

绿盟科技

股权激励提振亿赛通核心团队士气，调高评级至“推荐”

观点聚焦

投资建议

上调公司的评级至“推荐”，调高其目标价 65%至 66 元，对应市值为 240 亿元。

理由

股权激励计划将提振亿赛通核心团队的士气，预计亿赛通的经营将逐步回到正轨，其全年业绩仍有达到或接近此前承诺的可能。

(1) 公司拟向亿赛通的 44 名核心团队成员授予限制性股票 39.71 万股 (占公司总股本的 0.11%)，授予价格为 22.59 元；股权激励股票的解锁条件为 2015~2017 年公司归属净利润同比增速分别不低于 20%/20%/20%，解锁比例为 30%/30%/40%；

(2) 2014 年 9 月公司发布公告，拟以 4.98 亿元 (1.494 亿元现金+607 万股股票) 收购亿赛通 100% 股权，交易对手方承诺亿赛通 2014~2016 年净利润分别不低于 3,200/4,160/5,408 万元；

(3) 今年 8 月 14 日公司发布重大风险提示公告，亿赛通存在管理团队不稳定、业绩不达标等风险。我们假设亿赛通的业绩贡献为 0，不考虑商誉减值计提，下调公司 2015/2016 盈利预测至 1.58/2.42 亿元，并提示亿赛通业绩严重不达预期的风险；

(4) 此前公司已经改组亿赛通的管理团队，将 DLP 数据加密产品纳入母公司的销售渠道进行整合，预计股权激励计划的发布将提振亿赛通核心团队成员的工作热情。根据本次股权激励的解锁条件，公司 2015 年归属净利润增速将不低于 20%；考虑到亿赛通的收入具备较强的季节性，预计其经营将逐步恢复正常，今年有可能完成或接近完成此前的业绩承诺。

盈利预测与估值

上调公司 2015~2016 年营收预测分别至 8.59/10.27 亿元，同比分别增长 22.2%/19.7%，比原预测分别提高 1.3%/3.2%；归属净利润分别为 1.84/2.47 亿元，同比分别增长 27.4%/34.1%，比原预测分别提高 16.9%/26.3%；EPS 分别为 0.51/0.69 元。

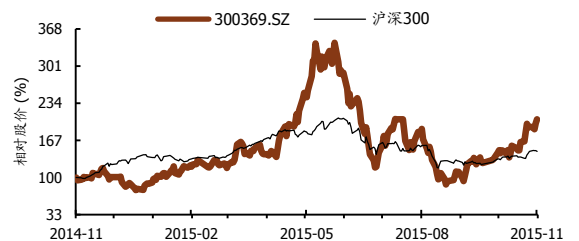
风险

(1) 信息安全行业需求不及预期或国产化落地速度不及预期；(2) 公司的外延扩张不及预期；(3) 板块系统性估值回调。

上调至推荐

股票代码 300369.SZ
 评级 ↑ 推荐
 最新收盘价 人民币 54.90
 目标价 人民币 66.00

52 周最高价/最低价 人民币 98.72~19.96
 总市值(亿) 人民币 197
 30 日日均成交额(百万) 人民币 469.05
 发行股数(百万) 358
 其中：自由流通股(%) 37
 30 日日均成交量(百万股) 10.42
 主营行业 软件及服务



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	623	703	859	1,027
增速	18.2%	12.8%	22.2%	19.7%
归属母公司净利润	111	145	184	247
增速	16.6%	30.7%	27.4%	34.1%
每股净利润	0.31	0.40	0.51	0.69
每股净资产	1.31	2.71	3.15	3.73
每股股利	0.06	0.08	0.10	0.14
每股经营现金流	0.03	0.28	0.43	0.59
市盈率	177.8	136.0	106.8	79.6
市净率	42.1	20.3	17.5	14.7
EV/EBITDA	151.0	112.4	87.4	62.8
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
平均总资产收益率	17.5%	14.8%	13.8%	15.6%
平均净资产收益率	26.8%	20.1%	17.6%	20.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

