

# 立思辰

300010

## 文件管理外包服务将快速发展

上市定价区间预测 (元)
<b>RMB 23.40-25.20</b>

### 发行数据

发行数量 (万股)	2650
筹金额 (亿元)	4.77
发行价 (元)	18.00
发行市盈率 (倍)	51.5
上市日期	
主承销商	国海证券

### 发行后股权数据

总股本 (百万股)	105.15
流通 A 股 (百万股)	2650
流通 H 股 (百万股)	N/A
流通股比例 (%)	25.2

### 控股股东

控股股东简称	池燕明
持股比例 (%)	40.00
所有制性质	个人控股

经营预测与估值	2008A	2009H1	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	268	153	366	468
增长率 (%)	22.7		36.3	28.1
净利润 (百万元)	37	19	51	68
增长率 (%)	38.7		37.5	35.1
EPS (元)	0.47	0.24	0.48	0.65
发行 P/E (倍)	38.5		37.4	27.7

- 北京立思辰科技股份有限公司 (300010) 主要向政府机构和大中型企事业单位提供文件管理外包服务和视音频解决方案和服务, 公司还从事文件设备分销。
- 早期立思辰是设备代理商, 代理东芝、雷立等公司的产品。2004 年后公司的业务模式从“设备销售 + 零件耗材 + 后续维修保养”转变为“整合设计、专业外包、长期服务”。本质上, 立思辰的文件管理外包服务可以被视为 IT 服务的一种。通过上市获得资金后立思辰在未来两三年内将快速成长。
- 办公信息系统服务外包是趋势。赛迪顾问预计 2009-2013 年我国文件管理外包服务细分市场预计将以年均 34.49% 的速度增长, 企业级视频会议解决方案细分市场预计将以年均 22.73% 的速度增长。
- 我们预计 2009、2010 和 2011 年立思辰的文件管理外包分别增长 78.6%、45.0% 和 40.0%, 视音频解决方案的收入分别增长 13.5%、25.0% 和 20.0%, 文件设备销售业务的收入分别增长 42%、5% 和 2%。三项业务的毛利率基本维持 2008 年的水平。
- 预计 2009、2010 和 2011 年立思辰的收入分别为 3.7、4.7 和 5.9 亿元, 净利润分别为 5055、6828 和 9105 万元, 按发行后股本计算每股收益分别为 0.48、0.65 和 0.87 元。
- 我们认为新股发行价格偏高, 投资者需要耐心等待机会。

### 最近 52 周股价表现

分析师  
**龚浩**  
 (021) 5010 6003  
 gonghao@lhq.com

张熙  
 (021) 5010 2026  
 Zhangxi@lhq.com

## 文件管理外包和视音频解决方案/服务提供商

北京立思辰科技股份有限公司（300010）主要向政府机构和大中型企事业单位提供文件管理外包服务和视音频解决方案和服务，公司还从事文件设备分销。

文件管理外包服务是向企业客户提供办公文印系统的专业咨询和整合优化设计方案，提供或调整文件设备，部署文件管理软件，与客户签订 3-5 年的服务合同，全面接管其设备运营、零件耗材供应、维修保养，并提供升级等服务。

视音频解决方案是为客户提供包括需求调研、项目咨询、方案设计与演示、设备选型、软件部署、项目实施和技术支持等在内的全面解决方案及服务。公司还可以提供视音频管理外包服务—除设计、实施、维护外，还全面接管视音频系统的管理与运行。

综合而言，立思辰给企业客户提供有关文件管理和视音频的流程优化方案、软件、硬/软件部署实施以及长期运营外包。

在文件管理外包服务中，客户可以选择自购设备或者由立思辰提供设备，后续的服务费采用按张收费方式—客户将耗材、零件、设备维护保养等文件输出（打印、复印和传真等）的相关费用以按文件输出量计费的方式支付给外包服务商。文件管理外包服务一般按月确认收入、次月收款（部分按季收款）。

