

启明星辰(002439)

技术和销售策略决定公司成长性

——启明星辰调研报告

评级: 中性
上次评级: 首次
目标价格: 36.85
上次预测:
当前价格: ¥ 33.55
2010.08.17

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
SAC No S1150207100102
✉ bhzcqj@hotmail.com

核心观点: ➤ 预计未来3年将持续增长

投资要点:

● 国内市场需求潜力大

据 CCID 统计, 2009 年中国信息安全产品市场规模达到 92.94 亿元, 同比增长 17.2%, 占我国 IT 投资比重不足 1%, 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。CCID 预计 2010-2012 年中国信息安全产品市场将以 21.5% 的年均复合增长率增长, 2012 年市场规模将增长到 166.58 亿元。

● 增速持续低于行业平均水平 UTM 是推动公司各项业务的核心

2009 年公司实现营业收入 3.04 亿元, 同比增长 11.2%。近两年的收入增速持续低于行业平均水平, 我们认为这主要与公司客户结构有关。国内信息安全市场大规模硬件采购的阶段尚未结束, 未来几年依靠硬件开发客户从而带来其他安全产品和服务订单的几率更大, 因此, 公司 UTM 产品能否迅速提高市场占有率成为带动公司其他业务的关键。

● 技术、场定位、销售策略决定公司成长性

我们认为公司各项业务未来成长性除决定于公司技术水平外, 还与公司市场定位、销售策略有关。公司要想实现超越行业平均水平的增长, 需要开拓信息化投资增速水平较快的市场, 也就是需要对政府、金融、电信以外的市场加大投入。此外, 公司还需要加强对代理商的培养和渠道的建设, 只有借助更多的代理商才能迅速抢占低端市场提升品牌影响力和市场占有率。

● 预计未来 3 年将持续增长

预计 2010~2012 年, 公司将分别实现营业收入 4.31、6.40 和 9.42 亿元, 同比分别增长 41.72%、48.46% 和 47.21%; 分别实现归属于母公司净利润 0.67、0.91 和 1.19 亿元, 同比分别增长 28.2%、37.9% 和 29.3%, 对应每股收益分别为 0.67、0.93 和 1.2 元/股。

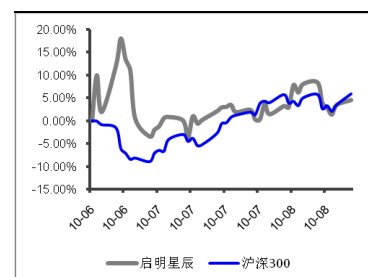
● 估值及投资建议

在目前的市场环境下, 公司 2010 年合理动态的市盈率区间在 50-55 倍之间, 合理的价值区间为 33.5-36.85 元/股, 当前股价处于合理价值区间之内。即使考虑到行业整体估值水平的提升, 公司也仅具备同步提升的能力, 因此, 我们给予公司“中性”的投资评级。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	273	304	431	640	942
(+/-)%	16%	11%	42%	48%	47%
经营利润 (EBIT)	31	28	38	55	79
(+/-)%	-10%	-12%	38%	45%	44%
净利润	47	52	67	92	119
(+/-)%	21%	10%	28%	38%	29%
每股净收益 (元)	0.64	0.70	0.67	0.93	1.20

单季度业绩	元/股
1Q/2010	-0.07
2Q/2010E	-0.08
3Q/2010E	0.31
4Q/2010E	0.51

最近两个月走势图



公司简介:

公司是一家拥有完全自主知识产权的信息安全领域的软件企业。

相关报告

首次

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	153	135	714	710	689	营业收入	273	304	431	640	942
应收票据	0	2	1	2	4	营业成本	95	110	158	237	350
应收账款	135	141	213	310	453	营业税金及附加	5	10	15	22	33
预付款项	7	22	33	51	84	销售费用	93	102	144	214	314
其他应收款	11	8	14	21	29	管理费用	49	54	75	112	165
存货	19	19	32	46	67	财务费用	5	3	0	-6	-6
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	3	3	3
长期股权投资	3	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	147	155	164	188	214	投资收益	0	-1	0	0	0
在建工程	0	0	31	36	38	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	12	24	36	营业利润	25	21	35	58	83
无形资产	24	42	38	34	29	营业外收支净额	27	36	40	45	51
长期待摊费用	0	0	0	-141	-212	税前利润	52	57	75	103	134
资产总计	514	541	1266	1300	1460	减: 所得税	5	4	7	10	13
短期借款	80	40	20	10	5	净利润	47	53	68	94	121
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	47	52	67	92	119
应付账款	39	46	73	102	153	少数股东损益	0	1	1	2	2
预收款项	51	67	105	140	202	基本每股收益	0.64	0.70	0.67	0.93	1.20
应付职工薪酬	8	8	17	34	50	稀释每股收益	0.64	0.70	0.67	0.93	1.20
应交税费	24	25	26	26	27	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	16	13	13	13	13	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	15.9%	11.2%	41.7%	48.5%	47.2%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-10.4%	-11.6%	37.8%	44.9%	44.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	21.3%	9.6%	28.2%	37.9%	29.3%
负债合计	232	204	254	317	416	盈利性					
股东权益合计	282	337	986	1070	1177	销售毛利率	65.3%	63.7%	63.2%	63.0%	62.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	17.3%	17.1%	15.4%	14.3%	12.6%
净利润	47	53	68	94	121	ROE	16.8%	15.4%	6.7%	8.6%	10.1%
折旧与摊销	13	22	83	83	84	ROIC	7.76%	6.78%	3.42%	4.62%	6.08%
经营活动现金流	47	68	78	60	38	估值倍数					
投资活动现金流	-33	-42	-40	-40	-41	PE	51.7	47.2	49.3	35.8	27.6
融资活动现金流	42	-43	571	-9	-10	P/S	9.0	8.1	7.6	5.1	3.5
现金净变动	55	-17	609	11	-13	P/B	8.7	7.3	3.3	3.1	2.8
期初现金余额	95	153	135	714	710	股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
期末现金余额	150	136	744	725	697	EV/EBITDA	53.6	47.4	21.4	18.7	15.9

