

主新董事长上任，公司迎来发展新篇章

买入（维持）

2019年01月23日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,137	2,344	2,831	3,444
同比（%）	18.8%	9.7%	20.8%	21.6%
归母净利润（百万元）	169	171	261	363
同比（%）	8.5%	1.3%	52.3%	39.0%
每股收益（元/股）	0.20	0.20	0.31	0.43
P/E（倍）	100	99	65	47

事件：

1月21日，中国网安召开干部会议，会议宣布中国电科对中国网安、三十所、三十三所和卫士通领导班子的任免通知。其中，卿昱被任命为中国网安董事长、党委书记，卫士通公司董事长，三十所所长、党委书记¹。

投资要点

■ **领导班子换届，卫士通迎来发展新篇章：**1月21日，中国网安召开干部会议，中国电科对中国网安、三十所、三十三所和卫士通领导班子的任免通知。其中，卿昱任中国网安董事长、党委书记，卫士通公司董事长，三十所所长、党委书记。卿昱董事长历任三十所研究室副主任、主任、副总工程师、副所长，网信办协调局副局长。曾主持和参与了多项国家和军队重大项目²，获军队科技进步一等奖二次，部级科技进步二等奖一次。新董事长具有浓厚的技术和产业背景，在密码国产化和网络安全日益成为数字经济的基础的背景下，有望带领子集团和公司加快改革步伐，进一步整合上市公司和集团的资源，打造网络安全领域的大国重器，加速卫士通的发展步伐。

■ **招商局项目完成建设实施阶段验收，安全运维今年有望初步放量：**9月27日，中国网安和招商局集团在北京召开完成招商局网络信息安全整体保障项目建设实施阶段验收评审会议³。整个项目以服务化、平台化的方式打造招商局网络安全防御体系，是中央企业网络安全整体保障服务模式的创新性转变。下一步将进入7×24小时的线上线下运维服务和实时、动态的主动防御服务，在实际运行中不断提升招商局集团的网络安全整体防御能力。未来央企网络安全从产品采购模式转向安全运维模式大势所趋，在招商局工作经验的基础上，与军工、能源、电信、交通等重点领域的20余家中央企业和地方重要国有企业开展整体保障业务合作，开展“数字电科”网络安全整体保障建设，与中国远洋海运、中广核集团、上海诺基亚贝尔等签订整体保障战略合作协议，与南方电网、中国电建、北汽集团等开展整体保障相关项目合作。目前国内央企96家，仅央企范围的安全运维市场预计接近100亿。地方国企数量过万家，成规模的国企数量逾千家，考虑到推广力度，我们谨慎预估地方性国有企业市场空间基本与央企安全运维市场空间齐平，则仅安全运维的市场空间即达到200亿以上。卫士通凭借央企身份，在央企网安运维方面优势明显，未来有望继续扩展到政府、军队领域，抢占更大的安全运维市场空间和份额。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.34
一年最低/最高价	16.30/34.72
市净率(倍)	4.05
流通A股市值(百万元)	16473.41

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)：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
- 2、《卫士通 (002268)：净利润大幅改善，安全运维有望开始放量》2018-08-29
- 3、《卫士通：携手阿里构建自主可控云，网安旗舰再添一环》2018-05-14

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/M2uaU_JoQaoBeVPmu1gD-w

² http://www.cac.gov.cn/2018-09/10/c_1123407887.htm

³ https://mp.weixin.qq.com/s/ITa_JPuId7l6rBO3Vf7JkA

- **公司打造安全自主可控的卫士云。**卫士云平台是全国第一家既满足等级保护需求，又满足商用密码应用要求的云计算平台⁴。卫士云安全和密码服务平台是基于商用密码技术构建、以云安全防护体系为核心、依托安全打造的基础云服务平台，该平台以安全云资源为基础（IaaS），为租户提供统一身份认证、信任服务、密码服务等特色服务（PaaS），以综合运维管理、安全态势与监测预警为保障，为用户提供橙讯、企业邮、网站防护等安全服务（SaaS），服务能力覆盖云和大数据端、移动端、物联网端，面向智能制造、车联网、机器人、智能家居网、移动互联网等应用场景，向用户提供 IaaS、PaaS、SaaS、行业解决方案四个层面的安全云服务。该平台将安全和密码资源与云平台深度融合，以服务的形式为用户提供应用、数据、网站等安全保护，实现了安全可靠、自主可控。目前卫士通已为卫计委、军代局、中国电科等部委和央企用户提供安全的云计算服务和云安全服务。
- **抢占网络安全产业链战略至高点，实现完整产业链布局：**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）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市场份额；（2）抢占 5G 安全制高点，成为 5G 安全的主要牵头单位，有望向 5G 时代安全通信运营商迈进；（3）控股股东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，公司实现从网络安全产品到网络安全服务再到安全信息系统的全产业链布局。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018/2019/2020 年净利润分别为 1.71/2.61/3.63 亿元，EPS 分别为 0.20/0.31/0.43 元，对应 99/65/47 倍 PE，考虑到公司的网络安全央企平台地位，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：**信息安全市场低于预期，安全云平台建设低于预期。

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/qY_WQzKzfooQZ6tfnj5-1A

卫士通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,067	4,397	4,612	5,146	营业收入	2,137	2,344	2,831	3,444
现金	1,881	2,399	1,592	2,086	减:营业成本	1,383	1,591	1,834	2,187
应收账款	1,616	1,350	2,233	2,125	营业税金及附加	20	23	28	33
存货	211	253	282	356	营业费用	215	258	311	344
其他流动资产	360	395	506	579	管理费用	330	362	437	532
非流动资产	1,686	1,746	1,917	2,146	财务费用	-12	-41	-39	-34
长期股权投资	27	30	34	37	资产减值损失	75	0	0	0
固定资产	266	511	756	986	加:投资净收益	2	2	2	2
在建工程	1,162	968	884	872	其他收益	0	0	0	0
无形资产	129	135	142	149	营业利润	153	153	262	384
其他非流动资产	103	103	102	101	加:营业外净收支	50	56	58	60
资产总计	5,754	6,143	6,530	7,293	利润总额	203	209	320	444
流动负债	1,309	1,557	1,709	2,136	减:所得税费用	26	25	38	54
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	8	13	21	28
应付账款	980	1,021	1,287	1,464	归属母公司净利润	169	171	261	363
其他流动负债	329	535	423	671	EBIT	147	145	260	389
非流动负债	57	57	57	57	EBITDA	184	198	341	500
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	57	57	57	57	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1,366	1,613	1,766	2,192	每股收益(元)	0.20	0.20	0.31	0.43
少数股东权益	92	105	126	154	每股净资产(元)	5.12	5.28	5.53	5.90
归属母公司股东权益	4,296	4,425	4,638	4,946	发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
负债和股东权益	5,754	6,143	6,530	7,293	ROIC(%)	2.9%	2.8%	4.9%	6.8%
					ROE(%)	4.0%	4.1%	5.9%	7.7%
					毛利率(%)	35.3%	32.1%	35.2%	36.5%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	7.9%	7.3%	9.2%	10.5%
经营活动现金流	-51	631	-548	853	资产负债率(%)	23.7%	26.3%	27.0%	30.1%
投资活动现金流	-181	-112	-250	-338	收入增长率(%)	18.8%	9.7%	20.8%	21.6%
筹资活动现金流	1,579	-1	-9	-20	净利润增长率(%)	8.5%	1.3%	52.3%	39.0%
现金净增加额	1,347	518	-807	495	P/E	100	99	65	47
折旧和摊销	37	53	81	111	P/B	3.95	3.83	3.65	3.43
资本开支	182	57	167	225	EV/EBITDA	82.89	74.30	45.53	30.14
营运资本变动	-332	436	-870	387					

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

