

公司研究

计算机

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

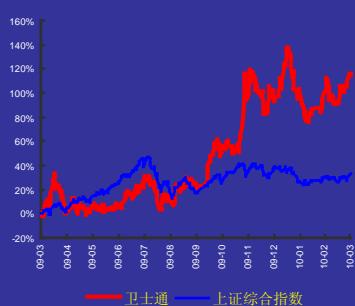
最新价：39.73 元

目标价：待定

基本数据

52 周内股价波动区间（元）	18.03-45.00
最近一月涨跌幅 (%)	8.55
总股本 (亿股)	0.81
流通 A 股比例 (%)	58.42
总市值 (亿元)	31.99
总资产 (亿元)	4.19
十大流通股东 (%)	34.46

最近 52 周股价走势图



卫士通：增收未增利 步入快速增长期

--2009 年报分析

2010 年 3 月 30 日

投资要点：

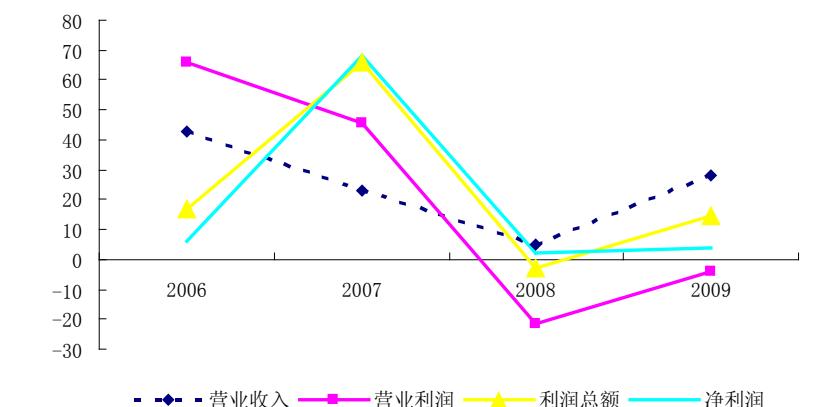
- ◆ 2009 公司实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 27.94%；但公司营业利润同比下降 4.19%，归属于上市公司股东的净利润 3565.2 万元，仅增长 3.69%；每股收益为 0.44 元。由于毛利率下降和管理费用率上升，利润并没有相应增长，业绩低于预期。
- ◆ 根据公司签署订单和收入的产品结构来看，系统产品和安全集成及服务增幅非常大，其中订单金额增幅均超过 100%，而单机产品订单增幅不大，说明用户对系统安全及安全整体解决方案需求上升。
- ◆ 分行业来看，来自政府营业收入同比分别增长 50.58%，主要由于区域电子政务安全市场的增长；来自其他行业的收入增长较为明显，同比增长 109.4%，主要由于代理销售增加，同时也说明政府、金融、军工之外企业对信息安全产品的需求不断上升。
- ◆ 毛利率大幅下降，研发投入加大导致管理费用率上升。2009 年公司综合毛利率为 62.46%，较上年同期下降 6.84 个百分点，主要由于毛利率较低的第三方集成产品比重上升所致。公司管理费用率由上年 29.5% 上升至 31.9%，管理费用增幅快于收入，主要是公司加大研发投入。2009 年公司的研发费用达到 4645 万元，占当期收入的比重为 17.25%，同比增加了 3.96 个百分点，研发投入持续加大。
- ◆ 赛迪顾问预计未来几年将是信息安全市场快速发展期，年均增长率保持在 20% 以上，市场规模由 2009 年的 92.94 亿元增加到 2012 年 166.58 亿元。公司是国内以密码技术为核心的信息安全产品和系统的主要供应商，现有信息安全业务将快速增长，同时与中国银联合作的移动支付业务 2010 年上线运营。
- ◆ 我们预测 2010 年以后公司收入增长可达到 30% 以上（2009 年跨期结转到 2010 年后的订单金额近 8000 万元）。2010-2012 年每股收益分别为 0.54 元、0.66 元和 0.81 元，目前股价对应的 2010 年动态市盈率 73.8X，估值水平偏高，给予“持有”投资评级。

