

2018年3月29日

# 定增减持实际冲击较小，2018年有望成为业绩拐点

**买入(维持)**

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,799	2,137	2,876	4,159
同比(%)	12.2%	18.8%	34.6%	44.6%
净利润(百万元)	155.75	168.54	246.04	354.58
同比(%)	4.7%	8.2%	46.0%	44.1%
毛利率(%)	35.3%	35.1%	34.9%	33.8%
ROE(%)	10.5%	3.9%	5.5%	7.4%
每股收益(元)	0.36	0.20	0.29	0.42
P/E	80	143	98	68
P/B	8	6	5	5

**事件：**公司发布2018年一季度业绩预告和股东减持股份预披露公告。公司2018年一季度归属上市公司股东的净利润预计为亏损8000万-1亿元，比去年同期亏损1.02亿元有所减少。公司定增股东计划在公告之日起6个月内减持股份不超过5030.02万股，减持比例不超过公司股份总数的6%（其中以集中竞价交易方式减持的股份数量不超过总股本2%，以大宗交易减持的股份数量不超过总股本4%）。

## 投资要点

■ **定增限售股解禁，对二级市场的实际冲击较小：**根据公告，建信基金管理的建信群星璀璨裕晋7号特定多个客户资产管理计划、建信中航定增精选1号资产管理计划合计持有5802.38万股（占本公司总股本比例6.92%）计划在公告之日起6个月内以集合竞价方式减持本公司股份不超过1676.67万股，以大宗交易减持不超过3353.34万股（合计减持不超过5030.02万股，减持比例不超过公司股份总数的6%）。根据减持新规，两个账户任意连续90个自然日内集中竞价交易减持股份的数量合计不超过公司股份总数的1%，两个账户通过大宗交易任意连续90个自然日内减持股份的数量合计不超过公司股份总数的2%。由于减持新规，大宗交易受让方在受让后6个月内不得转让受让的股份，因此半年内对市场有冲击的仅为集中竞价交易部分，合计不超过1677万股。考虑到公司近10个交易日每日平均成交1773万股左右，减持对二级市场压力非常小。公司在3月28日发布公告，定增解除限售股份1.19亿股，占公司总股本的14.21%，其中四川省集成电路和信息安全产业投资基金持有1494.06万股本，由于投资方属于产业性投资基金，我们预计减持概率较小。由于定增的其它几家参与方同样也受减持新规约束，极限情况下都通过集中竞价交易减持，半年内可实际在二级市场流通的减持上限为2303万股，对市场冲击也不大。

■ **抢占5G安全制高点，5G安全通信运营打开长期发展空间：**5G通信时代来临，网络切片使得公司可以在独立的逻辑网络中为军队等客户提供所需要的安全保护需求，成为军用5G网络切片中的运营商，其空间有望大幅超出传统专网空间。同时由于不需要建设专网，建设投资门槛降低，预计会有政府、央企等更多新增用户采用高安全逻辑独立的5G通信，进一步打开5G安全的市场空间。卫士通作为国内研究5G安全总体架构的主要单位，同时凭借公司在网络安全和加密领域的积累，在5G时代有望成为5G安全通信的运营商，打开长期发展空间。

**证券分析师郝彪**

执业证书编号：

S0600516030001

021-60199781

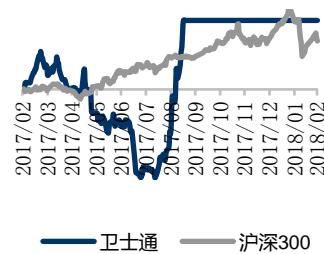
haob@dwzq.com.cn

**研究助理陈晨**

021-60199793

chenchen@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	28.70
一年最低/最高价	13.22/30.25
市净率(倍)	5.60
流通A股市值(百万元)	23244.13

## 基础数据

每股净资产(元)	4.81
资产负债率(%)	19.23
总股本(百万股)	838.34
流通A股(百万)	809.90

## 相关研究

1. **卫士通：抢占5G安全制高点，5G通信安全运营有望打开公司长期成长空间-20180318**
2. **卫士通：首单央企运维中标，拉开运维模式大幕-20180228**
3. **卫士通：安全运维时代到来，网安平台有望加速发展-20171030**
4. **卫士通：网络安全国家旗舰，腾飞在即-20170913**
5. **卫士通：收入稳健增长，业绩承压不改长期增长逻辑-20170823**

- **运维带来网安“供给侧改革”，龙头迎来市场空间、份额和盈利能力三重提升：**为了实现关键信息基础设施和数据资产从局部单一防护向整体综合防护转变、从静态被动防御向主动防御转变、从事后处置整改向事前预警监测转变、从基础合规性要求向系统性本质安全转变，实现全方位的信息系统保障态势，目前网络安全行业正在从产品采购模式转向安全运维保障模式。而这一模式的转变不仅增大行业空间，同时大幅降低销售费用率，并且大幅提高行业进入门槛，市场将向龙头公司集中。网络安全运维主要分为政、企、军市场，目前国内央企 98 家，假定一家央企的网安运维平均投入 1 亿/年，则仅央企范围的安全运维市场可达 100 亿。若加上成规模的地方国企，则市场保守估计可达 200 亿。卫士通凭借央企央企身份，在央企网安运维方面优势明显，未来有望继续扩展到政府、军队领域。
- **18 年一季度业绩同比减亏，2018 年有望迎来业绩加速向上拐点：**公司预计 2018 年一季度归属上市公司股东的净利润预计为亏损 8000 万-1 亿元，比去年同期亏损 1.02 亿元有所减少，在近两年募投高投入的情况下公司业绩仍然同比实现减亏。卫士通从加密起步，目前已经完成四大布局：1、传统安全产品；2、安全和信息化功能合一的产品，比如安全手机；3、安全系统；4、安全运维，并且在网络安全运营及 5G 安全运营等最重要的领域实现战略卡位，网络安全空间安全独角兽雏形已现。随着安全运营逐步放量，募投项目进入收获期，2018 年公司有望迎来业绩拐点。
- **维持“买入”评级：**我们预计 2017/2018/2019 年净利润分别为 1.69/2.46/3.55 亿元，EPS 分别为 0.20/0.29/0.42 元，对应 143/98/68 倍 PE，考虑到公司的网络安全央企平台地位，央企网安运维有望加速推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**信息安全市场低于预期；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
<b>流动资产</b>	<b>2140.3</b>	<b>4071.0</b>	<b>4720.8</b>	<b>5672.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>1798.9</b>	<b>2137.1</b>	<b>2875.9</b>	<b>4158.5</b>
现金	523.5	2567.2	2590.7	2660.0	营业成本	1164.8	1386.4	1871.6	2754.5
应收款项	1340.2	1194.1	1704.0	2393.7	营业税金及附加	15.5	21.4	28.8	41.6
存货	192.5	238.6	320.6	473.0	营业费用	177.3	239.0	302.0	415.9
其他	84.1	71.0	105.4	145.4	管理费用	270.7	321.0	445.8	623.8
<b>非流动资产</b>	<b>1509.2</b>	<b>1611.0</b>	<b>1685.0</b>	<b>1763.6</b>	<b>财务费用</b>	<b>5.6</b>	<b>-13.2</b>	<b>-38.6</b>	<b>-65.6</b>
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	1493.2	1567.5	1646.5	其他	<b>-47.5</b>	<b>-30.0</b>	<b>-30.0</b>	<b>-30.0</b>
无形资产	10.5	10.1	9.8	9.4	<b>营业利润</b>	<b>119.5</b>	<b>152.5</b>	<b>236.4</b>	<b>358.4</b>
其他	82.6	82.6	82.6	82.6	<b>营业外净收支</b>	76.5	50.0	40.0	40.0
<b>资产总计</b>	<b>3649.5</b>	<b>5682.0</b>	<b>6405.8</b>	<b>7435.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>196.1</b>	<b>202.5</b>	<b>276.4</b>	<b>398.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>2026.4</b>	<b>1227.7</b>	<b>1749.7</b>	<b>2491.0</b>	<b>所得税费用</b>	23.1	34.0	30.4	43.8
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	769.8	1095.4	1570.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>155.8</b>	<b>168.5</b>	<b>246.0</b>	<b>354.6</b>
其他	396.0	457.8	654.3	920.1					
<b>非流动负债</b>	<b>50.2</b>	<b>55.2</b>	<b>60.2</b>	<b>65.2</b>					
<b>负债总计</b>	<b>2076.6</b>	<b>1282.9</b>	<b>1809.9</b>	<b>2556.2</b>					
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	4315.2	4512.1	4795.7					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3649.5</b>	<b>5682.0</b>	<b>6405.8</b>	<b>7435.8</b>					
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	<b>-137.2</b>	330.4	229.1	311.6					
投资活动现金流	<b>-634.1</b>	<b>-115.8</b>	<b>-156.3</b>	<b>-171.4</b>					
筹资活动现金流	733.3	1829.0	<b>-49.2</b>	<b>-70.9</b>					
现金净增加额	<b>-38.1</b>	2043.7	23.5	69.3					
重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E					
摊薄每股收益(元)	0.36	0.20	0.29	0.42					
每股净资产(元)	3.44	5.15	5.38	5.72					
发行在外股份(百万股)	432.5	838.3	838.3	838.3					
ROE(%)	10.5%	3.9%	5.5%	7.4%					
毛利率(%)	35.3%	35.1%	34.9%	33.8%					
销售净利率(%)	9.6%	7.9%	8.6%	8.5%					
资产负债率(%)	56.9%	22.6%	28.3%	34.4%					
收入增长率(%)	12.2%	18.8%	34.6%	44.6%					
净利润增长率(%)	4.7%	8.2%	46.0%	44.1%					

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、意见及推测不一致的报告。

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>