

新股研究

询价报告

申购建议：申购

## 立思辰（300010）：国内优秀的办公信息系统服务商

### 核心观点

#### 询价结论：

我们预计公司 09-11 年摊薄每股收益为 0.47 元、0.58 元和 0.63 元。考虑到公司在行业内的领先地位以及未来行业广阔的发展空间，我们认为公司发行后合理的 09 年动态市盈率区间为 33-36 倍，对应公司二级市场股价的合理区间为 15.51 元-16.92 元。建议一级市场询价区间为 13.96 元-15.23 元。

#### 主要依据：

1、公司主营业务为向客户提供办公信息系统解决方案及服务。目前公司在行业中市场占有率位居市场第二、本土第一。从细分市场来看，公司文件管理外包服务市场排名位居次席，公司企业级视频会议解决方案市场占有率第一。公司的主要客户群为政府机构及大中型企事业单位。

2、公司属于办公信息系统服务行业。我国的办公信息系统服务市场处于起步阶段，发展空间巨大。在办公信息系统服务市场的发展过程中，以立思辰为代表的本土第三方服务商将获得巨大的市场机会。

3、公司拥有创新的商业模式，良好的品牌效应，独特的核心技术以及专业的服务体系，这些都对公司未来的业绩提供了保障。

#### 风险提示：

公司可能存在以下风险：

- (1) 行业成熟度与商业模式认知度风险。
- (2) 商业模式被复制或仿效的风险。
- (3) 投资项目的市场风险。

#### 发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	2650
发行后总股本（万股）	10515
发行日期	2009-09-25
建议询价区间（元）	13.96-15.23

#### 国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号国华投资大厦

联系人：姜瑛、曹源

电话：010-84183292

E-mail: caoyuan@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1、本次发行一般情况

**表 1 公司此次发行概况**

公司名称	北京立思辰科技股份有限公司
公司简称	立思辰
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2009-09-25
申购代码	300010
本次发行股数(万股)	2650
发行方式	网下向配售对象询价配售与网上资金 申购定价发行相结合的方式
正常发行后总股本(万股)	10515
每股收益(2008)年(元)	0.47
发行后全面摊薄每股收益(2008年)(元)	0.35
发行前每股净资产(元)	1.65

数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

## 2、公司概况

### 2.1 公司简介

公司前身为1999年1月成立的北京立思辰办公设备有限公司。2007年12月公司整体变更为股份有限公司，注册资本为人民币6500万元。公司分别于2008年6月及2009年3月对股东派送红股，公司目前的注册资本为人民币7865万元。

公司主营业务为向客户提供办公信息系统解决方案及服务，主要客户群为政府机构及大中型企事业单位。通过多年的努力开拓，公司积累了如国航、国家工商总局、国开投、中电投、中石化、中石油、大众等高端客户。针对高端企业级客户的需求，公司目前已形成标准完善的服务体系。

公司以管理型外包服务为核心，通过向客户提供办公信息系统解决方案及服务，进而协助客户降低办公成本、提高办公效率。公司的解决方案及服务包括文件管理外包服务、视音频解决方案及服务等产品组合。

公司获得中国电子信息产业发展研究院颁发的2008年度“中国信息产业办公系统节能环保突出贡献奖”。在《21世纪商业评论》组织的最佳商业模式评选中，公司获得“2008年度中国最佳商业模式奖”。

表2 公司主营业务介绍

应用	描述
文件管理外包服务	是指客户将文件处理设备、文件处理业务部分或全部外包给专业的服务商，由服务商对客户设备配置进行优化，实施专业的运营管理服务，并根据客户需要部署文件管理软件以提升客户文件在采集、分发、存储、检、流转、共享、输出等文件生命周期各环节的安全高效管理，从而降低文件处理成本，提高办公效率。该应用侧重于纸张文件和电子文件的“高效管理”。
企业级视频会议解决方案	是指企业级客户以专用的视频设备，通过互联网、专用网等传输线路，将影像、声音等信息互相传送，实现即时且互动的沟通效果，提高沟通效率。该应用侧重于视频信息、语音信息、电子信息的“实时传递与交流”。
办公应用软件	是指应用于政府及企事业单位的办公软件，在日常行政办公、工作流程审批、办公资源管理、协同办公等方面提高办公自动化水平，进而提高办公效率。该应用侧重于办公流程的自动化。

