



业绩向好趋势已现，安全云奠定未来业绩支柱，5G 军用打开估值空间

——卫士通（002268）点评

2018 年 08 月 29 日

强烈推荐/维持

卫士通

财报点评

姓名	分析师陆洲 Email: luzhou@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480517080001 Tel: 010-66554142
	分析师王习 Email: wangxi@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480518010001 Tel: 010-66554034
姓名	研究助理张卓琦 Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480117080010 Tel: 010-66554018

事件：

公司发布 2018 年半年报，公司实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 5.86%；归母净利润-9324 万元，亏损额同比减少 25.07%。

观点：

- 公司上半年净利润同比提升明显，战略新卡位初现成果。

公司上半年实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 5.86%；归母净利润-9324 万元，同比增长 25.07%。拆分到单季度来看，公司第二季度实现营业收入 4.54 亿元，同比增长 1.79%；归母净利润为-755 万元，同比增长 66.41%。公司战略卡位三大新领域，制定 5G 安全标准立志成为 5G 军用通信运营商，卡位未来网战主力地位，从安全产品提供商到安全服务整体解决方案提供商，与阿里云合作卡位安全云，奠定在党政军自主可控安全云平台生态链中的优势地位。上半年盈利能力明显提升，且已经完成安全云平台的环境部署进入试运行阶段，下半年的订单数应该会大幅增多，且央企整保方面招商局项目稳步推进，另与多家央企签订合作协议，相信下半年主要指标会有更大提升。

图 1：公司 2015-2018 年 Q2 净利润



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

➤ 5G 与云方面卡位未来网战主力地位，打开公司估值空间。

随着网络技术的不断发展，武器体系也被“网络化”，原来可以单打独斗的武器，现在要与其他武器形成体系才能更好地发挥作用。网络已经成为武器体系的神经，可以使各类武器有机地形成一个整体。目前，世界各国都在构建本国的武器体系，以充分发挥武器的作用，强化本国的国防实力，提升本国的战争能力，特别是高性能 5G 网络部署将成为未来军队通信主流方式。

美国的网络军队预算已占国防预算的 20%，网军在陆海空军中的渗透率已达 90%。网军不仅仅是单一兵种，更起到融合统领的作用。而军事领域所有网络化、数据化、云端化与其它领域的最大区别就是需要高度加密系统。亚马逊获得了美国国防部 500 亿美元的云计算服务订单，这是亚马逊发展过程中的革命性变化。放眼国内，而在公司与阿里云进行战略合作的公告中，“基于核高基”的表述可窥视卫士通的核心价值。面向新军事变革的网络战时代，打开了卫士通的估值空间，更打开并拓展了其在未来网络战争中的龙头地位。

➤ 安全运营项目持续落地，安全云即将爆发，成为公司未来几年业绩支柱。

安全运营方面，由于关键信息基础设施运营单位已无法独自应对网络空间安全“新常态”，未来安全服务整体解决方案将成为党政军关键部门的主要采购方式。上半年公司联合相关单位完成了《“互联网+政务服务”整体解决方案》，中标多家单位的集成、运维等业务；在法院市场，目前全国已有多个试点项目已经采用公司解决方案；央企整保方面，招商局整体保障服务按计划推进中，另与多家央企签

署战略合作协议和整体保障服务合同。考虑到央企市场广阔市场空间，预计安全运营业务明年将成为公司收入主要支柱之一。

安全云方面，目前已完成安全云平台环境部署，进入试运行阶段；卫士云网站防护系统已为中国电科、招商局数百个网站提供安全保障。与阿里云合作是强强联手，将双方各自优势发挥到极致，公司具备信息安全国家队资质优势以及在央企中网络安全先进的运维经验，有望结合阿里云的技术优势，在为党政军客户提供具有高安全度的私有云产品，未来党政军自主可控安全云平台中取得更大市场份额，成为公司未来成长支柱之一。

结论：

半年报中预告公司 18 年 1-9 月净利润为 -9500 万--6800 万，同比有所提升，反映出公司业绩向好势头延续。我们预计公司 2018 年、2019 年和 2020 年，收入分别为 30.14 亿元、52.27 亿元和 76.92 亿元，归母净利润分别为 2.45 亿元、5.47 亿元和 8.08 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.65 元和 0.96 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：安全运维推广不达预期，政务云竞争激烈，5G 应用进度低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
流动资产合计	2,019.64	3,932.38	4,894.83	7,089.87	9,126.40	营业收入				1,798.90	2,137.11	3,014.53	5,227.44	7,692.93						
货币资金	402.90	1,745.62	1,646.44	1,045.49	1,538.59	营业成本				1,164.75	1,382.68	2,022.25	3,277.18	4,775.59						
应收账款	1,087.87	1,616.09	2,272.46	4,470.61	5,452.78	营业税金及附加				15.46	20.31	33.02	46.40	67.65						
其他应收款	193.28	199.07	279.92	550.68	671.66	营业费用				177.34	215.34	281.33	487.85	717.94						
预付款项	55.41	68.49	129.60	150.48	260.93	管理费用				270.65	330.23	461.55	800.36	1,177.85						
存货	192.50	210.97	445.77	618.52	932.39	财务费用				5.57	-12.19	-23.05	-20.28	-2.47						
其他流动资产	28.66	25.34	25.34	25.34	25.34	资产减值损失				47.47	74.60	0.00	0.00	0.00						
非流动资产合计	1,471.02	1,640.55	1,614.46	1,585.45	1,498.36	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	25.00	26.61	26.61	26.61	26.61	投资净收益				1.87	1.80	0.00	0.00	0.00						
固定资产	268.05	265.66	245.01	224.37	1,307.43	营业利润				119.53	127.96	244.90	620.53	943.25						
无形资产	10.48	70.50	65.17	115.24	106.99	营业外收入				76.54	50.01	59.07	59.07	59.07						
其他非流动资产	0.00	54.55	54.55	54.55	54.55	营业外支出				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
资产总计	3,490.67	5,572.93	6,509.29	8,675.32	10,624.75	利润总额				196.07	177.97	303.97	679.60	1,002.32						
流动负债合计	1,917.78	1,185.13	1,863.12	3,451.49	4,548.95	所得税				23.11	19.47	45.60	101.94	150.35						
短期借款	828.56	0.00	0.00	411.98	483.58	净利润				155.75	150.30	245.01	547.78	807.90						
应付账款	801.80	1,077.00	1,670.85	2,782.21	3,706.90	少数股东损益				17.20	8.20	13.36	29.88	44.06						
预收款项	40.26	59.54	167.27	151.41	313.24	归属母公司净利润				155.75	150.30	245.01	547.78	807.90						
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA				40.16	75.02	50.80	24.29	15.65						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)				0.19	0.18	0.29	0.65	0.96						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率														
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	1,917.78	1,185.13	1,863.12	3,451.49	4,548.95	成长能力														
少数股东权益	83.81	92.01	105.37	135.25	179.32	营业收入增长				12.2%	18.8%	41.1%	73.4%	47.2%						
实收资本(或股)	432.52	838.34	838.34	838.34	838.34	营业利润增长				-9.3%	7.1%	91.4%	153.4%	52.0%						
资本公积	300.31	2,558.35	2,558.35	2,558.35	2,558.35	归属于母公司净利润				4.7%	-3.5%	63.0%	123.6%	47.5%						
未分配利润	756.24	899.10	1,144.11	1,691.89	2,499.80	获利能力														
归属母公司股东	1,572.89	4,387.80	4,646.17	5,223.83	6,075.80	毛利率 (%)				35.3%	35.3%	32.9%	37.3%	37.9%						
负债和所有者权	3,490.67	5,572.93	6,509.29	8,675.32	10,624.75	净利率 (%)				9.6%	7.4%	8.6%	11.1%	11.1%						
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)					5.77%	2.97%	4.94%	5.68%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					ROE (%)					10.5%	3.5%	5.4%	10.8%	13.7%	
经营活动现金流	-137.05	-50.85	-174.83	-1,073.54	373.17	偿债能力														
净利润	155.75	150.30	245.01	547.78	807.90	资产负债率 (%)				54.9%	21.3%	28.6%	39.8%	42.8%						
折旧摊销	31.00	36.88	26.09	29.01	87.10	流动比率				1.05	3.32	2.63	2.05	2.01						
财务费用	5.57	-12.19	-25.08	-9.78	2.80	速动比率				0.95	3.14	2.39	1.87	1.80						
应收账款减少	-422.28	-534.01	-1,244.30	-730.32	-2,407.11	营运能力														
预收帐款增加	-59.25	19.28	107.73	-15.86	161.83	总资产周转率				0.61	0.47	0.50	0.69	0.80						
投资活动现金流	-634.11	-180.76	50.21	50.21	50.21	应收账款周转率				1.85	1.58	1.38	1.38	1.38						
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率				6.71	8.04	13.73	21.07	5.27						
长期股权投资减	-8.21	-1.60	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)														
投资收益	1.87	1.80	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)				0.19	0.18	0.35	0.44	0.55						
筹资活动现金流	733.25	1,578.72	25.44	422.38	69.72	每股净现金流(最新				-0.16	-0.06	-0.21	-1.28	0.45						
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊				1.78	5.12	5.42	6.07	7.03						
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率														
普通股增加	0.00	405.81	0.00	0.00	0.00	P/E				105.39	109.21	67.00	29.97	20.32						
资本公积增加	6.44	2,258.04	0.00	0.00	0.00	P/B				11.02	3.82	3.61	3.23	2.78						
现金净增加额	-37.90	1,347.12	-99.18	-600.95	493.10	EV/EBITDA				40.16	75.02	50.80	24.29	15.65						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。