

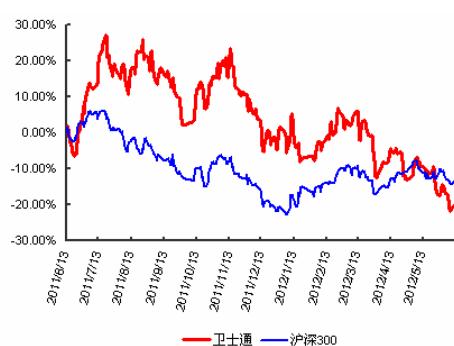
2012年6月11日

研究员: 侯卜魁
 执业证书编号: S0910512040001
 电话: 021-62448025
 Email: houbokui@casstock.com

当前价格	12.62元
目标价格	16.75元
目标期限	6个月

市场数据	
总股本 (万)	17,271.21
总市值 (亿)	21.80
流通比率	58.70%

股价表现



卫士通 (002268)

业绩增长稳定 估值优势明显

公司评级: 买入

安全集成业务市场空间巨大。据赛迪咨询预测, 2012年和2013年中国信息安全市场规模将达到155亿和187亿, 同比增速约分别为19.3%和20.2%, 行业增速逐渐提高, 信息安全行业有着较好的发展前景。与传统的系统集成业务相比, 公司的安全集成业务更加重视信息安全, 运用了更全面的信息安全设备。2011年, 公司安全集成与服务业务毛利率下降源于两大原因, 一是市场竞争逐渐加强; 二是安全集成项目的结构差异, 使用自有产品和系统的不同比例将直接影响项目的毛利率。

单机产品增长快速, 同时毛利率基本稳定。单机产品贡献了公司收入和利润的大部分, 其中以密码技术为核心的单机产品约占一半的比重。单机产品稳定的高毛利率体现了公司核心技术的竞争优势。

政府和军工行业信息安全建设稳步增长。我国等分级保护市场的建设和推广力度在2012年会继续加大。公司对等分级保护市场的增长前景持比较乐观的态度, 看好市场进一步的拓展前景, 政府和军工行业的业务增长未来将会维持在较为稳定的水平。

电力行业信息安全设备需求高速增长。公司2011年在电力系统专用安全设备市场保持了领先优势。纵向加密认证装置在国家电网各区域获得若干重大合同; 公司的服务器密码机被国家电网公司指定为唯一的密码机品牌供应商; 同时公司以配网自动化安全防护科研项目为突破口, 通过南方电网进入电力配网市场, 占据了市场先机。

智能电网领域, 公司前期做的主要是电力主干网, 目前配电网市场刚刚起步, 后续空间巨大。同时, 公司在核电市场进行了较大的前期投入, 未来前景值得期待。在电力行业, 公司的投入主要发生在前期, 这使得毛利率在中后期将会有所上升。电力行业已经有效检验了公司在工业控制安全方面的技术实力, 工业控制安全业务未来有望逐步拓宽到能源、铁路等其他需求较急迫行业。

其他业务逐渐改善。公司的数据加密机在金融行业占有一定比重。在银行卡换代进程中，相关的加密设备与密钥管理设备需求将会明显增加，这有助于促进公司安全产品在金融行业的应用。

随着移动支付业务的稳步推进，2012 年子公司魔宝科技的业绩有望得到改善。

公司基于不乐观的宏观经济前景，保守预期其 2012 年的收入增长为 20%。由于偏弱的经济环境有可能使政府采取更宽松的财政政策，而公司的客户主要为政府、军工和国企等，这将有助于改善公司业绩。

公司的增值税退税进程慢于预期，2011 年约有 5 个月的退税会延后在 2012 年下发，这将明显增厚公司 2012 年的业绩。

盈利预测与估值。我们预计公司 2012、2013、2014 年营收分别为 6.99 亿、9.46 亿和 12.60 亿，归属于母公司股东净利润分别为 1.16 亿、1.49 亿和 1.94 亿，EPS 分别为 0.67 元、0.86 元和 1.12 元，EPS 同比增速分别为 34.18%、28.13% 和 30.54%，复合增速为 30.84%。基于公司在信息安全领域的领导地位和较好的业绩增长前景，我们谨慎给予公司 2012 年 25 倍 PE，从而公司股票的合理估值约为 16.75 元，相对目前市场价格约有 32.73% 的上涨空间，给予其买入评级。

风险提示：1、市场竞争加剧。

表 1：公司各项业务收入和毛利预测

单位：万元

业务	项目	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
政府部门	收入	18,107.57	28,087.71	40,727.18	57,018.05	77,544.55
	同比增速	39.10%	55.12%	45%	40%	36%
	毛利率	61.97%	56.67%	56%	55%	54%
军工等 大企业 集团	收入	7,208.50	10,215.88	14,302.23	19,451.04	25,869.88
	同比增速	45.03%	41.72%	40%	36%	33%
	毛利率	42.27%	42.93%	42.00%	41.00%	40.00%
电力企 业	收入	4,600.91	5,783.57	7,807.82	10,540.55	14,229.75
	同比增速	111.87%	25.70%	35%	35%	35%
	毛利率	83.81%	73.38%	73%	74%	75%
金融企 业	收入	4,189.10	3,889.39	4,083.86	4,288.06	4,502.46
	同比增速	10.41%	-7.15%	5%	5%	5%
	毛利率	80.90%	85.94%	80%	80%	80%
其他企 业	收入	3,697.91	2,845.41	2,987.68	3,286.45	3,779.42
	同比增速	26.71%	-23.05%	5%	10%	15%
	毛利率	47.70%	65.54%	50%	50%	50%
综合	收入	37,803.99	50,821.97	69,908.78	94,584.15	125,926.06
	同比增速	40.68%	34.44%	37.56%	35.30%	33.14%
	毛利率	61.57%	58.55%	56.18%	55.20%	54.31%

数据来源：公司公告、航天证券研发部

表 2：公司利润表预测

单位：万元

项目	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
营业收入	37,812.56	50,835.90	69,929.75	94,612.53	125,963.84
营业成本	14,530.48	21,073.05	30,643.17	42,388.33	57,557.32
营业税金及附加	533.07	716.64	986.01	1,334.04	1,776.09
销售费用	7,399.45	8,504.99	11,188.76	14,854.17	19,524.39
管理费用	8,590.53	11,375.49	15,454.47	20,672.84	27,334.15
财务费用	-146.72	-260.38	-150.00	-50.00	0.00
资产减值损失	963.18	812.46	1,000.00	1,100.00	1200.00
投资净收益	0	185.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,942.57	8,798.84	10,807.34	14,313.16	18,571.88
营业外收入	1,846.54	1,996.12	3,756.69	4,352.18	5,794.34
营业外支出	20.91	4.56	20.00	30.00	40.00
利润总额	7,768.21	10,790.41	14,544.03	18,635.33	24,326.21
所得税	743.79	1,815.33	2,327.04	2,981.65	3,892.19
净利润	7,024.42	8,975.08	12,216.98	15,653.68	20,434.02
少数股东损益	513.89	325.46	610.85	782.68	1,021.70
归属于母公司所有者的净利润	6,510.52	8,649.62	11,606.14	14,871.00	19,412.32
EPS（元）	0.38	0.50	0.67	0.86	1.12
同比增速	80.48%	32.86%	34.18%	28.13%	30.54%

数据来源：公司公告、航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入： 相对强于基准表现 20%以上

增持： 相对强于基准表现 10~20%

中性： 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持： 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好： 行业超越基准整体表现

中性： 行业与基准整体表现持平

看淡： 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

航天证券有限责任公司

地址：上海市曹杨路 430 号

电话：021-62446688

网址：www.casstock.com