

入围政府采购名单产品项目创历史新高， 业绩高增长无忧

投资要点

- **业绩总结:** 2014年前三季度,公司实现营收3亿元,同比增长41%;归属上市公司股东的净利润为1146万元,同比增长113%;基本每股收益0.06元。
其中三季度单季,公司实现营收1.2亿元,同比增长43%;归属上市公司股东的净利润为1235万元,同比增长39%。
- **涉密集成业务恢复,业绩重回快速增长轨道。** 2012-2013年,由于公司涉密集成产品的技术体制必须进行升级换代,因此相关产品的销售受到较大影响。随着2013年底涉密集成业务的恢复,2014年前三季度公司业绩重回快速增长轨道。而且,国家信息安全战略升级背景下,政府行业率先放量,报告期内,公司共入围中央政府采购投标37类69款产品,创历史入围产品数量新高。
- **收入结构变化导致综合毛利率下降。** 报告期内,公司综合毛利率同比下降6个百分点至52%,我们认为毛利率下降的原因主要是公司毛利率较低的集成服务业务增长较快。公司业务逐渐从密码产品、集成服务向整体解决方案转变,未来将有效地提升集成业务的毛利率水平。
- **期间费用大幅降低。** 报告期内,公司期间费用率较上年同期下降了20个百分点至49%,其中销售费用率和管理费用率均同比下降10个百分点,期间费用的大幅下降增强了业绩的弹性空间,所以公司净利润增速远高于营收增速。
- **信息安全行业迎来空前机遇,“国家队”优势助公司快速成长。** 我们认为在政府主导信息安全战略升级背景下,军队、能源、政府等领域对信息安全的主动性需求上升,在此基础上,公司具备技术、品牌和背景优势,必然率先受益。此外,随着公司对大股东注入资产的整合,公司将逐渐形成以密码技术为核心,覆盖防火墙、芯片、终端、平台的信息安全全产品线,以满足客户的复合性需求。
- **盈利预测与评级:** 预计2014-2015年公司EPS分别为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95倍和67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。
- **风险提示:** 订单增长低于预期、短期估值较高风险。

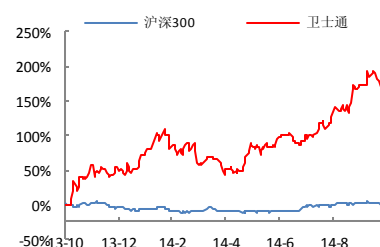
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	457.51	741.17	1037.64	1400.82
增长率	44.13%	62.00%	40.00%	35.00%
归属母公司净利润(百万元)	38.86	101.58	138.24	185.08
增长率	117.44%	161.39%	36.09%	33.89%
每股收益EPS(元)	0.23	0.59	0.80	1.07
PE	231	88	65	48

数据来源: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)	1.68
52周内股价区间(元)	20.6-55.5
总市值(亿元)	89.78
总资产(亿元)	9.05
每股净资产(元)	3.23

相关研究

1. 卫士通(002268): 整装待发重回增长快轨道, 安全信息打造源头安全 (2014-01-09)

附：财务预测表（单位：百万元）

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	457.51	741.17	1037.64	1400.82	货币资金	411.46	94.64	189.51	14.01
减：营业成本	217.19	370.59	518.82	700.41	应收和预付款项	293.50	490.34	607.04	874.42
营业税金及附加	5.21	14.82	20.75	28.02	存货	50.95	319.64	199.18	501.23
营业费用	91.31	126.00	176.40	245.14	其他流动资产	0.00	0.01	0.00	0.00
管理费用	117.08	155.65	219.98	294.17	长期股权投资	2.00	2.00	2.00	2.00
财务费用	-2.43	-5.56	-3.06	-1.55	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	22.52	29.65	34.24	38.74	固定资产和在建工程	105.50	194.34	218.59	183.34
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	4.69	8.59	11.99	14.89
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	3.49	1.75	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	871.59	1111.31	1228.31	1589.89
营业利润	6.63	50.02	70.51	95.89	短期借款	0.00	0.00	0.00	22.80
加：其他非经营损益	35.76	59.29	78.27	103.31	应付和预收款项	184.50	359.55	388.57	609.54
利润总额	42.39	109.31	148.78	199.20	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	6.84	16.40	22.32	29.88	其他负债	53.10	53.11	53.10	53.10
净利润	35.55	92.91	126.46	169.32	负债合计	237.60	412.66	441.67	685.44
减：少数股东损益	-3.31	-8.65	-11.77	-15.76	股本	172.71	172.71	172.71	172.71
归属母公司股东净利润	38.86	101.58	138.24	185.08	资本公积	109.61	109.61	109.61	109.61
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	留存收益	278.80	352.11	451.87	585.45
收益率					归属母公司股东权益	561.12	634.43	734.20	867.77
毛利率	52.53%	50.00%	50.00%	50.00%	少数股东权益	72.87	64.22	52.44	36.68
三费/销售收入	45.02%	37.25%	37.90%	38.39%	股东权益合计	633.99	698.65	786.64	904.45
销售净利率	7.77%	12.54%	12.19%	12.09%	负债和股东权益合计	871.59	1111.31	1228.31	1589.89
增长率					现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
销售收入增长率	44.13%	62.00%	40.00%	35.00%	经营性现金净流量	42.13	-189.65	168.61	-181.29
净利润增长率	266.44%	161.38%	36.09%	33.89%	投资性现金净流量	-5.63	-104.60	-38.47	32.82
资本结构					筹资性现金净流量	-4.74	-22.58	-35.27	-27.02
资产负债率	27.26%	37.13%	35.96%	43.11%	现金流量净额	31.76	-316.82	94.87	-175.50

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
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
邮箱：research@swsc.com.cn