

## 公司研究

## 网络安全订单增长超预期，毛利率企稳回升

——天融信（002212.SZ）2020年业绩预告点评

## 要点

**事件：**公司发布2020年业绩快报：公司实现营业收入57.01亿元，同比减少19.60%，收入下降主要是由于20年公司实施重大资产出售导致合并报表范围变化所致。实现归母净利润3.54亿元，同比减少11.79%，利润减少主要系因为重大资产出售增加所得税费用1.21亿元。其中网络安全业务20年实现营收28.29亿元，同比增长17.05%；实现归母净利润4.66亿元，同比增长18.45%，剔除股权激励影响后归母净利润为6.04亿元，同比增长8.66%。

**网安业务订单增长超预期，疫情影响收入确认：**2020年公司信息安全业务新增订单金额同比增长47.41%，增速较19年同期提高明显，订单增长超预期，考虑到20年疫情对信息安全行业需求造成了一定的影响，公司能够逆势取得远高于行业增速的订单增长，从中反应了公司领先的市场竞争力和极强的执行力，较高的订单增长也为21年的业绩高增长打下坚实的基础。收入方面，20年信息安全收入同比增长17.05%，增速低于订单增速，主要是因全国新冠疫情，项目实施进度延缓，使公司收入确认受到影响，但下半年逐渐恢复，尤其是第四季度实现营业收入19.32亿元，同比增长46.21%。

**毛利率企稳回升，公司盈利能力迎来拐点：**20年公司网络安全业务毛利率为65.65%，同比增长2.86个百分点，公司在18-19年毛利率连续下滑的情况下首次实现企稳回升，考虑到公司产品成熟度逐步提高，盈利能力将迎来拐点，未来毛利率预计还将稳步提升。实现营业利润5.22亿元，同比增长16.79%。为了加速布局新赛道和推出新产品，报告期内公司网络安全业务进一步加大投入，特别是加大研发投入，研发费用同比增加31.43%，公司整体费用率有所提升，但由于毛利率的提高，使营业利润与营业收入保持了同步增长，净利润率同比保持不变。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司电线电缆业务已于2020年9月完成剥离，相应收入将被动减少，下调20-22年公司收入预测分别至57.02、41.03和53.34亿元（原值分别为79.38、93.13和106.59亿元）；考虑到重大资产出售增加所得税费用，下调20年归母净利润预测为3.53亿元（原值为6.45亿元），考虑到电线电缆业务的剥离带来的业绩被动减少，略微下调21-22年归母净利润预测分别为8.36和11.12亿元（原值为9.61和12.39亿元）。看好中电科入股对政府市场拓展的帮助，电线电缆业务剥离带来的估值弹性，新兴领域的布局带来的业绩弹性，维持“增持”评级。

**风险提示：**中电科入股不及预期；股东减持对股价造成的压力；并购整合不及预期；云安全等创新业务拓展不及预期；市场整体估值水平下降。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,300	7,091	5,702	4,103	5,334
营业收入增长率	22.74%	12.55%	-19.59%	-28.05%	30.00%
净利润(百万元)	485	401	353	836	1,112
净利润增长率	14.16%	-17.37%	-11.84%	136.38%	33.07%
EPS(元)	0.42	0.35	0.31	0.72	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.91%	4.51%	3.82%	8.29%	9.93%
P/E	52	63	71	30	23
P/B	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-25

## 增持（维持）

当前价：21.81元

## 作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebsecn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

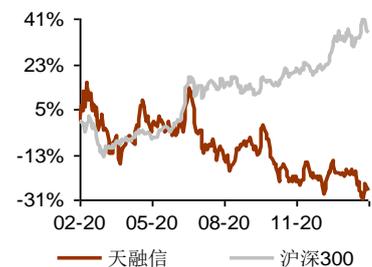
021-52523859

wanyilin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.77
总市值(亿元)	256.69
一年最低/最高(元)	18.05/32.32
近3月换手率	45.03%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.39	-17.27	-69.94
绝对	-11.17	-6.09	-35.65

资料来源：Wind

## 相关研报

疫情影响网安业务收入增速，电线电缆业务出售完成——南洋股份（002212.SZ）2020年半年报点评（2020-09-03）

信息安全业务表现抢眼——南洋股份（002212.SZ）2019年年报及2020年一季报点评（2020-05-01）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,300	7,091	5,702	4,103	5,334
营业成本	4,744	5,199	3,586	1,374	1,733
折旧和摊销	114	142	123	138	156
税金及附加	39	34	27	41	53
销售费用	453	640	741	615	800
管理费用	167	354	456	369	480
研发费用	351	502	661	862	1,067
财务费用	66	25	24	20	12
投资收益	8	-11	0	0	0
营业利润	574	473	417	985	1,310
利润总额	577	472	416	984	1,310
所得税	90	69	61	144	191
净利润	487	403	356	840	1,118
少数股东损益	2	2	2	5	7
归属母公司净利润	485	401	353	836	1,112
EPS(按最新股本计)	0.42	0.35	0.31	0.72	0.96

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	496	733	940	1,416	948
净利润	485	401	353	836	1,112
折旧摊销	114	142	123	138	156
净营运资金增加	-528	-41	-609	-452	584
其他	425	230	1,071	894	-904
投资活动产生现金流	152	-669	147	-200	-200
净资本支出	-179	-219	-96	-200	-200
长期投资变化	633	601	0	0	0
其他资产变化	-303	-1,051	243	0	0
融资活动现金流	-314	-145	-434	-34	-1
股本变化	0	12	0	0	0
债务净变化	18	-291	-398	0	0
无息负债变化	125	765	-367	-506	147
净现金流	333	-81	652	1,182	747

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	24.7%	26.7%	37.1%	66.5%	67.5%
EBITDA 率	11.7%	9.4%	9.2%	26.9%	28.4%
EBIT 率	9.9%	7.4%	7.0%	23.5%	25.5%
税前净利润率	9.2%	6.7%	7.3%	24.0%	24.6%
归母净利润率	7.7%	5.7%	6.2%	20.4%	20.8%
ROA	4.9%	3.6%	3.3%	7.6%	9.1%
ROE (摊薄)	5.9%	4.5%	3.8%	8.3%	9.9%
经营性 ROIC	6.4%	5.5%	4.6%	11.5%	15.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	17%	20%	13%	8%	9%
流动比率	2.11	2.07	3.14	5.33	5.84
速动比率	1.60	1.58	2.61	5.02	5.49
归母权益/有息债务	10.98	19.51	160.18	174.65	193.91
有形资产/有息债务	6.53	12.97	97.28	103.22	125.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	9,947	11,114	10,704	11,039	12,304
货币资金	870	719	1,371	2,554	3,300
交易性金融资产	10	480	480	480	480
应收帐款	1,317	1,602	1,311	1,016	1,320
应收票据	146	122	98	71	92
其他应收款 (合计)	36	37	30	22	28
存货	823	1,023	702	262	333
其他流动资产	87	146	77	-3	59
流动资产合计	3,380	4,304	4,164	4,437	5,658
其他权益工具	0	199	199	199	199
长期股权投资	633	601	601	601	601
固定资产	634	557	563	614	648
在建工程	13	2	62	61	61
无形资产	380	447	438	430	421
商誉	4,595	4,595	4,595	4,595	4,595
其他非流动资产	8	8	8	8	8
非流动资产合计	6,568	6,810	6,540	6,602	6,646
总负债	1,734	2,208	1,443	937	1,084
短期借款	684	398	0	0	0
应付账款	299	490	338	130	163
应付票据	10	228	157	60	76
预收账款	238	267	228	164	213
其他流动负债	9	0	0	0	0
流动负债合计	1,600	2,078	1,325	832	969
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	56	0	0	0	0
其他非流动负债	45	52	40	27	37
非流动负债合计	135	130	118	104	115
股东权益	8,213	8,906	9,261	10,102	11,220
股本	1,147	1,158	1,158	1,158	1,158
公积金	5,697	5,848	5,883	5,966	6,078
未分配利润	1,566	1,965	2,283	3,035	4,036
归属母公司权益	8,206	8,896	9,249	10,085	11,197
少数股东权益	8	10	12	17	23

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.19%	9.03%	13.00%	15.00%	15.00%
管理费用率	2.64%	5.00%	8.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	1.05%	0.35%	0.42%	0.49%	0.22%
研发费用率	5.58%	7.08%	11.60%	21.00%	20.00%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.43	0.63	0.81	1.22	0.82
每股净资产	7.15	7.68	7.98	8.71	9.67
每股销售收入	5.49	6.12	4.92	3.54	4.60

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	52	63	71	30	23
PB	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	34.0	37.6	45.3	20.5	14.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------