

## 立思辰(30001010.SZZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

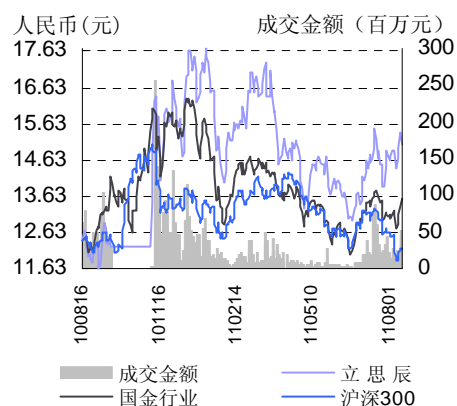
市价(人民币): 15.08元

目标(人民币): 21.00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)	105.79
总市值(百万元)	3,567.74
年内股价最高最低(元)	17.71/11.63
沪深300指数	2875.36



## 相关报告

1. 《立思辰夯实基础,三年增长可期》, 2011.3.15
2. 《服务为盾、安全为剑,百战炼成BPO龙头》, 2011.2.28
3. 《符合预期,服务盾,安全剑,冲刺十亿规模》, 2011.2.28

易欢欢 联系人

(8621)61038267  
yihh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

## 业绩基本符合预期,静待收购批准佳音;

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利(元)	0.514	0.457	0.380	0.470	0.70
净利润增长率	38.66%	30.60%	27.20%	83.39%	48.44%
市盈率(倍)	N/A	52.57	61.99	33.80	22.77
PE/G(倍)	N/A	1.72	2.28	0.41	0.47
净资产收益率	32.65%	7.94%	9.17%	14.40%	17.61%
每股净资产(元)	1.57	5.75	6.33	7.40	8.98
每股经营性现金(元)	0.38	0.18	1.53	1.24	1.83
发行股数(百万股)	71.50	105.15	157.73	237.73	237.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 立思辰 2011 年上半年实现营业收入 2.25 亿元、净利润 0.26 亿元, 同比增长 27.46% 和 30.18%, 对应 EPS 0.11 元, 其中上半年增值税尚未退还对公司利润有所影响。

## 经营分析

- 内容管理实现突破, 成为利润新增长点:** 公司工程项目管理系统在电力、能源、化工、铁路等多个行业实现应用突破; 金融行业文档管理系统从影像 workflow 成功拓展至银行业务档案管理; 与竞争对手相比, 公司的内容管理有良好的底层平台支持, 未来在政府及大型企业应用将进一步拓展。
- 文件安全管理形成全系列产品线:** 公司根据军队、军工、政府及国防科研等行业客户对文件安全的需求, 开发了多行业、多产品的文档安全管理解决方案。安全业务将是公司未来业绩的爆发点, 新获得全面涉密资质。
- 新客户营销策略及营销网络全覆盖促全年业绩快速增长:** 目前公司在全国建立的营销网络逐渐显效; 公司调整市场策略, 将目标客户锁定在规模较大、累加效应明显的行业大客户, 同时使用了新的客户管理系统, 提升精细化管理水平。如果考虑到退税的因素, 公司上半年业绩增速将会更快, 同时我们预计包括收购等积极因素将为公司全年增长奠定基础。

## 盈利调整

- 维持前期盈利预测, 维持买入评级: 考虑到友网网络合并后, 我们预计 11-12 年 EPS 分别为 0.47、0.70 元, 给予 8-12 月目标价 21 元, 对应 12 年 30 倍。

## 办公信息化主题，文件管理服务外包新模式

### 本土最优秀的办公信息一体化服务提供商

- 公司作为办公信息系统服务提供商，主要面向政府机构及大中型企事业单位，针对办公和业务流程中各类信息的流转和处理，以管理型外包服务为核心，提供办公信息系统解决方案及服务，协助客户降低办公成本，提高办公效率。
- 公司的解决方案及服务具体包括文件管理外包服务、视音频解决方案及服务等产品组合。转变、创新一直是公司不变的主题，从卖办公设备到文件服务外包的转变，构筑了公司成为一流 IT 服务企业的基石。

图表1: 主营业务、价值及应用领域

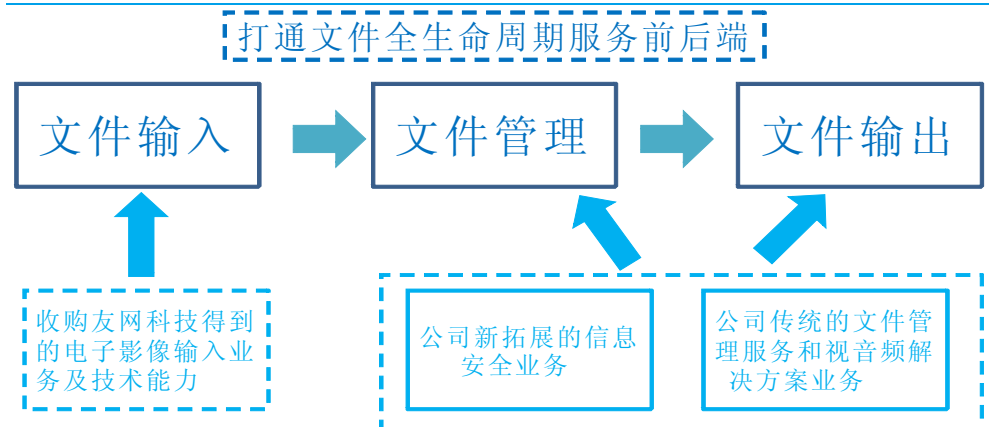
主营业务	业务内容	主要价值	应用领域
文件管理外包服务	向客户提供办公文印系统的专业咨询与整合优化设计方案	降低印量、提升安全性、节省人力、提升办公效率、降低成本	政府、大中型企业，学校医院等公共领域
信息安全	打印、复印的监控和审计；数据信息安全	显著降低客户数据、文件泄密机会，提高安全等级	军工、政府、科研等高安全要求领域
视音频解决方案及服务	提供全面设计、实施、维护和视音频系统的管理与运行服务	减少差旅、提升沟通效率、提高系统的可用性和利用率、改善固定资产管理	各行业的企业级客户的视频会议、应急指挥、远程教育医疗等

来源：公司资料、国金证券研究所

### 以文件管理外包服务为利润主体的新兴商业模式

- 公司的业务收入来自三个部分：文件管理外包服务、信息安全和视音频解决方案及服务。其中，文件管理外包服务目前是利润主体；信息安全业务是最大亮点，未来将有爆发性的增长机会；视音频解决方案与服务与文件管理、信息安全相结合，提供一体化的办公信息服务。
- 公司通过友网科技的收购，打通了文件服务前后端，实现原有办公信息系统服务的延伸，同时具备为客户提供从文件（影像）输入、到文件（影像）管理、到文件（影像）输出的较为完整的办公信息系统服务，打通了整个文件生命周期服务体系。

图表2: 未来公司业务的良好协同

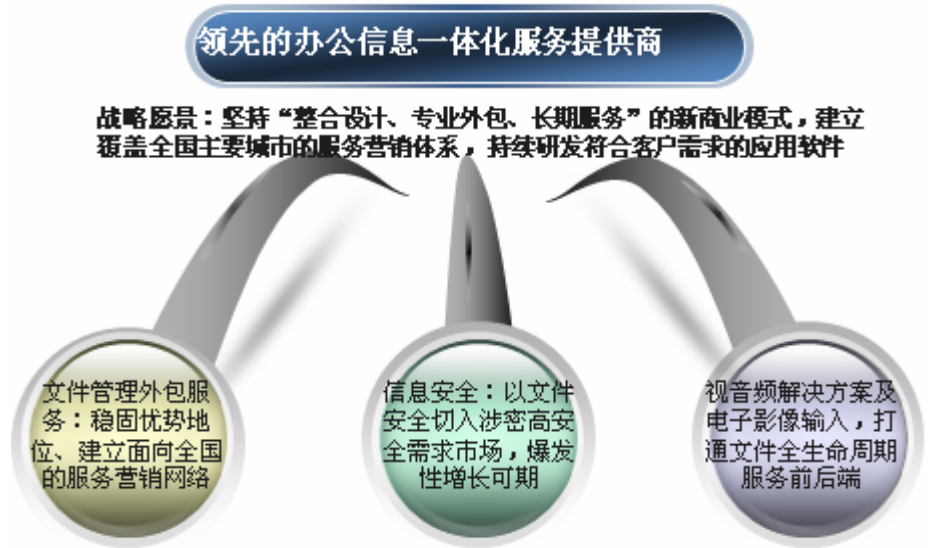


来源：国金证券研究所

### 各项业务现状及未来发展

- 文件管理服务外包业务，年均复合增长率为 104.2%，毛利率在 35% 以上，我们认为公司高成长高利润率的金牛业务；未来信息安全业务增速将最快，市场空间最大，作为本土企业，公司将受益于军工、政府、科研等高安全需求的领域，将为公司带来爆发性的增长。音视频解决方案业务与文件管理服务、信息安全相结合，并通过友网科技的收购，以此来提供全文件生命周期服务，将提升公司拿大单子大项目的能力。
- 未来公司将继续维持文件管理服务的优势地位，受益信息安全的巨大市场，提供一体化的办公信息系统服务，深入挖掘文件生命周期的服务深度。

图表 3: 公司未来战略愿景和实现途径



来源：国金证券研究所

### 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 4: 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

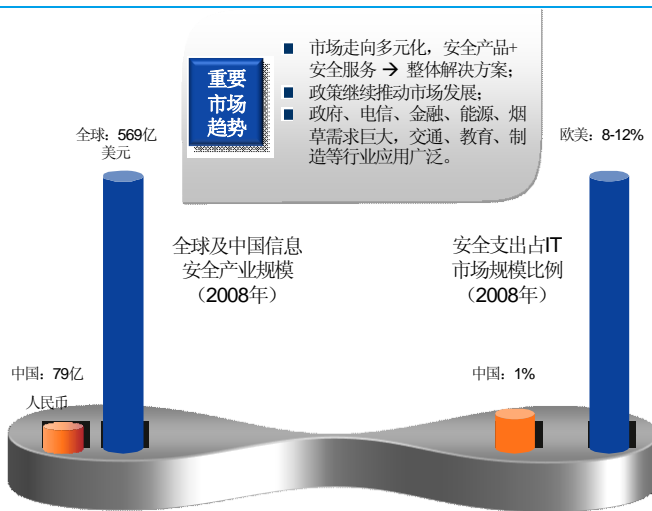
图表 5: 维基泄密促进等级保护

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	监督检查
		国家安全	严重损害	
第四级	重要系统	社会秩序和公共利益	特别严重损害	强制监督检查
		国家安全	严重损害	
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

中国信息安全产业的巨大市场潜力，是公司业务爆发增长的基石

- 目前我国信息安全投入占整个 IT 投入的比重在 1.1%左右，而欧美国家的这一比例通常在 8%-10%。尽管我国这一比例正在持续上升，但仍大幅度低于欧美国家。我们认为主要原因在于我国处在信息化发展的初期，机构关键业务对于信息的依赖性不大，客户对于自己安全需求的认识上存在落后，也就是对于信息安全没有足够的“用的意愿”。
- 但随着国内信息化建设的不断深入，信息安全的需求也将是爆发性的。这和我们自己对待家庭财产的心态是类似的，如果一个屋子里只有床和桌子，那我们可能连锁门都不用；但当有了电视、冰箱之后，我们会去买把锁；当有了电脑等更为贵重的设施后，安装防盗门就会变的很有必要了。
- 目前，我国信息安全产业规模保持 21.5%的年复合增长率。需求层次逐步从高端客户向广大中低端客户渗透，从核心业务的安全监控向包括文件安全等的全面业务流程监控。同时行业应用需求广度扩大，逐步扩展到政府、电信、能源、金融等诸多行业。

