

公司研究

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

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

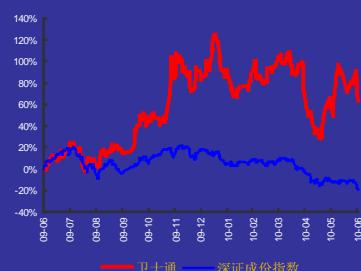
最新价：20.70

目标价：待定

基本数据

52周内股价波动区间（元）	14.6-45.0
最近一月涨跌幅（%）	5.88
总股本（亿股）	1.33
流通A股比例（%）	58.42
总市值（亿元）	27.50
总资产（亿元）	4.19
十大流通股东（%）	21.41

最近一年市场表现



卫士通：收入增长无忧 新业务还需观察

公司调研报告

2010年6月29日

投资要点：

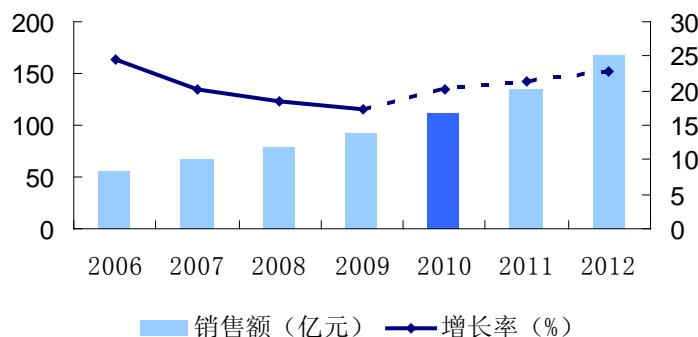
- ◆ 公司是国内以密码技术为核心的信息安全产品和系统的主要供应商，在信息加密/身份识别、内容安全管理、等级、分级保护等细分市场占据优势地位。2010年公司与中国银联合作推出了“摩宝”手机支付新业务。
- ◆ 信息安全部门空间巨大。随着信息化程度不断提高，信息安全也越来越受到重视，对信息安全产品的需求也将持续增长。据赛迪顾问研究（2010.2），2009年中国信息安全市场规模达到92.24亿元，比2008年增长17.2%。尽管如此，但国内信息安全市场仍处于成长初期，未来市场潜力还很大。因为，据统计2007年我国信息安全市场规模仅占IT整体市场规模的0.98%（2009年也不过1.07%），远远低于欧美市场8-12%的比例。
- ◆ 目前推动信息安全市场持续发展的因素逐渐增多，用户对信息安全的需求开始由被动向主动转型，而且服务器、终端、操作系统、数据库等软硬件全面推进。与此同时，用户需要多功能集成的产品或者提供整体解决方案。
- ◆ 近年来公司业务由成立之初以密码类产品为主发展为覆盖信息安全主流领域，并逐步向信息系统集成商转变。公司认为，为企业事业单位提供信息安全整体解决方案是符合行业未来发展趋势，且公司具备一定先发优势。
- ◆ “摩宝”手机支付业务是公司与中国银联合作推出的，具体模式：手机用户购买并安装专用的SD卡，将银行账号储存在SD卡中，通过手机下载的客户端软件与中国银联的第三代支付平台连接，可以实现银行账户查询、支付水电费、电话费、购买游戏点卡等业务。2010年1月公司已召开了隆重的摩宝上市发布会，但到目前为止用户量还很少。公司在金融领域具有一定资源和技术优势，但在发展终端用户和商家缺乏经验和资源。
- ◆ 不考虑摩宝业务我们预测2010-2012年公司的净利润分别为4348万元、5315万元和6522万元，按照最新总股本计算对应的每股收益分别为0.33元、0.40元和0.49元，目前股价对应的动态市盈率分别为63X、52X和42X，估值水平偏高，维持“持有”投资评级。建议投资者适当关注公司移动支付业务进度情况。

1. 信息安全管理市场前景乐观

1.1 未来市场空间大

随着信息化程度不断提高，信息安全也越来越受到重视，对信息安全产品的需求也将持续增长。据赛迪顾问研究（2010.2），2009 年中国信息安全管理市场规模达到 92.24 亿元，比 2008 年增长 17.2%。尽管如此，但国内信息安全管理市场仍处于成长初期，未来市场潜力还很大。因为，据统计 2007 年我国信息安全管理市场规模仅占 IT 整体市场规模的 0.98%（2009 年也不过 1.07%），远远低于欧美市场 8-12% 的比例。

图 1:近年来信息安全管理市场规模及增长率



数据来源：赛迪顾问

信息安全管理市场细分程度较高，厂商众多，据统计国内注册的信息安全厂商约有 1000 多家，但各细分市场均有一些专业厂商，任何一家企业都难以生产信息安全领域的所有产品，市场集中度比较低。

表 1：信息安全管理市场的主要厂商

细分市场	主要竞争者
防火墙/VPN	东软、天融信、网御神州、H3C、联想网御
IDS(入侵检测系统)/IPS(入侵防御系统)	启明星辰、绿盟、安氏领信、H3C、东软
UTM（统一威胁管理）	启明星辰、联想网御、天融信、HillStone
SOC（安全管理平台）	网御神州、启明星辰、安氏领信、东软
信息加密/身份认证	卫士通、兴唐通信、航天信息、吉大正元、格尔
内容安全管理（防病毒、邮件安全等）	瑞星、金山、赛门铁克
安全服务	浪潮、东软、启明星辰、天融信、绿盟

