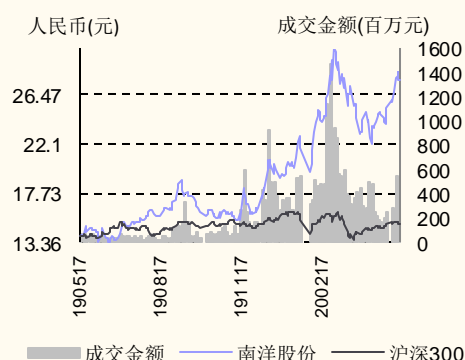


南洋股份 (002212.SZ) 买入 (首次评级)
公司深度研究

市场价格 (人民币): 25.30 元
目标价格 (人民币): 37.43-37.43 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.58
已上市流通 A 股(亿股)	11.23
总市值(亿元)	321.94
年内股价最高最低(元)	28.56/23.92
沪深 300 指数	3913
中小板综	10196


老牌安全龙头，再次扬帆起航
公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,300	7,091	7,803	8,805	10,324
营业收入增长率	22.74%	12.55%	10.04%	12.85%	17.25%
归母净利润(百万元)	485	401	620	878	1,223
归母净利润增长率	14.16%	-17.37%	54.54%	41.72%	39.24%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.35	0.54	0.76	1.06
每股经营性现金流净额	0.43	0.58	0.77	0.73	0.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.91%	4.51%	6.51%	8.45%	10.53%
P/E	26	55	47	33	24
P/B	1.55	2.48	3.08	2.82	2.52

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **即将剥离电缆业务，聚焦网络安全业务发展。**2020 年 5 月，公司公告重大资产出售预案，拟剥离旗下全部电线电缆行业相关资产，剥离电缆相关资产，有助于公司聚焦网络安全主业，推动公司发展进入新阶段。根据公司 2019 年年报，网络安全业务 2019 年全年营收 24.17 亿元，且贡献公司绝大部分的利润。2019 年公司营业利润、利润总额及归母净利润减少主要系网络安全板块加大投入致成本增加及本期确认股份支付费用所致。
- **等保 2.0 推动行业发展，网络安全行业延续高景气度。**网络安全行业受政策影响大，等保 2.0 的推出将提高国内网络安全投入的积极性，长期带动需求增加。中国在 2019 年的信息安全支出占 IT 支出比例仅为 1.7%，相对于全球平均水平还有较大差距。假设中国信息安全支出比例达到全球平均水平 3%，所对应的网络安全市场规模将达近千亿量级。从整个网络安全行业来看，2019 年全球网络安全市场规模达 1400 亿美元，同比+8%；中国市场 600 亿元，同比+20%，预计 2021 年我国网络安全市场规模将超 900 亿元，市场前景广阔。
- **天融信长期处于网络安全行业领导者阵营，龙头地位稳固。**天融信在防火墙市场的市占率位居第一，保持在 20%以上。入侵防御、VPN 产品的市占率均位列行业前三。在其他一些网络安全细分市场中，天融信亦有不俗的市场地位。考虑到防火墙，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%，充分体现了天融信在网络安全行业的领先地位。
- **中国电科入股，牵手腾讯云，新时期再次扬帆起航。**中国电科入股成为公司第三大股东，优化公司股权结构，对公司拓展政企市场有一定的帮助，中国电科借助电科网信将天融信纳入战略版图，进一步提升了天融信在网安项目中的竞争力。天融信和腾讯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，开拓行业新市场。

盈利预测及估值分析

- 预计公司 20、21、22 年实现净利润 6.20、8.78、12.23 亿元，对应 PE 为 47、33、24 倍，参考对标网络安全公司估值，给予公司 21 年目标市值 433.46 亿元，对应目标价 37.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争风险；等保 2.0 推进不及预期；疫情影响经济下行风险；公司限售股解禁风险；二股东股权质押风险。

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、剥离电缆业务，聚焦网络安全业务	4
1.1 基本情况：电缆网安双主业，均为行业领先	4
1.2 天融信业务概览：全线产品市场占有率居前列	4
1.3 股权状况：中电科新进持股，强强联手服务国家安全	5
1.4 业绩状况：网络安全业务高速增长	6
1.5 经营质量：较可比公司表现良好	7
二、政策推动技术发展，网络安全行业高速发展	8
2.1 网络安全行业持续高速增长	8
2.2 网络安全政策频出进一步推动网络安全需求	9
2.3 云计算、物联网等重点领域带来网络安全新需求	13
三、天融信持续高速增长	14
3.1 天融信多款网络安全产品行业领先	14
3.2 天融信业务持续高速增长	16
四、面对机遇准备就绪，牵手中国电科、腾讯云开启新征程	19
4.1 中国电科入股，产品覆盖深度、广度进一步打开	19
4.2 牵手腾讯云，建立深度战略合作关系	19
五、盈利预测及投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议及估值	21
六、风险提示	22

图表目录

图表 1：公司电缆网安双主业	4
图表 2：公司网络安全业务全覆盖	5
图表 3：天融信处于网络安全行业领军者集团	5
图表 4：中电科成为公司第三大股东	6
图表 5：2016-2019 公司营收情况	6
图表 6：2016-2019 公司归母净利润情况	6
图表 7：2016-2019 毛利率和净利率变化情况	7
图表 8：2016-2019 主要费用率变化情况	7
图表 9：2017-2019 公司网络安全业务收入（亿元）	7
图表 10：2019 年公司毛利构成	7
图表 11：2017-2019 与可比公司应收账款对比（单位：亿元）	8
图表 12：2017-2019 与可比公司经营性净现金流对比（单位：亿元）	8
图表 13：我国网络安全市场规模及预测（单位：亿元）	8
图表 14：全球 IT 支出及信息安全支出比例（单位：亿美元）	9
图表 15：近年我国网络安全政策频出	9

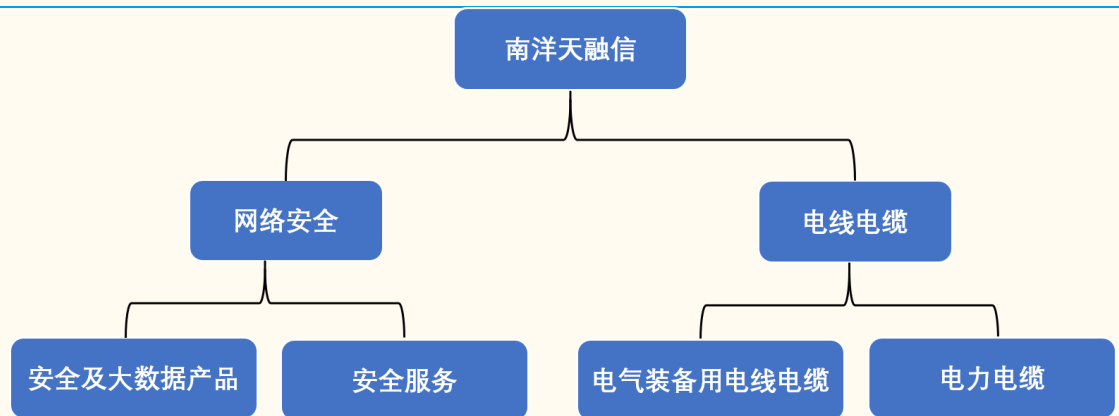
图表 16: 等保 2.0 延续五级分级.....	10
图表 17: 网络安全等级保护工作 5 个步骤.....	10
图表 18: 定级的变化.....	11
图表 19: 等保 2.0 定级过程更加规范.....	11
图表 20: 安全通用要求分类变化.....	12
图表 21: 等保 2.0 控制点整合后略有缩减.....	12
图表 22: 等保 2.0 详细要求项略有缩减.....	13
图表 23: 中国云安全市场规模及增速预测.....	14
图表 24: 中国物联网安全市场规模及增速预测.....	14
图表 25: 中国部分网络安全产品市场排名及份额.....	15
图表 26: 天融信防火墙产品市占率位居头名.....	15
图表 27: 公司针对等保 2.0 推出天融信等保一体机.....	16
图表 28: 天融信打造“一顶、四梁、八柱”渠道生态体系.....	17
图表 29: 天融信产品线.....	18
图表 30: 天融信超融合产品.....	18
图表 31: 中电科打造国产化安全领域国家队.....	19
图表 32: 腾讯云在云服务市场处于领军集团.....	20
图表 33: 公司分业务营收预测（单位：亿元）.....	21
图表 34: 公司毛利率预测.....	21
图表 35: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	22

一、剥离电缆业务，聚焦网络安全业务

1.1 基本情况：电缆网安双主业，均为行业领先

- 南洋天融信科技集团股份有限公司创立于 1985 年，前期主要从事电力电缆、电气装备用电线电缆的研发、生产和销售，2008 年 2 月日在深圳证券交易所中小板正式挂牌上市。2016 年底，公司通过重大资产重组进入网络安全行业，北京天融信科技有限公司（“天融信”）成为公司全资子公司，自此公司建立了电线电缆、网络安全的双主业平台。2017 年 6 月，公司完成公司名称变更，公司名称由“广东南洋电缆集团股份有限公司”变更为“南洋天融信科技集团股份有限公司”。
- 电线电缆业务方面，公司经过多年的努力已形成“南北呼应”的战略格局，面对目前行业整体形势，公司将继续贯彻利用品牌、服务、技术优势，不断做强高压及超高压电缆；做优特种电缆；利用集约化、规模化优势做大轨道交通用电线，特别是市场前景广阔的高铁相关电缆。
- 网络安全业务方面，公司将通过天融信继续贯彻“成为中国领先的网络安全、大数据、安全云服务提供商”的企业发展目标，积极响应国家强化网络安全保障、完善国家网络安全保障体系的要求，保持快速发展的势头。2019 年 12 月，公司公告，拟剥离旗下全部电线电缆行业相关资产，如剥离电缆相关资产，有助于公司聚焦网络安全主业，推动公司发展进入新阶段。

图表 1：公司电缆网安双主业



来源：wind，国金证券研究所

1.2 天融信业务概览：全线产品市场占有率居前列

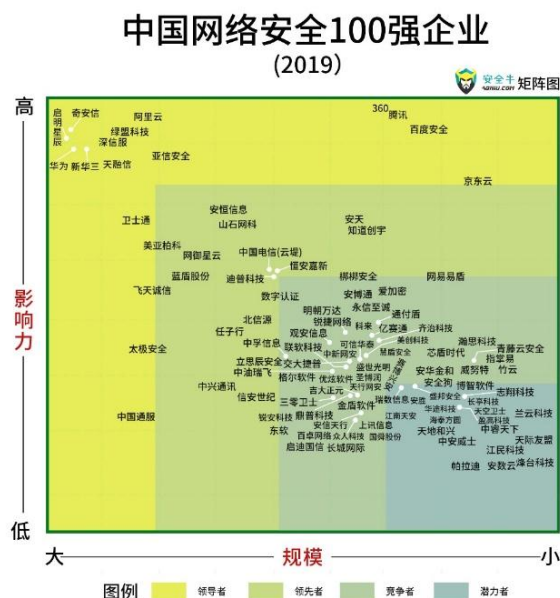
- 天融信从 1996 年率先推出填补国内空白的自主知识产权防火墙产品，到自主研发国内第一台 ASIC 架构防火墙，从全球首发新一代可信并行计算安全平台，到云时代超百 G 机架式“擎天”安全网关，坚持自主创新，连续 19 年位居中国网络安全防火墙市场第一，并在安全硬件、整体网络安全市场处于领导地位。2001 年天融信率先推出“TOPSEC”联动协议，2004 年提出“可信网络架构（TNA1.0）”，2008 年提出构建“可信网络世界（TNW）”，2012 年推出基于 NGTOS 安全操作系统实现多路多核全并行处理的下一代防火墙，2013 年推出基于龙芯的国产化自主可控防火墙，2014 年推出安全风险探知系统，2016 年构建以网络安全为核心、大数据为基础、安全云服务为交付模式的“下一代可信网络安全架构”，全面向安全云服务进军。2018 年发布“擎天 III”下一代机架防火墙，同年通过了 CMMI5 级评估认证，这标志着天融信软件研发能力、项目管理能力和方案交付能力等均已达到国际最高的优化管理级。

安全防护	安全检测	安全接入
<ul style="list-style-type: none">天融信NGFW®下一代防火墙天融信网络流量分析系统天融信高级可持续性威胁安全监测系统天融信负载均衡系统天融信网页防篡改系统天融信应用安全网关系统天融信安全隔离与信息交换系统天融信上网行为管理系统天融信病毒过墙网关系统天融信Web应用防火墙系统天融信安全隔离与信息交互系统	<ul style="list-style-type: none">天融信入侵防御系统天融信入侵检测系统天融信僵尸木马监测系统天融信异常流量管理与抗拒绝服务系统天融信网络审计系统天融信数据库审计系统天融信网络安全准入系统天融信主机监控与审计系统	<ul style="list-style-type: none">天融信物联网安全管理平台天融信物联网安全网关天融信物联网接入网关天融信物联网使能平台天融信VPN系统天融信安全认证平台天融信数字证书系统天融信企业移动安全管理平台天融信移动APP扫描加固系统
数据安全	云安全	工业安全
<ul style="list-style-type: none">天融信备份一体机天融信数据安全交换云天融信文档安全管理系统天融信数据库脱敏系统天融信数据库安全网关天融信数据库防泄漏系统	<ul style="list-style-type: none">天融信等保一体机天融信虚拟化分布式防火墙天融信虚拟化安全资源池天融信桌面虚拟化系统天融信终端威胁防御系统	<ul style="list-style-type: none">天融信工控安全隔离与信息交换系统天融信工控安全集中管理平台天融信工控安全监测审计系统天融信工控安全态势感知平台天融信工控漏洞扫描系统天融信工控主机卫士系统

来源：公司官网，国金证券研究所

- 在“安全牛”最新发布的《2019 中国网络安全百强企业》中，天融信稳居“领导者”阵营，在防火墙、入侵监测与防御、VPN 等网络安全硬件市场中份额领先。其中，天融信在防火墙领域的市占率位居头名，入侵防御、VPN 的市占率均位列前三，在其他一些网络安全不同的细分领域中，天融信同样市占率靠前。

图表 3：天融信处于网络安全行业领军者集团

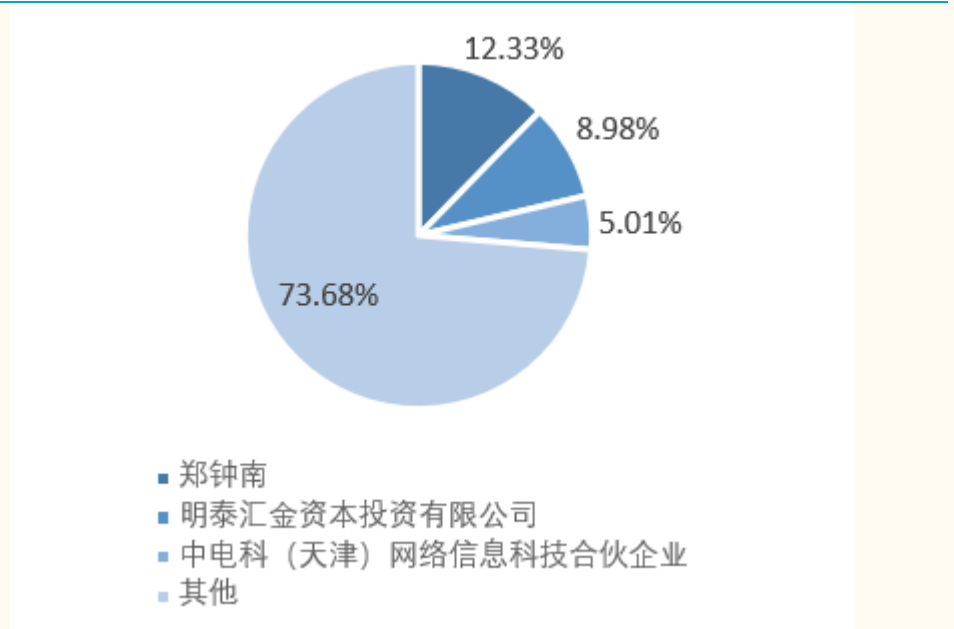


来源：安全牛，国金证券研究所

1.3 股权状况：中电科新进持股，强强联手服务国家安全

- 2019 年 11 月 17 日公司公告控股股东郑钟南、5%以上股东明泰资本以 13.77 元/股的价格向中电科（天津）网络信息科技合伙企业（简称“电科网信”）合计协议转让 5800 万股，占公司总股本 5.01%。其中郑钟南转让 3300 万股，占总股本 2.85%，明泰资本转让 2500 万股，占总股本 2.16%。此次中电科等国有资本的引入将进一步优化公司股权结构，以民营资本为主的天融信引入国有资本，使政府和国有企业投入到信息安全领域，对公司拓展政企市场具有重要意义。

图表 4：中电科成为公司第三大股东

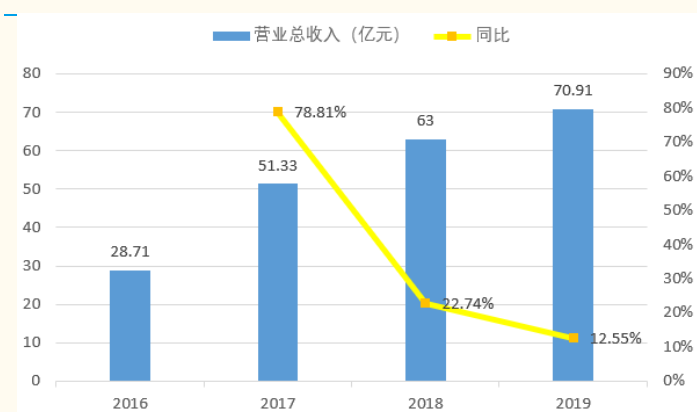


来源：wind，国金证券研究所

1.4 业绩状况：网络安全业务高速增长

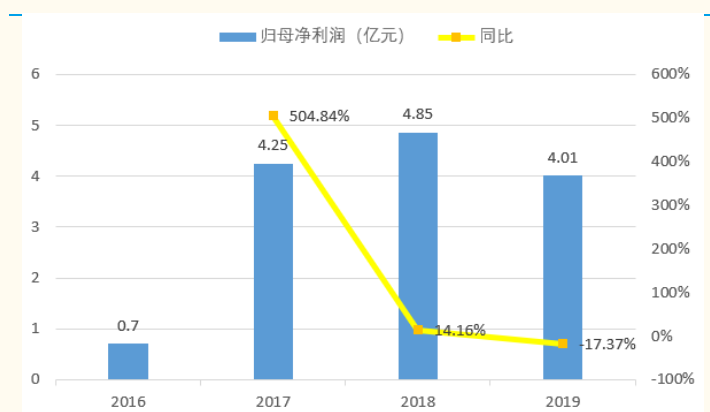
- 天融信成为公司全资子公司后，公司业绩出现明显增长，2019 年公司营业收入达到 70.91 亿元，实现归母净利润 4.01 亿元。2019 年公司归母净利润出现下滑，同比下降 17.37%。主要原因系网络安全业务研发投入增加、营销投入增加以及股权激励摊销等。