图表 6: 我国信息安全市场空间巨大



我国信息安全产业规模增长空间巨大

来源: 国金证券研究所

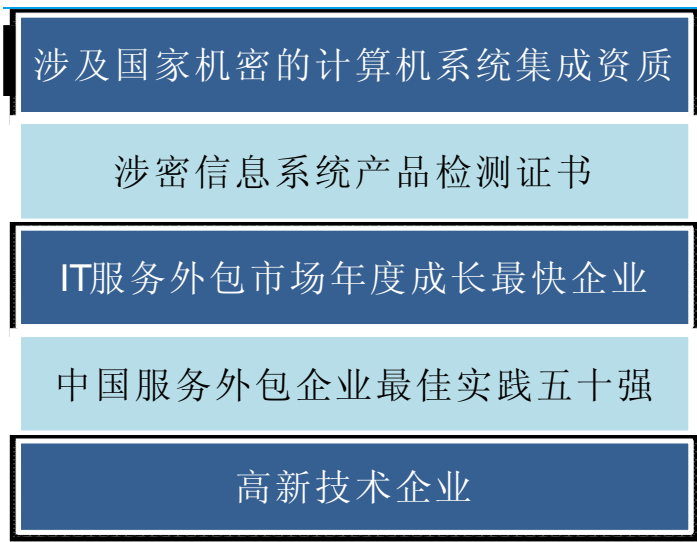
图表 7: 客户逐步接受信息安全重要性



文件安全领域，公司未来爆发性的增长机会

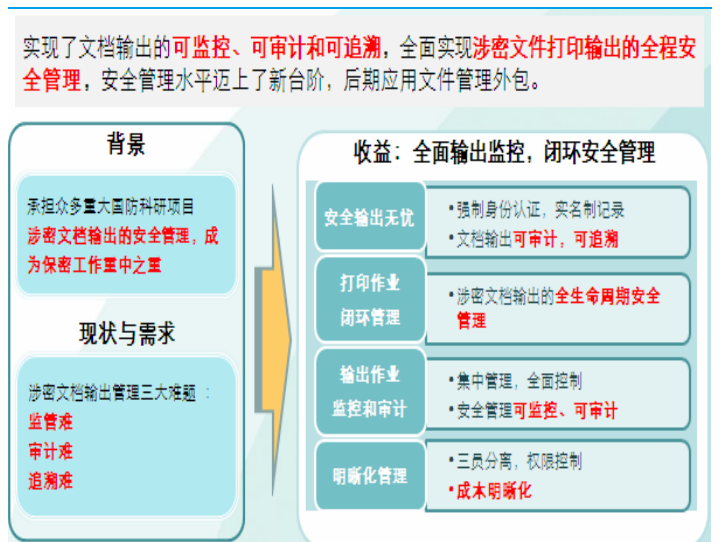
- 鉴于国防军工企业以及国内大企业的文件安全需求，公司开发了涉密电子文档打印复印安全监控与审计系统。对于文件安全领域，我们认为是市场广阔，大有机会，是公司提升议价能力，增大订单规模，爆发性的增长机会。
  - 首先，市场需求是存在的，特别是在国防及军工企业，文件安全管理是保密措施的关键环节之一；
  - 其次，市场规模是巨大且订单即服务期限是长期的。由于文件安全的特殊性，使得客户的其它文件服务都将由一家公司完成。
  - 第三，问题是立思辰能否从中收益，把握住机会。我们从行业资质、产品和市场推进三个方面分析这个问题。
- 行业资质方面：目前，立思辰和美国施乐公司是国内最为专业和领先的文件管理服务企业。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 8：公司拥有涉密资质



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 9：公司为客户实现全面的文件安全管理



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	0	1	1	11
买入	0	0	0	0	8
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.67	1.52

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 2009-09-23	减持		15.67 ~ 17.52
2 2011-02-28	买入	16.50	33.00 ~ 33.00
3 2011-02-28	买入	16.50	33.00 ~ 33.00
4 2011-03-15	买入	17.15	33.00 ~ 33.00

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-27527129
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室