目 录

1. 公司简介	5
1.1 国内信息安全领域的领导厂商之一	5
1.2 实际控制人为王佳女士	5
1.3 专注于信息安全领域的软件开发和服务	5
2. 信息安全国际市场逆势增长 国内市场发展潜力大	6
2.1 国际市场持续增长	6
2.2 国内市场需求潜力大	7
3. 专注于信息安全市场	9
3.1 产品线丰富 局部市场占有优势	9
3.2 募集资金提升整体竞争能力	13
4. 竞争优势	16
5. 风险提示	17
5.1 技术开发及技术成果转化风险	17
5.2 市场拓展风险	17
6. 盈利预测	17
6.1 盈利预测关键假设	17
6.2 预计未来 3 年将持续增长	17
7. 估值及投资建议	18

图 目 录

图 1	公司主要盈利模式.....	6
图 2	全球信息安全产品市场在 2009 年并没有出现萎缩.....	6
图 3	信息安全产品市场占 IT 投资比重逐年提升.....	7
图 4	我国信息安全产业增速好于国际整体水平.....	8
图 5	2008 年我国信息安全细分市场构成.....	8
图 6	国内市场增长稳定性要强于国际市场.....	9
图 7	公司安全产品体系构成.....	10
图 8	公司业务收入平稳增长.....	11
图 9	公司收入行业构成.....	11
图 10	公司业务的收入构成.....	12
图 11	公司业务的毛利构成.....	12
图 12	成本下降和规模效应使得毛利率降幅并不明显.....	13
图 13	预计 UTM 市场增速快于信息安全行业整体.....	14
图 14	WEB 安全管理项目业务架构.....	14
图 15	我国安全管理平台市场增长将快于行业整体.....	15
图 16	安全管理系统业务架构.....	15
图 17	中国终端安全管理市场规模.....	15
图 18	安全服务市场规模.....	16

表 目 录

表 1	发行后股本情况.....	5
表 2	信息安全细分市场的主要竞争者.....	9
表 3	产品价格由于竞争处于不断下降的态势。.....	12
表 4	公司产品销量.....	13
表 5	IPO 项目提升各产品线的竞争能力.....	13
表 6	公司 IPO 项目预期效益.....	16
表 7	同类公司估值水平.....	18

1. 公司简介

1.1 国内信息安全领域的领导厂商之一

启明星辰前身为一家科技贸易公司，成立于 1996 年 6 月 24 日，目前已经发展成为一家拥有完全自主知识产权的信息安全领域的软件企业，是国内最具技术创新和产品开发实力的领导厂商之一。公司拥有覆盖全国的渠道体系和技术支持中心，用户遍及全国 31 个省、市、自治区，覆盖政府、电信、金融、能源、军队、教育、军工等各行业。

1.2 实际控制人为王佳女士

在公司限售股股东中有境内自然人 9 人、境外 2 人，法人股东中的西藏天辰共有 119 名股东，均为自然人，全部是启明星辰或其全资子公司的员工，此外还有三家从事风险投资的境外法人股东。王佳女士与严立先生合计直接持有上市公司 47.15% 的股权，因此王佳女士是公司的实际控制人。

表 1 发行后股本情况

股东名称	股份数（万股）	占比
王佳	3,851.09	38.99%
KPCB	1,053.70	10.67%
严立	806.28	8.16%
西藏天辰	522.71	5.29%
Ceyuan Ventures	504.72	5.11%
刘恒	87.14	0.88%
茆卫华	82.85	0.84%
邱维	81.85	0.83%
潘重予	75.84	0.77%
刘兴池	68.65	0.70%
曾岩	68.49	0.69%
Bidzos	52.68	0.53%
Robertson	52.68	0.53%
傅世敏	45.10	0.46%
Ceyuan Advisors	22.13	0.22%
流通 A 股	2,500.00	25.31%
合计	9,875.91	100.00%

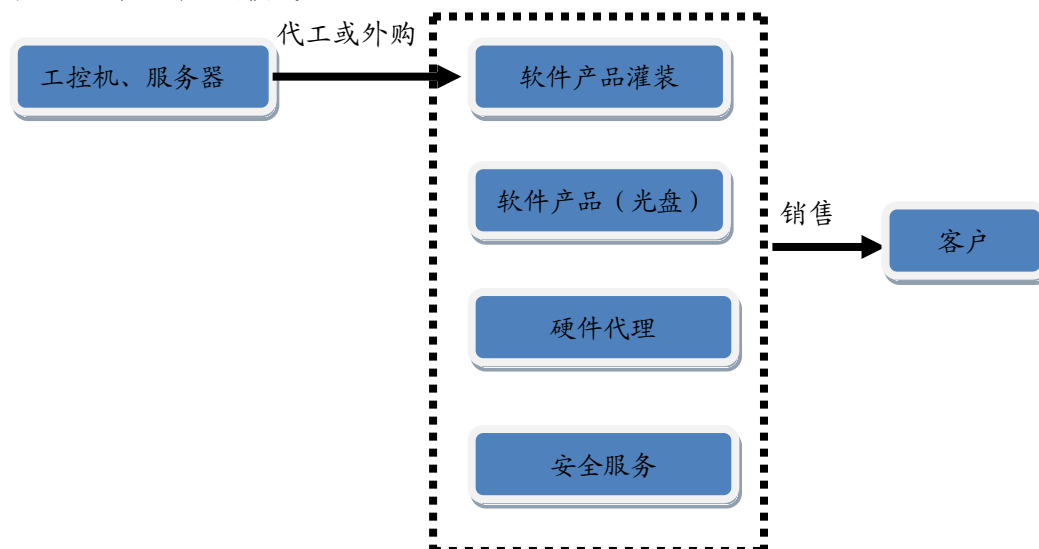
资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

1.3 专注于信息安全领域的软件开发和服务

公司主要向客户销售针对计算机（网络）信息系统的安全产品和提供相关安全服务取得盈利，因此公司属于软件开发及服务型企业。在产品生产上公司以销定产，主要采用外购硬件设备（工控机、服务器等）、自行生产与外协加工相结合的模式，在硬件半成品基础上进行灌装和测试