数据来源：赛迪顾问

1.2 信息安全管理发展趋势

目前推动信息安全管理市场持续发展的因素逐渐增多。首先，用户对信息安全的需求开始由被动向主动转型，出现问题在解决的方式已经不能满足需要，尤其是对重点行业如电信、银行等大型企业；其次，从保护对象来看，网络边界和内网

都加强了防范力度，服务器、终端、操作系统、数据库等软硬件全面推进。因此，除防火墙、IDS、防病毒等传统产品外，对UTM、信息加密、身份认证、IPS、专业安全服务等的需求逐步上升。市场整体将在多元化的因素驱动下持续增长。

与此同时，用户需要多功能集成的产品或者提供整体解决方案。随着网络威胁日益多样化和复杂化，但一功能的产品难以满足用户安全保障需求，因此多功能集成的产品应运而生，如UTM就是集成了防火墙、IDS、防病毒等多种功能。对一些大型企事业单位，用户希望能够提供全面解决安全管理、安全防护以及主动应对各种威胁的方案。

2. 公司向系统集成商转变

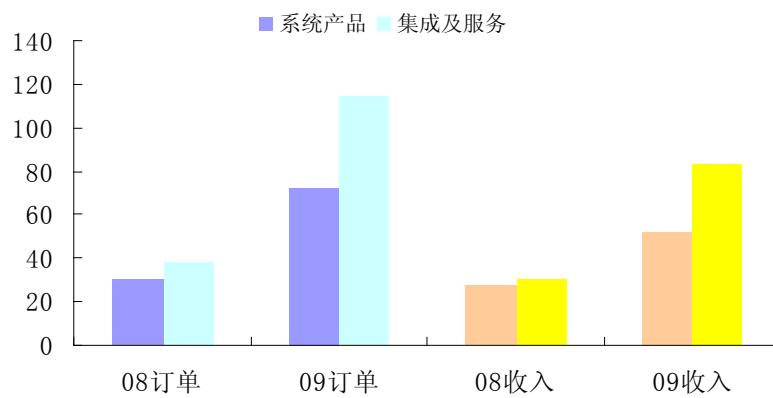
公司是国内以密码技术为核心的信息安全企业之一。公司在“信息加密/身份认证”细分市场居于领先地位，2009年市场占有率达到23.5%。

近年来公司业务由成立之初以密码类产品为主发展为覆盖信息安全主流领域，并逐步向信息安全系统集成商转变。公司认为，为企事业单位提供信息安全整体解决方案是符合行业未来发展趋势，且公司具备一定先发优势。因为：

一、公司具有提供整体解决方案的成功案例。公司完成了系列“金字”工程，而且先后在发改委、中国电信、中纪委、中电集团、铁道部、上海公务网、浙江/辽宁/河北/河南/新疆等各地党政机关实施了大型信息安全工程建设或服务项目，而且在党政军工等行业市场占有率最高；

二、公司拥有相应的信息安全技术和资质。公司是首批获得商密产品研发、生产、销售三重许可资格的单位，也具有“涉密信息系统集成”甲级资质和“计算机系统集成”2级资质。公司研发的部分产品如高速密码芯片、“一KEY通”填补国内空白并成为行业技术标准。

图 2:08/09 年系统产品和安全集成及服务订单和收入情况



数据来源：公司年报

正因为如此，2009年公司来自系统产品和安全集成及服务的订单和收入大幅增加。按照国家等级保护和分级保护的政策要求，约有上万个等级、分级保护系统需要规划建设，市场规模100亿元以上将会陆续启动。公司作为国内最大的安全集成商，将会加大这方面开拓力度，安全集成及服务收入有望保持较快增长。

3. 移动支付业务还有待观察

“摩宝”手机支付业务是公司与中国银联合作推出的，具体模式：手机用户购买并安装专用的SD卡，将银行账号储存在SD卡中，通过手机下载的客户端软件与中国银联的第三代支付平台连接，可以实现银行账户查询、支付水电费、电话费、购买游戏点卡等业务。

公司收入来源有二：

一是像传统渠道一样如银行代理收费收取一定的佣金（如水电费）；

二是向在公司电子商务平台（也就是客户端软件）发布信息的商家收费。

2010年1月公司已召开了隆重的摩宝上市发布会，但到目前为止用户量还很少。公司在金融领域具有一定资源和技术优势，但在发展终端用户和商家缺乏经验和资源。因此，我们认为，如何发展用户是摩宝业务首要问题，短期可能难以贡献收入并且需要一定投入。

4. 盈利预测

我们维持前期看法，认为公司信息安全业务将快速增长。不考虑摩宝业务我们预测2010-2012年公司的净利润分别为4348万元、5315万元和6522万元，按照最新总股本计算对应的每股收益分别为0.33元、0.40元和0.49元，目前股价对应的动态市盈率分别为63X、52X和42X，估值水平偏高，维持“持有”投资评级。

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