

卫士通 (002268)
推荐
行业：软件开发

信息安全国家队，由密码防护金字塔尖向下沉

公司是信息安全国家队、密码产业的主力军，正从产品向行业解决方案提供商转型，并延伸至安全信息系统。传统业务商用密码产品在国产化替代下，稳定较好增长；公司布局新兴的移动安全终端市场，期待今年安全手机销售能为业绩带来显著增量。作为客户关系良好的国有控股上市企业，公司占据密码防护最后一道安全防线的重要位置，从金字塔尖向下渗透市场。

投资要点：

✧ **中国网安唯一信息安全上市公司，密码产业的领导者。**当前国外密码技术和产品市场占有率仍较高，公司肩负国产信息安全的战略使命，成长空间大。

(1) 凭借齐全的专业密码产品+信息安全产品+安全信息系统的三大体系，公司不断在军队、政府、金融、能源等重要行业实现延伸和突破。(2) 拟定增项目中包含新兴商用密码产品，以完善自主可控的国产商用密码完整的产业链(从芯片、模块、设备、中间件、到系统等)。

✧ **移动安全终端市场大而新，期待华为 mate8 安全手机落地开花。**我国安全智能终端市场刚起步，但存在数亿手机用户的基础，以及日趋严重的信息泄露威胁。我们认为，国内有催生出一个百亿级别的终端安全市场的土壤。

在高安全性需求迫切的政企行业客户及高端商务人士的客户群体，公司抢先布局市场。目前，已与中国移动、华为合作推出 mate8 安全手机，公司承担手机加固与安全架构的角色，预计该产品将于今年开始推广。未来公司还将争取使安全终端，成为其政务移动办公应用的入口。

✧ **信息安全国家队，加速远航的战舰。**公司将在新型商用密码、移动/专用终端、芯片等领域进行研发与生产；并在北京新设研究中心(利于为北京的政企重要客户提供更及时的服务、人才招聘等)。我们看到公司加快脚步，向安全可信的整体信息安全架构及用户一体化安全需求解决方案商演变。因此，我们预计 16-18 年 EPS 0.48/0.62/0.83 元，给 17 年 70 倍 PE，对应 43.4 元目标价。

✧ **风险提示：**国产化进程低于预期、定增的进度及安全手机推广效果风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1603	2414	2901	3606
收入同比(%)	30%	51%	20%	24%
归属母公司净利润	149	210	268	359
净利润同比(%)	25%	41%	28%	34%
毛利率(%)	35.2%	34.1%	34.2%	34.3%
ROE(%)	10.9%	13.3%	14.7%	16.6%
每股收益(元)	0.34	0.48	0.62	0.83
P/E	113.88	80.84	63.25	47.22
P/B	12.37	10.72	9.28	7.85
EV/EBITDA	99	67	53	41

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

参与人：李辻

S0960115110038

0755-82026541

lishi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 43.4

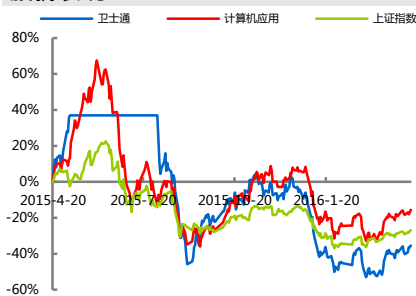
当前股价： 39.42

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	433
流通股本(百万股)	344
总市值(亿元)	171
流通市值(亿元)	136
成交量(百万股)	13.24
成交额(百万元)	521.14

股价表现



相关报告

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1742	2783	3264	4098
现金	565	1060	1189	1513
应收账款	855	1250	1502	1875
其它应收款	54	79	96	119
预付账款	60	78	99	120
存货	205	317	379	471
其他	5	0	0	0
非流动资产	881	805	736	665
长期投资	17	16	16	16
固定资产	269	206	144	81
无形资产	10	3	-5	-12
其他	586	581	581	579
资产总计	2624	3589	4001	4763
流动负债	1113	1875	2043	2473
短期借款	25	557	457	596
应付账款	630	919	1120	1382
其他	458	400	465	495
非流动负债	72	67	67	68
长期借款	0	0	0	0
其他	72	67	67	68
负债合计	1185	1942	2109	2541
少数股东权益	69	69	69	69
股本	433	433	433	433
资本公积	294	294	294	294
留存收益	644	853	1100	1432
归属母公司股东权益	1370	1580	1827	2159
负债和股东权益	2624	3591	4005	4769

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	201	-52	243	194
净利润	163	210	268	359
折旧摊销	29	68	67	67
财务费用	-1	-12	-9	-17
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	-26	-395	-130	-289
其它	39	79	46	74
投资活动现金流	-566	3	-1	0
资本支出	566	3	2	2
长期投资	0	-1	0	-0
其他	0	4	2	2
筹资活动现金流	180	544	-112	129
短期借款	-35	532	-100	139
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	216	0	0	0
资本公积增加	-221	0	0	0
其他	219	12	-12	-10
现金净增加额	-186	495	130	323

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1603	2414	2901	3606
营业成本	1039	1591	1908	2367
营业税金及附加	18	26	32	40
营业费用	129	198	236	294
管理费用	247	386	450	541
财务费用	-1	-12	-9	-17
资产减值损失	42	44	44	44
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	132	181	240	337
营业外收入	51	56	61	67
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	182	236	302	404
所得税	20	27	34	45
净利润	163	210	268	359
少数股东损益	14	0	0	0
归属母公司净利润	149	210	268	359
EBITDA	160	236	299	388
EPS (元)	0.34	0.48	0.62	0.83

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	29.7%	50.6%	20.2%	24.3%
营业利润	38.0%	37.1%	33.0%	40.1%
归属于母公司净利润	24.6%	40.9%	27.8%	33.9%
获利能力				
毛利率	35.2%	34.1%	34.2%	34.3%
净利率	9.3%	8.7%	9.2%	10.0%
ROE	10.9%	13.3%	14.7%	16.6%
ROIC	30.8%	24.1%	32.5%	36.5%
偿债能力				
资产负债率	45.2%	54.1%	52.7%	53.3%
净负债比率	2.11%	28.67%	21.67%	23.45%
流动比率	1.57	1.48	1.60	1.66
速动比率	1.34	1.28	1.37	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.78	0.76	0.82
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.02	2.05	1.87	1.89
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.48	0.62	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	-0.12	0.56	0.45
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.65	4.22	4.99
估值比率				
P/E	113.88	80.84	63.25	47.22
P/B	12.37	10.72	9.28	7.85
EV/EBITDA	99	67	53	41

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义**公司评级**

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
雷雳,计算机行业分析师，厦门大学物理学学士、金融学硕士。
李让,计算机行业分析师，华中科技大学微电子学学士，新加坡管理大学金融经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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。

本报告基于中国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。中国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，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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434