

688168.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 34.86

板块评级: 强于大市

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|--------|-----|--------|--------|
| 绝对 | (44.5) | 5.3 | (29.0) | (38.0) |
| 相对上证指数 | (34.7) | 6.5 | (31.6) | (30.7) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 72 |
| 流通股(%) | 100 |
| 总市值(人民币 百万) | 2,503 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 25 |
| 净负债比率(%) (2022E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 钟竹 | 26 |

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年7月18日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 软件开发

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

安博通

网安上游“小巨人”加速崛起

公司是网安领域专精特新“小巨人”，拥有硬件无关化、多核并行安全操作系统等多项核心技术。公司定位产业上游，为华为、新华三、启明星辰等知名中游网安厂商提供平台和模块化产品，合作多于竞争。受益于行业增长和处于产业链上游的定位，安全网关业务增长动力充足；公司把握行业趋势，并结合自身的技术积累进军数据安全领域，定增项目的开启有望助力公司打造新一轮增长极。首次覆盖，给予公司买入评级。

支撑评级的要点

- **国产网安行业高速发展，上游网关业务受益明显。**近年来，随着IPv6的全面推进以及网安政策的频频落地，网安市场规模进一步扩大。公司定位产业上游，受下游干扰较小。即使终端客户需求波动，也较难对产业上游产生显著影响。公司的主要客户为华为、新华三、启明星辰等大型企业，目前产业中游头部企业市占率稳步提升，对公司形成进一步利好。
- **前瞻布局数据安全，定增奠定新一轮增长。**公司近期拟定增不超过1.74亿元用于“数据安全防护与溯源分析平台研发及产业化”项目。近年来数据安全的重要性凸显，行业步入快车道。公司在数据安全方面具备技术积累，拥有软件定义边界、数据资产监测以及溯源分析平台产品，定增项目将在安全防护访问控制以及数据溯源方面对现有产品进行补充和延伸，从而进一步巩固公司在网络安全领域的竞争优势。
- **专精特新持续升温。**2022年7月6日，工信部发布《“十四五”促进中小企业发展规划》（简称“规划”），规划提出要完善中小企业创新生态，推动形成一百万家创新型中小企业、十万家“专精特新”中小企业、一万家专精特新“小巨人”企业。公司作为网安行业国家级专精特新“小巨人”，在政策支持下，有望迎来高速发展。

估值

- 预计2022~2024年净利润为1.04、1.45、1.91亿元，对应EPS分别为1.45、2.01、2.65元，对应PE为24X、17X和13X。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 政策推动不及预期；技术突破不及预期；核心器件供应风险。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 263 | 391 | 560 | 778 | 1,039 |
| 变动(%) | 6 | 49 | 43 | 39 | 34 |
| 净利润(人民币 百万) | 44 | 72 | 104 | 145 | 191 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.618 | 1.003 | 1.447 | 2.014 | 2.652 |
| 变动(%) | (57.1) | 62.3 | 44.3 | 39.2 | 31.7 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 56.4 | 34.8 | 24.1 | 17.3 | 13.1 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 201.1 | 131.1 | 125.4 | 88.4 | 66.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.17 | 0.27 | 0.28 | 0.39 | 0.53 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 26.4 | 78.7 | 18.6 | 12.6 | 5.9 |
| 每股股息(人民币) | 0.213 | 0.382 | 0.525 | 0.749 | 0.975 |
| 股息率(%) | 0.6 | 1.1 | 1.5 | 2.1 | 2.8 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

| | |
|--|-----------|
| 十年磨一剑打造专精特新“小巨人” | 4 |
| 网安上游专精特新“小巨人” | 4 |
| 21 年收入明显恢复，逆势布局加大投入 | 7 |
| 安全网关业务：网安产业空间充足，行业集中度提升再添助力 | 9 |
| 网安行业高速发展，国产化浪潮已至 | 9 |
| 行业集中度提升利好安全网关业务 | 11 |
| 依托 ABT SPOS 平台打造核心竞争力，网关业务护城河稳固 | 12 |
| 数据安全业务：前瞻布局打造新增长极 | 15 |
| 数据安全产业发展态势强劲 | 15 |
| 定增加码数据安全，增长空间进一步打开 | 16 |
| 盈利预测与投资分析 | 18 |
| 盈利预测 | 18 |
| 估值分析 | 18 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

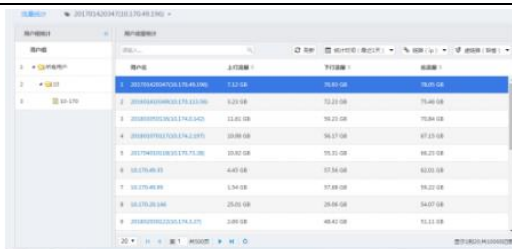
| | |
|---------------------------------------|----|
| 股价表现..... | 1 |
| 投资摘要..... | 1 |
| 图表 1. 安博通提供可视化网络安全产品..... | 4 |
| 图表 2. 公司产品业务范围..... | 5 |
| 图表 3. 公司战略定位..... | 5 |
| 图表 4. 公司主要竞争对手..... | 6 |
| 图表 5. 公司发展史..... | 6 |
| 图表 6. 公司股权结构..... | 7 |
| 图表 7. 公司营收及增速..... | 7 |
| 图表 8. 公司费用率变化..... | 8 |
| 图表 9. 公司利润及增速..... | 8 |
| 图表 10. 公司利润率变化..... | 8 |
| 图表 11. 国内网安市场高速增长..... | 9 |
| 图表 12. 政策推动网安产业发展..... | 10 |
| 图表 13. 国产化替代厂商图谱..... | 10 |
| 图表 14. 网络安全市场集中度相对较低..... | 11 |
| 图表 15. 网安行业集中度不断提升..... | 11 |
| 图表 16. 公司产品销售模式..... | 12 |
| 图表 17. ABT SPOS 平台支持众多合作伙伴进行产品开发..... | 12 |
| 图表 18. ABT SPOS 平台具备高适配性与融合性..... | 13 |
| 图表 19. 安全网关业务增速高于行业水平..... | 14 |
| 图表 20. 2016-2020 年国内数据安全市场规模..... | 15 |
| 图表 21. 网络安全相关政策梳理..... | 16 |
| 图表 22. “数据安全防护与溯源分析平台研发及产业化”细分模块..... | 16 |
| 图表 23. “元溯”平台部署方案..... | 17 |
| 图表 24. 公司细分业务收入预测..... | 18 |
| 图表 25. 可比公司估值..... | 19 |
| 损益表(人民币 百万)..... | 21 |
| 资产负债表(人民币 百万)..... | 21 |
| 现金流量表(人民币 百万)..... | 21 |
| 主要比率(%)..... | 21 |

十年磨一剑打造专精特新“小巨人”

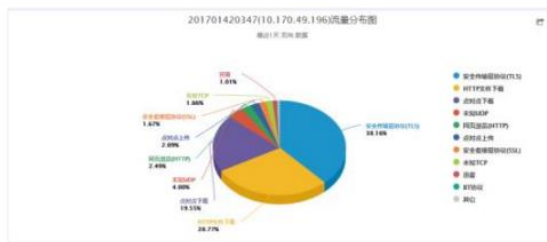
网安上游专精特新“小巨人”

公司提供可视化网络安全专用核心系统产品与安全服务。安博通以深度安全网关、融合应用网关、数据分析与综合运维平台等产品为核心，重点面向政府、金融、运营商、军队、企业、教育等多个行业领域，主要客户业务场景包括经营服务型网络、园区网、网络运营商、无线安全运营、大型行业内网等。目前公司已拥有 100 多家战略合作伙伴，80,000 多个企业级客户。

