

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

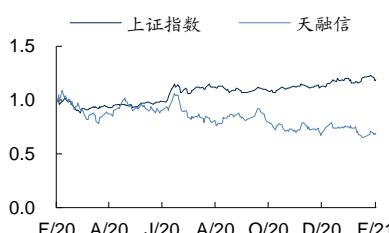
天融信(002212)

增持

(维持评级)

2021年02月26日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,177/1,121
总市值/流通(百万元)	22,350/21,282
上证综指/深圳成指	3,585/14,829
12个月最高/最低(元)	32.32/18.05

相关研究报告:

- 《南洋股份-002212-2020 中报点评：疫情对上半年影响较大，安全业务毛利率回升》 —— 2020-09-01
- 《南洋股份-002212-2019 年报和 2020 一季报点评：网安业务持续增长，继续加大研发投入》 —— 2020-05-03
- 《南洋股份-002212-2019 年业绩快报点评：网络安全业务保持快速增长》 —— 2020-02-28
- 《南洋股份-002212-重大事件快评：老牌安全厂商焕发新生》 —— 2019-12-30
- 《南洋股份：毛利率水平或将触底回升》 —— 2008-10-28

证券分析师：熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002
证券分析师：库宏垚
电话: 021-60875168
E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

2020 业绩快报点评

加回业绩符合预期，Q4 恢复迅速 订单高增长

● 安全业务恢复迅速，订单高增长

公司于 2020 年完成了电缆业务剥离，但全年合并报表口径依然有原南洋股份业务。表观上，公司 2020 年收入 57.01 亿元 (-19.6%)，营业利润为 5.43 亿元 (+14.86%)，归母净利润为 3.54 亿元 (-11.79%)。表观业绩中，依然包含了大量电缆收入，同时重大资产出售增加所得税费用约为 1.21 亿元，导致表观利润下滑。重点关注信息安全业务，天融信本身的业绩表现：2020 年天融信实现收入 28.29 亿元 (+17.05%)，营业利润为 5.22 亿元 (+16.79%)，归母净利润 4.66 亿元(+18.45%)。Q4 公司恢复迅速，单季营收 19.32 亿元 (+46.21%)。20 年新增订单金额同比增长 47.41%，增速较去年同期提高明显。

● 营收质量提升，研发投入加大，加回业绩符合预期

20 年天融信毛利率达到 65.65%，同比增长 2.86 个百分点，营收质量也有一定提升。公司研发费用同比增加 31.43%，远超营收增长，因此销售和管理费用均有下降。如果加回股权激励摊销的 1.38 亿元，公司利润总额为 6.56 亿元，归母净利润约为 6 亿元，符合预期。公司传统以政企类客户为主，2020 年疫情影响较大，市场前期预期较为悲观；随着 2020 年业绩落定，且订单高增长，公司业绩有望持续稳定增长。

● 信创领域安全产业有望加速，防火墙龙头再出发

2021 年是安全领域信创发展大年，天融信是最早参与信创的企业之一，防火墙是安全市场最大的细分，公司作为长期耕耘政企市场的防火墙龙头，防火墙替换受益最明显。在最新的 2020-2021 央采目录中，天融信安全和云计算产品全面入围，共计 33 品类 220 款型号，是入围产品品类最全、型号最多的安全厂商。行业恢复下，公司高成长无忧。

● 风险提示：等保 2.0 等政策不及预期；行业竞争加剧；疫情影响加剧。

● 投资建议：维持“增持”评级。

由于传统业务剥离完成，根据快报调整盈利预测。预测 2020-2022 年归母净利润由 4.95/6.54/8.68 亿元，调整为 3.54/7.30/9.57 亿元，摊薄 EPS=0.31/0.63/0.83 元。维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,300	7,091	5,702	3,980	5,225
(+/-%)	22.7%	12.6%	-19.6%	-30.2%	31.3%
净利润(百万元)	485	401	354	730	957
(+/-%)	14.2%	-17.4%	-11.7%	106.3%	31.1%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.35	0.31	0.63	0.83
EBIT Margin	14.3%	12.2%	4.3%	16.1%	16.9%
净资产收益率(ROE)	5.9%	4.5%	3.8%	7.4%	8.9%
市盈率(PE)	45.3	54.9	62.2	30.1	23.0
EV/EBITDA	23.2	24.1	70.9	31.5	23.9
市净率(PB)	2.7	2.47	2.38	2.22	2.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

订单高增长，看好 21 年持续成长。天融信 2020 年完成了电缆业务剥离，因此只看天融信本身的业绩表现。2020 年公司实现收入 28.29 亿元 (+17.05%)，营业利润为 5.22 亿元 (+16.79%)，归母净利润 4.66 亿元 (+18.45%)。Q4 公司恢复迅速，单季营收 19.32 亿元 (+46.21%)。20 年新增订单金额同比增长 47.41%，增速较去年同期提高明显。2021 年信创领域安全行业有望开启，叠加行业整体有望恢复到 20% 的增速，公司有望继续保持高增长。

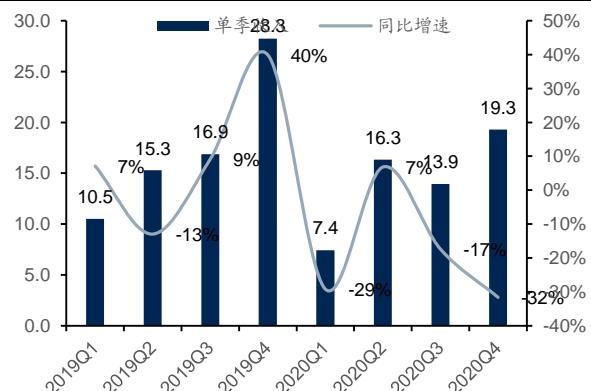
加回后业绩符合预期，回购完成彰显领导层信心。公司研发费用同比增加 31.43%，远超营收增长，因此销售和管理费用均有下降。如果加回股权激励摊销的 1.38 亿元，公司利润总额为 6.56 亿元，归母净利润为 6 个亿，是超出了市场的悲观预期。另一方面，公司于 2021 年 1 月 7 日至 2 月 5 日，迅速完成了近 6 亿元回购，回购股份占公司目前总股本的 2.47%。回购股份用于公司后续实施股权激励计划或员工持股计划，也进一步验证了管理层对公司持续成长的信心。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



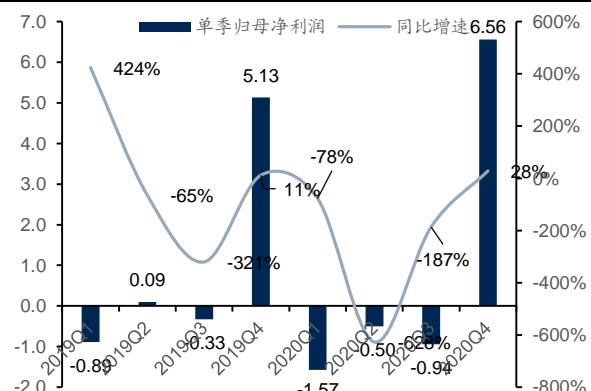
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”评级。由于传统业务剥离完成，根据快报调整盈利预测。预测 2020-2022 年归母净利润由 4.95/6.54/8.68 亿元，调整为 3.54/7.30/9.57 亿元，摊薄 EPS=0.31/0.63/0.83 元。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200830	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级	
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
300369	绿盟科技	12.41	99.04	0.3	0.4	0.5	0.7	44.3	32.7	24.3	18.5	8.8	0.72	买入
002212	天融信	18.99	223.50	0.3	0.3	0.6	0.8	54.9	62.2	30.1	23.0	3.9	0.54	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2021E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2021E
现金及现金等价物	719	971	2172	2929	营业收入	7091	5702	3980	5225
应收款项	1762	1562	1090	1432	营业成本	5199	3623	1391	1818
存货净额	1023	639	240	317	营业税金及附加	34	29	20	26
其他流动资产	320	160	111	146	销售费用	640	855	836	1071
流动资产合计	4304	3812	4093	5304	管理费用	354	947	1093	1429
固定资产	560	521	481	441	财务费用	25	2	(15)	(24)
无形资产及其他	447	430	414	397	投资收益	(11)	3	3	3
投资性房地产	5202	5202	5202	5202	资产减值及公允价值变动	67	10	10	10
长期股权投资	601	569	537	505	其他收入	(422)	157	165	175
资产总计	11114	10534	10727	11848	营业利润	473	415	834	1093
短期借款及交易性金融负债	456	25	25	25	营业外净收支	(1)	1	1	1
应付款项	718	499	187	247	利润总额	472	416	835	1094
其他流动负债	904	591	358	469	所得税费用	69	60	100	131
流动负债合计	2078	1115	571	741	少数股东损益	2	2	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	401	354	730	957
其他长期负债	130	181	231	282					
长期负债合计	130	181	231	282					
负债合计	2208	1296	802	1024					
少数股东权益	10	12	16	21					
股东权益	8896	9227	9909	10804					
负债和股东权益总计	11114	10534	10727	11848					
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2021E	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2021E
每股收益	0.35	0.31	0.63	0.83	净利润	401	354	730	957
每股红利	0.02	0.02	0.04	0.05	资产减值准备	28	(4)	(4)	(5)
每股净资产	7.68	7.96	8.55	9.33	折旧摊销	142	81	82	83
ROIC	10%	3%	7%	10%	公允价值变动损失	(67)	(10)	(10)	(10)
ROE	5%	4%	7%	9%	财务费用	25	2	(15)	(24)
毛利率	27%	36%	65%	65%	营运资本变动	(106)	258	421	(236)
EBIT Margin	12%	4%	16%	17%	其它	(25)	6	8	10
EBITDA Margin	14%	6%	18%	18%	经营活动现金流	371	685	1227	799
收入增长	13%	-20%	-30%	31%	资本开支	(79)	(11)	(11)	(11)
净利润增长率	-17%	-12%	106%	31%	其它投资现金流	(470)	0	0	0
资产负债率	20%	12%	8%	9%	投资活动现金流	(517)	21	21	21
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	权益性融资	194	0	0	0
P/E	54.9	62.2	30.1	23.0	负债净变化	0	0	0	0
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	支付股利、利息	(26)	(23)	(48)	(63)
EV/EBITDA	24.1	70.9	31.5	23.9	其它融资现金流	(147)	(431)	0	0
					融资活动现金流	(5)	(454)	(48)	(63)
					现金净变动	(151)	252	1201	757
					货币资金的期初余额	870	719	971	2172
					货币资金的期末余额	719	971	2172	2929
					企业自由现金流	693	540	1056	610
					权益自由现金流	546	107	1069	632

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032