

拓尔思 (300229):

A股市场搜索引擎第一股

投资要点:

1. 事件

拓尔思 (300229) 即将上市交易, 我们分析其发展前景和上市交易价格。

本次发行 3000 万股, 占发行后总股本的 25%。发行价格 15 元/股, 按发行后总股本计算的发行市盈率 31.76 倍。募集资金总额 4.5 亿元。

2. 我们的分析与判断

A股市场搜索引擎第一股

公司专注于非结构化信息处理的核心技术研发与市场拓展, 是中文全文检索技术的创始者, 在中文信息检索和文本挖掘领域具有国内外领先的原创技术, 率先在国内推出平台化内容管理软件和文本挖掘软件。公司对这些核心技术和产品拥有完全自主知识产权。

公司涉及的细分市场包括企业搜索、内容管理、知识管理和竞争情报、垂直搜索。据赛迪统计, 2009 年公司在中国企业搜索市场中占有率为 29.0%, 排名第一, 并在高端用户市场优势明显。

股权集中度较高

公司的控股股东为信科互动, 持股比例为 75.63%。信科互动共有两个股东, 均为自然人, 其中李渝勤女士持有信科互动 80% 的股权, 施水才先生持有信科互动 20% 的股权。信科互动除控股公司外, 无其他控股公司或参股公司。

公司的实际控制人为李渝勤女士, 李渝勤女士直接持有信科互动 80% 的股权, 间接持有公司 60.50% 的股份。

“新摩尔定律”推动非结构化信息处理市场快速发展

“新摩尔定律”提出 Internet 的带宽每 9 个月会增加一倍的容量, 但成本也同时降低一半。非结构化信息暴增, 使掌握这些信息的政府、企事业单位越发认识到对信息“搜索·整合·发现”对管理及业务价值提升的至关重要的作用。根据赛迪顾问的统计, 中国企业搜索软件市场 2009 年市场规模达 2.90 亿元, 到 2012 年市场规模将达 5.86 亿元。

3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年公司盈利 0.85 亿元, 1.23 亿元, 1.72 亿元, 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71, 1.02, 1.43。考虑公司在其细分行业中的龙头地位, 参考其他可比上市公司市盈率水平, 我们估计公司二级市场价格将在 17.75-21.3 元区间, 对应 PE 为 25-30 倍。

拓尔思 (300229.sz)

未评级

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

发行数据

总股本 (万股)	12000
发行股本 (万股)	3000
发行价格 (元)	15

一、专注于非结构化信息管理处理的国内龙头公司

公司专注于非结构化信息处理的核心技术研发与市场拓展，是中文全文检索技术的创始者，公司的主要创业人员早在 80 年代末就已开展中文全文检索技术的研究，在中文信息检索和文本挖掘领域具有国内外领先的原创技术，率先在国内推出平台化内容管理软件和文本挖掘软件。公司对这些核心技术和产品拥有完全自主知识产权。

根据赛迪顾问的统计，2009 年公司在中国企业搜索市场中占有 29.0% 的市场份额，排名第一。公司在高端用户市场优势明显，高端市场主要是指国家部委和省级政府部门、国家涉密单位、国内主要新闻媒体、科研院所、大型企业集团等领域记录条数千万级以上的数据搜索应用。公司已经实施的代表性项目案例包括：媒体行业的新华社多媒体数据库系统、专利行业的国家知识产权局专利检索服务平台、公安综合查询系统等。

表 1：拓尔思 2007-2009 年产品及服务细分目标市场占有率

国内细分市场	2007 年		2008 年		2009 年	
	占有率	份额排名	占有率	份额排名	占有率	份额排名
企业搜索软件	33.90%	1	34.00%	1	29.00%	1
内容管理软件	9.50%	4	9.60%	4	9.30%	4
Web 内容管理软件	15.20%	1	15.30%	1	14.80%	1
知识管理和竞争情报软件	3.50%	4	4.80%	4	5.00%	4
垂直搜索及舆情监测软件	8.10%	1	8.00%	1		

资料来源：公司招股说明书

二、信息爆炸增长，未来非结构化信息处理市场空间广阔

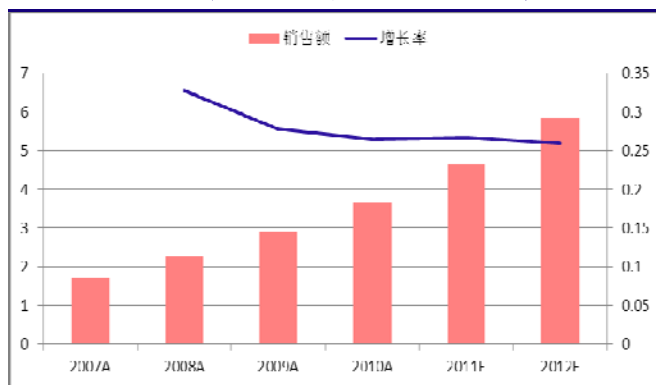
公司与人们熟知的 Google、百度等互联网搜索引擎在客户和需求方面、技术方面和商业模式有所区别，其业务绝大多数针对企业级内部搜索，这些信息通常被称为“Deep-Web”或者“防火墙内的信息”。

“1999 世界电信论坛会议”副主席，加拿大北电网络公司 (Nortel) 总裁约翰·罗斯 (John Roth) 在日内瓦世界电信论坛会议上提出“新摩尔定律”——光纤定律 (Optical law)，即“Internet 的带宽每 9 个月会增加一倍的容量，但成本也同时降低一半，比半导体芯片在 18 个月中的变革幅度还大一倍”。英国技术预测专家詹姆斯·马丁的测算结果也表明同样的趋势。

随着数据量的快速增长，拥有大量信息数据的政府、企事业单位越来越多认识到信息正在影响和驱动着许多至关重要的业务过程，特别是非结构化信息，对这些信息有效管理并挖掘信息价值，能够给企业带来超值回报。非结构化数据信息处理目前国内尚处于市场培育阶段，未来空间广阔。

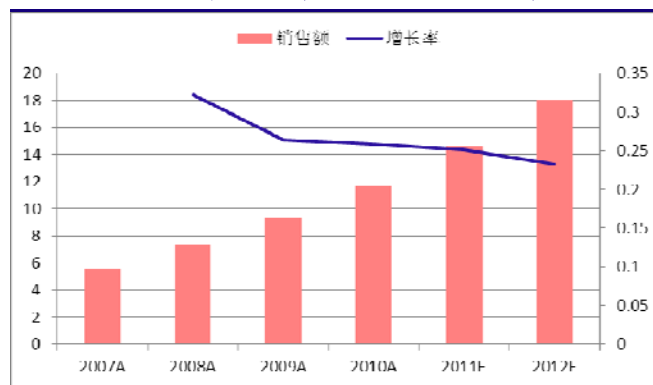
根据赛迪顾问的统计，中国企业搜索软件市场 2009 年市场规模达 2.90 亿元，同比增长 27.6%，市场依然保持高速增长，明显高于中国软件市场整体的增长速度，成为软件产业新的应用亮点。2010—2012 年，在行业应用需求持续性强势拉动下，中国企业搜索软件市场将继续保持较快增长，到 2012 年市场规模将达 5.86 亿元。而中国内容管理软件市场 2009 年市场规模达 9.29 亿元，同比增长 26.4%，到 2012 年市场规模将达 18.03 亿元。

图 1: 2007 - 2012 中国企业搜索软件市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: CCID, 中国银河证券研究部

图 2: 2007 - 2012 中国内容管理软件市场规模: (单位: 亿元)



资料来源: CCID, 中国银河证券研究部

三、公司股权集中度较高，核心竞争优势明显

公司的控股股东为信科互动，持股比例为 75.63%。信科互动共有两个股东，均为自然人，其中李渝勤女士持有信科互动 80% 的股权，施水才先生持有信科互动 20% 的股权。信科互动除控股公司外，无其他控股公司或参股公司。公司的实际控制人为李渝勤女士，李渝勤女士直接持有信科互动 80% 的股权，间接持有公司 60.50% 的股份。

公司在非结构化信息处理领域拥有较高的市场份额，核心竞争优势明显，主要体现在以下几个方面：1、市场地位和客户资源优势；2、研发创新优势；3、产品技术优势；4、技术团队优势；5、特殊行业准入优势。