视音频解决方案和服务是典型的系统集成业务。立思辰提供所代理的产品、咨询、方案、实施和/或单独的运营维护服务等。立思辰主要代理挪威腾博的视频通讯产品。

表 1 立思辰收入构成（单位：百万元）

	2006		2007		2008		2009H1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
办公信息系统解决方案及服务	87	32.9%	162	33.3%	218	35.6%	116	34.8%
文件管理外包	13	20.6%	40	35.4%	72	36.1%	50	33.2%
视音频解决方案	74	35.1%	121	32.6%	146	35.4%	66	36.0%
文件设备销售	31	3.0%	57	5.7%	51	6.5%	36	6.1%
合计	118	25.1%	219	26.1%	268	30.1%	153	28.0%

数据来源：北京立思辰科技股份有限公司招股说明书

在公司 2008 年的收入中，文件管理外包占 26.7%，视音频解决方案占 54.4%，文件设备销售占 18.9%。文件管理外包和视音频解决方案业务的毛利率较高，达到 35%以上；文件设备销售是一种渠道分销业务，毛利率仅为 6.5%。

## 从卖设备到卖服务

早期立思辰是设备代理商，代理东芝、雷立等公司的产品。2004 年后公司的业务模式从“设备销售 + 零件耗材 + 后续维修保养”转变为“整合设计、专业外包、长期服务”。新的模式即为现在文件管理外包服务。

对客户而言，新业务模式使文件设备的使用、维护保养更加专业，节约成本。

对立思辰而言，新业务模式使其与客户的耦合度更高。立思辰不仅在销售和维修保养时接触客户，而且通过文件管理外包介入客户的业务流程，协助客户优化业务流程。例如立思辰的文件生命周期管理解决方案通过扫描纸质文档可以实现文件的存储、分类和检索。新业务模式不仅包含原先设备销售和售后服务的价值，而且还包含相关增值服务的价值，因此盈利能力更高。

向客户提供文件设备的外包服务模式对资金有较高要求。立思辰提供的一部分设备由融资租赁获得。根据招股说明书的披露，2007年和2008年新增电子设备类固定资产占当年新增文件管理外包服务收入分别为34.1%和25.3%。我们推断对文件设备的投入占文件管理外包服务收入1/3左右。

本质上，立思辰的文件管理外包服务可以被视为IT服务的一种。东华软件、华胜天成从事的服务器、路由器和存储器等IT产品分销和集成也是一种IT服务。比较三家公司上市前一年的毛利率后投资者可以发现纯服务业务的毛利率都比较高（见表2）。立思辰的服务业务（公司业务分类称为“办公信息系统解决方案及服务”）的毛利率低于其他两家公司是因为它的这项业务包含硬件销售；其他两家公司的整体毛利率低于立思辰是因为它们的硬件业务收入比重较高。

**表2 三家IT服务公司上市前一年毛利率比较**

	硬件	软件	服务	整体
立思辰	6.5%	0.0%	35.6%	30.1%
东华软件	9.7%	92.2%	53.5%	22.1%
华胜天成	16.7%	27.2%	73.8%	20.9%

数据来源：相关上市公司招股说明书

我们曾经归纳出一个规律，A股的典型IT服务公司每1元新增收入需要投入0.3元流动资金。在立思辰的模式中流动资金投入变为固定资产投入。另外一个规律是，上市使需要资金的IT服务业务在上市后的三年时间中快速发展。东华软件和华胜天成在上市后三年中收入分别年均增长36.2%和37.7%。

## 办公信息系统服务市场发展快

办公信息系统服务外包是趋势。据国际外包协会统计，2006年世界500强中已有85%全部或部分采用了文件管理外包服务。Photizo Group预测未来几年北美和欧洲的文件管理外包服务市场的年均复合增长率将超过25%，2013年北美及西欧市场的销售收入将超过450亿美元。

赛迪顾问认为当使用人数达到500人以上或者企业达到中型规模时，文件管理外包服务即可明显节约成本。目前我国达到这一标准的企业在15万家以上。使用企业级视频会议解决方案的主要是政府机构、军队以及大型企业等用户。据CBIResearch统计，2009年这类用户在我国有3万家左右。

