

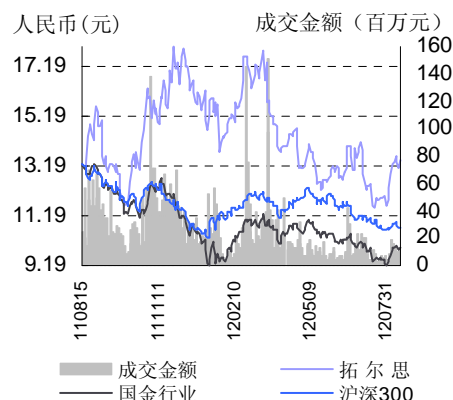
拓尔思 (300229229.SZ) 软件行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 13.47元

目标(人民币): 15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	68.49
总市值(百万元)	27.48
年内股价最高最低(元)	18.01/11.49
沪深300指数	2357.02



擎大数据新利器, 领信息聚合百亿市场;

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.670	0.612	0.474	0.626	0.816
每股净资产(元)	2.81	6.21	7.01	8.08	9.47
每股经营性现金流(元)	0.61	0.32	0.57	0.60	0.80
市盈率(倍)	N/A	45.75	28.20	21.33	16.37
行业优化市盈率(倍)	80.25	26.96	24.68	24.68	24.68
净利润增长率(%)	16.40%	21.70%	31.69%	32.19%	30.35%
净资产收益率(%)	23.82%	9.85%	11.48%	13.18%	14.66%
总股本(百万股)	90.00	120.00	204.00	204.00	204.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 拓尔思是中国大数据分析处理领域的领导厂商之一, 公司致力于网络公开数据、企业内部数据的聚合、分析和挖掘, 为政府、大型企业甚至个人提供定制的、个性化的、精准的信息聚合服务。
- **精准聚合服务大数据时代的投资金矿, 市场规模堪比精准营销:** 在大数据时代, 信息聚合服务应用广泛。对于政府而言, 信息聚合服务就是获取公共网络传媒平台上网民关注的话题、情绪等。是获取民众心理、预测社会事件动向、启动应急机制的最核心手段, 也就是众所周知的舆情服务; 对于企业而言, 是了解消费者喜好, 进行公关引导、品牌宣传的利器。精准的信息聚合与精准营销是大数据时代的投资金矿, 是相辅相成的两个过程。信息聚合注重特定主题相关信息的收集、提炼和萃取, 精准营销强调对特定对象推送适当的产品信息。精准的信息聚合, 对企业公关、营销、生产、库存等各个环节均具备重要的影响。
- **公司的互联网大数据抓取、分析技术国内领先:** 公司在国内最早介入大数据抓取、分析领域, 具备极大的技术优势及品牌优势地位, 所处市场正从导入期进入快速发展期, 公司在为佳能、海尔、公安部门、新闻部门长期服务的过程中, 信息聚合的分析处理技术不断成熟。我们预测, 公司在精准信息聚合领域将持续翻番的增长趋势。
- **公司立足大数据, 抢滩精准聚合, 未来发展空间巨大:** 公司的大数据分析技术上, 下游空间广阔, 可谓“海阔凭鱼跃, 天高任鸟飞”。公司的当务之急是引领市场、培育市场、发展市场, 始终居于行业的领袖地位。

投资建议

- 我们认为公司战略发展思路逐步清晰, 市场开拓能力大幅提升。未来随着行业需求的持续增强, 政策性利好不断出台, 公司作为 A 股市场精准聚合第一股, 必将获得高速的成长。

估值

- 首次给予“买入”评级, 预测 12-13 年 EPS 分别为 0.474 和 0.626 元, 给予公司未来 6-12 个月 15.00 元目标价位, 对应 31x12PE 和 24x13PE。

