

2019年04月13日

三六零 (601360.SH)

新巨轮呼啸驶入企业安全市场

■事件：公司公告拟作价 37.31 亿元，向宁波梅山保税港区明洛投资管理合伙企业转让其所持有的北京奇安信 22.59%比例的全部股权。

■奇安信处于我国企业安全行业第一阵营。奇安信的实际控制人为齐向东，在发展之初背靠三六零安全技术积累与品牌效应的赋能，经过数年迅速扩张，奇安信已位居我国企业安全行业第一阵营。参考第三方机构“安全牛”的 2018 市场排名，奇安信（原 360 企业安全集团）位列我国企业安全行业五十强综合排名首位。2018 年实现收入 23.94 亿元，2016~2018 年收入的复合增速超过 90%。2018 年实现净利润 -1.78 亿元，经营性现金流净额 -9.29 亿元。参考股权转让价格，奇安信整体估值为 165 亿元。交易完成后，三六零预计将确认投资收益约 29.8 亿元。

■转让股份后，三六零将终止对奇安信品牌与相互技术、数据的授权。

1) 品牌方面，奇安信将终止使用带有“360”及相关文字、图形注册商标的权利，不得继续对外宣传、推广等使用 360 品牌、商标、商号。也不得再以“360”、“360 企业安全”的名义对外进行任何推广、合作。2) 技术与数据授权方面，三六零与奇安信将终止向对方授权被许可技术、与对方共享因使用被许可技术产生的数据、向对方开放代码和数据系统权限，以及向对方提供与被许可技术相关的所有的源代码、算法、模型、软件模块、工艺流程、芯片、固件、产品、以及支持技术的工具、数据及知识等。3) 过渡期为 36 个月，预计此后双方的合作关系将走向公允的市场化。

■三六零将正式进军企业安全行业，完善“大安全”战略布局。产业互联网时代来临，传统 C 端互联网巨头开拓 B 端业务“疆域”成为大势所趋。随着与奇安信在安全业务上的“边界划分”终止后，我们认为对公司的影响主要存在以下几个方面：1) 历经多年积累，三六零已树立起家喻户晓的“360”品牌，通过终止对奇安信的授权，将有利于强化“360”品牌的完整性及唯一性。2) 近年来，安全防范需求已从网络空间扩展到物理空间，我国正迈入“大安全”时代。公司作为全球领先的网络安全公司，面对政企市场的新增需求，无法仅仅满足于保护个人用户的安全，深化布局政府及企业安全业务也符合产业互联网的发展趋势。公司计划在现有网络安全业务的基础上进一步拓展城市安全、社区安全等物理空间安全应用场景，并逐步加强对于物联网、产业互联网、关键基础设施等的防护工作。未来，政企安全领域有望成为三六零的重要战略方向和新业务增长点，从而进一步完

公司快报

证券研究报告

起重运输设备

投资评级 **买入-A**

调高评级

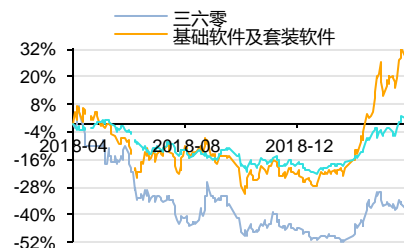
6 个月目标价：**29.00 元**

股价 (2019-04-12) **24.89 元**

交易数据

总市值 (百万元)	168,357.33
流通市值 (百万元)	9,885.87
总股本 (百万股)	6,764.06
流通股本 (百万股)	397.18
12 个月价格区间	19.65/43.77 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.42	-4.85	-40.4
绝对收益	-8.22	20.01	-40.13

