

2012-8-24

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 马先文

☎ (027) 65799815

✉ maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511060001

联系人: 黄焜

☎ (027) 65799815

✉ huangkun@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (021) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《电商监管加强, 促工商电子取证需求爆发》  
 2012/8/15

《小产品到大服务, 大平台有大前景》2012/8/1

 《看数据取证小产品, 望“云”端服务大市场》  
 2012/5/23

**美亚柏科 (300188)**
**上半年增速放缓无碍全年业绩高增长**

## 报告要点

### ■ 事件描述

美亚柏科公布了 2012 年中报业绩, 具体财务指标如下表所示:

|              | 2012 年 1-6 月   | 2011 年 1-6 月   | 同比增速         |
|--------------|----------------|----------------|--------------|
| 营业收入 (元)     | 83,818,489.74  | 68,583,381.63  | 22.21%       |
| 营业利润 (元)     | -5,197,201.10  | -3,674,103.24  | -41.45%      |
| 净利润 (元)      | 7,247,074.06   | 5,938,661.81   | 22.03%       |
| 经营活动现金流 (元)  | -24,690,236.42 | -66,410,017.48 | 62.82%       |
| 全面摊薄 EPS (元) | 0.068          | 0.056          | 22.03%       |
| 加权平均净资产收益率   | 1.07%          | 1.66%          | 上升 0.59 个百分点 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

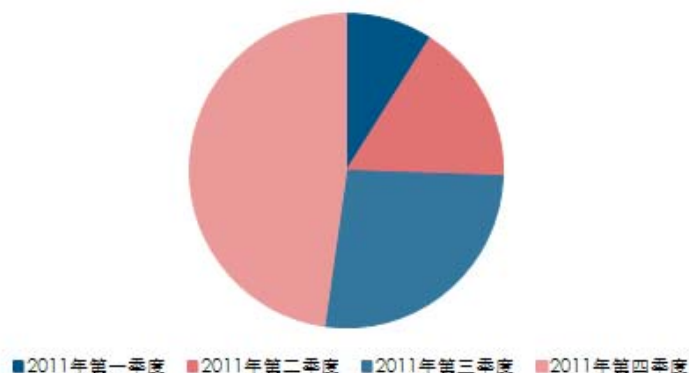
### ■ 事件评论

- 美亚柏科 2012 年上半年营收、净利润分别同比增长 22.21% 和 22.03%。尽管业绩增速有所放缓, 但我们认为, 由于公司经营季节性明显, 通常上半年收入占全年比重仅为 25% 左右, 故中报业绩对全年并不具有指引性。从电子取证产品、服务业务保持较快增长, 以及毛利率水平提升等情况来看, 公司经营状况依然十分良好。且上半年以成本法计入存货的“发出商品”总额, 对应营收达 1.5 亿元, 超过 2011 年总收入的 50%。公司丰厚的业绩储备无疑将成为全年业绩高增长的有力支撑。
- 公司上半年进一步完善了以“取证云”、“搜索云”、“公证云”为依托的“小产品, 大服务”战略。随着明年电子证据写入民法, 进一步推动司法部门电子取证需求的同时, 也将促使社会公众意识到电子证据的法律效用, 催生庞大的个人和企业电子数据取证、存证、公证市场。而美亚柏科转型为服务全社会的电子取证平台企业, 将打开长期发展的巨大空间。由于“三大云”建立的基础, 即: 电子取证技术、电子证据司法鉴定资质、超算中心硬件资源, 构成极高的业务壁垒, 竞争对手难以效仿。同时, 公司在企业和个人电子取证市场已具备先入优势, 将形成极强的客户黏性, 使其充分受益电子取证 B2B 和 B2C 市场的兴起。
- 我们预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 0.75 元、1.06 元、1.51 元, 目前股价对应 2012、2013、2014 年 PE 分别为 40.23、28.53、20.15 倍, 维持其“推荐”评级。

## 业绩储备丰厚，全年仍将实现高增长

美亚柏科 2012 年上半年营收、净利润分别同比增长 22.21%和 22.03%。尽管业绩增速有所放缓，但我们认为，由于公司经营季节性明显，上半年收入占全年比重仅为 25%左右，故中报业绩对全年并不具有指引性。