图表1. 安博通提供可视化网络安全产品



1、查看用户列表、用户组



2、查看用户流量构成



3、查看一个用户的流量趋势，实时/历史流量

| 应用名称 | 上行流量 | 下行流量 | 总流量 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| 1 企业邮箱(Outlook) | 854.11 MB | 28.98 GB | 29.78 GB |
| 2 钉钉移动端 | 483.05 MB | 21.89 GB | 22.45 GB |
| 3 钉钉PC | 5.52 GB | 11.71 GB | 15.29 GB |
| 4 本地FTP | 256.86 MB | 2.77 GB | 3.12 GB |
| 5 钉钉桌面版 | 119.79 MB | 1.81 GB | 1.91 GB |
| 6 钉钉上传 | 1.36 GB | 274.43 MB | 1.61 GB |
| 7 安全数据管理(SSL) | 33.87 MB | 1.27 GB | 1.30 GB |
| 8 本地TCP | 56.27 MB | 1.25 GB | 1.30 GB |
| 9 流量 | 103.66 MB | 468.14 MB | 768.79 MB |
| 10 钉钉 | 46.32 MB | 74.33 MB | 120.64 MB |

4、查看一个用户访问的应用的流量统计



5、对用户的原始流量进行回溯分析

| 应用名称 | 总字节 | 上行总字节 | 下行总字节 | 总数据包 | 上行总数据包 | 下行总数据包 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|---------|---------|---------|
| 1 安卓软件下载 | 844.56 (MB) | 21.58 (MB) | 822.98 (MB) | 839,496 | 249,104 | 590,392 |
| 2 安全数据管理(SSL) | 5.62 (MB) | 263.85 (KB) | 5.36 (MB) | 7,375 | 3,249 | 4,126 |
| 3 安全传输协议(TLS) | 14.30 (KB) | 4.16 (KB) | 10.14 (KB) | 29 | 21 | 18 |
| 4 域名解析协议(DNS) | 457 (B) | 79 (B) | 378 (B) | 2 | 1 | 1 |

6、对用户的原始流量详细指标进行回溯分析

资料来源：公司官网，中银证券

公司具备安全网关、安全管理以及安全服务的三大业务，产品以模块形式销售，具备纯软件和软硬一体两种形态。安全网关类产品以防御控制为目的，主要分为嵌入式网关和虚拟化网关。嵌入式安全网关是一种软硬件结合的实体安全设备，通常用于网络互联网出口或网络关键区域边界，是网络中用于隔离、控制、防御的基础安全产品；虚拟化安全网关主要应用于云计算和大型数据中心，通常以通用服务器为硬件载体。安全管理类产品以监测预警为目的，包括流量分析、态势感知、安全运维等，主要利用大数据分析可视化技术，通过云端平台对安全设备和安全事件提供集中部署、运维监测、数据收集分析以及预警处置。安全服务为 2021 年公司新增业务，主要是在公司主营产品上进行定制开发以及运维保障。

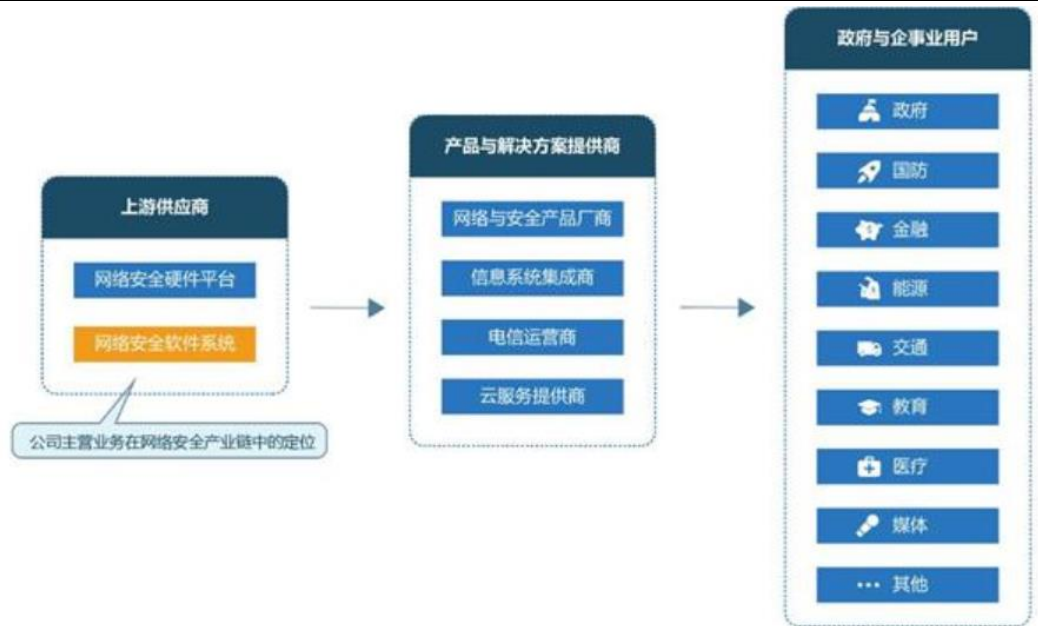
图表2. 公司产品业务范围



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司战略定位“厂商的厂商”，处于产业链上游。公司自主研发的ABT SPOS 可视化网络安全系统平台，为众多一线厂商与大型解决方案集成商提供网络安全操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法等模块化产品，属于网络安全行业中“厂商中的厂商”。

图表3. 公司战略定位



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司竞争格局良好。根据公司招股说明书，在安全网关产品领域，公司定位于网络安全产业链上游，不涉及终端市场，主要竞争对手为深信服、山石网科、三六零。相比中游，上游的竞争格局更为优化。目前处于产业链中游的网安上市公司达 20 家以上，行业竞争激烈。而安博通处于产业链上游，和众多实力强劲的厂商达成合作关系。并且随着近几年公司客群覆盖度的提升，与网安厂商合作相应增加，竞争格局有望进一步优化。而在安全管理产品领域，公司主要竞争对手为启明星辰、三六零和天融信。在该领域，公司和其他网安厂商形成差异化竞争。安博通以安全策略路径作为技术基础，在策略路径、整网暴露攻击面等算法上达到了国内领先水平，而竞争对手的产品则以安全事件、安全知识库、设备日志等方向作为技术基础，与公司产品使用不同的技术路线，产品功能有所差别。

图表4. 公司主要竞争对手

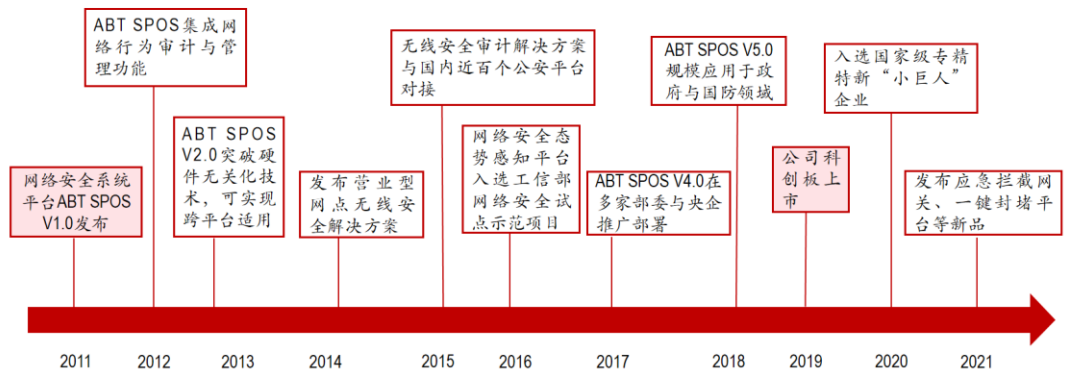
| 类别 | 细分产品 | 潜在竞争对手及其市场份额 | 合作客户及其份额 |
|-------|-------------|--------------|--------------|
| 安全网关类 | UTM 产品 | 深信服 (16.7%) | 网御星云 (18.5%) |
| | | 三六零 (<3.9%) | |
| | 山石网科 (9.4%) | | |
| 安全管理类 | 安全管理产品 | 深信服 (21.2%) | 绿盟科技(4.6%) |
| | | 三六零 (<2.9%) | |
| | | 启明星辰 | |
| | | 三六零 | |
| | | 天融信 | |

