

2017年08月23日

收入稳健增长，业绩承压不改长期增长逻辑 买入(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,799	2,496	3,543	5,127
同比(%)	12.2%	38.7%	42.0%	44.7%
净利润(百万元)	155.75	204.88	299.98	418.48
同比(%)	4.7%	31.5%	46.4%	39.5%
毛利率(%)	34.4%	32.5%	32.9%	32.3%
ROE(%)	10.5%	4.7%	6.4%	8.3%
每股收益(元)	0.36	0.24	0.36	0.50
P/E	40	60	41	29
P/B	4	3	3	2

事件：

公司发布2017年上半年报，公司2017年上半年实现营业收入5.65亿元，同比增长18.45%；实现归属于上市公司股东的净利润-1.24亿元，同比减少226.78%；实现归属于上市公司股东的扣非净利润-1.27亿元，同比减少119.33%。

投资要点

■收入稳健增长，投入加大净利润承压：公司2017年上半年实现营业收入5.65亿元，同比增长18.45%。分产品来看，上半年单机和系统产品业务板块有所下滑，减少了26.05%，安全服务与集成板块增长57.08%。安全服务与集成业务收入已占到公司营业总收入的71%，但安全服务与集成板块由于竞争激烈的因素，导致毛利率有所下滑。从行业角度，上半年公司的交通行业实现重大突破，因此在华北地区的收入实现131.63%的增速，但毛利率相对较低。公司净利润承压的因素，除去毛利率由去年同期的33.87%大幅下降至25.43%外，从费用端来看也由于募投项目的投入带来销售费用和管理费用的增加。此外，公司今年上半年收到的政府补助大幅减少，由去年的3099万元下降至311.34万元，对公司净利润影响较大。同时，公司预计1-9月公司实现净利润-1.18亿到-1.2亿之间，单三季度预计实现盈亏平衡或出现小幅亏损，前三季度整体费用增长较快，为后续增长提供基石，我们预计公司今年三季度开始业绩好转。公司短期业绩承压，但全年来看，分板块收入有望实现均衡增长，政府补助的大幅波动有望得到平滑，全年业绩我们判断仍旧向好。

■行业及产品进展顺利，管理创新有望实现效率提升：公司目前主要产品体系包括密码产品、信息安全产品与安全信息系统三大信息安全产品体系，并为党政军、金融、能源等重点客户提供安全集成与运营服务。上半年，公司成功中标了国家电子政务网络中央网络平台多个系统建设项目，在网信办、指挥交通、电力纵向加密、国家扶贫工程等市场接连取得新的突破。VPN、交换机等产品入围了国家机关的采购名录。此外，目前公司在云计算密码应用、大数据智能分析、5G密码应用、自主可控等核心技术方面加强研究与布局，已经为未来的发展打下坚实基础。在管理制度方面，公司目前从项目管理型转向产品管理型，后续有望围绕公司产品实现组织架构的优化和改革，提升公司管理效率。行业产品进展顺利，虽然短期管理费用可能会出现上升，但从长期来看，公司的技术、产品及用户积累有望为公司长期增长注入活力。

证券分析师 郝彪

执业证书编号：S0600516030001

021-60199781

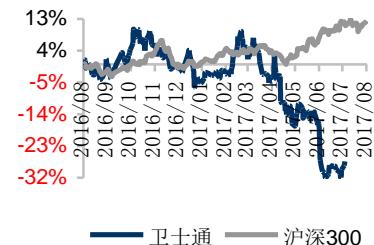
haob@dwzq.com.cn

研究助理 陈晨

021-60199793

chenchen@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.58
一年最低/最高价	13.22/36.00
市净率(倍)	3.03
流通A股市值(百万元)	8039.6

基础数据

每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	19.45
总股本(百万股)	838.34
流通A股(百万股)	551.41

相关研究

1. 卫士通：业绩稳健布局完整，安全手机有望爆发
-20170427
2. 卫士通：增发顺利完成，构筑信息安全核心竞争力
-20170322
3. 卫士通：投入增加拖累业绩，自主可控大步迈进
-20170305
4. 卫士通：第三季度业绩优秀，增发助安全布局完善
-20161027
5. 卫士通业绩快报点评：业绩符合预期，安全手机业务潜力巨大
-20160229

- **募投项目完善安全布局，大股东参与彰显信心：**公司上半年向市场非公开募集资金，用于投资密码系列产品、安全智能移动终端、国产自主高安全专用终端、面向工业控制系统和物联网的系列安全芯片项目、行业安全解决方案创新中心项目等公司重点战略布局项目，也在短期增加了公司的管理费用，并在研发方面加大了投入。但本次募资中，公司股东中电科投资、中国网安攻击参与 5 亿资金，彰显长期发展信心。
- **维持“买入”评级：**不考虑注入和外延，我们预计 2017/2018/2019 年净利润分别为 2.04/3.00/4.18 亿元，EPS 分别为 0.24/0.36/0.50 元，对应 60/41/29 倍 PE，考虑到公司网安国家队的平台地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**信息安全部门低于预期；募投项目进展低于预期。

卫士通三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2140.3	4433.3	5432.6	6736.5	营业收入	1798.9	2495.7	3542.6	5126.7
现金	523.5	2670.3	2802.8	3018.7	营业成本	1164.8	1659.3	2340.2	3421.3
应收款项	1340.2	1394.4	2099.0	2951.1	营业税金及附加	15.5	25.0	35.4	51.3
存货	192.5	285.6	400.9	587.5	营业费用	177.3	249.6	354.3	512.7
其他	84.1	83.0	129.9	179.2	管理费用	274.9	387.2	542.4	769.4
非流动资产	1509.2	1541.8	1546.1	1554.3	财务费用	5.6	-14.4	-41.3	-72.8
长期股权投资	25.0	25.0	25.0	25.0	投资净收益	1.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	1391.1	1424.0	1428.7	1437.2	其他	-43.3	-14.7	-14.7	-14.7
无形资产	10.5	10.1	9.8	9.4	营业利润	119.5	174.5	297.1	430.2
其他	82.6	82.6	82.6	82.6	营业外净收支	76.5	55.8	40.0	40.0
资产总计	3649.5	5975.1	6978.8	8290.7	利润总额	196.1	230.2	337.1	470.2
流动负债	2026.4	1461.4	2178.1	3091.7	所得税费用	23.1	25.3	37.1	51.7
短期借款	828.6	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	17.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	801.8	921.4	1369.6	1951.1	归属母公司净利润	155.8	204.9	300.0	418.5
其他	396.0	540.0	808.5	1140.6	EBIT	170.7	175.0	270.8	372.4
非流动负债	50.2	55.2	60.2	65.2	EBITDA	200.0	220.6	335.4	445.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	50.2	55.2	60.2	65.2					
负债总计	2076.6	1516.7	2238.3	3156.9					
少数股东权益	83.8	83.8	83.8	83.8					
归属母公司股东权益	1489.1	4374.7	4656.6	5050.0					
负债和股东权益总计	3649.5	5975.1	6978.8	8290.7					
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-137.2	340.4	234.4	336.8	摊薄每股收益(元)	0.36	0.24	0.36	0.50
投资活动现金流	-634.1	-45.8	-83.9	-95.8	每股净资产(元)	3.44	5.22	5.56	6.03
筹资活动现金流	733.3	1852.1	-18.0	-25.1	发行在外股份(百万股)	432.5	838.0	838.0	838.0
现金净增加额	-38.1	2146.8	132.5	215.9	ROIC(%)	7.9%	6.6%	10.3%	13.2%
企业自由现金流	-748.7	230.5	76.5	139.0	ROE(%)	10.5%	4.7%	6.4%	8.3%
					毛利率(%)	34.4%	32.5%	32.9%	32.3%
					EBIT Margin(%)	9.5%	7.0%	7.6%	7.3%
					销售净利率(%)	8.7%	8.2%	8.5%	8.2%
					资产负债率(%)	56.9%	25.4%	32.1%	38.1%
					收入增长率(%)	12.2%	38.7%	42.0%	44.7%
					净利润增长率(%)	4.7%	31.5%	46.4%	39.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>