图表 5：2016-2019 公司营收情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：2016-2019 公司归母净利润情况

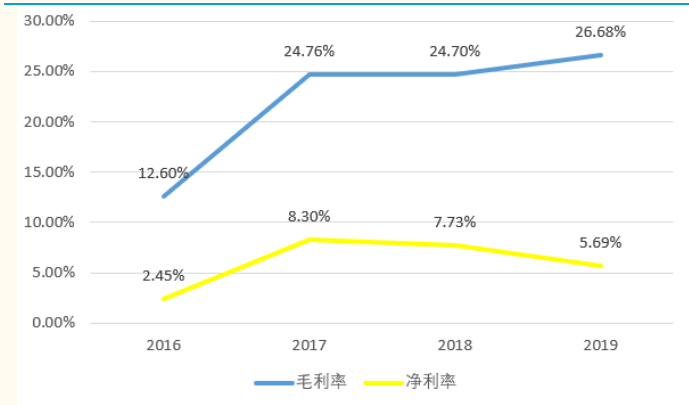


来源：wind，国金证券研究所

- 天融信 2017 年完成并表后，公司整体毛利率、净利率明显提升，2019 年由于天融信实施渠道策略，同时加大投入及实施股权激励计划支付股份费用，公司净利率出现下降。公司正在对传统电缆业务进行剥离，网络安全业务作为公司核心业务在行业内龙头地位稳固，公司成长动能强，未来净利率有望回升。

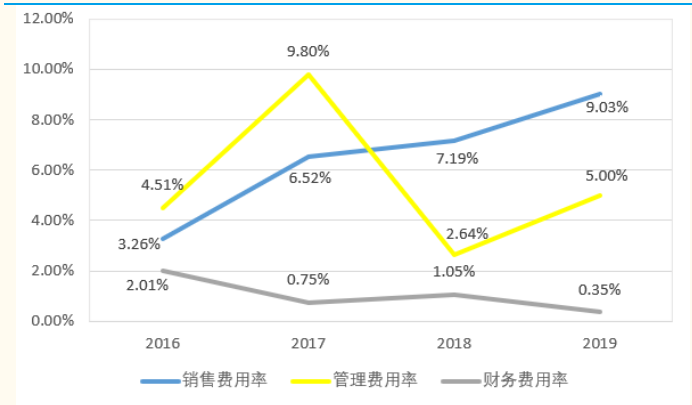
- 2016-2019，公司销售费用率逐步提升，主要原因是公司近年来不断提高渠道建设投入；管理费用率波动下降，财务费用率保持在 2% 以下。同时公司近年来研发投入领跑行业，整体研发投入占营业收入的 22% 以上，产品端得以不断推陈出新。

图表 7：2016-2019 毛利率和净利率变化情况



来源：wind，国金证券研究所

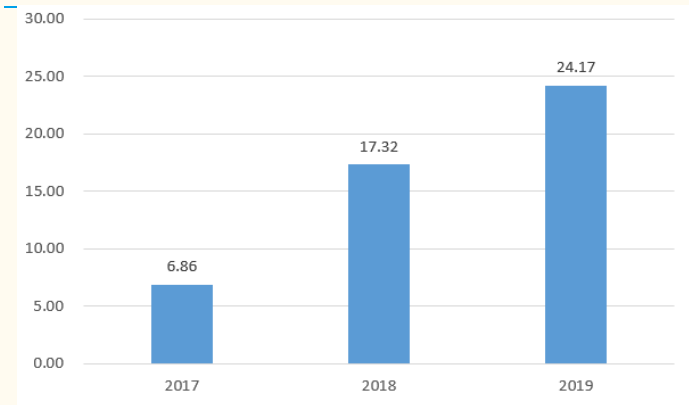
图表 8：2016-2019 主要费用率变化情况



来源：wind，国金证券研究所

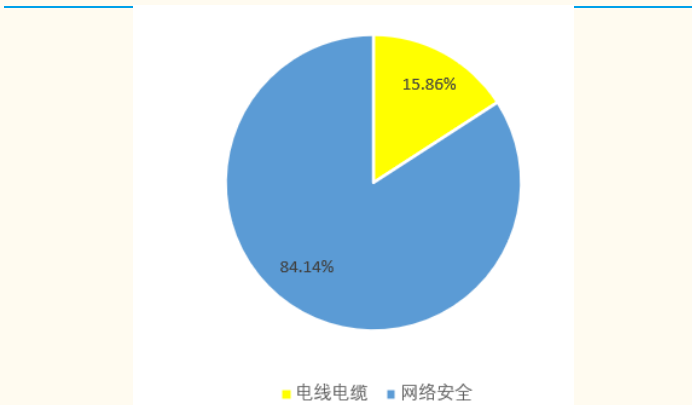
- 网络安全业务作为公司目前核心业务，收入提升显著。尽管在营收构成中，传统主业电线电缆业务依然是营收的主要来源，网络安全业务营收占比在 30% 左右，但从利润结构上看，大部分毛利则由网络安全业务贡献，公司 2019 年实现毛利中网络安全业务占比高达 84.14%。

图表 9：2017-2019 公司网络安全业务收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：2019 年公司毛利构成

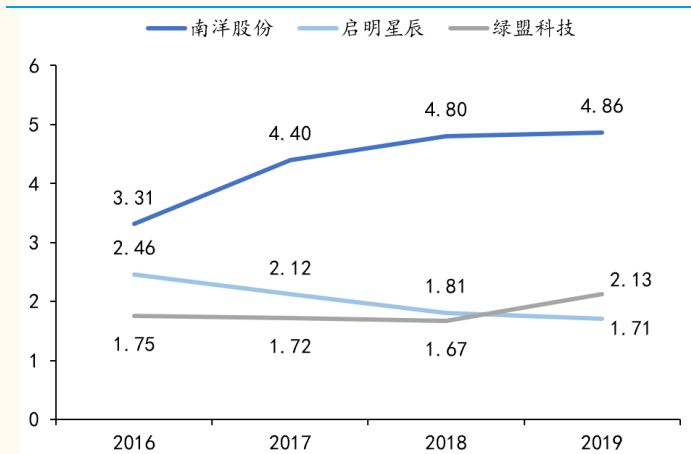


来源：wind，国金证券研究所

1.5 经营质量：较可比公司表现良好

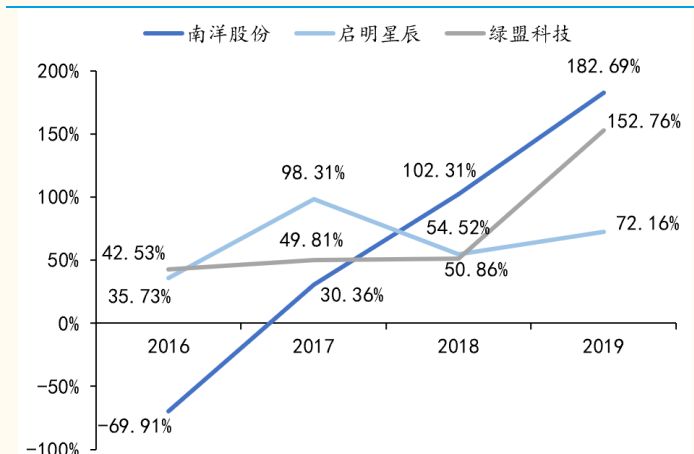
- 公司收购天融信后，经营质量表现突出。与其他网络安全企业相比，公司应收账款周转率不断提高，自 2016 年的 3.31 提升至 2019 年的 4.86，远高于启明星辰的 1.71 和绿盟科技的 2.13，表明公司订单稳定，回款速度不断提升。从净现比来看，南洋股份净现比自 2016 年的 -69.91% 不断提升至 2019 年的 182.69%，高于启明星辰的 72.16% 和绿盟科技的 152.76%。以两家可比公司为对照，两组数据表明目前公司盈利能力不断增强，经营质量明显提高，彰显公司卓越的经营管理能力。

图表 11: 2016-2019 与可比公司应收账款周转率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 2016-2019 与可比公司净现比



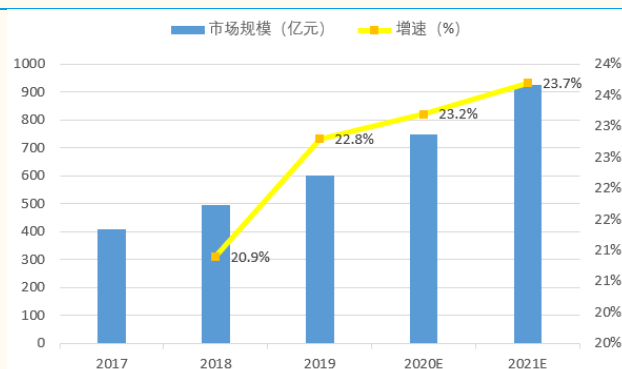
来源: wind, 国金证券研究所

二、政策推动技术发展，网络安全行业高速发展

2.1 网络安全行业持续高速增长

- 在全球各国政府政策的有力推动下，全球网络安全产业规模进入持续增长阶段，19 年规模已接近 1400 亿美元。2019 年中国网络安全产业规模超过 600 亿元，年增长率超过 20%，高于全球 8% 的平均增速。根据中国信通院预测，2021 年我国网络安全市场规模将超过 900 亿元。

图表 13: 我国网络安全市场规模及预测 (单位: 亿元)



来源: 中国信通院, 国金证券研究所

- 与全球市场比，我国网络安全支出比例仍低，市场潜力巨大。根据 Gartner 对全球 IT 支出及全球信息安全支出所做统计来看，信息安全支出占整个 IT 支出的比例越来越高，2019 年全球信息安全支出占 IT 支出的比例为 3.05%。与之对比，Gartner 数据显示，中国在 2019 年的信息安全支出占 IT 支出比例仅为 1.7%，相对于全球平均水平还有较大差距。假设中国信息安全支出比例达到全球平均水平 3%，所对应的网络安全市场规模将达近千亿元量级。

图表 14：全球 IT 支出及信息安全支出比例（单位：亿美元）

	2014	2015	2016	2017	2018
全球IT支出统计	37100	35170	33750	35210	37400
信息安全支出	720	756	822	1018	1142
信息安全占比	1.94%	2.15%	2.44%	2.88%	3.05%

来源：Gartner，国金证券研究所

2.2 网络安全政策频出进一步推动网络安全需求

- 网络安全相关法规、政策逐渐落地，推动整体行业的发展。《网络安全法》出台，从法律层面明确提出国家实行网络安全等级保护制度。等保 2.0 出台给网络安全行业带来新成长动力。自 2016 年以来，公安部每年开展针对关键信息基础设施的实战攻防演习，被称为“护网行动”。伴随着等保 2.0 时代的到来，2019 年“护网行动”涉及范围扩大至工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等单位，等保 2.0 大大促进了政企对网络安全的投入。

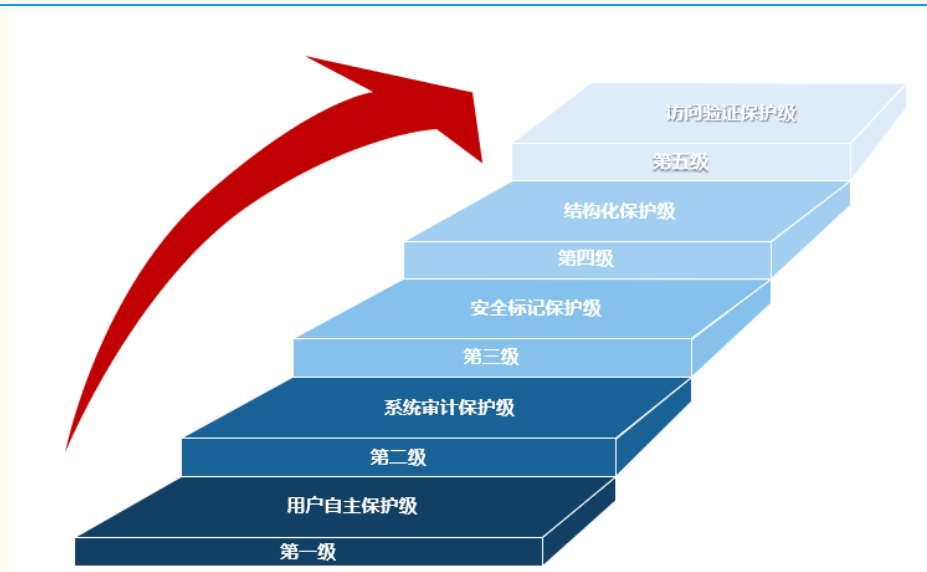
图表 15：近年我国网络安全政策频出



来源：国金证券研究所

- **2019年5月13日**，《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》三项国家标准正式发布，并于2019年12月1日正式实施。

图表 16：等保 2.0 延续五级分级



来源：国金证券研究所

- 网络安全等级保护工作包括定级、备案、安全建设、登记测评、监督检查五个步骤，相较于等保 1.0，等保 2.0 的五个步骤里发生了较多变化。

图表 17：网络安全等级保护工作 5 个步骤

定级	确定定级兑现，参考指南等初步确定登记，组织专家评审，主管单位审核，公安机关备案审查。
备案	持定级报告和备案表等材料到公安机关网安部门进行备案。
安全建设	以要求中对应登记的要求为标准，对定级对象当前不满足要求的进行建设整改。
等级测评	委托具备测评资质的测评机构对定级对象进行等级测评，形成正式的测评报告。
监督检查	向当地公安机关网安部门提交测评报告，配合完成对网络安全等级保护实施情况的检查。

来源：深信服官网，国金证券研究所

■ 定级的变化：

- 定级对象变化，等保 1.0 定级的对象是信息系统，等保 2.0 的定级对象向“云移物工大”扩展，基础网络、重要信息系统、互联网、大数据这些、云计算平台、物联网系统、移动互联网、工业控制系统、公众服务器平台等都纳入了等保 2.0 的保护范围。
- 定级级别的变化：公民、法人和其他组织的合法权益产生特别严重损害时，相应系统的等级保护级别从 1.0 时代的第二级调整到了第三级。

图表 18：定级的变化

受侵害的客体	对客体的侵害程度		
	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	第三级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级

来源：创宇云安全，国金证券研究所

- 定级流程的变化：不同于等保 1.0 定级原则“自主定级、自主保护”，等保 2.0 则采取了专家评审，主管部门审核的方式，定级过程将会变得更加规范，定级也会更加准确。原有的 30 天内备案缩短为 10 个工作日，并明确了定级流程分为：确定定级对象、初步确定等级、专家评审、主管部门审核、公安机关备案、最终确定等级。

图表 19：等保 2.0 定级过程更加规范



来源：创宇云安全，国金证券研究所

■ 等级测评的变化：

- 测评合规要求提高：相较于等保 1.0，等保 2.0 测评的及格分从 60 分上调到了 75 分。
- 安全要求扩展：安全要求由 1.0 时代的基本要求扩展成为安全通用要求+安全扩展要求，新增扩展要求包括云计算、移动互联网、物联网、工业控制、大数据安全。其中通用要求不管等级保护对象的形态如何均需要满足，而其他扩展要求针对不同的 IT 基础设施。
- 测评周期变短：由原来的司机系统每半年需要测评一次改为三级以上系统一年测评一次。
- 测评要求发生变化：以通用类要求为例，首先在要求分类上发生变化，安全管理要求被纳入技术要求中。

图表 20：安全通用要求分类变化



来源：百度文库，国金证券研究所

其次对应具体的控制点和要求项也发生了变化，等保 2.0 对等保 1.0 的控制点和要求项进行了优化，删除或修订了过时的要求项，新增了对新型网络攻击行为防护和个人信息保护等内容。从数量上看，等保 2.0 的控制点和要求项相对于等保 1.0 都有所减少，但实际上 2.0 标准的覆盖面比 1.0 标准要更广，要求也要高得多。主要体现在：第一方面、新标准将原来 1.0 标准的不同层面的相同要求项进行了合并，如主机、数据库、网络设备、安全设备、应用系统、数据的要求，所以该层面的一个要求项就覆盖了原标准多个层面的内容；第二方面、部分要求项的要求更高了，覆盖面更大了，比如网络入侵防范内容中，明确要求具有对关键节点从内部和外部的攻击检测能力（1.0 仅要求网络边界处的检测能力）；如果被保护系统使用了新技术，那么还需考虑扩展要求的内容。

图表 21：等保 2.0 控制点整合后略有缩减

等保1.0	控制类	二级	三级	四级	等保2.0	控制类	二级	三级	四级
技术要求	物理安全	10	10	10	技术要求	安全物理环境	10	10	10
	网络安全	6	7	7		安全通信环境	3	3	3
	主机安全	6	7	9		安全区域边界	6	6	6
	应用安全	7	9	11		安全计算环境	10	11	11
	数据安全	3	3	3		安全管理中心	2	4	4
安全管理	安全制度	3	3	3	安全管理	安全管理制度	4	4	4
	安全管理制度	5	5	5		安全管理机构	5	5	5
	人员安全管理	5	5	5		安全管理人员	4	4	4
	系统建设管理	9	11	11		安全建设管理	10	10	10
	系统运维管理	12	13	13		安全系统运维	14	14	14
合计		66	73	77	合计		68	71	71

来源：百度文库，国金证券研究所

图表 22：等保 2.0 详细要求项略有缩减

等保1.0	控制类	二级	三级	四级	等保2.0	控制类	二级	三级	四级
技术要求	物理安全	19	32	33	技术要求	安全物理环境	15	22	24
	网络安全	18	33	32		安全通信环境	4	8	11
	主机安全	19	32	36		安全区域边界	11	20	21
	应用安全	19	31	36		安全计算环境	23	34	36
	数据安全	4	8	11		安全管理中心	4	12	13
安全管理	安全制度	7	11	14	安全管理	安全管理制度	6	7	7
	安全管理制度	9	20	20		安全管理机构	9	14	15
	人员安全管理	11	16	18		安全管理人员	7	12	14
	系统建设管理	28	45	48		安全建设管理	25	34	35
	系统运维管理	42	62	70		安全系统运维	31	48	52
合计		176	290	318	合计		135	211	228