资料来源：公司招股说明书，中银证券

注：市场份额以2021年业绩测算

深耕十余年，打造国家级专精特新“小巨人”。公司于2011年起步，当年发布了网络安全系统平台 ABT SPOS V1.0。该平台通过了国家发改委下一代互联网信息安全专项产品测试，支撑国内第一批下一代防火墙产品规模商用。随后 ABT SPOS 平台不断集成优化，实现硬件无关化等技术的突破，并在国内市场中占据领先地位。2019年，公司在科创板挂牌上市，成为中国第一家登陆科创板的网络安全企业。2020年11月，安博通成功入选国家级专精特新“小巨人”企业。公司研发能力持续提升，2021年发布应急拦截网关、一键封堵平台等新品，并在零信任领域推出产品和解决方案。

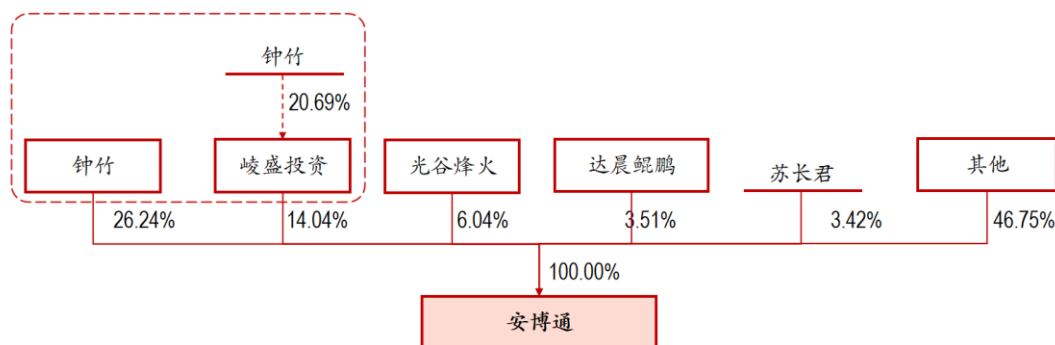
图表5. 公司发展史



资料来源：公司官网，中银证券

公司股权结构稳定。公司第一大股东是董事长钟竹，直接持股比例为 26.24%，通过峻盛投资间接持股 2.9%，直接和间接合计持股比例为 29.14%，直接及间接控制公司表决权占总表决权比例为 40.28%，为公司控股股东和实际控制人。公司拥有北京思普峻、湖北安博通、武汉思普峻、天津睿邦等 9 家全资子公司，以及河南安博通、广西安桂通信 2 家控股子公司。

图表6. 公司股权结构



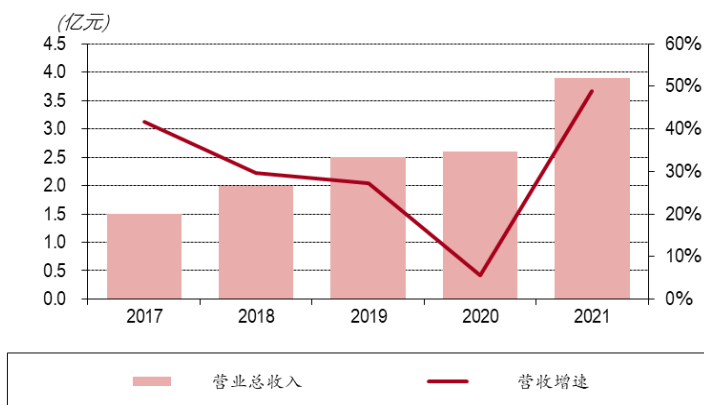
资料来源：万得，中银证券
注：日期截止至 2022 年一季报

公司管理层技术背景深厚。公司董事长钟竹历任锐捷网络股份有限公司产品经理、软件产品线总监，戴尔（中国）有限公司高级系统顾问、经理，行业经验积累丰富。核心管理层人员在中国长城、港湾网络、华三通信均有丰富技术研发及管理经验，公司整体技术底蕴深厚。

21 年收入明显恢复，逆势布局加大投入

业绩得到修复，21 年收入高速增长。公司近 5 年营业收入增速基本维持在 30% 左右，高于国内网安行业 20%-25% 的增速。2020 年公司收入增速为 5.67%，主要系疫情影响。公司两个重点产品开发基地分别设在北京和武汉，根据公司招股说明书，2018 年北京和武汉的研发人员占比分别为 56.3% 和 32.2%，2020 年上述两地受疫情影响较大。2021 年公司实现收入 3.9 亿元，同比增长 49%。剔除 2020 年基数影响后，近两年收入 CAGR 为 25%，与前期增长趋势保持一致。

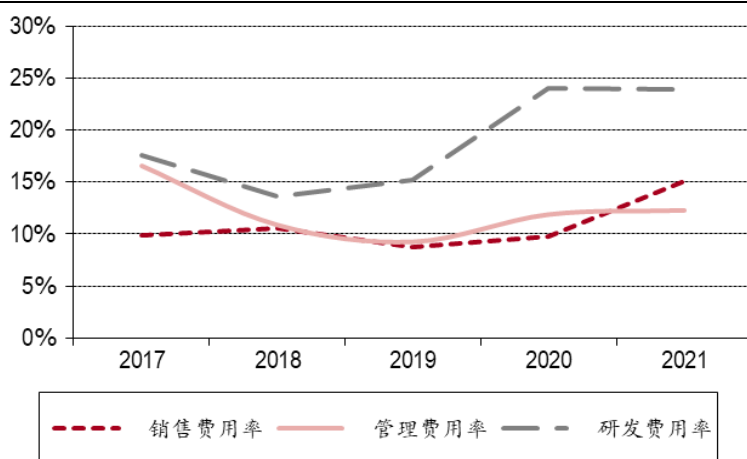
图表7. 公司营收及增速



资料来源：万得，中银证券

逆势布局加大投入。2020 年公司研发费用率提升至 24.08%，同比增加 8.9 个百分点，并在下一年继续维持前期研发投入水平。2021 年销售投入力度进一步加大，销售费用率达 15.09%，同比增加 5.3 个百分点。研发人员、销售人员数量与相关投入基本保持同步增长趋势，近三年研发人员数量分别为 109、135、179 人；销售人员数量分别为 30、28、59 人。公司管理费用率自 2018 年开始下降，费用管控质量良好。

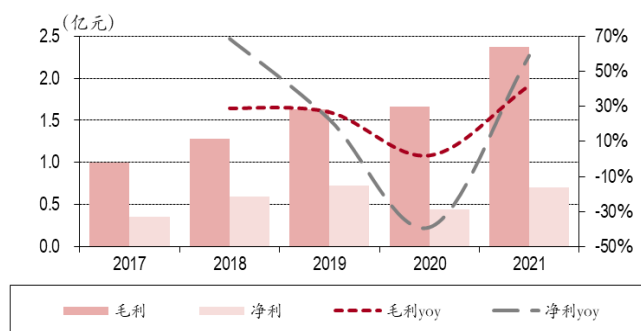
图表8. 公司费用率变化



资料来源：万得，中银证券

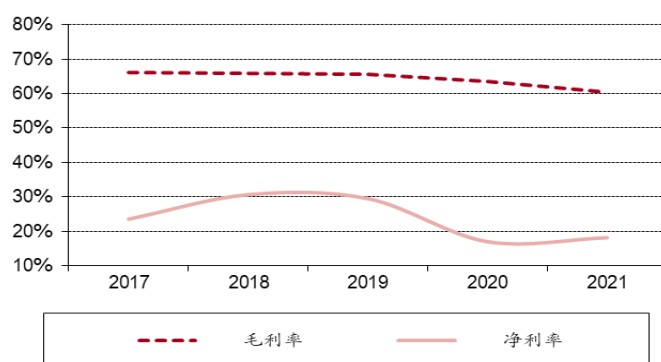
投入加大，利润短期承压。除 2020 年外，公司近 5 年毛利润增速基本保持 30%左右，2020 年毛利增速下降主要系疫情影响，与收入变动一致；公司毛利率基本维持在 60%以上，与行业水平相当。受疫情影响，2020 年公司净利润同比下滑 39%，2021 年净利同比增长 59%，恢复到 2019 年水平。近两年净利率处于相对低位。主要是由于疫情影响叠加销售、研发投入加大所致。

图表 9. 公司利润及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 公司利润率变化



资料来源：万得，中银证券

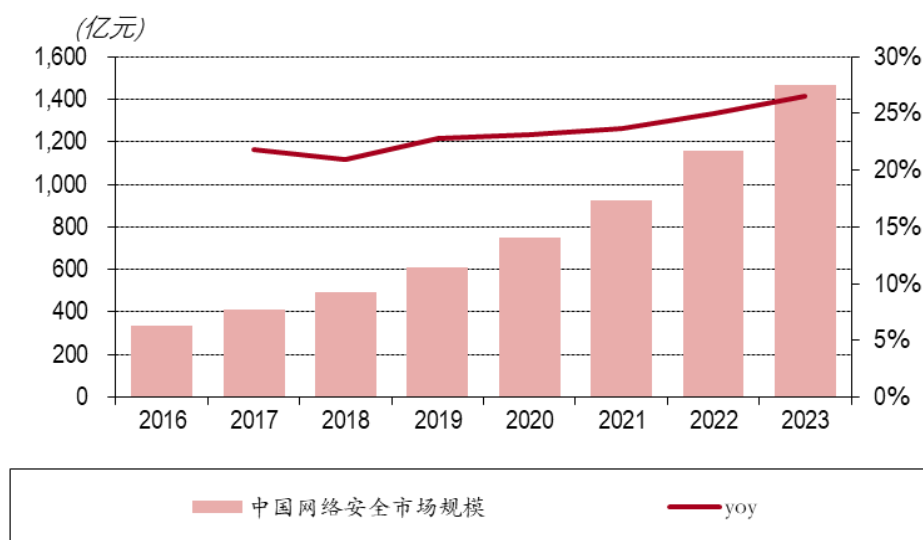
安全网关业务：网安产业空间充足，行业集中度提升再添助力

网安行业高速发展，国产化浪潮已至

产业升级推动网安行业发展，市场规模有望超 1400 亿元。网络互连协议（IP）是全球互联网的基础协议，是支撑 Internet 高速发展的基石。20 世纪 80 年代初设计的 IPv4 协议没有预测到互联网的爆炸性增长，导致现在全球已进入 IPv4 地址资源枯竭的时代，很多新兴公司缺乏足够的 IP 地址。除此之外，即将到来的物联网时代对于网络地址资源会有更高的需求，而 IPv6 作为新版网络层协议具有非常丰富的地址资源，向 IPv6 迁移是网络发展的大势所趋。根据第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年 12 月，我国 IPv6 地址数量为 41,079 块/32，年增长率为 75.3%，我国 IPv6 大规模部署进入飞速发展时代。

然而在我国大规模推进 IPv6 发展的同时，针对 IPv6 的安全措施却相对滞后。IPv6 技术采用 128 位地址，而 IPv4 的地址只有 32 位，传统网安产品往往不能适应 IPv6 协议。目前 IPv6 面临协议自身安全、关联协议安全和过渡技术安全等多种问题，因此网安市场需要进一步发展以适应 IPv6 应用。根据艾媒咨询数据，2021 年中国网络信息安全市场规模达到了 926.8 亿元，预计 2023 年市场规模将突破 1400 亿元。

图表 11. 国内网安市场高速增长



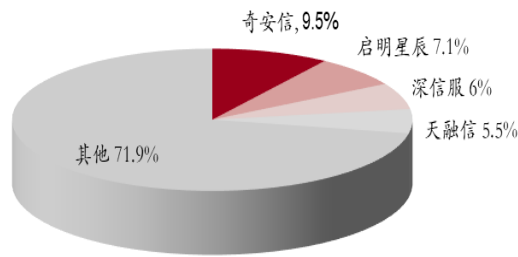
资料来源：艾媒咨询，中银证券

政策落地推动行业发展。网络安全对于国家信息安全的防御和保障起着至关重要的作用，实现自主可控和国产化替代对于网安领域有着重大意义。本土厂商依托本地化的布局，能够实现对新需求的迅速响应，并且产品性价比相对外国产品更具优势，但在高端市场上，国产网安产品竞争力仍相对较弱。近年来，我国在关键信息基础设施、数据安全与个人信息保护、工业互联网、车联网、物联网等多个领域密集出台了《网络安全审查办法》等多项信息安全法律法规和政策文件，有效促进了网安领域的技术创新和应用落地。

行业集中度提升利好安全网关业务

网络行业呈“碎片化”。一方面，终端客户对网络安全需求呈现多元化的特质；另一方面，网络安全产业链较长，产品细分程度高，头部厂商在各自细分赛道占据优势，但很难在整个领域形成“一家独大”的局面。目前，国产网络安全厂商主要包括深信服、奇安信、山石网科、天融信、迪普科技、绿盟科技、启明星辰等。根据中国网络安全产业联盟（CCIA）发布的《2022 中国网络安全市场与企业竞争力报告》，2021 年，4 家网络安全头部企业奇安信、启明星辰、深信服和天融信市占率之和为 28%。

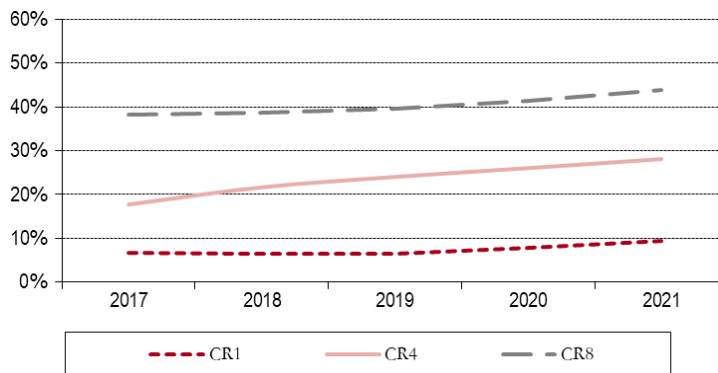
图表 14. 网络安全市场集中度相对较低



资料来源：中国网络安全产业联盟，中银证券

行业集中度不断提升，头部企业市场份额继续扩大。根据 CCIA 的统计，2022 年上半年我国共有 3256 家公司开展网络安全业务，相比上一年减少 31%。同时，近几年网安行业 CR1、CR4、CR8 比例不断提升，2021 年 CR8 已经超过 40%，反映出我国网安市场已经由竞争性变为低集中寡占型。随着市场的进一步增长，预计未来头部企业市场份额会继续扩大，市场集中度将会持续提升。

