

强烈推荐-A (维持)

绿盟科技 300369.SZ

目标估值: 44.85 元

当前股价: 35.52 元

2016 年 03 月 04 日

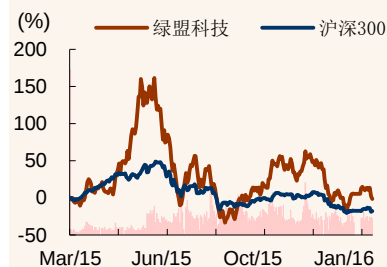
融合软件定义网络，打造云安全版图

基础数据

上证综指	2767
总股本 (万股)	36405
已上市流通股 (万股)	11774
总市值 (亿元)	126
流通市值 (亿元)	41
每股净资产 (MRQ)	4.0
ROE (TTM)	9.4
资产负债率	13.8%
主要股东	INVESTOR AB
主要股东持股比例	21.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	21	9
相对表现	-2	23	26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《绿盟科技 (300369) 一亿赛通事件被较好解决，内生增速预计处于拐点》2016-03-01
- 2、《绿盟科技 (300369) 一全面布局安全云服务，商业模式转型加速》2015-12-25
- 3、《绿盟科技 (300369) 一参股杭州邦盛布局互联网金融安全，应用安全打开新天地》2015-06-04

张良勇

0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

研究助理

黄斐玉

huangfeiyu@cmschina.com.cn

绿盟科技投资北京阿波罗云信息科技有限公司，双方将通过软件定义网络，在抗 DDoS 攻击，网络数据云清洗上开展深度的产品合作。公司投资标的质地极为重视，有望形成在云安全上全球化的强大竞争力。目标价 44.85 元。

- **事件:** 绿盟以自有资金 850 万元增资神州绿盟，并投资北京阿波罗云信息科技有限公司，持有其 15.89% 的股权。
- **云计算离不开软件定义网络 (SDN)。** 软件定义网络是软件定义数据中心的核心环节之一。传统的网络资源由大量网络设备组成，传输协议不同，状态不同，动一发而牵全省，无法适应云计算。软件定义网络就是云计算在网络设备端的一种实现框架，把物理网络设备抽象成逻辑资源，并进行动态编程、优化，满足云计算用户弹性的、可扩展的需求。技术上讲其通过把网络设备的数据层、控制层、应用层进行逻辑分离，并提供开放接口供用户调用，并实现这些资源的大规模管理和部署。我国云计算收入占 IT 总支出比重接近 10%，且渗透速度在加快，软件定义网络预计将进入爆发性发展阶段。
- **阿波罗云以技术为核心优势，市场开拓加速。** 阿波罗云基于软件定义网络的技术架构，与大数据分析技术结合，向大型运营商和互联网企业提供网络优化、网络质量优化、网络资源及流量调度等产品。其核心优势在于，不用增加基础网络硬件设备就能大幅提升网络速度和质量，节省运营成本，已在多个省份落地。运营商面临提速降费的政策目标，通过技术手段提升用户体验的需求极为强烈，绿盟有望与阿波罗共同打造优势产品，加速新领域开拓。
- **充分挖掘优质标的打造云安全版图。** 此次投资阿波罗云充分体现公司对于云计算领域的敏锐把握与投入决心。由于内在的技术基因，公司寻找的投资标的必定在某个细分领域具有核心竞争力，并能与绿盟云安全发展版图产生协同互补。本此投资后双方将通过软件定义网络，在抗 DDoS 攻击，网络数据云清洗上开展深度的产品合作。公司投资标的质地极为重视，而国内具有核心技术实力的公司为数已然不多。预计公司将日益重视在对海外标的的挖掘，形成在云安全上全球化的强大竞争力。

财务数据与估值

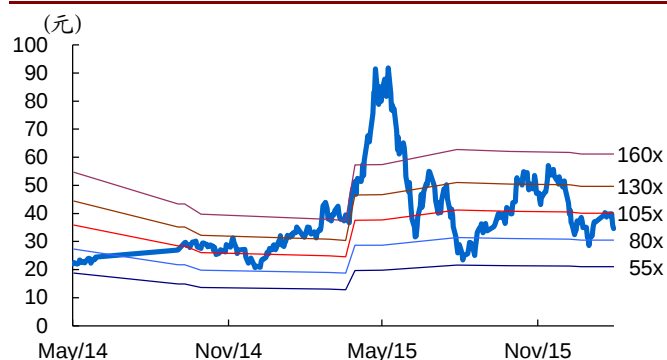
会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	623	703	889	1226	1728
同比增长	18%	13%	26%	38%	41%
营业利润(百万元)	55	89	148	227	322
同比增长	-32%	63%	67%	53%	42%
净利润(百万元)	111	145	200	273	360
同比增长	17%	31%	38%	37%	32%
每股收益(元)	1.47	1.07	0.56	0.68	0.90
PE	23.5	32.4	62.2	50.6	38.4
PB	5.6	4.8	9.2	8.5	7.2

资料来源: 公司数据、招商证券

“强烈推荐-A”投资评级。考虑增发摊薄，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.56 元/0.68 元/0.90 元，分别对应 62/51/38 倍 PE。目标价 44.85 元。

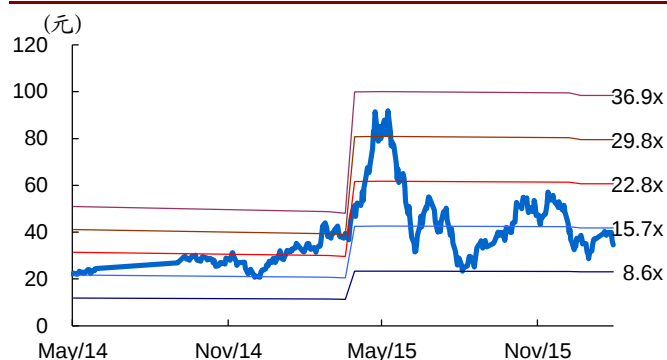
风险提示：销售渠道拓展战略推进不及预期，对外投资并购进程不及预期

图 1: 绿盟科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 绿盟科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《绿盟科技(300369)——亿赛通事件被较好解决，内生增速预计处于拐点》2016-03-01
- 2、《绿盟科技(300369)——全面布局安全云服务，商业模式转型加速》2015-12-25
- 3、《绿盟科技(300369)——参股杭州邦盛布局互联网金融安全，应用安全打开新天地》2015-06-04
- 4、《绿盟科技(300369)——参股金山安全打造云网端安全，小微企业市场布局迈出重要一步》2015-05-20
- 5、《绿盟科技(300369)——盈利拐点期来临，运营模式可期》2015-05-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	669	1104	1430	1783	2164
现金	225	608	857	990	1046
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	13	45	57	79	111
应收款项	382	373	439	606	856
其它应收款	9	42	36	49	69
存货	19	23	29	39	55
其他	20	13	14	19	27
非流动资产	66	119	207	169	154
长期股权投资	0	10	10	10	10
固定资产	32	35	99	65	51
无形资产	6	41	63	61	62
其他	28	33	35	33	31
资产总计	735	1223	1637	1952	2318
流动负债	268	212	238	290	365
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	68	77	97	134	188
预收账款	16	20	25	35	49
其他	184	116	116	121	127
长期负债	0	41	41	41	41
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	41	41	41	41
负债合计	268	252	279	330	405
股本	75	135	360	400	400
资本公积金	41	361	361	361	361
留存收益	352	474	637	860	1153
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	467	970	1358	1621	1913
负债及权益合计	735	1223	1637	1952	2318

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	12	99	162	149	132
净利润	111	145	200	273	360
折旧摊销	18	25	29	62	43
财务费用	0	5	(15)	(18)	(20)
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	#VALU	(80)	(57)	(180)	(270)
其它	#VALU	5	5	13	19
投资活动现金流	(19)	(58)	(116)	(24)	(28)
资本支出	(19)	(49)	(113)	(24)	(28)
其他投资	0	(10)	(3)	0	0
筹资活动现金流	0	339	202	9	(48)
借款变动	5	(91)	0	0	0
普通股增加	0	60	224	40	0
资本公积增加	0	320	0	0	0
股利分配	0	0	(37)	(50)	(68)
其他	(5)	49	15	18	20
现金净增加额	(7)	380	248	133	56

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	623	703	889	1226	1728
营业成本	130	154	193	264	368
营业税金及附加	12	10	12	17	24
营业费用	161	191	232	323	460
管理费用	253	253	307	402	563
财务费用	(3)	(9)	(15)	(18)	(20)
资产减值损失	14	14	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	55	89	148	227	322
营业外收入	64	70	72	73	75
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	119	159	220	300	396
所得税	8	14	20	27	36
净利润	111	144	200	273	360
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	111	145	200	273	360
EPS (元)	1.47	1.07	0.56	0.68	0.90

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	18%	13%	26%	38%	41%
营业利润	-32%	63%	67%	53%	42%
净利润	17%	31%	38%	37%	32%
获利能力					
毛利率	79.1%	78.0%	78.2%	78.4%	78.7%
净利率	17.7%	20.6%	22.5%	22.3%	20.9%
ROE	23.6%	14.9%	14.7%	16.8%	18.8%
ROIC	10.4%	7.5%	8.9%	11.7%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	36.4%	20.6%	17.0%	16.9%	17.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	5.2	6.0	6.2	5.9
速动比率	2.4	5.1	5.9	6.0	5.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7
存货周转率	8.2	7.4	7.6	7.8	7.8
应收帐款周转率	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4
应付帐款周转率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.47	1.07	0.56	0.68	0.90
每股经营现金	0.16	0.73	0.45	0.37	0.33
每股净资产	6.23	7.17	3.78	4.06	4.79
每股股利	0.00	0.27	0.14	0.17	0.23
估值比率					
PE	23.9	32.9	63.2	51.4	39.0
PB	5.6	4.9	9.3	8.7	7.3
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇：招商证券研发中心执行董事，2006~2012 年《新财富》电子行业最佳分析师。

黄斐玉：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。具有摩托罗拉、联想集团等 IT 公司产品研发，技术预研等领域多年工作经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。