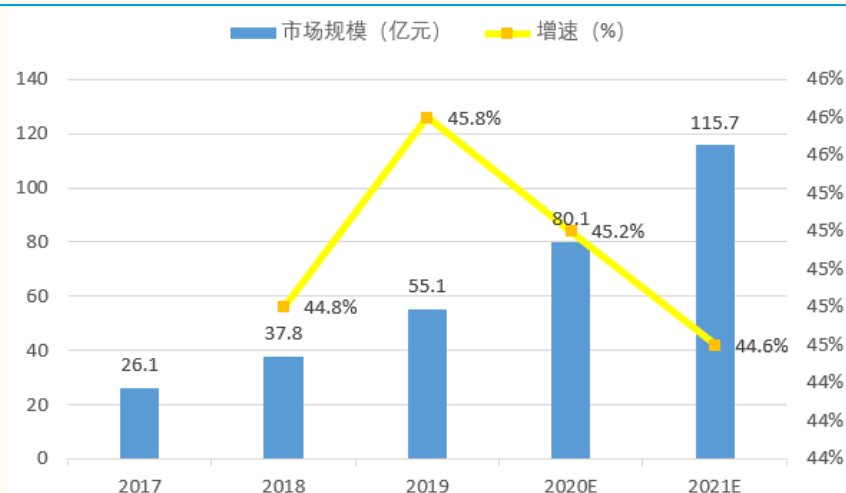
来源：百度文库，国金证券研究所

- 总结而言，新时期国家网络安全等级保护制度具有鲜明特点：一是覆盖各地区、各单位、各部门、各企业、各机构，也就是覆盖全社会，除个人及家庭自建网络的全覆盖；二是覆盖所有保护对象，等级保护 1.0 的基本要求中只有普适性的安全要求，等级保护 2.0 则在满足共性安全保护需求的安全通用要求基础上，针对云计算、移动互联、物联网、工业控制等新技术、新领域提出了安全扩展要求；三是测评难度加大、测评工作量增加、测评标准更高，系统运营使用单位须在系统建设和整改过程中进一步提升安全防护能力；四是等保 2.0 标准采用了“一个中心、三重防护”的理念，从等保 1.0 标准被动防御的安全体系转变为等保 2.0 标准的事前预防、事中响应、事后审计的动态保障体系，注重全方位主动防御、安全可信、动态感知和全面审计，将有望带动威胁情报、态势感知、APT 攻击检测与防护和 SOC 等主动防御产品的需求增加。

2.3 云计算、物联网等重点领域带来网络安全新需求

- 人工智能、区块链、5G、量子通信、工业互联网、大数据、云计算、物联网等具有颠覆性的战略性新技术突飞猛进，网络安全问题日趋多样化的同时，也为网络安全的攻防手段和管理提供了新的技术和需求思路。
- 云计算的进步将引发新的网络信息安全问题，驱动云安全市场的高速增长。随着云端数据体量不断增长，企业用户对云计算的需求亦越来越多样化，衍生出了多种云计算应用场景和云服务模式。与此同时，云计算的进步带动无服务器计算发展，亦将引发新的网络信息安全问题。攻击者更容易借无服务器计算隐藏活动踪迹制造网络威胁。这些都成为云计算发展过程中带来的网络信息安全威胁，同时也为未来云安全产品与服务的研发与部署提供了广阔的应用场景。中国云安全市场目前仍处于起步阶段，整体的市场规模将随着云计算市场规模的增长而快速崛起。2019 年，中国云安全市场规模达到 55.1 亿元，增长率达 45.8%，且未来数年内预计仍将保持每年 40% 的高速增长。

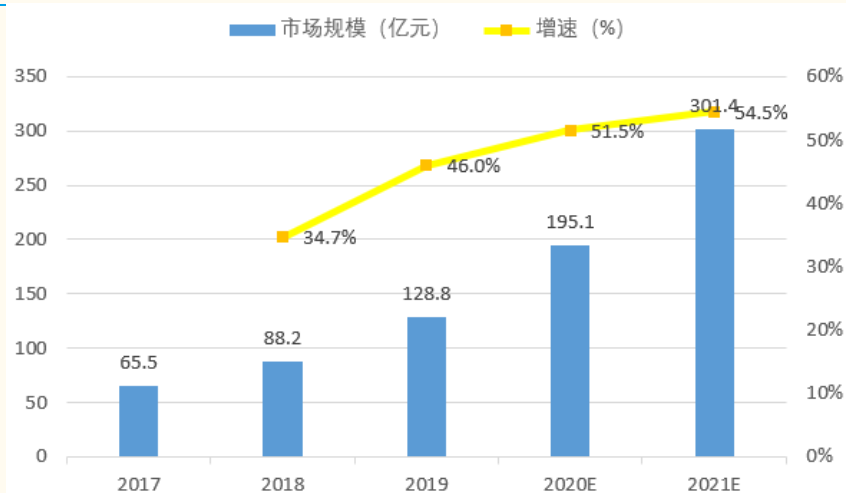
图表 23：中国云安全市场规模及增速预测



来源：IDC 中国，国金证券研究所

- 网络技术协同融合意味着安全风险交织与演变，例如“云计算+物联网”在有效提升万物互联时代信息处理效率的同时，物联网设备端安全漏洞亦成为黑客反向攻击云平台，进行数据窃取与破坏的突破口，伴随物联网市场规模的快速增长，物联网设备、网络、应用也面临严峻的安全挑战。物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海“潜力股”，根据 MarketsandMarkets 预测，2020 年全球物联网的安全市场将从 2015 年的 68.9 亿美元增长至 289 亿美元，而 2015~2020 年的复合年增长率为 33.2%。IDC 对 2020 年物联网安全市场规模预测为 121 亿美元，未来几年 CAGR 为 10.2%。而根据赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》统计数据，预计到 2021 年，我国物联网安全市场规模将达到 301.4 亿元。

图表 24：中国物联网安全市场规模及增速预测



来源：IDC 中国，国金证券研究所

三、天融信持续高速增长

3.1 天融信多款网络安全产品行业领先

- 1995 年，天融信正式成立，作为中国领先的网络安全、大数据与安全云服务提供商，为政府、军队、各行业企业客户提供安全防护、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、大数据、安全云服务、云计算和企业无线等产品及服务。目前天融信累计出货量超过 400,000 套，在线运行产品超过 300,000 套，行业客户覆盖超过 100,000 家。根据 IDC19 年 Q1 的数据，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

在国内名列前茅。

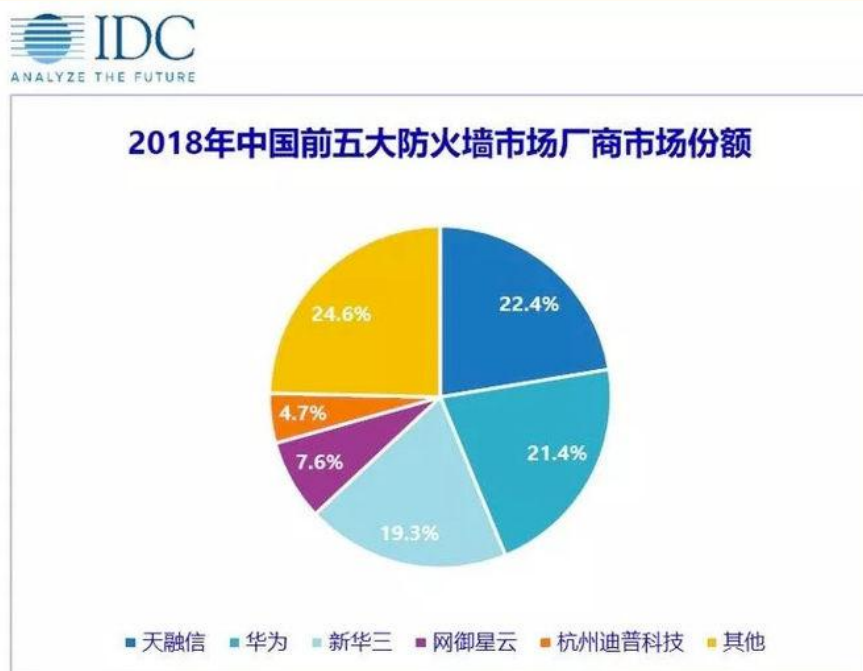
图表 25：中国部分网络安全产品市场排名及份额

项目	1	2	3
防火墙	天融信 (21.1%)	华为 (20.3%)	新华三 (19.1%)
UTM	网御星云 (13.8%)	华为 (12.3%)	天融信 (11.3%)
IDS/IPS	绿盟科技 (18%)	新华三 (16.9%)	启明星辰 (16.9%)
安全内容管理	深信服 (16.6%)	奇安信 (8.6%)	新华三 (7.1%)
AIRO	绿盟科技 (16.1%)	启明星辰 (14.2%)	IBM (9.6%)
虚拟专用网硬件	深信服 (30.6%)	天融信 (7.1%)	启明星辰 (6.5%)

来源：IDC，国金证券研究所

- **天融信防火墙产品市占率多年稳居全国第一。**根据 IDC 数据显示，2017 年公司防火墙产品市占率 20.3%，2018 年为 22.4%，一直占据头把交椅。同时，公司积极发展下一代防火墙业务，在公司官方网站报道中，下一代防火墙的主要特征为智能化、可视化、虚拟化和协同化，利用 AI 技术提高防火墙产品的安全性和可用性，从而提高工作效率并自动化识别各类未知网络的攻击。天融信的下一代防火墙集感知、学习、协同与防护能力于一身，以机器学习的方式，不断优化模型以更加主动发现潜在的未知危险，再结合大数据分析和证实，进行智能的推算和实施综合决定，不间断地对网络异常行为进行全面、准确监测。同时，天融信进一步融入 AI 技术的下一代防火墙能够协同多种安全能力以对抗更复杂的网络安全攻击，并与安全云或第三方服务器实现情报的交替传递，从而建立全域多元联动、协同防御的安全防护体系。

