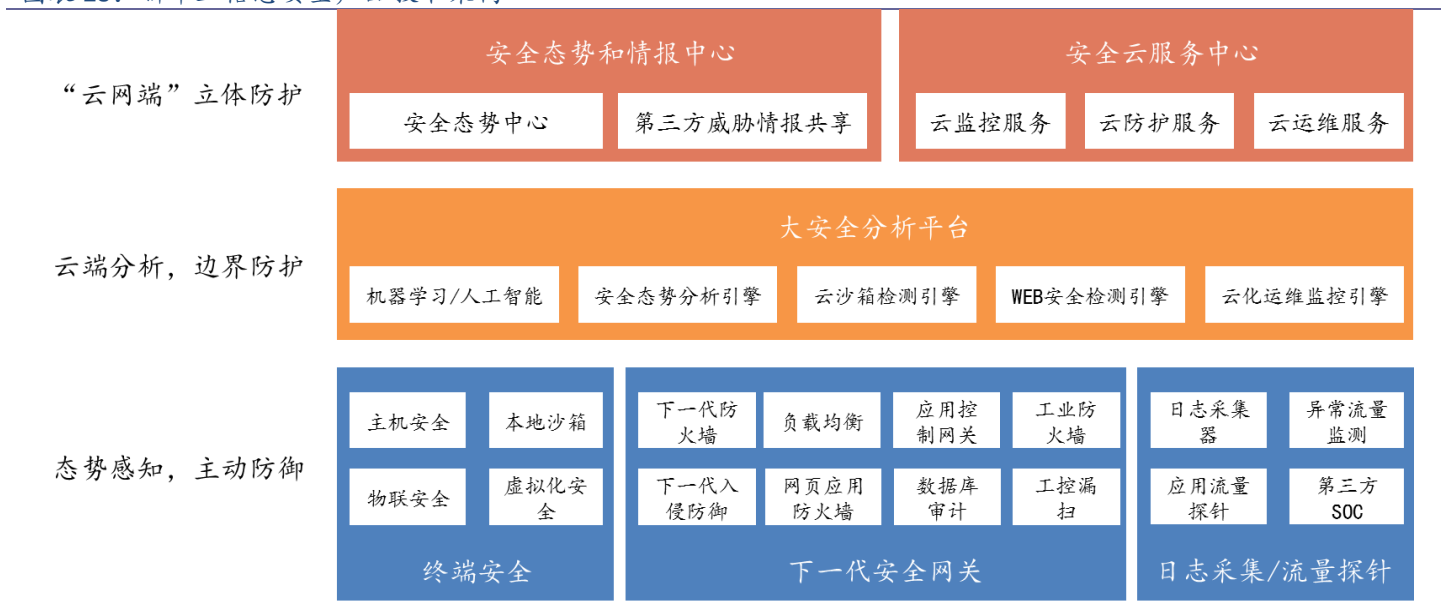


资料来源：IDC，太平洋证券整理

(四) 聚焦网络信息安全，引领未来趋势

新华三安全产品线专注于网络及应用安全，为用户提供融合网络和应用的的产品与解决方案。经过十多年的持续投入与经验积累，新华三已开发出自主知识产权高性能业务处理芯片与专用核心软件操作系统，拥有900多项信息安全领域专利技术，包含网络安全、云安全、移动IT安全、大数据安全、工控安全和物联安全等方面的30多类产品，广泛应用于政府、运营商、教育、金融、电商等行业。

图表 28：新华三信息安全产品技术架构



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

2017年12月，新华三发布了最新的安全防御体系核心产品——态势感知系统，该系统可通过采集全网原始流量数据，结合机器学习和人工智能，对海量异构的安全数据进行挖掘和关联分析，对攻击、威胁、流量、行为、运维和合规等六大态势进行感知，使用户能够准确地掌握网络当前的安全态势，及时发现威胁处理风险，支撑安全决策和应急响应，建立安全预警机制，增强整体安全防护能力。