赛迪顾问预计2009-2013年我国文件管理外包服务细分市场预计将以年均34.49%的速度增长，2013年市场规模将达到61.20亿元；2009-2013年我国企业级视频会议解决方案细分市场预计将以年均22.73%的速度增长，2013年市场规模将达到50.40亿元。

在国内文件管理外包市场中，富士施乐的市场占有率居第一，2008年达到47.8%；立思辰居第二位，2008年为5.68%。企业级视频会议解决方案市场比较

分散，2008 年立思辰的市场份额居第一位，为 8.8%，前五名供应商份额合计不超过 30%。

与富士施乐、惠普和理光等同时从事设备生产和文件管理外包服务的厂商相比，立思辰的不同之处在于它是本土的第三方服务提供商。第三方服务提供商在设备选择上较为开放，同时本土企业从事服务业务有优势。与国内的服务商相比，立思辰的规模较大，逐渐形成全国性服务网络。上市公司的融资能力使其具备更强的扩张性。

## 本次募集资金投入项目

首次公开发行 2650 万股股票，投入服务及营销网络建设和研发中心两个项目，分别需要资金 1.77 亿元和 9893 万元。

在服务及营销网络建设项目中，公司将在全国 19 个城市设立分公司。

在研发中心建设项目中公司将开发文件生命周期协同管理系统、嵌入式信息安全管理系统和高效音视频会议综合控制系统等三个项目。

## 财务分析和盈利预测

表 1 显示 2006—2008 年文件管理外包业务的收入增长最快，年均增长 130.6%；视音频解决方案和服务的收入年均增长 40.5%，也比较快；文件设备销售业务增长比较慢。2009 年上半年的数据预示今年文件管理外包的收入增长仍然很快。

**表 3 三家 IT 服务公司 2008 年杜邦分析**

	净资产收益率	净利润率	总资产周转率	权益乘数
立思辰	32.6%	13.7%	1.28	1.86
东华软件	16.4%	15.3%	0.62	1.72
华胜天成	14.4%	6.9%	1.10	1.91

数据来源：相关上市公司财务报告

立思辰、东华软件和华胜天成同样从事 IT 服务。表 3 的杜邦分析显示三家公司的财务数据有可比性。立思辰和东华软件的净利润率比较高，华胜天成较低，这是因为前两家公司的服务业务比重较高。立思辰的净资产收益率较高，但是募集资金以后将下降到 10%左右。

我们预计 2009、2010 和 2011 年立思辰的文件管理外包分别增长 78.6%、45.0%和 40.0%，视音频解决方案的收入分别增长 13.5%、25.0%和 20.0%，文件设备销售业务的收入分别增长 42%、5%和 2%。三项业务的毛利率基本维持 2008 年的水平。上市以后第一年费用增长较快，第二年与第一年相比增幅不大。

预计 2009、2010 和 2011 年立思辰的收入分别为 3.7、4.7 和 5.9 亿元，净利润分别为 5055、6828 和 9105 万元，按发行后股本计算每股收益分别为 0.48、0.65 和 0.87 元。

每股 18 元的新股发行价相当于 09 年 37.5 倍市盈率。如果上市首日开盘价较发行价溢价 30%，则相当于 10 年 34.4 倍市盈率。投资者需要耐心等待机会。

**表 4 立思辰盈利预测（单位：百万元、元）**

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	219	268	366	468	585
营业收入	219	268	366	468	585
二、营业总成本	184	232	311	394	486
营业成本	162	188	260	328	406
营业税金及附加	2	4	4	5	6
销售费用	10	26	30	38	47
管理费用	7	13	16	21	24
财务费用	0	1	-1	-1	1
资产减值损失	3	1	1	2	2
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	34	37	55	75	100
加：营业外收入	0	2	2	2	2
减：营业外支出	0	1	1	1	1
五、利润总额	34	37	56	76	101
减：所得税	8	1	6	8	10
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	26	37	51	68	91
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	27	37	51	68	91
七、每股收益					
基本每股收益	0.41	0.47	0.48	0.65	0.87

数据来源：北京立思辰科技股份有限公司招股说明书，联合证券研究所

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8212 5143  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层  
邮政编码: 200121  
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。