

湘财证券研究所
TMT 研究小组
李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

合理投资价值区间
30~33.5 元
发行上市情况
股本结构

发行股数	2500万股
发行后总股本	9875.9万股

发行情况

网下发行数量	≤ 500万股
网下发行时间	10.06.07
网上发行数量	≥ 2000万股
网上发行时间	10.06.07
中签率公告日	10.06.09
资金解冻日	10.06.10
主承销商	中德证券

主要股东信息

股东名称	持股比例
王佳	39.0%
KPCB	10.7%
严立	8.2%

投资要点

- 经过 14 余年的发展,启明星辰成为了国内拥有完全自主知识产权的信息安全企业,是信息安全市场的领导者。公司除了提供入侵检测系统 (IDS)、入侵防御系统 (IPS)、防火墙/UTM、漏洞扫描、VPN/净荷加密机、网络与数据库审计系统、互联网审计和行为监管系统、内网安全管理、安全管理平台等主流信息安全产品外,还提供国际化风险管理咨询、专业化风险评估、实时性管理监控、专家型应急响应以及安全认证培训服务等多项专业安全服务。
- 随着信息化程度的加深,网络的普及,全球都面临着愈演愈烈的网络攻击压力,重要数据、信息丢失造成的潜在风险愈来愈大。根据 CCID 的统计,2008 年全球信息安全市场规模约为 568.80 亿美元,比 2007 年增长 9.1%。2008 年全球金融危机对企业用户的 IT 采购产生了较大的影响,并波及到了信息安全产品的采购,导致全球信息安全产品市场增长有所放缓,但信息安全业在全球 IT 市场中依然表现突出,增长较为稳健。同时,信息安全方面的投入占整个 IT 总投入的比例也逐年提高。Forester 的调查数据显示,2007 年北美和欧洲的组织已把信息安全投入占 IT 总投资的比例由 2006 年的 7.75% 提高到 7.91%; 另一家市场研究公司 Meta Group 的研究数据显示,2006 年美国企业的信息安全投入占 IT 投资总预算的比例达到 8% - 12%。
- 我国的信息安全的压力也不容小觑。2007 年,我国网民收到的垃圾邮件总量为 694 亿封,创下历史新高;木马数量比 2006 年增长 22 倍;诸如“灰鸽子”、“AV 终结者”、“盗号者”等病毒层出不穷。以上的网络威胁给我国政府、企业和个人用户带来的损失无法估量。如此高压的态势带来了我国信息安全行业高速的增长。2008 年中国信息安全市场销售额达到 79.28 亿元人民币,比 2007 年增长 18.60%,连续三年保持了高于全球的市场平均增速。虽然增速较快,但是我国信息安全市场启动较晚。2007 年我国信息安全市场规模仅占 IT 市场整体规模的 0.98%,远低于欧美市场 8%-12% 的比例,未来我国信息安全市场仍有巨大的发展空间。
- 竞争优势包括: (1) 国内信息安全领域的领导者。公司的入侵检测产品线连续五年稳居国内市场占有率第一,2008 年公司的入侵检测与入侵防御 (IDS/IPS) 产品、安全管理平台 (SOC) 居国内市场占有率第一,统一威胁管理 (UTM) 稳居国内市场占有率第二。(2) 承担国家重点科研项目,逐步成为行业标准的制定者。(3) 拥有众多高端客户,合作关系稳定。目前在进入世界 500 强的 34 个中国内地企业中 60% 的企业是公司的客户。在政府领域,公司为国家 100 多个部、委、办、局的用户提供安全保障。
- 盈利预测与估值: 参考 2010 年 A 股上市 IT 类中小板公司 PE 值 49.35 倍,我们给出公司的发行市盈率为 45~50 倍,预计 10~12 年 EPS 分别为 0.67、0.98、1.31 元,对应合理价值投资区间 30~33.5 元。
- 风险因素: 核心技术人员流失的风险,税收优惠政策到期的风险。

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	304.10	405.84	539.13	710.28
收入同比 (%)	11.20%	33.46%	32.84%	31.75%
归属母公司净利润	51.87	65.73	96.97	128.90
净利润同比 (%)	9.56%	26.71%	47.52%	32.93%
毛利率 (%)	63.73%	60.07%	58.97%	58.60%
ROE (%)	15.43%	5.66%	7.70%	9.29%
每股收益 (元)	0.700	0.666	0.982	1.305

