

2016年10月25日

公司研究•证券研究报告

卫士通 (002268.SZ)

2016 年 Q3 净利润大幅增长，期待定增落地完善 产业链布局

【事件】2016年10月24日，公司发布2016年Q3业绩报告称，报告期内，公司实现：营业收入4.9亿元，同比增长115.23%；归母净利润4313.76万元，同比增长277.65%。建议积极关注。

- ◆ **信息安全前景看好，密码龙头大有可为：**据Technavio估计，2014年中国信息安全市场规模达到21.1亿美元，预计在2019年能达到36.2亿美元。密码技术是信息安全的核心技术，卫士通长期在密码技术领域进行研究和拓展，具有深厚的技术积累。公司在密码产品多样性和密码算法高性能实现方面一直保持国内领先水平，多项商密产品达到国内首创、国际领先的水平。基于技术领先优势，卫士通参与了大量国家信息安全行业标准的制定，包括国家信息安全标准体系、信息安全产品认证管理、电子政务认证基础设施、可信计算等，奠定了公司的行业领导地位。
- ◆ **定增完善产业链布局，主营业务核心竞争力有望得到增强：**公司主要从事信息安全产业，基本形成了芯片—单机产品—系统产品—系统集成及安全服务的完整产业链。若本次募投项目顺利实施后，公司将逐步完善从商用密码、芯片、板卡、设备、平台、系统，到方案、集成、服务的完整产业链，紧密围绕商用密码技术、网络安全、终端安全、数据安全、应用安全、内容安全和管理安全，努力构建技术先进、功能完善、种类丰富的齐套产品线，进一步提升公司在安全信息领域的行业地位，增强公司的核心竞争力。
- ◆ **投资建议：**随着公司以商密为核心的信息安全业务不断推进，结合公司积极推进安全手机、自主可控等新业务的产业链布局，将促进公司业务向安全运营服务转型，未来业绩增长亮点较多。我们预测公司2016年至2018年EPS分别为0.45、0.64和0.94元。给予增持-A建议，6个月目标价35元。
- ◆ **风险提示：**宏观经济的发展不及预期；信息安全市场整体发展不及预期；公司新业务发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,236.5	1,603.1	2,136.2	2,802.1	3,628.6
同比增长(%)	170.3%	29.7%	33.3%	31.2%	29.5%
营业利润(百万元)	95.5	131.8	184.8	281.1	436.6
同比增长(%)	1338.7%	38.0%	40.2%	52.1%	55.3%
净利润(百万元)	119.4	148.8	196.8	275.1	405.5
同比增长(%)	207.3%	24.6%	32.3%	39.8%	47.4%
每股收益(元)	0.28	0.34	0.45	0.64	0.94
PE	122.4	98.3	74.3	53.1	36.1
PB	11.9	10.7	9.5	8.2	7.0

数据来源：Wind，华金证券研究所

公司快报

计算机 | 专用计算机设备 III

投资评级 增持-A(维持)

6个月目标价 35元

股价(2016-10-24) 33.80元

交易数据

总市值(百万元)	14,619.29
流通市值(百万元)	11,648.57
总股本(百万股)	432.52
流通股本(百万股)	344.63
12个月价格区间	27.40/66.00元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.86	-6.66	-27.29
绝对收益	7.54	-6.63	-37.76

分析师

 谭志勇
 SAC执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20655640

报告联系人

 朱琨
 zhukun@huajinsc.cn
 021-20655647

相关报告

- 卫士通：营收稳健增长，期待定增落地完善产业链布局 2016-08-23
- 卫士通：国产信息安全领跑厂商，公司经营业绩增长可期 2015-11-03

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,236.5	1,603.1	2,136.2	2,802.1	3,628.6	年增长率					
减:营业成本	767.1	1,038.9	1,306.5	1,711.6	2,155.6	营业收入增长率	170.3%	29.7%	33.3%	31.2%	29.5%
营业税费	12.3	18.2	23.3	30.1	39.9	营业利润增长率	1338.7	38.0%	40.2%	52.1%	55.3%
销售费用	104.1	129.3	218.7	284.5	370.0	净利润增长率	207.3%	24.6%	32.3%	39.8%	47.4%
管理费用	212.1	247.4	369.4	458.6	592.5	EBITDA增长率	536.5%	33.9%	32.5%	44.8%	50.9%
财务费用	-2.7	-0.9	-2.8	-4.6	-4.5	EBIT增长率	2103.8	41.1%	38.9%	52.0%	56.3%
资产减值损失	48.1	42.2	37.6	42.6	40.8	NOPLAT增长率	2207.1	43.2%	35.5%	53.8%	56.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	186.3%	-43.3%	118.9%	-4.0%	19.9%
投资和汇兑收益	0.0	3.9	1.3	1.7	2.3	净资产增长率	102.5%	12.1%	12.1%	15.2%	18.7%
营业利润	95.5	131.8	184.8	281.1	436.6	盈利能力					
加:营业外收支	47.0	50.5	44.4	47.3	47.4	毛利率	38.0%	35.2%	38.8%	38.9%	40.6%
利润总额	142.5	182.4	229.2	328.4	484.0	营业利润率	7.7%	8.2%	8.6%	10.0%	12.0%
减:所得税	17.4	19.8	30.0	39.6	58.0	净利润率	9.7%	9.3%	9.2%	9.8%	11.2%
净利润	119.4	148.8	196.8	275.1	405.5	EBITDA/营业收入	9.6%	9.9%	9.9%	10.9%	12.7%
						EBIT/营业收入	7.5%	8.2%	8.5%	9.9%	11.9%
资产负债表											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
货币资金	756.9	564.6	708.5	918.8	1,088.6	偿债能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	33.5%	45.2%	36.9%	40.7%	44.2%
应收帐款	638.1	908.9	1,063.3	1,384.4	1,855.2	负债权益比	50.3%	82.3%	58.6%	68.5%	79.1%
应收票据	23.9	4.1	25.0	7.9	23.7	流动比率	2.74	1.57	2.36	2.17	2.02
预付帐款	24.5	59.5	36.6	51.7	48.5	速动比率	2.47	1.38	2.08	1.96	1.80
存货	156.1	204.8	245.7	255.7	368.3	利息保障倍数	-34.37	-146.29	-64.25	-60.28	-95.12
其他流动资产	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	营运能力					
可供出售金融资产	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	固定资产周转天数	56	62	43	30	20
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	66	46	49	63	57
长期股权投资	12.9	16.8	16.8	16.8	16.8	流动资产周转天数	344	375	322	302	298
投资性房地产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	132	174	166	157	161
固定资产	279.7	268.9	243.7	218.4	193.2	存货周转天数	30	41	38	32	31
在建工程	-	-	-	-	-	总资产周转天数	411	511	437	365	351
无形资产	13.2	15.0	11.3	7.6	3.9	投资资本周转天数	110	99	86	88	73
其他非流动资产	22.5	578.5	204.1	266.5	347.8	费用率					
资产总额	1,929.9	2,623.7	2,557.1	3,130.1	3,948.2	销售费用率	8.4%	8.1%	10.2%	10.2%	10.2%
短期债务	60.0	25.0	-	-	36.9	管理费用率	17.2%	15.4%	17.3%	16.4%	16.3%
应付帐款	420.8	889.5	770.2	1,045.3	1,449.6	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
应付票据	-	1.1	0.2	0.6	0.8	三费/营业收入	25.4%	23.4%	27.4%	26.4%	26.4%
其他流动负债	103.9	197.5	112.0	161.7	190.0	投资回报率					
长期借款	-	-	-	-	-	ROE	9.7%	10.9%	12.8%	15.5%	19.3%
其他非流动负债	61.4	71.7	62.1	65.1	66.3	ROA	6.5%	6.2%	7.8%	9.2%	10.8%
负债总额	646.1	1,184.8	944.6	1,272.6	1,743.4	ROIC	41.5%	20.8%	49.6%	34.8%	56.7%
少数股东权益	51.7	68.8	71.1	84.6	104.6	分红指标					
股本	216.3	432.5	432.5	432.5	432.5	DPS(元)	0.02	0.10	0.06	0.10	0.18
留存收益	1,015.8	937.6	1,108.8	1,340.4	1,667.6	分红比率	5.4%	29.1%	13.0%	15.8%	19.3%
股东权益	1,283.8	1,438.9	1,612.5	1,857.5	2,204.8	股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	125.1	162.6	196.8	275.1	405.5
加:折旧和摊销	27.3	29.3	28.9	28.9	28.9
资产减值准备	48.1	42.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	3.5	2.4	-2.8	-4.6	-4.5
投资损失	-0.0	-3.9	-1.3	-1.7	-2.3
少数股东损益	5.6	13.8	2.4	13.7	20.5
营运资金的变动	-132.9	-521.0	-33.6	-63.6	-243.3
经营活动产生现金流量	41.8	200.6	190.4	247.8	204.7
投资活动产生现金流量	-72.0	-566.4	1.3	1.7	2.3
融资活动产生现金流量	171.7	179.9	-47.8	-39.2	-37.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.28	0.34	0.45	0.64	0.94
BVPS(元)	2.85	3.17	3.56	4.10	4.86
PE(X)	122.4	98.3	74.3	53.1	36.1
PB(X)	11.9	10.7	9.5	8.2	7.0
P/FCF	-78.4	40.9	-70.5	48.3	47.3
P/S	11.8	9.1	6.8	5.2	4.0
EV/EBITDA	106.4	146.1	65.3	44.3	28.9
CAGR(%)	32.2%	37.9%	77.6%	32.2%	37.9%
PEG	3.8	2.6	1.0	1.7	1.0
ROIC/WACC					

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn