

立思辰 (300010.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

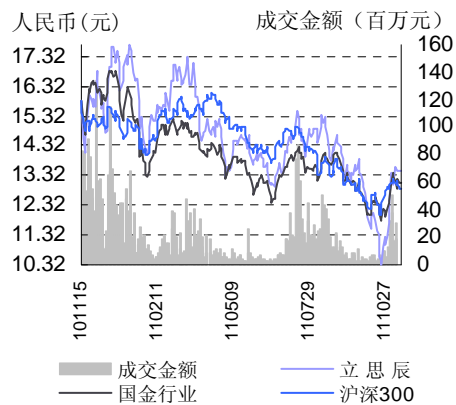
市价(人民币): 13.48元

目标(人民币): 16.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	129.16
总市值(百万元)	3,189.20
年内股价最高最低(元)	17.71/10.32
沪深300指数	2901.22



相关报告

1. 《业绩基本符合预期,静待收购批准佳音》, 2011.8.15
2. 《立思辰夯实基础,三年增长可期》, 2011.3.15
3. 《服务为盾、安全为剑,百战炼成 BPO 龙头》, 2011.2.28

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

收购完成,安全、无纸化办公齐发力;

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.457	0.384	0.346	0.463	0.607
每股净资产(元)	5.75	4.02	4.54	5.23	6.14
每股经营性现金流(元)	0.18	-0.18	1.05	0.59	0.80
市盈率(倍)	71.82	68.46	42.33	31.68	24.17
行业优化市盈率(倍)	57.32	60.85	48.97	48.97	48.97
净利润增长率(%)	30.60%	26.22%	35.21%	33.63%	31.08%
净资产收益率(%)	7.94%	9.56%	11.45%	13.27%	14.82%
总股本(百万股)	105.15	157.73	236.59	236.59	236.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收购友网科技,打通文件生命周期服务前后端:** 通过友网科技的收购,公司得到了其电子影像解决方案及服务业务,并打通从文件生成、分发、存储、流转、管理、输出的全生命周期服务;公司在文件输出环节处于本土领先地位,友网是电子影像解决方案的提供商,输入环节处于领先地位;
- **受益文件安全市场大蓝海:** 等级保护、《保密法》的迅速出台,使得仅仅十大军工集团未来每年将存在近十亿的市场空间,一旦成为央企标准,未来空间每年接近 50 亿;公司根据客户需求,开发出完整的解决方案;公司的安全产品逐渐从试点到大规模推广,未来前景广阔。
- **分享无纸化办公发展新机遇:** 在终端、网络等软硬件迅速发展的今天,无纸化办公逐渐普及的条件开始具备;未来电信和金融等多渠道开始推行无纸化办公,由于立思辰处于国内办公自动化领先地位,加上其信息安全的解决方案,以及收购友网科技打通文件服务前后端,公司将有较大机遇。

投资建议

- 立思辰这样通过自身发展和外延扩张市场在行业中完整布局的企业龙头,将长期稳健成长。

估值

- 我们给予公司未来 6 个月 16.00 元目标价位,相当 34X12 年 PE,对于 EPS11-13 年 0.35 元, 0.46 元, 0.61 元, 给予买入评级,其中未考虑友网科技的利润影响,若能快速合并报表,我们将进一步上调盈利预测。

风险

- 税收优惠风险; 应收账款风险; 行业成熟度与商业模式认知风险。

内容目录

收购友网科技，打通文件生命周期服务前后端	3
友网科技，专业的电子影像解决方案提供商	3
优势互补，前后端打通	4
受益文件安全市场大蓝海	5
文件安全已成为重要关注点	5
文件安全领域，军工应用从试点到大范围推广	5
无纸化办公发展面临新机遇	7
3G 时代，无纸化办公将逐渐普及	7
中移动在营业部推行无纸化办公	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

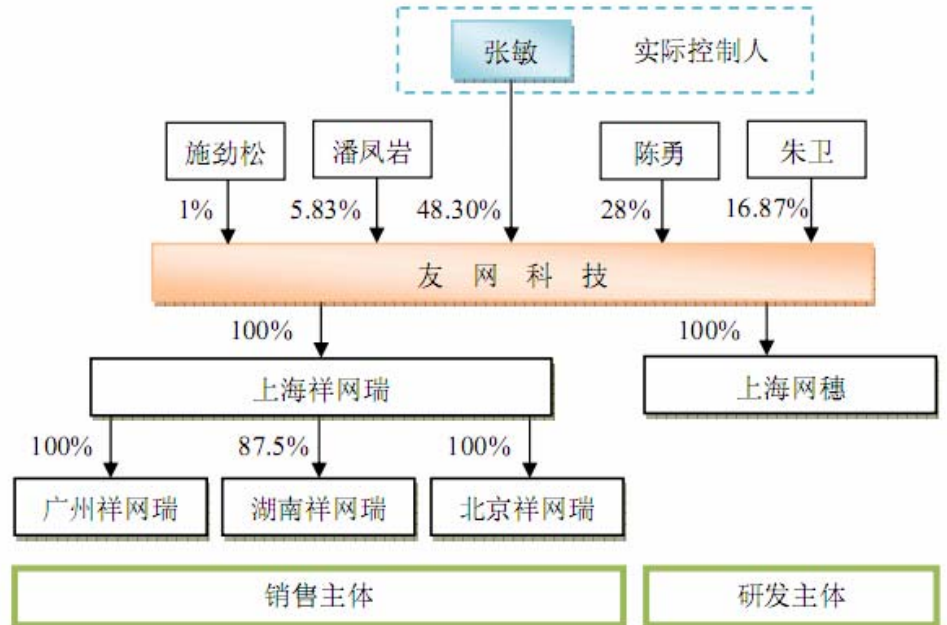
图表 1：友网科技股权结构	3
图表 2：基于电子影像的业务流程有诸多优势	4
图表 3：友网科技电子影像解决方案	4
图表 4：打通文件生命周期全程服务	4
图表 5：近年来发生的重大泄密事件	5
图表 6：维基泄密促进等级保护	5
图表 7：公司拥有涉密资质	6
图表 8：公司为客户实现全面的文件安全管理	6
图表 9：无纸化办公系统架构	7
图表 10：无纸化办公系统网络架构	7

收购友网科技，打通文件生命周期服务前后端

友网科技，专业的电子影像解决方案提供商

- 友网科技的主营业务是向企业级客户提供电子影像解决方案及服务。电子影像解决方案及服务是指把纸质文档等进行电子化采集，形成电子影像文件，对电子影像进行图像处理、分类识别、分发传输、存储管理，形成与业务数据相结合的电子影像数据库，为用户提供检索、查询、流转、发布等应用，并最终归档的整体解决方案。

图表1：友网科技股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

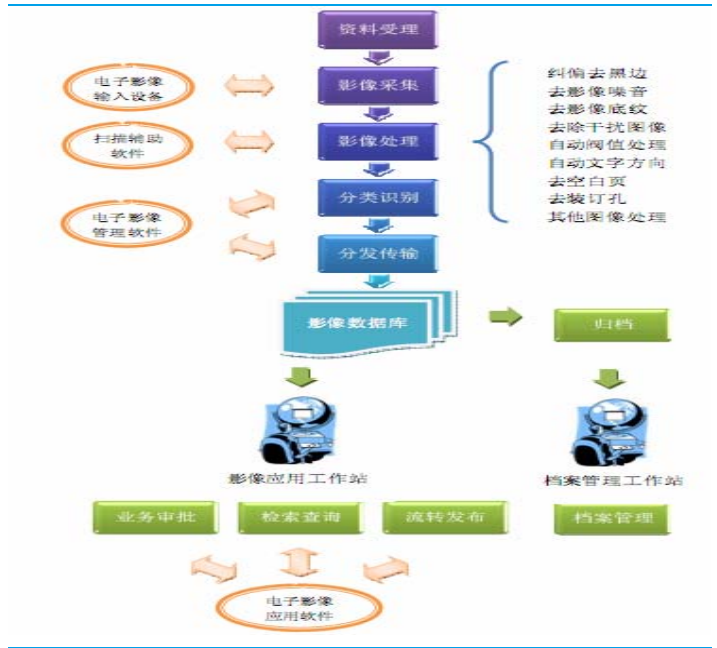
- 行业应用类影像解决方案及服务：行业应用类影像解决方案及服务主要针对银行、保险、政府机构、大中型企事业单位等行业用户。此类用户通常对文档影像的应用有着特定的业务需求，其业务流程应用中往往需要通过影像处理软件从文档影像中准确识别特定信息，因此对影像输入设备的性能以及对影像处理软件的功能和处理能力要求较高。友网科技近年来先后开发了文档通、支票影像交换系统配套软件、运输发票认证系统、DocManager 扫描管理软件等影像处理软件。
- 定制类影像解决方案开发及服务：在银行、政府、税务等行业的高端客户中，客户往往要求电子影像的管理和流转与其业务流程紧密结合，需要解决方案提供商根据客户的业务流程特点，开发针对性的电子影像处理软件和管理系统，对电子影像按客户的要求进行识别与提取，与客户原有的业务系统进行良好的对接，以实现电子影像对客户业务流的改进。友网科技可以根据客户的特定需求，通过文档影像化技术对特定业务流程进行改进、优化，定制开发影像输入及处理软件，按客户的要求对影像数据进行处理，使电子影像的流转良好地嵌入到客户的业务流程中，以达到提升客户的业务流转效率的目的。

图表2: 基于电子影像的业务流程有诸多优势

对比项	传统业务流程	基于电子影像的业务流
人力成本	成本高 人工流转	成本低 电子流转
纸张成本	成本高 填写纸张审批单、粘贴发票复印件、远程传真	成本低 填写电子审批单、附发票扫描件进入业务流
流转成本	成本高 发送快递或传真	成本低 电子流转, 零成本
审批速度	速度慢 受办公地点及办公时间限制	速度快 可远程审批、不受时间、地点限制
安全性	安全性低 过程中可能经非相关人员查阅, 附件可能丢失	安全性高 仅业务流涉及人员可查阅
业务管理	不便于管理 需审批后人工录入系统进行后续管理	便于管理 直接进入系统, 便于后续业务统计核算

来源: 国金证券研究所

图表3: 友网科技电子影像解决方案



优势互补，前后端打通

- 通过友网科技的收购，公司得到了其电子影像解决方案及服务业务，并打通从文件生成、分发、存储、流转、管理、输出的全生命周期服务。由于每花 1 美元文件输出，需要 9 美元管理，因而公司极大的拓展了面临的的市场空间。
 - 立思辰在文件输出环节处于本土领先地位：作为最早开始推动文件管理外包服务、规模最大、技术最为先进的本土服务商，立思辰在文件生命周期的输出环节中，在本土企业中拥有较大的领先优势。
 - 友网科技在文件输入环节处于本土领先地位：作为专业的电子影像解决方案提供商，友网科技是该领域极少数具备专业的硬件、软件、服务综合影像解决方案提供能力，同时具备专业软件研发能力的本土企业之一，拥有多项软件产品著作权及实用新型专利，在文件生命周期的输入环节中，处于本土领先地位。

图表4: 打通文件生命周期全程服务



来源: 公司资料、国金证券研究所

受益文件安全市场大蓝海

文件安全已成为重要关注点

- 安全泄密的途径有邮件泄密、移动存储泄密和打印泄密，从表面上来看邮件和移动存储泄密这两种途径最为常见，也最容易受公司重视，而打印泄密这样的传统方式却是被企业管理忽略的途径。
- 从近几年发生的信息安全事件来看，比如维基解密事件等，有很多信息安全事故是与文件打印安全相关。目前，我国军工、政府、科研等文件安全的重点单位也逐步认识到信息安全的重要性，因此文件安全需求也随之产生。
- 国家政策对信息安全的大力支持。从公安部、国家保密局、国务院信息化工作办公室联合制定《信息安全等级保护管理办法》，十二五规划纲要，信息安全产业在国家战略性信息产业中的重要地位，到工信部 2011 年工作重点是“维护网络和信息安全”。这些政策都表明了政府的重视以及对信息安全的鼓励。
- 基于信息安全关系到国计民生的重要性，因此我国政府采购信息安全产品要求“自主可控的国产安全产品”，因此具有自主知识产权的本土信息安全企业最为受益。

图表5: 近年来发生的重大泄密事件

时间	事件
2010年11月	维基发布了至少 251287 份美国驻外 250 多个使领馆与美国国务院互发的电报内容
2010年7月	近 9 万份美国阿富汗战争的秘密文件遭泄露
2010年6月	美国 AT&T 泄露近 11 万名 iPad 用户信息
2010年年末	本田美国约 490 万用户信息被窃取
2005年6月	美国万事达、VISA 等在内各种信用卡多达 4000 多万用户的数据资料被窃

来源：国金证券研究所

图表6: 维基泄密促进等级保护

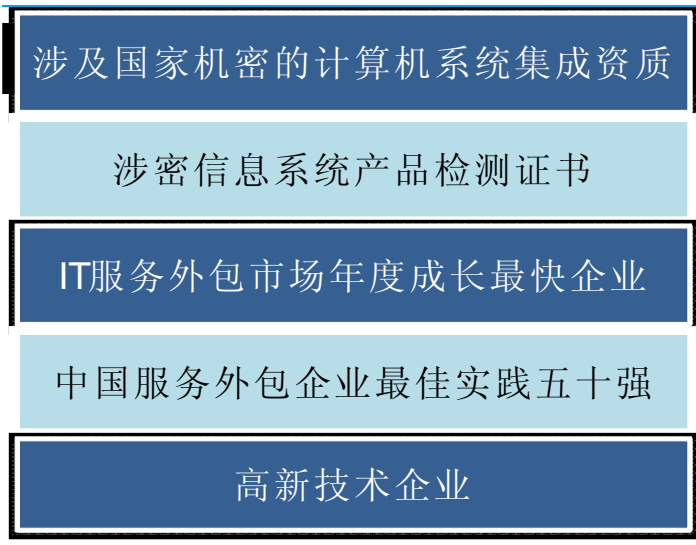
等级	对象	侵害客体	侵害程度	监管强度
第一级	一般系统	合法权益	损害	自主保护
第二级		合法权益	严重损害	
第三级	重要系统	社会秩序和公共利益	损害	指导
		社会秩序和公共利益	严重损害	
第四级	重要系统	国家安全	损害	监督检查
第四级		社会秩序和公共利益	特别严重损害	
第五级	极端重要系统	国家安全	严重损害	强制监督检查
第五级	极端重要系统	国家安全	特别严重损害	专门监督检查

文件安全领域，军工应用从试点到大范围推广

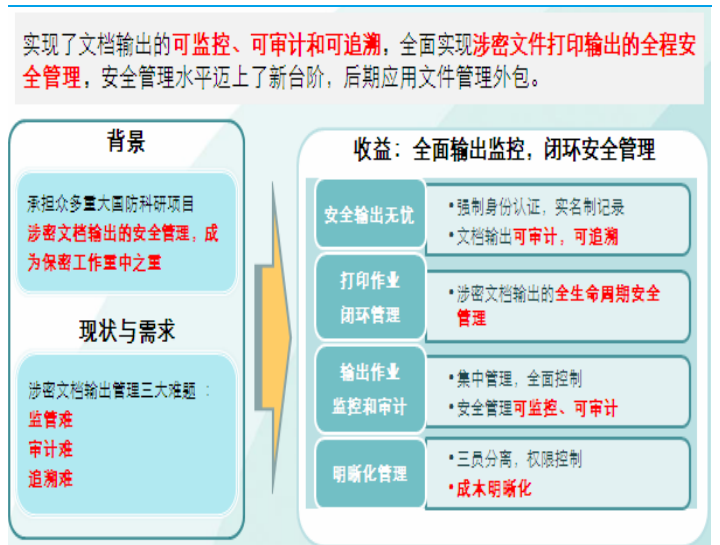
- 鉴于国防军工企业以及国内大企业的文件安全需求，公司开发了涉密电子文档打印复印安全监控与审计系统。对于文件安全领域，我们认为市场广阔，大有机会，是公司提升议价能力，增大订单规模，爆发性的增长机会。
 - 首先，市场需求是存在的，特别是在国防及军工企业，文件安全管理是保密措施的关键环节之一；
 - 其次，市场规模是巨大且订单即服务期限是长期的。由于文件安全的特殊性，使得客户的其它文件服务都将由一家公司完成。
 - 第三，问题是立思辰能否从中收益，把握住机会。我们从行业资质、产品和市场推进三个方面分析这个问题。
- 行业资质方面：目前，立思辰和美国施乐公司是国内最为专业和领先的文件管理服务企业。但是，由于文件安全的特殊性，因而外资企业基本不可能进入到这一市场领域，这是只有本土企业才能参与的市场；立思辰拥有涉密资质。

- 产品方面：公司研发的文件打印复印安全监控与审计系统目前已经被国家发改委列入 2010 年国家高技术产业发展项目计划，并给予 800 万元的国家补助资金。该系统可以有效的减少客户的信息泄露，提升客户的安全等级。同时本土其他企业目前尚无类似成型产品。
- 市场推进方面：2010 年下半年开始市场推广，目前已在军工系统的多个研究院应用，并且获得用户的高度认可。在此基础上，公司未来将重点推进国防科研、军队、军工集团、政府领域的应用，预计未来 2-3 年将是公司爆发性的利润增长点。

图表7：公司拥有涉密资质



图表8：公司为客户实现全面的文件安全管理



来源：公司资料、国金证券研究所

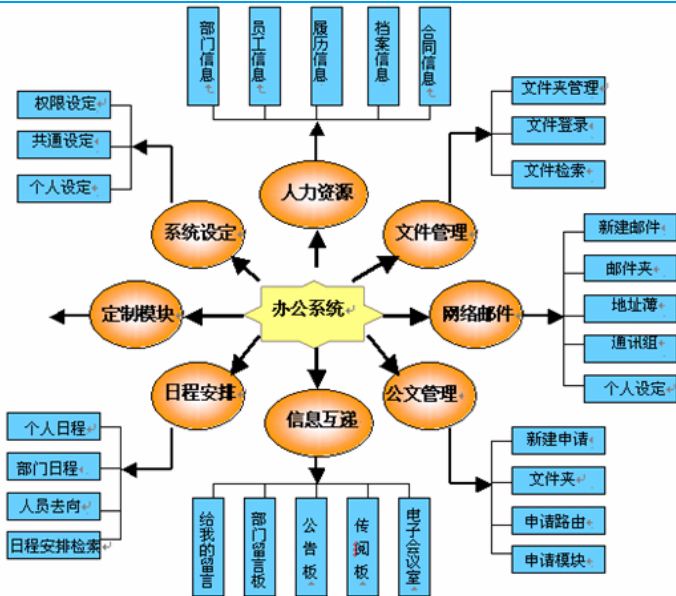
- 公司以文件安全切入军工、政府、科研文件管理服务领域，以点带面的将会获得更大的单子和更好的议价能力。公司根据军队、军工、政府及国防科研等行业客户对文件全生命周期安全管理的需求，加大研发投入，基于公司自有平台开发了包括涉密文档管理系统、安全打印与控制、安全复印与控制、安全绘图与控制等在内的文档安全管理解决方案，其中多款产品填补了国内空白。目前，公司文件安全应用已经从试点逐渐向大范围推广开始。