目录

1 信息安全领域的领导者	4
2 信息安全重要性凸显，市场潜力巨大	5
3 竞争优势	6
4 募投项目	7
5 盈利预测与估值	7
6 风险提示	8

图目录

图 1 发行前股权结构示意图	4
图 2 全球信息安全市场规模	5
图 3 我国信息安全市场规模	6

表目录

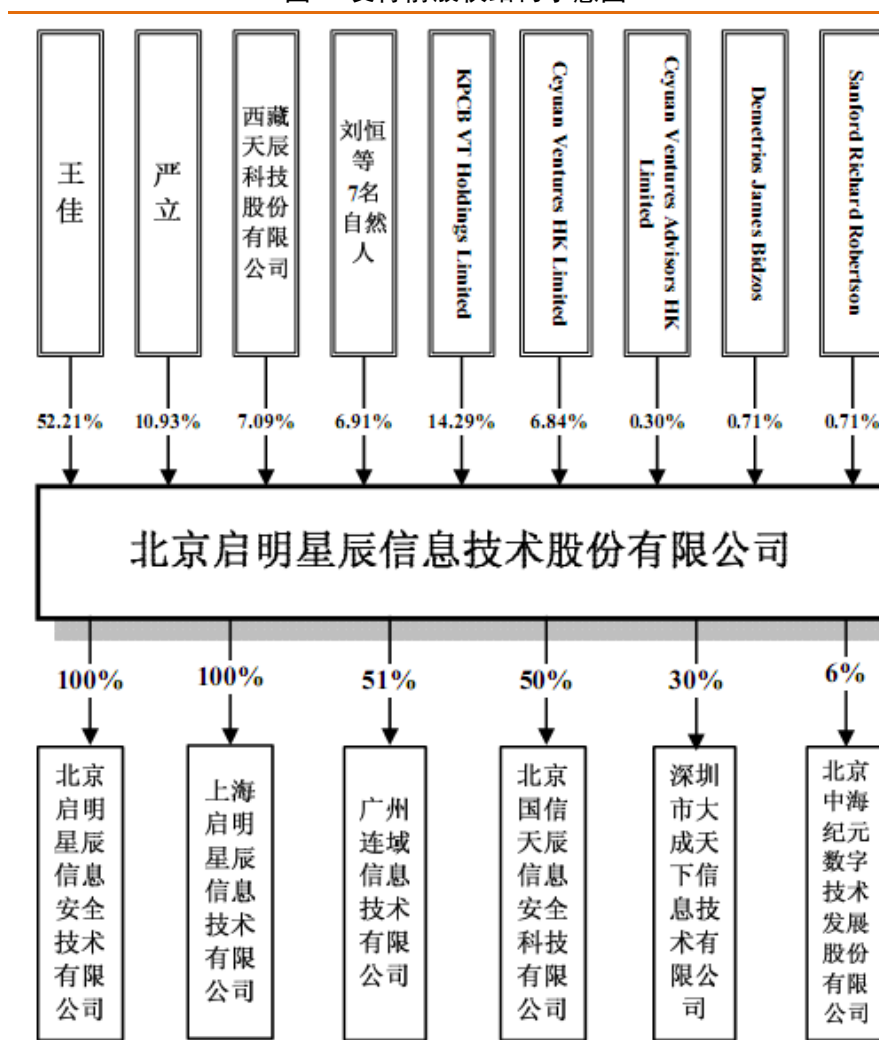
表 1 信息安全细分市场主要企业及其市场份额（2008 年）	6
表 2 募投项目	7
表 3 核心假设	7
表 4 2010 年 IT 类中小板上市公司发行市盈率	8

1 信息安全领域的领导者

经过14余年的发展,启明星辰成为了国内拥有完全自主知识产权的信息安全企业,是信息安全市场的领导者。公司除了提供入侵检测系统(IDS)、入侵防御系统(IPS)、防火墙/UTM、漏洞扫描、VPN/净网加密机、网络与数据库审计系统、互联网审计和行为监管系统、内网安全管理、安全管理平台等主流信息安全产品外,还提供国际化风险管理咨询、专业化风险评估、实时性管理监控、专家型应急响应以及安全认证培训服务等多项专业安全服务。

据CCID 09年3月出具的报告显示,公司的入侵检测与入侵防御(IDS/IPS)产品、安全管理平台(SOC)稳居国内市场占有率第一,其中入侵检测产品线连续五年稳居国内市场占有率第一;统一威胁管理(UTM)稳居国内市场占有率第二(国内产品品牌排名第一)。近年来公司已发展成为国内入侵检测与入侵防御(IDS/IPS)、漏洞扫描、统一威胁管理(UTM)、安全合规性审计、安全专业服务和安全管理平台(SOC)领域的市场领导者之一。

图1 发行前股权结构示意图



资料来源:公司招股说明书,湘财证券研究所

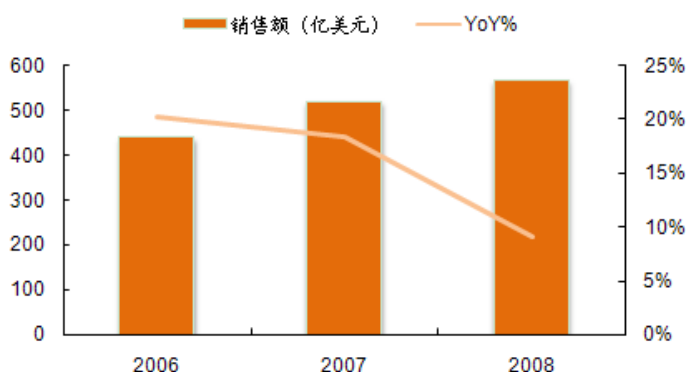
2 信息安全重要性凸显，市场潜力巨大

信息安全是通过技术和管理的手段，保护计算机硬件、软件、数据和应用不因偶然和恶意的原因而遭到破坏。经过信安理论及实践的不断发展，目前的信息安全防护方法从传统的被动防御发展到主动侦测、信息隐藏、虚拟网络等多种方法并存，建立起了“攻（攻击）、防（防范）、测（检测）、控（控制）、管（管理）、评（评估）”这样一整套信息安全体系。

随着信息化程度的加深，网络的普及，全球都面临着愈演愈烈的网络攻击压力，重要数据、信息丢失造成的潜在风险愈来愈大。根据CCID的统计，2008年全球信息安全市场规模约为568.80亿美元，比2007年增长9.1%。2008年全球金融危机对企业用户的IT采购产生了较大的影响，并波及到了信息安全产品的采购，导致全球信息安全产品市场增长有所放缓，但信息安全业在全球IT市场中依然表现突出，增长较为稳健。

同时，信息安全方面的投入占整个IT总投入的比例也逐年提高。Forester的调查数据显示，2007年北美和欧洲的组织已把信息安全投入占IT总投资的比例由2006年的7.75%提高到7.91%；另一家市场研究公司Meta Group的研究数据显示，2006年美国企业的信息安全投入占IT投资总预算的比例达到8% - 12%。

图 2 全球信息安全市场规模

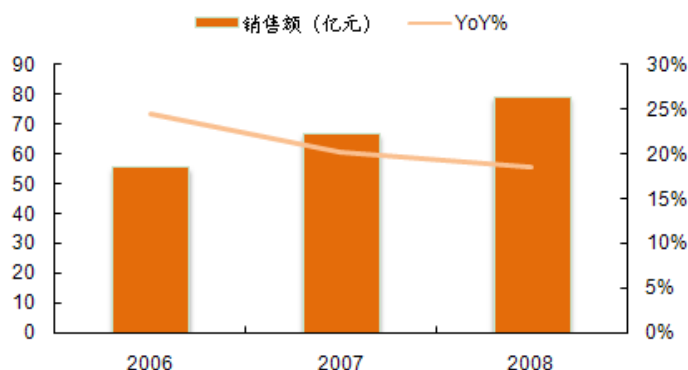


资料来源：CCID，湘财证券研究所

我国的信息安全的压力也不容小觑。2007年，我国网民收到的垃圾邮件总量为694亿封，创下历史新高；木马数量比2006年增长22倍；诸如“灰鸽子”、“AV终结者”、“盗号者”等病毒层出不穷。以上的网络威胁给我国政府、企业和个人用户带来的损失无法估量。如此高压的态势带来了我国信息安全行业高速增长。2008年中国信息安全市场销售额达到79.28亿元人民币，比2007年增长18.60%，连续三年保持了高于全球的市场平均增速。

虽然增速较快，但是我国信息安全市场启动较晚。2007年我国信息安全市场规模仅占IT市场整体规模的0.98%，远低于欧美市场8%-12%的比例，未来我国信息安全市场仍有巨大的发展空间。

图 3 我国信息安全市场规模



资料来源：CCID，湘财证券研究所

3 竞争优势

国内信息安全领域的领导者：公司的入侵检测产品线连续五年稳居国内市场占有率第一。2008年公司的入侵检测与入侵防御（IDS/IPS）产品、安全管理平台（SOC）居国内市场占有率第一，统一威胁管理（UTM）稳居国内市场占有率第二（国内产品品牌排名第一）。近年来公司已发展成为国内入侵检测与入侵防御（IDS/IPS）、漏洞扫描、统一威胁管理（UTM）、安全合规性审计、安全专业服务和安全管理平台（SOC）领域的市场领导者之一。

承担国家重点科研项目，逐步成为行业标准的制定者：公司独立承担多个部委的重大科研项目20多项，包括工业和信息化部、科技部等部委委托的科研项目。公司成为业内承担、参与国家、省部级科研项目最多的企业之一，同时，作为全国信息安全标准化技术委员会WG7和WG5工作组成员，公司承担了18项国家以及行业标准的制定和研究工作，包括6项国家标准和12项行业标准。

拥有众多高端客户，合作关系稳定：公司的客户涵盖政府、电信、金融、能源、军队、教育、军工等领域。目前在进入世界500强的34个中国内地企业中60%的企业是公司的客户。在政府领域，公司为国家100多个部、委、办、局的用户提供安全保障。在金融领域，公司的安全产品和服务对政策性银行、国有控股商业银行、全国性股份制商业银行实现90%的覆盖率；在电信领域，公司为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商总公司及几十家省级分公司提供安全产品、安全服务和解决方案。

表 1 信息安全细分市场主要企业及其市场份额（2008 年）

细分领域	主要厂商及其市场份额
防火墙/VPN	东软（10%）、网御神州（9%）、天融信（9%）
IDS/IPS	启明星辰（21.2%）、绿盟（13.3%）、安氏领信（11.5%）、东软（10.8%）
UTM	fortinet（17.6%）、启明星辰（16.7%）、crossbeam（12.5%）、watchguard（9.1%）
终端安全管理	北信源（15%）、赛门铁克（11.3%）、中软（8.7%）、卫士通（7.6%）
信息加密/身份认证	卫士通（23.1%）、兴唐通信（14.2%）、吉大正元（11.3%）、RSA（10.2%）
安全管理平台	网御神州（19.8%）、启明星辰（19.8%）、东软（14.2%）、天融信（11.2%）

内容安全管理	瑞星、赛门铁克、趋势科技、冠群金辰、江民
安全服务	启明星辰、绿盟科技、安氏领信、天融信

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

4 募投项目

公司的募投项目总计投资约2.7亿元，建设期1.5年，达产期1年。在UTM产品项目完成后，预计能够达到年均1000台左右的销量规模；基于WEB应用的业务安全系列产品年销量800台；安全管理系统产品年产1400台；内网终端安全产品项目年产600台；网络安全服务和运营平台项目预期销售利润率11.8%。

表 2 募投项目

项目名称	总投资	建设期和达产期
全系列 UTM 产品项目	6,646.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
基于 WEB 应用的业务安全系列产品项目	4,806.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
安全管理系统产品项目	4,587.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
内网终端安全产品项目	2,808.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
网络安全服务和运营平台项目	4,733.00	建设期 1.5 年，达产期 1 年
安全研究和开发中心建设项目	3,420.00	建设期 1.5 年
总计	27,000.00	

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

5 盈利预测与估值

我们假设公司的募投项目进展顺利、信息安全市场能够按照预期一样稳健增长、近几年不存在经济探底的可能。我们给出的公司的盈利预测如下：

表 3 核心假设

营业收入 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
安全监管	2,817.76	3,099.54	3,719.44	4,649.30
安全检测	6,918.85	6,918.85	8,164.24	10,205.30
安全网关	9,158.54	12,364.03	17,927.84	25,098.98
平台工具	2,495.51	2,620.29	3,275.36	4,257.96
安全服务	11,624.17	9,880.54	12,844.71	16,441.23
硬件及其他	3,624.56	4,711.93	6,596.70	8,575.71
其他业务收入	581.62	988.75	1,384.26	1,799.53
内部抵消	-6,811.10			
合计	30,409.91	40,583.93	53,912.55	71,028.02
营业成本 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
安全监管	858.49	960.86	1,153.03	1,487.78
安全检测	1,897.27	1,868.09	2,285.99	2,857.49
安全网关	3,295.75	4,451.05	6,633.30	9,286.62
平台工具	639.86	681.27	884.35	1,192.23
安全服务	4,263.15	3,754.61	4,880.99	6,412.08
硬件及其他	3,438.87	4,240.74	5,937.03	7,718.14
其他业务收入	138.73	247.19	346.06	449.88