图表 29：新华三态势感知系统六大核心能力

<p>攻击态势感知</p> <p>通过全方位信息采集，深入挖掘各种攻击行为，实现对风险的可视化呈现和趋势预测。</p>	<p>威胁态势感知</p> <p>针对安全漏洞、病毒、蠕虫、木马和恶意代码的风险检测情况，同时结合外部情报，对未知威胁进行判断，提供决策依据。</p>	<p>流量态势感知</p> <p>融合用户、业务、关键链路和互联网访问等多个维度的流量信息，建立流量基线，发现异常访问。</p>
<p>行为态势感知</p> <p>关联用户“上下文”动作，基于长期数据对用户画像，准确找出用户异常行为。</p>	<p>运维态势感知</p> <p>聚焦资产的状态、性能、配置基线、运维告警和故障诊断等方面，实现对用户资产的远程代维代管。</p>	<p>合规态势感知</p> <p>内置专业等保工具箱，全面评估系统在业务流转、业务逻辑、业务交付等环节的安全风险，提升系统整体合规性。</p>

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

与市场上其他厂商相比，新华三态势感知系统具备“平台化”、“智能化”、“可视化”及“服务化”四大技术特点：

1. **平台化**：可适配逾400种类型的设备，以统一平台采集海量异构数据源；同时支持用户定制个性化态势感知系统版本；
2. **智能化**：公司态势感知系统基于机器学习和专家系统，配备逾十个安全业务分析引擎，可对大范围样本数据进行安全分析。同时，十余种边界防御的关键设备赋予系统“云-网-端”协同联动的防御能力；
3. **服务化**：系统提供了配有300多项合规检查配置项的服务，帮助用户进行配置及漏洞的标准化合规检查。此外，还提供24小时全流程的自动化安全运维服务，实时保障用户的系统安全。
4. **可视化**：系统配备全景地图的个性化驾驶舱，可针对第三方监督专员、业务运营专员、信息安全专员及IT运维管理员等四种不同角色展示对应的安全风险信息。

安全态势感知系统的推出，进一步完善了公司在大安全领域的布局。目前，公司开发的安全产品覆盖网络层安全、应用层安全以及安全管理三个层面，包括防火墙、VPN、UTM、IPS、ACG、负载均衡、安全管理中心等产品，型号涵盖百兆、千兆、万兆和超万兆应用环境，具备2-7层全业务安全防护能力，满足未来云计算、IPv6、Web2.0等新业务、新应用的时期需求。

图表 30: 公司安全产品



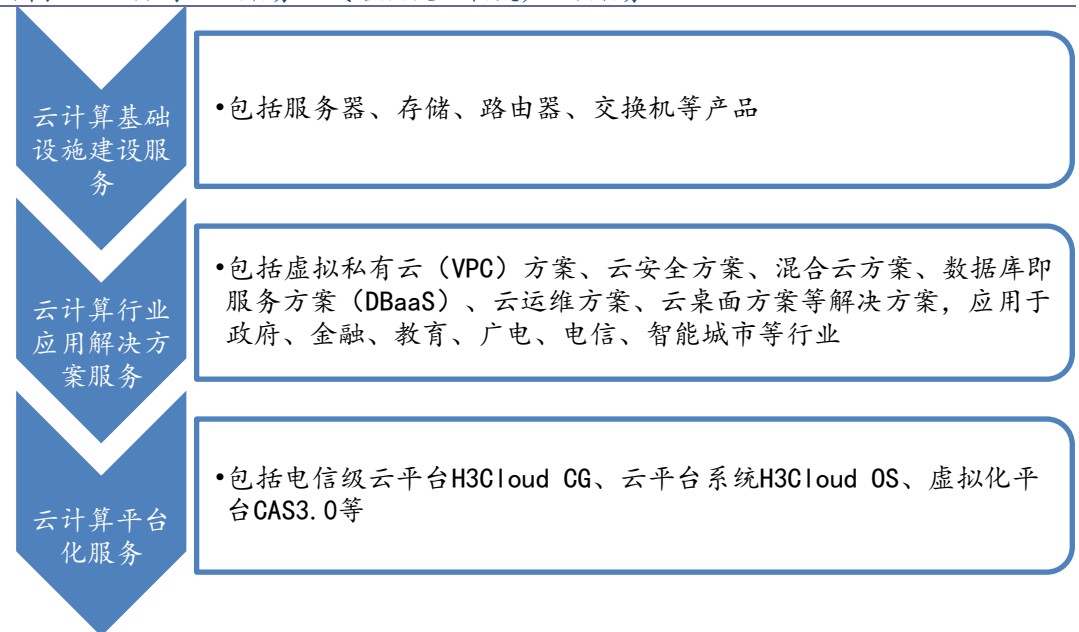
资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

迎合云端市场需求，着力打造云计算应用

(一) 聚焦“云服务”战略，助力“云-网-端”产业链

目前，公司的发展战略为“云服务”战略。公司“云服务”战略主要分为三个层次：云计算基础设施建设服务、云计算行业应用解决方案服务和云计算平台化服务。在“云服务”战略的指导下，公司将大力发展纵向贯通以大数据为线索的“云-网-端”产业链，横向拓展以云计算、智慧城市和移动互联网为主要方向的行业应用，做现代信息系统建设、运营与维护的全产业链服务提供商，从传统软件和信息技术服务商向云服务提供商迈进。

图表 31：公司“云服务”战略层次及相关产品/服务



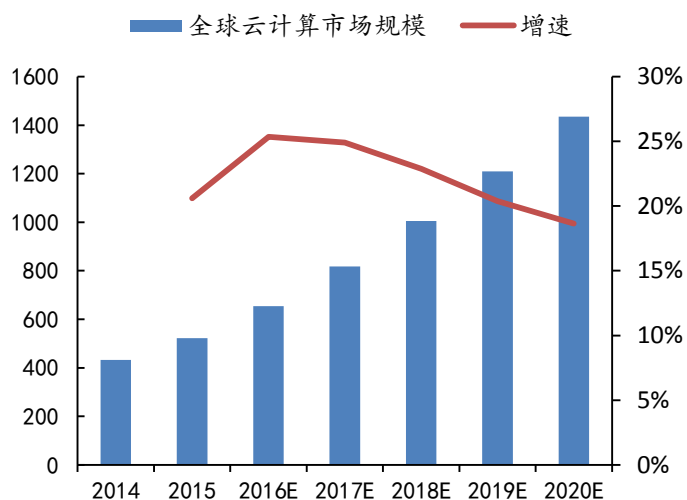
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 云计算行业需求旺盛，政务云高速增长

云计算产业市场规模呈迅速增长趋势。据Gartner预测，2017年全球云计算市场规模将达到800亿美元以上。同时，根据前瞻数据库数据显示，预计2017年中国云计算市场规模将达到699亿元，增速达到35.3%。

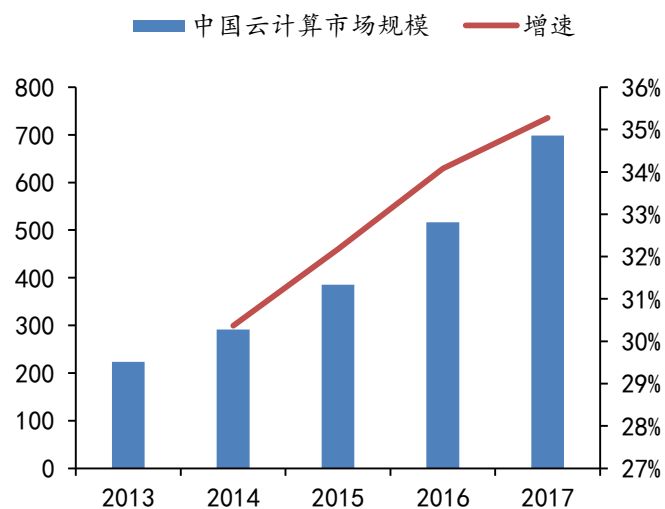
政务云发展迅猛，已成为云计算重要构成部分。据计世资讯统计，中国政务云2016年市场总体规模为91.5亿元，同比增长93%，2017年市场规模预计将达到170.8亿元，到2021年将超过600亿元。

图表 32：全球云计算市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Gartner，太平洋证券整理

图表 33：中国云计算市场规模及增速（亿元）



资料来源：前瞻网，太平洋证券整理

(三) 云计算应用领先，构建“行业云+城市云”全生态

目前，新华三在政务云、行业云等云计算应用领域处领先地位，目前已建设了13个部级政务云、18个省级政务云、200多个地市县政务云，覆盖四川、安徽、浙江、上海、吉林、广东、河南、山西、天津、广西等地区。仅在2016年，新华三便承建了7个大的央企企业云、15个985/211高校云平台、10个融媒云、14个省份的电力云。同时，新华三也是国家标准规范的重要参与者和推动者，与新IT生态圈的诸多合作伙伴建立了深度合作，共同打造混合云、安全云和灾备云方案。

