

启明星辰 (002439) 调研纪要

启明星辰 (002439.SZ)

未评级

投资要点:

1. 事件

启明星辰公司停牌近半年后,于 5 月 11 日晚公布发行股份及现金购买资产暨重大资产重组预案。根据公告,启明星辰拟通过发行股份及现金的方式,购买自然人齐舰、刘科全分别持有的 51%和 49%北京网御星云信息技术有限公司(网御星云)股权。交易完成后,启明星辰将持有网御星云 100%股权。

我们前往公司了解相关情况。

2. 我们的分析与判断

优势互补,收购成功将整体提升公司核心竞争力

双方的核心技术和主要产品高度互补。双方均专注于信息安全市场,启明星辰产品相对而言比较全面、综合,网御星云在以安全网关为主的网络安全防护产品和应用与数据安全防护产品研发方面具有业内领先的技术实力,收购成功将使两家公司产品实现互补,特别在网关市场占据优势。

双方的目标市场和重点客户高度互补。启明星辰的主要客户群集中在政府、电信、金融、电力等市场;网御星云的主要客户群集中在政府、军队、军工、能源、交通、大中型企业等市场;在政府领域,双方又各侧重在不同的细分客户群,形成了高度互补。

这种互补将充分发挥双方的协同效应,有助于公司对于信息安全系列关键技术的布局,丰富信息安全产品线,整体提升公司核心竞争力。

公司业绩将稳健增长

根据赛迪顾问 2010 年发布的《2009-2010 年中国信息安全市场调研年度报告》,预测中国信息安全市场销售额 2010 年到 2013 年,年增长率均超过 20%,结合公司目前战略及市场推进状况,我们预计启明星辰(单独考虑)的收入增长速度将会超过 2010 年(20%),或达到 30%。同时人员数增长减缓,意味着费用增长不会太快。

从行业背景看,国内信息安全投入严重滞后于 IT 投入,未来信息安全产业将有很长时间持续较快增长。

3. 投资建议

公司 2010 年净利润 5995 万元,备考的合并净利润 8500 万元,折合每股收益 0.82 元,市盈率 47 倍。我们预计 2011 年净利润可增长 30%或更高,市盈率 36 倍。

分析师



王家炜

☎: (8610) 6656 8272

✉: wangjiawei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020001



王莉

☎: (8610) 8357 4039

✉: wangli_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020008

联系人



吴砚靖

☎: (8610) 6656 8330

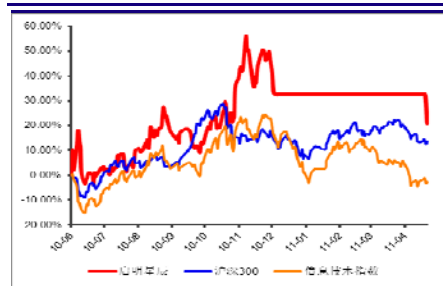
✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2011.05.17

A 股收盘价(元)	37.76
总股本(百万股)	98.76
实际流通 A 股(百万股)	25
总市值(亿元)	37.29

相对指数表现



资料来源: 中国银河证券研究部

交流的主要问题:

问：公司收购网御星云的进程如何？

答：公司收购事件已经公告，接下来还要上会，通过重组委审批，争取 6-7 月份报上去。整个过程的时间较难判断，如果顺利需要几个月时间。

在证监会批准收购之前的过渡期，很敏感，对企业的经营和管理带来挑战。批准之前，两家公司独立运行。

问：公告中显示，网御星云预测及承诺 2011 年、2012 年、2013 年将分别实现净利润不低于 2510 万元、2950 万元、3420 万元，公司如何看？

答：这次重组涉及两家公司主营业务的整合，未来 2 家公司要整合在一起，销售、研发，资源整合，很难区分。所以网御的业绩承诺在 2011 年还有意义，未来的业绩是合在一起的。但是整合现在不能开始，要等待批准。业绩承诺是“扣非”的，所以 2011 年的业绩承诺是增长的。未来还有新的经过审计的报告，，可以看到非经常性损益的情况。

问：两家公司各自的优势是什么？整合以后将带来哪些益处？

答：信息安全行业的客户分为三类：渠道客户、行业客户及大客户。

从客户角度来看：启明信息在行业上有优势，比如运营商、电力等；网御在渠道上占优势，代理商多，小单子多。两家各自有一些大客户。重组后，将实现强强联合、优势互补。从产品线角度来讲：启明星辰比较全面、均衡、综合；网御星云，在网关市场上占有优势，公司产品中 90% 以上都是网关，仅次于天融信，排名第二。启明星辰进入网关市场较晚，2009 年才进入，去年做到 7-8000 万元收入。网御星云的网关收入约 2 亿元元左右。

收购合并后，启明星辰将是国内最大的信息安全企业，在网关市场占有率也将排名第一。

两家企业在发展愿景和企业文化相互兼融，高层的理念接近，这是并购的基础，有助于发挥双方在技术产品 and 市场方面的协同效应，实现优势互补，加强信息安全系列关键技术的布局，丰富信息安全产品线，提升公司竞争力。

问：这次并购交易方案是采取现金加发行股票的方式，启明星辰拟向齐舰、刘科全分别支付不超过 4845 万元、4655 万元资金购买齐舰、刘科全所持目标公司 14.64%、14.06% 股权，同时，分别向齐舰、刘科全发行公司股份不超过 260.1 万股、249.9 万股购买其合计持有的目标公司 36.36%、34.94% 股权。公司是如何考虑这种交易方案的？

答：并购采取现金加发行股票的方式，是启明星辰同齐舰、刘科全协商并达成一致的结果。

问：本次重组预估值为 3.31 亿元，与前次评估值差异较大的原因是什么？

答：两次评估方法不同。2010 年 10 月 31 日，采用了资产基础法的评估结果作为最终的评估结论；本次预估值，是采用了收益法进行预估。因此，两者存在较大差异。另外，原评估报告的评估基础条件发生了较大变化。首先，网御星云（原联想网御）之前是亚信实际持有。亚信收购以后，网御星云，两者的主营业务方向不很一致，所以需要转让出去。联想品牌使用权方面，网御星云管理层收购完成以后，已停止使用“联想”及相关品牌，并已完成更名，但

从目前的情况判断，并未给网御星云的经营造成重大负面影响；另外，新 18 号文的出台，国家加大了对软件产业的支持和扶植力度，软件产品增值税退税优惠政策在 2010 年底到期后，国家明确表示继续保持对软件行业的税收优惠政策。

问：公司近期的发展方向、策略及费用控制方面的情况如何？

答：1、今年的重点任务，把重组做好，把资源配置到位。（1）平稳过渡；（2）业务要平稳增长；（3）尽快拿出整合计划，推出整套整合方案。对于目前而言，公司发展的稳健性要重于快速增长。

2、从启明星辰公司单独收入来看，我们估计今年增长会比去年快一些。网御星云，需要单独考虑。总体来说，业务未来肯定会很好，目标跨过 10 亿元的门槛。1 季度不是业绩展现的时候，和往年一样，业绩主要体现在 4 季度。

3、费用方面单纯由整合产生的费用，要计入当期费用。如第三方费用，比如会计师事务所费用、律师费用等。内部费用是自我能管理和控制的。自己有能力尽可能避免和减少。在人员方面，继续保持去年的基数水平。员工薪酬方面，面临一定的薪资上涨压力，这是市场普遍现象，目前在可控范围内。

公司希望踏踏实实做好业务，不希望成为被炒作的公司。

问：下一步是否还有收购计划？

答：公司专注于做信息安全，信息安全市场是比较大的，公司今后仍将不断深耕市场，使厚度增加。公司的指导思想，仍然是扩张，加大投入。收购也是投入的一种方式，遇到好的标的，不排除继续收购的可能。

（分析师评论：在信息安全行业，尚未上市的较大规模公司还有绿盟和天融信，这两家都存在外资比例较高的问题，A 股上市有困难，多年前天融信曾谋划海外上市，但受挫。信息安全属于特殊行业，较高的外资比例不利于在政府部门和大型国企推广产品。另外还有一些中等规模的信息安全企业。）

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，IT 行业证券分析师，总监。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

王莉，IT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908