无纸化办公发展面临新机遇

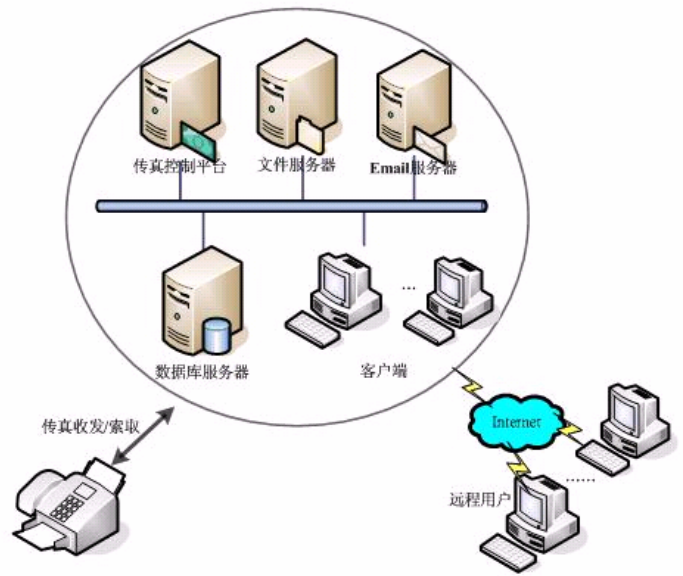
3G 时代，无纸化办公将逐渐普及

- 无纸化办公，是指利用现代化的网络技术进行办公。主要传媒工具是计算机等现代化办公工具，可以实现不用纸张和笔进行各种业务以及事务处理。随着更多的信息都是以数字或电子的形式储存和维护，以及 3G 时代的到来，各种智能终端无处不在，无纸化办公的推广逐渐加速。
- 对于无纸化办公解决方案，我们认为其最重要的几点需要满足：
 - 操作的便利性：通过对文件传阅、审批流程的定义，各用户对所传阅讨论的文件发表各自的意见、相互交流并进行最终的定稿及签署；
 - 高度的安全性：整个流程中将会涉及到电子签名、文件内容抓取等细节，同时在保护使用者信息的前提下进行，需要系统高度的安全性。
 - 高度自动化：即建立起一个紧密、协调、可靠、简单的管理机制，彻底消除信息传递中的阻塞、延误、失真，保证正确、及时的反应。

图表9：无纸化办公系统架构



图表10：无纸化办公系统网络架构



来源：国金证券研究所

中移动在营业部推行无纸化办公

- 2010 年，中国移动从全国近 1000 个最为繁忙的营业厅入手，采取加强营业厅现场管理、合理调整营业时间、实施电子渠道业务分流、灵活调配营业人员、优化营业系统等一系列措施，使得客户平均等候时长降低为 8 分钟，缩短了 11 分钟。
- 中国移动高层表示，在营业厅排队等候时间长是客户意见最集中的问题。2011 年，中国移动将大力推进信息化手段建设，逐步实现营业厅全流程无纸化业务办理；优化营业厅内的服务分区和设计，改善客户厅内体验。
- 立思辰联合友网科技正在积极谋求这一巨大的市场机会，由于立思辰处于国内办公自动化领先地位，加上其信息安全的解决方案，以及收购友网科技打通文件服务前后端，我们预计立思辰有较大几率参与其中。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	268	337	449	612	826	1,109
增长率		25.6%	33.3%	36.1%	35.1%	34.3%
主营业务成本	-188	-241	-296	-406	-558	-757
%销售收入	69.9%	71.6%	65.8%	66.3%	67.5%	68.2%
毛利	81	96	154	206	268	352
%销售收入	30.1%	28.4%	34.2%	33.7%	32.5%	31.8%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-7	-10	-13
%销售收入	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-26	-29	-59	-81	-108	-144
%销售收入	9.5%	8.6%	13.1%	13.2%	13.1%	13.0%
管理费用	-13	-13	-23	-37	-45	-55
%销售收入	4.9%	3.8%	5.2%	6.0%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	38	50	67	81	105	140
%销售收入	14.3%	14.7%	14.8%	13.3%	12.7%	12.6%
财务费用	-1	1	5	7	10	12
%销售收入	0.2%	-0.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-1	-2	-5	-5	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	37	49	67	84	113	150
营业利润率	13.6%	14.5%	14.9%	13.7%	13.7%	13.5%
营业外收支	1	4	7	5	5	5
税前利润	37	53	74	89	118	155
利润率	13.9%	15.7%	16.4%	14.5%	14.3%	14.0%
所得税	-1	-5	-4	-7	-9	-12
所得税率	1.6%	9.5%	5.6%	7.5%	7.5%	7.5%
净利润	37	48	70	82	109	144
少数股东损益	0	0	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	37	48	61	82	109	144
净利率	13.7%	14.2%	13.5%	13.4%	13.3%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	37	48	70	82	109	144
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	16	13	10	11
非经营收益	2	-1	-7	-2	-5	-5
营运资金变动	-17	-36	-107	73	-22	-24
经营活动现金净流	27	19	-29	166	93	126
资本开支	-16	-17	-71	-50	-6	-7
投资	0	-280	127	-1	0	0
其他	0	1	4	0	0	0
投资活动现金净流	-15	-296	61	-51	-6	-7
股权募资	0	477	6	0	0	0
债权募资	6	4	36	-46	0	1
其他	-6	-33	-31	-5	0	0
筹资活动现金净流	0	448	10	-51	0	1
现金净流量	12	171	43	63	87	120