增收未增利，业绩低于预期

公司今日发布 2009 年报显示，报告期内公司实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 27.94%；但公司营业利润同比下降 4.19%，归属于上市公司股东的净利润 3565.2 万元，仅增长 3.69%；每股收益为 0.44 元。

公司业务收入虽然实现较快增长，但由于毛利率下降和期间费用率上升，利润并没有相应增长。不过，2006 年以来公司历史数据分析来看，收入和利润不同步的现象时有发生。

图 1：2006 年以来公司收入和利润增长率对比



数据来源：公司年报

系统安全整体解决方案需求旺盛

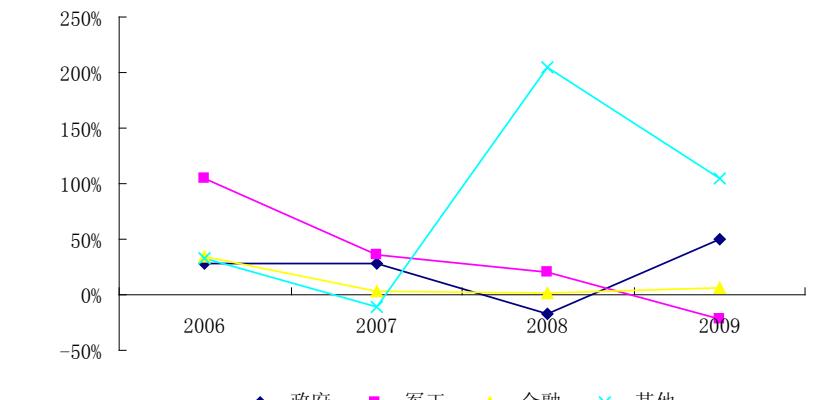
根据公司签署订单和收入的产品结构来看，系统产品和安全集成及服务增幅非常大（参见下表），而单机产品订单增幅不大，说明用户对系统安全及安全整体解决方案需求上升。

表1：公司2009年订单和收入分产品增减情况

	订单增减	收入增减
单机产品	3.60%	-10.72%
系统产品	141.53%	89.99%
安全集成与服务	200.16%	173.68%
其他	19.00%	-31.74%
合计	54.00%	27.95%

数据来源：公司年报

分行业来看，来自政府营业收入同比分别增长 50.58%，主要由于区域电子政务安全市场的增长；来自其他行业的收入增长较为明显，同比增长 109.4%，由于代理销售增加，同时也说明政府、金融、军工之外企业对信息安全产品的需求不断上升；金融企业需求比较稳定，同比增长 6.29%；但来自军工行业收入同比下降 21.81%。

图 2：2006 年以来公司来自各行业收入增长率

数据来源：公司年报

毛利率大幅下降，管理费用率上升

2009 年公司综合毛利率为 62.46%，较上年同期下降 6.84 个百分点，主要由于毛利率较低的第三方集成产品比重上升所致。公司销售毛利率大幅下降导致公司利润增长相对较低。

同时，报告期内公司管理费用率由上年 29.5% 上升至 31.9%，管理费用增幅快于收入，主要是公司加大研发投入。2009 年公司的研发费用达到 4645 万元，占当期收入的比重为 17.25%，同比增加了 3.96 个百分点，研发投入持续加大；销售费用同比增长 12.39%，销售费用率下降 2.7 个百分点。

信息安全市场将步入快速发展期，公司收入也将快速增长

随着网络应用日益普及，无论政府或企业和个人面临的信息安全问题越来越严重，用户账号被盗、网页篡改、遭遇木马等现象频频发生，因此人们对信息安全防范意识不断增强，政府、企业对安全要求提高，安全产品需求不断升温。赛迪顾问预计未来几年将是信息安全市场快速发展期，年均增长率保持在 20% 以上，市场规模由 2009 年的 92.94 亿元增加到 2012 年 166.58 亿元。

公司是国内以密码技术为核心的信息安全产品和系统的主要供应商。2009 年公司在“信息加密/身份认证”细分市场的份额为 23.5%，名列第一。在内容安全管理、终端安全管理领域也进入第一阵营。公司在等级、分级保护领域也占据优势地位。

同时，公司也在一些新兴市场如云计算、物联网等领域加大投入，积极发展新兴业务。尤其是手机支付方面，公司与中国银联合作，2010 年上线运营后将推出增值应用并发展终端用户。

盈利预测及投资评级

我们预测 2010 年以后公司收入增长可达到 30%以上(2009 年跨期结转到 2010 年后的订单金额近 8000 万元)。2010–2012 年每股收益分别为 0.54 元、0.66 元和 0.81 元，目前股价对应的 2010 年动态市盈率 73.8X，估值水平偏高，给予“持有”投资评级。

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元				
流动资产	473	677	905	1194	营业收入	269	352	464	603
现金	264	340	508	611	营业成本	101	134	179	235
应收账款	110	197	203	306	营业税金及附加	4	5	7	9
其它应收款	8	23	15	34	营业费用	54	73	96	124
预付账款	38	55	84	132	管理费用	86	104	137	178
存货	50	60	92	106	财务费用	-2	1	2	4
其他	3	2	3	5	资产减值损失	-1	2	2	1
非流动资产	21	25	20	15	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	16	11	5	-0	营业利润	28	33	41	51
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	20	24	28	34
其他	4	14	14	14	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	494	702	925	1209	利润总额	47	56	70	85
流动负债	85	0	242	403	所得税	5	6	7	8
短期借款	0	131	261	436	净利润	42	50	63	76
应付账款	66	90	123	158	少数股东损益	6	7	9	11
其他	19	-222	-142	-192	归属于母公司净利润	36	43	53	65
非流动负债	5	247	165	213	EBITDA	31	39	49	60
长期借款	0	-0	-1	-1	EPS (元)	0.44	0.54	0.66	0.81
其他	5	248	166	213					
负债合计	90	247	408	615					
少数股东权益	18	25	34	45					
股本	81	81	81	81					
资本公积	159	159	159	159					
留存收益	147	190	244	309					
归属母公司股东权益合计	387	430	483	549					
负债和股东权益	494	702	925	1209					
现金流量表									
					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	41	-64	40	-67	盈利能力				
净利润	42	50	63	76	毛利率	62.5%	62.0%	61.5%	61.0%
折旧摊销	5	5	5	5	净利率	13.2%	12.3%	11.5%	10.8%
财务费用	-2	1	2	4	ROE	9.2%	10.1%	11.1%	11.9%
投资损失	0	0	0	0	ROIC	21.0%	13.9%	16.2%	13.2%
营运资金变动	-5	-115	-30	-158	偿债能力				
其它	1	-6	1	5	资产负债率	18.2%	35.2%	44.1%	50.9%
投资活动现金流	41	10	0	0	净负债比率				
资本支出	43	-10	0	0	流动比率	5.54	2.79	2.25	1.96
长期投资	-2	0	0	0	速动比率	4.93	2.53	2.00	1.77
其它	83	0	0	0	营运能力				
筹资活动现金流	-15	123	125	168	总资产周转率	0.57	0.59	0.57	0.57
短期借款	0	131	130	175	应收账款周转率	2	2	2	2
长期借款	0	-0	-0	-0	应付账款周转率	1.78	1.70	1.68	1.67
普通股增加	13	0	0	0	每股指标(元)				
资本公积增加	-12	0	0	0	每股收益	0.44	0.54	0.66	0.81
其它	-17	-8	-4	-7	每股经营现金流	0.51	-0.79	0.50	-0.83
现金净增加额	-18	69	166	101	每股净资产	4.80	5.34	6.00	6.81
					估值比率				
					P/E	89.73	73.84	59.83	48.94
					P/B	8.28	7.44	6.62	5.83
					EV/EBITDA	95	76	61	49

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址： 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编： 100031

传真： 0086 10 63081102