卢婷

分析员

ting.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513090003

SFC CE Ref: BCG257

张向光

分析员

xiangguang.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514030002



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	623	703	859	1,027	营业收入	18.2%	12.8%	22.2%	19.7%
营业成本	130	154	206	246	营业利润	-31.7%	62.9%	25.4%	18.6%
营业税金及附加	12	10	12	14	EBITDA	6.1%	31.7%	28.8%	38.1%
营业费用	161	191	232	277	净利润	16.6%	30.7%	27.4%	34.1%
管理费用	253	253	309	370	盈利能力				
财务费用	-3	-9	-12	-13	毛利率	79.1%	78.0%	76.0%	76.0%
其他	0	0	0	0	营业利润率	8.8%	12.7%	13.0%	12.9%
营业利润	55	89	112	132	EBITDA 利润率	20.7%	24.1%	25.4%	29.3%
营业外收支	64	70	91	139	净利率	17.7%	20.6%	21.4%	24.0%
利润总额	119	159	203	272	偿债能力				
所得税	8	14	18	25	流动比率	2.50	5.21	4.28	4.36
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	2.43	5.11	4.17	4.25
归属母公司净利润	111	145	184	247	现金比率	0.84	2.85	2.07	2.17
EBITDA	129	169	218	301	资产负债率	36.4%	20.6%	22.1%	21.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	225	604	578	726	回报率分析				
应收账款及票据	395	418	510	611	总资产收益率	17.5%	14.8%	13.8%	15.6%
预付款项	15	7	9	11	净资产收益率	26.8%	20.1%	17.6%	20.1%
存货	19	23	30	36	每股指标				
其他流动资产	14	52	66	77	每股净利润 (元)	0.31	0.40	0.51	0.69
流动资产合计	669	1,104	1,193	1,460	每股净资产 (元)	1.31	2.71	3.15	3.73
固定资产及在建工程	32	35	164	160	每股股利 (元)	0.27	0.21	0.10	0.14
无形资产及其他长期资产	24	63	67	71	每股经营现金流 (元)	0.03	0.28	0.43	0.59
非流动资产合计	66	119	253	252	估值分析				
资产合计	735	1,223	1,446	1,712	市盈率	177.8	136.0	106.8	79.6
短期借款	0	0	0	0	市净率	42.1	20.3	17.5	14.7
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	151.0	112.4	87.4	62.8
其他流动负债	268	212	279	335	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
流动负债合计	268	212	279	335					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	268	252	320	376					
股东权益合计	467	970	1,126	1,336					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	735	1,223	1,446	1,712					
现金流量表									
净利润	111	145	184	247					
折旧和摊销	13	19	28	43					
营运资本变动	91	107	48	64					
其他	-32	37	0	0					
经营活动现金流	12	99	152	213					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	19	58	161	42					
投资活动现金流	-19	-58	-161	-42					
股权融资	0	363	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-2	-13	0	0					
筹资活动现金流	0	339	-18	-23					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-8	379	-27	148					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

绿盟科技是国内领先的企业级网络安全解决方案供应商。主要服务于政府、电信运营商、金融、能源、互联网等领域的企业级用户，向用户提供网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并提供专业安全服务。公司建立并维护的全球最大的中文漏洞库已经成为业界广泛参考的标准，并承担了多项国家级重点科研项目。远程安全评估系统产品“极光”获英国西海岸实验室的 Checkmark 认证，入侵防御系统通过 NSS Lab 测试并获得最高级别的推荐认证。



图表 1：业绩预测变动表

	2015E			2016E		
	原有预测	现预测	变动比例	原有预测	现预测	变动比例
损益表						
营业收入	847	859	1.3%	995	1,027	3.2%
毛利	642	641	-0.2%	754	767	1.6%
营业费用	-229	-232	-1.3%	-269	-277	-3.2%
管理费用	-305	-309	-1.3%	-368	-370	-0.5%
营业利润	98	112	13.7%	130	132	1.9%
税前利润	173	203	16.9%	215	272	26.3%
所得税	-16	-18	-16.9%	-20	-25	-26.3%
净利润	157	184	16.9%	195	247	26.3%
现金流量表						
经营活动现金流净额	144	152	5.9%	168	213	26.4%
投资活动现金流净额	-161	-161	0.0%	-42	-42	0.0%
融资活动现金流净额	-18	-18	0.5%	-18	-23	-26.3%
货币资金增加额	-35	-27	24.3%	108	148	36.7%
资产负债表						
流动资产	1,173	1,193	1.8%	1,384	1,460	5.5%
固定资产	142	164	15.4%	138	160	15.9%
流动负债	263	279	6.1%	310	335	8.2%
总资产	1,403	1,446	3.0%	1,614	1,712	6.1%
财务指标						
主营业务利润率	75.8%	74.6%	-1.6%	75.8%	74.6%	-1.6%
息税前利润率	19.1%	22.2%	16.5%	20.4%	25.2%	23.6%
净利润率	18.6%	21.4%	15.4%	19.6%	24.0%	22.3%
净资产收益率	14.3%	16.3%	14.2%	15.5%	18.5%	19.4%
总资产收益率	11.2%	12.7%	13.5%	12.1%	14.4%	19.1%
总资产负债率	21.6%	22.1%	2.2%	21.7%	21.9%	1.1%
净资产负债率	-52.2%	-51.7%	0.9%	-53.9%	-54.6%	-1.2%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

