



东兴证券
DONGXING SECURITIES

论卫士通低位买入的五点逻辑

——卫士通（002268）事件点评

2018年09月06日

强烈推荐/维持

卫士通

事件点评

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

事件：

卫士通是我们团队重点推荐并紧密跟踪的品种，近期卫士通跌幅较大，我们认为市场目前位置已经极度反映悲观预期，随着军工行情来临，公司作为未来云作战形态中必不可少的换件，核心地位价值凸显，强烈推荐买入。我们预计 2018/2019/2020 年净利润分别为 2.55/3.53/4.90 亿元，EPS 分别为 0.30/0.42/0.59 元，对应 70/51/37 倍 PE，考虑到公司的网络安全央企平台地位，央企网安运维和有望加速推进，维持“买入”评级。

观点：

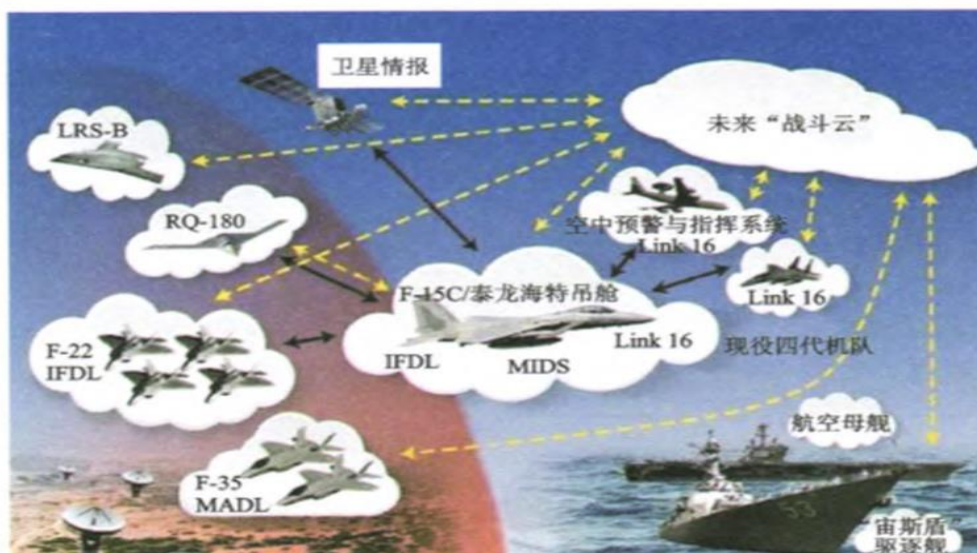
➤ 未来五维战争趋势已现，公司掌握核心科技

2013 年，兰利空军作战司令部的 Michael Hostage 将军(美国空军在全球部署计划的核心成员)提出了

“战斗云”概念，“战斗云”依托五代机的信息传输、精确打击和下一代传感器等先进技术，利用部署的陆海空天资源，一体化集成情报、监视与侦查(ISR)和打击能力，在竞争空间中形成航空平台全向战场态势感知和全方位对抗能力的分布式空中作战体系。

“战斗云”通过在四/五代机及无人机上加装全向宽带数据链(如战术瞄准网络技术(TTNT))/定向宽带数据链(如多功能先进数据链(MADI))和星-空链路形成的无线传输信道，以战场机载通信节点(BACN)为核心，构成适应节点高速移动、异构数据链并存、拓扑频繁变化的空中网络，并与陆、海和天网络实现互连；建立资源动态组织与调度、自适应同步的分布式管理机制，开发全向战场态势感知信息智能分发和跨平台武器协同等功能，形成航空平台群体作战体系，在与对方五代机竞争对抗时，形成综合和全方位的优势。“战斗云”概念图如下图所示，其中，MIDS 为多功能信息分发系统，IFDI 为机间数据链。

图 1：战斗云概念

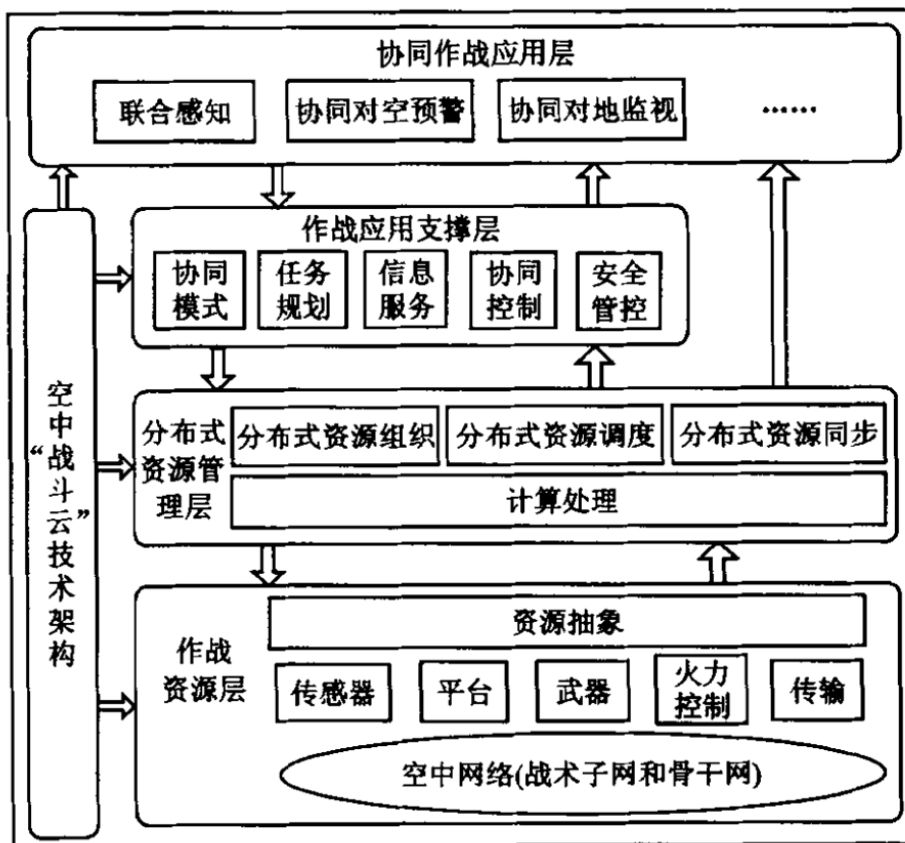


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

“战斗云”利用先进数据链系统连接各平台，在己方力量不占优势的战场环境中，五代机通过定向宽带数据链(如 MADL)连接;在双方力量均衡的战场环境中，四/五代机通过全向宽带数据链(如 TTNT)连接;更远距离可通过定向宽带数据链(如通用数据链(CDL))或星一空链路中继;数据链间互通主要是通过战场空中通信节点(如战场机载通信节点(BACN))实现。

“战斗云”研究重点包括资源结构构建、能力按需生成和信息有效利用等。根据任务和环境变化，能够自行调整其结构要素，动态生成合理的、满足任务要求的空中网络结构和系统结构;云中分布的系统资源，在外部环境、资源状态、协同目标和安全可信等约束条件下，通过动态调整资源间的协同结构、协同模式、协同关系和协同过程等，达到时间、空间和任务同步;在外部环境和任务要求等约束条件下，信息可根据任务需求自动汇集、提取与匹配，生成满足任务需求的信息，实现信息的精准服务。“战斗云”关键技术包括分布式异构资源的组织、管理和分配以及安全可信等。利用“战斗云”可形成分布式空中作战体系，完成拒止空间中的时敏目标协同打击等作战任务。

图 2: 战斗云体系构架设想



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

与此同时，美国军队倡导“云打仗”，监控空中武器库，并宣布美国将在 2020 年实现太空部队（Space Force）的建成。未来的飞机/航母将迭代成为空中/海上信息堡垒，其硬件功能将被软件定义。软件定义的四大标志：走向云端、走向数据端、通信端走向 5G 和 6G（1 小时打遍全球）、所有武器平台成为信息堡垒，形成电子对抗。因此，未来战争将不再区分陆海空天各军兵种，而是将被云、数据、通信手段所迭代与融合。

图 3：未来空中信息堡垒



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

网军不仅仅是单一兵种，更起到融合统领的作用。未来的陆海空军只是战斗感知部门和执行部门，“脑库”

已完全网络化、云端化和数据化。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。国内只有卫士通能从事高度加密业务。而且公司目前已转型网络安全运营公司，5G 通信专项的获批标志着公司由网络安全公司跃升为网络进攻公司，这是从经营模式到维度的转变。卫士通未来在军事方面可能提供云计算服务的三大领域：电子对抗、通讯端和数据链。这是革命性的变化，实现了主营业务的裂变，符合未来五维战争的趋势。

➤ 5G 安全业务明年有望达到 5 亿级别，打开公司估值空间

公司承担国家 03 通讯专项里面的 5G 专项，整体架构和标准的总体单位是卫士通；另外公司拿到了工信部 5G 高安全切片示范工程专项等，给党政军企业提供高安全的通讯专网；今年主要是科研经费几千万；明年有望开始放量，5 亿左右级别，未来两三年这块业务占比达有望到 20%。

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。

➤ 网络安全运维落地，抢占百亿市场份额

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。而且安全运维毛利率较高，运营业务稳定后利润率能够到 15%-20% 以上：央企安全运营在 2016 年开始立项，政府领域目前已在高院展开试点，后续电子政务内网也是重点领域。仅考虑央企市场空间就是百亿级，公司有望凭借信息安全国家队身份抢到可观的市场份额。卫士通凭借央企身份，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，抢占更大安全运维市场空间和份额。

➤ 与阿里打造“网安飞天云”云平台，预测明年爆发增长

公司控股股东中国网安与阿里云签署战略合作协议，基于国家科技重大专项核高基项目，打造国际先进、国内领先的“网安飞天”安全云平台品牌，构建国产自主可控安全云平台生态链。网安飞天云是针对党政军、国有企业、大型民营企业的高安全私有云，虽然正式标杆平台今年底推出，但前期已在某行业展开运行，估计国内政府、企业、军队等至少有 6000 多朵云，单个云按照 1 亿计算，市场空间巨大；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。

➤ 打造网安国家旗舰，网安领域全产业链布局

目前为止，公司几乎占领网络安全和网战产业链全部战略至高峰：（1）央企安全运营百亿市场逐步打开，公司凭借央企背景和牵头单位的优势有望享有一半市场份额；（2）抢占 5G 安全制高点，成为 5G 安全的主要牵头单位，有望向 5G 时代安全通信运营商迈进；（3）控股股东中国网安与阿里云合作打造自主可控的“网安飞天”高安全私有云平台，公司实现从网络安全产品到网络安全服务再到安全信息系统的全产业链布局。

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 | 2,019.6 | 3,932.3 | 4,894.8 | 7,089.8 | 9,126.4 | 营业收入 | 1,798.9 | 2,137.1 | 3,014.5 | 5,227.4 | 7,692.9 | | |
| 货币资金 | 402.90 | 1,745.6 | 1,646.4 | 1,045.4 | 1,538.5 | 营业成本 | 1,164.7 | 1,382.6 | 2,022.2 | 3,277.1 | 4,775.5 | | |
| 应收账款 | 1,087.8 | 1,616.0 | 2,272.4 | 4,470.6 | 5,452.7 | 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 | 1,177.8 | | |
| 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 | 1,471.0 | 1,640.5 | 1,614.4 | 1,585.4 | 1,498.3 | 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 | 1,307.4 | 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 | 3,490.6 | 5,572.9 | 6,509.2 | 8,675.3 | 10,624.7 | 利润总额 | 196.07 | 177.97 | 303.97 | 679.60 | 1,002.3 | | |
| 流动负债合计 | 1,917.7 | 1,185.1 | 1,863.1 | 3,451.4 | 4,548.9 | 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 | 1,077.0 | 1,670.8 | 2,782.2 | 3,706.9 | 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 | | |
| 一年内到期的非流 | 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 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | | | |
| 负债合计 | 1,917.7 | 1,185.1 | 1,863.1 | 3,451.4 | 4,548.9 | 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(或股本) | 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 | 2,558.3 | 2,558.3 | 2,558.3 | 2,558.3 | 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 | 1,144.1 | 1,691.8 | 2,499.8 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1,572.8 | 4,387.8 | 4,646.1 | 5,223.8 | 6,075.8 | 毛利率(%) | 35.3% | 35.3% | 32.9% | 37.3% | 37.9% | | |
| 负债和所有者权益 | 3,490.6 | 5,572.9 | 6,509.2 | 8,675.3 | 10,624.7 | 净利率(%) | 9.6% | 7.4% | 8.6% | 11.1% | 11.1% | | |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | 2.91% | 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 | -1,073.1 | 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 | | |
| 应付账款的变化 | -422.28 | -534.01 | -1,244.1 | -730.32 | -2,407.1 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收账款的变化 | -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 | | |
| 公允价值变动收益 | 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 | | |
| 长期股权投资减少 | -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 | 1,578.7 | 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 | 2,258.0 | 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 | 1,347.1 | -99.18 | -600.95 | 493.10 | EV/EBITDA | 40.16 | 75.02 | 50.80 | 24.29 | 15.65 | | |

资料来源：公司财报、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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看好：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。