

TMT 行业

卫士通 (002268)

公司调研报告

评级: 持有 维持

收盘价(元) 25.36
 目标价(元) 31.79

市场数据

52 周最高/最低(元) 41.50/14.60
 市净率 8.55
 总股本(百万) 132.86
 流通 A 股(百万) 77.38
 流通 B 股/H 股(百万) -/
 总市值(百万元) 3369.21
 流通 A 股市值(百万元) 1962.40



商密挂帅楔入信息安全新领域

投资要点:

- **公司在商业密码的研发、产品化领域有核心技术优势。**公司由中国电子科技集团下属第 30 研究所发起成立,是 A 股市场信息安全领域上市第一股,在商业密码研发领域拥有先天优势,是全国 7 家具备商密研发资质的单位之一和 3 家具有产品开发能力和资质的公司之一。
- **公司挺进智能电网领域。**公司与中国电力科学研究院签订加密机订单,预计公司会以此为突破口突入电力领域,与智能电网概念接轨。
- **公司手机支付业务处于孕育期,今后五年或迎来集中爆发。**公司去年与中国银联合作推出“摩宝”卡手机支付业务,通过手机就可以实现银行卡帐余额查询、公用事业缴费,主流游戏点卡等数字产品的购买、电影院线订票订座、机票酒店的预定和支付以及网上商城电子账单支付等。预计在未来 5 年该项业务会迎来集中爆发。
- **公司正在向安全云计算业务进军。**公司推出“私有云”概念,与市场普遍看好的“公共云”概念并驾齐驱,解决了用户对核心数据安全的担忧。
- **风险提示:** 1、手机支付业务拓展低于预期; 2、安全云计算业务开展低于预期; 3、与中国电力研究院的合作未产生溢出效应,从而导致在电力领域的扩张无法开展。
- **盈利预测及估值分析。**随着信息安全问题越来越被重视,安全产品的需求将会呈现快速增长态势。作为安全领域的领军公司,预计公司 2010~2012 年 EPS 将分别达到 0.48、0.62 和 0.77。给予公司 31 元的目标价,“增持”评级。

相关研究

TMT 行业研究小组
 证书编号 S0120209080060

联系人
李明选
 8621-68761616-8518
 limx@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
 上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

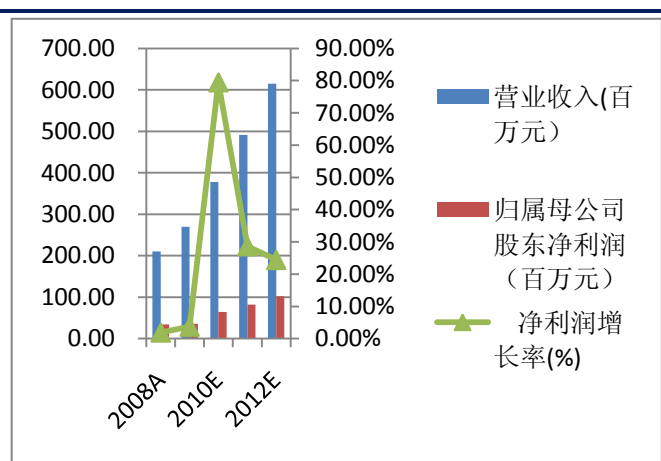
单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	210	269	378	491	614
收入增幅(%)	4.82%	27.94%	40.36%	30.00%	25.00%
净利润	34	35	64	82	102
净利增幅(%)	1.89%	3.69%	79.51%	28.65%	24.40%
毛利率(%)	69.30%	62.46%	62.46%	62.46%	62.46%
ROE(%)	9.49%	9.22%	14.46%	16.00%	16.95%
摊薄 EPS(元)	0.26	0.27	0.48	0.62	0.77

1. 公司在商密领域拥有核心技术优势

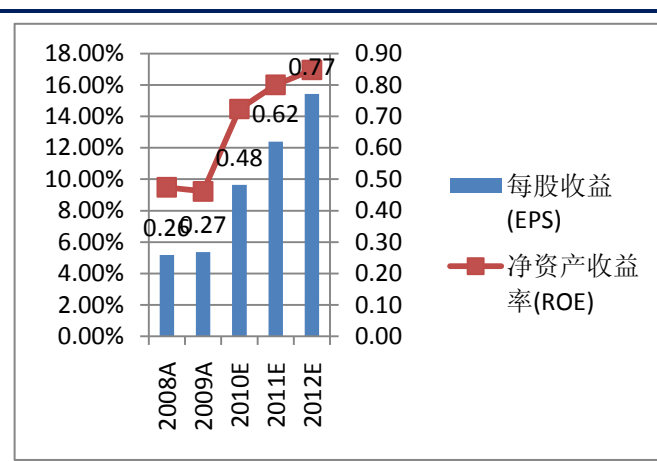
公司由中国电子科技集团下属第三十研究所发起成立,是 A 股市场信息安全领域上市第一股,在商业密码研发领域拥有先天优势,是全国 7 家具备商密研发资质的单位之一和 3 家具有产品开发能力和资质的公司之一。公司以深厚独到的技术积淀引领国内信息安全产业发展,产品线覆盖了防火墙、VPN、UTM、网关防病毒、安全审计、身份认证与信息加密、CA 与密管、内网综合安全防护、安全管理平台、云计算/云存储安全等主流安全技术/产品市场,在信息安全领域具有领先优势,处于行业的领导地位,同时也是国家信息安全行业标准的制定者之一。

图 1: 公司营业收入与净利润情况



资料来源: 德邦证券研究所

图 2: 公司每股收益和净资产收益率情况



资料来源: 德邦证券研究所

2. 以加密机为切入点, 楔入智能电网领域

公司先前的业务一直集中在政府、金融、军工领域,对电力行业涉足较少,但公司在 2010 年与中国电力研究院签署了一项三千余万的合同。(该合同金额占 2010 年营业收入的约 10%) 该合同所涉及的加密平台主要应用于国家电网领域的电量信息采集系统。目前公司是国家电网加密平台的独家供应商,标志着公司正式进军电力行业的智能电网

领域。

3. 手机支付业务尚处于培育期，今后几年或有爆发增长机会

手机支付一直是二级市场高度看好的概念。手机支付有两种支付方式，一种是现场支付，以中国移动的“手机钱包”为代表，主要用于小额支付，以预存话费冲抵结算，技术上依赖于内置的射频卡；另一种是远程支付，即将个人银行卡信息写入特制SD卡，通过平台软件来操作个人账户，实现无线支付，远程支付。卫士通的手机支付业务采取了第二种方式。

公司去年与中国银联合作推出“摩宝”卡手机支付业务，通过手机就可以实现银行卡帐余额查询、公用事业缴费，主流游戏点卡等数字产品的购买、电影院线订票订座、机票酒店的预定和支付以及网上商城电子账单支付等。但由于公司在消费领域扩张方面缺乏经验，再加上手机制式复杂多样，导致推广费用很高，在短期之内该项业务尚不能给公司带来实质性受益。

尽管如此，但是鉴于其他发达国家的经验，手机支付大行其道只是时间问题，预计在未来几年该项业务会迎来集中爆发。

4. 大力推进“安全云”概念，倡导“私有云”

公司在 2010 年推出安全云概念产品，在市场开拓上采取了两步走的战略。首先以安全云存储为切入点，介入云计算中心的建设。安全云存储系统以密码技术为核心，采用分布式文件系统、云存储安全防护系统软件和专用密码模块相结合的方式，在实现海

量云存储的同时解决用户关心的诸如文件传输安全、数据节点安全、用户身份和密钥管理、服务器木马和病毒防御；身份认证和访问控制等安全问题。

另外，公司为了消除客户对“公有云”的疑虑，大力倡导“私有云”概念，对一些实力雄厚的行业寡头和集团级公司推出“私有云”安全产品。预计公司在安全云方面的业务在 2011 年会有大幅增长。

5. 三零系支脉众多，资产注入引人遐想

公司大股东为中国电子科技集团第 30 研究所。该所是以信息安全和保密为核心、以通信网络和信息系统为主体、以信息服务和信息工程建设为支撑，向社会提供全方位信息安全保密产品、通信网络系统与产品，并提供全方位信息服务，是集科研、生产、工程建设、销售和服务于一体的实业型高科技集团。

三零集团下属企业众多，除了卫士通之外，还包括厦门雅迅网络股份有限公司、成都三零盛安信息系统有限公司、上海三零卫士信息安全有限公司、成都三零凯天通信实业有限公司、成都三零瑞通移动通信有限公司、成都三零嘉微电子有限公司、成都国信安信息产业基地有限公司、成都三零普瑞科技有限公司等，几乎全部为涉及信息和微电子技术的高科技公司。

鉴于以上，同时参考二级市场一些国有高科技公司的做法，不排除在未来集团公司资产注入的可能性，尤其是公司作为集团公司唯一的资本运作平台，更加增大了这种可能性，后市值得期待。

图 3：中国电子科技集团 30 研究所产业谱系图



资料来源：中国电子科技集团 30 研究所网站

图表 02 公司盈利预测 （单位：百万元）

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	210.54	269.36	378.08	491.50	614.38
减：营业成本	64.63	101.11	141.93	184.51	230.63
营业税金及附加	3.02	4.35	5.70	7.41	9.27
营业费用	47.65	53.56	64.27	83.56	104.44
管理费用	62.08	85.87	90.74	117.96	147.45
财务费用	-1.30	-1.96	-6.56	-7.42	-8.64
资产减值损失	5.65	-1.16	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.79	27.58	82.00	105.49	131.23
加：其他非经营损益	12.51	19.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.30	47.31	82.00	105.49	131.23
减：所得税	1.49	5.26	8.20	10.55	13.12
净利润	39.80	42.05	73.80	94.94	118.11
减：少数股东损益	5.42	6.40	9.80	12.61	15.68
归属母公司股东净利润	34.38	35.65	64.00	82.33	102.42
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	270.58	255.88	327.51	332.32	436.11
应收和预付款项	118.49	159.78	196.67	266.71	312.52
存货	38.23	49.54	54.88	80.86	88.82
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.80	0.80	0.80	0.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	11.98	16.01	11.75	7.49	3.23
无形资产和开发支出	0.38	0.43	0.19	0.01	0.01
其他非流动资产	1.31	0.31	0.15	0.00	0.00
资产总计	440.95	482.75	591.96	688.19	841.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	56.46	73.78	117.23	128.84	176.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.24	4.60	4.60	4.60	4.60
负债合计	62.70	78.38	121.83	133.44	181.48
股本	67.10	80.52	80.52	80.52	80.52
资本公积	170.45	158.94	158.94	158.94	158.94
留存收益	124.87	147.10	203.07	275.07	364.64
归属母公司股东权益	362.42	386.56	442.53	514.54	604.11
少数股东权益	15.84	17.80	27.60	40.21	55.89

股东权益合计	378.26	404.37	470.13	554.75	660.00
负债和股东权益合计	440.95	482.75	591.96	688.19	841.48
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	3.50	39.38	73.09	7.72	107.99
投资性现金净流量	-5.55	-44.50	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	165.73	-15.18	-1.47	-2.91	-4.21
现金流量净额	163.67	-20.29	71.63	4.81	103.79

资料来源:德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，我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。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。