



上市公司新股研究报告

证券研究报告
信息技术—信息服务

谨慎申购

美亚柏科 (300188)

2011 年 3 月 7 日

电子数据取证领域龙头企业

计算机与通信行业首席分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人: 蒋科
jiangk@htsec.com

021-21319474

IPO 发行价: 40.00 元 6 个月目标价: 45.20 元

1. 公司股权结构较为简单

美亚柏科成立于 1999 年,自成立以来一直专注于电子数据取证和网络信息安全的技术研发、产品销售与整体服务,目前是国内领先的电子数据取证产品和服务提供商。

公司股权结构较为简单,主要股东为郭永芳、李国林、刘祥南等 15 位自然人股东和广州通连投资咨询有限公司,其中郭永芳是公司的最大股东,持有公司发行后 29.2%的股份,并通过一致行动协议可实际控制约 44.1%的股权。公司旗下目前有 2 家全资子公司——美亚柏科信息安全研究所和杭州创聚,其中隶属于美亚柏科信息安全研究所的福建中证司法鉴定中心是全国第一个通过 CNAS 认可的非公电子数据鉴定机构。

表 1 IPO 前后美亚柏科的股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数 (万股)	持股比例 (%)	股份数 (万股)	持股比例 (%)
郭永芳	1560	39.0	1560	29.2
李国林	800	20.0	800	15.0
广州通连投资咨询有限公司	800	20.0	800	15.0
刘祥南	640	16.0	640	12.0
郭泓	86	2.2	86	1.6
申强、丛艳芬等 11 位自然人股东	114	2.9	114	2.1
公众股东	-	-	1350	25.2
合计	4000	100.0	5350	100.0

资料来源:招股说明书,海通证券研究所整理

2. 电子数据取证市场将保持较快增长

公司定位于信息安全行业中的电子数据取证子行业,主要用户群体为国内各级司法机关、行政执法部门、政务监管部门等。电子数据取证行业是随着计算机技术和互联网技术的快速发展而逐步形成的新兴产业,通过提供针对计算机取证和互联网取证等两个领域的专用产品和技术,帮助客户完成电子数据的发现/恢复、收集、分析及鉴定工作。2008 年,美亚柏科的电子数据取证产品市场份额为 41.8%,在国内市场的占有率居第一位。

据 IDC 估计,2011 年全球电子数据取证市场的规模有望达到 18 亿美元。国内电子数据取证行业起步相对较晚,但整体来说发展速度较快,2006 年至 2008 年间市场容量平均增速超过 50%,2008 年国内电子数据取证产品市场容量约 1.8 亿元。赛迪顾问预计在未来五年内,电子数据取证行业的市场容量增长速度将至少保持在 20%以上,到 2015 年将达到约 9.3 亿元。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

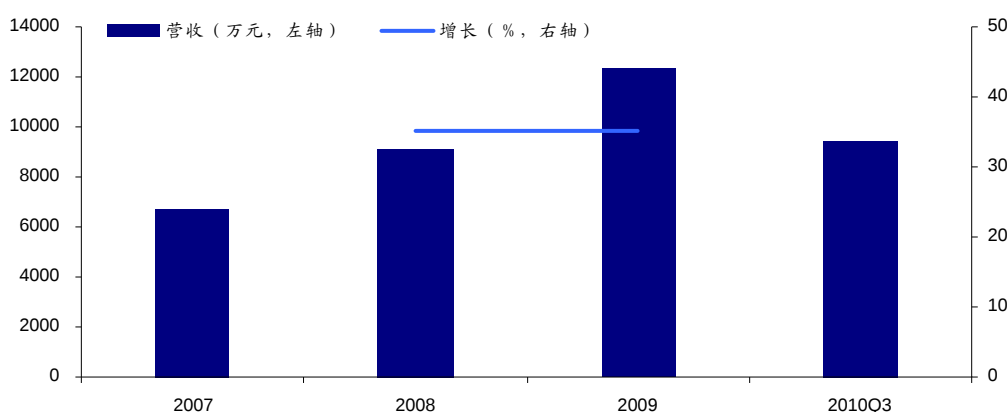
我们判断未来国内电子数据取证市场的需求驱动力主要来自两个方面：其一，市场渗透率的提升，随着计算机和互联网的逐步普及，电子文档对纸质文件的取代程度也在加深，信息泄密、商业纠纷等涉及电子数据安全性和有效性的问题日渐增加，而目前我国司法部门对电子取证产品的采用刚开始进入地市级部门，未来有望进一步扩展至区县级市场，市场容量有望成倍增长；其二，多行业应用的拓展，电子数据取证产品原本主要应用于司法部门，随着电子商务和电子查账的发展，电子数据取证产品有望进入工商行政管理和税务稽查领域，从而进一步扩大市场规模。

3. 公司在电子数据取证市场占据领先地位

公司自成立以来一直专注于信息安全行业，主要业务包括电子数据取证产品、网络信息安全产品、电子数据鉴定服务和互联网知识产权保护服务等。目前公司的营业收入主要来自于电子数据取证产品，2007年~2010年前三季度来自该业务的销售收入占营业收入的比重分别为70.5%、77.1%、71.0%和69.1%，毛利占比则分别为67.4%、75.9%、58.8%和54.7%。

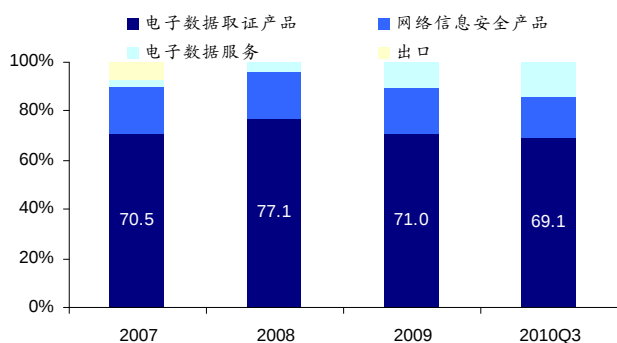
公司目前在国内电子数据取证市场占据领先地位，我们认为公司主要的竞争力在于：其一，行业经验丰富，公司的核心技术团队拥有丰富的电子数据取证解决方案实践经验，对行业理解较为深刻，并参与了多个行业标准的制订工作，行业应用经验较为丰富；其二，具有一定的先发优势，公司是国内最早进入电子数据取证行业的企业，并通过技术培训和技术服务体系带动客户开拓，具有较高的品牌知名度，从而形成了一定的先发优势；其三，技术研发能力较强，公司目前已掌握了电子数据取证领域的多项核心技术，形成了涵盖电子数据取证过程的全系列产品，能够为国内各级用户提供较完整的解决方案，技术创新能力较强。

图1 美亚柏科营收及成长（2007 - 2010Q3）



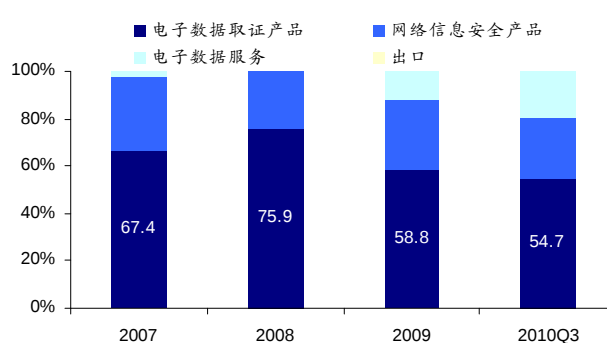
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图2 美亚柏科营收结构（2007 - 2010Q3）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图3 美亚柏科毛利结构（2007 - 2010Q3）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行 1350 万股社会公众股，预计募集资金约 5.4 亿元，用以投资电子数据取证产品项目、网络信息安全产品项目和电子数据鉴定及知识产权保护服务项目等 3 个项目。我们认为三个募投项目均是公司现有产品的升级配套项目，是公司主营业务的基础所在，募投项目的实施有助于提升公司的研发和销售能力，增强未来的盈利能力。

表 2 募投项目

项目名称	总投资（万元）
电子数据取证产品项目	6993
网络信息安全产品项目	6292
电子数据鉴定及知识产权保护服务项目	3460
合计	16745

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 建议谨慎申购

我们预测2010年-2012年，公司EPS分别为0.74元、1.13元和1.48元，未来三年年均复合增长率约为40.4%。公司股票IPO价格为40.00元，对应约37倍的2011年市盈率。考虑到公司所处行业有一定的进入壁垒，且公司今后三年业绩成长性较高，我们建议投资者谨慎申购，6个月目标价为45.20元，对应2011年市盈率约为40倍。

风险提示：公司的主营业务对司法系统有一定的依赖性；公司募投项目进度有低于预期的可能。

表 3 美亚柏科利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6741	9117	12315	17970	25835	35496
YoY(%)	n/a	35.26	35.07	45.92	43.77	37.39
减：营业成本	3424	4082	4907	7965	11472	15630
毛利	3317	5035	7408	10005	14363	19866
毛利率（%）	49.2	55.2	60.16	55.68	55.60	55.97
主营业务税金及附加	76	114	185	271	389	534
营业费用（销售费用）	927	1217	1700	2456	3389	4471
营业费用/收入（%）	13.7	13.3	13.8	13.7	13.1	12.6
管理费用	815	1745	2889	4216	5940	7834
管理费用/收入（%）	12.1	19.1	23.5	23.5	23.0	22.1
财务费用	4	29	15	52	-700	-350
资产减值损失	134	123	166	199	219	240
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	0	0	0
营业利润	1361	1807	2456	2812	5127	7137
营业外收入	184	650	846	1747	1572	1651
减：营业外支出	11	29	10	0	0	0
利润总额	1534	2428	3292	4559	6699	8788
减：所得税	219	382	432	593	670	879
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	1315	2046	2860	3966	6029	7909
EPS（元）	0.25	0.38	0.53	0.74	1.13	1.48

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

注：EPS 均按发行后总股本摊薄

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。