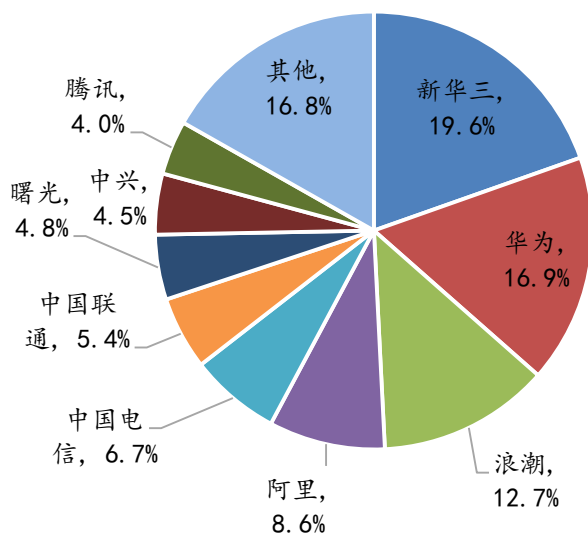
图表 34：公司政务云和行业云处于领先地位

政务云市场份额第一	行业云全面领先	云生态体系
<ul style="list-style-type: none"> □ 12个部委级政务云 □ 18个省级政务云 □ 200多个地市区县级政务云 	<ul style="list-style-type: none"> □ 7大央企企业云 □ 15个985/211高校 □ 10个融媒云平台 □ 14个省份电力云平台试点 □ CAS集采入围中国 □ 电信虚拟化软件集采 □ 运营商行业云战略合作 	<ul style="list-style-type: none"> □ 国家信息中心云战略合作 □ 国家信息技术标准委员会 □ 中国云计算与应用联盟创始理事 □ 混合云战略合作：腾讯、微软 □ 安全云战略合作：亚信安全 □ 灾备云战略合作：爱数

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

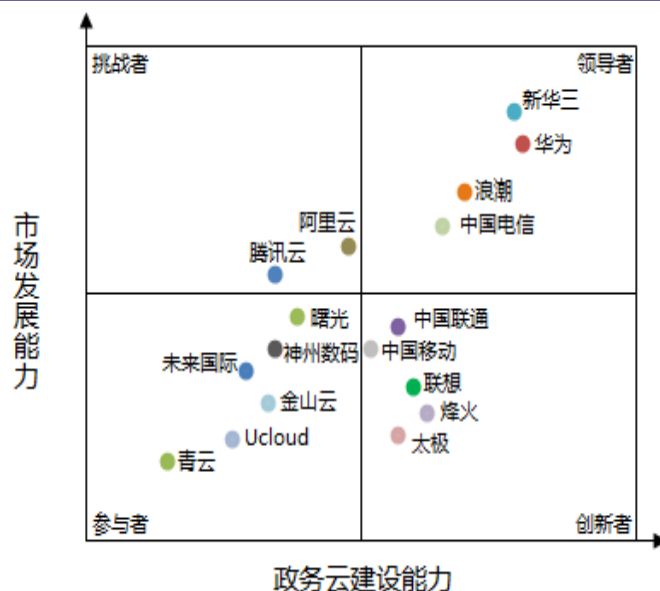
在云计算应用领域，新华三可提供包括虚拟私有云（VPC）方案、云安全方案、混合云方案、数据库即服务方案（DBaaS）、云运维方案和云桌面方案等解决方案，目前已在政府、金融、媒体、电力、教育等行业拥有超过5000个用户实践，尤其在政务云领域优势明显，市场份额稳居第一。2016年新华三在中国政务云市场份额为19.6%，领先于其他竞争厂商，同时稳居中国政务云市场品牌竞争力领导者象限，具有先进的技术能力和较强的研发创新能力，竞争优势明显。2017年仍与华为、浪潮同列国内政务云第一梯队。

图表 35：2016 年中国政务云市场份额



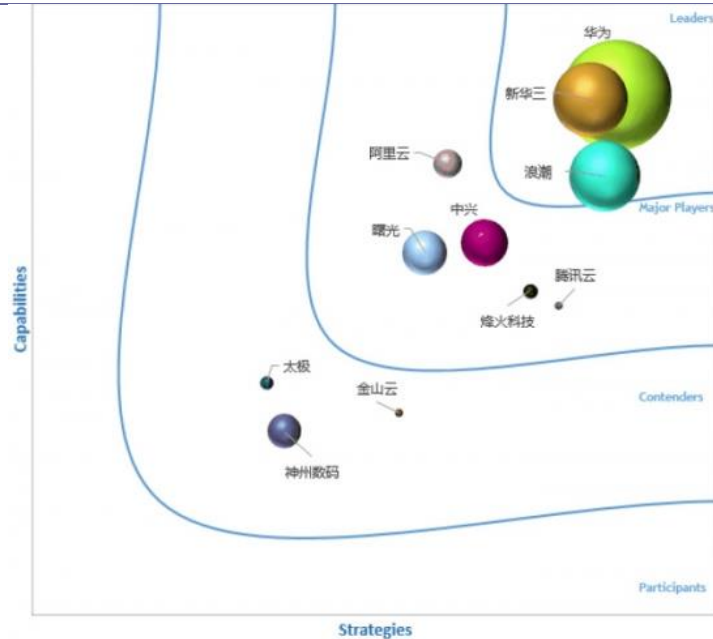
资料来源：计世资讯，太平洋证券整理

图表 36：2016 年政务云市场各品牌竞争力分析



资料来源：计世资讯，太平洋证券整理

图表 37：2017 年 IDC 对国内政务云各厂商竞争力分析结果

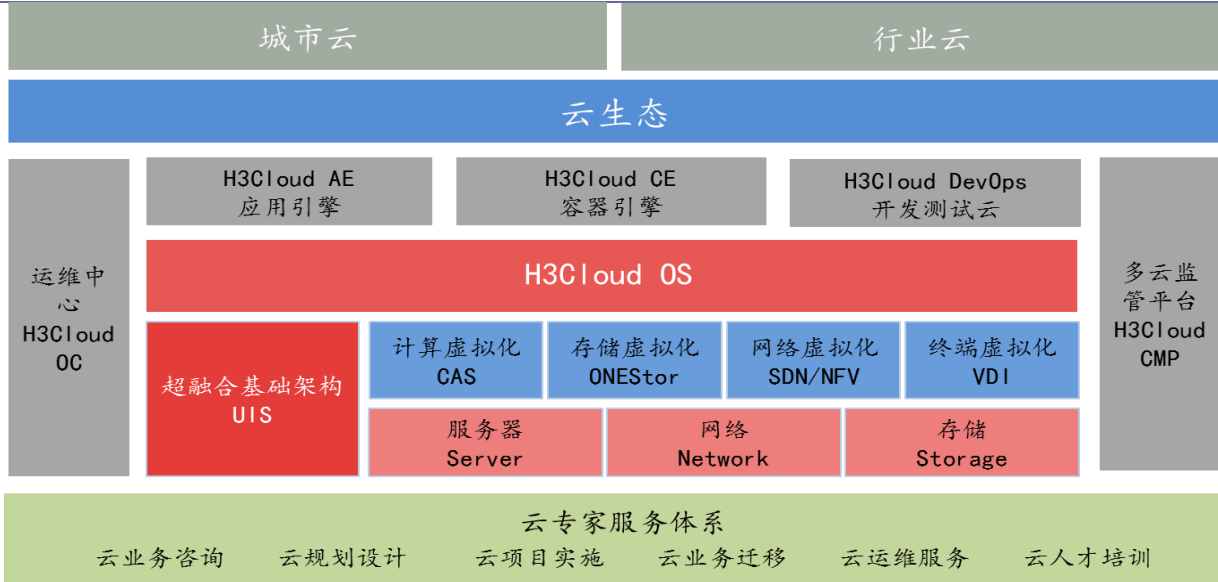


资料来源：IDC，太平洋证券整理

未来，新华三云解决方案的发展方向主要是城市云和行业云。2017年4月，新华三正式发布了“云筑百城”计划，计划在三年内和合作伙伴建设100个新城市云和10个行业云，带动3000亿元城市云基础设施投资，为百城百业提供全栈式服务和全产业链云生态。

为此，新华三云计算全面升级，由H3Cloud 1.0升级为H3Cloud 2.0。在1.0阶段，新华三聚焦IaaS+解决方案，通过云网融合、场景化获得了领先的产品技术和市场地位。在2.0阶段，新华三将全面支持云生应用，打造应云而生的下一代运维中心。

