

2011年5月30日

美亚柏科

小产品，大服务

A

未有评级

300188.SZ - 人民币 37.90

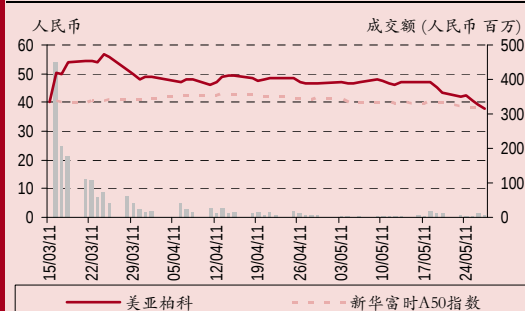
胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	(19)	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(12)	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	53.5
流通股(%)	25.23
流通股市值(人民币 百万)	409
3个月日均交易额(人民币 百万)	35
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
郭永芳	29.16%

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

美亚柏科是国内电子数据取证和网络信息安全的龙头企业。公司主营业务可以概括为“两类产品，两类服务”。两类产品分别是电子数据取证产品系列和网络信息安全产品系列；两类服务分别是电子数据鉴定服务和互联网数字知识产权保护服务。公司依托云计算平台，未来服务业务收入比重将不断增长。我们看好公司的长期投资价值。

主要发现:

■ 电子取证产品的需求旺盛，公司未来三年收入增长确定性较强。公司的电子取证产品在国内占据优势地位，市场份额超过40%，位居行业第一。电子取证产品市场具有很强的资质、客户和技术壁垒，行业先发优势显著。国内电子取证市场容量不断扩大，未来5年内年平均增速超过20%。

■ 公司长期的策略可归纳为“小产品、大服务”。目前公司电子取证类产品收入占总收入比重约为69%；网络安全（主要是搜索类）产品占比约17.6%；服务（电子取证鉴定，互联网知识产权保护等）占比为13.5%，但是最近3年增长速度非常快，2008-2010年复合增长率达到147%。公司的数字搜索、检测、识别、分析等技术在互联网领域可以获得非常广泛的应用，出现爆发性增长的机会较大。

■ 利用云计算工具，实现服务业务大发展。云计算必须同行业应用相结合才能够成功落地实施，公司依托在电子取证、网络安全领域的技术、产品和服务优势，利用云计算带来的商业模式上的创新，可能带来下游客户需求的爆发性增长。云计算带来的促进作用体现在：（1）降低单个客户的购买成本，扩大客户范围；（2）提高客户获取服务的便利性。

■ 初步结论。我们认为公司是电子取证和网络信息安全服务的龙头企业，将充分受益于行业的快速成长。云计算商业模式的引入将扩大公司客户范围，保证收入快速稳定增长。公司首发原始股东持有股份均承诺锁定3年，体现了对公司长远发展的信心。我们预计公司2011-2013年每股收益为1.14元、1.64元和2.33元，分别对应33倍、23倍和16倍市盈率。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	12,306	18,800	27,651	40,395	55,368
增长率(%)	40.6	52.8	47.1	46.1	37.1
归属母公司股东净利润(百万元)	28.7	41.0	61.0	87.4	124.1
增长率(%)	38.8	43.3	48.7	43.1	42.1
每股收益(元)	0.54	0.77	1.14	1.64	2.33
市盈率(倍)	71	49	33	23	16
每股经营现金流量	0.87	1.47	1.59	0.95	2.81

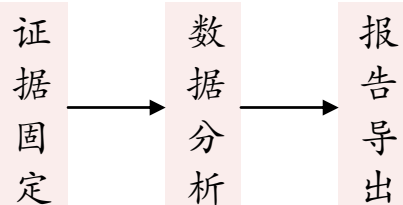
数据来源: 中银国际研究部

小产品、大服务

电子取证市场关注新行业客户的开拓

电子数据取证是在刑事诉讼、民事诉讼、执法机关、财务审计、公司调查、保险行业等等需要计算机取证专家对电子数据进行专业鉴定的行业，采取技术手段，取得最具证明力的电子证据作为认定事实的依据。取证设备的主要作用是：对电子证据进行固化、查找、提取、分析、恢复，并保证取证过程中证据的完整性、有效性，以及取证过后证据的妥善保存。

图表 2. 电子取证业务



资料来源：中银国际研究部

图表 3. 多功能高速硬盘复制机



资料来源：公司网站，中银国际研究部

图表 4. 取证大师



- ☑ **一静**：静态取证
- ☑ **二动**：动态取证+自动取证
- ☑ **双打**：打勾+打印报告

资料来源：公司网站，中银国际研究部

电子取证产品未来发展有三个维度：

- 新技术、新产品、新介质的出现会给带来客户新产品更新换代的需求。电子类产品更新换代速度较快，接口规范或者存储介质的变化都会对取证设备和软件提出升级或者更新换代的要求。例如：固态硬盘逐步普及之后，相关取证设备需要更新产品。
- 纵向：司法领域：目前电子取证产品仅仅覆盖省部级单位，但是区县级的还是空白，公司要开发出适用于基层单位的产品（取证魔方）往基层单位渗透。全国地市级 300 多个，县级单位 2,000 多个，未来发展的空间依然较大。而在工商等其他领域，省部级还未实现覆盖，目前相关部门正在加快这一进程，预计未来 2-3 年将会实现全部覆盖，为公司提供商机。
- 横向拓展：海关、工商、检察院等等。在网络安全领域：新闻办，宣传部等部门都是公司的潜在客户。横向行业扩展方面还是比较大的。随着行业的扩展，公司对司法部门的依赖将逐步降低。

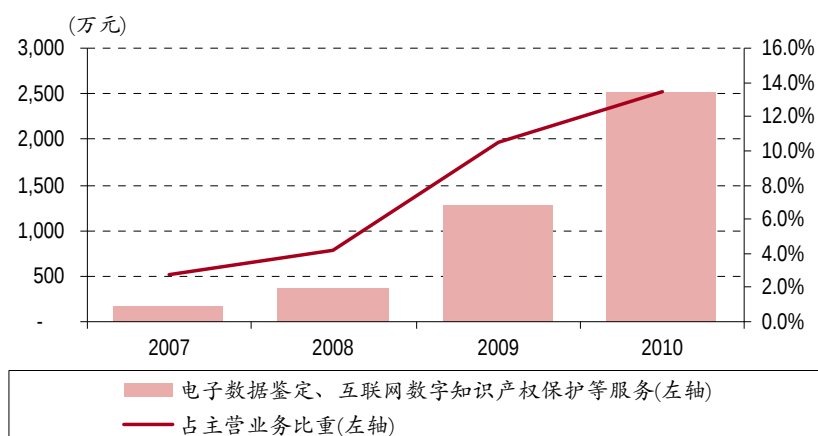
根据 IDC 的预测，未来 5 年我国电子取证行业的市场容量增长速度将至少保持 20% 以上，到 2015 年达到 10 亿人民币。

我们认为公司的取证类产品未来 3 年发展空间依然很大，不会触碰行业天花板。预计电子取证类产品 2011-2013 年收入增速为：40%、35% 和 30%。

借力云计算，产品服务化是未来公司的重点方向

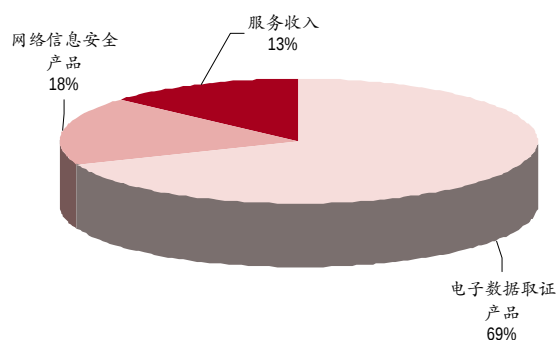
同销售软硬件产品相比，服务给公司带来的成长空间更加广阔，收入的可持续性更强。2008-2010 年公司服务收入复合增长率达到 147%，发展势头良好。

图表 5. 服务收入增长快速，占主营业务比重不断上升



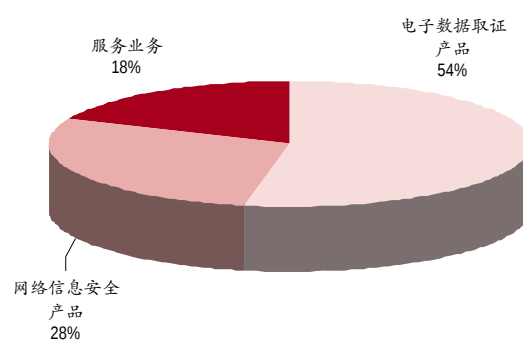
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 6. 2010 年收入结构



资料来源：2010 年年报，中银国际研究部

图表 7. 2010 年毛利结构



资料来源：2010 年年报，中银国际研究部

现阶段，公司主要提供的服务为电子数据鉴定服务和互联网数字知识产权保护。上市之后，公司开始逐步推出了取证云和搜索云服务平台，扩展服务范围和服务形式。公司扩展该业务可能的风险在于云计算模式在国内企事业单位的接受程度的快慢存在一定的不确定性。

电子鉴定服务

公司目前的电子鉴定服务主要是采取技术手段为客户提供电子数据的固定、数据分析和报告导出等服务。该服务的业务资质需要通过司法部门的严格认证，公司通过下属的福建中证司法鉴定中心开展服务。福建中证司法鉴定中心是我国四大司法鉴定中心之一，是全国首家通过 CNAS 实验室认证的非公电子数据鉴定机构。通过“取证云”，公司未来有望将这一服务更加便捷的提供给司法机关，通过可有效的降低服务的成本，增强客户的接受程度。目前我国通过电子数据鉴定机构提供服务的案件为 10 万起，约占总共案件比重的 3% 左右。目前欧美发达国家使用电子数据鉴定服务的案件数量超过了总体案件数量的 50%。计算机的应用和普及程度提高，带来了涉及电子数据的违法犯罪案件迅速增长。我国的电子数据取证服务不过 10 年的历史，未来还有较大的发展空间。

互联网版权保护

在互联网版权保护方面，公司已经取得了一定的成果。公司是国内第一家通过高技术手段进行知识产权保护的软件企业，2010 年录得收入一千多万元人民币。网络版权保护在国内刚刚开始应用，目前主要的客户是电影厂商。在 2010 年上市的国内大片中，有一半以上是公司提供的网络维权服务。由于维权服务的费用同盗版可能导致的票房损失相比非常小，因此电影领域的维权需求非常大。另外在网络游戏领域，公司也在大力开拓。网游行业同电影行业类似，私服、外挂等不法行为给网游运营商带来巨大的经济损失，因此有充足的动力购买公司的电子维权服务。而在电视剧和网络文学等领域，由于其行业本身盈利能力相对有限，在维权方面的投入出现快速增长还需要时日。

网络信息安全

公司的网络安全产品是基于领先的互联网搜索技术，开发出一系列具备获取、分析、报告功能的产品。主要包括：舆情监控、网络新闻搜索、网络商务管理、网站管理和网络数据防护系统。2008 年，美亚柏科为北京奥运会和残奥会全程提供网络信息安全服务。

网络安全产品服务化趋势显现。传统上，公司通过直接销售网络安全产品给客户，获得一次性收入。但是这一模式的主要问题是价格较高，只有部分需求非常迫切的大客户愿意购买系统，客户面相对较窄。随着公司的“搜索云”的推出，将为需要网络信息安全服务的客户提供便捷便宜的服务，使得客户范围变得更加广泛。

我们预计公司的服务业务收入 2011-2013 年收入增速分别为 90%、75%和 60%。

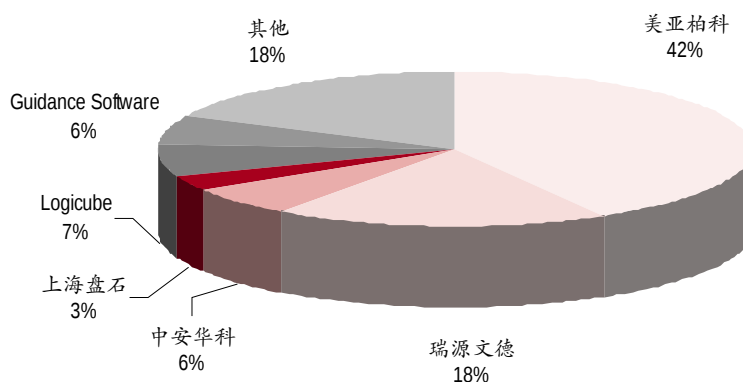
初步结论：

我们认为公司是电子取证和网络信息安全服务的龙头企业，将充分受益于行业的快速成长。云计算商业模式的引入将扩大公司客户范围，保证收入快速稳定增长。公司原始股东均承诺 3 年解禁，体现对公司长远发展的信心。我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.14 元、1.64 元和 2.33 元，目前股价分别对应 33 倍、23 倍和 16 倍市盈率。公司所在细分行业成长性好，行业门槛较高，我们看好公司的长期投资价值。

公司简介及股权结构

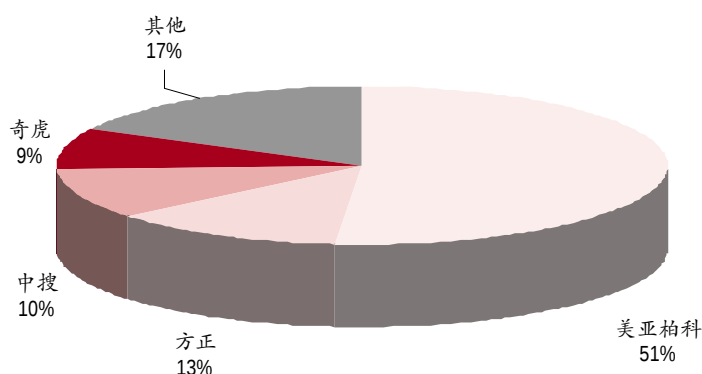
美亚柏科是国内领先的电子数据取证和网络信息安全产品服务提供商。公司主营业务立足于信息安全行业的电子数据取证和网络信息安全领域，主营业务包括两大产品系列（电子数据取证产品和互联网内容安全产品）和两大服务系列（电子数据鉴定服务和互联网数字知识产权保护服务），共计 100 余款产品。2008 年公司的电子取证产品市场占有率达到 42%，并且还在逐步攀升。

图表 8. 电子数据取证业务市场占有率（2008）



资料来源：CCID，中银国际研究部

图表 9. 互联网内容安全搜索产品市场占有率（2008）



资料来源：CCIDr，中银国际研究部

公司 1999 -2001 年之间主要是代理国外取证产品，并提供相应的技术培训和服务；2002 年，公司开发出国内第一套电子数据取证勘查箱，自此，公司由代理国外产品逐步转向自主研发；2005 年 9 月，公司取得电子数据司法鉴定资质，并建立了国内第一个电子数据鉴定实验室，开始提供电子数据鉴定服务业务；2007 年，公司开始探索互联网数字知识产权保护服务业务。至今，公司已形成电子数据取证及网络信息安全两大产品体系共 100 多种成熟产品，并建成了电子数据鉴定和互联网数字知识产权保护两大服务体系，成为国内领先的电子数据取证与安全产品及服务提供商。

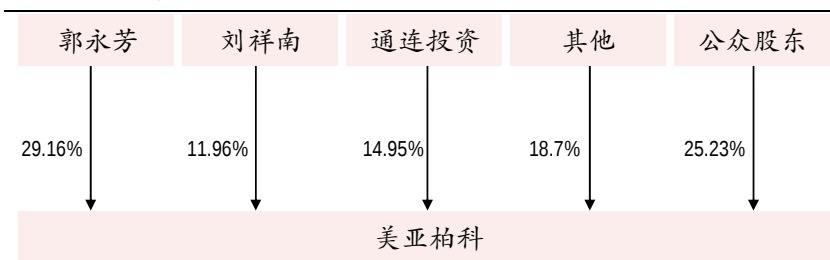
图表 10. 公司发展历程



资料来源：公司资料，中银国际研究部

股权结构：

图表 11. 上市后股权结构



资料来源：公司资料，中银国际研究部

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371