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

徐文杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070001

xuwj@essence.com.cn

010-83321050

相关报告

三六零：现金流明显改善，商业化变现产品及服务体系进一步优化/胡又文 2018-08-29

■**投资建议：**参考 IDC 数据，企业安全市场的集中度较低，规模最大的公司市占率尚不足 10%。预计本次事件将对整个行业产生深远的影响，作为拥有顶尖技术实力与充沛资金的安全行业巨头，公司的加入有望进一步加速市场集中度的提升。暂不考虑本次股权转让的投资收益影响，预计 2018~2019 年 EPS 分别为 0.55 元、0.66 元，上调至“买入-A”评级，6 个月目标价 29 元。

■**风险提示：**企业安全行业竞争加剧

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,417.2	12,238.1	14,624.5	17,622.6	20,970.9
净利润	159.4	3,372.0	3,732.2	4,495.9	5,321.9
每股收益(元)	0.02	0.50	0.55	0.66	0.79
每股净资产(元)	0.25	2.37	3.22	3.76	4.39

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	1,055.9	49.9	45.1	37.4	31.6
市净率(倍)	99.6	10.5	7.7	6.6	5.7
净利润率	6.6%	27.6%	25.5%	25.5%	25.4%
净资产收益率	9.4%	21.0%	17.1%	17.7%	17.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	18.5%	322.3%	76.3%	58.1%	104.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,417.2	12,238.1	14,624.5	17,622.6	20,970.9	成长性					
减:营业成本	1,656.0	3,295.7	4,387.4	5,286.8	6,291.3	营业收入增长率	-9.2%	406.3%	19.5%	20.5%	19.0%
营业税费	18.5	252.3	171.9	235.1	319.5	营业利润增长率	-32.0%	2075.0%	9.4%	20.4%	18.3%
销售费用	324.0	1,906.8	2,632.4	3,172.1	3,774.8	净利润增长率	-29.3%	2014.8%	10.7%	20.5%	18.4%
管理费用	215.9	3,117.7	3,656.1	4,405.6	5,242.7	EBITDA 增长率	-23.5%	1766.0%	6.5%	7.5%	16.0%
财务费用	-5.2	-46.1	-284.2	-402.9	-520.4	EBIT 增长率	-30.1%	2094.9%	4.4%	19.0%	17.4%
资产减值损失	37.4	215.0	230.0	260.0	300.0	NOPLAT 增长率	-26.5%	1980.6%	6.0%	19.0%	17.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.2%	347.7%	56.3%	-34.9%	14.2%
投资和汇兑收益	15.5	521.6	600.0	670.0	750.0	净资产增长率	7.1%	829.4%	35.7%	16.6%	16.8%
营业利润	186.2	4,049.6	4,430.9	5,335.9	6,313.0	利润率					
加:营业外净收支	5.7	69.5	26.7	34.0	43.4	毛利率	31.5%	73.1%	70.0%	70.0%	70.0%
利润总额	191.9	4,119.0	4,457.7	5,369.9	6,356.4	营业利润率	7.7%	33.1%	30.3%	30.3%	30.1%
减:所得税	22.4	697.3	668.6	805.5	953.5	净利润率	6.6%	27.6%	25.5%	25.5%	25.4%
净利润	159.4	3,372.0	3,732.2	4,495.9	5,321.9	EBITDA/营业收入	9.8%	36.1%	32.2%	28.7%	28.0%
						EBIT/营业收入	7.5%	32.5%	28.4%	28.0%	27.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	74	13	3	-3	-3
						流动营业资本周转天数	54	-10	12	20	9
						流动资产周转天数	289	224	418	461	475
						应收账款周转天数	127	50	95	91	78
						存货周转天数	42	6	14	13	11
						总资产周转天数	419	351	596	595	587
						投资资本周转天数	141	83	146	122	86
						投资回报率					
						ROE	9.4%	21.0%	17.1%	17.7%	17.9%
						ROA	6.0%	16.3%	13.9%	14.8%	14.4%
						ROIC	18.5%	322.3%	76.3%	58.1%	104.7%
						费用率					
						销售费用率	13.4%	15.6%	18.0%	18.0%	18.0%
						管理费用率	8.9%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
						财务费用率	-0.2%	-0.4%	-1.9%	-2.3%	-2.5%
						三费/营业收入	22.1%	40.7%	41.1%	40.7%	40.5%
						偿债能力					
						资产负债率	37.7%	22.5%	18.3%	15.3%	17.7%
						负债权益比	60.5%	29.0%	22.5%	18.0%	21.5%
						流动比率	1.83	3.05	4.27	5.44	4.95
						速动比率	1.56	3.02	4.05	5.39	4.77
						利息保障倍数	-34.70	-86.25	-14.59	-12.24	-11.13
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.00	0.11	0.13	0.16
						分红比率	32.4%	0.5%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	440.8	10,012.7	13,781.2	19,955.5	23,619.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	874.1	2,513.9	5,186.2	3,682.6	5,451.0
应收票据	4.8	-	25.2	6.4	20.8
预付账款	85.5	95.7	271.5	157.1	303.7
存货	289.7	103.6	1,058.8	212.0	1,098.0
其他流动资产	243.4	578.9	361.8	394.7	445.2
可供出售金融资产	230.3	1,349.9	1,349.9	1,349.9	1,349.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	4,431.0	4,431.0	4,431.0	4,431.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	534.5	356.0	-128.4	-178.5	-178.5
在建工程	4.1	119.1	119.1	119.1	119.1
无形资产	56.1	313.6	239.0	164.4	89.8
其他非流动资产	54.5	1,175.3	642.8	648.6	653.2
资产总额	2,817.7	21,049.6	27,338.0	30,942.9	37,402.4
短期债务	-	-	-	-	-
应付账款	600.8	3,072.7	1,324.1	3,397.0	2,574.4
应付票据	98.9	-	356.5	50.7	344.1
其他流动负债	360.2	1,296.4	3,167.7	1,039.9	3,336.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	2.3	365.1	123.3	163.6	217.4
负债总额	1,062.3	4,734.2	4,971.5	4,651.2	6,472.1
少数股东权益	65.5	267.4	324.2	392.7	473.7
股本	397.2	2,000.0	6,764.1	6,764.1	6,764.1
留存收益	1,258.5	14,302.8	15,048.2	18,645.0	22,902.5
股东权益	1,755.4	16,315.4	22,136.5	25,801.7	30,140.3

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	169.5	3,421.8	3,732.2	4,495.9	5,321.9
加:折旧和摊销	55.9	700.9	559.0	124.6	74.6
资产减值准备	37.4	215.0	230.0	260.0	300.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-0.7	-284.2	-402.9	-520.4
投资损失	-15.5	-521.6	-600.0	-670.0	-750.0
少数股东损益	10.0	49.8	56.8	68.5	81.0
营运资金的变动	-203.0	1,008.6	-2,858.0	2,127.9	-1,046.4
经营活动产生现金流量	45.1	4,142.5	835.9	6,004.1	3,460.7
投资活动产生现金流量	8.5	9,045.6	624.0	666.0	744.7
融资活动产生现金流量	-89.0	-11,981.4	2,308.6	-495.7	-541.8

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.02	0.50	0.55	0.66	0.79
BVPS(元)	0.25	2.37	3.22	3.76	4.39
PE(X)	1,055.9	49.9	45.1	37.4	31.6
PB(X)	99.6	10.5	7.7	6.6	5.7
P/FCF	-26,002.	-834.4	188.5	24.9	38.6
P/S	69.6	13.8	11.5	9.6	8.0
EV/EBITDA	17.0	18.2	32.7	29.2	24.6
CAGR(%)	199.7%	16.4%	152.8%	199.7%	16.4%
PEG	5.3	3.0	0.3	0.2	1.9
ROIC/WACC	1.8	30.7	7.3	5.5	10.0
REP	2.2	0.6	2.9	5.7	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、徐文杰声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034