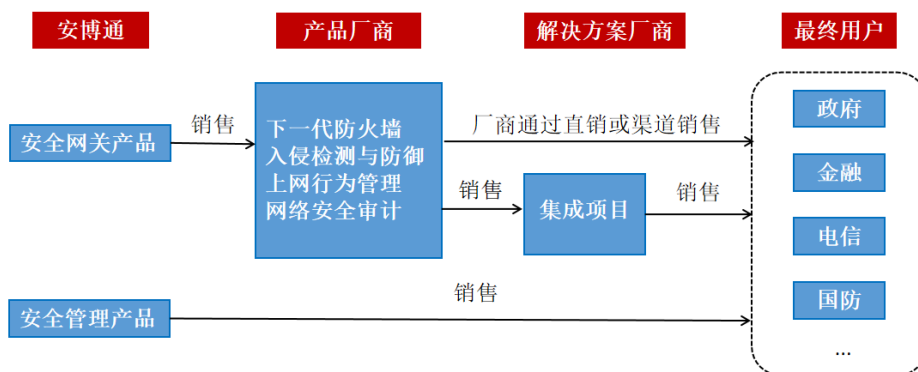
图表 15. 网安行业集中度不断提升



资料来源：CCIA，中银证券

公司主要客户为网安中游大型企业，随着头部企业集中度的提升，网关业务受益明显。公司主要产品分为安全网关类和安全管理类。2021 年安全网关类产品收入占比为 78.81%，对于该部分业务，公司主要将产品提供给知名中游产品厂商，如华为、新华三、启明星辰、卫士通等，再由产品厂商进行相应改造后销售给终端客户或形成解决方案。随着头部企业集中度的不断提升，安全网关业务有望受益。

图表 16. 公司产品销售模式



资料来源：公司招股说明书，中银证券

依托 ABT SPOS 平台打造核心竞争力，网关业务护城河稳固

公司围绕 ABT SPOS 平台进行建设，平台支持众多合作伙伴进行产品开发。ABT SPOS 平台是公司自主研发的网络安全系统平台。基于该平台，厂商可以快速开发各类安全网关产品。当下，网络攻击的种类与复杂程度大大提升，仅依靠传统的、单一功能的“万金油式”安全产品很难打造完整的网络安全防御体系，用户需要能够面向行业场景的、有效解决个性化需求的网络安全整体解决方案。而公司的 ABT SPOS 平台可以让网安厂商快速打造网络安全网关类硬件设备、云环境下虚拟化安全网关、安全监测预警与运维管理类产品，将应用层安全能力融入现有网络设备和通信设备，从而更好地满足客户构建一体化解决方案的需求。目前 ABT SPOS 系统提供的嵌入式安全网关平台、模块、引擎、算法、特征库等被众多大型厂商广泛应用，客户包括华为、新华三、星网锐捷、迈普通信、卫士通、启明星辰、360 网神、任子行、绿盟科技等，在网运行 SPOS 系统达 200,000 多套。

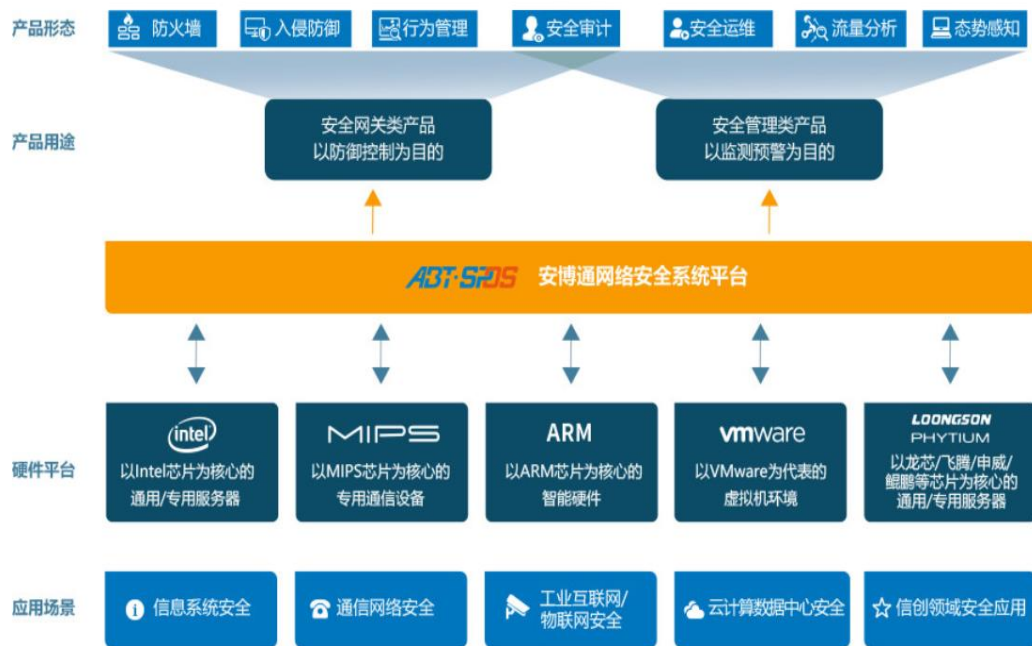
图表 17. ABT SPOS 平台支持众多合作伙伴进行产品开发



资料来源：公司官网，中银证券

跨硬件平台适应能力与云计算虚拟化能力构成平台核心竞争力。传统网络安全防御架构依赖于软硬件一体化设备，其安全防护系统与硬件实体紧耦合，无法快速灵活地部署于各类云计算虚拟化环境、各类不同架构的网络通信平台与各类物联网智能硬件场景，因此难以响应数字化时代层出不穷的安全防护需求。而公司将网络安全的能力特性完全软件化与模块化，通过应用层软件技术、用户态软件技术、硬件无关化、软件虚拟化等技术，最大程度解开产品与硬件的紧密耦合性，达到产品的柔性特点，因此具备更广泛的适配性与融合性。ABT SPOS 平台不仅可以安装在传统网络硬件设备中，还可以应用于各类虚拟化环境、云计算环境、特种硬件平台、IoT 物联网等下一代信息网络中，目前平台已经可以支持已支持 IPv6 下一代网络协议；在自主可控方面，能够支持基于龙芯、飞腾、申威芯片架构的国产自主可控硬件以及国产操作系统。

图表 18. ABT SPOS 平台具备高适配性与融合性



资料来源：公司官网，中银证券

安全网关业务具备护城河，中游厂商切入上游市场可能性较小。处于产业链中游与处于产业链上游对于产品的要求不同。中游产品厂商直接面向终端客户，需要针对各个客户满足其特定需求，而处于上游的网安供应商面向多个产品厂商，对软件的适配性要求较高。当中游厂商进入上游市场时，由于其软硬件绑定的技术特点，使得产品对厂商体系结构和硬件的适配面较窄，无法将软件低成本地适配在多种不同厂商的硬件路线上。另一方面，目前网安产品市场呈现“碎片化”特质，厂商可以发力的细分领域众多，向上游延伸并非唯一选择。从产业链角度看，网安中游厂商倾向于提供一体化解决方案，对终端客户进行全面覆盖，对于细分技术领域往往不会面面俱到，因此通常会采取与上游厂商部分合作的策略。目前向上游延伸并非众多中游网安厂商重点发力方向，公司安全网关业务竞争相对较小。

安全网关业务质量较高，受终端客户需求波动影响较小。安全网关业务为众多中游厂商提供构建解决方案所需的模块化产品，受到下游干扰较小。即使终端客户更换解决方案供应商，也较难对公司业务产生压力。如下表所示，公司安全网关业务相比中游网安厂商波动性更小，4年 CAGR 显著高于行业水平，反映出在终端客户需求波动的情况下，安博通网安业务需求始终保持相对稳定。

图表 19. 安全网关业务增速高于行业水平

| (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 4 年 CAGR |
|-----------|-------|--------|--------|--------|----------|
| 安博通安全网关业务 | 33.6 | 15.0 | 12.2 | 47.9 | 26.3 |
| 绿盟科技 | 7.2 | 24.2 | 20.3 | 29.8 | 20.1 |
| 启明星辰 | 10.7 | 22.5 | 18.0 | 20.3 | 17.8 |
| 卫士通 | (9.6) | 9.0 | 13.3 | 17.0 | 6.9 |
| 任子行 | 15.7 | (15.5) | (11.9) | (20.8) | (9.1) |

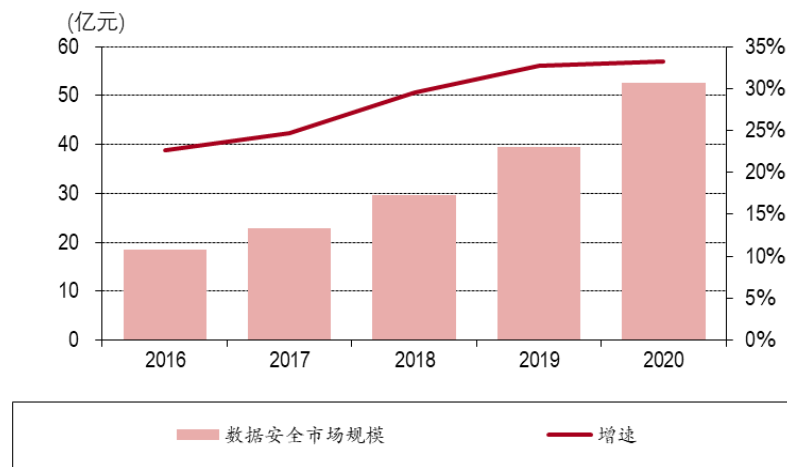
资料来源：万得，中银证券

数据安全业务：前瞻布局打造新增长极

数据安全产业发展态势强劲

数据量爆发增长，数据安全产业步入快车道。在云计算和边缘计算的技术驱动下，企业各类数据量激增。根据 IDC 的《数据时代 2025》，全球数据量将从 2018 年的 33ZB 增至 2025 年的 175ZB，增长超过 5 倍；而中国平均增速快于全球 3%。随着数据量的爆发式增长，数据安全的需求也相应提升。信通院安全所信息安全部主任魏薇表示，我国数据安全市场规模有望在 2023 年达到 97.5 亿，占整体网络安全市场的 12.1%，并且自 2017 年以来一直呈现增长态势。

图表 20. 2016-2020 年国内数据安全市场规模



资料来源：计世资讯，中银证券

数据安全政策落地助力产业发展。近年来重大数据安全事件的频发，提升了我国对数据安全的重视程度，相关政策密集出台。2013 年以来，我国先后发布新的《国家安全法》、《网络安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》等。2021 年，我国迎来数字安全元年。《数据安全法》、《个人信息保护法》、《关键信息基础设施安全保护条例》等法律法规相继出台，提高了政府、企业对网络数据安全的合规要求，将进一步带动政府、企业在网络数据安全方面的投入。

图表 21. 网络安全相关政策梳理

| 政策/规定/标准 | 发布时间 | 内容 |
|-------------------------|------|--|
| 《个人金融信息保护技术规范》 | 2020 | 将个人金融信息按敏感程度、泄露后造成的危害程度,从高到低分为 C3(鉴别信息,如银行账户、登录密码等)、C2(可识别特定主体的信息,如身份证号、用户名、交易流水等)、C1(机构的内部信息,如开户机构等)三个类别,对相关机构建立不同信息保护层级方面提出了更高的要求。 |
| 《汽车数据安全若干规定(征求意见稿)》 | 2021 | 明确汽车行业中重要数据的范围;对于汽车数据收集进行车内车外双场景的区分;强调最小必要原则和目的限制原则;提出数据全生命周期的处理要求;明确汽车行业数据本地化存储的原则要求和跨境数据传输的具体要求。 |
| 《(工业数据分级分类指南(试行))》 | 2020 | 提出工业数据的基本概念,明确适用范围和原则;明确企业为数据分类分级主体,承担开展数据分类分级、加强数据管理等主体责任;按照每类工业数据遭篡改、破坏、泄露或非法利用后可能带来的潜在影响,将数据划分为3个级别。 |
| 《关于加强网络安全和数据保护工作的指导意见》 | 2021 | 提出了加强医疗数据安全保护的相关要求,包括:实施数据全生命周期安全管理、实施分级分类管理、加强重要数据和敏感字段保护、强化数据安全审批管理、落实数据安全权限、推动数据安全共享和使用、建立健全数据安全风险评估机制。 |
| 《关于加快发展数字家庭提高居住品质的指导意见》 | 2021 | 在数字家庭系统方面,要求强化网络和数字安全保障,保障数字家庭系统安全稳定运行,防止信息泄露、损毁、丢失,确保收集、产生数据和个人信息安全。遵守密码应用规定,形成安全可控完整的产业生态系统。 |

资料来源:中国人民银行、网信办、工信部、国家医疗保障局、住房和城乡建设部、中银证券

定增加码数据安全,增长空间进一步打开

定增预案发布,彰显管理层决心。6月28日,公司发布公告,拟募集不超过1.74亿元用于“数据安全防护与溯源分析平台研发及产业化”项目。该项目将采用新一代安全模型—零信任网络架构模型,研发方向覆盖安全防护访问控制以及数据溯源两大模块。此次定增方案充分彰显公司向数据安全领域进军的决心。

