

卫士通 (002268)

招商局安全运维项目完成验收，公司有望迎来新发展时期

买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,137	2,344	2,831	3,444
同比 (%)	18.8%	9.7%	20.8%	21.6%
归母净利润 (百万元)	169.05	169.96	260.72	366.84
同比 (%)	8.5%	0.5%	53.4%	40.7%
每股收益 (元/股)	0.20	0.20	0.31	0.44
P/E (倍)	88	87	57	40

事件：

公司发布 2018 年三季报，2018 前三季度实现营业收入 10.42 亿元，同比增长 0.82%；实现归属于上市公司股东的净利润-7346.22 万元，同比减亏 23.64%。同时预告 2018 年度净利润同比变动幅度为-29.02%-3.52%。

投资要点

- 收入平稳增长，新业务有望明年开始放量：**前三季度实现营业收入 10.42 亿元，同比增长 0.82%；归属于上市公司股东的净利润-7346.22 万元，同比减亏 23.64%，归属上市公司股东的扣非净利润-1.16 亿元，同比减亏 1.30%。前三季度销售费用率和管理费用率（含研发）合计同比下降 0.69pct，销售毛利率同比上升 1.10pct。今年以来公司加大在安全运营、网安飞天私有云等新业务的投入，实现在多个领域的顶层战略布局和卡位，前三季度公司开发支出相对年初增加 3611 万元，预计新业务将在明年开始大规模放量。
- 减持为例行公告，数据分析显示实际减持压力很小：**近期持股 5% 以上股东建信基金（目前持股 53,523,856 股，占总股本 6.38%）发布新的减持计划。此前 3.30 日建信基金也曾发布公告，计划在公告之日起 6 个月内以集中竞价方式减持不超过 1677 万股，以大宗交易方式减持不超过 3353 万股（合计减持不超过 5030 万股，减持比例不超过公司股份总数的 6%），但根据 10.9 日建信基金发布的第一轮减持实施完毕公告，上一个减持窗口期仅减持了 450 万股，而且减持价均在 30 元以上，且最近一次减持时间是 5.11 号，可见股东减持意愿不强，我们认为第二轮减持主要是例行公告，对市场主要是短期心理影响，实际冲击很小。
- 招商局项目完成建设实施阶段验收，安全运维今年有望初步放量：**9 月 27 日，中国网安和招商局集团在北京召开完成招商局网络信息安全整体保障项目建设实施阶段验收评审会议。整个项目以服务化、平台化的方式打造招商局网络安全防御体系，是中央企业网络安全整体保障服务模式的创新性转。下一步将进入 7×24 小时的线上线下运维服务和实时、动态的主动防御服务，在实际运行中不断提升招商局集团的网络安全整体防御能力。未来央企网络安全从产品采购模式转向安全运维模式大势所趋，除了招商局，中国网安目前也与中远海运、中广核签署了战略合作协议。目前国内央企 96 家，仅央企范围的安全运维市场预计接近 100 亿。地方国企数量过万家，成规模的国企数量逾千家，考虑到推广力度，我们谨慎预估地方性国有企业市场空间基本与央企安全运维市场空间齐平，则仅安全运维的市场空间即达到 200 亿以上。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，抢占更大的安全运维市场空间和份额。

2018 年 10 月 24 日

证券分析师郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

股价走势**市场数据**

收盘价(元)	17.65
一年最低/最高价	16.45/34.72
市净率(倍)	3.51
流通 A 股市值(百万元)	14294.77

基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	23.54
总股本(百万股)	838.34
流通 A 股(百万股)	809.90

相关研究

- 《卫士通 (002268)：净利润大幅改善，安全运维有望开始放量》 2018-08-29**
- 《卫士通：携手阿里构建自主可控云，网安旗舰再添一环》 2018-05-14**
- 《卫士通：收入增长稳健，网安旗舰地位确立》 2018-04-26**

- **抢占网络安全产业链战略至高点，实现完整产业链布局：**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点：(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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018/2019/2020 年净利润分别为 1.70/2.61/3.67 亿元，EPS 分别为 0.20/0.31/0.44 元，对应 87/57/40 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。
- **风险提示：**信息安全市场低于预期，安全云平台建设低于预期。

卫士通三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4067.4	6951.2	7282.2	7849.0	营业收入	2137.1	2344.0	2831.3	3443.9
现金	1880.7	4987.1	4839.8	4928.9	营业成本	1382.7	1585.8	1852.1	2239.1
应收款项	1882.0	1617.5	2044.1	2431.4	营业税金及附加	20.3	23.4	28.3	34.4
存货	211.0	250.9	281.6	347.4	营业费用	215.3	269.6	305.8	370.2
其他	93.8	95.8	116.8	141.4	管理费用	330.2	366.8	428.9	520.0
非流动资产	1686.1	1811.4	1882.2	1957.9	财务费用	-12.2	-85.8	-66.7	-122.1
长期股权投资	26.6	26.6	26.6	26.6	投资净收益	1.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	1427.5	1555.0	1628.3	1706.3	其他	-49.4	-30.0	-30.0	-30.0
无形资产	70.5	68.2	65.8	63.5	营业利润	153.1	154.2	252.9	372.2
其他	161.6	161.6	161.6	161.6	营业外净收支	50.0	50.0	40.0	40.0
资产总计	5753.6	8762.6	9164.4	9806.9	利润总额	203.1	204.2	292.9	412.2
流动负债	1309.2	1501.2	1715.6	2096.2	所得税费用	25.9	34.3	32.2	45.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	8.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	1077.0	1026.5	1228.6	1467.4	归属母公司净利润	169.1	170.0	260.7	366.8
其他	232.2	474.7	487.0	628.9					
非流动负债	56.6	61.6	66.6	71.6	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	1365.8	1562.8	1782.2	2167.8	摊薄每股收益(元)	0.20	0.20	0.31	0.44
少数股东权益	92.0	92.0	92.0	92.0	每股净资产(元)	5.12	8.48	8.70	9.00
归属母公司股东权益	4295.8	7107.8	7290.3	7547.1	发行在外股份(百万股)	838.3	838.3	838.3	838.3
负债和股东权益总计	5753.6	8762.6	9164.4	9806.9	ROE(%)	3.9%	2.4%	3.6%	4.9%
现金流量表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	35.3%	32.3%	34.6%	35.0%
经营活动现金流	-51.1	581.4	89.7	373.4	销售净利率(%)	8.3%	7.3%	9.2%	10.7%
投资活动现金流	-180.8	-117.0	-158.8	-174.2	资产负债率(%)	23.7%	17.8%	19.4%	22.1%
筹资活动现金流	1578.7	2642.0	-78.2	-110.1	收入增长率(%)	18.8%	9.7%	20.8%	21.6%
现金净增加额	1346.9	3106.4	-147.3	89.1	净利润增长率(%)	8.5%	0.5%	53.4%	40.7%

数据来源：贝格数据，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>