

信息安全
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人: 熊丹

S0960112060046

0755-82026849

xiongdan@china-invs.cn

6-12个月目标价: 15.93元

当前股价: 11.69元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2161.19
总股本(百万)	172
流通股本(百万)	161
流通市值(亿)	18
EPS	0.50
每股净资产(元)	2.98
资产负债率	20.97%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
卫士通	-4.49	-21.96	-25.07
信息服务	-8.69	-13.90	-7.43
沪深300指数	-6.55	-7.00	0.23


相关报告
卫士通
002268
强烈推荐
具备商用密码全资质, 业绩企稳回升

近期调研了卫士通, 上半年公司订单情况比去年同期略差, 但是比市场预期要好, 二季度盈利基本和去年持平, 低谷已过。下半年迎来传统招标旺季, 业绩具备一定弹性, 目前估值较低, 建议投资者重点关注。

投资要点:

- 国内最大的密码信息安全产品提供商。卫士通是国内密码信息安全领域的龙头企业, 是国内4家具备商用密码科研资质的单位之一, 在密码信息安全领域处于绝对领先地位, 信息加密/身份认证产品的市场占有率为国内第一。客户为政府、军工、电力和金融等大型国企, 未来主要为市场纵深, 行业拓展(石化、能源等), 云安全等。
- 公司密码机等信息安全产品大多融入到了客户的业务系统当中, 具有很强的不可替代性。传统的信息安全产品(UTM、入侵检测、防火墙等)大多应用于企业的IT网络系统, 保证网络系统的安全, 产品相对标准化, 客户黏性不高。卫士通的产品主要应用在业务系统之中的敏感信息传输, 产品定制化程度高, 难以被替代, 能够保持长期竞争力。
- 等级保护市场逐步进入快速增长期, 分级保护市场奠定龙头地位。等级保护主要面向国内的信息敏感行业, 如政府、电力、石化、能源、金融等, 市场空间达百亿。目前等级保护市场逐步开展, 考虑到等级保护从保护级别最高的单位开始做, 保护级别越低的单位越多, 市场空间越大, 所以市场是逐步加速的。分级保护主要面向涉密单位, 公司市场占有率为第一, 奠定了龙头地位, 军工行业处于建设高峰期, 政府市场正在启动。
- 随着新管理层到位, 内部整顿基本完成, 公司业务已经逐步回归正轨。公司二季度单季实现净利润1200万-2000万, 业绩改善明显。管理层今年依然会进一步加强费用控制, 集成业务占比有所上升, 预计全年毛利率下降2pt., 期间费用率和去年持平。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	508	602	808	1043
收入同比(%)	34%	18%	34%	29%
归属母公司净利润	86	102	130	170
净利润同比(%)	33%	17%	28%	30%
毛利率(%)	58.5%	56.3%	57.2%	56.9%
ROE(%)	16.8%	16.7%	18.4%	20.2%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.75	0.98
P/E	23.80	20.27	15.79	12.14
P/B	4.00	3.39	2.91	2.46
EV/EBITDA	19	18	13	10

资料来源: 中投证券研究所

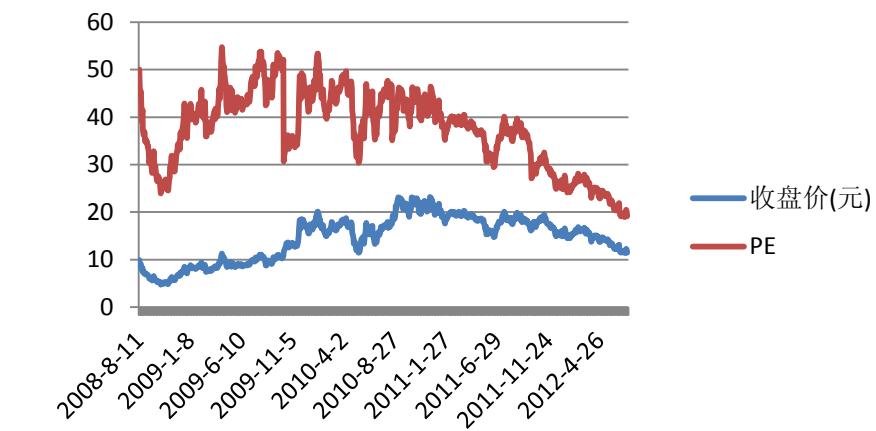
- **电力市场六大环节空间巨大。**电力部门之前使用信息加密产品较少，从2010年起加快了采购的步伐，国网在变电、配电等环节进行大规模招标，而电网六大环节都需要信息安全产品，各个地区需求加总的市场空间非常可观。公司在国网、南网的二次设备防护系统、电量信息采集系统建设中占据主导地位，并进入配电系统。
- **政府和军工市场还远未到天花板。**政府和军工市场收入近两年来保持了40%以上的增长，2012年受制于宏观大环境的影响，增速可能会有所下降。公司在2010年之前主要的客户集中在北京的各大部委和军工单位，2010年以来逐步加大了地方政府的市场开拓，表明了公司开展全国业务的决心。从市场空间来看，普通地级市各个政府单位的订单总和可达到2000万-5000万（包括等分保护市场），全国市场空间达到百亿元。
- **金融领域保持稳步增长。**公司的金融数据加密机产品从问世以来，逐步替代了国外同类产品，目前在国内的市场占有率较高，成为公司非常稳定的一块收入。金融领域等级保护建设逐步展开，带来新的需求。
- **云计算方面具有技术储备。**公司推出的云安全存储主要针对数据中心的数据安全进行保护。云计算若大规模启动，首先启动的会是数据中心的建设，云存储绕不开数据安全，该业务具有市场潜力。由于采用云计算技术，消费者的数据都有云供应商提供，数据安全问题由供应商负责，因此信息安全的重要程度将高于现有模式。卫士通作为国内密码领域龙头企业，在云计算时代也将具有先发优势。
- **集团资产整合预期渐行渐近。**中电30所旗下拥有多家IT企业，主要从事信息安全等相关业务。卫士通作为30所旗下控股上市公司，是30所进行资本运作的重要平台。从7月初媒体对中国电科总经理熊群力的采访来看（《中国电科深度整合：民品板块目标整体上市》），中国电子科技集团有计划将旗下五大民品板块整体上市。从国外信息安全行业的经验来看，整合是趋势，拥有中电集团背景的卫士通有足够的资源，借助背景优势有望取得快速发展。