四、盈利预测及投资建议

我们预计 2011-2013 年公司盈利 0.85 亿元，1.23 亿元，1.72 亿元，2011-2013 年 EPS 分别为 0.71，1.02，1.43。考虑公司在其细分行业中的龙头地位，参考其他可比上市公司市盈率水平，我们估计公司二级市场价格将在 17.75-21.3 元区间，对应 PE 为 25-30 倍。

暂不予以评级。

表 2: 拓尔思 (300229) 财务报表预测 (百万元)

(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	103.59	124.59	147.66	206.56	287.95	389.73
增长率		20.3%	18.5%	39.9%	39.4%	35.3%
营业总成本	(66.37)	(74.56)	(92.81)	(127.26)	(174.30)	(232.14)
营业成本	(21.81)	(27.72)	(29.77)	(40.00)	(52.86)	(67.95)
营业毛利	81.78	96.87	117.89	166.56	235.09	321.78
毛利率	78.9%	77.8%	79.8%	80.6%	81.6%	82.6%
增长率		18.5%	21.7%	41.3%	41.1%	36.9%
营业税金及附加	(2.07)	(3.15)	(4.42)	(5.00)	(6.00)	(7.00)
销售费用	(19.03)	(22.55)	(26.49)	(37.18)	(51.83)	(70.15)
销售费用率	18.4%	18.1%	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%
增长率		18.5%	17.5%	40.4%	39.4%	35.3%
管理费用	(25.73)	(24.33)	(36.04)	(49.57)	(69.11)	(93.54)
管理费用率	24.8%	19.5%	24.4%	24.0%	24.0%	24.0%
增长率		-5.4%	48.1%	37.6%	39.4%	35.3%
财务费用	0.19	0.03	(0.51)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
资产减值损失	(0.11)	(1.44)	(0.44)	0.00	0.00	0.00
非经营性净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	34.65	45.37	51.02	74.30	107.65	150.59
增长率		30.96%	12.44%	45.65%	44.88%	39.89%
营业外收入	13.55	12.27	16.97	20.66	28.80	38.97
营业外收入/销售收入	13.1%	9.8%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
营业外支出	(0.30)	(0.02)	(0.69)	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.89	57.62	67.30	94.96	136.45	189.57
所得税费用	(3.37)	(5.81)	(6.99)	(9.50)	(13.64)	(18.96)
实际税率	7.0%	10.1%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	44.53	51.81	60.30	85.46	122.80	170.61
母公司所有者的净利润	44.53	51.81	60.30	85.46	122.80	171.61
增长率		16.4%	16.4%	41.7%	43.7%	39.7%
销售净利润率	43.0%	41.6%	40.8%	41.4%	42.6%	44.0%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
股本(百万)		90.00		120.00		
每股收益 (摊薄)	0.495	0.576	0.670	0.712	1.023	1.430

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

表 3: 可比公司相对估值参数

证券代码	证券简称	股价		EPS		PE		
		2011-6-14	2010	2011	2012	2010	2011	2012
002279.SZ	久其软件	19.08	0.42	0.53	0.71	45.31	36.14	26.88
002439.SZ	启明星辰	33.89	0.69	0.87	1.09	49.12	39.02	31.04
300047.SZ	天源迪科	13.17	0.61	0.62	0.85	21.59	21.22	15.51
002474.SZ	榕基软件	37.88	0.93	1.29	2.05	40.84	29.41	18.48
300075.SZ	数字政通	22.42	1.00	0.85	1.15	22.42	26.39	19.53
300085.SZ	银之杰	11.95	0.63	0.84	1.11	18.91	14.27	10.77
002268.SZ	卫士通	15.86	0.49	0.56	0.79	32.37	28.40	20.18
300188.SZ	美亚柏科	37.18	1.03	1.15	1.65	36.10	32.25	22.50
002405.SZ	四维图新	30.42	0.62	0.74	1.08	49.06	41.03	28.10
002253.SZ	川大智胜	39.32	0.54	0.80	1.09	72.81	49.21	35.97
平均值						38.85	31.73	22.90

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

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