后形成软件产品，由于我国硬件设备产能充足，而公司软件产量基本不存在瓶颈，因此只要客户有需求，公司产品基本不存在产能限制。

图 1 公司主要盈利模式



资料来源：渤海证券研究所

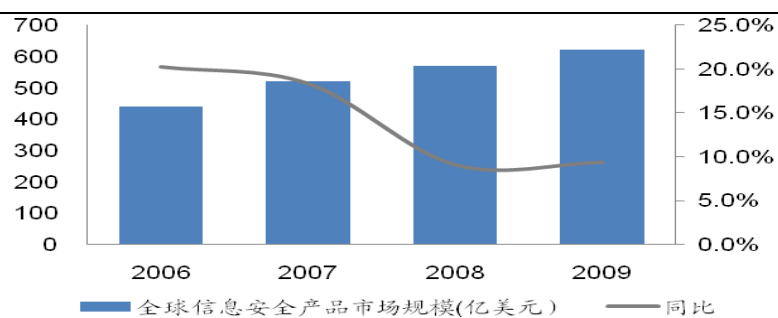
2.信息安全国际市场逆势增长 国内市场发展潜力大

2.1 国际市场持续增长

随着全球信息化的发展，出于商业、军事、政治等目的全球网络威胁持续增长。随着网络犯罪背后的黑色产业链获利能力的大幅提高，各类网络攻击和网络犯罪现象日益突出。从网络犯罪的攻击对象看，信用卡、银行账户、网络游戏账户等身份盗用成为最易被攻击的对象，而针对特定公司或政府窃取商业机密和敏感信息的攻击也在逐步上升。

网络威胁持续增长带动了全球信息安全市场的快速发展，政府和企业 IT 投资中对信息安全投入的比例持续提高，对信息安全产品的等级和服务需求不断提升。构造整体信息安全体系日渐成为 IT 产业的共识，传统平台软件、互联网、硬件设备等厂商纷纷进入信息安全领域（Google、微软、IBM 等软件和网络行业的龙头企业纷纷进入了信息安全市场）。

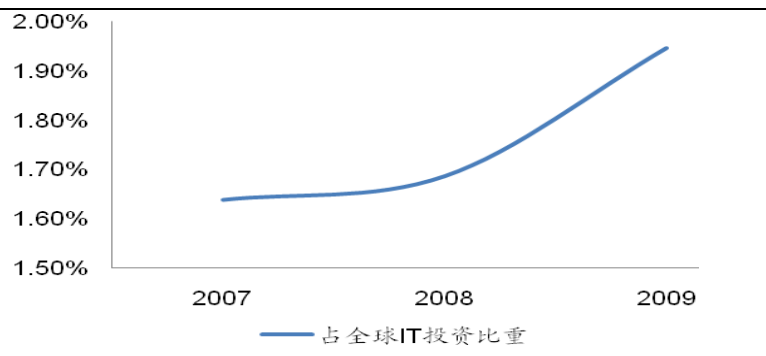
图 2 全球信息安全产品市场在 2009 年并没有出现萎缩



资料来源：CCID、渤海证券研究所整理

据 CCID 统计，尽管受到金融危机的影响，但是由于外部法律法规需求的走强，2009 年全球信息安全市场规模达到 622.27 亿美元，同比增长 9.4%，占全球 IT 支出的比重上升至 1.95%。在全球 2009 年 IT 投资同比下滑 5.16% 的情况下，信息安全市场实现了逆势的增长，可见信息安全受企业和政府重视的程度仍在不断加强。

图 3 信息安全产品市场占 IT 投资比重逐年提升



资料来源：CCID、Gartner、渤海证券研究所整理

2.2 国内市场需求潜力大

在国内方面，各类网络威胁行为给我国的互联网用户造成巨大冲击，以获利为目的的网络犯罪行为日益增多。垃圾邮件、木马（“灰鸽子”、“AV 终结者”、“盗号者”）、病毒和网络攻击在国内大规模爆发，导致大量个人、企业、政府信息和数据的失窃，给个人、企业和国家带来了无法估量的损失。

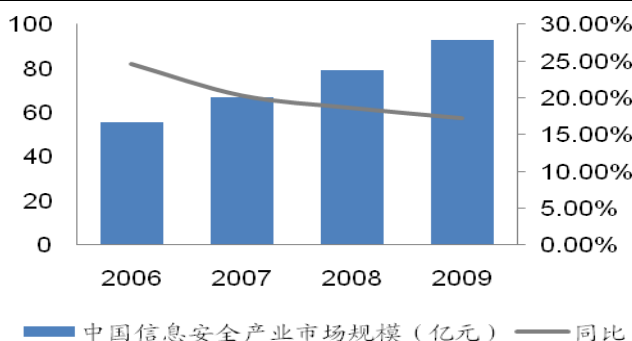
在此背景下，如何建立强壮、可信的信息安全环境，提升信息安全的保障水平，得到了政府、企业和个人不断增强的关注，并直接带动了对各类信息安全产品和服务需求的增长。近几年用户需求开始由被动向主动转型，信息安全从网络安全一枝独秀逐渐加入应用安全、数据安全和系统安全的全面支撑。产品类型更加多样，网络边界、内网、服务器、PC 终端、移动介质、操作系统、数据库、应用软件等软硬件系统防护体系全面推进，依靠防火墙、IDS 和防病毒软件“老三样”已无法保障整体安全，使得 UTM、IPS、VPN、终端安全管理、安全审计等新兴安全产品及安全服务有了更大的施展空间。

除需求驱动外，政府重视和政策扶持也不断推动我国信息安全产业持续、快速发展。2007 年 7 月，公安部、国家保密局、国家密码管理局、国务院信息化工作办公室等四部委联合下发《信息安全等级保护管理办法》，建立了我国信息安全等级保护制度，要求对基础网络和重要信息系统进行有针对性的定级保护。此外，行业性政策也推进了信息安全产业在相应行业的发展（例如政府、银行和证券等合规性行业政策。国家质检总局、财政部和国家认监委联合发布的《关于调整信息安全产品强制性认证实施要求的公告》、2009 年向银行业金融机构发布了《网上银行系统信息安全通用规范(试行)》、《证券期货业务信息系统安全检查贯彻落实指引》）。

2009 年，我国行业合规性要求日趋严格，安全产品采购不断升温，信息安全需求层次逐步从中

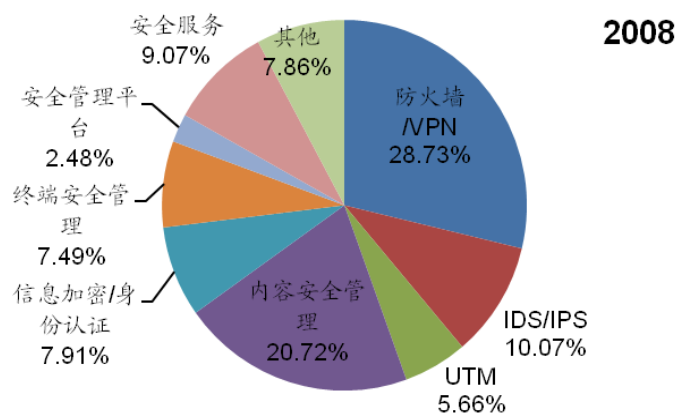
央向省级、地市甚至县级渗透，从核心业务安全监控向全面业务安全保护发展。据 CCID 统计，2009 年中国信息安全产品市场规模达到 92.94 亿元，同比增长 17.2%，占我国 IT 投资比重不足 1%，约占全球 2.2% 的市场份额。行业收入的季节性特征明显，根据赛迪顾问的统计数据，我国信息安全产品市场下半年销售规模的比例一般占全年的 60% 以上。而且行业发展表现出较强的区域性特征，华北、华东、华南三地区的整体需求较大，市场份额分列前三位，合计占据了全国市场约 75% 的份额，这与我国信息化投入占比基本一致。

图 4 我国信息安全产业增速好于国际整体水平



资料来源：CCID

图 5 2008 年我国信息安全细分市场构成



资料来源：CCID

由于国家安全及国内外市场需求特点的不同，我国信息安全市场国内品牌实力在不断增强，尽管国外品牌的产品相对成熟，但在国内的发展并不理想，市场逐渐被后发的国内厂商占领。与国外厂商相比，国内厂商在关键核心技术方面差距不大，但安全技术转化为产品的能力与国际先进水平有差距，安全技术迅速融入服务的能力与国际先进水平相当，随着市场需求的成熟和产品产业化能力的提升，信息安全市场有望成为国内品牌的天下。

从竞争环境来看，目前国内有资质的公司有 1000 多家，其中大约只有 500 多家企业有产品进入市场，因此行业集中度不高。由于国家信息安全标准仍不完善，国内产业联盟尚未建立，安全价值评估尚无体系等问题较突出，未来缺乏技术创新、服务能力和独特商业应用模式的企业将逐步被市场淘汰，信息安全市场的集中度将提升。

从行业发展历史、市场竞争环境、技术发展水平和市场规模来看，我国信息安全产业应用程度不高，市场潜力巨大，行业的经济周期特性不明显，行业仍处于幼稚期向成长期过渡阶段，行业未来存在进入快速成长期，从而实现爆发式增长的可能。

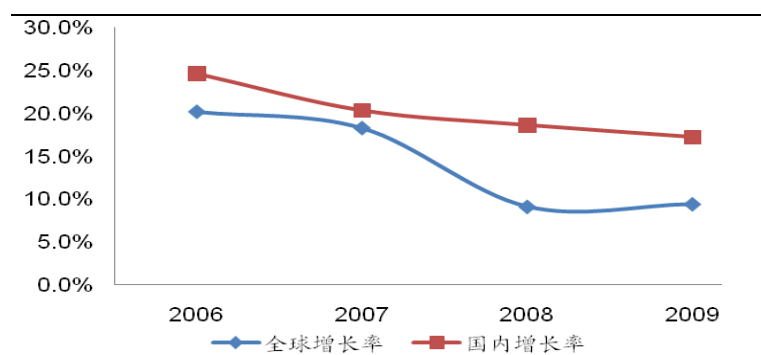
表 2 信息安全细分市场的主要竞争者

细分市场	主要竞争者
防火墙/VPN	东软、天融信、网御神州、H3C、联想网御
IDS(入侵检测系统)/IPS(入侵防御系统)	启明星辰、绿盟、安氏领信、H3C、东软
UTM(统一威胁管理)	启明星辰、联想网御、天融信、HillStone
SOC(安全管理平台)	网御神州、启明星辰、安氏领信、东软
信息加密/身份认证	卫士通、兴唐通信、航天信息、吉大正元、格尔
内容安全管理(防病毒、邮件安全等)	瑞星、金山、赛门铁克
安全服务	浪潮、东软、启明星辰、天融信、绿盟

资料来源：渤海证券研究所

与欧美等发达国家的信息安全市场相比，我国信息安全投入占我国 IT 投资比重不足 1%，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。CCID 预计 2010-2012 年中国信息安全产品市场将以 21.5% 的年均复合增长率增长，2012 年市场规模将增长到 166.58 亿元。

图 6 国内市场增长稳定性要强于国际市场



资料来源：CCID、渤海证券研究所整理

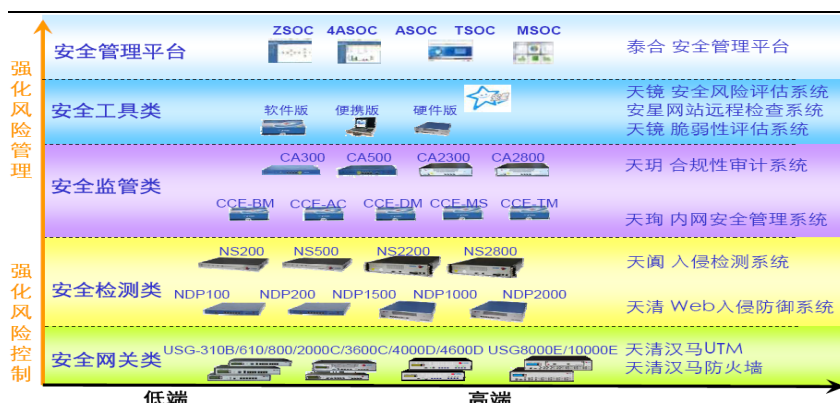
3. 专注于信息安全市场

3.1 产品线丰富 局部市场占有优势

公司专注于信息安全领域，形成了安全产品和服务两条业务主线。公司的安全产品线包括：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，并在此基础之上形成了：安全网关类、威胁检测类、应用监管类、安全工具类和安全管理平台类（SOC）五大产品类，10 个产品族，100 多个细分产品。这五个产品类可以分别对应客户在网络边界安全、网络威胁检测和控制、业务审计和合规、IT 系统自身评估能力