图表 26：天融信防火墙产品市占率位居头名



来源：IDC中国，2019

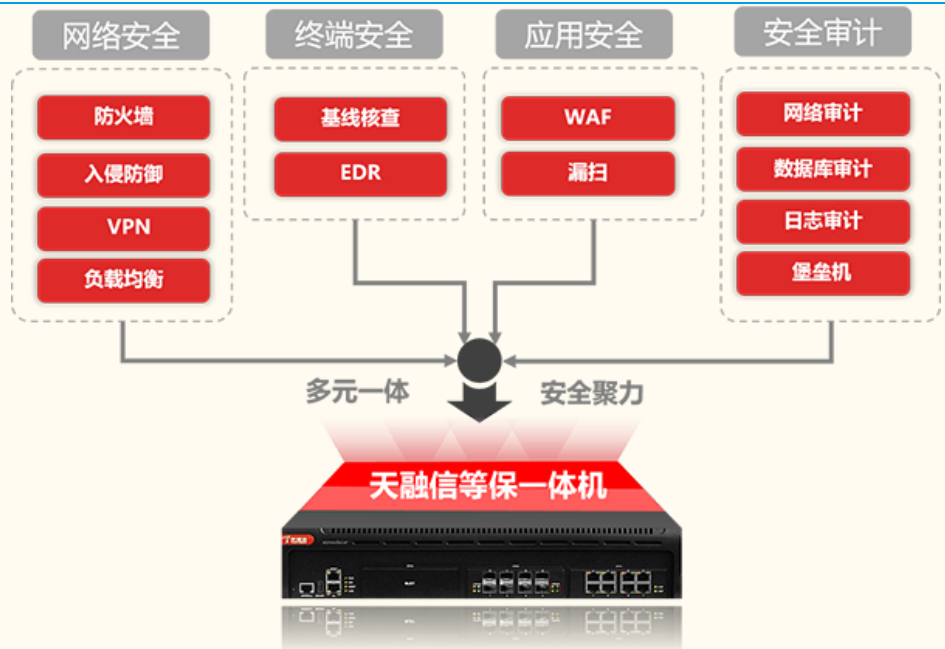
来源：IDC，国金证券研究所

- **虚拟专用网硬件市场份额攀升至全国第二。**根据 IDC 数据显示，天融信 2018 年在虚拟专用网硬件市场中以 7.2% 的市场份额位居全国第三，同行

业的深信服和启明星辰的市占率分别为 30.6%和 10.6%。2019 年初，天融信已经超过启明星辰（6.5%），以 7.1%的市占率位居全国第二。天融信的 IDP（入侵检测与防御）产品国内市占率同样位列领先地位，根据 IDC2019 年第三季度中国网络安全市场分析报告显示，天融信 IDP 国内市场占有率处于市场领先集团。

- **针对等保 2.0，天融信将公司全线安全产品与云计算技术相结合推出软硬一体化产品天融信等保一体机。**天融信等保一体机在快速有效帮用户完成等级保护建设的同时，赋予用户按需弹性扩展的能力，是一套软件定义安全、轻量快速一体化的解决方案。该产品能基于等级保护要求推出对应的不同等级的安全服务套餐，用户可根据业务系统定级情况自主选配，用户无需单独另购其他安全资源，即可满足传统环境下各种安全防护需求，包括网络安全，主机安全，应用安全，数据安全等。等保一体机采用旁路部署，无需改变原有物理拓扑即可快速部署实施。系统内运行的多个安全网元均可在统一管控平台上单点登录和管理，简化运维工作，提高运维效率。与传统硬件安全设备相比，部署天融信等保一体机可降低硬件成本，节约机房空间，降低硬件维护难度。

图表 27：公司针对等保 2.0 推出天融信等保一体机



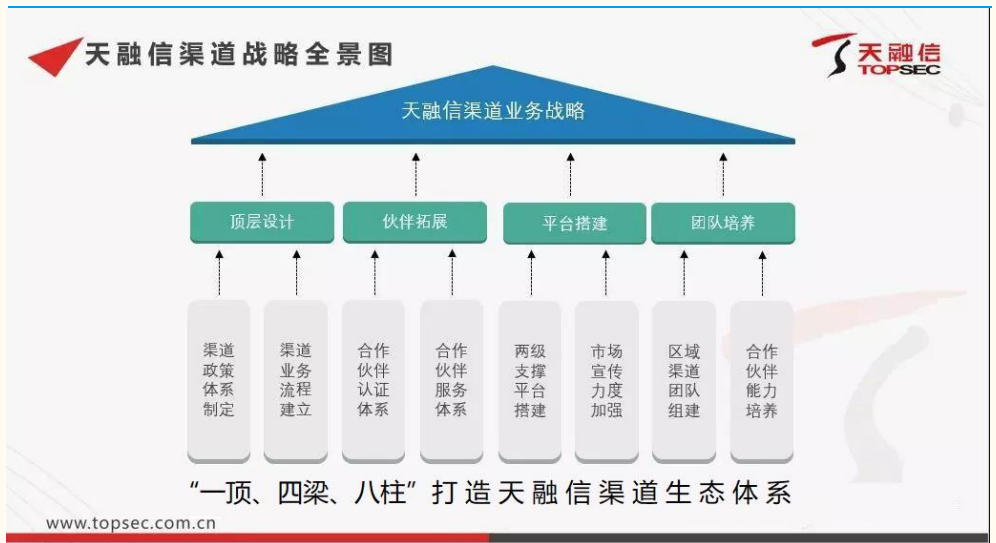
来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 天融信业务持续高速增长

- **公司防火墙和防病毒墙具有极强客户粘性，带动入侵防御模块、VPN 等其他产品销售，扩张了企业市场份额。**天融信目前大约有 30-40 万防火墙存量设备在用户端，在大量运维、更新等服务需求下，保持较高的客户粘性，助力其他各类产品的销售。防火墙作为网络安全细分规模最大的产品，使用场景最广，在“泛安全”环境下，信息安全的技术范围不断扩大，攻击手段每年都有新的变化，使信息安全范围越扩越大，每年都会有技术层面的扩张，市场始终在向上增长。
- **公司积极加强渠道建设。**2019 年 4 月在北京召开了以“融信天下，共赢未来”为主题的全国合作伙伴大会，各省区域总经销商在内的 2000 余家合作伙伴与会。会议之后，公司又发起了全国“百城招募”的线下市场推广活动，让更多合作伙伴更好的与天融信进行密切合作，并与全国多个重点城市合作伙伴分享渠道政策、渠道产品、解决方案等内容。19 年是公司渠

道建设的元年，公司重点拓展了渠道团队，渠道销售额占比提升。在众多新出台法律法规和等保 2.0 等政策推动下，天融信新增用户不断攀升，市场广阔度也有重大突破。

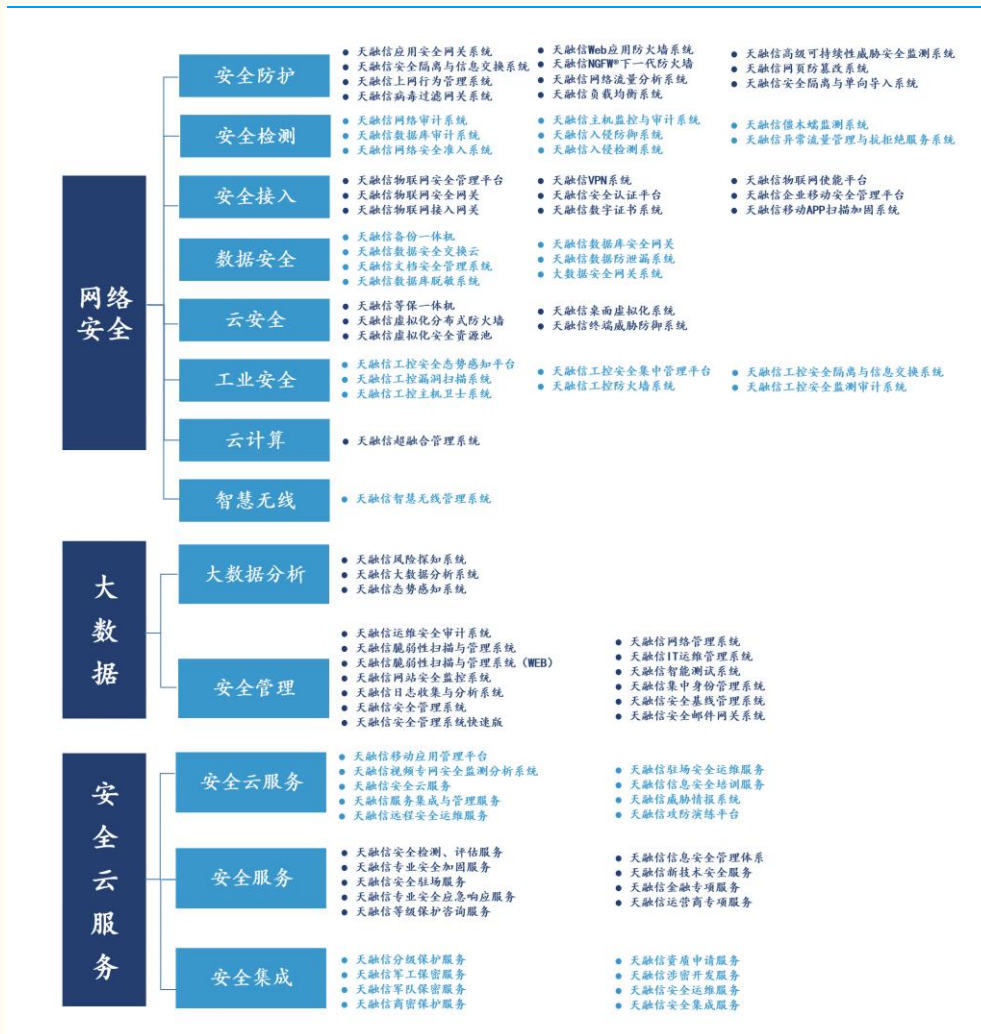
图表 28：天融信打造“一顶、四梁、八柱”渠道生态体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- **公司实施有效团队激励。**公司于 2019 年初向核心管理人员、核心业务及技术人员共 996 名授予 2980 万股限制性股票，授予价格 6.51 元/股。并向核心业务及技术人员共 1054 名激励对象授予 3000 万份股票期权，行权价格 13.01 元/股。业绩考核目标为以 2018 年营收为基数，2019~2021 年增长率分别不低于 10%、20%、30%或 2019~2021 年净利润分别不低于 5.5 亿/6.5 亿/7.5 亿元，2019~2022 年合计分别摊销 16908 万/11849 万/5783 万/818 万元。除公司层面的业绩考核外，公司对个人还设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价。公司将根据激励对象前一年度绩效考评结果，确定激励对象个人是否达到解除限售的条件。重磅股权激励的推出，有望深度绑定天融信核心管理、业务及技术团队，进一步提升企业凝聚力，对未来发展产生积极影响。
- **新产品矩阵，超融合，智慧无线管理等各类新产品前景好，空间大。**天融信作为国内的老牌网络安全龙头厂商，近年来在巩固防火墙等传统业务优势的同时，积极布局超融合、智慧无限管理等新产品，同时布局云安全及工业安全业务。

图表 29：天融信产品线



来源：公司官网，国金证券研究所

19 年 4 月 3 日，天融信在合作伙伴大会上发布了下一代超融合系统 TopHCS。据天融信科技集团董事长于海波介绍，该系统可进一步为客户提供更加快捷、安全的一体化产品体验。产品集成了计算虚拟化、软件定义网络虚拟化、软件定义存储虚拟化和软件定义安全，为客户建设私有云数据中心提供一站式解决方案，同时可以支持与公有云对接形成混合云架构。

图表 30：天融信超融合产品



来源：公司官网，国金证券研究所

四、面对机遇准备就绪，牵手中国电科、腾讯云开启新征程

4.1 中国电科入股，产品覆盖深度、广度进一步打开

- 电科网信是中国电科（CETC）旗下专业从事网络信息安全行业经营管理与投资并购的主体单位。本次交易顺利完成后，中国电科通过电科网信将天融信纳入战略版图，大安全布局更加完善，并正式成为上市公司的第三大股东。中电科是国内唯一覆盖电子信息全领域的大型科技集团，国资背景优势明显，与政府及涉密部门已形成稳定的合作关系，客户资源积累深厚。天融信作为资深安全厂商，进一步提升了中电科在网安项目中的竞争力。未来双方有望携手获取更多市场份额。
- 电科入股后，天融信目标不变，将继续积极进行新产品研发，着重在云计算、工业互联网、量子计算和大数据等领域开展数据安全、云安全、移动安全、态势感知等前沿领域的研发工作，大力开拓渠道市场，拓宽市场边界。在云计算领域，天融信自主研发并发布了全新的超融合产品。
- 在国产化安全领域，天融信建立了完整的产品体系并入围了相关名录，涵盖安全防护与检测、安全接入、终端安全、安全审计和安全管理等在内的几十类安全产品并开始应用。而中国电科的央企背景有助于公司进一步拓展保密及国产领域相关业务。

图表 31：中电科打造国产化安全领域国家队

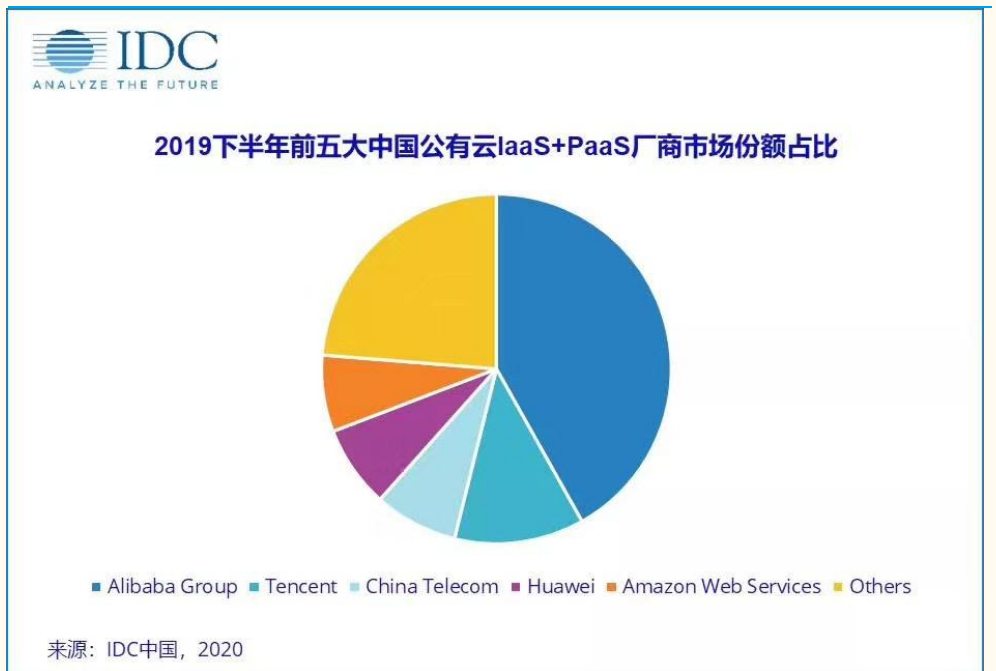


来源：公司官网，国金证券研究所

4.2 牵手腾讯云，建立深度战略合作关系

- 公司于 11 月 19 日发布公告，天融信与腾讯云在深圳签署合作协议，双方将建立深度战略合作关系。据 IDC 数据显示，腾讯云的市场份额国内排名第二。基于本次双方的合作协议，天融信将和腾讯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、市场拓展，双方优势互补，融合平台、数据与企业侧安全能力，协同布局网络空间安全与云服务领域新技术、新需求和新应用，依托各自在网络空间安全和云服务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、方案的融合与创新，大力开拓行业市场，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，全面赋能国计民生相关产业的网络空间安全，保障产业互联网安全。

图表 32：腾讯云在云服务市场处于领军集团



来源：IDC，国金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

盈利预测假设及其必要的解释：暂不考虑电线电缆立即剥离的情况

电线电缆业务：电线电缆是公司原有传统业务，经过三十多年的积累，公司拥有经验丰富的管理团队、独特的品牌影响力、较强的技术和服务能力以及畅通的融资渠道（电缆行业属资金密集型），在国内市场有较高的市占率，但考虑公司有意剥离电线电缆业务，主攻网络信息安全，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为-5%、-5%、-2%。

安全及大数据产品业务：公司并购天融信之后，逐渐转型将网络安全作为核心主业。天融信在网络安全及大数据产品方面发展多年，已建立较强的品牌优势，技术实力雄厚，为民族网络安全领军企业之一。考虑网络安全行业此前几年一直保持 20%以上增速，随着等保 2.0 落地和行业端市场需求的释放，公司作为行业头部公司，预计 20-22 年该业务同比增速分别为 30%、28%、27%。

安全服务业务：配套安全服务业务是公司的新业务，整体规模较小，也将延续高速增长态势，预计 20-22 年该业务同比增速分别为 90%、70%、60%。

其他业务：预计 20-22 其他业务营收同比增速分别为 40%、30%、20%。

图表 33：公司分业务营收预测（单位：亿元）

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
电线电缆业务	45.57	46.34	44.02	41.82	40.99
YoY	14.87%	1.69%	-5.00%	-5.00%	-2.00%
安全及大数据产品业务	15.53	20.78	27.02	34.59	43.92
YoY	62.11%	33.84%	30.00%	28.00%	27.00%
安全服务业务	1.77	3.37	6.41	10.90	17.44
YoY	-11.50%	90.63%	90.00%	70.00%	60.00%
其他业务	0.13	0.41	0.57	0.75	0.90
YoY	85.71%	215.76%	40.00%	30.00%	20.00%
合计	63.00	70.91	78.03	88.05	103.24
YoY	22.74%	12.56%	10.04%	12.85%	17.25%

来源：Wind，国金证券研究所

毛利率假设：

公司加速网络安全业务转型，同时有意缩减及剥离低毛利率的传统电线电缆业务。随着网络安全业务收入的增多，安全产品及安全服务的规模效应将逐渐显现，边际成本降低，安全及大数据产品业务和安全服务业务毛利率将不断提升。预计 20-22 年公司毛利率分别为 31.49%、34.83%、37.95%。

图表 34：公司毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
电线电缆业务	12.97%	8.43%	8.00%	6.00%	3.00%
安全及大数据产品业务	65.45%	61.32%	62.00%	60.00%	59.00%
安全服务业务	64.37%	65.30%	67.00%	68.00%	69.00%
其他业务	54.80%	16.15%	16.00%	15.00%	13.00%
综合	24.70%	26.68%	31.41%	34.59%	37.61%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率假设：

公司传统电线电缆业务较为成熟，网络安全及服务业务发展空间广阔，但考虑公司推出多项新产品，需持续进行人员投入，预计费用率基本保持稳定。

综上，预计公司 20-22 年营收为 78.03、88.05、103.24 亿元，净利润为 6.20、8.78、12.23 亿元，同比增速为 54.54%、41.72%、39.24%。

5.2 投资建议及估值

■ 网络安全服务业务

由于公司计划剥离电缆相关业务，剥离后公司网络安全主业突出。只考虑网络安全业务情况下。我们预计南洋股份 2021 年网络安全服务业务营收约为 45.49 亿元（包括安全及大数据产品业务、安全服务业务），参考可比公司网安业务，净利率按 20% 水平计算，2021 年南洋股份网络安全及服务业务净利润约为 9.10 亿元（公司整体业绩低于网络安全业绩的原因是因为有股权激励摊销费用，20% 的计算标准是考虑将摊销费用加回后的水平），参考同行业其他网络安全上市公司，给予网络安全业务 21 年 45 倍 PE，则 2021 年公司网络安全业务估值为 409.5 亿元，考虑公司重大资产出售预案对电缆部分业务估值为 23.96 亿元，则公司整体目标估值为 433.46 亿元。

图表 35：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002439	启明星辰	41.76	0.95	1.21	1.53	43.97	34.65	27.33
300369	绿盟科技	22.12	0.40	0.53	0.68	54.83	41.73	32.71
300454	深信服	189.18	2.25	3.08	4.08	84.05	61.50	46.34
688023	安恒信息	266.56	1.81	2.55	3.54	147.58	104.64	75.20
平均值						82.61	60.63	45.39

来源：Wind，国金证券研究所

综上，给予公司 21 年目标市值 433.46 亿元，对应目标价 37.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

- **市场竞争风险。**网络安全行业较为分散，竞争较为激烈，近年来，市场虽然有向头部公司聚集的趋势，但整体集中度仍较低。随着云计算、大数据等各类新技术的发展和工控安全等各类新需求的涌现，各家公司都在积极推出新产品，新竞争者也不断加入行业，市场竞争进一步加剧，有可能对公司发展形成不利影响。
- **等保 2.0 政策推进不如预期。**等保 2.0 政策是依托《网络安全法》推出的我国网络安全基本政策，对行业需求和景气度有明显推动作用，但若下游需求方对等保 2.0 政策执行不力，则可能对行业增速产生负面影响。
- **疫情影响经济下行风险。**网络安全下游主要是党政军及大中型企业，对党政军市场而言，网络安全投入相对较为刚性，但是对企业而言，网络安全支出是 IT 支出中较靠后的选择，若企业经营不善，则可能削减网络安全相关投入。在疫情影响经济下行背景下，网络安全需求有受负面影响的风险。
- **限售股票解禁风险。**2020 年 2 月 21 日，公司解禁 21855.6698 万股，占 A 股总股本的 18.87%，占 A 股现流通股本的 24.01%，该股份为 2016 年收购天融信为支付现金对价向鸿晟汇、开源基金、广发信德、新华保险等九个对象发行的股份。2020 年 5 月 15 日，公司针对此前向 841 名股权激励对象授予的限制性股票数量为约 850.09 万股解除限售，共计约占公司总股本的比例为 0.7338%，占股权激励计划授予的限制性股票总量的比例为 28.5736%，剩余两批限售股权激励股票 347.43 万股和 463.24 万股将分别于 2021 年 3 月 19 日和 2022 年 3 月 19 日进行解禁，预计会对公司股价造成影响。
- **二股东股权质押的风险。**截至到 2019 年 12 月 31 日，公司第二大股东明泰资本持股 104021.69 万股，股权占比 8.98%，累计质押 10400 万股，占其所持公司总股份的 99.98%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,133	6,300	7,091	7,803	8,805	10,324
增长率		22.7%	12.6%	10.0%	12.8%	17.3%
主营业务成本	-3,862	-4,744	-5,199	-5,346	-5,738	-6,407
%销售收入	75.2%	75.3%	73.3%	68.5%	65.2%	62.1%
毛利	1,271	1,556	1,892	2,457	3,067	3,918
%销售收入	24.8%	24.7%	26.7%	31.5%	34.8%	37.9%
营业税金及附加	-33	-39	-34	-39	-47	-57
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
销售费用	-335	-453	-640	-702	-810	-960
%销售收入	6.5%	7.2%	9.0%	9.0%	9.2%	9.3%
管理费用	-503	-167	-354	-468	-555	-650
%销售收入	9.8%	2.6%	5.0%	6.0%	6.3%	6.3%
研发费用	0	-351	-502	-663	-810	-981
%销售收入	0.0%	5.6%	7.1%	8.5%	9.2%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	399	547	361	584	846	1,269
%销售收入	7.8%	8.7%	5.1%	7.5%	9.6%	12.3%
财务费用	-38	-66	-25	2	24	35
%销售收入	0.7%	1.1%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-30	-40	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	59	10	10	10
投资收益	39	8	-11	-10	-2	-3
%税前利润	7.9%	1.5%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	481	574	473	728	1,028	1,438
营业利润率	9.4%	9.1%	6.7%	9.3%	11.7%	13.9%
营业外收支	7	3	-1	-5	1	1
税前利润	488	577	472	723	1,029	1,439
利润率	9.5%	9.2%	6.7%	9.3%	11.7%	13.9%
所得税	-62	-90	-69	-101	-149	-214
所得税率	12.7%	15.6%	14.6%	14.0%	14.5%	14.9%
净利润	426	487	403	622	880	1,225
少数股东损益	1	2	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	425	485	401	620	878	1,223
净利率	8.3%	7.7%	5.7%	7.9%	10.0%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	426	487	403	622	880	1,225
少数股东损益	1	2	2	2	2	2
非现金支出	132	156	150	104	131	164
非经营收益	4	73	-44	-26	-12	-8
营运资金变动	-434	-219	163	190	-156	-248
经营活动现金净流	129	496	673	889	842	1,132
资本开支	-127	-179	-219	-268	-397	-417
投资	-2,265	-514	-454	-89	-39	-39
其他	-625	844	4	-10	-2	-3
投资活动现金净流	-3,017	152	-669	-367	-438	-458
股权募资	2,086	0	194	0	0	0
债权募资	45	4	-312	-47	20	20
其他	-51	-320	-26	-13	0	0
筹资活动现金净流	2,080	-315	-144	-60	20	20
现金净流量	-808	333	-141	462	425	694

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	489	870	719	1,182	1,606	2,301
应收款项	1,379	1,499	1,852	1,927	2,172	2,547
存货	763	823	1,023	1,274	1,415	1,580
其他流动资产	989	187	710	707	718	740
流动资产	3,620	3,380	4,304	5,089	5,912	7,168
%总资产	37.6%	34.0%	38.7%	41.7%	44.3%	48.1%
长期投资	338	842	1,043	1,142	1,191	1,239
固定资产	672	647	560	615	735	854
%总资产	7.0%	6.5%	5.0%	5.0%	5.5%	5.7%
无形资产	4,922	5,033	5,146	5,251	5,399	5,535
非流动资产	6,005	6,568	6,810	7,107	7,424	7,727
%总资产	62.4%	66.0%	61.3%	58.3%	55.7%	51.9%
资产总计	9,625	9,947	11,114	12,196	13,336	14,894
短期借款	74	692	456	400	410	420
应付款项	547	643	1,271	1,359	1,441	1,632
其他流动负债	256	265	352	787	956	1,088
流动负债	877	1,600	2,078	2,546	2,807	3,140
长期贷款	8	0	0	0	0	0
其他长期负债	706	135	130	123	121	122
负债	1,590	1,734	2,208	2,669	2,928	3,262
普通股股东权益	8,028	8,206	8,896	9,516	10,394	11,617
其中：股本	1,147	1,147	1,158	1,158	1,158	1,158
未分配利润	1,126	1,566	1,965	2,585	3,463	4,686
少数股东权益	6	8	10	12	14	16
负债股东权益合计	9,625	9,947	11,114	12,196	13,336	14,894

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.371	0.423	0.346	0.535	0.758	1.056
每股净资产	7.000	7.155	7.679	8.214	8.972	10.027
每股经营现金净流	0.113	0.433	0.581	0.767	0.727	0.977
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.29%	5.91%	4.51%	6.51%	8.45%	10.53%
总资产收益率	4.42%	4.88%	3.61%	5.08%	6.59%	8.21%
投入资本收益率	3.97%	5.13%	3.26%	5.02%	6.64%	8.91%
增长率						
主营业务收入增长率	78.81%	22.74%	12.55%	10.04%	12.85%	17.25%
EBIT增长率	221.43%	36.84%	-33.97%	61.90%	44.73%	50.13%
净利润增长率	504.84%	14.16%	-17.37%	54.54%	41.72%	39.24%
总资产增长率	7.60%	3.35%	11.72%	9.74%	9.34%	11.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.9	76.0	75.1	76.0	76.0	76.0
存货周转天数	62.2	61.0	64.8	87.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	16.1	19.4	27.7	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	47.7	36.7	28.7	28.8	30.6	30.4
偿债能力						
净负债/股东权益	2.74%	-1.63%	-8.35%	-13.24%	-16.11%	-20.29%
EBIT利息保障倍数	10.4	8.2	14.6	-366.1	-35.4	-35.8
资产负债率	16.52%	17.43%	19.87%	21.88%	21.96%	21.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	10
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.23

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH