

2014年01月09日

证券研究报告·公司研究·信息服务

卫士通(002268)调研报告

增持(维持)

当前价: 30元



整装待发重回增长快轨道，安全信息打造源头安全

投资要点

- **事件：**日前，我们对卫士通进行了调研，就公司业务和未来发展情况和公司高管进行了交流。
- **大股东安保产品完成升级换代。**2012年，由于公司大股东三零所安保产品技术体制进行升级换代，导致卫士通涉密集成业务出现较大幅度下滑（较2011年下降1.9亿元），2013年底，安保产品已完成升级换代，考虑到公司密码类产品的生产自2012年以来暂停了一年多时间，下游用户更新换代需求和新增需求的累计有望在2014年出现爆发，因此我们认为公司的涉密业务将出现较大规模的恢复性增长。
- **大股东资产注入。**公司通过发行股票购买资产和募集配套资金获得大股东三十所旗下三家子公司的股权。资产注入后，公司从产品结构、地域覆盖以及研发等方面均实现了横向延伸，资质方面，公司具备系统集成一级资质和涉密系统集成甲级资质，综合竞争实力优势明显。
- **三零瑞通安全手机业务值得关注。**我们认为注入资产中值得关注安全手机研发和生产的三零瑞通，其基于3G、4G技术的新一代手机产品将完成国家相关部门的测试。目前国内具备安全手机研发和生产资质的仅两家，瑞通具备明显的资质和背景优势。
- **信息安全行业迎来空前机遇，公司国家队优势助其快速成长。**在安全芯片的研发和生产方面，卫士通具有明显的技术和背景优势。在信息安全被高度提升的背景下，对于相关产品的需求将大幅提升，除了党政军队，央企和金融企业也有广阔的进口替代需求。在此机遇下，卫士通作为信息安全的国家队，尤其是随着公司涉密集成业务在2014年的全面恢复，以及大股东资产的注入，公司将重回信息安全第一梯队。
- **盈利预测与评级：**若考虑收购在2014年完成，并实现并表，预计2013-2015年公司EPS分别为0.21元、0.55元、0.78元，按照上一交易日收盘价计算，对应动态市盈率分别为143倍、54倍和38倍，我们看好公司业务的恢复性增长和资产注入后的提振效果，给予“增持”的投资评级。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	317	371	602	794
增长率	-37.56%	17.00%	62.00%	32.00%
归属母公司净利润(百万元)	17.87	35.45	95.72	134.41
增长率	-79.34%	98.33%	170.06%	40.42%
每股收益EPS(元)	0.10	0.21	0.55	0.78
PE	300	143	54	38

数据来源: wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

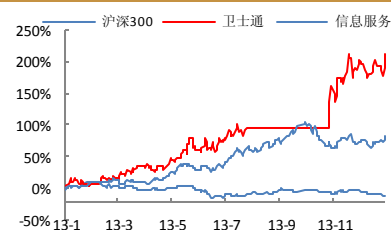
分析师: 纵菲

执业证号: S1250513060004

电话: 023-67610257

邮箱: zfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

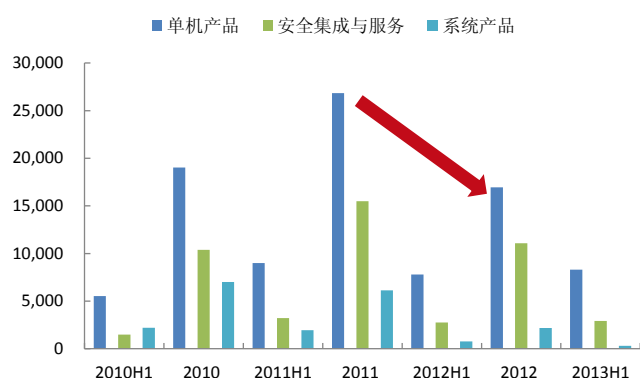
总股本(亿股)	1.73
流通A股(亿股)	1.65
52周内股价区间(元)	9.44-30.4
总市值(亿元)	51.81
总资产(亿元)	7.92
每股净资产(元)	3.06

相关研究

一、涉密技术体制升级换代顺利完成，相关产品迎来恢复性增长

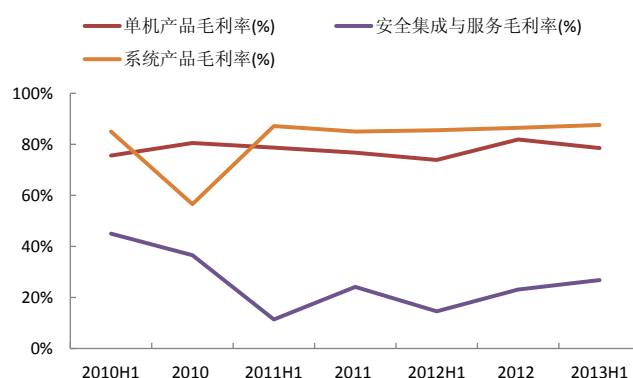
2012 年，由于公司控股股东三十所对安全保密产品的技术体制进行升级换代，公司涉密集成业务和相关单机安全保密产品都受到较大影响，从收入规模上看，2011 年涉密产品收入占公司营收的 30% 左右（约 1.5 亿元），实现净利润占归属于母公司净利润 45% 左右（约 4000 万元），因此导致公司 2012 年营收规模同比下降约 1.9 亿元，净利润下降近 7000 万元。

图 1：卫士通主要业务营收规模变化情况 单位：万元



数据来源：公司公告，西南证券

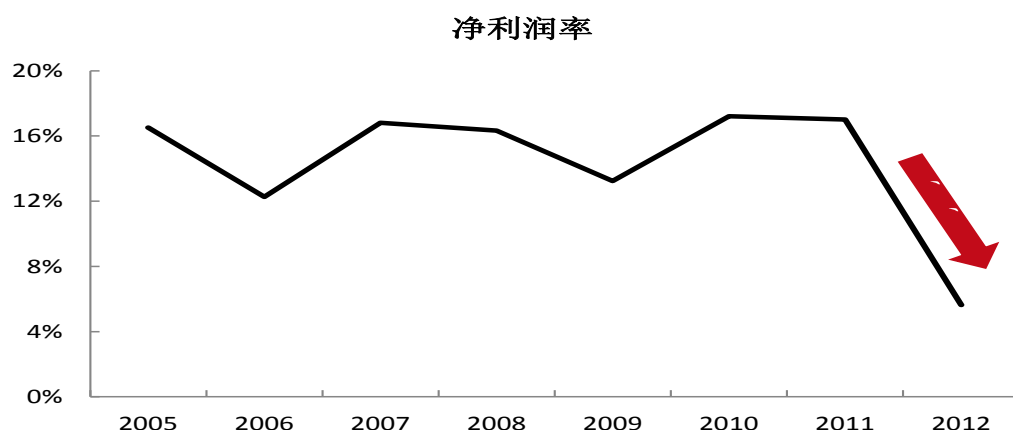
图 2：卫士通主要业务毛利率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券

由于单机产品的毛利率水平较高，因此受资质升级换代影响，2012 年卫士通的净利润率降到历史最低点。

图 3：卫士通历年净利润率变化情况



数据来源：wind，西南证券

2013 年 11 月 27 日，公司发布公告，控股股东三十所安全保密产品的技术体制升级换代已顺利完成，并通过相关主管部门的鉴定，这说明公司涉密集成类业务将全面恢复。考虑到公司密码类产品的生产自 2012 年以来暂停了一年多时间，下游用户更新换代需求和新增需求的累计有望在 2014 年出现爆发，因此我们认为公司的涉密业务将出现较大规模的恢复性增长。

二、大股东资产注入，横向拓宽公司产品结构

2013年11月，公司通过发行股票购买资产和募集配套资金获得大股东三十所旗下三家子公司股权，分别是三零盛安 93.98%，三零瑞通 94.41%，三零嘉微 85.74%。通过此次资产整合，公司从产品结构、地域覆盖以及研发等方面均实现了横向延伸，资质方面，公司具备系统集成一级资质和涉密系统集成甲级资质，综合竞争实力优势明显。

三零盛安

三零盛安的业务包括安全系统集成、应用软件两大类。安全系统集成业务和卫士通具有一定相似性，但覆盖区域各有不同，因此将形成较好的市场互补。安全应用软件业务则从一定程度上弥补了卫士通缺乏行业解决方案的短板。此外，公司拥有计算机系统集成、涉密系统集成甲级、涉密软件开发、信息安全服务一级等资质。

三零瑞通

三零瑞通主要从事专用移动通讯终端和安全手机的研发和生产。三零瑞通是国内专用移动通信安全解决方案的主要提供商，也是常规对讲系统安全产品的唯一提供商。公司目前在安全手机市场的占有率为 45%。客户主要是党、政、军、大型国有企业以及有特殊要求的大众市场。值得关注的是，公司的保密手机列入了主管部门的装备计划，预计 3-5 年内至少累计实现 5 万台的订货量。此外，公司的常规加密对讲系统在党、政、军的市场占有率为 100%。从 2013 年开始，军品装备启动新一代的装备换装，加密对讲产品已列入新一代装备改造计划，预计未来 3-5 年将累计实现 2.4 万台的销售量。

三零嘉微

三零嘉微主要从事安全保密芯片的研发和生产，其在安全保密芯片方面的核心技术优势和资质将对卫士通的业务形成重大补充。公司芯片销售在国内商用市场约占 30% 的份额，根据已有合同意向，预计 2014 年单机产品销售量增幅将达到 93.23%。

表 1：标的公司对净利润的承诺（单位：万元）

		2013 年 8-12 月	2014 年度	2015 年度
标的公司	三零盛安	720.23	1,500.40	2,226.72
	三零瑞通	1,055.30	1,499.70	2,197.96
	三零嘉微	639.53	1,223.99	1,749.65
合计		2,415.06	4,224.09	6,174.33

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：三零盛安盈利预测（单位：万元）

产品	2013（1-7）	2013（8-12）预测	2013E	2014E
系统集成	5972.43	20565.93	26538.36	35561.41
自研产品	473.67	350	823.67	988.4
软件开发	481.45	1126.89	1608.34	2171.26
IT 服务	532.43	498.84	1031.27	1340.65
合计	7459.98	22541.66	30001.64	40061.72

数据来源：公司公告，西南证券

表 3：三零嘉微盈利预测（单位：万元）

产品	2013（1-7）	2013（8-12）预测	2013E	2014E
单机产品	509.3	1130.7	1640	3169
安全服务与集成	510	980	1490	1600
合计	1019.3	2110.7	3130	4769

数据来源：公司公告，西南证券

表 4：三零瑞通盈利预测（单位：万元）

产品	2013（1-7）			2013（8-12）预测			2013E			2014E		
	销量 （台）	单价 （元）	收入 （万元）	销量 （台）	单价 （元）	收入 （万元）	销量 （台）	单价 （元）	收入 （万元）	销量 （台）	单价 （元）	收入 （万元）
安全手机	680	4047	275.16	600	4000	240	1280		515.16	8000	5000	4000
专用通信终端	2000	7925	1585.08	5000	8500	4250	7000		5835.08	3600	8400	3024
技术开发及服务收入			116			500			616			700
移动互联网安全产品及服务				10000	60	60	10000	60	60	100000	60	600
基于 RFID 特色物联网	193	536	10.35	50	3000	15	243		25.35	6300	3000	1890
合计			1986.59			5065			7051.59			10214

数据来源：公司公告，西南证券

从三家标的公司给出的业绩承诺，我们可以估算出重组完成后，以增发后股本计算，将对卫士通 2014 年、2015 年业绩分别增厚 0.195 元和 0.285 元。

三、安全手机，打造安全信息

随着移动互联网应用的快速崛起，移动终端的信息安全也被视为国家安全的重要组成部分。信息安全威胁作为一种新的非传统威胁，正在对政治稳定、经济发展、公共利益乃至国家安全造成重要影响。尤其是 2013 年，在“棱镜门”、德国总理被监听等事件爆发后，移动终端的安全性更是成为信息安全领域被关注的焦点之一。

在此种背景下，安全手机的市场需求也呈现出快速上升的态势。安全手机并不是简单的在手机中安装安全软件，而是基于安全基础模块、安全高端芯片、安全无线通信产品，且密码算法模块可更换的安全移动终端通讯产品。

基于此，我们尤其关注卫士通此次注入资产中专注于安全手机研发和生产的三零瑞通，其基于 3G、4G 技术的新一代手机产品将完成国家相关部门的测试。目前国内具备安全手机研发和生产资质的仅两家，因此瑞通具有明显的资质和市场先发优势。而且，考虑到安全手机的用户主要为党政、军队、公检法、武警等部门，因此相关的研发和生产资质门槛极高。我们看好三零瑞通安全手机的市场前景。

四、信息安全行业机遇空前，国家队优势当仁不让

从我们本土信息安全企业的产品结构看，基本围绕在硬件、软件和服务领域，而在安全芯片的研发和生产方面，卫士通具有明显的技术和背景优势。

随着国家安全委员会的成立，安全已提升至国家战略层面，接下来对于信息安全和产品的需求将大幅提升，除了党政军队，央企和金融企业也有广阔的进口替代需求。在此机遇下，卫士通作为信息安全的国家队，尤其是在优良资产注入后，将实现加速成长。

五、盈利预测和投资评级

核心假设

- 1、涉密集成资质恢复，相关单机类产品和集成类产品恢复至 2011 年的增速；
- 2、三零盛安、三零嘉微和三零瑞通业绩承诺兑现；

盈利预测和评级

预计 2014 年上半年对于三家公司的收购将完成并实现并表。

预计 2013-2015 年卫士通 EPS 分别为 0.21 元、0.55 元、0.78 元，按照上一交易日收盘价计算，对应动态市盈率分别为 143 倍、54 倍和 38 倍，给予“增持”的投资评级。

六、风险提示

订单恢复情况低于预期、信息安全产品市场拓展低于预期，短期估值较高风险。

表 5：2013-2015 年卫士通（002268）盈利预测（单位：百万元）

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	317.43	371.39	601.66	794.19	货币资金	372.40	393.06	470.01	574.37
减：营业成本	131.94	155.98	228.63	301.79	应收和预付款项	232.76	209.06	421.10	355.46
营业税金及附加	6.22	5.20	8.42	11.12	存货	75.81	80.17	72.25	128.95
营业费用	76.91	85.42	120.33	150.90	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	103.87	100.28	132.36	166.78	长期股权投资	2.00	2.00	2.00	2.00
财务费用	-2.72	-8.61	-9.71	-11.75	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	19.90	13.00	10.00	10.00	固定资产和在建工程	113.67	84.68	58.70	32.71
加：投资收益	-0.28	1.20	1.20	1.20	无形资产和开发支出	5.54	4.34	3.14	1.95
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.40	0.20	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	802.59	773.52	1027.20	1095.44
营业利润	-18.96	21.32	112.82	166.55	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	31.66	20.00	20.00	20.00	应付和预收款项	152.51	97.96	261.90	203.65
利润总额	12.69	41.32	132.82	186.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	2.99	4.01	13.16	18.54	其他负债	49.92	49.92	49.92	49.92
净利润	9.70	37.31	119.66	168.02	负债合计	202.43	147.88	311.82	253.57
减：少数股东损益	-8.17	1.87	23.93	33.60	股本	172.71	172.71	172.71	172.71
归属母公司股东净利润	17.87	35.45	95.72	134.41	资本公积	109.61	109.61	109.61	109.61
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	留存收益	241.66	266.47	333.48	427.57
经营性现金净流量	67.63	4.68	77.96	114.94	归属母公司股东权益	523.99	548.80	615.81	709.90
投资性现金净流量	-40.65	18.00	18.00	18.00	少数股东权益	76.18	78.04	101.97	135.58
筹资性现金净流量	-7.01	-2.02	-19.01	-28.57	股东权益合计	600.16	626.84	717.78	845.47
现金流量净额	19.97	20.66	76.95	104.36	负债和股东权益合计	802.59	774.72	1029.60	1099.04

数据来源：wind，西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn