

2017年05月02日

公司研究

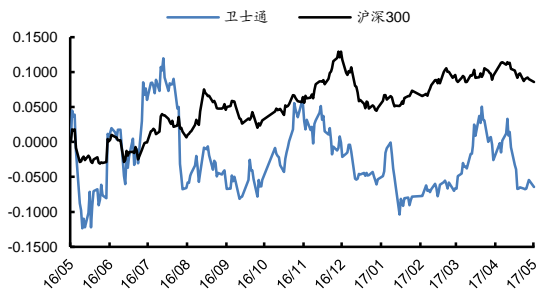
评级：增持（首次覆盖）

研究所  
证券分析师：孔令峰  
S0350512090003  
010-68366838  
证券分析师：宝幼琛  
S0350517010002  
baoyc@ghzq.com  
联系人：孙乾 S0350116100016  
021-58922351 sunq01@ghzq.com.cn

## 费用增加影响业绩，积极发展自主可控产品

### 卫士通（002268）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
卫士通	-3.9	1.5	-6.4
沪深300	-0.9	1.1	8.5

#### 市场数据 2017-04-28

当前价格（元）	31.40
52周价格区间（元）	28.21 - 37.50
总市值（百万）	16452.34
流通市值（百万）	10821.45
总股本（万股）	52396.00
流通股（万股）	34463.23
日均成交额（百万）	210.51
近一月换手（%）	19.61

#### 相关报告

#### 事件：

公司公告：2016年公司实现营收18亿元，同比增长12.21%。实现归母净利润1.56亿元，同比增长4.69%。一季度实现营业收入1.2亿元，同比下降32.11%，归母净利润亏损1亿元，同比下降137%。

#### 投资要点：

- **公司费用加大影响利润增长：**公司2016年销售费用同比增加37.2%，主要是公司引进大量销售技术人员，叠加薪酬上涨导致人力成本上升较快。公司技术人员达到1412人，同比增加26%。费用的上升拖累利润增速低于营收增速。
- **发展高端芯片及整机产品，产品结构升级：**公司立足优势密码产品，积极发展整机产品，和中移动、华为等合作推出尊御Mate8、Mate9 4G VoLTE安全手机，自主研发的龙御系列计算机已通过MTBF认证，中标多省试点项目。此外公司深耕电子政务军工市场，积极朝行业解决方案提供商转型。
- **完成增发，提升竞争力：**公司通过非公开增发募集资金26.9亿元，用于新型商用密码、安全智能手机、国产自主可控终端等项目，助力公司完成从芯片、终端到解决方案的完整布局。在国家对自主可控日益重视的背景下，公司此举能够有效增强产品及资金实力。并且公司大股东中国电科及中国网安认购5亿元，体现对公司发展信心。公司是信息安全国家队，积极朝行业安全解决方案提供商转变，增发完成能够有效提升竞争力。
- **盈利预测和投资评级：**首次覆盖给予“增持”评级。预计公司2017-2019年eps为0.39、0.54、0.69元，对应市盈率分别为80X、58X、45X。首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**（1）相关项目落地不及预期的风险；（2）市场系统性风险。

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1799	2393	2943	3531
增长率(%)	12%	33%	23%	20%
净利润(百万元)	156	203	282	359
增长率(%)	5%	30%	39%	27%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.39	0.54	0.69
ROE(%)	9.90%	11.69%	14.32%	15.90%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 卫士通盈利预测表

2017-04-2									
证券代码:	002268.SZ		股价:	31.40	投资评级:	增持	日期:	8	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	10%	12%	14%	16%	EPS	0.36	0.39	0.54	0.69
毛利率	35%	36%	36%	36%	BVPS	3.44	3.11	3.49	3.97
期间费率	26%	24%	21%	21%	<b>估值</b>				
销售净利率	9%	8%	10%	10%	P/E	86.28	80.14	57.83	45.35
<b>成长能力</b>					P/B	9.02	9.98	8.90	7.82
收入增长率	12%	33%	23%	20%	P/S	7.47	6.80	5.53	4.61
利润增长率	5%	30%	39%	27%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.49	0.58	0.63	0.67	营业收入	1799	2393	2943	3531
应收账款周转率	1.34	1.37	1.37	1.37	营业成本	1165	1528	1897	2273
存货周转率	6.05	7.25	7.25	7.25	营业税金及附加	15	21	25	30
<b>偿债能力</b>					销售费用	177	189	235	283
资产负债率	57%	58%	58%	57%	管理费用	271	316	350	396
流动比	1.06	1.12	1.19	1.27	财务费用	6	39	18	19
速动比	0.96	1.03	1.08	1.15	其他费用/(-收入)	(46)	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	120	301	417	531
现金及现金等价物	524	509	535	680	营业外净收支	77	0	0	0
应收款项	1340	1750	2152	2582	利润总额	196	301	417	531
存货净额	193	214	297	356	所得税费用	23	75	104	133
其他流动资产	84	124	152	183	净利润	173	225	312	398
<b>流动资产合计</b>	<b>2140</b>	<b>2596</b>	<b>3136</b>	<b>3801</b>	少数股东损益	17	22	31	39
固定资产	268	267	265	261	归属于母公司净利润	156	203	282	359
在建工程	1123	1123	1125	1128	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
无形资产及其他	10	10	9	8	经营活动现金流	(137)	89	164	314
长期股权投资	25	25	25	25	净利润	173	225	312	398
<b>资产总计</b>	<b>3649</b>	<b>4104</b>	<b>4643</b>	<b>5306</b>	少数股东权益	17	22	31	39
短期借款	829	829	829	829	折旧摊销	29	22	23	25
应付款项	802	1024	1271	1522	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	40	54	66	79	营运资金变动	(357)	(181)	(203)	(149)
其他流动负债	356	410	462	569	投资活动现金流	(634)	1	0	1
<b>流动负债合计</b>	<b>2026</b>	<b>2316</b>	<b>2627</b>	<b>2999</b>	资本支出	(1122)	1	0	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(8)	0	0	0
其他长期负债	50	50	50	50	其他	496	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	筹资活动现金流	756	(61)	(84)	(107)
<b>负债合计</b>	<b>2077</b>	<b>2366</b>	<b>2677</b>	<b>3049</b>	债务融资	804	0	0	0
股本	433	524	524	524	权益融资	1	0	0	0
股东权益	1573	1738	1966	2258	其它	(48)	(61)	(84)	(107)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3649</b>	<b>4104</b>	<b>4643</b>	<b>5306</b>	现金净增加额	(15)	29	80	208

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【计算机组介绍】

孔令峰，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

## 【分析师承诺】

孔令峰、宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。