

南洋股份 (002212.SZ)

电科网信成为公司第三大股东，携手腾讯扩展云服务市场

事件：电科网信拟 7.99 亿元受让公司 5% 股权，受让价 13.77 元/股。控股股东郑钟南、股东明泰资本，合计拟将公司 5.0065% 股权，协议转让给电科网信，价格为 13.77 元/股。同时公司全资子公司天融信与腾讯云在深圳签署《合作协议》。

电科网信成为公司第三大股东，细分行业龙头获中电科加持。电科网信拟 7.99 亿元受让公司 5% 股权，受让价 13.77 元/股，成为公司第三大股东。转让后，郑钟南及其一致行动人持有公司股权 14.26%，仍为公司第一大股东；明泰资本持股 9.71%，仍为公司第二大股东。天融信在细分行业的优势地位明确，根据 IDC 2018 年的数据，天融信在防火墙市场中，以 22.4% 的市场占有率连续 19 年蝉联第一；防火墙，入侵监测与防御和 VPN 等在网络安全硬件市场中的合计份额约占 60%，公司 VPN 和入侵防御产品也处于业内领先水平。同时公司在安全云服务、工控安全、物联网安全等领域有所成就，中电科成为公司第三大股东后，将为公司带来更多的资源加持。

与腾讯签订《合作协议》，打造云服务及网安产品方案、拓展市场。天融信和腾讯集团建立深度战略合作关系，推进双方在云服务及网络安全领域产品方案融合，面向云计算、大数据、移动互联网、工业互联网、物联网及车联网等领域进行技术、产品、方案的融合和创新，开拓行业市场。

高研发投入比例保持技术优势，多产品线布局奠定发展空间。公司研发投入水平高于同业，发布《融入人工智能的下一代防火墙》白皮书，保持技术领先优势。同时采取投资与参股的策略进行横向产品线扩张，过去两年先后投资了多家企业，完成了在防病毒、IT 综合服务、IT 云服务、卫星大数据应用、量子技术加密等领域的战略布局，奠定公司发展空间。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 72.21/83.16/93.49 亿，归母净利润分别为 4.69/6.06/7.56 亿。考虑到公司股权激励费用影响 2019-2021 年分别为 1.69/1.18/0.58 亿元，参考可比公司估值，给予 2020 年市值为 290 亿，对应 2020 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；公司市场份额提升不及预期；关键假设可能存在误差的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,133	6,300	7,221	8,316	9,349
增长率 yoy (%)	78.8	22.7	14.6	15.2	12.4
归母净利润(百万元)	425	485	469	606	756
增长率 yoy (%)	504.8	14.2	-3.4	29.2	24.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.37	0.42	0.40	0.52	0.65
净资产收益率(%)	5.3	5.9	5.4	6.5	7.5
P/E(倍)	45.9	40.2	41.6	32.2	25.8
P/B(倍)	2.43	2.38	2.24	2.10	1.94

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
最新收盘价	16.83
总市值(百万元)	19,497.27
总股本(百万股)	1,158.48
其中自由流通股(%)	77.38
30 日日均成交量(百万股)	4.37

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaocang@gszq.com

分析师 安鹏

执业证书编号：S0680519030002

邮箱：anpeng@gszq.com

相关研究

- 1、《南洋股份(002212.SZ)：业绩符合预期，股权激励计划彰显公司成长信心》2019-02-27
- 2、《南洋股份(002212.SZ)：回购预计提升管理层股权，信安领军再起航》2018-12-27



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3620	3380	3428	3537	3936
现金	489	870	1156	1616	1836
应收账款	1307	1317	1408	1038	1270
其他应收款	37	0	91	5	92
预付账款	65	90	13	70	29
存货	763	823	625	580	563
其他流动资产	959	279	134	229	146
非流动资产	6005	6568	7060	7548	8041
长期投资	199	633	1068	1503	1937
固定资产投资	671	634	679	722	752
无形资产	327	438	453	473	500
其他非流动资产	4808	4863	4861	4850	4852
资产总计	9625	9947	10487	11085	11976
流动负债	877	1600	1653	1644	1787
短期借款	74	684	684	684	684
应付账款	206	299	265	365	324
其他流动负债	597	616	704	595	779
非流动负债	713	135	139	138	128
长期借款	655	56	60	59	49
其他非流动负债	59	79	79	79	79
负债合计	1590	1734	1792	1782	1914
少数股东权益	6	8	9	11	14
股本	1147	1147	1158	1158	1158
资本公积	5617	5614	5614	5614	5614
留存收益	1209	1648	2119	2727	3486
归属母公司股东收益	8028	8206	8686	9292	10048
负债和股东权益	9625	9947	10487	11085	11976

现金流表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	129	496	922	1131	924
净利润	426	487	470	608	759
折旧摊销	102	115	118	137	158
财务费用	38	66	73	84	85
投资损失	-39	-8	-22	-36	-41
营运资金变动	-434	-219	283	338	-38
其他经营现金流	35	55	0	0	0
投资活动净现金流	-3017	152	-587	-590	-610
资本支出	135	180	57	54	58
长期投资	-185	-514	-435	-435	-435
其他投资现金流	-3067	-182	-965	-970	-987
筹资活动净现金流	2080	-314	-49	-82	-93
短期借款	45	610	0	0	0
长期借款	9	-599	5	-2	-10
普通股增加	219	0	12	0	0
资本公积增加	1869	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-322	-65	-81	-83
现金净增加额	-808	333	286	459	221

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5133	6300	7221	8316	9349
营业成本	3862	4744	5292	5911	6464
营业税金及附加	33	39	36	34	33
营业费用	335	453	521	583	654
管理费用	503	167	805	1079	1328
财务费用	38	66	73	84	85
资产减值损失	30	40	8	9	10
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
投资净收益	39	8	22	36	41
营业利润	481	574	508	651	815
营业外收入	11	7	19	28	32
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	488	577	523	675	844
所得税	62	90	52	68	84
净利润	426	487	470	608	759
少数股东收益	1	2	2	2	3
归属母公司净利润	425	485	469	606	756
EBITDA	623	711	640	820	1007
EPS（元/股）	0.37	0.42	0.40	0.52	0.65

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	78.8	22.7	14.6	15.2	12.4
营业利润（%）	511.0	19.4	-11.5	28.2	25.2
归属母公司净利润（%）	504.8	14.2	-3.4	29.2	24.9
盈利能力					
毛利率（%）	24.8	24.7	26.7	28.9	30.9
净利率（%）	8.3	7.7	6.5	7.3	8.1
ROE（%）	5.3	5.9	5.4	6.5	7.5
ROIC（%）	5.2	5.6	5.0	6.1	7.0
偿债能力					
资产负债率（%）	16.5	17.4	17.1	16.1	16.0
净负债比率（%）	3.0	-1.5	-4.6	-9.2	-10.8
流动比率	4.1	2.1	2.1	2.2	2.2
速动比率	3.3	1.6	1.7	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.4	4.8	5.3	6.8	8.1
应付账款周转率	22.7	18.8	18.8	18.8	18.8
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	0.37	0.42	0.40	0.52	0.65
每股经营现金流（最新摊薄）	-2.24	1.20	0.80	0.98	0.80
每股净资产（最新摊薄）	6.93	7.08	7.50	8.02	8.67
估值指标（倍）					
P/E	45.9	40.2	41.6	32.2	25.8
P/B	2.43	2.38	2.24	2.10	1.94
EV/EBITDA	31.70	27.3	29.9	22.8	18.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

电科网信入股成为第三大股东，天融信与腾讯签订合作协议.....	4
细分行业龙头获中电科加持	4
高研发投入比例保持技术优势，多产品线布局奠定发展空间.....	6
投资建议.....	7
风险提示	7

图表目录

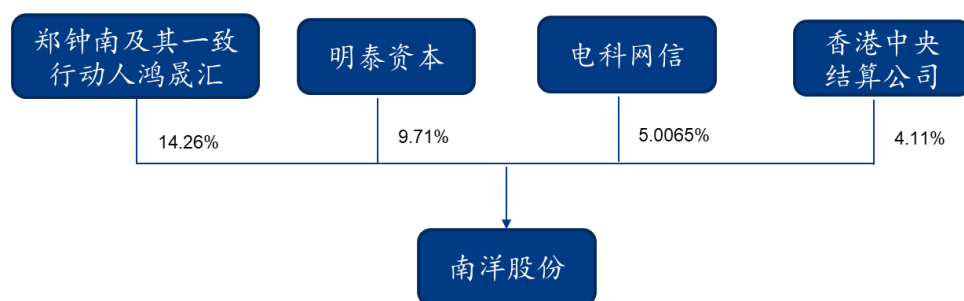
图表 1: 公司股权结构图 (20191119)	4
图表 2: 天融信主要产品与服务分类.....	5
图表 3: 我国防火墙市场份额 (2018)	5
图表 4: 天融信云安全服务内容	6
图表 5: 天融信研发投入及可比公司比较	6
图表 6: 天融信投资参股情况.....	7

电科网信入股成为第三大股东，天融信与腾讯签订合作协议

电科网信拟 7.99 亿元受让公司 5% 股权，受让价 13.77 元/股，成为公司第三大股东。控股股东郑钟南、股东明泰资本，合计拟将公司 5.0065% 股权，协议转让给电科网信，价格为 13.77 元/股。其中，郑钟南及其一致行动人转让 3300 万股，占公司总股本的 2.8486%；明泰资本转让 2500 万股，占公司总股本的 2.1580%。转让后，郑钟南及其一致行动人，持股 16.24%，仍为公司第一大股东；明泰资本持股 9.71%，仍为公司第二大股东。

同时，郑钟南在 2019 年 11 月 6 日至 2019 年 11 月 18 日期间通过集中竞价及大宗交易方式共计减持其持有的公司无限售流通股 31,493,700 股，占公司总股本的 2.72%，其最新的持股比例为 14.26%。

图表 1：公司股权结构图（20191119）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

天融信携手腾讯打造云服务及网络安全方案。公司全资子公司天融信与腾讯云在深圳签署《合作协议》。根据公告，天融信将和腾讯集团建立深度战略合作关系，依托各自在云服务及网络空间安全领域的深厚积累和领先优势，面向云计算、大数据、移动互联网、工业互联网、物联网及车联网等领域进行技术、产品、方案的融合和创新，更好地满足客户的网络安全建设需求，提升客户安全保障能力。

细分行业龙头获中电科加持

天融信成立于 1995 年，是中国领先的网络安全、大数据与安全云服务提供商。天融信自设立以来一直专注于信息安全领域，已经形成具有核心竞争力的安全产品、安全服务、安全集成三条业务主线，并在政府、金融、能源、电信等行业得到广泛应用。

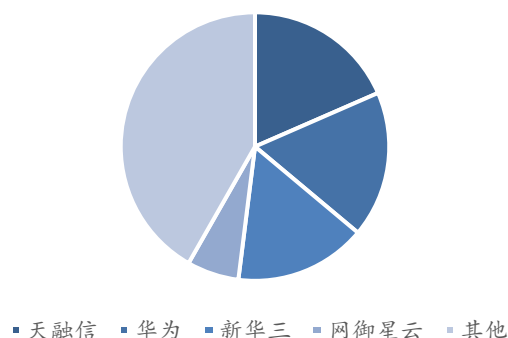
图表 2: 天融信主要产品与服务分类

序号	一级分类	二级分类	三级分类
1	安全产品	网络及应用安全	防火墙
			VPN
			入侵检测与防御
			安全网关
			应用交付
		安全管理	终端安全与管理
			合规与安全审计
			统一安全管理
		数据安全	数据安全治理
		平台工具	安全测试平台
			安全实训平台
2	安全服务	专业安全服务	增值服务
			系统安全服务
			安全研究与开发服务
			安全云服务
3	安全集成	以安全建设为核心的集成业务	第三方产品集成

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

细分领域龙头，网络安全行业领军企业。天融信的防火墙，入侵检测和入侵防御等网络安全硬件产品市场份额多年位于国内行业前列。IDC 2018 年的数据显示，天融信在防火墙市场中，以 22.41% 的市场占有率位居第一。入侵防御、VPN 市场中的市场占有率分行业领先。在其他一些网络安全细分市场中，天融信亦有完整的产品线和较好的市场地位。考虑到防火墙，入侵检测与防御和 VPN 等在网络安全硬件市场中的合计份额约占 60%，充分体现了天融信在网络安全市场中的重要地位。

图表 3: 我国防火墙市场份额 (2018)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

安全云服务：中国领先的安全云服务提供商。针对云计算，天融信作为获取了 VMware Ready for Networking and Security 认证的网络安全厂商，成为 VMware 网络和安全服务的合作伙伴，为政府、金融、能源等行业的 VMware 用户提供安全保障能力，并与国内华为、浪潮、京东等多家云厂商合作，提供面向等级保护及增强需求的云安全产品和解决方案，保障云数据中心边界、云平台及云租户的安全，同时提供面向云的咨询

询、安全管理及运维服务，满足云安全专业化和个性化需求，让用户安全上云，业务持续稳定运行。

2016 年，天融信成立安全云服务中心，在华北、华东、华南等地部署安全云服务节点，为全国用户提供安全云服务。2018 年，开始在华中、华南、华东等地区建立安全云服务运营分中心，实现云服务能力本地化，集两层中心监测本地化响应为用户提供更优质服务。在 2016 年下半年及 2017 年的各项重点保障任务执行过程中安全云服务中心发挥了重要作用。

图表 4: 天融信云安全服务内容



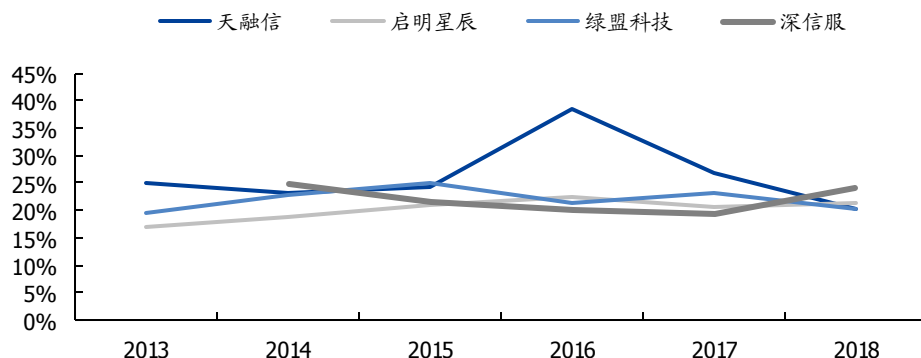
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

除此之外，公司还在工控安全、物联网安全等领域有所成就。智能制造带来工业互联网快速发展及其安全需求的增长，天融信多年前已成立针对工控系统和物联网设备安全漏洞研究团队，参与等保 2.0 等近十项工控网络安全标准制定，形成了主机安全、安全防护、安全检测、安全隔离、安全管理与态势感知的工业互联网产品体系及解决方案，并已成功应用于能源、制造、交通、烟草等行业。

高研发投入比例保持技术优势，多产品线布局奠定发展空间

研发保持高投入，构建技术优势。天融信的研发投入在行业中处于较高水平，2018 年公司研发投入占营业收入比重接近 20%，持续的高研发投入有助于其保持在行业内的技术领先优势。

图表 5: 天融信研发费用率及可比公司比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

外延投资横向扩张，提高信息安全市场份额。我国信息安全行业细分产品多，行业分散度高。因此，天融信采取投资与参股的策略进行横向产品线扩张，近两年先后投资了北京火绒网络、北京同天科技、北京元鼎时代、天图软件、国保联盟、问天量子等企业，完成了在企业防病毒、IT 综合服务、IT 云服务、卫星大数据应用、保密推广与应用以及量子技术加密等领域的战略布局。公司在 2017 年年报中表示未来将继续适时采用资产重组、企业并购等方式，进一步提升自身在网络安全、大数据和安全云服务领域的产品覆盖面，提高市场份额。

图表 6: 天融信投资参股情况

时间	标的	持股比例	价格(万)	公司主营业务
2017.06	元鼎科技	4.13%	6823	IT 云服务
2017.07	火绒网络	10%	1500	IT 综合服务
2017.08	国保联盟	18.18%	1000	保密推广与应用
2017.09	同天科技	30%	1765	企业防病毒
2017.12	天图软件	34%	1700	卫星大数据应用
2018.07	问天量子	3.64%	2000	量子信息技术产业化

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

投资建议

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 72.21/83.16/93.49 亿，归母净利润分别为 4.69/6.06/7.56 亿。考虑到公司股权激励费用影响 2019-2021 年分别为 1.69/1.18/0.58 亿元，参考可比公司估值，给予 2020 年市值为 290 亿，对应 2020 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧：随着云安全、工控安全等安全领域的强势增长，安全厂商纷纷拓张新市场，在激烈的竞争中，公司有可能占不到较大的市场份额。

公司市场份额提升不及预期：公司通过外延内生提高市场份额的执行力不及预期。

关键假设可能存在误差的风险：部分关键假设存在产业逻辑分析，与未来发生的实际情况可能存在偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com