表 1 中电 30 所控股公司情况

公司名称	成立时间	注册资金	员工人数	业务领域	资质
三零盛安	2002	3000 万	300	电子政务和企业信息、信息安全、视频会议、智能建筑	涉密系统集成甲级、涉密软件开发、建筑智能化设计甲级、施工一级等
雅迅网络	1998	6800 万	530	北斗卫星导航应用、车联网、移动位置管理、位置社交网络	-
三零凯天	2001	3400 万	150-400	IPTV、安防网络视频监控、移动多媒体系统、GPS 车辆管理、	涉密系统集成资质
三零普瑞	2002	1000 万	50	通信保密，信息安全产品进出口及海外信息安全集成	-
三零瑞通	2006	3000 万	50-150	GSM 和 3G 信息安全产品	二级保密资格单位
三零嘉微	2006	1008 万	100	信息安全与通信系统相关芯片产品开发、测试、销售	-

资料来源：公开资料、中投证券研究所

- **股价基本探底，估值向上修复概率大。** 2012 年以来，公司股价持续下跌，动态 PE 已经低于 20 倍，随着下半年业务逐步回归正轨，继续下挫的空间已经不大。从公司历史的估值水平来看，一直保持在 30 倍以上的水平，同行业的启明星辰动态 PE 在 30 倍。公司具备非常强的资质壁垒，是一家具备持续长期投资价值的公司，估值修复的可能性较大。

图 1 卫士通历史动态市盈率


资料来源：Wind、中投证券研究所

- **风险提示：** 宏观经济大幅下滑导致政府客户订单推迟；等级保护市场增速低于预期

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	672	804	949	1170
现金	368	397	414	509
应收账款	186	237	302	389
其他应收款	17	22	27	35
预付账款	12	34	69	63
存货	79	105	125	153
其他流动资产	10	9	11	21
非流动资产	107	118	119	135
长期投资	3	3	3	3
固定资产	26	69	87	110
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	78	46	29	22
资产总计	779	922	1068	1305
流动负债	154	201	243	345
短期借款	0	0	0	0
应付账款	93	106	139	166
其他流动负债	61	95	104	179
非流动负债	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
负债合计	163	211	253	355
少数股东权益	101	104	108	112
股本	173	173	173	173
资本公积	110	110	110	110
留存收益	232	325	425	556
归属母公司股东权益	515	608	708	838
负债和股东权益	779	922	1068	1305

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	14	42	48	151
净利润	90	105	134	174
折旧摊销	7	5	9	12
财务费用	-3	-8	-9	-10
投资损失	-2	-2	0	0
营运资金变动	-86	-63	-94	-37
其他经营现金流	8	6	9	13
投资活动现金流	-31	-13	-10	-27
资本支出	29	15	10	27
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	-4	2	0	0
筹资活动现金流	31	0	-21	-29
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	-40	0	0	0
其他筹资现金流	31	0	-21	-29
现金净增加额	14	29	17	95

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	508	602	808	1043
营业成本	211	263	346	449
营业税金及附加	7	9	12	15
营业费用	85	98	139	177
管理费用	114	133	177	223
财务费用	-3	-8	-9	-10
资产减值损失	8	7	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	0	0
营业利润	88	102	135	179
营业外收入	20	21	22	25
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	108	123	157	204
所得税	18	18	24	31
净利润	90	105	134	174
少数股东损益	3	3	3	4
归属母公司净利润	86	102	130	170
EBITDA	92	99	136	181
EPS (元)	0.50	0.59	0.75	0.98

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	34.4%	18.5%	34.2%	29.0%
营业利润	48.1%	16.2%	32.4%	32.3%
归属于母公司净利润	32.9%	17.4%	28.4%	30.0%
获利能力				
毛利率	58.5%	56.3%	57.2%	56.9%
净利率	17.0%	16.9%	16.1%	16.3%
ROE	16.8%	16.7%	18.4%	20.2%
ROIC	28.6%	25.4%	26.8%	32.6%
偿债能力				
资产负债率	21.0%	22.8%	23.7%	27.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.37	4.01	3.90	3.39
速动比率	3.81	3.45	3.35	2.91
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.71	0.81	0.88
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	2.23	2.65	2.83	2.95
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.59	0.75	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.24	0.28	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.52	4.10	4.85
估值比率				
P/E	23.80	20.27	15.79	12.14
P/B	4.00	3.39	2.91	2.46
EV/EBITDA	19	18	13	10

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

熊丹，中投证券研究所计算机行业分析师，清华大学电子科学与技术专业硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434