数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

## 2.2 公司股权结构及控股公司

公司目前有18名自然人股东及1名法人股东，发行前总股本为7865万股。公司第一大股东池燕明先生为公司创始人及实际控制人，现任公司董事长，目前持有公司股份3146万股，占公司发行前股本总额的40%。高新投资为公司法人股东，目前持有公司股份363万股，占公司发行前股本总额的4.62%。

公司拥有3个全资子公司，分别为：立思辰新技术公司、立思辰信息技术公司、立思辰软件技术公司。其中立思辰新技术公司被北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局共同认定为国家级高新技术企业，并取得国家保密局“涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书”；立思辰软件技术公司被北京市科学技术委员会认定为软件企业。

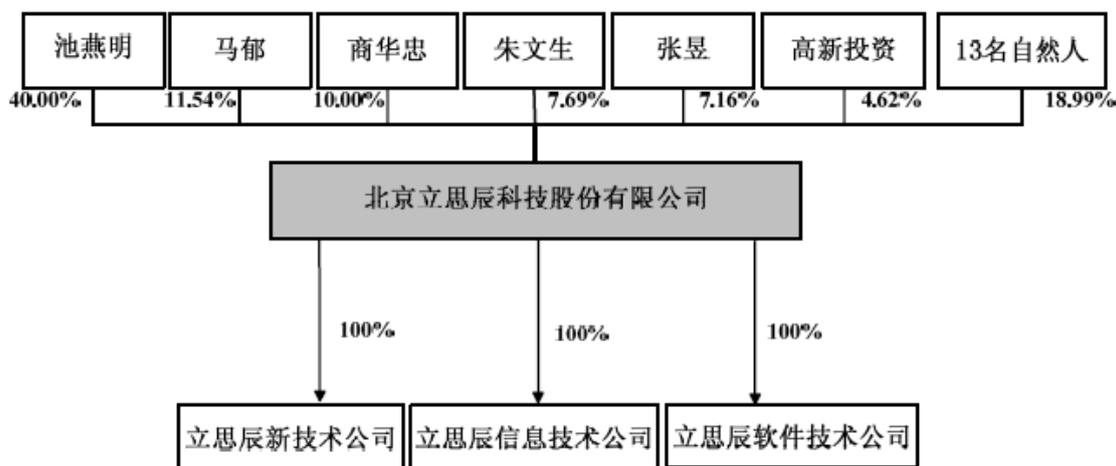
表3 公司股权结构一览

股东情况	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
发起人股				
池燕明	3146.00	40.00%	3146.00	29.92%
马郁	907.50	11.54%	907.50	8.63%
商华忠	786.50	10.00%	786.50	7.48%
朱文生	605.00	7.69%	605.00	5.75%
张昱	563.26	7.16%	563.26	5.36%
高新投资(国家股)	363.00	4.62%	98.00	0.93%
邓晓	314.60	4.00%	314.60	2.99%

股东情况	发行前		发行后	
	股数 (万股)	比例	股数 (万股)	比例
彭小勇	242.00	3.08%	242.00	2.30%
刘辉	167.34	2.13%	167.34	1.59%
杜大成	139.15	1.77%	139.15	1.32%
唐华	121.00	1.54%	121.00	1.15%
林开涛	121.00	1.54%	121.00	1.15%
王利	110.11	1.40%	110.11	1.05%
刘晓宁	55.66	0.71%	55.66	0.53%
华婷	55.42	0.70%	55.42	0.53%
张旭光	51.30	0.65%	51.30	0.49%
郝刚	48.40	0.62%	48.40	0.46%
蔡屹立	43.56	0.55%	43.56	0.41%
乔坤	24.20	0.31%	24.20	0.23%
全国社会保障基金理事会	-	-	265.00	2.52%
社会公众股 (A 股)	-	-	2650.00	25.20%
总股本	7865.00	100.00%	10515.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

图 1 公司股权结构图 (发行前)



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

### 2.3 公司主要财务指标

表4 公司主要财务指标

财务指标	2009.6.30	2008.12.31	2007.12.31	2006.12.31
流动比率 (倍)	2.02	1.68	1.46	1.11
速动比率 (倍)	1.41	1.04	0.91	0.25
资产负债率 (母公司)	25.84%	31.89%	47.16%	74.30%
无形资产 (土地使用权除外) 占净资产的比例	1.61%	1.97%	0.02%	0.08%
归属于公司股东的每股净资产 (元)	1.65	1.57	1.19	5.82

财务指标	2009.6.30	2008.12.31	2007.12.31	2006.12.31
应收账款周转率(次)	3.29	7.84	11.15	10.97
存货周转率(次)	2.06	3.66	2.83	1.18
利息保障倍数(倍)	124.24	83.45	142.3	1,516.53
息税折旧摊销前利润(万元)	2356.19	4214.31	3607.03	1,992.08
归属于公司股东的净利润(万元)	1885.65	3675.83	2651.02	1257.29
归属于公司股东扣除非经常性损益后的净利润(万元)	1885.65	3698.40	2621.98	1260.37
每股经营活动产生的净现金流量(元)	0.13	0.38	0.51	-1.32
每股净现金流量(元)	0.03	0.17	0.42	-0.55

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

## 2.4 募集资金投向

公司此次募集资金主要投向两个大项目, 分别为: 服务及营销网络建设项目及研发中心项目。总投资额约为27622.76万元。项目资金具体分配情况见表5。

**服务及营销网络建设项目:** 本项目计划投资17729.50万元。本项目投资后, 公司业务有望覆盖全国重点城市。这有利于公司扩大市场份额, 进而强化公司在办公信息系统服务市场的领先地位。

**研发中心项目:** 本项目分为三个子项目, 共计划投资9893.26万元。这三个子项目目前已具备良好的开发基础, 与公司业务紧密结合且市场需求明确。本项目的顺利开发有利于公司业务的深化以及公司核心竞争力的提高。

表5 公司募集资金投向(单位: 万元)

项目名称		投入资金
1. 服务及营销网络建设项目		17729.50
2. 研发中心项目	2.1 文件生命周期协同管理系统项目	4248.99
	2.2 嵌入式文件信息安全管理系统项目	2683.01
	2.3 高效音视频会议综合控制系统项目	2961.26
合计		27622.76

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

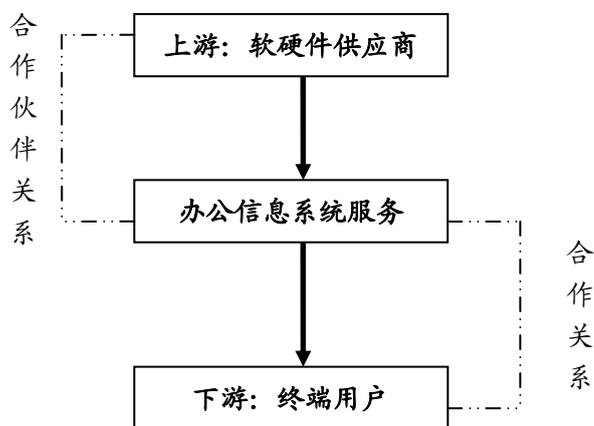
## 3、行业概况及公司地位

### 3.1 行业概况

信息时代孕育的新兴行业—**信息系统服务行业**。公司属于办公信息系统服务行业。办公信息系统服务市场是在信息技术高速发展以及现代办公应用需求不断升级的背景下孕育出的新型市场, 它是传统办公向现代新型办公的全面升级。办公信息系统服务主要有如下三种应用: 文件管理外包服务、企业级视频会议解决

方案、办公应用软件。行业的上游行业为硬件供应商。上游行业提供办公信息系统的各种设备、系统软件、管理软件等。行业的下游为广大终端用户。通常来说具备一定规模且信息处理量大的企事业单位都是本行业的目标客户。本行业与上游行业是合作伙伴关系。本行业通过准确把握客户需求，整合上游资源，将上游供应商的软硬件产品应用到所提供的办公信息系统解决方案及服务中。具备丰富行业经验和技术服务能力的提供商能赢得客户的高度信赖，从而使双方形成长期的合作关系。

图2 行业上下游关系



资料来源：国都证券研究所

**办公信息系统服务在发达国家应用广泛且市场规模巨大。**目前办公信息系统服务在欧美等发达国家的应用已非常普遍，且市场规模巨大。2006年世界500强中已有85%的企业采用了全部或部分文件管理外包服务。2007年度，北美主要的文件管理外包服务商中，施乐实现服务收入82亿美元，IKON实现收入42亿美元。在视音频方面，美国约有91%的商业企业倾向于采取视频会议的工作方式。视频会议系统在美国已渗透到各个行业，成为重要的沟通手段。同时，视音频管理外包服务也越来越被客户认可，众多视音频解决方案提供商如美国的IVCi、欧洲的BT Conferencing等，均可同时提供视频会议系统长期运营管理、视频会议系统租赁等视音频管理外包服务，并开始出现专业的视音频管理外包服务商，如美国的Glowpoint、欧洲的Mvision等。

**国内潜在市场空间巨大。**我国的办公信息系统服务市场处于起步阶段，发展空间巨大。由于具有节约、高效、环保、健康的价值，办公信息系统服务作为市场潮流，日益得到国内大型行业用户的认可。在客户群方面，达到一定规模的政

府机构和大中型企事业单位都可能成为办公信息系统服务的客户。我国的办公信息系统服务市场拥有庞大的潜在客户群体。根据赛迪顾问2009年对大型国有企业所做的调研，目前应用文件管理外包服务的企业比例不足6%，但有超过90%的企业表示在1-2年内可以考虑采用文件管理外包服务；在尚未采用视频会议系统的企业当中，超过70%的被调查企业表示会在未来1-2年内采用。

**国内第三方服务商优势明显。**在办公信息系统服务市场的发展过程中，本土的服务商将获得巨大的市场机会。政府、教育、国防科研等行业以及本土大型企业通常以采购本土化服务为主。本土服务商在适应本土客户需求、提供灵活的本土化服务等方面具有明显优势。此外，中国市场中，国外服务商大多是设备制造商，较少采用第三方的产品，而以立思辰为代表的第三方服务商却可以根据客户需求，从市场中自由选择硬件设备和应用软件，为本土客户提供更合适的解决方案及服务，因此在本土客户的开拓方面比国外服务商更有优势。随着本土客户市场的持续成长，本土的服务商将获得巨大的发展机会。

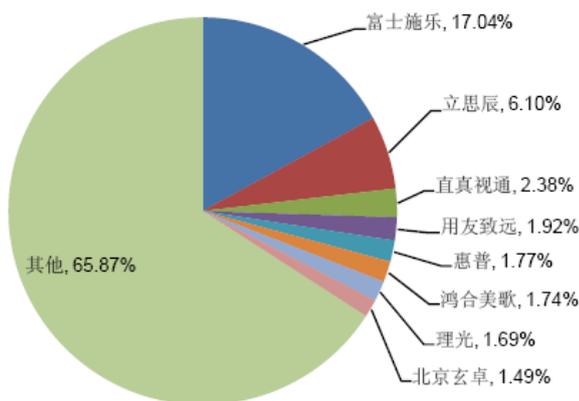
### 3.2 公司的行业地位

**总体而言：目前公司在行业中市场占有率位居市场第二、本土第一。**2008年公司在办公信息系统服务市场的市场占有率为6.10%，居于市场第二位、本土企业第一位的显著位置。公司的主要竞争对手富士施乐的市场占有率为17.04%，从市场占有率来看目前公司较富士施乐仍有一定差距。但其余同业竞争者的市场份额相对较少，对公司市场地位的威胁较小。

**细分市场：公司文件管理外包服务市场排名位居次席。**在国内文件管理外包服务细分市场中，2008富士施乐整体市场占有率为47.81%，独占鳌头；该项业务公司的市场占有率为5.68%（2007年市场占有率为4.55%），位居次席。惠普、理光两家公司在该项业务的市场份额与公司较为接近。

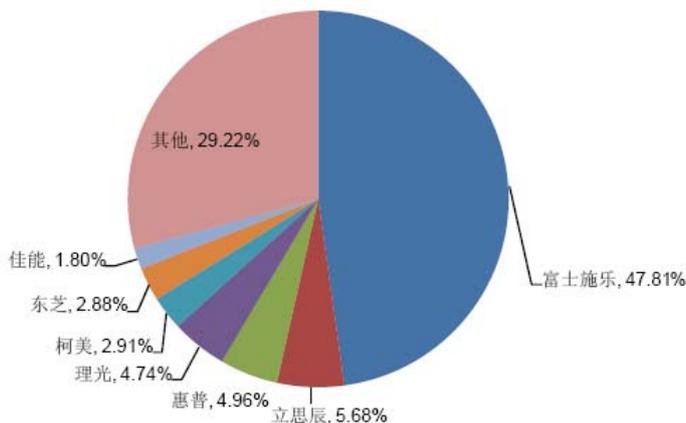
**细分市场：公司企业级视频会议解决方案市场占有率第一。**2008年我国企业级视频会议解决方案细分市场仍处于高度分散状态，大量区域性解决方案提供商占据了70%以上的市场份额。该项业务公司占有8.78%的市场份额（2007年市场占有率为8.50%），位居细分市场第一位。

图3 2008年办公信息系统服务市场份额



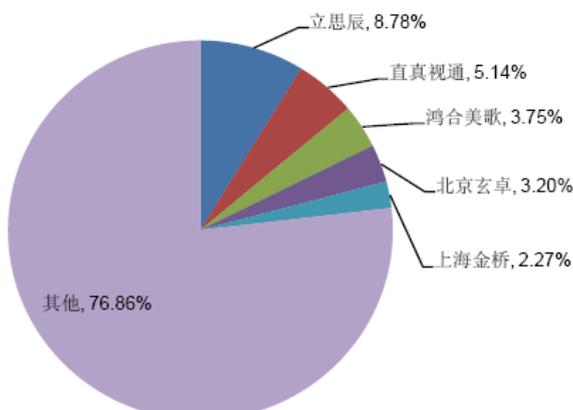
资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

图4 2008年文件管理外包服务市场份额



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

图5 2008年企业级视频会议解决方案市场份额



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

## 4、公司的竞争优势

公司拥有创新的商业模式，良好的品牌效应，独特的核心技术以及专业的服务体系，这些都对公司未来的业绩提供了保障。

**创新的商业模式：**公司将传统的以设备销售为主的商业模式，转化为以“整合设计、专业外包、长期服务”为核心的新商业模式；公司与客户签订3-5年长期服务合同，收入稳定、可预期，并具有累加效应；公司可提供办公信息系统服务多种产品组合，业务具有良好的延展性；通过新型商业模式，公司与供应商、客户结为利益一致的伙伴，形成多方共赢的业务系统，并保持与社会和环境协调发展。

**良好的品牌效应：**公司拥有国家保密局颁发的“涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书”，在为政府、军队、国防科研及某些国有特大企业提供服务时具有优势；已经在办公信息系统服务领域形成良好的“立思辰”品牌。

**独特的核心技术：**公司建立了完善的技术创新体系。公司自主研发的10项核心技术及23项计算机软件著作权登记证书、9项软件产品登记证书，已经在业务中大量应用。

**专业的服务体系：**公司已形成达到高端企业级客户需求标准的完善的服务体系，且已建成强大的服务资源管理系统，可以将仓储库存管理、客户信息管理、设备维保管理、接单派单调度整合到统一的体系中进行管理。

## 5、盈利预测

表 6 公司未来三年业绩预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>一、营业总收入</b>	<b>11817.14</b>	<b>21871.91</b>	<b>26842.83</b>	<b>36237.82</b>	<b>47109.16</b>	<b>58886.45</b>
营业收入	11817.14	21871.91	26842.83	36237.82	47109.16	58886.45
<b>二、营业总成本</b>	<b>9900.77</b>	<b>18433.30</b>	<b>23184.98</b>	<b>30935.77</b>	<b>40560.05</b>	<b>51093.82</b>
营业成本	8850.13	16164.85	18764.75	25366.47	33447.50	42398.24
营业税金及附加	31.09	243.14	373.35	507.33	706.64	942.18
销售费用	612.83	1023.27	2556.61	3261.40	4239.82	5299.78
管理费用	284.68	702.59	1316.74	1630.70	2119.91	2649.89
财务费用	0.76	20.56	60.86	-1.09	-141.33	-353.32
资产减值损失	121.27	278.89	112.67	170.95	187.50	157.04
<b>三、其他经营收益</b>						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>1916.37</b>	<b>3438.61</b>	<b>3657.84</b>	<b>5302.05</b>	<b>6549.11</b>	<b>7792.63</b>
加：营业外收入	0.47	0.00	175.10	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	97.45	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>1916.84</b>	<b>3438.61</b>	<b>3735.49</b>	<b>5302.05</b>	<b>6549.11</b>	<b>7792.63</b>
减：所得税	662.94	803.62	59.67	397.65	491.18	1168.89
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>1253.90</b>	<b>2634.99</b>	<b>3675.83</b>	<b>4904.40</b>	<b>6057.92</b>	<b>6623.74</b>
减：少数股东损益	-3.39	-16.03	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1257.29</b>	<b>2651.02</b>	<b>3675.83</b>	<b>4904.40</b>	<b>6057.92</b>	<b>6623.74</b>
<b>七、每股收益</b>						
<b>每股收益（摊薄）</b>	<b>0.12</b>	<b>0.25</b>	<b>0.35</b>	<b>0.47</b>	<b>0.58</b>	<b>0.63</b>

数据来源：Wind、国都证券研究所

## 6、估值定价

我们预计公司 09-11 年摊薄每股收益为 0.47 元、0.58 元和 0.63 元。我们选取了 6 家可比上市公司进行估值比较，如表 7 所示。6 家可比上市公司 09 年动态 PE 的平均值为 32.35 倍。

考虑到公司在行业内的领先地位以及未来行业广阔的发展空间，我们认为公司发行后合理的 09 年动态市盈率区间为 33 - 36 倍，对应公司二级市场股价的合理区间为 15.51 元 - 16.92 元。考虑到限售期的影响，我们在合理价值区间上给予 10% 的折扣，建议一级市场询价区间为 13.96 元 - 15.23 元。

表 7 可比上市公司市盈率（按 09 年 9 月 21 日收盘价计算）

证券代码	证券简称	静态 PE	09 年动态 PE
600797	浙大网新	70.16	30.95
600588	用友软件	31.76	26.94
600845	宝信软件	37.31	29.90
002063	远光软件	41.94	33.79
600718	东软集团	41.93	32.43
002268	卫士通	55.01	40.07
-	平均	46.35	32.35

数据来源：Wind、国都证券研究所

## 7、风险提示

**行业成熟度与商业模式认知度风险。**整体来看，目前国内办公信息系统服务行业尚处于起步阶段。尽管近年来发展速度较快，但整体市场普及程度与欧美发达国家仍有一定差距。公司在业务拓展过程中经常需要进行一定的市场推广和客

户教育工作，市场的增长速度尚存一定的不确定性。

**商业模式被复制或仿效的风险。**随着国内办公信息系统服务市场发展，我们预计未来进入该行业的公司会逐年增多。若公司不能持续增强自身的核心竞争力及创新能力，则其现有商业模式有被复制或仿效的风险。

**投资项目的市场风险。**公司在面向新市场开拓业务时，若不能及时适应各区域市场的特点和满足当地客户的需求，则有可能影响到应用软件的成功推广和应用，进而对公司的盈利水平造成影响。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。