风险

- 技术替代风险, 核心技术人员流失风险, 市场风险。

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

赵国栋 分析师 SAC 执业编号: S1130512010003
(8639)10702427
zhaogd@gjzq.com.cn

内容目录

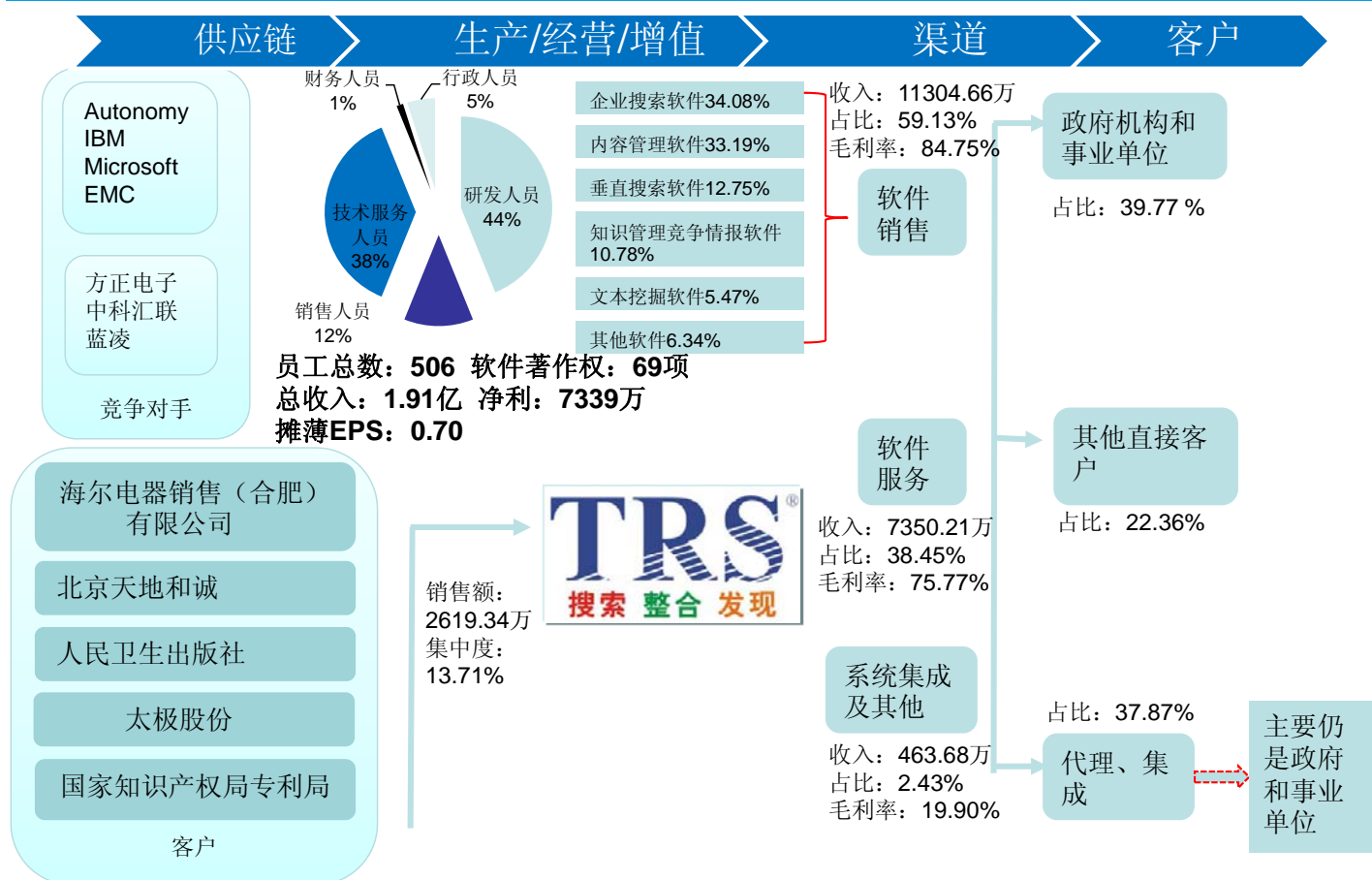
非结构化信息处理领域的领跑者	4
非结构化信息占机构中信息总量的 80%以上	4
各个相关市场未来空间广阔	5
企业搜索、内容管理和文本挖掘是非结构化信息处理领域中的重要技术	6
公司专注于非结构化信息处理领域	8
领先技术为整合行业、开辟市场保驾护航	12
公司核心技术先进，拥有行业领先地位	12
行业进入聚焦整合阶段，公司优势明显	13
新应用带来蓝海市场，公司发力公安专用舆情监测和微博挖掘	13
盈利预测与估值	14
关于市场的主要假设	14
期间费用分析	14
相对估值	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：拓尔思商务模式图	3
图表 2：结构化信息与非结构化信息的差异	4
图表 3：非结构化信息处理是新一代信息技术的热点和难点	4
图表 4：企业搜索市场现状与未来市场规模（亿元）	5
图表 5：内容管理市场现状与未来市场规模（亿元）	5
图表 6：知识管理和竞争情报市场现状与未来市场规模（亿元）	6
图表 7：垂直搜索市场现状与未来市场规模（亿元）	6
图表 8：企业搜索与互联网搜索的差异	7
图表 9：非结构化信息、企业搜索、内容管理与文本挖掘的关系	8
图表 10：丰富的产品线，优秀的非结构化数据技术	8
图表 11：公司行业定位情况	9
图表 12：服务于海量数据的新华社多媒体数据库	9
图表 13：TRS 内容管理典型应用-中科院网站群	10
图表 14：TRS 企业知识门户	11
图表 15：佳能产品质量跟踪和竞争力系统	11
图表 16：汽车行业舆情服务	12
图表 17：公司参与的重要项目课题	12
图表 18：公司产品在各行业得到广泛应用	13
图表 19：舆情监测系统结构框架	14

图表 20: 可视化展现互联网信息并挖掘社会关系	14
图表 21: 微博挖掘和发现	14
图表 22: 公司毛利率一直维持在较高水平	15
图表 23: 销售费用及管理费用分析	15
图表 24: 国内可比公司估值情况	15

图表1: 拓尔思商务模式图



来源: 公司资料、国金证券研究所

非结构化信息处理领域的领跑者

非结构化信息占机构中信息总量的 80%以上

- 在信息处理领域，按照信息的类型和处理方法不同，信息处理分为结构化信息处理和非结构化信息处理。
- 结构化信息，又称结构化数据，如财务报表、统计报表、股票行情等，它们都有一定的结构，通常以表格的形式表达。结构化信息处理主要基于对数值进行计算，如比较大小、排序、求和等数学或逻辑运算，并根据计算结果控制计算机系统运行。
- 非结构化信息，就是相对于结构化信息而言，比如公司公告、新闻、调研分析报告、图片等等，它们通常以文档、网页、电子邮件、图像，甚至如视频和音频等多媒体类型存在。这类信息很难用统一的数据模型描述其结构和关联关系或者与特定应用相关的复杂类型的数据，不方便或无法用关系数据库系统进行存储和处理的数据。非结构化信息处理不是基于数学和逻辑运算，而主要是基于“理解”信息内容，包括各种形式的分类、检索、信息抽取、内容匹配等多种方法，将“理解”的结果提供给使用者或控制计算机系统运行。

图表2：结构化信息与非结构化信息的差异

项目	结构化信息	非结构化信息
典型数据类型或形式	财务报表、股票行情、统计数据（以表格形式存在）	公告、新闻、调研报告
数据管理系统	关系数据库	内容管理系统
典型应用	财务管理软件、股票行情系统、企业资源管理计划（ERP）	搜索引擎、门户网站、知识管理、竞争情报、办公自动化、企业信息门户
应用侧重点	对面向过程和事物的业务信息进行记录、控制和分析	提供面向决策支持的信息处理和分析工具；文档密集、知识密集或Web化的内容应用
应用举例	股票行情系统中当股票价格的波动频率超过预先设定预警值时，自动提示风险或才去操作；	投资者在搜索引擎中检索自己所关心的公司新闻、年报等资讯；

来源：公司网站、国金证券研究所

- 据统计，企业（企业级组织机构的统称）每年的数据增长超过 100%，其中 80%以文件、邮件、图片等非结构化数据形式存放在企业内计算机系统的各个角落，而这些数据总量远远超过了互联网信息的总量。有数字表明，企业 98%以上的信息存储在企业内部，而发布到互联网的信息仅占信息总量的 1%到 2%。

图表3：非结构化信息处理是新一代信息技术的热点和难点

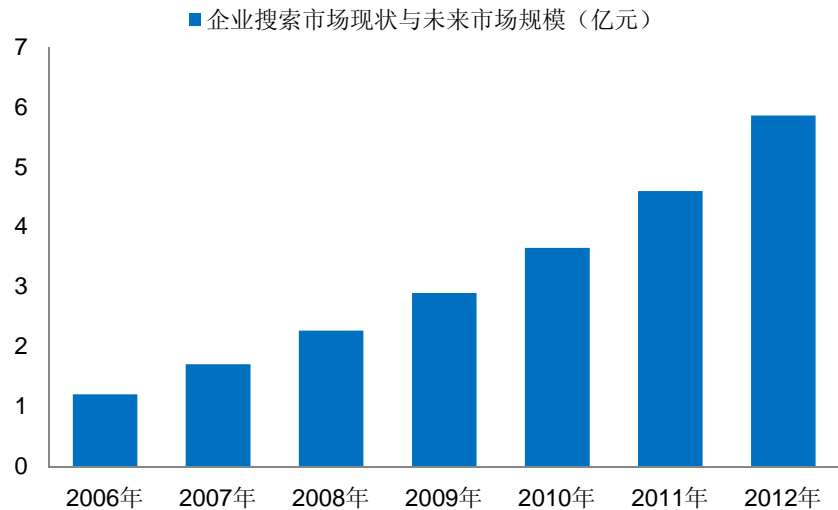


来源：公司网站及互联网资料、国金证券研究所

各个相关市场未来空间广阔

- 企业搜索市场现状与未来发展：在中国，由于信息基础建设的差异，目前以面向特定行业的应用为主，政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、科研院所、大型企业集团（如电信、金融、能源等）成为最主要的用户群。根据赛迪顾问的统计，2007 年市场规模为 1.71 亿元，同比增长 41.3%；2008 年市场规模达到 2.27 亿元，同比增长 32.7%，2009 年市场规模达到 2.90 亿元，同比增长 27.6%。2010~2012 年，在行业应用需求持续性增强的拉动下，中国企业搜索市场将继续保持年均 26% 左右的增长态势，到 2012 年，市场规模将达到 5.86 亿元。

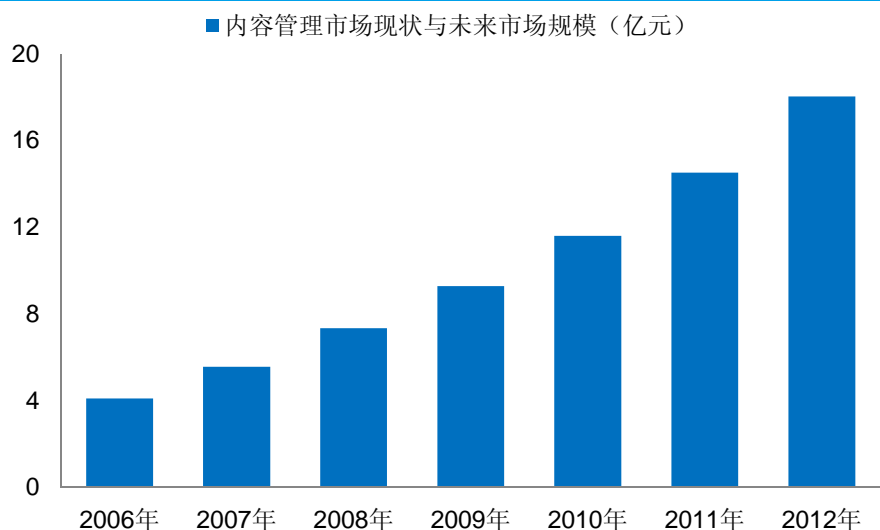
图表4：企业搜索市场现状与未来市场规模（亿元）



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 内容管理市场现状与未来发展：随着国内电子政务、电子商务、企业内部数据管理等信息化建设的普及，目前，政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、科研院所、大型企业集团（电信、金融、能源、医药等）等成为内容管理产品最主要的用户群。根据赛迪顾问的统计，2007 年市场规模为 5.56 亿元，同比增长 35.6%；2008 年市场规模达到 7.35 亿元，同比增长 32.2%；2009 年市场规模达到 9.29 亿元，同比增长 26.40%，整个市场保持快速增长的势头。2010~2012 年，中国内容管理市场将继续保持年均 25% 左右的增长态势，到 2012 年，市场规模将达到 18.03 亿元。

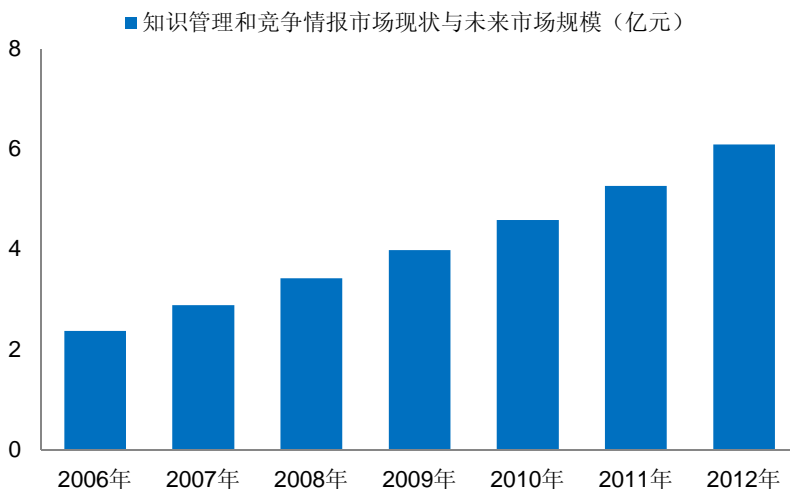
图表5：内容管理市场现状与未来市场规模（亿元）



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 知识管理和竞争情报市场现状与未来发展：知识管理在我国还属于新兴的应用，市场仍处在培育和成长初期。根据赛迪顾问的统计，2007年，市场规模为2.88亿元，同比增长21.5%；2008年，市场规模达到3.42亿元，同比增长18.8%；2009年，市场规模达到3.98亿元，同比增长16.40%；整个市场保持较快增长的势头。在行业应用需求不断强势拉动下，中国知识管理及竞争情报软件市场将保持快速增长态势，并且增长速度逐年加快。2010~2012年，中国知识管理及竞争情报软件市场将继续保持年均15%左右的增长态势，到2012年，市场规模将达到6.09亿元。