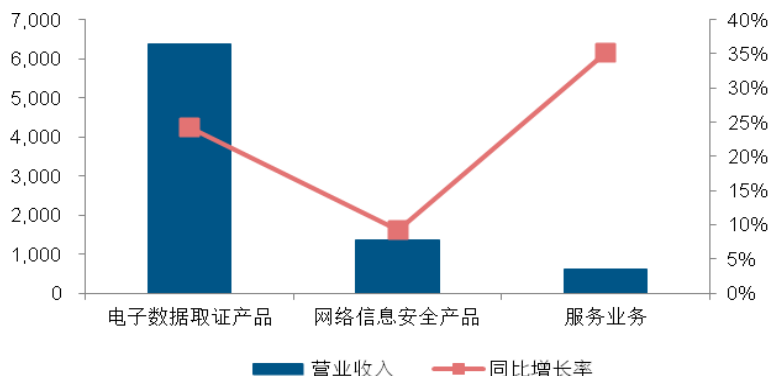
图 1：公司收入季节性明显，上半年收入占比仅为全年 1/4 左右



资料来源：公司公告，长江证券研究部

分产品情况来看，收入占比最大的电子数据取证产品同比增长 24%，目前依然是公司业绩增长的最主要动力。而服务业务增长最为明显，同比增速达到 35%，我们认为，随着公司“小产品，大服务”战略逐步深入，服务业务收入有望实现持续快速增长，并对公司整体业绩贡献日益加强。

图 2：电子数据取证产品仍占公司收入比重超过 3/4（单位：万元）



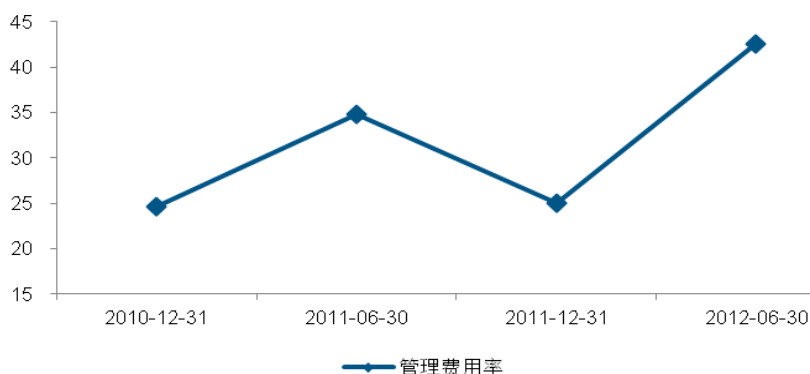
资料来源：公司公告，长江证券研究部

而公司各产品线继续保持较快增长的主要原因，我们认为在于两点：

- 第一，在持续加强公安刑侦部门等公司传统优势领域销售的同时，积极拓展经侦、检察、工商等新的电子取证应用领域。跨行业的市场拓展，为公司开辟了新的市场空间。
- 第二，持续加大研发投入，带动新产品层出不穷。上半年，公司一方面积极应对 IT 技术变迁和电子取证对象的变化，完成了 9 款新产品和 7 款升级产品的研发；另一方面，积极贯彻“小产品，大服务”战略，持续完善服务运营项目，在搜

索云平台、取证云平台的基础上，推出了公证云、美亚舆情网和企业调查服务等新项目，进一步将市场向 B2B 和 B2C 延伸。较大的研发投入，在提升电子数据取证产品附加值，促使毛利率上升近 4 个百分点的同时，也使得管理费用增长较快。但是，我们认为，随着公司上半年投入研发的新产品在下半年进一步销售放量，管理费用率将有所下降。

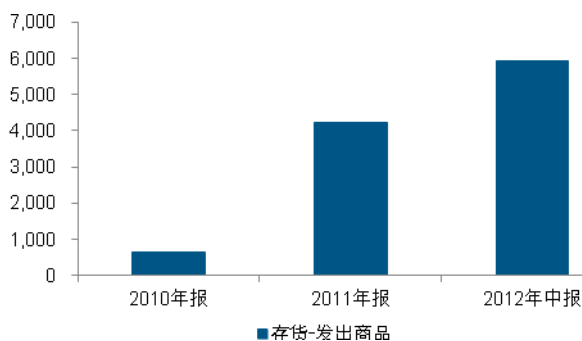
图 3：研发投入加大导致管理费用率上升较快（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

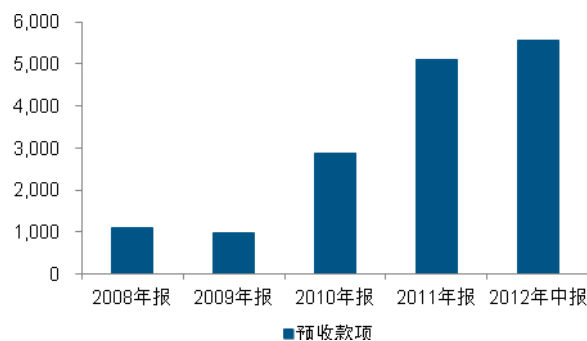
总体而言，我们认为公司上半年发展势头依然十分良好，全年业绩实现较快增长将是大概率事件。而且，从公司资产负债表“存货”一栏中的“发出商品”数据也可发现，公司业绩储备十分丰厚。2012 年上半年，公司“发出商品”继续高位增长，总额已接近 6000 万元，由于存货金额按成本法核算，我们估算上半年“发出商品”总额对应营业收入近 1.5 亿元（按毛利率 60%估算），超过 2011 年全年收入的 50%。巨额的发出商品，无疑将为公司后续会计期间的业绩提供有力支撑。

图 4：存货分类中“发出商品”金额（单位：万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：预收账款金额（单位：万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 由 B2G 走向 B2B&B2C，打开长期发展空间

我们认为，除公安、检察、工商等政府用户之外，企业和社会公众电子取证市场的兴起，将为公司带来更大的发展机遇。

目前，“电子证据”已正式写入刑事诉讼法，且根据民事诉讼法修正案草案，“电子证据”也有望在明年列入民事诉讼法。电子证据入法，一方面将进一步推动司法部门电子取证需求，而另

一方面也将促使社会公众意识到电子证据的法律效用，催生庞大的个人和企业电子数据取证、存证、公证市场。随着电子取证 B2B&B2C 市场的兴起，美亚柏科转型为服务全社会的电子取证平台企业，将打开长期发展的巨大空间。

美亚柏科的发展战略定位于“小产品，大服务”，即依托其取证设备技术优势、电子数据司法鉴定资质优势、以及与厦门市共建的超算中心硬件资源优势，建立“取证云”、“搜索云”、“公证云”三大云服务平台，其中：

**“取证云”构建“产品+服务”电子取证新模式。**公司新一代的电子取证设备可与“取证云”通过网络联动，利用后端“取证云”的强大计算能力和数据库资源辅助前端设备进行取证分析，形成“产品+服务”模式。“取证云”的后端服务，不仅成为新增收入来源，也进一步提升了取证设备产品附加值和客户黏性，并反过来推动取证设备的销售。

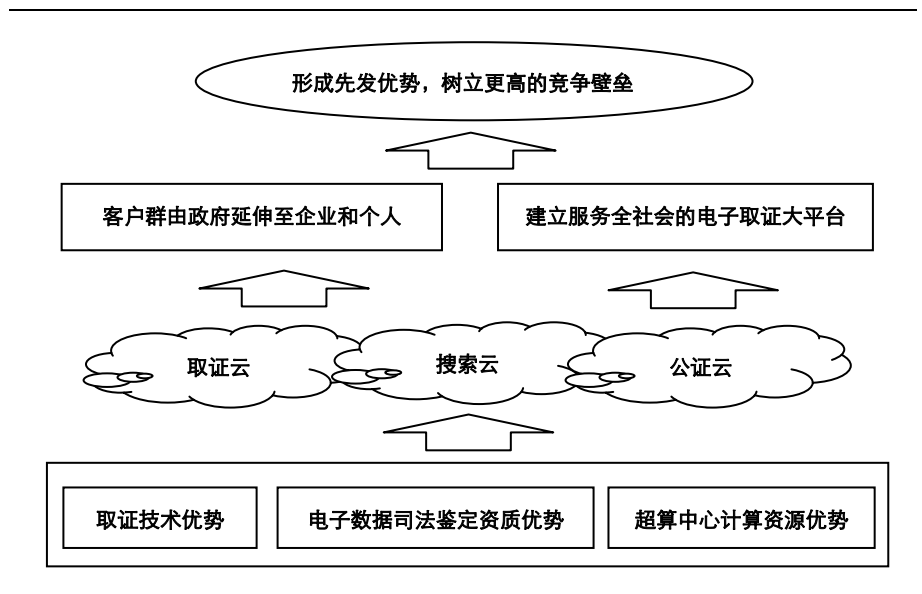
**“搜索云”将舆情管理服务从政府延伸至企业。**“搜索云”的一个具体应用即公司上半年推出的“美亚舆情网”。一个帐号，若干定制关键词，即可获得舆情实时监控和舆情报告推送服务。相比政府用户进行舆情系统软硬件建设，“美亚舆情网”大幅降低了舆情管理成本，随着企业舆情应用的兴起，市场空间将百倍于政府应用。

**“公证云”开辟社会公众大市场。**国内首个“公证云”上线，将成为连接社会公众与公证服务机构的大平台，为企业和个人用户提供存证、公证一体化证据服务。随着明年电子证据即将写入民法，社会公众电子取证意识逐渐兴起，电子取证市场将由 B2G 延伸至 B2B 和 B2C，公司依托“公证云”也将转型成为面向全社会的电子取证平台服务商。

凭借专业的电子取证技术与“三大云”资源，上半年，公司还新推出了“企业调查取证服务”，开创了“取证即服务”(FaaS, Forensics As a Service)的新模式。“企业调查取证服务”主要面向国内大型企业（特别是金融行业、大型国企）以及在华的跨国企业提供一站式的企业内部调查服务，包括：电子取证培训、电子取证软硬件产品租赁、电子取证技术服务（证据保全、电子数据分析、数据恢复等）、电子数据司法鉴定和数字知识产权保护等服务。

我们认为，随着“小产品，大服务”战略布局的逐步到位，公司在国内电子取证行业的优势地位将进一步巩固。“三大云”所依托的电子取证技术、电子证据司法鉴定资质、超算中心硬件资源无疑都构成极高的业务壁垒，使其竞争对手难以效仿。同时，公司在企业与个人电子取证市场的先入优势，有望通过网络效应形成极强的客户黏性，进而使其充分受益电子取证 B2B 和 B2C 市场的兴起。

图 6：美亚柏科长期发展战略



资料来源：长江证券研究部

## 维持“推荐”评级

我们预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 0.75 元、1.06 元、1.51 元，目前股价对应 2012、2013、2014 年 PE 分别为 40.23、28.53、20.15 倍，维持其“推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)            |             |             |              |              | 资产负债表 (百万元)    |            |            |             |             |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------|------------|-------------|-------------|
|                      | 2011A       | 2012E       | 2013E        | 2014E        |                | 2011A      | 2012E      | 2013E       | 2014E       |
| <b>营业收入</b>          | <b>269</b>  | <b>392</b>  | <b>563</b>   | <b>781</b>   | 货币资金           | 551        | 492        | 449         | 440         |
| 营业成本                 | 98          | 141         | 203          | 282          | 交易性金融资产        | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>毛利</b>            | <b>170</b>  | <b>251</b>  | <b>360</b>   | <b>499</b>   | 应收账款           | 109        | 160        | 233         | 326         |
| %营业收入                | 63.5%       | 64.0%       | 63.9%        | 63.9%        | 存货             | 81         | 117        | 168         | 234         |
| 营业税金及附加              | 4           | 5           | 8            | 11           | 预付账款           | 10         | 15         | 21          | 30          |
| %营业收入                | 1.4%        | 1.4%        | 1.4%         | 1.4%         | 其他流动资产         | 7          | 10         | 14          | 18          |
| 销售费用                 | 54          | 78          | 110          | 145          | <b>流动资产合计</b>  | <b>757</b> | <b>794</b> | <b>885</b>  | <b>1048</b> |
| %营业收入                | 19.9%       | 20.0%       | 19.5%        | 18.6%        | 可供出售金融资产       | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 管理费用                 | 67          | 97          | 137          | 187          | 持有至到期投资        | 0          | 0          | 0           | 0           |
| %营业收入                | 25.0%       | 24.8%       | 24.3%        | 24.0%        | 长期股权投资         | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 财务费用                 | -10         | -5          | -5           | -4           | 投资性房地产         | 0          | 0          | 0           | 0           |
| %营业收入                | -3.8%       | -1.3%       | -0.8%        | -0.6%        | 固定资产合计         | 49         | 145        | 234         | 317         |
| 资产减值损失               | 4           | 1           | 2            | 1            | 无形资产           | 1          | 1          | 1           | 1           |
| 公允价值变动收益             | 0           | 0           | 0            | 0            | 商誉             | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 投资收益                 | 0           | 0           | 0            | 0            | 递延所得税资产        | 4          | 0          | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>          | <b>52</b>   | <b>73</b>   | <b>108</b>   | <b>159</b>   | 其他非流动资产        | 9          | 9          | 9           | 9           |
| %营业收入                | 19.4%       | 18.7%       | 19.2%        | 20.3%        | <b>资产总计</b>    | <b>821</b> | <b>950</b> | <b>1130</b> | <b>1375</b> |
| 营业外收支                | 18          | 22          | 26           | 31           | 短期贷款           | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>          | <b>70</b>   | <b>95</b>   | <b>134</b>   | <b>190</b>   | 应付款项           | 32         | 45         | 64          | 89          |
| %营业收入                | 26.1%       | 24.3%       | 23.8%        | 24.3%        | 预收账款           | 51         | 78         | 113         | 156         |
| 所得税费用                | 9           | 11          | 16           | 23           | 应付职工薪酬         | 26         | 37         | 53          | 73          |
| 净利润                  | 62          | 84          | 118          | 167          | 应交税费           | 15         | 20         | 29          | 40          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>61.5</b> | <b>83.7</b> | <b>118.0</b> | <b>167.0</b> | 其他流动负债         | 3          | 4          | 6           | 8           |
| 少数股东损益               | 0           | 0           | 0            | 0            | <b>流动负债合计</b>  | <b>127</b> | <b>184</b> | <b>264</b>  | <b>367</b>  |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>0.55</b> | <b>0.75</b> | <b>1.06</b>  | <b>1.51</b>  | 长期借款           | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>   |             |             |              |              | 应付债券           | 0          | 0          | 0           | 0           |
|                      | 2011A       | 2012E       | 2013E        | 2014E        | 递延所得税负债        | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>经营活动现金流净额</b>     | <b>4</b>    | <b>52</b>   | <b>76</b>    | <b>119</b>   | 其他非流动负债        | 20         | 20         | 20          | 20          |
| 取得投资收益               | 0           | 0           | 0            | 0            | <b>负债合计</b>    | <b>147</b> | <b>205</b> | <b>285</b>  | <b>388</b>  |
| 长期股权投资               | 0           | 0           | 0            | 0            | 归属于母公司         | 674        | 745        | 845         | 987         |
| 无形资产投资               | 0           | 0           | 0            | 0            | 少数股东权益         | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 固定资产投资               | -31         | -104        | -106         | -108         | <b>股东权益</b>    | <b>674</b> | <b>745</b> | <b>845</b>  | <b>987</b>  |
| 其他                   | -283        | 0           | 0            | 0            | <b>负债及股东权益</b> | <b>821</b> | <b>950</b> | <b>1130</b> | <b>1375</b> |
| <b>投资活动现金流净额</b>     | <b>-314</b> | <b>-104</b> | <b>-106</b>  | <b>-108</b>  | <b>基本指标</b>    |            |            |             |             |
| 债券融资                 | 0           | 0           | 0            | 0            |                | 2011A      | 2012E      | 2013E       | 2014E       |
| 股权融资                 | 507         | 0           | 0            | 0            | EPS            | 0.55       | 0.75       | 1.06        | 1.51        |
| 银行贷款增加 (减少)          | -13         | 0           | 0            | 0            | BVPS           | 12.59      | 13.92      | 15.80       | 18.45       |
| 筹资成本                 | 0           | -7          | -13          | -21          | PE             | 54.73      | 40.23      | 28.53       | 20.15       |
| 其他                   | -7          | 0           | 0            | 0            | PEG            | 1.38       | 1.02       | 0.72        | 0.51        |
| <b>筹资活动现金流净额</b>     | <b>488</b>  | <b>-7</b>   | <b>-13</b>   | <b>-21</b>   | PB             | 2.41       | 2.18       | 1.92        | 1.64        |
| <b>现金净流量</b>         | <b>178</b>  | <b>-59</b>  | <b>-43</b>   | <b>-10</b>   | EV/EBITDA      | 60.19      | 37.45      | 24.37       | 16.30       |
|                      |             |             |              |              | ROE            | 0.09       | 0.11       | 0.14        | 0.17        |

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                 |
|-----|---------|-----------------|-------------|------------------------|
| 周志德 | 主管      | (8621) 68751807 | 13681960999 | zhouzd1@cjsc.com.cn    |
| 甘 露 | 副主管     | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn      |
| 杨 忠 | 华东区总经理  | (8621) 68751003 | 18616605802 | yangzhong@cjsc.com.cn  |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 | chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 | lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 | zhanghui1@cjsc.com.cn  |

### 投资评级说明

|        |                                                             |  |  |
|--------|-------------------------------------------------------------|--|--|
| 行业评级   | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：   |  |  |
| 看 好：   | 相对表现优于市场                                                    |  |  |
| 中 性：   | 相对表现与市场持平                                                   |  |  |
| 看 淡：   | 相对表现弱于市场                                                    |  |  |
| 公司评级   | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：       |  |  |
| 推 荐：   | 相对大盘涨幅大于 10%                                                |  |  |
| 谨慎推荐：  | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间                                            |  |  |
| 中 性：   | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间                                             |  |  |
| 减 持：   | 相对大盘涨幅小于-5%                                                 |  |  |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |  |  |



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。