

中航证券金融研究所  
 李军政 证券执业证书号: S0640513030001  
 联系人: 李良  
 电话: 010-64818351  
 邮箱: ljzavic@163.com

## 卫士通 (002268) 年报点评: 深耕传统, 立足转型, 开拓发展

行业分类: 军工

2014 年 3 月 5 日

公司投资评级	持有 (首次)
6-12 个月目标价	35.52
当前股价 (14.03.05)	32.67

### 基础数据

军工指数	864.49
总股本 (亿)	1.73
流通 A 股 (亿)	1.67
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	54.52
每股净资产 (元)	3.25
ROE (%)	7.16
资产负债率 (%)	29.10
市盈率 (TTM)	145.20
市净率	10.06

### 近一年公司与上证综指走势对比



资料来源: wind

公司 2013 年实现营业收入 4.58 亿元 (+44.13%), 净利润 0.39 亿元 (+117.44%), 每股收益 0.225 元。

#### 投资要点:

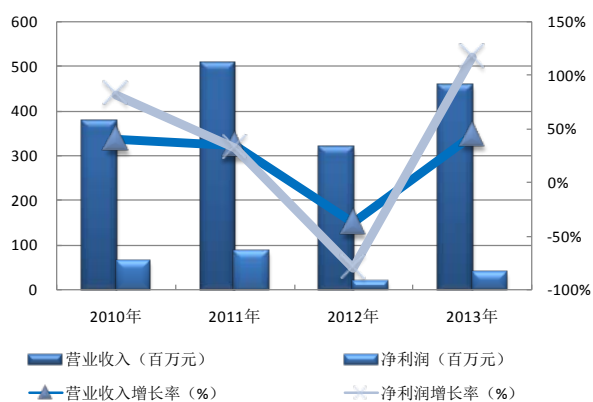
- **公司 13 年业绩增长略高于市场预期。**我们认为公司 13 年收入和业绩的大幅度增长主要得益于行业基本面的极大改善, 市场增量可观。受到“棱镜门”事件及各类网站泄密事件的刺激, 信息安全行业迎来了快速发展机遇期。预计今后我国网络安全市场将保持 20% 以上的增长率, 15 年行业市场规模有望达到 300 亿元。假设公司 13 年 3.67% (已考虑即将注入的三家公司) 的市场份额保持不变, 保守估计 2015 年公司收入约 11 亿元, 2013-2015 年年均复合增速 55%。
- **毛利率下滑成趋势, 新业务开拓保驾护航。**公司毛利率自上市以来基本呈现逐年下降的态势, 13 年为 52.53%, 处于历史最低水平。我们认为毛利率的下滑主要源于日趋激烈的市场竞争。为了平滑产品毛利率水平, 公司在深耕传统业务市场的同时, 大力拓展新市场和新业务领域, 不断丰富自主可控的信息安全技术、产品、方案及服务, 云计算和虚拟化服务的真正落地以及金融数据密码机通过国密局鉴定标志着公司在新业务领域取得实质性进展。
- **业务转型升级进展平稳。**公司 13 年大力发展以集成带动自主产品的销售模式, 促进了收入的大幅增长。从主营产品构成来看, 单机产品的销售收入占比 48.24% 较 12 年 53.39% 小幅下降, 安全服务与集成业务的占比 36.26% 较 12 年 34.92% 略有上升, 这与公司由信息安全产品的生产商、销售商向安全服务提供商、行业解决方案提供商的转型诉求不谋而合。
- **大股东资产注入或成公司外延式扩张的起点。**2013 年 11 月, 公司拟资产整合大股东三十所旗下三家子公司, 实现了公司向保密芯片研发生产、移动通讯终端等领域的横向延伸, 对公司业务形成重大补充。未来, 公司或仍将资本运作视为战略中的重中之重, 在“同心多元化”的理念指引下, 逐步实现信息安全和产品的全覆盖, 打造从算法、芯片、模块、整机、系统、方案到服务的完整产业链。
- **盈利预测与估值。**我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.74 元、0.91 元和 1.07 元, 参照可比公司 2014 年 PE 均值 45.25X。鉴于公司传统业务的稳健增长和新业务的快速拓展, 以及外延式收购的持续推进, 我们认为 14 年公司的合理估值约为 48X, 目标价 35.52 元, 给予“持有”评级。
- **风险因素:** 市场竞争加剧致公司毛利率持续下滑。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

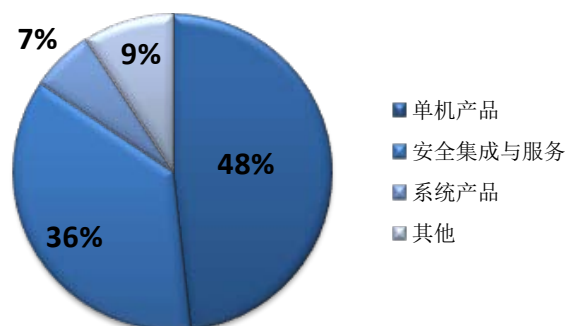
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 0755-83692635  
 传真: 0755-83688539

图 1：过往四年收入和净利润及增速



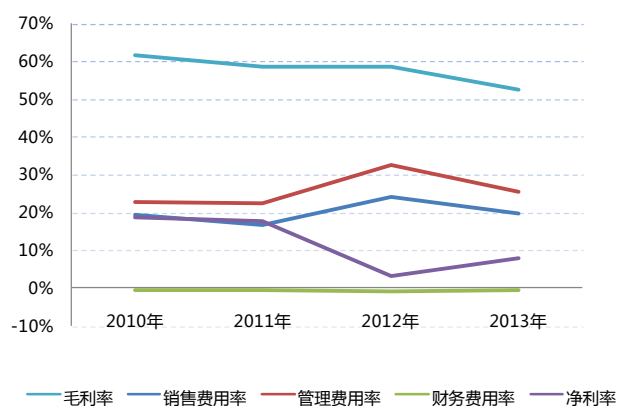
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 2：分业务收入构成



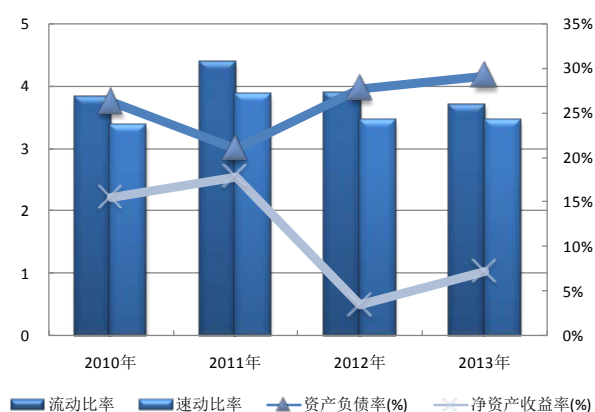
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 3：过往四年毛利率、期间费用率和净利率



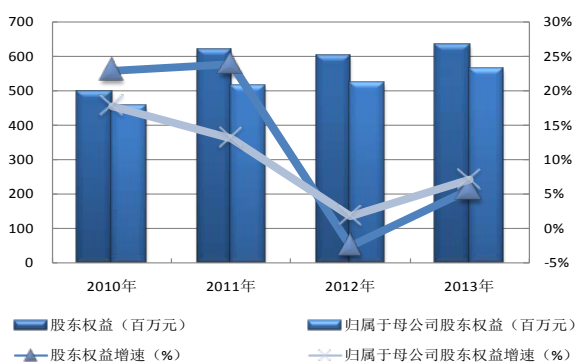
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 4：过往四年偿债能力和 ROE



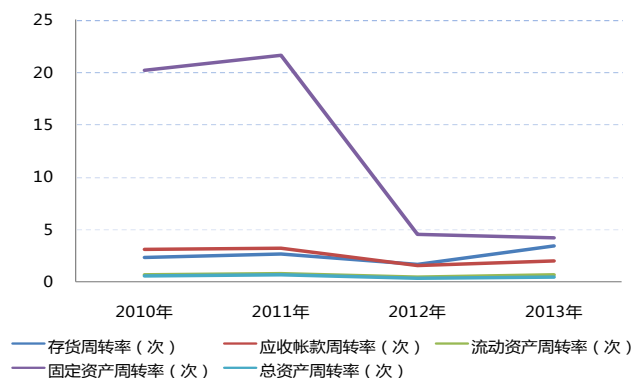
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 5：过往四年股东权益及增速



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 6：过往四年营运能力



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 5：过往三年和未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	508.36	317.43	457.51	960.18	1250.64	1657.60
增长率(%)	34.44%	-37.56%	44.13%	109.87%	30.25%	32.54%
归属母公司股东净利润	86.50	17.87	38.86	127.49	156.26	183.93
增长率(%)	32.86%	-79.34%	117.44%	228.05%	22.57%	17.71%
每股收益(EPS)	0.501	0.103	0.225	0.738	0.905	1.065
每股股利(DPS)	0.154	0.050	0.010	0.033	0.040	0.047
每股经营现金流	0.082	0.392	0.244	-1.730	1.629	-1.986
销售毛利率	58.55%	58.44%	52.53%	55.75%	56.23%	56.12%
销售净利率	17.66%	3.06%	7.77%	12.15%	11.43%	10.15%
净资产收益率(ROE)	16.80%	3.41%	6.93%	14.50%	15.19%	15.27%
投入资本回报率(ROIC)	42.39%	-7.00%	1.28%	24.69%	13.34%	26.35%
市盈率(P/E)	65.23	315.71	145.20	44.26	36.11	30.68
市净率(P/B)	10.96	10.77	10.06	6.42	5.48	4.68
股息率(分红/股价)	0.005	0.002	0.000	0.001	0.001	0.001

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图 6：2013 年报和四季度利润表对比

单位:百万元	2013A	2012A	YoY	4Q2013	4Q2012	YoY	3Q2013	QoQ
营业收入	457.51	317.43	44.13%	242.99	121.46	100.06%	84.12	188.87%
增长率	44.13%	-37.56%	81.69%	100.06%	-43.21%	143.28%	-12.25%	112.31%
毛利率	52.53%	58.44%	-5.91%	47.00%	57.89%	-10.88%	57.43%	-10.42%
营业成本	217.19	131.94	64.61%	128.77	51.15	151.75%	35.81	259.58%
营业税金及附加	5.21	6.22	-16.32%	2.63	3.36	-21.92%	1.01	160.28%
期间费用率	45.02%	56.09%	-11.08%	23.55%	36.61%	-13.06%	57.81%	-34.25%
销售费用	91.31	76.91	18.73%	25.52	17.05	49.66%	19.13	33.42%
销售费用率	19.96%	24.23%	-4.27%	10.50%	14.04%	-3.54%	22.74%	-12.24%
管理费用	117.08	103.87	12.72%	32.84	28.47	15.34%	30.31	8.34%
管理费用率	25.59%	32.72%	-7.13%	13.51%	23.44%	-9.93%	36.03%	-22.52%
财务费用	(2.43)	(2.72)	10.67%	(1.13)	(1.05)	-7.74%	(0.81)	-39.36%
财务费用率	-0.53%	-0.86%	0.33%	-0.47%	-0.86%	46.15%	-0.97%	51.76%
资产减值损失	22.52	19.90	13.14%	12.96	13.15	-1.49%	4.43	192.28%
投资净收益	0.00	(0.28)	100.00%	0.00	(0.28)	100.00%	0.00	#DIV/0!
营业利润	6.64	(18.96)	135.01%	41.41	9.04	357.82%	(5.76)	818.74%
增长率	135.01%	-121.55%	256.56%	357.82%	-86.08%	443.90%	-198.98%	556.80%
营业利润率	1.45%	-5.97%	7.43%	17.04%	7.45%	9.59%	-6.85%	23.89%
加: 营业外收入	35.77	31.79	12.53%	4.24	9.00	-52.91%	14.19	-70.15%
减: 营业外支出	0.01	0.13	-89.67%	(0.00)	0.10	-101.22%	0.01	-118.17%
利润总额	42.40	12.69	234.08%	45.65	17.94	154.44%	8.42	441.96%
减: 所得税	6.84	2.99	129.03%	6.48	4.89	32.64%	1.38	370.82%
实际所得税率	16.14%	23.55%	-7.40%	14.20%	27.24%	-13.04%	16.35%	-2.15%
净利润	35.55	9.70	266.43%	39.16	13.05	200.05%	7.05	455.87%
净利率	7.77%	3.06%	4.71%	16.12%	10.75%	5.37%	8.38%	7.74%
减: 少数股东损益	(3.31)	(8.17)	59.50%	5.68	(0.68)	938.79%	(1.81)	413.54%
归属于母公司所有者的净利润	38.86	17.87	117.44%	33.49	13.73	143.91%	8.86	278.11%
增长率	117.44%	-79.34%	196.78%	143.91%	-78.17%	222.08%	-53.63%	197.54%
每股收益(元)	0.23	0.10	117.39%	0.19	0.08	143.91%	0.05	278.11%

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图 7：过往三年和未来三年公司财务报表预测

报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	508.36	317.43	457.51	960.18	1250.64	1657.60
减：营业成本	210.73	131.94	217.19	424.88	547.41	727.35
营业税金及附加	7.17	6.22	5.21	11.04	15.01	20.55
营业费用	85.05	76.91	91.31	191.84	253.13	340.47
管理费用	113.75	103.87	117.08	244.17	320.66	427.49
财务费用	-2.60	-2.72	-2.43	-11.50	-15.94	-16.85
资产减值损失	8.12	19.90	22.52	22.12	22.43	22.98
加：投资收益	1.85	-0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>87.99</b>	<b>-18.96</b>	<b>6.64</b>	<b>77.62</b>	<b>107.95</b>	<b>135.59</b>
加：其他非经营损益	19.92	31.66	35.76	59.59	60.24	62.37
<b>利润总额</b>	<b>107.90</b>	<b>12.69</b>	<b>42.40</b>	<b>137.21</b>	<b>168.19</b>	<b>197.96</b>
减：所得税	18.15	2.99	6.84	20.58	25.23	29.69
<b>净利润</b>	<b>89.75</b>	<b>9.70</b>	<b>35.55</b>	<b>116.63</b>	<b>142.96</b>	<b>168.27</b>
减：少数股东损益	3.25	-8.17	-3.31	-10.86	-13.31	-15.66
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>86.50</b>	<b>17.87</b>	<b>38.86</b>	<b>127.49</b>	<b>156.26</b>	<b>183.93</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	340.84	372.40	411.46	365.86	707.50	426.31
应收和预付款项	225.17	232.76	293.50	807.68	625.97	1274.39
存货	79.09	75.81	50.95	197.03	122.46	302.06
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2.80	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	96.09	113.67	105.50	66.87	27.93	-11.56
无形资产和开发支出	0.16	5.54	4.69	4.09	3.49	2.89
其他非流动资产	0.20	0.40	3.50	1.75	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>744.36</b>	<b>802.59</b>	<b>871.59</b>	<b>1445.28</b>	<b>1489.35</b>	<b>1996.09</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	119.07	152.51	184.50	450.71	358.76	705.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	9.53	49.92	53.10	53.10	53.10	53.10
<b>负债合计</b>	<b>128.60</b>	<b>202.43</b>	<b>237.60</b>	<b>503.82</b>	<b>411.87</b>	<b>758.52</b>
股本	172.71	172.71	172.71	216.24	216.24	216.24
资本公积	109.63	109.61	109.61	262.59	262.59	262.59
留存收益	232.43	241.66	278.80	400.62	549.94	725.69
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>514.77</b>	<b>523.99</b>	<b>561.12</b>	<b>879.45</b>	<b>1028.77</b>	<b>1204.53</b>
少数股东权益	100.99	76.18	72.87	62.01	48.71	33.05
<b>股东权益合计</b>	<b>615.76</b>	<b>600.16</b>	<b>633.99</b>	<b>941.47</b>	<b>1077.48</b>	<b>1237.58</b>
负债和股东权益合计	744.36	802.59	871.59	1445.28	1489.35	1996.09
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	14.11	67.63	42.13	-298.76	281.28	-343.03
投资性现金净流量	-31.11	-40.65	-5.63	50.65	51.20	53.01
筹资性现金净流量	30.74	-7.01	-4.74	202.50	9.16	8.83
<b>现金流量净额</b>	<b>13.73</b>	<b>19.97</b>	<b>31.76</b>	<b>-45.60</b>	<b>341.64</b>	<b>-281.19</b>

资料来源：Wind、中航证券金融研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
**持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
**卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
**中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
**减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

李军政，SAC 执业证书号：S0640513030001，物理学博士，从事机械军工行业研究，探寻行业公司价值。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本公司实际控制人为中航工业集团，与中航系上市公司存在关联关系。本研究报告观点系分析师根据公开信息所做出的独立判断。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使其独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。