

深化信息安全布局, 业绩增长符合预期

- **事件:** 卫士通发布 2015 年年报, 报告期内公司实现营业收入 16 亿元, 同比增长 29.65%; 归属于上市公司股东的净利润 1.49 亿元, 同比增长 24.56%, 基本符合预期。
- **信息安全核心业务持续稳健增长。** 报告期内公司各项业绩指标稳健增长, 业务规模不断扩大, 其中安全终端、安全芯片业务增幅较大。作为国内最具主导地位的信息安全龙头企业, 公司持续保持国内最大的安全集成商的产业地位, 竞争优势明显, 为公司利润提供有力保障。作为国家安全战略的组成部分, 网络与信息安全国家政策方面利好频出, 网络安全概念得到重视, 在传统业务优势基础上, 公司还有望分享政策红利, 实现业绩增长。
- **信息安全产业链全面开花。** 公司是国内唯一一家同时拥有涉密、商密领域最高级别资质信息安全企业, 公司保持完整的产业链覆盖, 并一直致力于以市场需求的导向的技术研发与创新, 重点布局对政务、能源、金融、工业控制、军工、党政等传统优势行业市场的拓展。在电子政务领域, 中标国办电子政务网络建设项目, 军工领域, 在船舶重工、核工业等领域实现了突破; 在金融领域, 公司围绕国密算法改造的利好政策, 争取了密码服务国密改造项目, 全面展开新市场拓展工作; 在能源领域, 继续保持了公司在国家电网的竞争力, 并成功拓展了南网、中石油、中石化、核电等新的市场。充分发挥业务协同效应。并在在国家主管部门政策指导下, 积极参与“一带一路”的信息保障能力建设, 布局海外市场。随着网络强国政策的具体措施落实, 产业链不断优化, 公司业绩将有望迎来持续增长。
- **积极开拓运营服务新增长点。** 报告期内, 公司把安全运营服务作为未来的发展重点之一, 提前进行业务布局, 加强团队建设, 进行安全运营服务产品和模式研究, 逐步推出具有行业影响力的运营服务产品, 实现公司业务发展模式的多元化。公司已成为中国移动研究院安全手机业务商业密码总体单位, 在围绕中国移动的安全手机产业链中占据核心地位, 建立了“终端厂商-卫士通-中国移动”安全手机商务合作模式, 占据中国移动安全手机终端入口, 为后续移动互联网安全服务运营提供终端平台。同时, 公司通过与行业优势企业合作, 积极探索民品芯片市场, 扩大市场容量, 力争取得新的业务增长点。2016 年, 公司将在手机业务、安全移动办公产品、云计算和大数据行业解决方案、密码芯片等多方面发力, 力争实行创新业务大发展。
- **盈利预测。** 我们预测公司 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别是 0.53 元、0.75 元、1.08 元, 参考网络安全板块平均估值, 我们给予卫士通 2016 年 85 倍 PE, 合理股价为 45 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 业务季节性波动的风险; 行业竞争加剧的风险; 技术风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1603.12	2319.83	3133.44	4084.64
增长率	29.65%	44.71%	35.07%	30.36%
归属母公司净利润(百万元)	148.77	227.93	323.03	466.12
增长率	24.56%	53.20%	41.73%	44.30%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.53	0.75	1.08
净资产收益率 ROE	11.30%	13.74%	16.40%	19.27%
PE	110	72	50	35
PB	11.34	9.83	8.28	6.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 文雪颖

执业证号: S1250514060001

电话: 023-67909731

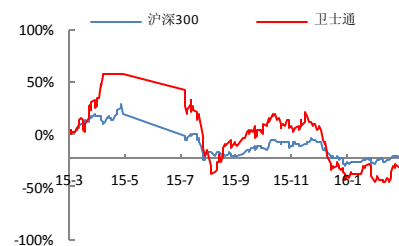
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅

电话: 021-68415380

邮箱: cxy@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)	4.33
流通 A 股(亿股)	3.44
52 周内股价区间(元)	27.4-86
总市值(亿元)	162.93
总资产(亿元)	26.24
每股净资产(元)	3.17

相关研究

1. 卫士通(002268): 入围政府采购名单产品项目创历史新高, 业绩高增长无忧 (2014-10-29)

盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、国家网络安全相关政策得到切实落实；
- 2、安全手机业务在 2016 年顺利全面推广；
- 3、传统业务与新兴业务增速均达预期。

表 1：公司各项业务盈利预测

业务	盈利假设	2015A	2016E	2017E	2018E
安全集成与服务	营业收入（万元）	84,851.56	118,792.18	154,429.84	185,315.81
	营业成本（万元）	73,483.65	102,161.28	132,809.66	159,371.59
	毛利率	13.00%	14.00%	14.00%	14.00%
单机与系统产品	营业收入（万元）	72,487.63	108,731.45	152,224.02	213,113.63
	营业成本（万元）	27,712.15	42,405.26	59,367.37	83,114.32
	毛利率	61.77%	61.00%	61.00%	61.00%
其他业务	营业收入（万元）	2,973.20	4,459.80	6,689.70	10,034.55
	营业成本（万元）	2,671.81	4,013.82	6,020.73	9,031.10
	毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预测公司 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别是 0.53 元、0.75 元、1.08 元，参考网络安全板块平均估值，我们给予卫士通 2016 年 85 倍 pe，合理股价为 45 元，首次覆盖给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1603.12	2319.83	3133.44	4084.64	净利润	162.56	227.93	323.03	466.12
营业成本	1038.91	1485.80	1981.98	2515.17	折旧与摊销	29.34	35.58	35.58	35.58
营业税金及附加	18.19	25.28	34.13	44.81	财务费用	-0.90	-0.70	-0.63	-0.85
销售费用	129.26	185.59	250.67	326.77	资产减值损失	42.24	40.00	48.00	48.00
管理费用	247.44	371.17	501.35	653.54	经营营运资本变动	228.45	-46.79	-78.00	-95.49
财务费用	-0.90	-0.70	-0.63	-0.85	其他	-261.13	-37.13	-49.44	-47.76
资产减值损失	42.24	40.00	48.00	48.00	经营活动现金流净额	200.56	218.90	278.56	416.63
投资收益	3.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	-22.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-544.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-566.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	131.83	212.69	317.93	480.06	短期借款	-35.00	-25.00	0.00	0.00
其他非经营损益	50.52	46.87	48.11	48.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	182.36	259.57	366.03	528.16	股权融资	-4.26	0.48	0.00	0.00
所得税	19.80	31.64	43.00	62.04	支付股利	-6.49	-8.08	-12.38	-17.55
净利润	162.56	227.93	323.03	466.12	其他	225.69	0.70	0.63	0.85
少数股东损益	13.78	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	179.94	-31.91	-11.75	-16.70
归属母公司股东净利润	148.77	227.93	323.03	466.12	现金流量净额	-185.88	186.99	266.80	399.93
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	564.59	751.58	1018.38	1418.31	成长能力				
应收和预付款项	972.49	1361.18	1838.32	2403.02	销售收入增长率	29.65%	44.71%	35.07%	30.36%
存货	204.76	289.97	389.20	494.05	营业利润增长率	38.02%	61.34%	49.48%	51.00%
其他流动资产	0.62	0.89	1.21	1.63	净利润增长率	29.97%	40.21%	41.73%	44.30%
长期股权投资	16.79	16.79	16.79	16.79	EBITDA 增长率	33.44%	54.46%	42.53%	45.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	268.93	237.03	205.12	173.22	毛利率	35.19%	35.95%	36.75%	38.42%
无形资产和开发支出	15.02	11.64	8.26	4.88	三费率	23.44%	23.97%	23.98%	23.98%
其他非流动资产	580.50	580.21	579.91	579.61	净利率	10.14%	9.83%	10.31%	11.00%
资产总计	2623.70	3249.28	4057.19	5210.46	ROE	11.30%	13.74%	16.40%	19.27%
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.20%	7.01%	7.96%	8.95%
应付和预收款项	828.85	1147.60	1521.06	1962.69	ROIC	20.45%	36.83%	46.03%	56.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.00%	10.67%	11.26%	12.14%
其他负债	330.92	442.42	566.22	732.39	营运能力				
负债合计	1184.77	1590.03	2087.29	2791.98	总资产周转率	0.70	0.79	0.86	0.91
股本	432.52	433.00	433.00	433.00	固定资产周转率	5.84	9.17	14.17	21.59
资本公积	293.87	293.87	293.87	293.87	应收账款周转率	2.20	2.25	2.21	2.18
留存收益	643.75	863.59	1174.24	1622.82	存货周转率	5.76	5.97	5.80	5.68
归属母公司股东权益	1370.13	1590.46	1901.11	2349.68	销售商品提供劳务收到现金营业收入	99.99%	—	—	—
少数股东权益	68.79	68.79	68.79	68.79	资本结构				
股东权益合计	1438.93	1659.25	1969.90	2418.48	资产负债率	45.16%	48.93%	51.45%	53.58%
负债和股东权益合计	2623.70	3249.28	4057.19	5210.46	带息债务/总负债	2.11%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	1.58	1.61	1.63
					速动比率	1.38	1.39	1.42	1.44
					股利支付率	4.36%	3.55%	3.83%	3.76%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	160.28	247.58	352.88	514.80	每股收益	0.34	0.53	0.75	1.08
PE	109.64	71.56	50.49	34.99	每股净资产	3.32	3.83	4.55	5.59
PB	11.34	9.83	8.28	6.74	每股经营现金	0.46	0.51	0.64	0.96
PS	10.17	7.03	5.21	3.99	每股股利	0.01	0.02	0.03	0.04
EV/EBITDA	94.68	60.51	41.70	27.81					
股息率	0.04%	0.05%	0.08%	0.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn