

2016 年 10 月 24 日

卫士通 (002268.SZ)

营收大幅增长 定增过会进入发展新纪元

- 营业收入大幅增长。**前三季度公司实现营收 9.67 亿元，同比增长 56.2%，归属于上市公司股东的净利润 505.93 万元，同比增长 5.8%。营业收入大幅增长主要系本报告期视频监控业务、医疗信息化业务、军队信息化业务、安全手机业务等都较去年同期大幅增长。预计公司 2016 年净利润 1.5 亿-1.95 亿，同比增长 0.82%至 31.07%。
- 定增过会，公司进入发展新纪元。**公司 10 月 20 日公告非公开发行股票申请获得中国证监会发审会审核通过，标志公司进入发展新纪元。此次定增调整后拟募集资金不超过 26.93 亿元，将投入新型商用密码系列产品产业化及国际化、安全智能移动终端及应用服务产业化、国产自主高安全专用终端、面向工业控制系统和物联网的系列安全芯片等项目。定增资金到位将有力推动公司相关领域的产品研发和推广进度，为其打开多个新市场。
- 加大市场开拓力度，多个新产品潜力巨大。**今年以来公司大力整合内部资源，全国 20 余个省级办事处已基本完成资源配备，业务能力、本地化服务能力得到有效提升，进一步增强了公司覆盖全国的营销服务能力，公司成都-北京双中心也正式启动。新产品方面，2016 年上半年公司与中国移动、华为强强联合，研制、生产了第一款 Volte 加密的安全手机，形成了安全手机的产业链，同时公司在安全移动办公产品、智慧城市的安全解决方案以及医疗卫生、教育、工控、无线通信等方面新兴业务都进行了全方位布局。
- DDoS 攻击导致美国网络出现瘫痪，事件催化再度聚焦信息安全。**根据雅虎 10 月 21 日报道，黑客对美国 DNS 服务商 Dyn 进行多次大规模 DDoS 攻击，攻击严重影响了 Dyn 的客户，包括 Twitter, Reddift, Spotify, SoundCloud 等，导致美国东海岸大面积网站瘫痪。物联网安全的缺失，放大了此次 DDoS 攻击后果，Dyn 事件也一定程度显示了近年来网络攻击愈加常态化，更加凸显了信息安全的重要性，行业有望再度获得政策和市场的聚焦。
- 投资建议：**公司是 A 股唯一的信息安全国家队，将是国家意志的最佳执行者，安全手机以及多个重要行业的突破将为未来业绩高速增长奠定基础。作为电科集团旗下的信息安全平台，后续资产整合空间很大。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.46 和 0.67 元，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 45 元。
- 风险提示：**安全手机业务进展不达预期；信息安全政策不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,236.5	1,603.1	2,132.2	3,091.6	4,482.9
净利润	119.4	148.8	195.5	286.2	416.7
每股收益(元)	0.28	0.34	0.46	0.67	0.97

公司动态分析

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 **买入-A**

维持评级

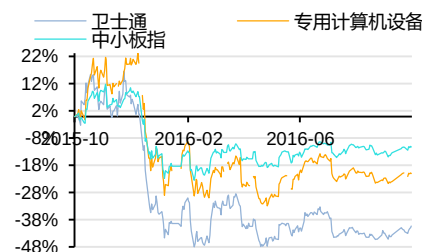
6 个月目标价：**45.00 元**

股价 (2016-10-21) **33.23 元**

交易数据

总市值(百万元)	14,372.75
流通市值(百万元)	11,452.13
总股本(百万股)	432.52
流通股本(百万股)	344.63
12 个月价格区间	29.08/65.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.58	-6.77	-30.27
绝对收益	4.33	-7.54	-39.69

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

吕伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516080010
lvwei@essence.com.cn
021-35082935

相关报告

- 卫士通：——卫士通年报点评 2016-03-30
- 卫士通：业绩符合预期 安全手机业绩弹性初显——卫士通 2015 年中报点评 2015-08-12
- 卫士通：与中移动签署包销大单 安全手机全面放量 2015-08-06
- 卫士通：拟定增募集资金“核燃料” 国家信息安全航母全速起航 2015-08-03