图表 38：新华三云计算整体产品解决方案



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

盈利预测及投资建议

假设条件1（收入预测）：公司从事的主要业务为路由器、交换机等产品的研发、生产及销售。在技术、研发、人才、产业链、产品质量等方面积累了宝贵的经验，2016年营业收入增长为29.5%。随着公司在云计算领域的迅速拓展，公司的产品销售呈现快速增长的态势。我们预计2018年-2019年营业收入增长分别为11%、11%。

假设条件2（毛利率）：由于市场需求和产品结构存在一定差异，公司产品的销售收入和毛利率年度间存在一定波动，同时业务线相对较多又包含并表新华三的影响，但从整体上看，公司业务未来具有稳定性和可持续性，毛利率能基本保持稳定。我们预计公司2018年-2019年毛利率分别为22.97%、23.28%。

假设条件3（费用率）：公司2018年-2019年销售费用占营业收入比率分别为6.60%、6.43%，管理费用占营业收入比率分别为9.45%、9.35%。

根据上述假设，预计2018、2019年EPS分别为1.83元和2.28元。

风险提示

云计算、物联网行业发展具有不确定性，公司网络设备海外市场拓展具有不确定性等。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	782	4016	6466	6243	8146	营业收入	13350	27710	36829	41057	45790
应收和预付款项	1945	4413	4195	4665	5208	营业成本	12746	22525	28328	31625	35130
存货	1161	3020	2416	2816	3062	营业税金及附加	15	170	134	150	167
其他流动资产	142	4855	4505	5062	4997	销售费用	179	1858	2504	2710	2944
流动资产合计	4030	16303	17581	18786	21413	管理费用	156	2599	3591	3880	4281
长期股权投资	72	180	180	180	180	财务费用	51	-1	-77	-126	-122
投资性房地产	290	282	282	282	282	资产减值损失	26	225	266	241	201
固定资产	56	354	375	233	-73	投资收益	78	558	208	313	275
在建工程	57	72	73	76	82	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	108	3765	5398	7957	9944	营业利润	255	892	2290	2891	3463
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	12	259	575	450	400
其他非流动资产	2254	20801	22457	24876	26564	利润总额	267	1151	2865	3341	3863
资产总计	6284	37104	40038	43663	47977	所得税	65	-42	372	373	264
短期借款	216	100	100	100	100	净利润	203	1194	2493	2968	3599
应付和预收款项	1358	3312	3217	3589	3992	少数股东损益	50	379	909	1060	1226
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	152	815	1584	1908	2374
其他负债	2021	6602	7243	7632	8048						
负债合计	3595	10014	10560	11321	12140						
股本	206	1042	1042	1042	1042						
资本公积	461	21064	21064	21064	21064						
留存收益	553	1347	2826	4629	6899						
归母公司股东权益	2385	23805	25284	27087	29357						
少数股东权益	304	3285	4194	5254	6480						
股东权益合计	2688	27090	29478	32341	35837						
负债和股东权益	6284	37104	40038	43663	47977						

现金流量表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	93	1308	3980	2171	3933
投资性现金流	-24	-17325	-1353	-2286	-1922
融资性现金流	13	19207	-177	-107	-107
现金增加额	1	27	0	0	0

预测指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	4.53%	18.71%	23.08%	22.97%	23.28%
销售净利率	1.14%	2.94%	4.30%	4.65%	5.18%
销售收入增长率	19.78%	107.56%	32.91%	11.48%	11.53%
EBIT 增长率	7.96%	260.88%	142.44%	15.30%	16.40%
净利润增长率	20.93%	435.52%	94.35%	20.46%	24.43%
ROE	6.38%	3.42%	6.26%	7.04%	8.09%
ROA	2.42%	2.20%	3.96%	4.37%	4.95%
ROIC	71.94%	5.21%	10.63%	11.03%	12.68%
EPS (X)	0.74	1.07	1.52	1.83	2.28
PE (X)	77.76	67.51	43.39	36.02	28.95
PB (X)	4.96	3.15	2.72	2.54	2.34
PS (X)	0.89	2.71	1.87	1.67	1.50
EV/EBITDA (X)	33.04	47.43	19.08	16.28	13.05

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。