

2011 年 1 月 10 日

A
未有评级

002268.SZ - 人民币 28.71

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	8	6	1	24
相对新华富时 A50 指数 (%)	6	9	(3)	43

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	133
流通股(%)	58.2
流通股市值(人民币 百万)	2,020
3 个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
电子科技集团三零所	37.36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

卫士通

步入高速增长阶段

卫士通是我国领先的信息安全公司之一, 将长期受益于我国信息安全行业的高速增长。公司的核心技术优势和大客户基础保证了公司的成长性。公司以信息安全产品作为突破口切入云计算、移动互联、智能电网等新兴领域, 有望从这些领域的发展中获得较大收益。我们看好公司长期投资价值。

主要发现

- 公司于 2011 年 1 月 7 日披露了业绩预告修正公告, 预计 2010 年度归属上市公司股东的净利润同比增长 70%-100%。销售收入显著增加和良好的费用控制能力是公司 2010 年业绩大幅增长的主要原因。
- 公司是信息安全领域的龙头企业。公司的产品结构优化、业务布局合理、重点突出。公司的密码产品在政府、军工、金融、电力等优质客户集中的领域占据优势地位。公司背靠股东 30 所在通信密码领域的技术地位, 掌握了信息安全领域的核心技术, 并且通过技术升级不断满足客户对信息安全的需要。
- 公司推出“安全云存储系统”, 从信息安全角度成功切入云计算产业链。公司以满足私有云用户的安全存储需求为目标, 依靠公司在密码和网络安全领域的优势技术开发出符合云计算架构的安全系统。我们认为安全性是云计算应用亟待解决的问题, 公司及时推出这一产品占据了产业发展的先机。
- 移动互联是公司另一战略性业务。Mo 宝手机支付平台是公司进军移动互联的切入点, 目前已经拥有几百万个人用户。移动互联网在 2011 年将得到较大发展, 建议密切关注公司在该领域的业务进展情况。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	210.54	269.36	453.00	678.90	902.00
增长率(%)	4.82	27.94	68.18	49.87	32.86
归属母公司股东净利润(百万元)	34.38	35.65	66.40	101.90	133.50
增长率(%)	1.89	3.69	86.26	53.46	31.01
市盈率(倍)	56.03	64.84	57.51	37.47	28.60
每股经营现金流量(元)	0.0500	0.5100	NA	NA	NA

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

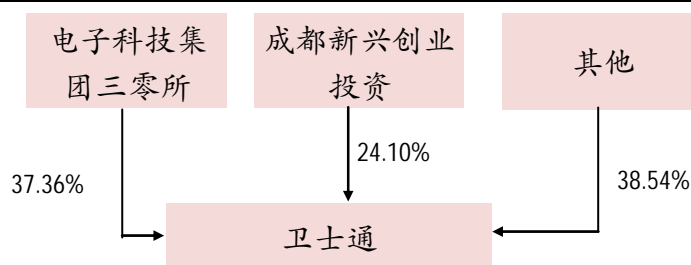
公司简介

卫士通信息产业股份有限公司是由中国电子科技集团(CETC)第三十研究所于 1998 年发起成立,为国内首家专业从事信息安全的股份制企业。公司提供全系列的密码产品、安全产品和安全系统,包括核心的加密模块和安全平台、密码产品和安全设备一体机、集中多种防护功能的安全系统。另外公司具备了强大的安全系统集成能力,能够提供信息安全整体解决方案、提供安全集成和工程实施服务能力,为客户提供信息安全咨询和一揽子解决方案。公司的密码产品在国内市场占有率位居第一。

公司客户大多是高端大客户,主要是对信息安全需求较高的机构,包括:各级政府部门、军工企业集团、大型金融机构、电力系统等等。

公司近年来在保持传统信息安全业务稳定发展的基础上,积极切入移动互联和云计算领域,相继推出了 Mo 宝移动支付平台和云存储安全产品。

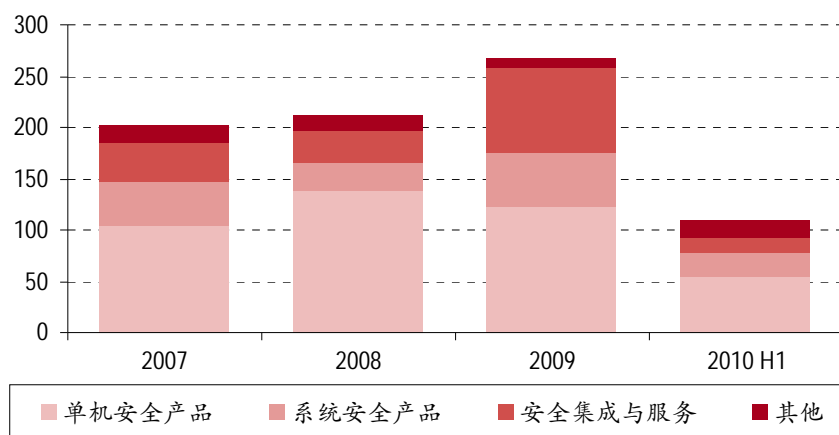
图表 2. 公司股权结构图



资料来源: 公司数据, 中银国际研究部

公司目前的收入结构中还是以单价安全产品为主, 2010 年上半年销售收入占总体销售收入 50%。系统安全产品增长速度较快, 2010 年上半年占比为 20%。安全集成与服务是未来信息安全行业发展的方向, 收入占比持续上升, 目前约占总收入的 30%作用。公司还在移动支付、云计算和物联网领域有一定布局, 但是目前收入比重还很小。

图表 3. 公司过去 3 年收入构成



资料来源：公司数据

2010 年业绩预告增长 70%-100%

公司于 2011 年 1 月 7 日披露了业绩预告修正公告，预计 2010 年度归属上市公司股东的净利润同比增长 70%-100%。主要原因是：(1) 公司在政府、电力等行业重大项目中，连续中标数千万元规模信息安全大单，对公司当期及未来业绩带来帮助，促进公司当期销售收入增长迅速；(2) 公司加大应收款催收力度，到款情况明显好于预期，增加公司利润；(3) 公司费用控制有效，收入显著增加未带来费用明显增长。

电力业务有望在 2011 年取得较大突破

随着智能电网建设步入高峰期，公司在电力领域业务有望取得爆发式增长。根据中银国际的预测，2011 年电网投资（包括特高压）增速有望达到 37%，达到 4,781 亿人民币，公司的加密机产品和针对电力企业优化的 VPN 产品将受益于电网投资力度的加大。公司与 2010 年年底同中国电科院签订了 3,428 万元的加密机采购合同，合同金额占公司 2009 年营业总收入 10.88%，为 2010 年上半年公司在电力行业总收入的 2.6 倍。此次突破证明了公司通过 4 年多的积累已经成功打入智能电网信息安全领域。公司是做密码产品起家的，目前国内密码市场领域优势地位显著，公司的密码机在市场上具有很强的竞争力。专用 VPN 市场竞争相对较为激烈。

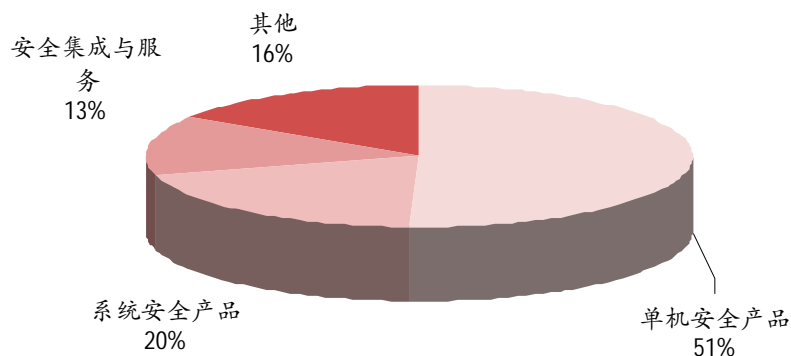
云存储业务是未来重要看点

2010年9月，公司推出了以信息安全技术为核心的云存储系统，系统主要从两个角度解决云存储和安全性的问题：首先，对于原有的安全性较差数据中心和灾备中心等云计算项目，可以直接购买公司的产品完成安全性的改造，而对于希望重新建立云存储系统的客户，公司将使用公司的云存储解决方案来架设满足安全性要求的云存储系统。公司随后在北京、上海、广州等地进行实地推广，邀请了部分大客户和行业主管部门参加。我们认为公司的切入云计算领域成功的可能很大，(1) 公司通过信息安全角度切入云计算，发挥了公司在该领域的优势；(2) 公司新产品的客户群体同公司原有客户群体高度重合，并且同公司保持较好的合作关系。目前来看，云存储将是云计算在国内最成熟化的商业应用。公司预计2011年云存储业务将开始贡献收入。

信息安全系统集成是行业发展方向

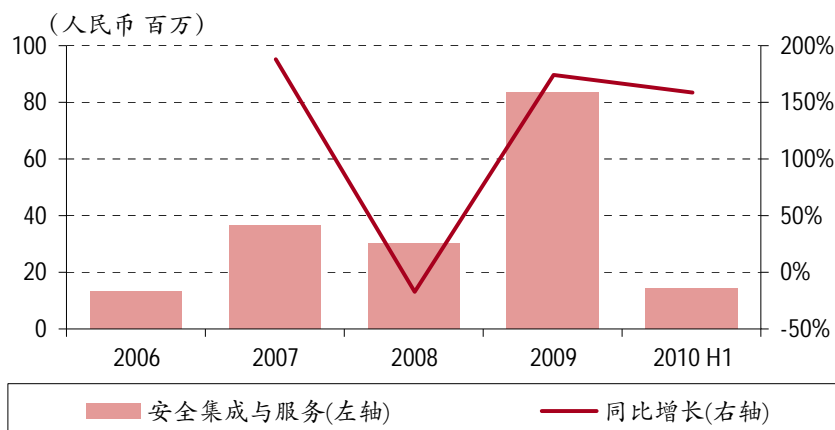
公司目前拥有六大产品线、二十余产品族类近百个产品，范围覆盖数据安全、网络安全等信息安全产品领域，产业形态涵盖模块/板卡、单机、系统、平台。传统信息安全产业是以卖独立安全产品为主，随着信息安全技术的不断发展，专业性提高，安全系统集成业务成为客户的选择。目前在市场上较大的IT招标项目中，都会将安全系统集成包从IT包中分离出来单独进行招标。公司准确把握市场这一变化，加大了在系统产品开发和集成方面的投入，并且取得了良好的市场效果。2010年上半年，公司的系统安全产品销售收入增长415%，安全集成和服务收入增长158%。我们预计公司的系统安全产品和集成将在未来2年保持较高的增长速度。但是由于系统集成业务毛利率较低，随着系统集成业务收入占比逐渐增加，公司的毛利率水平将有所降低。

图表 4. 2010 年主营业务分产品情况



资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 5. 安全集成与服务收入增长情况



资料来源：公司年报，中银国际研究部

初步结论

公司主营业务近年来发展速度加快，同时兼具向云计算、物联网、移动互联等领域扩张的可能。1 月 7 日公司预告 2010 年业绩同比增长 70%-100%，达到 6,060 万元-7,130 万元，高于市场一致预期。我们估计随着公司的信息安全产品在多个应用领域的拓展，公司盈利能力将进一步增强。预计 2011 年每股收益为人民币 0.77 元，对应 2011 年 37 倍市盈率。我们看好公司的投资价值。

风险

智能电网建设速度慢于预期。

市场竞争加剧，对公司毛利率可能形成较大压力。

人力成本上升。工资水平上涨将给公司盈利带来压力。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四樓(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371