每股净资产(元)	2.85	3.17	3.57	4.13	4.92
----------	------	------	------	------	------

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	120.3	96.6	72.3	49.4	34.1
市净率(倍)	11.7	10.5	9.3	8.0	6.8
净利率	9.7%	9.3%	9.3%	9.4%	9.4%
净资产收益率	9.7%	11.3%	12.2%	15.6%	19.2%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.6%
ROIC	41.5%	20.8%	49.7%	41.9%	44.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2016 年前三季度收入增长 **56.20%**，净利润增长 **5.80%**。2016 年前三季度公司实现营业收入 96710.35 万元，同比增长 56.20%；归属于母公司股东净利润为 505.93 万元，同比增长 5.80%；对应 EPS 为 0.01 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	1-3Q16	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	90	391	619	1,603	176	477	967	56.20%	102.7%
二、营业总成本	137	414	659	1,475	248	556	1,010	53.3%	81.9%
营业成本	50	236	384	1,039	114	315	642	67.0%	103.5%
营业税金及附加	1	5	6	18	2	3	5	-22.0%	48.8%
销售费用	27	53	87	129	47	83	132	52.3%	59.8%
管理费用	59	105	162	247	77	139	199	22.6%	43.2%
财务费用	(0)	1	(1)	(1)	(0)	1	2	308.0%	99.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	(0)	1	1	4	0	7	8	689.4%	9.3%
投资收益	(0)	1	1	4	0	7	8	689.4%	9.3%
四、营业利润	(47)	(22)	(39)	132	(72)	(71)	(35)	8.8%	50.4%
加：营业外收入	11	19	44	51	18	31	46	5.5%	49.3%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	-89.8%	0.0%
五、利润总额	(36)	(3)	5	182	(54)	(40)	11	116.0%	127.4%
减：所得税	(4)	1	(1)	20	(10)	(4)	1	207.7%	130.1%
六、净利润	(32)	(4)	6	163	(44)	(36)	10	57.6%	127.1%
减：少数股东损益	(1)	3	1	14	(1)	2	5	230.0%	149.5%
归属于母公司净利润	(31)	(7)	5	149	(43)	(38)	5	5.80%	113.3%
每股收益（按最新股本）	(0.07)	(0.02)	0.01	0.34	(0.10)	(0.09)	0.01	5.8%	113.3%

报告期	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	1-3Q16	
								YoY	QoQ
毛利率	44.37%	39.74%	37.91%	35.19%	34.97%	33.87%	33.60%	-11.36%	-0.79%
期间费用率	95.84%	40.70%	40.04%	23.44%	70.72%	46.68%	34.46%	-13.94%	-26.19%
其中：销售费用率	30.34%	13.63%	14.04%	8.06%	26.83%	17.36%	13.68%	-2.52%	-21.19%
管理费用率	65.54%	26.90%	26.18%	15.43%	43.94%	29.09%	20.54%	-21.52%	-29.37%
财务费用率	-0.04%	0.17%	-0.17%	-0.06%	-0.05%	0.24%	0.23%	233.18%	-1.80%
营业利润率	-52.81%	-5.52%	-6.27%	8.22%	-40.88%	-14.94%	-3.66%	41.64%	75.51%
所得税率	11.77%	-39.77%	-21.98%	10.86%	18.17%	9.99%	10.96%	149.87%	9.67%
净利润率	-35.84%	-0.94%	1.00%	10.14%	-25.12%	-7.58%	1.01%	0.93%	113.37%
营业收入同比增速	23.17%	34.69%	21.51%	29.65%	95.63%	21.87%	56.20%	161.21%	157.03%
净利润同比增速	-1.11%	43.05%	133.32%	24.56%	-38.65%	-473.43%	5.80%	-95.65%	101.22%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

三季度单季度收入增长 **115.23%**，净利润增长 **277.65%**。2016 年第三季度公司实现营业收入 49005.73 万元，同比增长 115.23%；归属于母公司股东净利润为 4313.76 万元，同比增长 277.65%。

表 2：公司单季度利润表

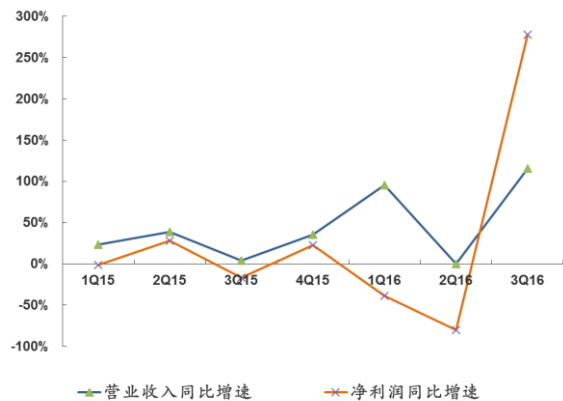
单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	3Q16	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	90	302	228	984	176	302	490	115.2%	62.5%
二、营业总成本	137	277	245	816	248	308	455	85.6%	47.7%
营业成本	50	186	149	654	114	201	327	119.9%	62.3%
营业税金及附加	1	4	2	12	2	1	2	-1.6%	7.5%
销售费用	27	26	34	42	47	36	50	47.5%	38.5%
管理费用	59	46	57	85	77	62	60	5.6%	-2.8%
财务费用	(0)	1	(2)	0	(0)	1	1	163.5%	-7.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	(0)	1	0	3	0	7	1	456.0%	-90.2%
投资收益	(0)	1	0	3	0	7	1	456.0%	-90.2%
四、营业利润	(47)	26	(17)	171	(72)	0	36	308.3%	7414.8%
加：营业外收入	11	8	25	7	18	13	15	-38.7%	15.8%
减：营业外支出	0	0	0	(0)	0	0	0	-100.0%	-100.0%
五、利润总额	(36)	34	8	177	(54)	14	51	562.3%	273.9%
减：所得税	(4)	5	(2)	21	(10)	6	5	341.0%	-9.5%
六、净利润	(32)	28	10	156	(44)	8	46	364.5%	480.5%
减：少数股东损益	(1)	4	(2)	12	(1)	3	3	286.8%	-8.5%
归属于母公司净利润	(31)	24	11	144	(43)	5	43	277.7%	796.6%
每股收益（按最新股本）	(0.07)	0.06	0.03	0.33	(0.10)	0.01	0.10	277.7%	796.6%

单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	3Q16	
								YoY	QoQ
毛利率	44.37%	38.37%	34.77%	33.48%	34.97%	33.23%	33.34%	-4.10%	0.33%
期间费用率	95.84%	24.31%	38.90%	13.00%	70.72%	32.69%	22.56%	-42.01%	-31.00%
其中：销售费用率	30.34%	8.66%	14.74%	4.30%	26.83%	11.85%	10.10%	-31.45%	-14.76%
管理费用率	65.54%	15.41%	24.93%	8.68%	43.94%	20.44%	12.23%	-50.96%	-40.18%
财务费用率	-0.04%	0.24%	-0.77%	0.02%	-0.05%	0.40%	0.23%	129.52%	-43.28%
营业利润率	-52.81%	8.55%	-7.56%	17.34%	-40.88%	0.16%	7.32%	196.80%	4523.82%
所得税率	11.77%	15.78%	-28.03%	11.80%	18.17%	42.17%	10.20%	136.39%	-75.80%
净利润率	-35.84%	9.44%	4.35%	15.89%	-25.12%	2.63%	9.38%	115.81%	257.16%
营业收入同比增速	23.17%	38.54%	4.03%	35.35%	95.63%	-0.07%	115.23%	2761.90%	168805.71%
净利润同比增速	-1.11%	28.31%	-16.68%	22.67%	-38.65%	-80.19%	277.65%	1764.75%	446.23%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

