

计算机应用

蓝盾股份 (300297.SZ) / 23.86 元

并购协同效应&渠道合作模式，增长新推力

事项

近日我们参加蓝盾股份组织的联合调研，公司总经理、董秘、副总、财务总监以及此次重大资产重组方华炜科技董事长均参加了交流。

主要观点

1. 蓝盾股份信安业务直接受益于国家信息安全战略升级

从蓝盾股份历次的财报看，公司是主要立足华南市场、来自政府的营收占比过半，为客户提供网络安全产品、安全服务、安全集成、安全培训的信息安全企业。网安小组成立，将安全与信息化提到同等重要的高度上。各行业客户在信息化系统建设或升级时更注重信息安全规划与设计，特别是分保用户需求开始提速，促进了公司的业务增长。今年前三季度公司营收同比增长 61.7%，三季度单季营收同比增长 130.6%。

2. 并购华炜科技，公司的信息安全业务链从网络安全、数据安全纵向延伸至物理安全层面并将增厚公司业绩

华炜科技所处行业为电磁安防行业，在信息安全中属于物理安全范畴。华炜科技通过“产品+服务”的模式，提供电磁安防产品与电磁安防工程全覆盖的整体解决方案，客户群体主要集中于军工及航空航天、轨道交通、通信等市场。在军工领域，华炜科技是部分军工装备承制总承包方客户在武器雷达产品列装配套上的核心配套供应商之一，也是目前我国军用机动及阵地雷达电磁安防的主要供应商之一。在航空航天领域，华炜科技是国内空管领域电磁安防最大的供应商之一。在轨道交通领域，华炜科技是国内铁路通信及信号系统电磁安防的主要供应商之一。

如此次并购成功，将纵向延伸公司的信息安全产业链。按华炜的业绩承诺，15-17 年的净利润不低于 3600、4500、5300 万元，按并购完成的总股本计算，将增厚公司 15-17 年 EPS: 0.16、0.20、0.24 元。

此次并购配套资金募集 1.3 亿元全部是面向大股东和员工持股计划，增发价格 17.96 元，且锁定期 36 个月，这也显示了公司上下对未来发展的信心。

(并购方案见图表 1，华炜收入结构见图表 2)

3. 市场拓展模式改变和华炜协同效应有望推动 15 年营收规模快速增长

一直以来，公司的营收占比中，90%多是来自于华南市场。今年下半年公司开始改变市场拓展模式，分区域、分行业寻找合作伙伴，捆绑式、排他性

证券分析师：李虹蓉
 执业编号：S0360511080001
 Tel: 0755-83024576
 Email: lihongrong@hcqz.com

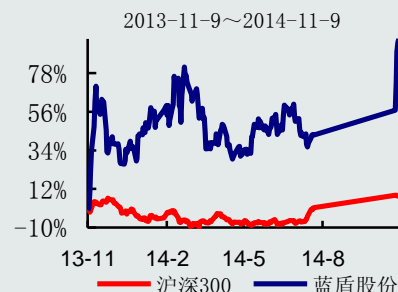
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	19600
流通 A 股/B 股(万股)	11065/0
资产负债率(%)	35.7
每股净资产(元)	3.67
市盈率(倍)	113.27
市净率(倍)	6.50
12 个月内最高/最低价	25.23/11.79

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

的渠道合作模式将有利于公司在有效控制销售费用的情况下拓展全国市场，目前合作伙伴已初具规模，有望推动 15 年营收规模的增长。

- 蓝盾股份的客户集中在政府和教育，而华炜科技的客户主要在军工及航空航天、轨道交通，协同效应下，有利于蓝盾股份现有业务快速切入华炜覆盖的领域，实现横向拓展，推动公司营收增长。

我们认为，不考虑并购并表，公司 15 年营收规模实现 30%以上增长是大概率事件。

4. 并购将成为公司常态化工作，并购带来外延式增长的可能仍存

经过此次并购，公司积累了经验，也形成了专门的团队，未来公司将把并购作为常态化工作，积极寻求外延式增长。考虑本次并购增加的股本，公司当前市值 53 亿元，仍处于外延式增长的黄金阶段，即是说如有较大的并购给公司带来的增长弹性会较大。

5. 投资建议

并购华炜科技，公司信息安全产品和服务横跨网络安全、数据安全、物理安全，受益于当前分保用户和等保用户的安全需求增长。营销模式转向渠道合作模式以及和华炜科技的协同效应，有利于公司拓展全国市场。并购作为公司常态化工作仍将有可能为公司未来带来增长弹性。

预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.21 元、0.32 元和 0.45 元，对应 PE 为 113、76、53 倍。如考虑明年下半年并购完成并表后股本增至 2.206 亿股计算，2015~2016 年 EPS 分别为 0.38、0.6 元，对应 PE63、40 倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

风险提示

1. 公司市场拓展不达预期
2. 本次并购重组尚待审批，业绩承诺不达预期

图表 1 蓝盾股份重大资产重组收购华炜科技 100%股权及募集配套资金方案

并购标的	交易总价	对价方案	单 价 (元)	发行对象	
收购华炜科技 100%股权	3.9 亿元	现金支付 7800 万元	-	华炜科技原股东	
		股份支付 17371930 股	17.96		
募集配套资金	1.3 亿元	发行股份 7238305 股	17.96	柯宗庆	3062360 股
				柯宗贵	3062360 股
				员工持股计划	1113585 股
合计增发股份		24610235 股	重组完成总股本		220610235 股
年度		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
业绩承诺 (万元) - 不低于		2800	3600	4500	5300
增厚 EPS (按增发后总股本)		0.13	0.16	0.20	0.24

资料来源: 公司公告 华创证券

图表 2 华炜科技收入结构

项目	2014 年1-7 月		2013 年度		2012 年度	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
电力	663.88	351.90	575.09	333.36	857.59	497.94
军工及航空航天	1,828.17	1,283.15	5,978.61	4,469.39	3,784.80	2,676.72
民用	1,176.78	742.38	2,217.69	1,357.58	1,643.62	987.62
铁路	3,347.95	1,965.83	4,332.55	2,337.52	3,131.24	2,120.05
通信	1,936.62	1,379.26	2,221.53	1,419.10	4,233.31	2,820.24
合计	8,953.40	5,722.51	15,325.46	9,916.96	13,650.56	9,102.57

资料来源: 公司公告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	662	686	795	905
现金	409	353	312	233
应收账款	205	276	414	579
其它应收款	13	9	10	11
预付账款	16	11	10	12
存货	20	37	50	69
其他	0	0	0	0
非流动资产	426	438	437	426
长期投资	0	0	0	0
固定资产	165	308	275	242
无形资产	62	76	90	107
其他	200	55	72	76
资产总计	1089	1125	1232	1331
流动负债	308	287	369	439
短期借款	163	131	147	139
应付账款	82	113	169	236
其他	63	43	53	63
非流动负债	96	114	148	161
长期借款	70	93	124	139
其他	26	21	24	22
负债合计	404	401	517	600
少数股东权益	4	4	4	4
股本	196	196	196	196
资本公积金	312	312	247	182
留存收益	173	211	268	349
归属母公司股东权益	681	719	711	727
负债和股东权益	1089	1125	1232	1331

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	50	13	19	26
净利润	32	41	62	88
折旧摊销	26	29	37	37
财务费用	7	3	13	15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-70	-87	-114
其它	9	10	-5	-1
投资活动现金流	-125	-55	-24	-24
资本支出	-140	-55	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	15	-0	-24	-24
筹资活动现金流	31	-14	-37	-80
短期借款	63	-31	16	-8
长期借款	-10	23	31	15
普通股增加	98	0	0	0
资本公积增加	-98	0	-65	-65
其他	-22	-6	-18	-22
现金净增加额	-44	-56	-41	-79

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	395	563	844	1182
营业成本	250	355	536	751
营业税金及附加	2	5	6	9
营业费用	29	41	57	80
管理费用	91	124	173	242
财务费用	7	3	13	15
资产减值损失	6	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	11	32	52	79
营业外收入	28	17	20	23
营业外支出	3	1	1	2
利润总额	36	48	71	100
所得税	4	6	9	13
净利润	32	41	62	88
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	41	62	88
EBITDA	64	80	121	153
EPS 摊薄（元）	0.16	0.21	0.32	0.45

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	14.5%	42.4%	50.0%	40.0%
营业利润	-77.5%	176.6%	65.5%	51.2%
归属母公司净利润	-45.0%	29.2%	49.6%	42.1%
获利能力				
毛利率	36.9%	37.0%	36.5%	36.5%
净利率	8.1%	7.3%	7.3%	7.4%
ROE	4.8%	5.9%	8.6%	12.1%
ROIC	3.6%	4.5%	7.3%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	37.1%	35.7%	42.0%	45.1%
净负债比率	57.67%	56.01%	52.54%	46.39%
流动比率	2.15	2.39	2.15	2.06
速动比率	2.09	2.26	2.02	1.90
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.51	0.72	0.92
应收帐款周转率	2.17	2.34	2.45	2.38
应付帐款周转率	3.58	3.65	3.81	3.70
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.21	0.32	0.45
每股经营现金	0.25	0.07	0.10	0.13
每股净资产	3.47	3.67	3.63	3.71
估值比率				
P/E	146.31	113.27	75.70	53.28
P/B	6.87	6.50	6.58	6.44
EV/EBITDA	12.44	57.44	38.63	31.02

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hcqzq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcqzq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hcqzq.com
	梁岩涛	机构销售经理	010-66500815	zhangchunhui@hcqzq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hcqzq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hcqzq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcqzq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-82828570	konglingyao@hcqzq.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hcqzq.com
	余洋	机构销售经理	0755-82027731	yuyang1@hcqzq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hcqzq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hcqzq.com
上海	戴莉	机构销售总监	021-50497772	daili@hcqzq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcqzq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcqzq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hcqzq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hcqzq.com
	孙洁	机构销售助理	021-50157561	sunjie@hcqzq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjianian@hcqzq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558