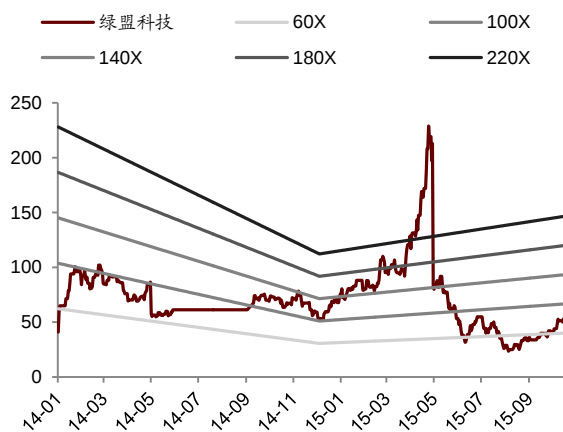


图表 2: 可比公司估值表

代码	公司	股价	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			P/E		
					2014	2015	2016	2014	2015	2016
002065	东华软件	24.30	380.2	325.1	0.68	0.74	0.79	35.7	32.8	30.8
600271	航天信息	55.91	516.3	516.3	1.28	1.69	1.99	43.7	33.1	28.1
002410	广联达	20.70	233.6	148.2	0.53	0.29	0.39	39.1	71.4	53.1
300212	易华录	48.66	179.9	147.2	0.45	0.54	0.77	108.1	90.1	63.2
300020	银江股份	14.02	91.4	80.5	0.28	0.31	0.38	50.1	45.2	36.9
300155	安居宝	18.20	99.5	48.6	0.23	0.08	0.11	79.1	227.5	165.5
000997	新大陆	25.90	243.1	238.7	0.29	0.45	0.56	89.3	57.6	46.3
600588	用友网络	33.52	489.3	469.8	0.47	0.42	0.45	71.4	79.8	74.5
300166	东方国信	39.32	222.1	134.8	0.24	0.45	0.56	163.8	87.4	70.2
300075	数字政通	35.33	134.8	88.8	0.32	0.40	0.55	112.2	88.3	64.2
002153	石基信息	131.49	406.5	214.4	1.24	1.35	1.51	106.0	97.4	87.1
300367	东方网力	76.46	228.0	113.8	1.14	0.67	1.37	67.1	114.1	55.8
002368	太极股份	65.52	272.3	236.8	0.47	0.55	0.69	139.4	119.1	95.0
300036	超图软件	39.01	76.4	59.2	0.23	0.29	0.37	169.6	134.5	105.4
300168	万达信息	30.45	305.0	298.0	0.19	0.24	0.31	160.3	126.9	98.2
600570	恒生电子	74.93	462.9	462.9	0.58	0.00	1.00	129.2	-	74.9

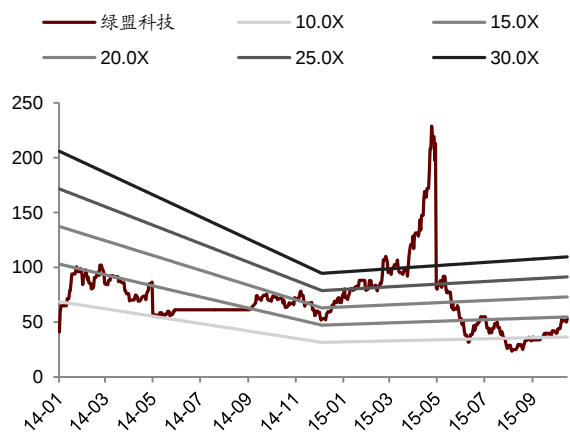
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: P/E band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: P/B band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

