

2019年04月03日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

三十所核心骨干入驻公司，做大做强上市平台

买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,137	1,931	3,445	6,022
同比(%)	18.8%	-9.6%	78.4%	74.8%
归母净利润(百万元)	169	140	411	790
同比(%)	8.5%	-17.2%	193.7%	92.2%
每股收益(元/股)	0.20	0.17	0.49	0.94
P/E(倍)	158	191	65	34

事件:公司发布董事会决议和经营班子调整的公告，同时董事会第三十六次会议审议并通过了《关于提名第七届董事会董事候选人的议案》。

投资要点

- **三十所核心骨干入驻公司，扫清研究所和上市平台分配障碍:**今年1月份，集团任命卿昱为中国网安董事长、党委书记，卫士通董事长，三十所所长、党委书记。此次，公司董事会会议又任命卿昱、王文胜、段启广、雷利民、王忠海、王虎等6人为董事会非独立董事，曹德骏、周玮、冯渊等3人为公司独立董事，聘任魏洪宽为公司副总经理，董贵山为公司总工程师，刘志惠为公司财务总监。同时，控股股东中国网安推荐王忠海为公司总经理。目前公司已经完成了董事长、董事会、总经理、副总经理、总工程师、财务总监等众多高管的全新任命或提名，管理层集体更换一方面体现了国家对公司网络安全央企龙头地位的高度重视；另一方面，新高管此前基本为三十所核心骨干，此次悉数入驻卫士通，在卿昱董事长带领下，有望扫清研究所和上市公司之间业务和利润分配的障碍，做大做强上市平台。
- **集团一季度业绩开门红，全年有望加速增长:**根据中国网安公众号¹，一季度网安子集团新签合同13亿元，同比增长30%；旗下华北网安公司和凯天公司一季度营收分别同比增长393%和300%，均实现大幅增长。此外，卫士通拿下电子公文系统业务、厦门雅迅完成最新测试车上线，签订商用车T-BOX项目；上海三零卫士布局新业务顺利，开展工业互联网安全服务平台建设。等保2.0驱动下，行业内公司景气度持续上行不断得到验证，一季度网安子集团聚焦管理革新，卫士通在新领导班子的带领下，有望激发活力，实现加速增长。
- **完成产业链制高点卡位:**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、密码芯片和算法国产化加速，公司作为加密领域龙头有望率先受益；2、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，卫士通是项目实际执行单位，安全云的需求在6000朵左右，公司有望份额领先；3、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份额；4、抢占5G安全制高点，成为5G安全标准制定的主要牵头单位，有望向5G时代安全通信运营商迈进。
- **盈利预测与投资评级:**我们上调2019/2020年净利润分别为4.11/7.90亿元，18-20年EPS分别为0.17/0.49/0.94元，对应191/65/34倍PE，考虑到公司的网络安全央企平台地位，加密国产化和央企网安运维今年加速推进，自主可控的网安飞天云进入落地期，维持“买入”评级。
- **风险提示:**信息安全部门低于预期，安全云平台建设低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.95
一年最低/最高价	16.30/34.80
市净率(倍)	6.35
流通A股市值(百万元)	25876.37

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

- 1、《卫士通(002268):资产减值拖累利润，物联网安全高歌猛进》2019-02-28
- 2、《卫士通(002268):主新董事长上任，公司迎来发展新篇章》2019-01-24
- 3、《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》2018-10-25

¹<https://mp.weixin.qq.com/s/NFGQV6aQHMc2P5qM8szH1w>

卫士通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,067	3,925	5,388	5,628	营业收入	2,137	1,931	3,445	6,022
现金	1,881	2,679	1,506	619	减: 营业成本	1,383	1,226	2,049	3,460
应收账款	1,616	828	2,617	3,405	营业税金及附加	20	19	34	57
存货	211	147	451	559	营业费用	215	212	379	602
其他流动资产	360	271	815	1,045	管理费用	330	334	586	994
非流动资产	1,686	1,580	2,211	3,381	财务费用	-12	-49	-37	5
长期股权投资	27	30	34	37	资产减值损失	75	64	0	0
固定资产	266	421	881	1,557	加: 投资净收益	2	2	2	2
在建工程	1,162	891	1,052	1,535	其他收益	0	0	0	0
无形资产	129	135	142	149	营业利润	153	128	438	905
其他非流动资产	103	103	102	101	加: 营业外净收支	50	23	58	60
资产总计	5,754	5,505	7,599	9,009	利润总额	203	152	496	966
流动负债	1,309	956	2,662	3,277	减: 所得税费用	26	6	59	116
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	8	6	26	59
应付账款	980	562	2,016	2,338	归属母公司净利润	169	140	411	790
其他流动负债	329	395	646	939	EBIT	147	83	433	934
非流动负债	57	57	57	57	EBITDA	184	133	516	1,075
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	57	57	57	57	每股收益(元)	0.20	0.17	0.49	0.94
负债合计	1,366	1,013	2,719	3,333	每股净资产(元)	5.12	5.24	5.67	6.55
少数股东权益	92	98	124	184	发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
归属母公司股东权益	4,296	4,394	4,757	5,492	ROIC(%)	2.9%	1.8%	7.9%	14.8%
负债和股东权益	5,754	5,505	7,599	9,009	ROE(%)	4.0%	3.2%	9.0%	15.0%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	35.3%	36.5%	40.5%	42.5%
经营活动现金流	-51	732	-451	482	销售净利率(%)	7.9%	7.2%	11.9%	13.1%
投资活动现金流	-181	59	-712	-1,309	资产负债率(%)	23.7%	18.4%	35.8%	37.0%
筹资活动现金流	1,579	7	-11	-59	收入增长率(%)	18.8%	-9.6%	78.4%	74.8%
现金净增加额	1,347	798	-1,173	-886	净利润增长率(%)	8.5%	-17.2%	193.7%	92.2%
折旧和摊销	37	49	83	141	P/E	158	191	65	34
资本开支	182	-110	627	1,166	P/B	6.24	6.10	5.63	4.88
营运资本变动	-332	588	-931	-512	EV/EBITDA	136.46	182.54	49.37	24.56

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>