内部抵消	-3,501.48			
合计	11,030.64	16,203.80	22,120.75	29,404.21
综合毛利率	2009	2010E	2011E	2012E
	63.73%	60.07%	58.97%	58.60%

资料来源：湘财证券研究所

估值方面我们采用PE估值法。参考2010年A股上市IT类中小板公司PE值49.35倍,我们给出公司的发行市盈率为45~50倍,预计10~12年EPS分别为0.67、0.98、1.31元,对应合理价值投资区间30~33.5元。

表 4 2010 年 IT 类中小板上市公司发行市盈率

证券代码	证券简称	PE (发行后)
002373.SZ	联信永益	42.42
002368.SZ	太极股份	46.77
002369.SZ	卓翼科技	53.76
002338.SZ	奥普光电	50.00
002376.SZ	新北洋	46.08
002389.SZ	南洋科技	50.85
002388.SZ	新亚制程	55.56
中位数		49.35

资料来源：Wind，湘财证券研究所

6 风险提示

核心技术人员流失的风险，税收优惠政策到期的风险。



利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	235.86	273.48	304.10	405.84	539.13	710.28
减: 营业成本	87.33	94.83	110.31	162.04	221.21	294.04
营业税金及附加	3.93	5.48	10.49	14.00	18.60	24.50
营业费用	78.52	92.94	102.16	132.81	172.65	224.45
管理费用	31.24	49.02	53.54	69.61	90.49	117.64
财务费用	3.10	4.93	2.75	-7.24	-15.86	-18.58
资产减值损失	2.23	1.39	2.77	2.13	2.13	2.13
加: 投资收益	-0.88	0.21	-0.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	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	0.00
营业利润	28.64	25.10	21.48	32.50	49.90	66.10
加: 其他非经营损益	14.26	27.13	35.60	42.00	60.00	80.00
利润总额	42.90	52.22	57.08	74.50	109.90	146.10
减: 所得税	3.86	5.08	4.16	7.45	10.99	14.61
净利润	39.04	47.14	52.91	67.05	98.91	131.49
减: 少数股东损益	0.00	-0.20	1.04	1.32	1.95	2.59
归属母公司股东净利润	39.04	47.35	51.87	65.73	96.97	128.90
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	73.52	122.03	105.54	650.07	782.27	899.27
应收和预付款项	135.33	152.90	173.26	195.61	295.95	352.34
存货	19.92	19.17	19.38	37.25	40.06	62.70
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.10	3.18	5.58	5.58	5.58	5.58
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	145.60	147.05	155.21	385.59	345.97	36.36
无形资产和开发支出	16.51	36.24	48.04	22.88	2.86	1.26
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	393.97	480.57	507.01	1296.98	1472.70	1357.50
短期借款	65.00	80.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	166.58	105.65	126.76	129.68	206.49	229.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.48	12.58	3.35	3.35	3.35	3.35
负债合计	245.06	198.23	170.11	133.02	209.83	233.15
股本	30.54	73.76	73.76	98.76	98.76	98.76
资本公积	4.58	69.64	71.29	806.29	806.29	806.29
留存收益	113.78	139.34	191.22	256.95	353.91	482.82
归属母公司股东权益	148.91	282.74	336.27	1162.00	1258.96	1387.87
少数股东权益	0.00	-0.40	0.64	1.96	3.90	6.49
股东权益合计	148.91	282.34	336.91	1163.96	1262.87	1394.36
负债和股东权益合计	393.97	480.57	507.01	1296.98	1472.70	1627.50
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	40.43	47.04	68.36	49.29	62.09	26.08
投资性现金净流量	-40.10	-33.43	-41.95	-232.20	54.00	72.00
筹资性现金净流量	34.20	42.04	-43.12	727.44	16.11	18.92
现金流量净额	34.52	55.65	-16.70	544.53	132.21	116.99

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。