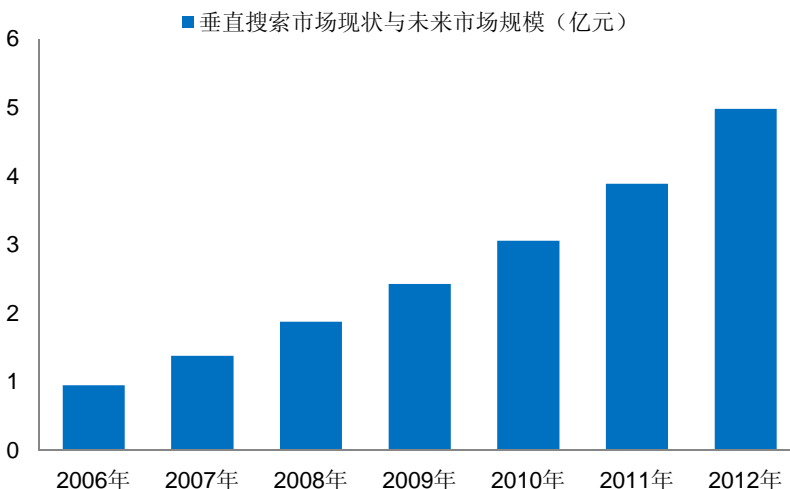
图表6：知识管理和竞争情报市场现状与未来市场规模（亿元）



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 垂直搜索市场现状与未来发展：公司垂直搜索业务所定位的细分市场为第二类市场，即垂直搜索软件市场。目前，在这一市场中互联网舆情监测软件受到了用户的特别关注，迅速成为市场热点。目前网络媒体已被公认为是继报纸、广播、电视之后的“第四媒体”，网络成为反映社会舆情的主要载体之一。根据赛迪顾问的统计，2007年垂直搜索市场规模达到1.38亿元，同比增长45.3%；2008年，市场规模达到1.88亿元，同比增长36.2%；2009年，市场规模达到2.43亿元，同比增长29.3%。垂直搜索体现的发展活力受到了行业用户和厂商的热切关注，并成为未来搜索引擎发展的重要趋势之一。2010~2012年，中国垂直搜索及舆情监测软件市场将保持接近26%的增长态势，到2012年，市场规模将达到4.98亿元。

图表7：垂直搜索市场现状与未来市场规模（亿元）

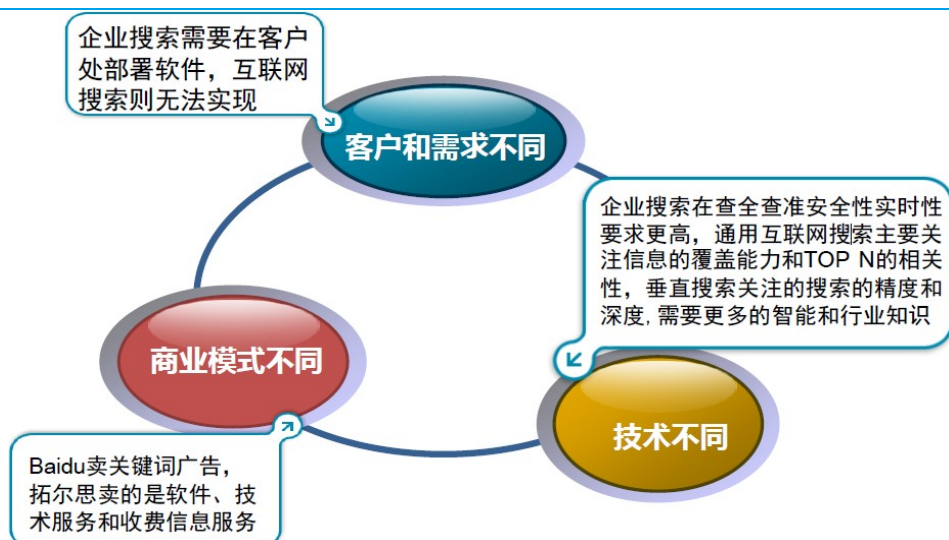


来源：招股说明书、国金证券研究所

企业搜索、内容管理和文本挖掘是非结构化信息处理领域中的重要技术

- 企业搜索是企业级用户（机构）搜索和整合内部信息的专用搜索引擎企业搜索，又称为企业级搜索，主要用于搜索异构信息系统或防火墙内信息。当前组织信息化程度越来越高、内部信息系统越来越多趋势下，用户特别希望能够以使用互联网搜索引擎那样简捷的方式，高效和全面地获取分布在企业内部各个系统中的信息，这些系统可能包括各文件系统、邮件系统、办公系统、内部网站以及各个专门的信息系统，都是互联网搜索引擎所无法直接访问到的。企业搜索引擎通过在组织内部整合用户工作所需的各类信息，以搜索引擎的方式提供服务，满足用户的信息需求。
- 企业搜索引擎与大众熟知的互联网搜索引擎在最终端的交互界面和使用方式有很多类似之处，都是通过在搜索框中键入搜索词搜索信息，但企业搜索引擎主要应用于政府机构、新闻媒体、科研院所及大型企业集团等企业级用户，搜索的对象主要是组织内部各个信息系统中的内部信息，与互联网搜索面向个人用户，用于互联网网页搜索相比，实现技术上存在着很大的差异。下表简单罗列了一些主要的差异。

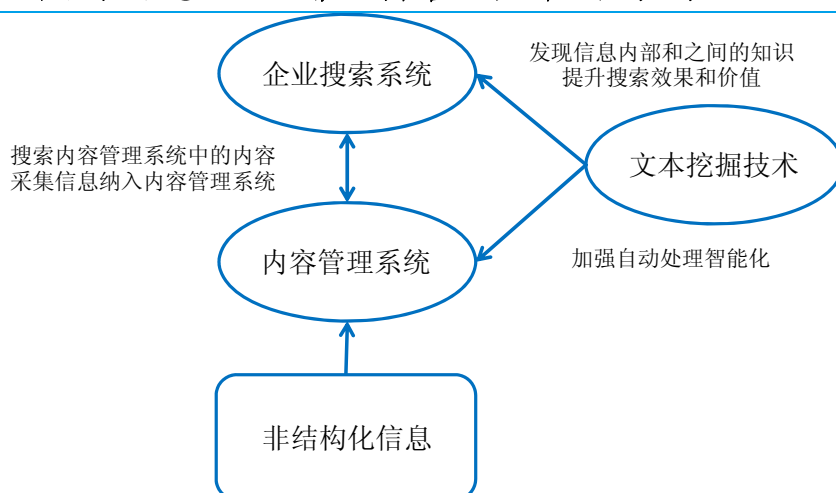
图表8：企业搜索与互联网搜索的差异



来源：公司网站及互联网资料、国金证券研究所

- 正是因为企业搜索和互联网搜索的上述显著差异，市场上除了以 Google、百度为代表的互联网搜索引擎服务商外，还存在着 Autonomy、拓尔思等专业企业搜索引擎软件提供商。前者的商业模式是主要是在线广告销售，而公司所代表后者的商业模式主要是软件销售及技术服务。
- 内容管理实现对非结构化信息的全面管理。企业搜索主要解决对信息对象的搜索，内容管理则是指对非结构化信息对象从产生到消亡（或转换）全生命周期的管理，实现包括信息的采集、创建、存储、传递、发布、更新和删除等操作功能及流程，更加关注信息的存储和组织。如果说，Windows/Unix 等计算机操作系统实现了对计算机主机和外部设备的组织和利用，Oracle/DB2 等关系数据库系统实现了对结构化信息的组织和利用，内容管理系统则实现了对非结构化信息的组织和利用，内容管理系统就是非结构化信息的“操作系统”。
- 文本挖掘是计算机理解文本内容的智力体现。非结构信息处理的核心是对信息内容的“理解”。文本挖掘指从文本数据中抽取有价值的信息和知识的计算机处理技术，是把信息转化为知识的智能化信息处理技术，能够提升计算机“理解”文本内容的能力。文本无法通过数值的直接比较或者计算出数据之间的关系，也没有结构化数据那样通过二维表所直接定义的关联关系。文本挖掘就是通过对文本的自动处理，提取特定信息、作出特定判断或者建立特定关联的计算机技术。其模式与人脑处理信息类似，通过扫描过滤全文、提取关键概念、作出总结和判断，建立归类和关联等方式，理解文本并获得有价值的知识。因此，文本挖掘就是计算机处理文本数据的智能手段，或者说是理解文本内容的智力体现。

图表9：非结构化信息、企业搜索、内容管理与文本挖掘的关系



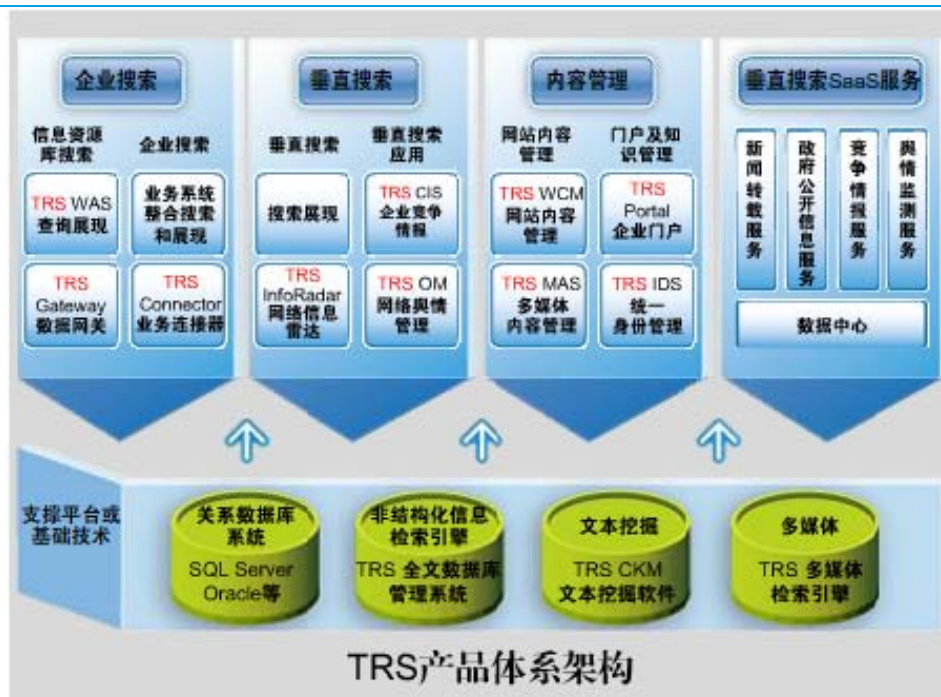
来源：招股说明书、国金证券研究所

- 非结构化信息、内容管理、企业搜索和文本挖掘的相互关系：内容管理主要服务于组织非结构化信息基础架构的建设；企业搜索提供组织内各类信息统一获取的手段，包括结构化和非结构化信息，尤其在检索组织内部非结构化信息时，凸显其查全、查准和便捷的价值；文本挖掘是提升非结构化信息处理智能化程度的技术，既可以应用于信息加工环节提高自动处理的能力和效果，也可以在信息利用和展现环节发现信息内部和信息之间的相关知识，提供增值的智力成果。

公司专注于非结构化信息处理领域

- 拓尔思的主营业务专注于非结构化信息处理领域发展。公司围绕内容管理、企业搜索和文本挖掘三大主题拥有丰富的产品线和优秀的非结构化数据技术。

图表10：丰富的产品线，优秀的非结构化数据技术



来源：公司网站、国金证券研究所

- 企业搜索产品优势：公司的 TRS 中文企业搜索产品具有国内外领先的技术优势，主要体现在（中文）字词混合索引、大规模并发检索瞬时响应能

力、实时动态索引、(英文)精确索引、结构化与非结构化、半结构化数据全息检索、多字段相关性排序、知识词典应用、智能检索、分布式集群架构能力以及跨平台部署和开发接口等方面。“TRS 全文信息管理系统”获 1996 年电子工业部科技进步一等奖、1997 年国家科技进步二等奖, 2007 年作为中文信息处理系统的典型成果入选中国计算机学会评选的中国计算机事业创建 50 周年有重要影响的 37 件大事之一。“TRS 信息检索系统”获得中国软件行业协会 2006 年度中国十大创新软件产品称号。TRS 信息检索系统是企业搜索产品中的百度搜索框。

图表11: 公司行业定位情况



组织内信息

来源: 公司网站及互联网资料、国金证券研究所

- 企业搜索产品成功案例: 新华社多媒体数据库——中国最大的多媒体平台, 装备了越 100 套 TRS 全文数据库系统和集群以及 TRS 文本挖掘软件。

图表12: 服务于海量数据的新华社多媒体数据库



来源: 公司网站及互联网资料、国金证券研究所

- 内容管理产品优势：在中国内容管理软件市场，公司近三年稳居市场份额前列，排在公司之前的均为 IBM、微软、EMC 等国际一流 IT 厂商，公司在国内厂商中排名第一，且与上述国际厂商在市场份额总体差距不大。在中国 Web 内容管理软件市场，公司近两年市场份额均排名第一位。未来，随着公司募投项目 TRS 内容管理软件 V7.0 及营运平台升级开发的完成，公司新版本内容管理软件在企业内容管理、多媒体内容管理等方面的功能将大大增强，可以进一步提升公司在内容管理市场的产品竞争力，满足金融、电信、能源等高端企业用户的需求，从而提高公司内容管理市场份额和排名；同时，在 Web 内容管理市场，公司目前产品主要面向中高端机构客户，随着募投项目的完成，新版本内容管理软件及营运平台也将对中小客户所关注的快速实施和维护简单等需求提供解决方案，并支持公司拓展在线内容管理 SaaS 服务，不仅将继续保持公司在 Web 内容管理市场的领先地位，还将大幅提升公司在 Web 内容管理市场的份额。
- 内容管理产品成功案例：公司 Web 内容管理软件用户众多，包括中国政府网在内的超过 50% 的国家部委和省级门户网站、国务院新闻办认定的十大新闻网站中的八家等均采用公司产品。中国科学院网站群内容管理系统，实现全部院所和下属机构 149 个中文网站、115 个英文网站的统一内容管理和信息发布。

图表13: TRS 内容管理典型应用-中科院网站群

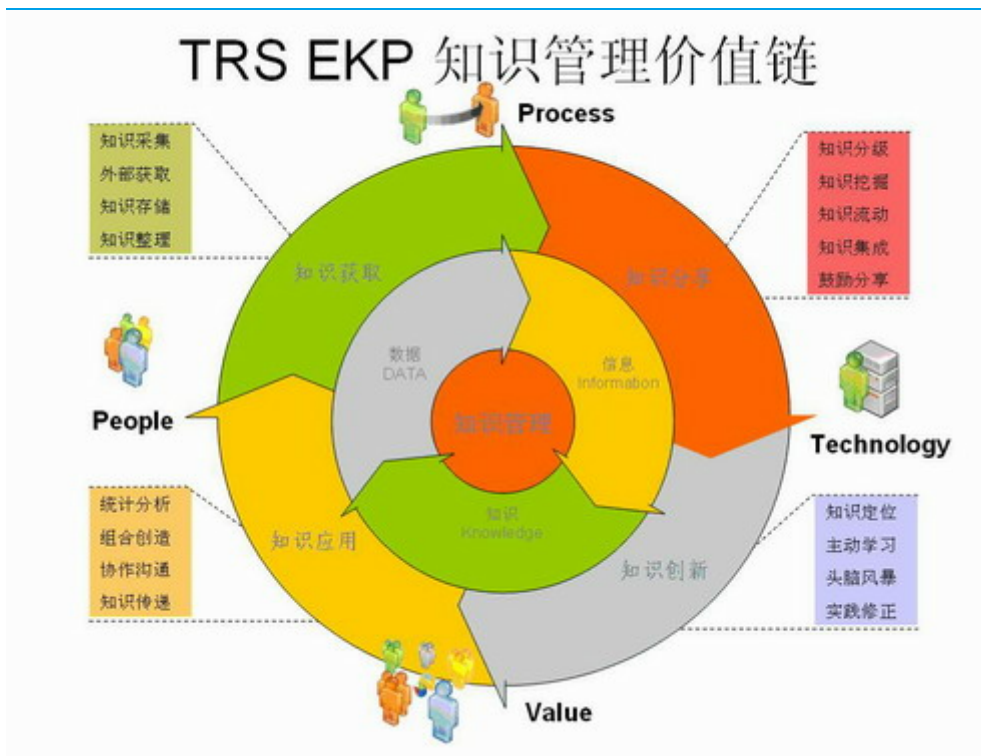


来源：公司网站、国金证券研究所

- 知识管理和竞争情报市场优势：公司的三项核心技术（企业搜索、内容管理、文本挖掘）恰恰是企业构建情报系统不可缺少的技术要素，在此基础上公司推出功能全面的企业竞争情报系统（CIS），于 2006 年列入国家重点新产品计划。迄今为止，据不完全统计，TRSCIS 的用户已超过百家，其中包括中国银行、中国联通、中国移动、中国电信、华润集团、西部矿业、宝钢、云天化、兴澄特钢、广东核电等数十家国内外知名企业。公司作为中国最大的竞争情报系统和服务供应商已经得到业内一致公认。
- 知识管理产品成功案例：银河网由河北网通主办，是河北省内最大、最专业的门户网站，它是具有区域特色的互动娱乐、交友、交流平台，及生活、消费信息搜索平台。提供包括猎头、中介、沙龙、在线交易、交易延伸等全方位的信息服务。通过 TRS 全文数据库系统提供搜索服务，构建了颇具规模的全文数据库集群系统。另外，通过 TRS 网络信息雷达系统实现

了对互联网信息的自动采集和加工，并通过与内容管理系统的数据集成，丰富了银河网栏目的相关信息。

图表14: TRS 企业知识门户



来源：公司资料、国金证券研究所

- 竞争情报产品成功案例：佳能产品质量跟踪和竞争力系统做到实时监测全球数百个数码相机专业论坛，自动采集相关信息并分析，每天生成最有价值的 300 条情报，采用了 TRS 垂直搜索和文本挖掘技术。

图表15: 佳能产品质量跟踪和竞争力系统



来源：公司网站及互联网资料、国金证券研究所

- 垂直搜索软件产品优势：公司经过多年的研发积累，已经完全掌握了垂直搜索引擎建设的核心技术，具有完全自主知识产权，技术和产品在国内中文市场具有较强竞争力，具备帮助各类行业或领域的客户建设垂直搜索引擎的能力，也有独立建设并运营垂直搜索引擎的基础。国内其余竞争厂家无论在技术水平还是产品服务质量方面与公司相比都有较大差距。

- 垂直搜索软件产品成功案例：公司为丰田等知名汽车厂商提供汽车行业舆情服务。使企业能够通过舆情 IT 平台量化的观察网络企业口碑，通过持续的数据定期采集和分析，第一时间获取关于公司的正负面新闻、泄密信息、公司领导的相关报道、近期的舆论热点等，以及深层次调研用户需求，改进自身的售后服务、借鉴竞争对手的核心竞争力情况等。

图表16：汽车行业舆情服务



来源：公司网站及互联网资料、国金证券研究所

领先技术为整合行业、开辟市场保驾护航

公司核心技术先进，拥有行业领先地位

- 公司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。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。

图表17：公司参与的重要项目课题

年份	项目名称	项目来源
1999	中英文信息门户应用平台	科技型中小企业技术创新基金
2000	TRS中文内容管理系统	科技部国家级火炬计划
2003	TRS协作内容管理平台	科技型中小企业技术创新基金
	多语言信息的内容管理和搜索引擎技术	北京市科技计划项目（数字奥运）
	奥运多语言综合信息发布系统	国家863计划项目
2005	基于智能信息处理技术的竞争情报系统	北京市科技计划项目
	内容管理软件	科技型中小企业技术创新基金
	企业竞争情报系统	国家重点新产品计划
2006	奥运网站信息自动采集、分类与服务系统	国家863计划项目
	跨媒体搜索关键技术研究及服务产品开发	国家863计划重点项目
2007	TRS文本挖掘软件V4.0	国家重点新产品计划
	基于垂直搜索和智能挖掘技术的软件服务化应用示范	北京市高成长企业自主创新科技专项
2008	TRS企业搜索引擎软件研发及产业化	2008年度海淀区重大产业专项
	基于中文信息智能处理的企业搜索引擎软件研发	北京市高成长企业自主创新科技专项
2009	用于档案系统的版式文档检索、自动分类和挖掘软件产品研发	电子发展基金

来源：公司网站、国金证券研究所

行业进入聚焦整合阶段，公司优势明显

- 目前整个非结构化信息处理市场正从导入期转向快速发展期，市场上仍然存在大量的中小型企业，它们凭借自身特有的优势如客户资源、特色技术等在市场上占据了大部分份额。其中少数中小服务商也有能力自主开发具有先进技术水平的软件。由于非结构化信息处理技术复杂多样，中小企业经营决策灵活，通常会比大型公司更早应用前沿技术并开发特色软件产品。大型公司一般通过购买技术或并购中小服务商来获取这些特色产品，在完善、升级后融入自身的产品体系。
- 从全球市场看，除 Google 利用自有技术发展外，IBM 和微软都采取了合作和并购的策略，力图迅速建立其市场地位。IBM 2005 年 8 月正式进入企业搜索市场，同年通过收购 iPhrase 获得其企业搜索软件 OmniFind 产品的主要技术，与其原有企业搜索产品进行整合和调整，目前与 Yahoo 建立联盟合作共同进行 OmniFind 的市场拓展；微软 2008 年推出其低端企业搜索平台 Search Server 2008 Express、Search Server 2008 和 Office SharePoint Server 2007，并斥资收购企业搜索软件厂商 FAST 试图在全球企业搜索市场占据更大的份额和地位。

图表18：公司产品在各行业得到广泛应用



来源：公司网站及互联网资料、国金证券研究所

- 作为中文全文检索技术的创始者，公司拥有极大的技术优势及品牌优势地位，上市后手握充裕的超募资金，并且公司也倾向于选择外延式并购，以实现市场份额的高速增长。在公司市场占有率稳居第一的 Web 内容管理软件和垂直搜索与舆情监测软件市场（主要指企业和行业舆情监测），中小企业占据的市场份额分别达到了 63% 和 77%，远超过市场前五名厂商市场份额的总和，所以市场上有很大的整合空间，而公司作为细分市场的领导者，很有可能借机大幅扩展所占市场份额。

新应用带来蓝海市场，公司发力公安专用舆情监测和微博挖掘

- 地区舆情监测市场已经启动。互联网的迅速普及使其成为舆论传播的重要载体。既是政府了解民情的直接渠道，也是新形势下政府的重要舆论阵地。网络舆论一旦被错误地控制和引导，将成为影响社会稳定的重大隐患，对网络舆情的有效监控已迫在眉睫。省、地市、县、乡等各级政府通过网络舆情系统或者服务，可以关注具有全国性影响的热点社区，重要门户网站、新闻网站、论坛、博客等，确保本地区热点和重大舆情信息的收集、编发、报送、处理的快速、及时、准确、有效。

图表19: 舆情监测系统结构框架



来源: 公司网站、国金证券研究所

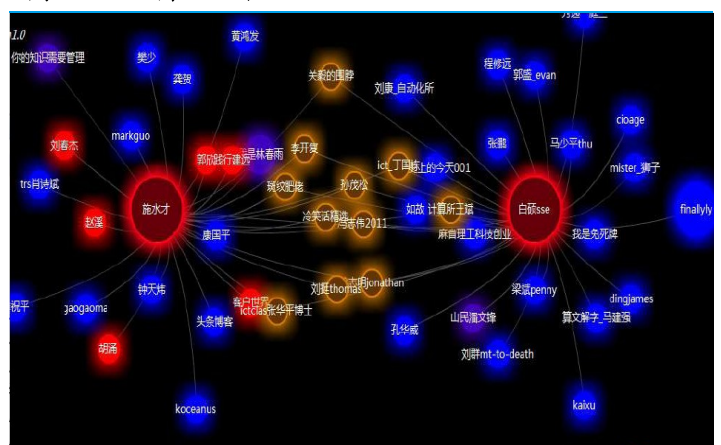
- 通过长期服务于各级政府部门及公安系统, 公司敏锐的发现了在网络非结构化信息爆炸的背景下舆情监测的市场需求, 并且通过长期的合作公司对于高端客户新需求的辨别更加精准, 能够做出满足客户需求的舆情监测软件, 并根据自身多年技术和经验的积累, 创造性的推出了微博挖掘技术, 能够定量分析微博中人物关系的距离和关系。通过对数据的挖掘和处理后得出的结论能够对公安机关侦查破案提供有效帮助。所以, 政府公安部门舆情监测软件及微博挖掘应用必将成为公司新的利润增长点。

图表20: 可视化展现互联网信息并挖掘社会关系



来源: 公司网站及互联网资料、国金证券研究所

图表21: 微博挖掘和发现



来源: 公司网站及互联网资料、国金证券研究所

盈利预测与估值

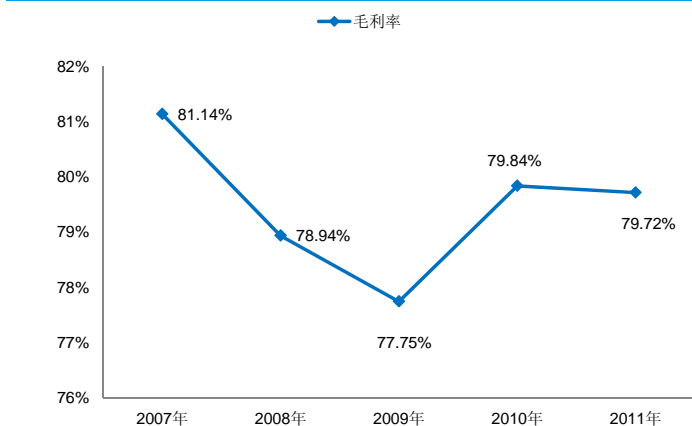
关于市场的主要假设

- 2012 年拓尔思主营业务在中国的市场规模为 30 亿, 发展速度超过软件产业整体增长速度, 非结构化信息处理需求持续提升。
- 核心技术的突破和产业化, 将创造新的市场, 未来的增长速度可能远远大于市场调研数据。
- 软件服务的收入会随着软件产品销售收入增加而不断提高, 由于之前基数较低, 未来几年内软件服务的收入将维持高速增长的势头, 之后逐渐稳定, 成为公司收入中较重要的组成部分; 随着公司募投项目的进行, 更多的资源和精力将集中于非结构化数据处理的核心技术部分, 因而系统集成和其他等非重点业务收入增速将逐渐放缓, 占比降低。

期间费用分析

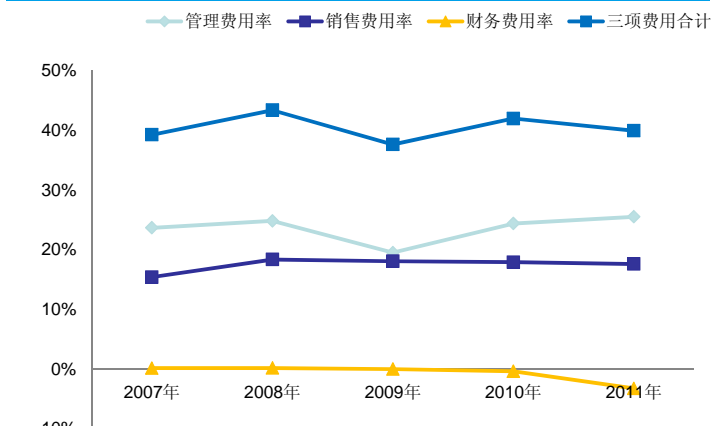
- 公司近几年毛利率有一定起伏，主要原因是各产品毛利率有一定波动，并且近年来人力成本的压力有所上升，但是我们认为近两年公司适应成本压力，未来两年毛利率将维持在 80% 左右。
- 公司三项费用近几年一直较为稳定，并且随着去年 IPO 上市成功，财务费用出现了较大幅度的下降，随着公司的不断发展，我们相信公司管理层控制费用的能力将进一步增强，因此三项费用整体将呈现出继续下降趋势。

图表22：公司毛利率一直维持在较高水平



来源：公司年报、国金证券研究所

图表23：销售费用及管理费用分析



相对估值

- 我们预测 12-13 年 EPS 分别为 0.474 和 0.626 元，参考可比上市公司市盈率情况，并考虑创业板估值风险，给予公司未来 6-12 个月 15.00 元目标价位，对应 31x12PE 和 24x13PE。

图表24：国内可比公司估值情况

名称	最新收盘价 (元)	EPS		PE	
		12E	13E	12E	13E
用友软件	15.38	0.79	1.00	19.47	15.38
榕基软件	19.43	0.86	1.25	22.51	15.54
卫宁软件	22.10	0.55	0.69	40.18	32.03
顺网科技	26.16	0.65	0.88	40.25	29.73
太极股份	16.45	0.67	0.93	24.68	17.63
聚龙股份	23.20	0.63	0.88	37.06	26.42
平均				30.69	22.79

来源：同花顺、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	125	148	191	248	345	475
增长率		18.5%	29.5%	29.9%	38.8%	37.7%
主营业务成本	-28	-30	-39	-52	-69	-96
%销售收入	22.2%	20.2%	20.3%	20.9%	20.0%	20.2%
毛利	97	118	152	196	276	379
%销售收入	77.8%	79.8%	79.7%	79.1%	80.0%	79.8%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-7	-10	-14
%销售收入	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-23	-26	-34	-43	-60	-81
%销售收入	18.1%	17.9%	17.6%	17.5%	17.3%	17.1%
管理费用	-24	-36	-49	-60	-83	-114
%销售收入	19.5%	24.4%	25.5%	24.0%	24.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	47	51	64	86	123	170
%销售收入	37.6%	34.5%	33.6%	34.6%	35.7%	35.7%
财务费用	0	1	6	12	10	8
%销售收入	0.0%	-0.3%	-3.2%	-4.7%	-3.0%	-1.8%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	51	70	98	133	178
营业利润率	36.4%	34.6%	36.8%	39.4%	38.7%	37.5%
营业外收支	12	16	16	16	17	18
税前利润	58	67	86	114	150	196
利润率	46.2%	45.6%	45.1%	45.8%	43.6%	41.3%
所得税	-6	-7	-13	-17	-23	-29
所得税率	10.1%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	52	60	73	97	128	167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	52	60	73	97	128	167
净利率	41.6%	40.8%	38.4%	38.9%	37.1%	35.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	52	60	73	97	128	167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	6	9	5	4	4
非经营收益	0	0	-1	-16	-17	-18
营运资金变动	-12	-11	-43	-17	-43	-57
经营活动现金净流	44	55	39	68	72	96
资本开支	-4	-8	-24	-92	-182	-182
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-4	-8	-24	-93	-182	-182
股权募资	0	0	430	0	0	0
债权募资	-10	0	0	0	0	0
其他	-13	-4	-7	0	0	0
筹资活动现金净流	-23	-4	423	0	0	0
现金净流量	17	43	438	-25	-110	-86

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	98	142	580	555	445	359
应收款项	70	86	143	147	205	282
存货	0	0	0	3	4	5
其他流动资产	1	0	0	2	2	2
流动资产	168	227	723	707	656	648
%总资产	75.4%	95.6%	97.9%	80.1%	63.9%	53.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	47	0	0	155	351	548
%总资产	21.0%	0.0%	0.0%	17.5%	34.2%	45.1%
无形资产	7	10	14	18	17	16
非流动资产	55	11	16	176	371	566
%总资产	24.6%	4.4%	2.1%	19.9%	36.1%	46.6%
资产总计	223	238	738	883	1,026	1,215
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	13	19	26	17	22	31
其他流动负债	14	13	24	25	35	48
流动负债	26	32	51	42	57	79
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	26	32	51	42	57	79
普通股股东权益	197	253	745	842	969	1,136
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	223	285	796	883	1,026	1,215

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.576	0.670	0.612	0.474	0.626	0.816
每股净资产	2.188	2.813	6.208	7.014	8.078	9.466
每股经营现金净流	0.492	0.608	0.324	0.568	0.602	0.797
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.31%	23.82%	9.85%	11.48%	13.18%	14.66%
总资产收益率	23.21%	21.17%	9.22%	10.94%	12.45%	13.71%
投入资本收益率	21.40%	18.03%	7.32%	8.68%	10.78%	12.69%
增长率						
主营业务收入增长率	20.27%	18.52%	29.48%	29.85%	38.79%	37.74%
EBIT增长率	34.03%	8.74%	25.96%	33.96%	43.04%	37.94%
净利润增长率	16.35%	16.40%	21.70%	31.69%	32.19%	30.35%
总资产增长率	18.09%	27.61%	179.40%	19.61%	16.19%	18.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	159.9	169.8	203.3	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	1.3	1.2	0.9	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	110.4	160.3	196.4	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	137.2	#DIV/0!	#DIV/0!	79.1	53.4	36.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.69%	-55.94%	-77.81%	-65.95%	-45.93%	-31.60%
EBIT利息保障倍数	1,529.9	-99.8	-10.4	-7.3	-11.9	-20.4
资产负债率	11.78%	11.10%	6.37%	4.71%	5.54%	6.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	4	4	9
买入	0	3	4	5	6
持有	0	1	1	1	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.71	1.69	1.69	1.74
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B