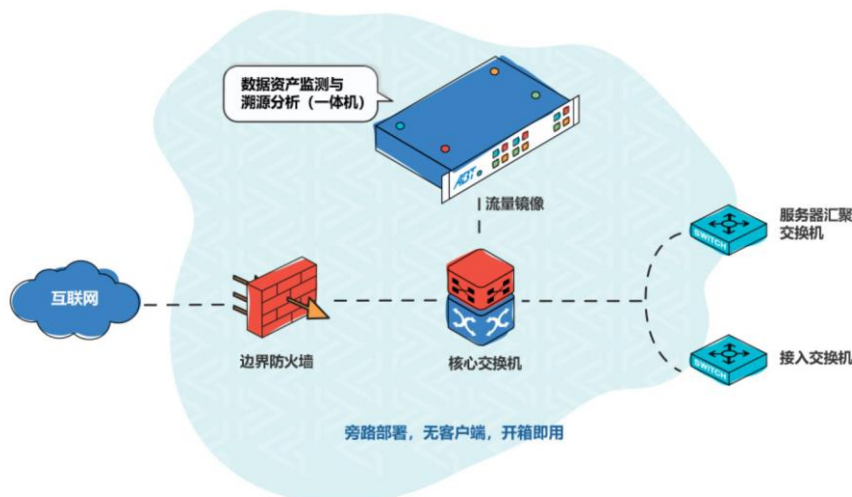
图表 22. “数据安全防护与溯源分析平台研发及产业化”细分模块

| 模块 | 子模块 | 功能 |
|-----------|---------|--|
| 安全防护 访问控制 | 信任评估引擎 | 与访问控制引擎联动,持续为其提供主体信任等级评估、资源安全等级评估以及环境评估等评估数据,作为访问控制策略判定依据。 |
| | 访问控制引擎 | 持续接收来自信任评估引擎的评估数据,以会话为基本单元,秉承最小权限原则,对所有的访问请求进行基于上下文属性、信任等级和安全策略的动态权限判定,最终决定是否为访问请求授予资源的访问权限。 |
| | 访问代理 | 访问代理拦截访问请求后,通过访问控制引擎对访问主体进行身份认证,对访问主体的权限进行动态判定。访问代理将为认证通过、并且具有访问权限的访问请求,建立安全访问通道,允许主体访问被保护资源。当访问控制引擎判定访问连接需要进行策略变更时,访问代理实施变更,中止或撤销会话。 |
| 数据溯源 | 数据采集 | 通过镜像或者代理模式从各种网络中实时获取流量并处理,深度提取和处理各种元数据,将这些元数据源源不断的送到上层的大数据安全分析系统进行后续各种复杂处理。 |
| | 大数据安全分析 | 包括数据处理层和业务场景层。数据处理层进行数据质量检测、抽取、标签化、统计、存储等的基础处理,然后进一步进行数据挖掘和高级分析,包括实时全息图、实体和用户的画像、全息关联、结合机器学习构建基线、日志输出和API等;业务场景层基于数据处理层产生的各种数据和结果,根据不同行业、部门需求场景展示结果。 |

资料来源:万得、中银证券

公司在数据安全领域具备先发优势。公司目前已具备“元溯”数据资产监测及溯源分析平台，该平台能够有效解决传统以 UEBA（用户与实体行为分析）为基础的数据安全产品大量误报的问题，并针对核心网络区域以及关键业务应用的数据资产，对数据在网络中的传输进行监控审计，实时呈现数据资产在网络中流动的动态全息视图，从而主动发现数据泄露或数据滥用等异常行为，并进行即时警告、快速溯源和处置响应。公司在数据安全领域的技术积累为定增平台的开发打下了坚实的基础。

图表 23. “元溯”平台部署方案



资料来源：公司官网，中银证券

数据安全的前瞻布局将为公司打开新一轮增长空间。数据安全平台以身份控制为基石，以数据溯源为能力，覆盖云环境、大数据中心、微服务等众多应用场景，能够实现实时发现网络中的数据资产，并对数据的流转路径进行监测，构建数据全息关联图，提供多维度实时关联分析；可呈现敏感数据安全态势，发现出境数据、数据泄露、数据滥用等风险行为；可提供强大的数据溯源能力，为事件调查取证提供全面的证据链，快速界责。数据安全平台针对现有数据分析和虚拟专用网络等技术进行升级，以实现在新的网络架构下对数据安全的实时防护和对关键数据的回溯分析，是对现有安全网关和安全管理业务的延伸和拓展。公司对于产品矩阵的扩充将进一步巩固公司在网络安全产业上游的竞争优势，为公司未来战略布局奠定坚实基础

盈利预测与投资分析

盈利预测

安全网关业务：一方面公司受益于行业整体增速带来的增长，根据艾媒咨询的数据，2023年网安行业增速预计达25%以上；另一方面，公司处于产业上游的定位有望使公司享受高于行业的增速。相比产业中游，公司处于上游竞争格局更为优化，面临竞争对手相对更少。并且与产业中游头部厂商相比，公司安全网关业务4年CAGR显著高于可比公司水平。随着产业中游头部厂商集中度的提升，公司作为这些厂商的供应商有望进一步受益，预计2022、2023、2024年收入增速分别为43.9%、37.4%以及31.6%。

安全管理和安全服务业务：目前网络安全需求趋于复杂化、多元化、个性化，随着公司产品矩阵的不断丰富，未来安全管理和安全服务业务有望实现高速增长，预计2022、2023、2024年收入增速分别为43.5%、47.0%、40.1%和30.1%、37.9%、43.0%。

预计公司2022、2023、2024年收入增速分别为43.0%、38.9%、33.6%。归母净利分别为1.04、1.45、1.91亿元，对应EPS分别为1.45、2.01、2.65元。

图表 24. 公司细分业务收入预测

| (人民币：百万元) | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 合计 | 收入 | 391.4 | 559.9 | 777.9 | 1039.1 |
| | YOY(%) | 48.9 | 43.0 | 38.9 | 33.6 |
| | 成本 | 154.6 | 214.7 | 294.1 | 391.6 |
| | 毛利率(%) | 60.5 | 61.7 | 62.2 | 62.3 |
| 安全网关 | 收入 | 308.5 | 443.9 | 609.9 | 802.6 |
| | YOY(%) | 32.0 | 43.9 | 37.4 | 31.6 |
| | 成本 | 149.5 | 206.4 | 283.6 | 379.9 |
| | 毛利率(%) | 51.6 | 53.5 | 53.5 | 52.7 |
| 安全管理 | 收入 | 61.3 | 88.0 | 129.4 | 181.3 |
| | YOY(%) | 38.0 | 43.5 | 47.0 | 40.1 |
| | 成本 | 3.6 | 4.7 | 5.2 | 5.8 |
| | 毛利率(%) | 94.1 | 94.7 | 96.0 | 96.8 |
| 安全服务 | 收入 | 21.5 | 28.0 | 38.6 | 55.2 |
| | YOY(%) | 22.0 | 30.1 | 37.9 | 43.0 |
| | 成本 | 1.4 | 3.6 | 5.3 | 6.0 |
| | 毛利率(%) | 93.4 | 87 | 86.4 | 89.2 |

资料来源：万得，中银证券

估值分析

我们通过可比公司法进行估值。我们选取网安产业中游头部企业通过PE进行估值，目前公司PE为24倍，为行业合理估值的52%。公司大部分客户为网安头部企业，受下游需求波动干扰较小，近4年网关业务CAGR显著高于可比公司业务增速，并且随着网络安全市场份额向头部企业的不断集中，公司作为这些大企业的供应商将会进一步受益；除此之外，公司在数据安全领域已有布局，定增项目的开启有望为公司打造新增长极。首次覆盖，给予公司**买入**评级。

图表 25. 可比公司估值

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(元) | EPS (元) | | | | PE | | | |
|------|--------|--------|---------|------|------|------|------|-----|-----|-----|
| | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 启明星辰 | 002439 | 18.44 | (0.11) | 1.12 | 1.43 | 1.80 | 20X | 16X | 13X | 10X |
| 深信服 | 300454 | 91.00 | (1.25) | 1.25 | 2.01 | 3.19 | 139X | 73X | 45X | 29X |
| 绿盟科技 | 300369 | 9.67 | (0.14) | 0.55 | 0.70 | 1.72 | 22X | 18X | 14X | 11X |
| 安恒信息 | 688023 | 134.32 | (2.42) | 1.73 | 3.11 | 3.19 | 764X | 78X | 43X | 30X |
| 平均 | | | (0.98) | 1.16 | 1.81 | 2.46 | 236X | 46X | 29X | 20X |
| 安博通 | 688168 | 34.86 | (0.44) | 1.45 | 2.01 | 2.65 | 35X | 24X | 17X | 13X |

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 7 月 18 日收市价为准；深信服、绿盟科技、安恒信息 EPS 来自万得一致预测

风险提示

1. **政策推动不及预期。**网络安全行业受政策带动影响较大，如果政策对产业扶持不及预期，将会导致行业增速下降。
2. **技术突破不及预期。**网络安全属于知识密集型产业，产品更新换代速度较快，如果公司不能紧密跟随产品技术革新节奏，将会给公司的持续经营发展带来风险。
3. **核心器件供应风险。**公司产品的主要原材料包括服务器和嵌入式网络通信平台，如果关键零部件成本上升，将会导致造成供货压力。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 263 | 391 | 560 | 778 | 1,039 |
| 销售成本 | (98) | (158) | (219) | (301) | (400) |
| 经营费用 | (88) | (210) | (254) | (377) | (492) |
| 息税折旧前利润 | 76 | 24 | 86 | 100 | 146 |
| 折旧及摊销 | (5) | (6) | (6) | (8) | (9) |
| 经营利润(息税前利润) | 71 | 18 | 80 | 93 | 137 |
| 净利息收入/(费用) | 7 | 17 | 23 | 32 | 45 |
| 其他收益/(损失) | 30 | 29 | 39 | 49 | 62 |
| 税前利润 | 49 | 82 | 115 | 162 | 212 |
| 所得税 | (5) | (11) | (11) | (19) | (23) |
| 少数股东权益 | 0 | (1) | (1) | (2) | (2) |
| 净利润 | 44 | 72 | 104 | 145 | 191 |
| 核心净利润 | 44 | 72 | 104 | 145 | 191 |
| 每股收益(人民币) | 0.618 | 1.003 | 1.447 | 2.014 | 2.652 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.618 | 1.003 | 1.447 | 2.014 | 2.652 |
| 每股股息(人民币) | 0.213 | 0.382 | 0.525 | 0.749 | 0.975 |
| 收入增长(%) | 6 | 49 | 43 | 39 | 34 |
| 息税前利润增长(%) | (22) | (75) | 342 | 16 | 48 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (19) | (69) | 261 | 16 | 45 |
| 每股收益增长(%) | (57) | 62 | 44 | 39 | 32 |
| 核心每股收益增长(%) | (57) | 62 | 44 | 39 | 32 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 49 | 82 | 115 | 162 | 212 |
| 折旧与摊销 | 5 | 6 | 6 | 8 | 9 |
| 净利息费用 | (4) | (10) | (13) | (18) | (26) |
| 运营资本变动 | (37) | (45) | (44) | (102) | (88) |
| 税金 | (5) | (13) | (11) | (19) | (23) |
| 其他经营现金流 | 4 | (2) | (33) | (2) | (46) |
| 经营活动产生的现金流 | 12 | 19 | 20 | 28 | 38 |
| 购买固定资产净值 | 3 | 2 | 11 | 13 | 12 |
| 投资减少/增加 | 13 | (75) | 11 | 10 | 10 |
| 其他投资现金流 | (285) | 203 | (21) | (26) | (24) |
| 投资活动产生的现金流 | (269) | 130 | (0) | (3) | (2) |
| 净增权益 | (15) | (28) | (38) | (54) | (70) |
| 净增债务 | 36 | 26 | 11 | 44 | 58 |
| 支付股息 | 15 | 28 | 38 | 54 | 70 |
| 其他融资现金流 | (25) | (44) | 264 | 311 | 362 |
| 融资活动产生的现金流 | 11 | (18) | 274 | 356 | 420 |
| 现金变动 | (246) | 131 | 294 | 381 | 456 |
| 期初现金 | 776 | 533 | 684 | 978 | 1,359 |
| 公司自由现金流 | (257) | 149 | 20 | 25 | 36 |
| 权益自由现金流 | (224) | 169 | 24 | 60 | 82 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 533 | 684 | 978 | 1,359 | 1,815 |
| 应收帐款 | 220 | 281 | 365 | 466 | 560 |
| 库存 | 29 | 37 | 67 | 67 | 117 |
| 其他流动资产 | 27 | 26 | 49 | 52 | 87 |
| 流动资产总计 | 1,087 | 1,076 | 1,505 | 1,992 | 2,626 |
| 固定资产 | 40 | 53 | 56 | 61 | 63 |
| 无形资产 | 9 | 11 | 12 | 12 | 12 |
| 其他长期资产 | 8 | 98 | 96 | 97 | 96 |
| 长期资产总计 | 56 | 161 | 164 | 170 | 172 |
| 总资产 | 1,145 | 1,237 | 1,669 | 2,161 | 2,798 |
| 应付帐款 | 35 | 28 | 90 | 90 | 132 |
| 短期债务 | 42 | 63 | 78 | 123 | 180 |
| 其他流动负债 | 46 | 54 | 49 | 52 | 50 |
| 流动负债总计 | 122 | 145 | 217 | 264 | 362 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 股本 | 72 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 储备 | 969 | 1,039 | 1,380 | 1,826 | 2,367 |
| 股东权益 | 1,041 | 1,111 | 1,452 | 1,898 | 2,439 |
| 少数股东权益 | 2 | 0 | (1) | (3) | (5) |
| 总负债及权益 | 1,145 | 1,237 | 1,669 | 2,161 | 2,798 |
| 每股帐面价值(人民币) | 14.46 | 15.43 | 20.16 | 26.37 | 33.88 |
| 每股有形资产(人民币) | 14.34 | 15.28 | 20.00 | 26.20 | 33.71 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (6.82) | (8.62) | (12.50) | (17.17) | (22.71) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 29.0 | 6.1 | 15.4 | 12.9 | 14.1 |
| 息税前利润率(%) | 27.2 | 4.6 | 14.3 | 11.9 | 13.2 |
| 税前利润率(%) | 18.8 | 21.0 | 20.5 | 20.9 | 20.4 |
| 净利率(%) | 16.9 | 18.4 | 18.6 | 18.6 | 18.4 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 8.9 | 7.4 | 6.9 | 7.5 | 7.3 |
| 利息覆盖率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 8.6 | 7.2 | 6.6 | 7.3 | 6.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 56.4 | 34.8 | 24.1 | 17.3 | 13.1 |
| 核心业务市盈率(倍) | 56.4 | 34.8 | 24.1 | 17.3 | 13.1 |
| 市净率(倍) | 2.4 | 2.3 | 1.7 | 1.3 | 1.0 |
| 价格/现金流(倍) | 201.1 | 131.1 | 125.4 | 88.4 | 66.3 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 26.4 | 78.7 | 18.6 | 12.6 | 5.9 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 95.5 | 76.4 | 86.1 | 81.2 | 83.6 |
| 应收帐款周转天数 | 299.7 | 233.8 | 210.5 | 195.0 | 180.2 |
| 应付帐款周转天数 | 41.7 | 29.1 | 38.4 | 42.2 | 38.9 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 34.5 | 38.1 | 36.3 | 37.2 | 36.8 |
| 净资产收益率(%) | 4.4 | 6.7 | 8.1 | 8.7 | 8.8 |
| 资产收益率(%) | 5.8 | 1.3 | 4.9 | 4.3 | 4.9 |
| 已运用资本收益率(%) | 1.1 | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 2.1 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371