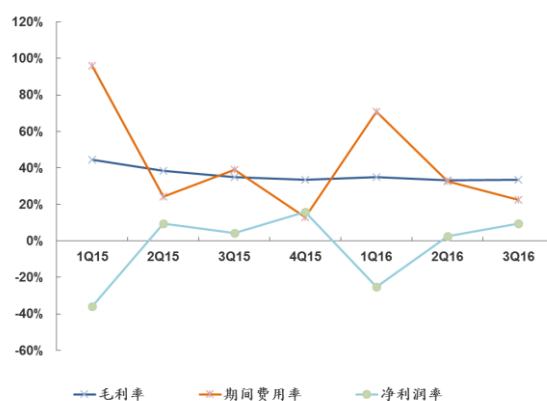
三季度毛利率比去年同期下降 4.10%，期间费用率较去年同期下降 42.01%。2016 年第三季度公司综合毛利率为 33.34%，较去年同期下降 4.10%；销售费用率为 10.10%，较去年同期下降 31.45%；管理费用率为 12.23%，较去年同期下降 50.96%。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



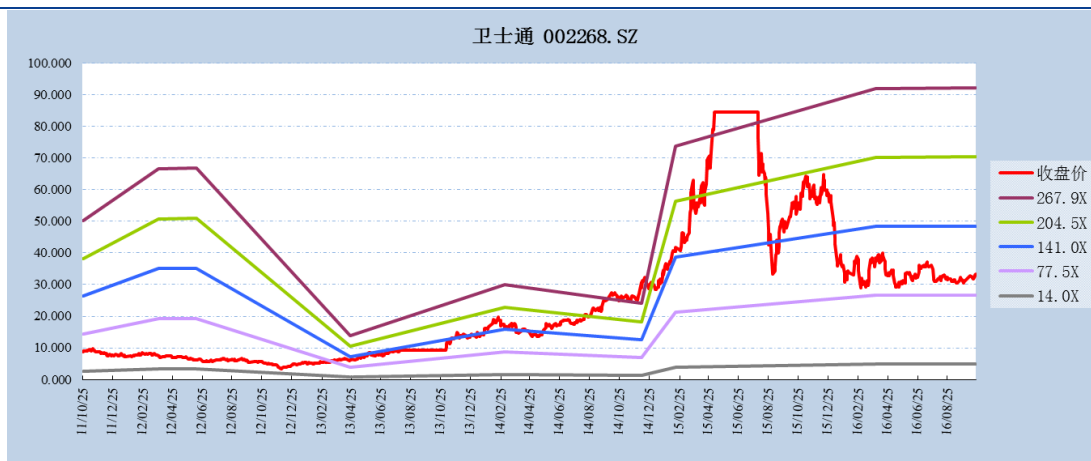
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,236.5	1,603.1	2,132.2	3,091.6	4,482.9	成长性					
减:营业成本	767.1	1,038.9	1,385.9	1,997.2	2,895.9	营业收入增长率	170.3%	29.7%	33.0%	45.0%	45.0%
营业税金	12.3	18.2	23.2	33.2	49.3	营业利润增长率	1338.7%	38.0%	44.3%	58.1%	50.9%
销售费用	104.1	129.3	170.6	247.3	358.6	净利润增长率	207.3%	24.6%	33.6%	46.4%	44.9%
管理费用	212.1	247.4	328.4	476.1	690.4	EBITDA 增长率	536.5%	33.9%	37.0%	51.2%	47.2%
财务费用	-2.7	-0.9	-3.8	-5.5	-5.9	EBIT 增长率	2103.8%	41.1%	42.4%	58.3%	51.7%
资产减值损失	48.1	42.2	37.6	42.6	40.8	NOPLAT 增长率	2207.1%	43.2%	35.8%	58.3%	51.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	186.3%	-43.3%	87.8%	44.4%	22.6%
投资和汇兑收益	0.0	3.9	-	-	-	净资产增长率	102.5%	12.1%	11.8%	15.2%	18.3%
营业利润	95.5	131.8	190.2	300.7	453.7	利润率					
加:营业外净收支	47.0	50.5	39.9	39.9	39.9	毛利率	38.0%	35.2%	35.0%	35.4%	35.4%
利润总额	142.5	182.4	230.2	340.6	493.6	营业利润率	7.7%	8.2%	8.9%	9.7%	10.1%
减:所得税	17.4	19.8	34.5	51.1	74.0	净利润率	9.7%	9.3%	9.3%	9.4%	9.4%
净利润	119.4	148.8	198.8	291.0	421.7	EBITDA/营业收入	9.6%	9.9%	10.2%	10.7%	10.8%
						EBIT/营业收入	7.5%	8.2%	8.7%	9.5%	10.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	56	62	44	29	20
货币资金	756.9	564.6	992.2	970.8	1,113.2	流动营业资本周转天数	66	46	39	59	61
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	344	375	306	289	258
应收账款	638.1	908.9	654.7	1,612.5	1,674.9	应收账款周转天数	132	174	132	132	132
应收票据	23.9	4.1	55.1	30.7	93.8	存货周转天数	30	41	32	32	32
预付账款	24.5	59.5	9.8	90.1	54.7	总资产周转天数	411	511	406	324	281
存货	156.1	204.8	172.5	371.2	417.2	投资资本周转天数	110	99	77	85	77
其他流动资产	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	投资回报率					
可供出售金融资产	2.0	2.0	1.3	1.8	1.7	ROE	9.7%	11.3%	12.2%	15.6%	19.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	6.2%	8.9%	8.6%	11.5%
长期股权投资	12.9	16.8	16.8	16.8	16.8	ROIC	41.5%	20.8%	49.7%	41.9%	44.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	279.7	268.9	257.3	248.9	238.7	销售费用率	8.4%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	17.2%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
无形资产	13.2	15.0	15.1	13.9	11.5	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.4%	23.4%	23.2%	23.2%	23.3%
资产总额	1,929.9	2,623.7	2,191.0	3,371.8	3,637.9	偿债能力					
短期债务	60.0	25.0	-	-	-	资产负债率	33.5%	45.2%	26.6%	45.1%	39.8%
应付账款	420.8	889.5	450.0	1,236.5	1,208.9	负债权益比	50.3%	82.3%	36.2%	82.1%	66.1%
应付票据	-	1.1	0.2	0.7	1.1	流动比率	2.74	1.57	3.59	2.11	2.43
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.47	1.38	3.26	1.86	2.13
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-34.37	-146.29	-49.56	-53.35	-76.24
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	646.1	1,184.8	582.9	1,519.8	1,447.7	DPS(元)	0.02	0.10	0.06	0.11	0.19
少数股东权益	51.7	68.8	65.7	64.2	62.1	分红比率	5.4%	29.1%	13.0%	15.8%	19.3%
股本	216.3	432.5	432.5	432.5	432.5	股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.6%
留存收益	1,015.8	937.6	1,109.9	1,355.3	1,695.5						
股东权益	1,283.8	1,438.9	1,608.1	1,852.0	2,190.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	125.1	162.6	198.8	291.0	421.7	EPS(元)	0.28	0.34	0.46	0.67	0.97
加:折旧和摊销	27.3	29.3	31.5	34.6	37.6	BVPS(元)	2.85	3.17	3.57	4.13	4.92
资产减值准备	48.1	42.2	-	-	-	PE(X)	120.3	96.6	72.3	49.4	34.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.7	10.5	9.3	8.0	6.8
财务费用	3.5	2.4	-3.8	-5.5	-5.9	P/FCF	-77.1	40.2	-135.6	575.0	63.6
投资损失	-0.0	-3.9	-	-	-	P/S	11.6	9.0	6.7	4.6	3.2
少数股东损益	5.6	13.8	-3.1	-1.4	-2.1	EV/EBITDA	106.4	146.1	61.6	40.8	27.4
营运资金的变动	-132.9	-521.0	271.2	-274.5	-208.4	CAGR(%)	32.3%	37.2%	76.6%	32.3%	37.2%
经营活动产生现金流量	41.8	200.6	494.7	44.1	242.9	PEG	3.7	2.6	0.9	1.5	0.9
投资活动产生现金流量	-72.0	-566.4	-19.3	-25.4	-24.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	171.7	179.9	-47.7	-40.1	-75.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、吕伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034