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	41	494	387	451	537	657
应收款项	47	84	178	117	154	198
存货	60	55	66	96	131	178
其他流动资产	9	19	39	30	41	55
流动资产	158	652	671	694	864	1,088
%总资产	75.5%	91.3%	79.0%	75.6%	79.3%	82.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	47	54	115	110	103	97
%总资产	22.5%	7.5%	13.5%	12.0%	9.5%	7.4%
无形资产	3	8	61	111	120	129
非流动资产	51	62	178	223	226	228
%总资产	24.5%	8.7%	21.0%	24.4%	20.7%	17.4%
资产总计	209	714	849	917	1,089	1,317
短期借款	7	10	46	0	0	0
应付款项	83	79	112	144	194	261
其他流动负债	4	19	35	35	48	64
流动负债	94	108	193	179	242	325
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	1	0	0	0	0
负债	96	109	193	179	242	326
普通股股东权益	113	605	634	716	825	969
少数股东权益	0	0	22	22	22	22
负债股东权益合计	209	714	849	917	1,089	1,317

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.514	0.457	0.384	0.346	0.463	0.607
每股净资产	1.575	5.749	4.017	4.537	5.231	6.141
每股经营现金净流	0.379	0.179	-0.181	1.050	0.588	0.798
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.65%	7.94%	9.56%	11.45%	13.27%	14.82%
总资产收益率	17.59%	6.72%	7.14%	8.94%	10.05%	10.90%
投入资本收益率	31.61%	7.32%	8.95%	10.21%	11.43%	13.02%
增长率						
主营业务收入增长率	22.73%	25.56%	33.35%	36.09%	35.07%	34.28%
EBIT增长率	2.50%	29.75%	33.82%	22.43%	28.53%	33.38%
净利润增长率	38.66%	30.60%	26.22%	35.21%	33.63%	31.08%
总资产增长率	34.56%	241.62%	18.90%	8.02%	18.78%	20.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.5	54.4	91.5	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	99.7	86.8	74.7	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	60.6	59.1	62.4	62.0	60.0	59.0
固定资产周转天数	64.1	58.0	93.2	64.9	45.3	31.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.71%	-80.02%	-51.99%	-61.10%	-63.43%	-66.24%
EBIT利息保障倍数	63.0	-73.9	-12.2	-11.4	-10.2	-11.3
资产负债率	46.12%	15.32%	22.76%	19.55%	22.22%	24.76%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	13	13
买入	0	0	0	3	3
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.26	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-02-28	买入	16.50	33.00 ~ 33.00
2 2011-02-28	买入	16.50	33.00 ~ 33.00
3 2011-03-15	买入	17.15	33.00 ~ 33.00
4 2011-08-15	买入	15.31	21.00 ~ 21.00

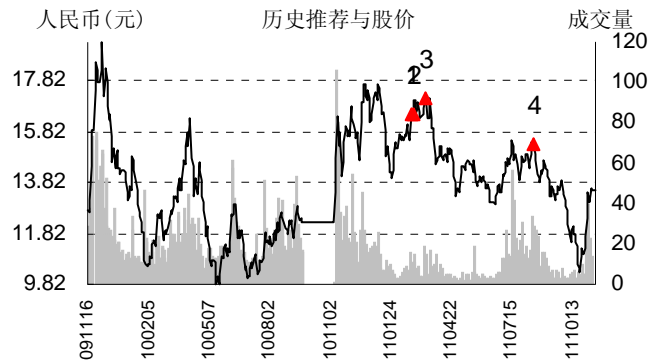
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B