建设、网络风险管理等五个方面的安全需求。

图 7 公司安全产品体系构成



资料来源：公司公告

经过多年的发展，公司在局部市场占有了较高的市场地位。据 CCID 统计，2008 年公司的入侵检测与入侵防御（IDS/IPS）产品市场占有率达到 21.2%、安全管理平台（SOC）市场占有率 19.8%，居国内市场占有率第一（并列第一），统一威胁管理（UTM）市场占有率 16.7%，稳居国内市场占有率第二（国内产品品牌排名第一）。

在安全服务方面，目前中国安全服务的方式从项目实施阶段的一次性服务转向覆盖整个生命周期的全面服务，同时安全合规性与风险内控等多样的服务同样受到重视，服务范围逐步扩大，涵盖了信息安全评估服务、信息安全规划服务、信息安全方案实施服务、信息安全运维保障服务等。同时，大型企业难以应对安全系统的复杂性和实时性要求，以及中小企业安全技术人员匮乏的状况，更加催生了信息安全运维外包服务（如安全托管等业务）的繁荣。未来随着用户对安全服务重要性和必要性认识的不断提高，安全服务市场的规模将快速增长。从具体业务分类来看，随着信息安全环境日益严峻，即使是大型企业和机构也越来越难以独自应对安全系统的复杂性和实时性要求，针对性的安全服务需求将大幅增长。

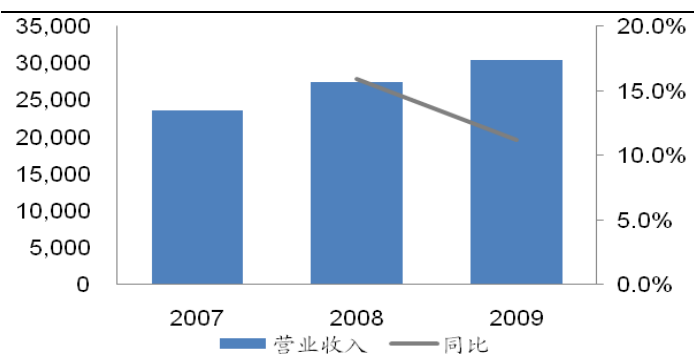
公司可提供国际化风险管理咨询、专业化风险评估、实时性管理监控、专家型应急响应以及安全认证培训服务等多项专业安全服务，经过千余项重点行业服务项目和国家项目的实践积累，已经形成了覆盖客户 IT 系统全生命周期安全需求的完整服务体系。作为国内安全服务领域的领导厂商，公司利用品牌和核心技术的优势，以及对于客户群的把握，在高端服务市场中占据有利位置，可以选择利润率较好的优质项目群。2009 年公司安全服务业务实现收入 4263.15 万元，同比增长 145.26%，可见公司已经能够将技术优势转化为市场优势。

在行业应用方面，公司的信息安全产品、安全服务、安全解决方案被广泛应用到政府、电信、金融、能源、军队、教育、军工等多个领域。在客户开发方面，进入世界 500 强的 34 个中国内地企业中，有 60%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，公司的安全产品和安全服务对政策性银行、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。

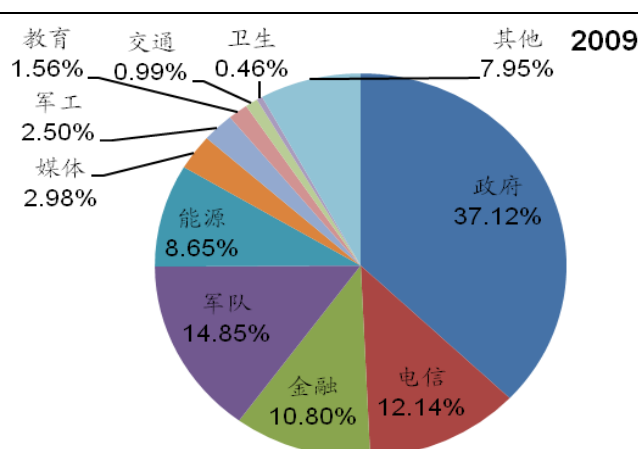
2009 年公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 11.2%。近两年的收入增速持续低于行业平均水平。我们认为这主要与公司客户结构有关。2009 年，公司最大的行业客户来源于政府，其次是军队、电信和金融等行业。而政府、军队、金融行业近几年 IT 投资的速度基本在 12% 以下，有些行业 IT 投资增长率甚至维持在个位数，从而造成公司收入水平增长率低于信息安全行业增速的平均水平。

图 8 公司业务收入平稳增长



资料来源：公司公告

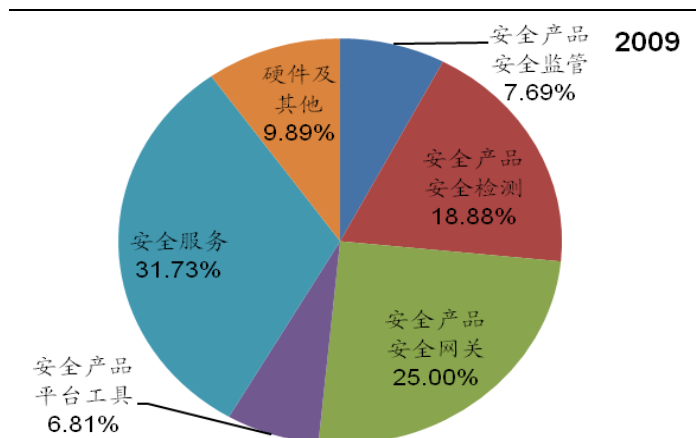
图 9 公司收入行业构成



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

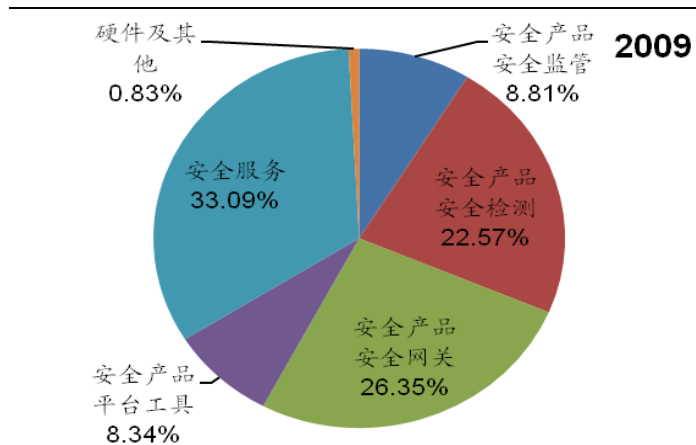
从公司 2009 年收入业务构成来看，有 58.38% 的收入来源于安全产品，31.73% 的收入来源于安全服务，其他收入来源于硬件代理和其他业务。其中安全服务和安全网关(主要是 UTM)业务增长迅速，公司的 UTM 产品将多种安全功能集于一体，集成了防火墙、网关防病毒、网络入侵检测与防护等功能，帮助用户以最便捷的方式实现多种安全保障需求，很可能取代传统的防火墙，成为未来主流的信息安全产品之一。由于国内信息安全市场大规模硬件采购的阶段尚未结束，未来几年依靠硬件开发客户从而带来其他安全产品和服务订单的几率更大，因此，公司 UTM 产品能否迅速提高市场占有率成为带动公司其他业务的关键。

图 10 公司业务的收入构成



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 11 公司业务的毛利构成



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

在销售模式上，公司在采取直销和代理销售相结合的策略，其中安全工具类产品以代理销售为主，而其他产品及服务以直销为主。我们认为公司现有的销售模式对代理商的重视程度不够，不能借助扩大代理商规模迅速占领中小企业市场，从而限制了公司短期的成长性。

从公司各产品价格线来看，由于激烈的市场竞争和成本下降等因素的共同作用，公司产品的销售价格近三年基本处于下降的态势，高端产品下降的幅度要略小于低端产品。从公司产品的毛利率来看，尽管价格不断下降，但是只有平台工具和代理业务毛利率持续下降，说明成本下降、规模效应和产品结构升级有效对冲了价格下降的不利影响，未来公司产品毛利率有望保持稳定微降的态势。

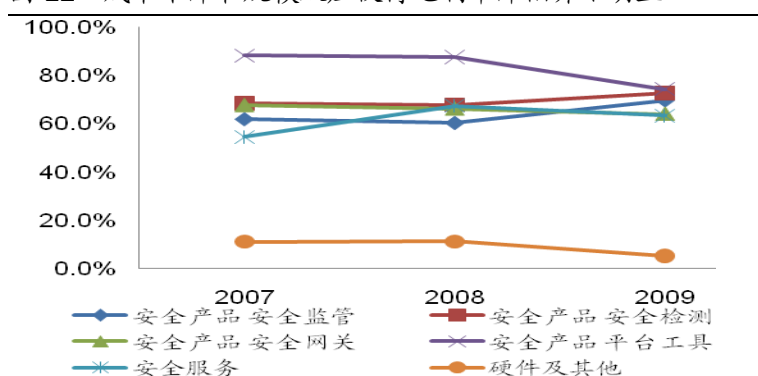
表 3 产品价格由于竞争处于不断下降的态势。

产品系列	等级分类	价格（万元/套）		
		2007	2008	2009
天阗入侵检测与管理系统（IDS）	高端	7.5-13.5	8-14	7-12.5
	中端	3-5.5	3-6	3-6
	低端	2-2.8	2-2.8	1.5-2.7

天清入侵防御系统 (IPS)	高端	7-12	7-13	6.8-13
	中端	4-7	4-7	3.6-6.5
	低端	2.5-4	2.5-4	2.2-3.8
天清汉马 USG 一体化安全网关系统 (UTM)	高端	4-8	3.6-7	3.3-6.5
	中端	2.2-3.5	2.2-3.4	2-3
	低端	0.7-1.5	0.8-1.5	0.7-1.5
天镜脆弱性扫描与管理系统 (Scanner)	全部	3-6	3.5-7	3.5-7
天玥网络安全审计系统 (Audit)	高端	15-24	14-20	11-17
	中端	8-13	8-13	7-11
	低端	5-10	5-9	N/A

资料来源：公司公告

图 12 成本下降和规模效应使得毛利率降幅并不明显



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

表 4 公司产品销量

产品名称	天阉入侵检测系统 (IDS)	天清入侵防御系统 (IPS)	天清汉马 USG 一体化安全网关 (UTM)	天玥网络安全审计系统 (Audit)	天珣内网安全风险管理与审计系统	泰合信息安全运营中心
2007	963	234	738	120	89	44
2008	908	156	912	158	75	62
2009	768	260	1843	239	83	80

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

3.2 募集资金提升整体竞争能力

由于自有资金有限，限制了公司对产品研发和市场开拓方面的投入。通过 IPO 公司获得了发展的资金，募集资金拟投资项目均是对现有的具有技术和市场领先优势的产品和业务的技术改造和产业化升级，项目建设期均为 1.5 年。据 CCID 的预测显示，这些项目市场需求增长率基本都高于信息安全市场整体的增长率，从而有望使公司的成长性摆脱落后于行业平均水平的尴尬局面。

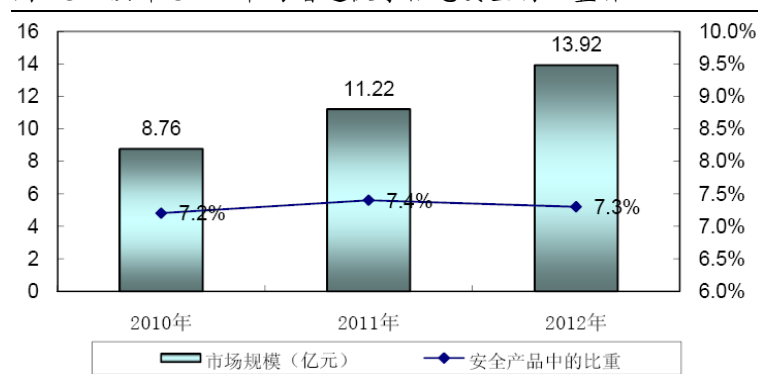
表 5 IPO 项目提升各产品线的竞争能力

IPO 项目	投资金额 (万元)	建设期和达产期	项目达产后的预计产量 (台/套)	投产第一年产量 (台/套)	销售利润率	项目内部收益率
--------	-----------	---------	------------------	---------------	-------	---------

全系列 UTM 产品项目	6646	建设期 1.5 年, 达产期 1 年	1000	600	27.79%	29.50%
基于 WEB 应用的业务安全系列产品项目(天清入侵防御系统、天玥审计系统、安星远程网站安全检查服务)	4806	建设期 1.5 年, 达产期 1 年	IPS: 300、审计: 300、Q-PLAN: 200	IPS: 100、审计: 100、Q-PLAN: 80	24.64%	26.20%
安全管理系统产品项目 (IDS、SOC)	4587	建设期 1.5 年, 达产期 1 年	IDS: 1000、3 个管理系统产品 400	IDS: 800、3 个管理系统产品 200	13.69%	27.90%
内网终端安全产品项目	2808	建设期 1.5 年, 达产期 1 年	600	200	33.33%	26.30%
网络安全服务和运营平台项目	4733	建设期 1.5 年, 达产期 1 年			11.50%	25.40%
安全研究和开发中心建设项目	3420	建设期 1.5 年, 达产期 1 年				
总计	27000					

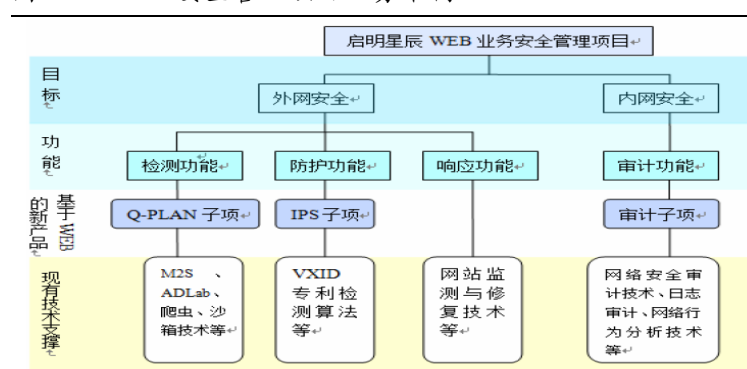
资料来源: 公司公告、渤海证券研究所整理

图 13 预计 UTM 市场增速快于信息安全行业整体



资料来源: CCID

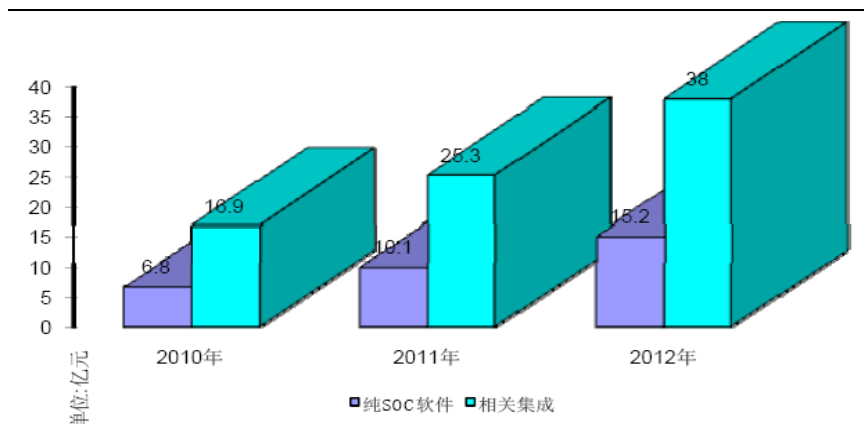
图 14 WEB 安全管理项目业务架构



资料来源: 公司公告

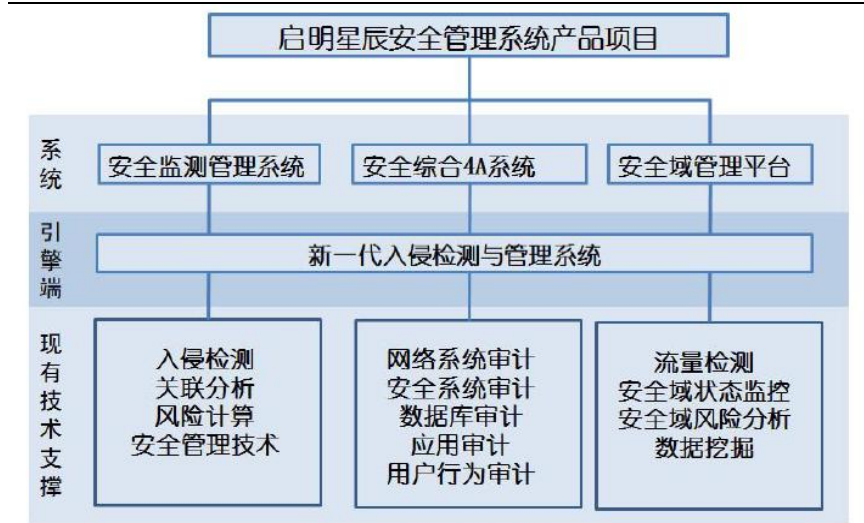
根据赛迪顾问的预测，2010 - 2012 年，中国 WEB 业务安全产品市场容量分别为 25.07 亿元、31.23 亿元和 39.29 亿元。

图 15 我国安全管理平台市场增长将快于行业整体



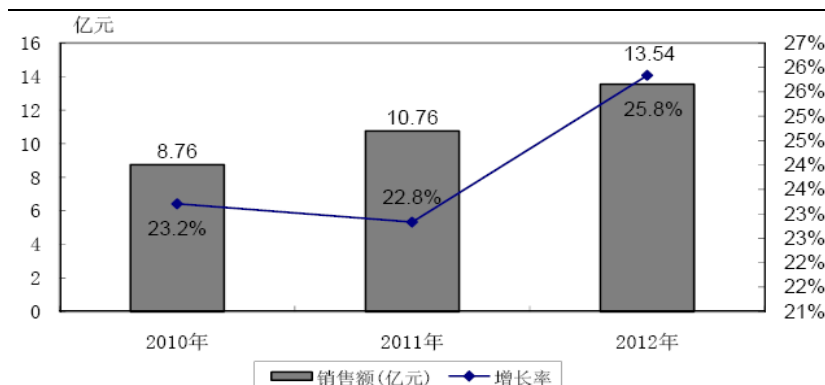
资料来源：CCID

图 16 安全管理系统业务架构



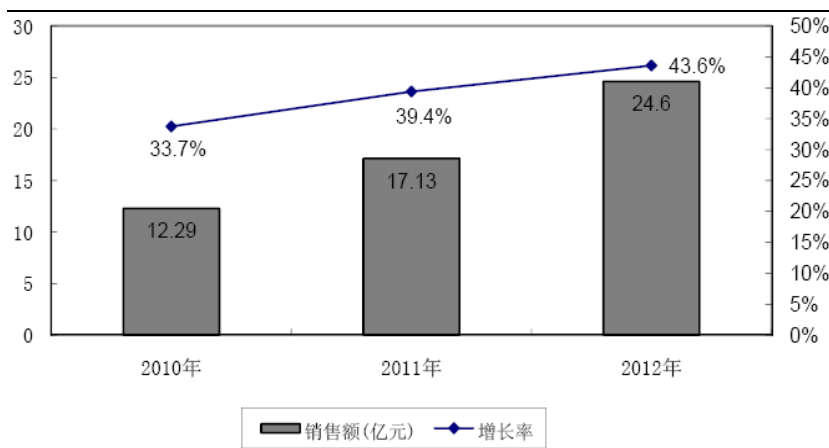
资料来源：公司公告

图 17 中国终端安全管理市场规模



资料来源：CCID

图 18 安全服务市场规模



资料来源：CCID

按照平均 95% 的产销率推算，公司 IPO 募集资金发展的 6 个项目 5 年累计增加产品销售收入 314,172 万元，增加利润总额 75,604 万元，按 10% 的所得税计算，年均贡献净利润为 1.36 亿元。这些项目的顺利实施，有利于公司拓展新的盈利增长空间、扩大营业规模、提升品牌知名度和市场占有率，巩固并提升公司在行业内的领先优势。

表 6 公司 IPO 项目预期效益

IPO 项目	5 年合计营业收入（万元）	5 年合计利润总额（万元）
全系列 UTM 产品项目	90,238	29,505
基于 WEB 应用的业务安全系列产品项目	39,636	11,488
安全管理系统产品项目	89,621	14,435
内网终端安全产品项目	27,766	10,886
网络安全服务和运营平台项目	66,911	9,291
安全研究和开发中心建设项目		
总计	314,172	75,605

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

我们认为公司各项业务未来成长性除决定于公司技术水平外，还与公司市场定位、销售策略有关。由于设备基本采取外协加工或采购的模式，软件产量不受限制，因此公司预计的产销量数据对判断增长性的参考意义不大。公司要想实现超越行业平均水平的增长，需要开拓信息化投资增速水平较快的市场，也就是需要对政府、金融、电信以外的市场加大投入。此外，公司还需要加强对代理商的培养和渠道的建设，只有借助更多的代理商才能迅速抢占低端市场提升品牌影响力和市场占有率。

4. 竞争优势

在安全攻防技术领域，公司已经达到国际先进水平，拥有多年积累的丰富的攻防技术核心知识库，IDS/IPS 攻击特征库、漏洞库、蠕虫机理、审计的行业规则库等已经成为公司的核心技术能力。雄厚的技术实力使得公司成为国内信息安全领域国家级重点科研项目的主要承担者之一，

公司拥有国家级网络安全技术研发基地。目前公司已取得计算机软件著作权 64 项、发明专利 19 项、实用新型专利 1 项，已经获得国家知识产权局受理的发明专利申请 111 项，这些核心技术填补了国内多项空白。技术的优势是创造出优势产品和优势服务的基础，因此技术水平公司发展最重要的竞争优势之一。

5. 风险提示

5.1 技术开发及技术成果转化风险

由于信息安全行业具有技术更新快的特点，用户对相关产品的功能要求不断提高，因此，公司需要不断进行新技术、新产品的研发和升级，以及研发产品的产业化。如果公司的研发进度拖延、失败或偏离市场需求，技术成果转化为产品的速度减缓，都将会使公司减少获取新的市场份额的机会，对公司持续发展产生不利影响。

5.2 市场拓展风险

国内信息安全产业的品牌集中度较低，厂商数量众多，市场竞争不断加剧。公司募集资金的拟投资项目在产业化和市场推广过程中将不可避免地面临来自于国内和国外厂商的双重竞争，直销、分销等销售渠道建设成功与否决定着公司的成长性，因此公司存在一定的市场拓展风险。

6. 盈利预测

6.1 盈利预测关键假设

- 1、假设公司通过 IPO 项目的发展，各项业务能够接近并超过行业平均增速；
- 2、IPO 项目能够按照预期投产并取得相应效益；
- 3、未来三年公司各项费用控制严格，按照业务发展速度合理控制投入速度；
- 4、公司连续获得国家重点软件企业认定，保持 10% 的所得税率；
- 5、不考虑突发性的、造成较大范围损害的网络威胁事件对公司业务的提升；
- 6、不考虑未来政策出台的影响。

6.2 预计未来 3 年将持续增长

预计 2010~2012 年，公司将分别实现营业收入 4.31、6.40 和 9.42 亿元，同比分别增长 41.72%、48.46% 和 47.21%；分别实现归属于母公司净利润 0.67、0.91 和 1.19 亿元，同比分别增长 28.2%、37.9% 和 29.3%，对应每股收益分别为 0.67、0.93 和 1.2 元/股。

7.估值及投资建议

A 股市场上从事信息安全业务的公司主要有 4 家，其中卫士通和启明星辰业务更集中于信息安全领域，比价效应更强。与行业 2010 年接近 50 倍的动态市盈率相比，启明星辰并没有明显低估。考虑到次新股效应的影响，启明星辰具备超越平均估值的潜力，但提升的幅度不大。

我们认为，在目前的市场环境下，公司 2010 年合理动态的市盈率区间在 50-55 倍之间，合理的价值区间为 33.5-36.85 元/股，当前股价处于合理价值区间之内。即使考虑到行业整体估值水平的提升，公司也仅具备同步提升的能力，因此，我们给予公司“中性”的投资评级。

表 7 同类公司估值水平

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2009	2010E	2011E			2009	2010E	2011E	
002268	卫士通	0.27	0.38	0.46	2.79	22.38	83.93	59.47	49.04	8.01
002439	启明星辰	0.53	0.67	0.93	3.34	33.55	63.87	50.07	36.08	10.06
600718	东软集团	0.52	0.52	0.56	3.28	15.97	30.61	30.71	28.52	4.87
600756	浪潮软件	0.16	0.24	0.26	3.83	14.28	89.25	59.50	54.92	3.73
	行业平均							49.94	42.14	6.67

资料来源：资料来源：Wind、渤海证券研究所 2009 年 EPS 按最新股本摊薄

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhzq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn