

**拓尔思 (300229.SZ)** 软件行业

**评级: 买入 维持评级**
**公司研究**

市价(人民币): 15.50 元

目标(人民币): 20.00 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)	31.62
年内股价最高最低(元)	18.01/11.49
沪深 300 指数	2246.24


**相关报告**

1. 《擎大数据新利器,领信息聚合百亿市场》, 2012.8.16

**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

**专注信息聚合市场, 助力客户商业模式升级;**
**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	0.496	0.700	0.947
每股净资产(元)	2.81	6.21	7.05	8.24	9.85
每股经营性现金流(元)	0.61	0.32	0.57	0.62	0.90
市盈率(倍)	N/A	45.75	26.95	19.07	14.11
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%	37.78%	41.31%	35.21%
净资产收益率(%)	23.82%	9.85%	11.95%	14.45%	16.34%
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**

- **专注信息聚合领域, 提供全面专业服务:** 公司专注于信息聚合领域, 目前主要提供两个方向的产品和服务, 第一类是提供企业级搜索引擎针对客户内部信息系统进行资源整合, 这个过程中可能会涉及部分互联网信息, 但是以公司内部资源的整理、搜索分析为主, 实现信息交换、共享和整合, 提高客户内部协作水平和内部运行效率, 如新华社。第二类则充分考虑的 SNS 社会化趋势, 深度挖掘 SNS 信息流动过程中关键节点和各类传播路径, 这样一方面通过整合客户内部信息和网络相关信息实现客户和其用户之间的直接对话, 从点到面指导产品设计和流程的改进, 如海尔。另一方面公司通过长时间的对 SNS 及互联网事件的积累分析形成在网络传播的解决方案, 表现为 SMAS 服务业务。
- **信息聚合技术将驱动制造业产业链升级, 公司服务标杆客户抢占先机:** 目前消费者已不再是被动的接受者, 而是要成为产品设计的参与者, 提供专属定制的新体验越来越重要, 所以基于大数据技术的信息聚合就变得尤为重要。公司帮助家电制造业龙头海尔构架了互联网运营模式, 支撑起海尔竞争对手无法复制的倒三角管理模式, 成功树立新技术行业标杆, 走在了信息聚合与制造业企业转型深度结合的最前沿, 未来发展前景广阔。
- **新品频出, 技术领先优势保证公司快速发展:** 作为专注于海量非结构化处理的唯一一家 A 股上市公司, 公司是中国非结构化信息处理领域的领导者。公司凭借自身技术优势快速形成与市场需求接轨的新产品, 如 TRS SMAS 舆情云服务、如与华为合作生产的大数据处理软硬一体机, 这些新业务都很好的满足了市场需求从而有效带动公司业务高速发展。
- **建立大客户营销机制, 销售能力进一步改善:** 公司目前主要通过持续为高端客户提供服务并不断为它们导入新产品来维持自身增长。目前有如新华社、公安部、海尔等几千家客户, 目前发展的主要方向一方面是向这些高端客户提供大数据处理软硬一体机等公司最新产品, 此过程可借力华为渠道。另一方面则是将现有服务完产品化, 实现客户行业的聚焦和拓展。

**估值**

- 首次给予“买入”评级, 预测 12-13 年 EPS 分别为 0.50 和 0.70 元, 给予公司未来 6-12 个月 20.00 元目标价位, 对应 28X13PE。

**风险**

- 技术替代风险, 核心技术人员流失风险, 市场风险。

## 内容目录

掌握大数据解读技术，开采信息聚合千亿市场 .....	4
专注于信息聚合业务，为客户提供有价值信息 .....	4
大数据时代，行为数据量化分析更加精准 .....	4
世界缺乏的不是大数据，而是解读大数据的技术 .....	5
善于解释非结构化数据，为客户守护价值、创造价值 .....	6
整合企业内部资源、提升管理效率，企业搜索引擎市场前景宽广 .....	7
企业搜索引擎提供专业、定向、高效搜索服务，对应市场逐渐打开 .....	7
TRS 企业级搜索引擎，搜索服务精准智能、更理解中文 .....	8
应对自媒体时代与形势挑战，TRS SMAS 社会化媒体云服务平台 .....	9
自媒体爆炸的时代，信息传递需要新的引导方式 .....	9
TRS SMAS 提供自媒体时代信息传导控制整体解决方案 .....	10
内部资源与外部互联网信息聚合，用户需求倒逼商业模式升级 .....	13
兼听则明，信息聚合引导精准营销正确方向 .....	13
信息聚合内外联动，客户需求倒逼商业模式升级 .....	15
如何看待拓尔思的投资价值 .....	15
技术导向立身之本，紧跟行业发展趋势实现自身高速增长 .....	15
与华为合作大数据机，技术渠道双重保障 .....	16
企业搜索稳增长，SMAS 保爆发，信息聚合占领行业发展制高点 .....	16
盈利预测与估值 .....	17
关于市场的主要假设 .....	17
相对估值 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	19

## 图表目录

图表 1：信息聚合是比肩精准营销的大数据前沿技术之一，是企业的千里眼、顺风耳 .....	4
图表 2：解读占信息总量 80% 以上的非结构化信息是大数据落地的关键 .....	5
图表 3：公司技术构架完善、产品布局齐全，善于解释大数据 .....	7
图表 4：公司软件业务收入构成情况 .....	7
图表 5：企业级搜索引擎与互联网搜索引擎对比情况 .....	8
图表 6：公司定位于聚合组织内信息和互联网信息 .....	8
图表 7：TRS 企业搜索引擎构架 .....	9
图表 8：SMAS 运作模式详解 .....	10
图表 9：TRS#每日微博热点#8 月 30 日微博热点分析 .....	11
图表 10：TRS#每日微博热点#8 月 30 日微博热点各项具体传播要素分析 ...	12

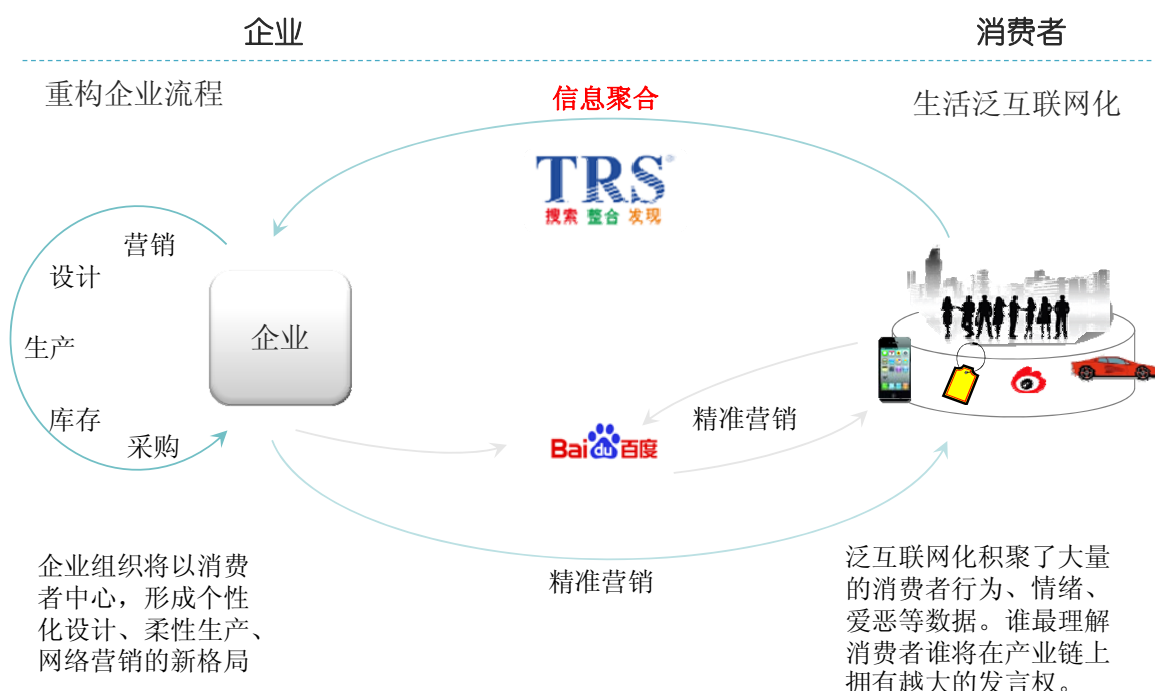
图表 11: 1995-2010 美国网络广告市场规模.....	14
图表 12: 2006-2015 中国互联网广告市场规模及预测 .....	14
图表 13: 外部信息聚合商业模式 .....	14
图表 14: 基于 TRS 信息聚合技术的海尔“用户脉搏”体系设计 .....	15
图表 15: TRS 基于客户内外部信息环境提供信息聚合技术的商业模式 .....	16
图表 36: 销售预测 .....	18

## 掌握大数据解读技术，开采信息聚合千亿市场

### 专注于信息聚合业务，为客户提供有价值信息

- 公司专注于通过大数据技术为客户提供信息聚合服务，帮助客户整合内部资源、认知组织状态、做出合理决策。利用最新的大数据技术，公司的信息聚合服务可以围绕某主题，把极度分散、高度相关、前后依存的信息碎片，迅速、及时的整合成完整的、有参考价值的信息。数据来源包括微博、网页、日志。对于企业级应用，甚至可以整合企业内部数据。客户通过信息聚合服务得到的结果，能够对内外部环境现状及变化趋势产生更清晰的认识，从而为组织内部情况认识和外部信息控制等提供正确的决策依据。
- 信息聚合是企业的千里眼和顺风耳，是链接企业和消费者的纽带和桥梁。大数据时代，一切将加速泛互联网化。影响企业经营、影响社会稳定的一些热点问题，往往率先在互联网上爆料，经由微博等社交网络链式传播，平面媒体的迅速跟进，形成巨大的社会影响。严密关注此类信息的传播途径和传播特点，尽早介入，合理引导，是公司和政府必须关注的领域。对于公共公司、广告公司而言，信息聚合是其获得消费者喜好、厌恶等情绪的第一手资料。已经成为他们必备和首先的工具。
- 总体而言公司目前主要提供两个方向的产品和服务，第一类是提供企业级搜索引擎针对客户内部信息系统进行资源整合，这个过程中可能会涉及部分互联网信息，但是以公司内部资源的整理、搜索分析为主，实现信息交换、共享和整合，提高客户内部协作水平和内部运行效率，如新华社。第二类则充分考虑的 SNS 社会化趋势，深度挖掘 SNS 信息流动过程中关键节点和各类传播路径，这样一方面通过整合客户内部信息和网络相关信息实现客户和其用户之间的直接对话，从点到面指导产品设计和流程的改进，如海尔。另一方面公司通过长时间的对 SNS 及互联网事件的积累分析形成在网络传播的解决方案，表现为 SMAS 服务业务。

图表1：信息聚合是比肩精准营销的大数据前沿技术之一，是企业的千里眼、顺风耳



来源：互联网公开资料、国金证券研究所整理

### 大数据时代，行为数据量化分析更加精准

- 生活在数字化的大数据时代，概率变得准确而重要。在我们大数据系列报告及月报中已经介绍了目前已经进入海量数据时代，全球存储的数据量呈



指数型增长，不再赘述数据量的庞大、数据价值或者数据结构的复杂性，本篇报告强调的是，在大数据时代，由于手机、互联网、移动互联网等使得人类生活变得更加容易量化，将整个社会变成一个巨大的数据库。在这个前提下，有学者提出人类日常行为模式不是随机的，而是具有“爆发性”的，并且在大数据兴起的背景下，得出一个结论性的判断，认为人类行为 93%可以预测。

- 量化分析的关键在于解读非结构化数据。在每时每刻不断产生的海量数据中，80%以上为机器无法直接解读的非结构化数据，因此将非结构化数据转化为可运算的结构化数据，并进行专业解读是大数据的关键之一。从概率的角度看，我们认同大数据的逻辑之一就是充分挖掘非结构化数据的价值，通过解读更详实的数据来更精确的了解人的行为，并且能够更大概率的对未来进行预测。

图表2：解读占信息总量80%以上的非结构化信息是大数据落地的关键



来源：互联网公开资料。国金证券研究所

### 世界缺乏的不是大数据，而是解读大数据的技术

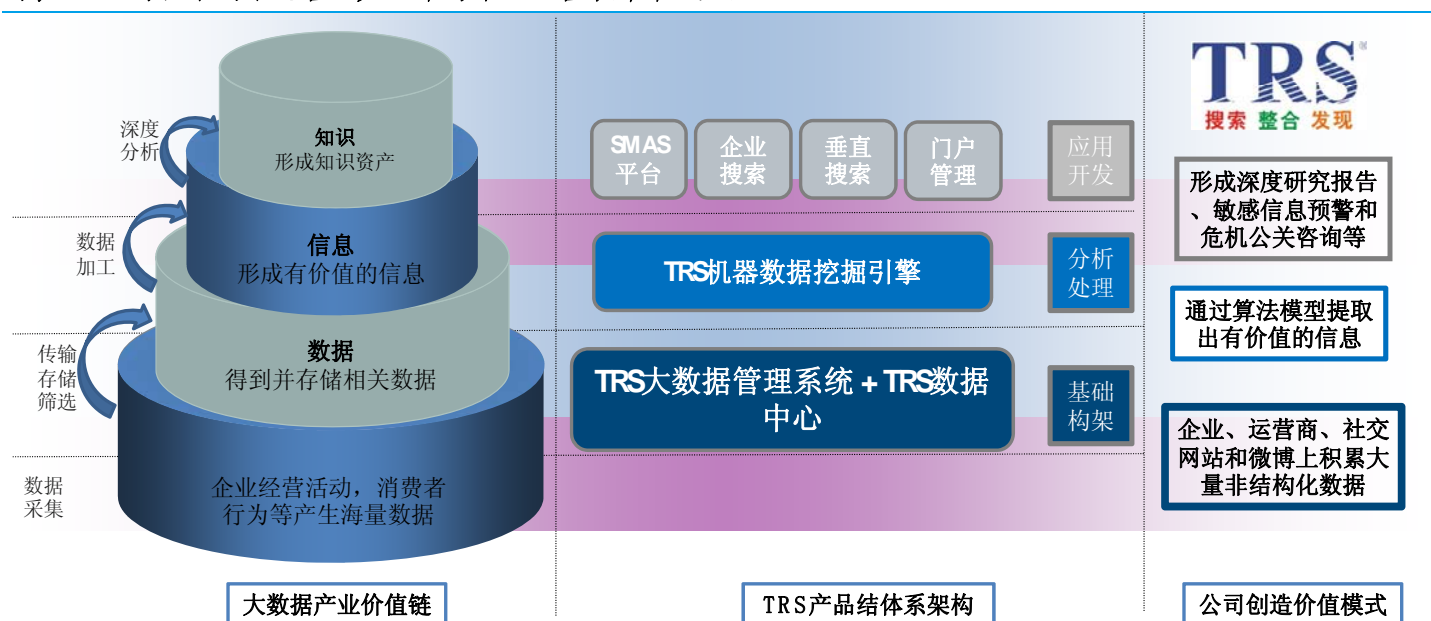
- 解读大数据是大数据时代落地的关键。一直以来信息产业链硬件厂商竭力推动物联网、云计算等技术的发展，因为这样会产生更多的信息存储以及运算处理需求，从而刺激硬件设备的销售。EMC 不遗余力的推动大数据普及，背后逻辑也是首先要过去一直在丢弃的海量数据存储起来，从而形成强烈的存储硬件需求。但是存储信息以及提升运算能力的目的在于为社会创造价值，在大数据与智慧城市结合的角度，IBM 走在了前面。而在企业非结构化数据、网络用户行为信息和社会化媒体信息聚合领域，拓尔思走在了前列。
- 大数据的产业链自底向上有主要三层构成。第一层是企业内部交易数据和企业外部的用户行为数据、物联网数据等等。这一层的主要任务是数据的采集、传输、采集等工作；第二层次是信息层，去芜存菁，提炼形成价值密度更高的信息。信息层，可以产生诸如数据包销售、租赁等业务模式。也会诞生一批靠搜集各类数据为主业的公司。如网络信息爬虫、区域数据提供商等等；第三个层次是知识层。对于知识利用，则需要人工介入，主要需要结合客户特性化需求，比如融合行业信息等。
- 大数据时代判断公司、软件的价值标准及产业发展的三大趋势。我们判断软件价值的标准是它所协助管理的数据的规模和活性。我们判断公司价值的标准是其拥有数据的规模、活性，以及收集、运用数据的能力。第一应用软件一定会泛互联网化。第二，行业会垂直整合。越靠近终端用户的公司，在产业链上将拥有更大的发言权。第三，数据将成为资产。三大趋势都是围绕数据展开的。泛互联网化是收集数据的重要渠道，没有泛互联网化的应用软件，公司就难以获得用户的行为数据；行业垂直整合数据运用

层面，通过搜集大量的用户数据，更贴近用户，更理解用户，为其提供更适用的服务；数据成为资产更强调数据的战略意义。

**善于解释非结构化数据，为客户守护价值、创造价值**

- 公司作为专注于海量非结构化处理的唯一一家 A 股上市公司，善于解释非结构化数据，为客户守护价值、创造价值，并且对于大数据也有自己独到的理解。
  - 第一，大数据比云计算更为落地。云计算是新的商业模式。大数据本质上是应用需求驱动的，大数据的应用最终是云计算模式落地。
  - 第二，大数据不仅仅是“大”。大数据用量级来衡量，具有 PB 级特征的数据是大数据。但除了量级以外，是数据的复杂性，有结构化数据、非结构化数据、垃圾数据、实时数据、时间序列数据等。有时甚至大数据中的小数据如一条微博可能具有颠覆性的价值，大数据具有典型的数据稀疏性特点。
  - 第三，软件是大数据的引擎。就像软件是数据中心（Data Center）的驱动力一样，软件也是大数据的驱动力。大数据里面有很多技术，像机器学习、人工智能等，大数据的核心技术都是以软件的形式来表现的。
  - 第四，大数据的应用不仅仅是精准营销。通过用户行为分析实现精准营销是大数据的典型应用，例如现在的互联网营销，主要对用户的行为进行分析，从而诱导其消费，电子商务是最典型的。但是大数据在各行各业特别是公共服务领域具有广阔的应用前景。
  - 第五，管理大数据“易”，理解大数据“难”。大数据中，关于非结构化海量信息的智能化处理技术，例如自然语言理解、多媒体内容理解、机器学习等前沿技术，这些是大数据中最难解决的。针对大数据管理，目前多从架构和并行等方面考虑，解决高并发数据存取的性能要求及数据存储的横向扩展，但对非结构化数据的内容理解仍需要实质性的突破和进展，这也是实现大数据资源化、知识化的核心。
- 基于长时间以来对于非结构化数据处理结束的积累和对大数据的理解，公司构架了完整的大数据解决方案体系。底层基础构架由 TRS 大数据管理系统和 TRS 数据中心构成，公司检索和存储海量的原始数据，并以此为基础支持结构化、半结构化和非结构化数据的管理和搜索，并且具备开放的二次开发和管理接口。TRS 机器数据挖掘引擎则实现对大数据环境下机器自行产生的数据进行存储、管理、检索和分析，是一种日志挖掘和用户行为分析系统。在这两个基础上，公司开展了 TRS SMAS 服务平台、企业搜索、门户管理和垂直搜索等业务，基于大数据为客户提供全方位的服务。

图表3: 公司技术构架完善、产品布局齐全, 善于解释大数据



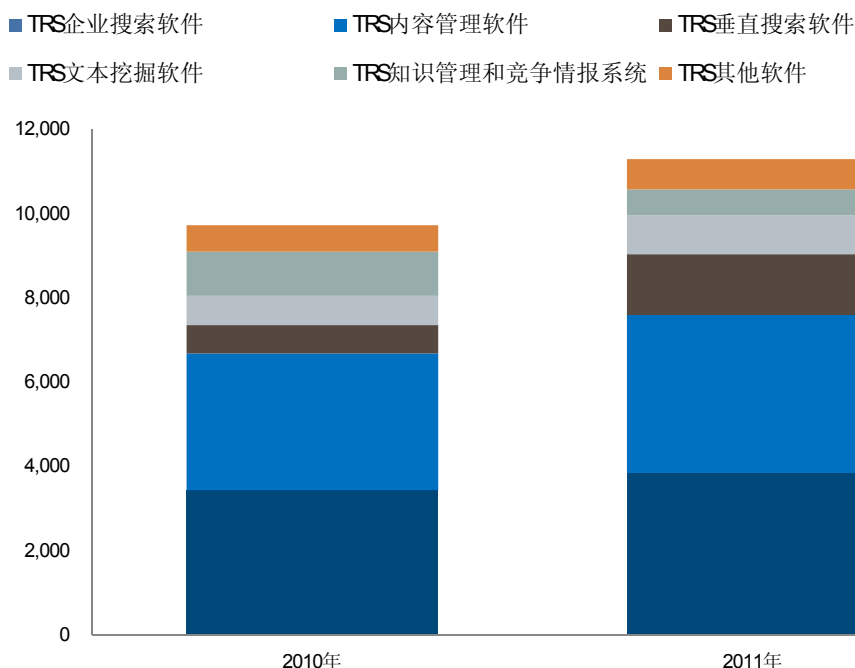
来源: 公司网站、互联网公开资料、国金证券研究所

### 整合企业内部资源、提升管理效率, 企业搜索引擎市场前景宽广

#### 企业搜索引擎提供专业、定向、高效搜索服务, 对应市场逐渐打开

- 公司主要从事以非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务, 其中软件销售和技术服务收入占比 97%以上, 软件产品包括企业搜索、内容管理和文本挖掘等相关平台和应用软件, 其中企业搜索软件和内容管理软件在软件业务收入中占比较大, 11 年分别为 34.08%和 33.19%。

图表4: 公司软件业务收入构成情况



来源: 公司年报、国金证券研究所

- 企业内部数据量冗杂, 撑起庞大企业级搜索空间。企业 (企业级组织机构) 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%-2%。企业内部信息分散和结构多样的特点导致虽然企业搜索引擎市场早已存在，但是随着解读非结构化数据和分析海量数据技术的逐渐成熟，企业级搜索市场空间才开始逐步放开。

图表5：企业级搜索引擎与互联网搜索引擎对比情况

	互联网搜索引擎	企业级搜索引擎
搜索范围	整个internet网络	企业内部所有的信息资源、以及部分外部资源
搜索对象	网页、图像及M P3等部分类型的多媒体文件	企业资料库、目录、帮助文本、源代码信息库、新闻组等。如：网页、电子邮件、office文件、PDF文件、图片、音视频多媒体文件、图表、公文、研究报告等
应用特点	大而全，旨在为用户提供更丰富的搜索结果	专业、定向的搜索，注重结果的准确性和高度匹配性，并且是一种信息安全的搜索

来源：公司网站、国金证券研究所

- 企业级搜索引擎，更加专业、定向和高效。互联网搜索引擎追求给用户带来大而全、更丰富的搜索结果，如 google 数据库中存放的网页已达 30 亿之巨，而企业搜索引擎则是要为用户全面的展现系统内部信息，容不得疏漏。因此与大家熟知的互联网搜索引擎搜索范围为整个 internet 网络、搜索对象为网页图像等部分多媒体文件不同，企业级搜索引擎搜索范围基本限于企业内部所有的信息资源，然后是部分外部资源，并且追求做到能够搜索企业信息系统内所有格式文件，提供更加专业、定向和高效的搜索服务。

图表6：公司定位于聚合组织内信息和互联网信息



来源：公司网站、国金证券研究所整理

#### TRS 企业级搜索引擎，搜索服务精准智能、更理解中文

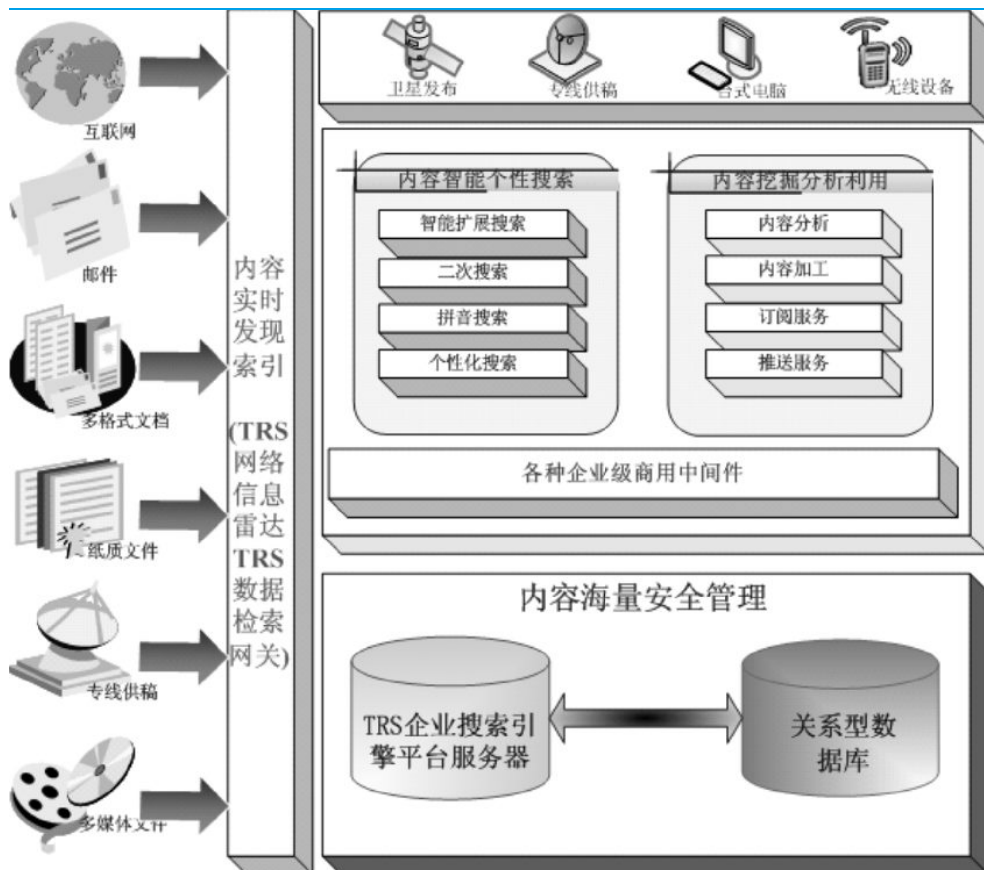
- TRS 企业级搜索引擎，赢在精准智能、更理解中文全文。企业级搜索引擎需求为客户提供精确而全面的搜索结果，举个可能不恰当的例子比如客户



搜索“北大”不能出现“北大街”或者“西直门北大街”，这种正确的识别歧义片段，提高分词准确性分词系统要达到一定的准确率，需要和人一样不断的积累知识，也就是不断的积累分词规则，公司从 80 年代末开始积累分词规则，这些规则从大量语料统计中产生，公司已经积累了 20-30G 的文本语料，准确智能理解搜索请求的技术十分先进。另一方面 TRS 全文检索系统在行业里具备领先的性能，是中文全文检索事实上的标准。

- 目前国内唯一的商用千万级数据库新华社多媒体数据库就是采用 TRS 作为底层检索平台，目前，该系统已经接近 8T 数据量，检索（简单检索和复杂检索）的平均响应时间是秒级，而且，公司的检索性能随着数据的增加不会呈线性下降。

图表7： TRS 企业搜索引擎构架



来源：公司网站、国金证券研究所

## 应对自媒体时代舆论形势挑战，TRS SMAS 社会化媒体云服务平台

### 自媒体爆炸的时代，信息传递需要新的引导方式

- 自媒体时代政府和企业需要技术专家进行专业支持应对新趋势。其中微博社交网络已经成为人们信息的重要来源，自媒体的发达导致微博上一些名人的受众（粉丝）数量远远超过传统报纸和杂志的受众数量，并且由于自媒体存在信息来源难控制并且传播速度极快等特点，目前政府和企业面对这种新的传播形式经验不足，盲目封堵言路的方式已经被证明不可取，微博“作业本”的回归就是明证。
- 舆论传播过程需要保证信息真实性并正确引导。从另一个角度看，很多时候在微博和社交网络等媒体上信息的传播会失真，因为大部分受众会按照自己的主观喜好选择性放大事实，这样就有可能造成有一些信息是被误传的，到最后一条百万人转发引起大众口诛笔伐的微博内容页实际上可能并不是真实情况。所以政府和企业需要一个途径、一种方法和一些专家通过技术告诉他们应该怎么进行信息的传播的疏导，如何避免信息在传播的过

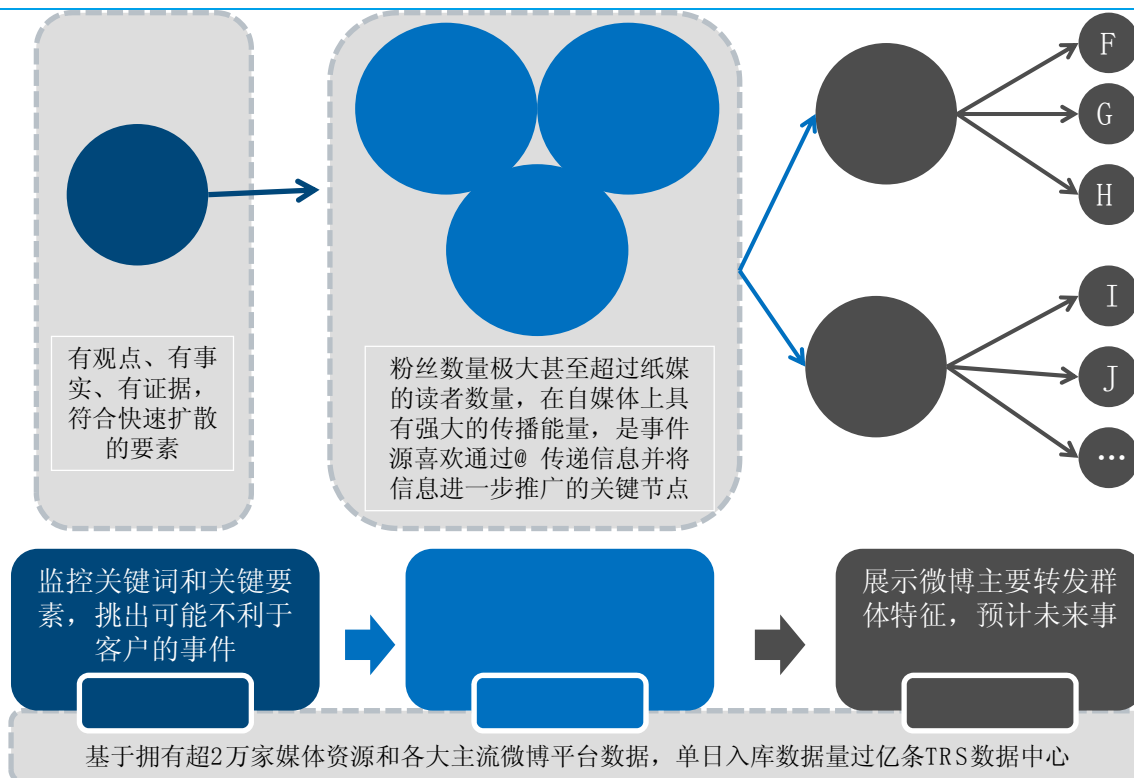
程中失真。所以，对于微博和社交网络等自媒体有深刻理解，信息抓取及时的技术专家型公司将承担起这个重任。

- 自媒体爆炸的时代，信息传播需要得到正确的引导。不得不承认，微博出现以来社会信息不对称的情况得到了很大程度的缓解，一些公众性事件得到了远超过去的关注，实事求是的讲在负面信息加速扩散的同时，很多正能量信息也不断涌现。下面会结合 TRS SMAS 谈一下企业在微博事件传播中躺枪的现象以及通过公司的大数据技术公司能够采取怎样的应对措施或者如何提前预警。政府相关信息传播和引导控制流程类似于企业传播模式，将不再举例说明。

#### TRS SMAS 提供自媒体时代信息传导控制整体解决方案

- TRS SMAS 主要研究社会化媒体信息传播问题。TRS SMAS (social media analyze service) 社会化媒体云服务平台基于 TRS 数据中心，目前 TRS 数据中心拥有超 2 万家媒体资源和各大主流微博平台数据，单日入库数据量过亿条。而基于如此海量数据源的 SMAS 的功能在于以在线云服务的方式提供信息监测、统计分析、关系挖掘、传播效果评估等一系列服务，并且范围涵盖微博 SNS、网络媒体、论坛博客等全媒体，功能支持事前预警、事中分析和事后处理，并且公司能够为互联网信息的全面分析构建完整的生态链条。

图表8: SMAS 运作模式详解



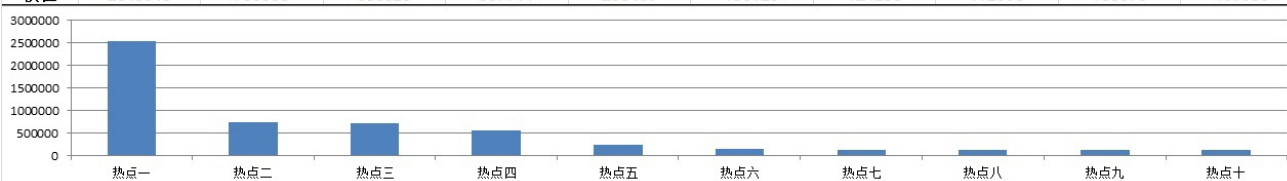
来源：公司网站、互联网公开资料、国金证券研究所

- 基于 SMAS 公司官方微博现在在做#每日微博热点#，列出每天微博热点前十并标注关键字和关键转发博主，整个产业链公司都能够发力，有兴趣的投资人可以关注一下。通过每日热点分析的图表，能够 SMAS 系统对微博的信息掌控能力和能够为客户带来价值的模式。
- 首先，SMAS 能够展现微博和社交网站实时热点事件。SMAS 可以基于 TRS 数据中心实时抓取数据，并通过经过长时间调整优化的算法挖掘出在微博和社交网络中正在发生并迅速传播的大事件，并通过关系图的方式呈现出来。

其次，SMAS 可以挖掘出信息传播中的关键节点，并基于此预测事件传播路径和未来将会造成的影响。长期以来 SMAS 不断进行热点事件跟踪，不断学习热点事件的传播路径，通过分析不同属性热点事件的传播路径、传播事件和对应意见领袖，SMAS 形成了精准的热点事件全流程分析和预测的能力。



图10: TRS#每日微博热点#8月30日微博热点各项具体传播要素分析

	热点一	热点二	热点三	热点四	热点五	热点六	热点七	热点八	热点九	热点十
权值	2546549	733588	699028	557711	233460	130125	124299	112065	109870	107330
										
热点关键词	-方大国 -广州市越秀区 -区委 -空姐 -区委常委 -武装部部长	-杨德才 -宝格丽 -安监局 -陕西省纪委 -奢侈品	-苏宁 -增速 -黄光裕 -宁易 -孙为民	-钓鱼岛 -中国记者 -城管 -中国共产党 -空姐	-北恒甫 -郭恒甫 -老师 -吃喝 -中国教育	-不会 -正确 -行车 -方法	-工商银行 -开除 -转账支票 -浙江余姚市财 -政局 -饭钱	-冰淇淋 -大腸菌 -超标 -知名品牌 -加工器具	-酒店 -平安 -老婆 -拍照 -出差	-地沟油 -制药 -采购 -医药市场 -健康
热点博主	-@李微叔 -@花Money买 -毛豆 -@潘争_NCG -@天赐之洋 -@施先生	-@李承鹏 -@南方日报 -@记者刘向南 -@南方都市报 -@头条新闻	-@创业家杂志 -@刘强东	-@张荣 -@大藏布 -@新浪视频 -@徐昕 -@新传媒帝国	-@郭恒甫 -@干葡萄 -@财经网 -@头条新闻 -@评论员杨禹	-@张启明v -@创业家杂志 -@道体用	-@杜楠爆料 -@阿里-席学刚 -@凤凰记者秦 -风 -@朴抱一 -@凯迪网络	-@这个绝对有 -意思 -@21世纪经济 -报道 -@创业家杂志 -@南方都市报 -@新浪财经	-@我想变成蝴 -蝶	-@新浪财经 -@南方都市报 -@财经网 -@金融界网站 -@爱上裸泳的 -经纪人
热点内容提示	【广州市越秀区 区委常委、武装 部部长方大国打 空姐】综合国 航空姐@花 Money买毛豆及 @庄子慎之@杨 大正等人的消 息：8月29日， 在合肥飞往广州 的国航CA3874 航班上，广州市 越秀区区委常委 、武装部部长方 大国，因行李放 置问题，一言不 合，直接拿行李 殴打空姐@花 Money买毛豆， 且落地后还叫来 军车威胁空姐。	安监局的第十 一块表出来了。 其实《红灯记》 是一个预言剧： 我家的表叔，叔 不清，没有大 事，不登门…… （@行者张大样 帮忙组图）	【张近东京东 增速如果比苏宁 易购快就送苏 宁给他】苏宁董 事长张近东日前 接受采访放出“ 狠话”：“上半 易购增速是 120%，如果京 东的增速比苏宁 易购快，我就把 苏宁送给他。” 此前张近东曾对 黄光裕说：“苏 宁做不过你，我 一定送给你。” http://t.cn/zW1V 5SY	视频：中国记者 质问钓鱼岛归属 致美发言人尴尬 http://t.cn/zW3F 9gn	我笼统地写北大 院长系主任教授 在梦桃源混乱当 然是太夸大了， 我当然是指我了 解到的少数院长 副院长教授如此 混乱。我说话往 往夸大，这是我 的一贯风格。了 解我的都晓得我 的这一特点。我 痛恨高校腐败者 混乱者，我要大 大地为教育神圣 呐喊助威。	让桥不会侧滑的 正确行车方法	【小姑娘被开除 了，为正义付出 代价】@谭谦女 是余姚工商银行 的员工，当她看 到这张支票的时 候，十分气愤， 吃顿鲍鱼五万 多！财政局怎么 能这样糟蹋纳税 人的钱呢？于是 上传了这张支 票，现在她已经 被银行开除，她 的微博也删除了 全部内容，真为 她担心！	【曝光DQ冰淇 淋大肠菌群超 10倍】市消保 委近期对上海的 冰淇淋进行了比 较试验。其中， 冰雪皇后（DQ） 圣多美星等 多个知名品牌因 大肠菌群超标等 原因上了黑榜。 据专家分析，大 肠菌群超标的主 要原因是二次污 染。如操作人员 在上完卫生间后 洗手不彻底，直 接影响产品的卫 生（东方早报）	老婆出差，刚到 酒店就拍照给我 报平安，放心了	【健康元惊天秘 密：疯狂采购 1.45亿元地沟油 制药】为降低企 业的生产成本， 健康元子公司不 惜漠视生命、罔 顾法律采购地沟 油制药。根据公 安机关侦查，焦 作健康元在持续 长达一年半的时 间里，采购1.45 亿元地沟油用于 生产7-ACA，而 这批产品作为抗 生素的中间体， 正在流向医药市 场。

来源：新浪微博拓尔思官方微博、国金证券研究所

- 基于 SMAS 以上的功能，公司能够告诉企业你的产品谁最关注，是通过什么人在什么时间如何传播的。帮助企业找到意见领袖，定位行业专家，从而确定社会化营销的最佳传播路径，实现社会化电子商务的最大传播效果。在“IT 改进流程”的战略下，通过 TRS 的数据中心和 SMAS 服务，实时挖掘客户对产品的反馈和对企业服务的直接言论，实现企业和用户的直接对话，从点到面指导产品设计和流程的改进。

- 举例说明 SMAS 的作用。比如大家都知道的罗永浩 VS 西门子事件。抛开谁是谁非不谈，从 TRS 的角度看，信息的传播路径是这样的：事件刚开始，西门子冰箱关不上门这个事件的相关视频和图片在微博上广泛传播，然后，微博上对冰箱关不上门问题的讨论上升到西门子冰箱的其他质量问题，再下一步，问题扩展到西门子品牌的其他产品也有存在一些问题的现象，然后，到了关键的一步，就是可能其他品牌的冰箱也存在一些问题，如果消费者在微博上的负面情绪继续自由传播，必将影响到其他品牌电器的销售。海尔是 TRS 的客户，TRS 通过 SMAS 等服务帮助海尔进行信息监控和事件预警等工作，那么，简单来看，当事件传播过程中“西门子”和“冰箱”两个关键词出现频度过高时，TRS 就会向海尔预警，因为“西门子”是竞争对手关键词，“冰箱”是公司产品关键词。那么接下来，海尔就可以通过 TRS 的预警提前意识到这个事件可能最后会让自己被误伤。通过 TRS 提供的一些预防措施海尔就能够做到在很大程度上避免受到这次事件的波及。

- 罗永浩事后称砸冰箱维权事件给西门子造成巨大损失，在此我们也无法测算和验证损失有多大或者海尔被卷入其中会损失多少，只是引用一段网上流传更大的涉及海尔的正面信息“又砸冰箱了！为什么要说



“又”？因为说起砸冰箱，大家肯定强起来的是当年张瑞敏大锤一挥，砸烂的是冰箱，砸出了一个享誉全球的家电品牌——海尔。20日，网络红人罗永浩也大锤一挥，砸了西门子冰箱，砸出了一个西门子的声明”。

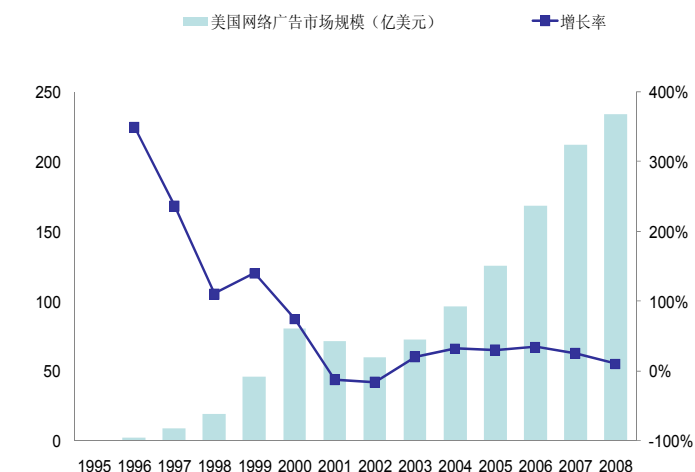
- 从上面的例子我们可以清楚的看到，SMAS 在提前预警、事中分析方面能够起到重大左右，可以帮助政府、企业快速反应并正确引导舆论、可以有效守护企业的价值。而且这样也不难理解，将及时将公司发现的网络热点和精准营销相结合的话，SMAS 能够为企业创造巨大的价值。
- 对政府而言：层出不穷的网络热点事件要求政府具备信息的快速获取和快速反应能力，通过 SMAS 系统，政府机构可以做到：①对于可能成为网上热点的事件进行快速反应，迅速提出解决方案并且将舆论引导向正确的方向；②对于已经成为网上热点的事件，首先可以通过网络事件重要影响人发布正确信息，防止各类垃圾信息的进一步传播扩散，其次是能够进一步对于已经散布的错误信息进行处理，防止事态的进一步扩散；③不管是进行了事前监控还是事中处理，政府部门时候都可以对事件中信息的关键点和传播关键节点进行分析，进一步加强自身应对网络突发事件的能力。
- 对企业而言：首先是可以帮助企业进行网络热点信息监控，及时发现不利于企业的言论，然后帮助进行后续处理。公司提供的热点传播全流程预测能够帮助企业清楚的了解热点传播过程中每一个关键节点在哪里，做到问题处理的有的放矢。当然，也要监控防止被误伤，上面的例子可以说明问题。
- 对第三方合作者而言：对于公关公司或者行业资讯服务机构，大数据潮流下客户的新增需求推进迫使他们必须了解大数据技术，在服务中使用大数据技术进行自身的服务升级。因此第三方合作者可以通过与公司进行合作研究报告发布、公关服务合作、SMAS 私有云落地等多种模式和形势的合作。
- 公司能够为客户提供专业舆情分析师团队提供的报告形势的增值服务，比如专题深度研报、日报周报月报、敏感信息预警、危机公关咨询、专家辅助决策等高端个性化服务内容。目前 TRS SMAS 的客户包括政府类客户（各级党政机关，国家部委局）、直接企业类客户、服务中介类客户（公关公司和行业咨询服务机构）等多种类型和行业，均已占据一定比例的销售份额。定位为一种新型的大数据采集和分析服务，公司将不断发掘 SMAS 服务的应用创新点、拓展模式和成长空间，使之成为公司实施互联网应用服务战略的重要抓手和支点。

## 内部资源与外部互联网信息聚合，用户需求倒逼商业模式升级

### 兼听则明，信息聚合引导精准营销正确方向

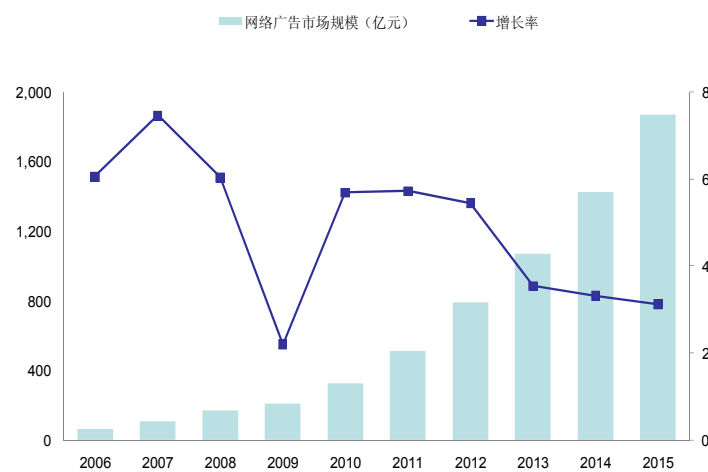
- 全球在线广告市场空间逾 5000 亿美元。根据 eMarketer 的预测，2011 年全球广告支出规模将达到 4941 亿美元，同比增长 3.9%；未来 4 年，全球广告支出规模将保持个位数的年度增幅，到 2015 年，全球广告支出规模将达到 5981 亿美元。线广告市场发展迅速，在整体广告市场中的地位日益重要。2011 年在线广告总支出有望突破 800 亿美元，17.2%的同比增长率远高于广告市场的整体水平；同时，在线广告支出占广告总支出的比重逐年升高，预计 2014 年将突破 20%。

图表11: 1995-2010 美国网络广告市场规模



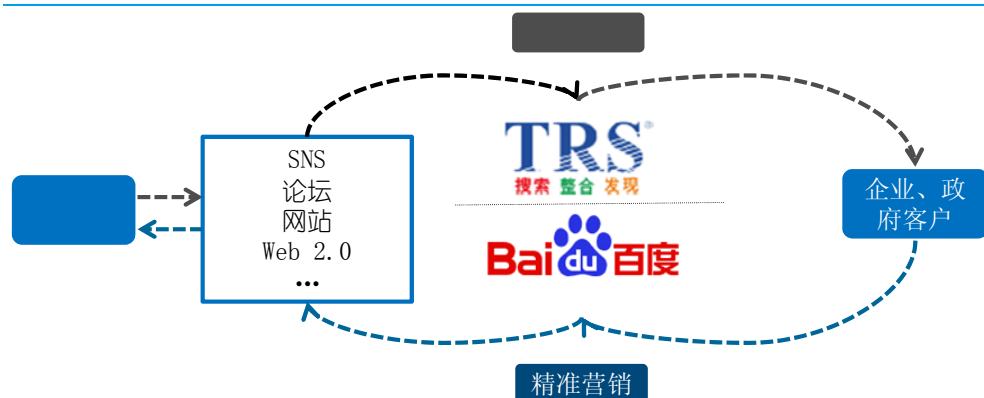
来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

图表12: 2006-2015 中国互联网广告市场规模及预测



- 通过前期技术积累和上市后募投资金的大幅投入，以及公司与政府和运营商合作的加深，公司可以拿到海量的行为记录，并且公司的 TRS 机器数据挖掘引擎（TRS Machine Data Mining Engine）可以实现对大数据环境下机器（软硬件系统）自动产生的数据进行存储、管理、检索和分析，将 TRS 在管理、搜索和挖掘人工生产的内容数据领域的优势拓展到机器数据领域，可以满足政府、媒体、物联网、电子商务、医疗、电信、金融等领域用户的各类需要。
- 信息聚合是商业决策的基础。关于上面提到线上广告市场，再次需要说明的是信息聚合是在线广告或者精准营销的反身市场，是企业做出精准营销决策的基础。一方面企业需要通过借助百度等传播渠道进行宣传，并且基于大数据分析技术的精准营销已经成为未来在线广告或者说广告发展的大趋势。但是从反方向看，企业和政府每天也被各种媒体推送来的海量信息所淹没，对于网络上有关品牌形象和产品价值的信息很难有全面的认识，更难以有针对性的做出应对，因此在大数据时代，基于用户信息的精准营销很重要，但是精准营销的前提是企业正确决策，所以信息聚合走在了商业应用的最前沿。

图表13: 外部信息聚合商业模式



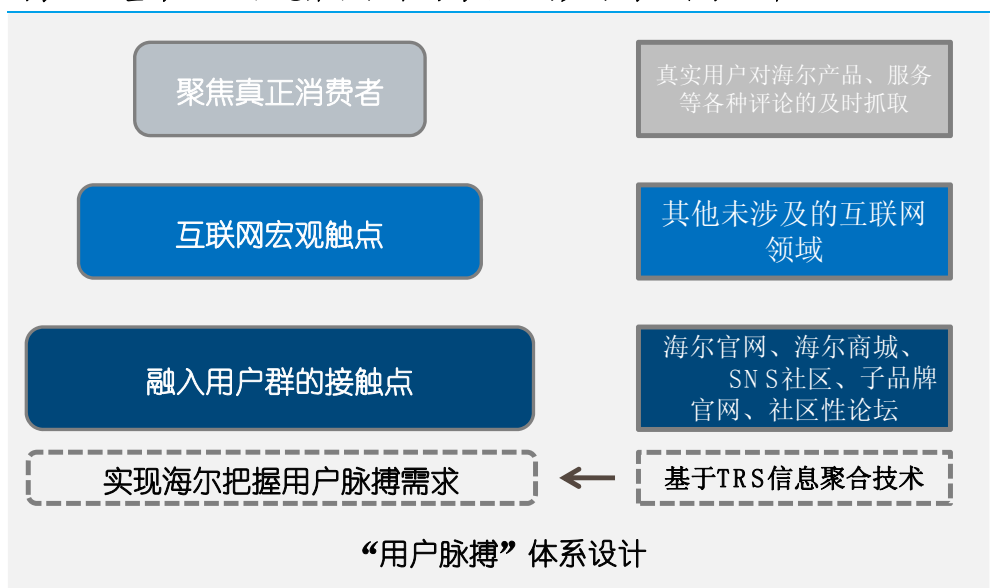
来源: 公司网站、国金证券研究所

- 聚合外部互联网信息有助于公司了解市场情绪，正确做出决策。通过信息聚合技术对互联网内容的采集和智能化分析，公司可以告诉客户，在互联网的经销商是否足够敬业，是否可以实现原定的宣传计划和品牌战略，是否给自己带来负面消息，并且能够告诉客户产品和服务在全球各地的口碑如何，正负面消息比例等等，这些数据的分析结果能够直接指导企业的策略制定和公关决策，把正确的资源投入到正确的地方。

### 信息聚合内外联动，客户需求倒逼商业模式升级

- 企业需要信息聚合内外联动以适应时代的变化。过去企业和用户永远存在信息不对称，在传统经济时代，信息不对称的主动权在企业，但是在互联网时代，用户在网上可以看到所有企业的信息，企业要跟上用户点鼠标的速度。因此传统制造企业目前有两段截然不同的基因，第一段是生产方为制造体系下运转的各个业务部门，第二段是需求方为日益碎片化、聚合化和个性化的互联网用户需求，传统制造企业以生产能力为中心的体系正在消解，制造工厂概念由于难以把握消费者不断变化的需要，要想生存下去，传统制造企业需要将两段基因完美结合。
- 信息聚合探究客户需求，协助构建快速反应生态链。以公司大科技海尔为例，在线上，海尔设计了触摸用户脉搏的三层体系平台：第一层是“融入用户群的接触点”，这包括了海尔官网、海尔商城、微博、SNS 社区、子品牌官网、区域性论坛网站等，充分与用户进行互动。仅以新浪微博为例，海尔拥有 100 个账号的微博矩阵，粉丝数超过 500 多万；第二层是“互联网宏观触点”，通过 TRS 的信息聚合技术，针对第一层所没有触及到的互联网领域，收集有关海尔的相关信息，目前每天返回的数据约 3000 多条；第三层是“聚焦真实消费者”，将真实用户对海尔产品、服务等各种评论及时抓取，并迅速传导到一二三级经营体，此前这项工作多交由外部调研公司完成，费时而且准确率低，但现在已完全可以实时监测。掌控了这些精确的客户需求信息和反馈意见，海尔倒逼自己的生产部门根据用户的个性化需求借助于模块化和柔性生产的方式，在尽可能短的周期内满足客户的个性化需求。

图表14：基于 TRS 信息聚合技术的海尔“用户脉搏”体系设计



来源：IT 经理世界、互联网公开资料、国金证券研究所

### 如何看待拓尔思的投资价值

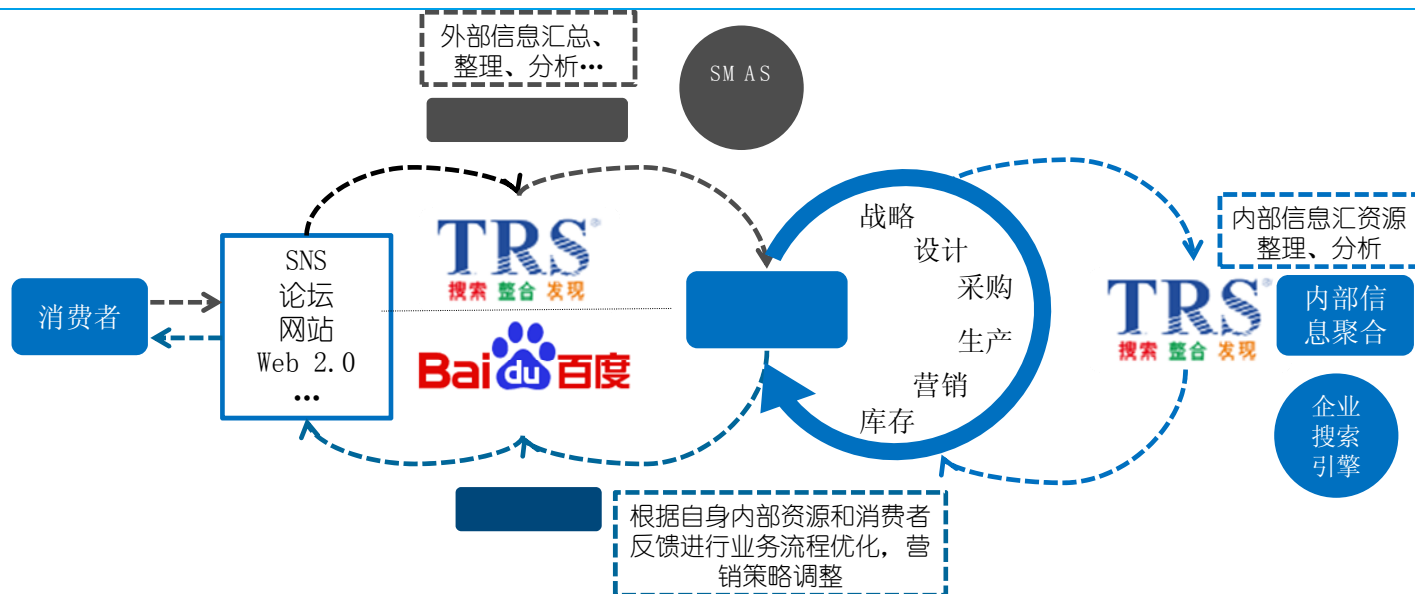
#### 技术导向立身之本，紧跟行业发展趋势实现自身高速增长

- 技术为导向造就大数据技术领导者。一直以来公司都是以技术为导向，坚持对于非结构化信息处理技术的研究，并终于成功登陆 A 股市场，借力资本市场的力量促进自身的高速发展。在这个过程中，公司发力大数据的起点是非结构化信息的搜索技术，即大数据产业链第一层——将庞杂的数据转化为有用的信息呈现出来，因此一直以来公司主要的收入来自于为政府和企业构建内部信息系统搜索服务，随着客户认知度和满意度的提升，公司的企业竞争情报系统也到了用户的认可，垂直搜索业务开始为公司贡献利润，更重要的是，公司开始进入了垂直搜索 SaaS 服务领域，发展出新闻转载服务、政府公开信息服务、竞争情报服务和舆情监测服务，

这些服务随着微博等自媒体的爆炸式扩张成为政府和企业眼中的“香饽饽”。

- 信息聚合技术将驱动制造业产业链升级，公司服务标杆客户抢占先机。目前企业首先要解决的是过去消费者不了解企业信息转变为现在企业需要全方位了解客户需求和评价的问题，因为消费者已不再是被动的接受者，而是要成为产品设计的参与者，提供专属定制的新体验越来越重要，所以基于大数据技术的信息聚合就变得尤为重要。公司帮助家电制造业龙头海尔构架了互联网运营模式，支撑起海尔竞争对手完全无法复制的倒三角管理模式，成功树立新技术行业标杆，走在了信息聚合与制造业企业转型深度结合的最前沿，未来发展前景广阔。

图表15: TRS 基于客户内外部信息环境提供信息聚合技术的商业模式



来源：互联网公开资料、国金证券研究所整理

### 与华为合作大数据机，技术渠道双重保障

- 高速度软硬一体化大数据机将成为新亮点。根据近日在 2012 华为云计算大会的了解，作为业内首屈一指的非结构化数据处理型企业，公司正在与华为合作开发软硬一体化大数据机。此次双方合作的软硬一体化大数据机将过去处理大数据的性能提升 10 倍，并且作为大数据处理领域的首款软硬结合产品，预计产品的先发优势能够为公司带来较高的盈利水平。并且与以往无形的软件产品和软件服务不同，软硬一体化大数据机可以作为固定资产进入政府和企业的采购范围，因此更易于被接受。
- 借力并学习华为渠道，有助于公司快速成长。此次与华为合作软硬一体化大数据机一方面证明了公司的技术过硬，另一方面则意味着公司将能够借力华为强大的渠道对大数据机进行推广。必须承认公司一直以来都是以技术为导向的，产品推广渠道方面更多依仗的是公司过硬技术和全面咨询服务能力积累下的优质品牌形象，不可否认的是在一个“酒香也怕巷子深”的时代技术导向型公司在渠道扩张领域可能吃亏，但是此次与华为的合作将成为公司借力华为渠道，学习先进渠道推广经验建立广泛营销网络的始点。

### 企业搜索稳增长，SMAS 保爆发，信息聚合占领行业发展制高点

- 公司成长逻辑明晰，短期增长具备爆发性。基于领先的大数据技术，公司的企业搜索和内容管理业务将稳定发展，因为帮助客户管理、搜索内部非结构化信息资源提升运营效率将是一个平稳普及的过程；SMAS 服务是目前公司业务中最受关注的亮点，网络舆论特别是社交网络和自媒体的力量在可预见的时间内将继续膨胀，网上热点事件对于政府部门公信力和企业品牌形象的挑战是各级政府领导和企业经营者无法回避并且为之头疼的问



题，公司基于庞大的数据中心和领先的 SMAS 服务平台能够帮助客户预知风险、规避风险并将损失降到最低，因此舆情服务市场的高增长毋庸置疑。长期来看，基于用户行为分析的信息聚合将成为营销界颠覆性力量，传统纸媒在电子媒体广告面前节节败退，而电子媒体广告未来发展的方向就是基于信息聚合分析做出的商业决策。至于之前发展过程中存在的营销短板，一方面随着公司的成长营销能力将逐渐提升，另一方面此次与华为合作软硬一体化大数据机可以有效借力华为强大的销售渠道，在销售新产品的同时增强对相关产品营销渠道的认识，并且积累一定资源。

## 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持续上升，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。主营业务将持续为公司提供健康稳定的现金流。
- 核心技术的突破和产业化，将创造新的市场，SMAS 业务高速发展，半年报披露教全年增长 100%，我们预计全面业绩也将实现高速增长，成为公司利润的一个重要贡献点。
- 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。

### 相对估值

- 我们预测 12-13 年 EPS 分别为 0.50 和 0.70 元，给予公司未来 8-12 个月 20.00 元目标价位，对应 28X13PE。

图表16: 销售预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>软件销售</b>						
销售收入 (百万元)	89.74	97.35	113.05	152.61	228.92	320.49
增长率 (YOY)	#DIV/0!	8.49%	16.12%	35.00%	50.00%	40.00%
毛利率	85.32%	85.63%	84.75%	85.50%	85.50%	85.50%
销售成本 (百万元)	13.17	13.99	17.24	22.13	33.19	46.47
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.20%	23.23%	28.36%	50.00%	40.00%
毛利 (百万元)	76.56	83.36	95.81	130.48	195.73	274.02
增长率 (YOY)	#DIV/0!	8.88%	14.93%	36.19%	50.00%	40.00%
占总销售额比重	72.03%	65.93%	59.13%	59.98%	60.08%	59.29%
占主营业务利润比重	79.04%	70.71%	62.86%	64.15%	63.88%	62.48%
<b>技术服务</b>						
销售收入 (百万元)	29.42	47.18	73.50	95.55	143.33	207.83
增长率 (YOY)	#DIV/0!	60.37%	55.78%	30.00%	50.00%	45.00%
毛利率	67.92%	72.25%	75.77%	75.00%	76.00%	78.00%
销售成本 (百万元)	9.44	13.09	17.81	23.89	34.40	45.72
增长率 (YOY)	#DIV/0!	38.72%	36.02%	34.13%	44.00%	32.92%
毛利 (百万元)	19.98	34.09	55.69	71.66	108.93	162.11
增长率 (YOY)	#DIV/0!	70.59%	63.37%	28.68%	52.00%	48.82%
占总销售额比重	23.61%	31.95%	38.45%	37.56%	37.62%	38.44%
占主营业务利润比重	20.63%	28.92%	36.54%	35.23%	35.55%	36.96%
<b>其他收入</b>						
销售收入 (百万元)	5.43	3.12	4.64	6.26	8.76	12.27
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-42.51%	48.59%	35.00%	40.00%	40.00%
毛利率	5.91%	13.99%	19.90%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	5.11	2.68	3.71	5.01	7.01	9.82
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-47.45%	38.38%	34.83%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	0.32	0.44	0.92	1.25	1.75	2.45
增长率 (YOY)	#DIV/0!	36.08%	111.36%	35.68%	40.00%	40.00%
占总销售额比重	4.36%	2.11%	2.43%	2.46%	2.30%	2.27%
占主营业务利润比重	0.33%	0.37%	0.61%	0.62%	0.57%	0.56%
销售总收入 (百万元)	124.59	147.66	191.19	254.43	381.01	540.58
销售总成本 (百万元)	27.72	29.77	38.76	51.02	74.60	102.01
毛利 (百万元)	96.87	117.89	152.42	203.40	306.41	438.58
平均毛利率	77.75%	79.84%	79.72%	79.95%	80.42%	81.13%

来源: 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
<b>主营业务收入</b>	<b>125</b>	<b>148</b>	<b>191</b>	<b>254</b>	<b>381</b>	<b>541</b>
增长率		18.5%	29.5%	33.1%	49.8%	41.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>	<b>-51</b>	<b>-75</b>	<b>-102</b>
%销售收入	22.2%	20.2%	20.3%	20.1%	19.6%	18.9%
<b>毛利</b>	<b>97</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>203</b>	<b>306</b>	<b>439</b>
%销售收入	77.8%	79.8%	79.7%	79.9%	80.4%	81.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>
%销售收入	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>营业费用</b>	<b>-23</b>	<b>-26</b>	<b>-34</b>	<b>-45</b>	<b>-65</b>	<b>-92</b>
%销售收入	18.1%	17.9%	17.6%	17.5%	17.0%	17.0%
<b>管理费用</b>	<b>-24</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-61</b>	<b>-90</b>	<b>-130</b>
%销售收入	19.5%	24.4%	25.5%	24.0%	23.5%	24.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>90</b>	<b>141</b>	<b>201</b>
%销售收入	37.6%	34.5%	33.6%	35.5%	36.9%	37.1%
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>9</b>
%销售收入	0.0%	-0.3%	-3.2%	-4.6%	-2.7%	-1.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>151</b>	<b>209</b>
营业利润率	36.4%	34.6%	36.8%	40.1%	39.7%	38.7%
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
<b>税前利润</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>86</b>	<b>119</b>	<b>168</b>	<b>227</b>
利润率	46.2%	45.6%	45.1%	46.8%	44.1%	42.0%
<b>所得税</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>-34</b>
所得税率	10.1%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>143</b>	<b>193</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>143</b>	<b>193</b>
净利率	41.6%	40.8%	38.4%	39.7%	37.5%	35.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>143</b>	<b>193</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-43</b>	<b>-21</b>	<b>-56</b>	<b>-71</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>108</b>
<b>资本开支</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-24</b>	<b>-91</b>	<b>-182</b>	<b>-182</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-24</b>	<b>-92</b>	<b>-182</b>	<b>-182</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>430</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-13</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-23</b>	<b>-4</b>	<b>423</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>438</b>	<b>-23</b>	<b>-108</b>	<b>-74</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>98</b>	<b>142</b>	<b>580</b>	<b>556</b>	<b>448</b>	<b>374</b>
<b>应收款项</b>	<b>70</b>	<b>86</b>	<b>143</b>	<b>151</b>	<b>226</b>	<b>321</b>
<b>存货</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>流动资产</b>	<b>168</b>	<b>227</b>	<b>723</b>	<b>712</b>	<b>681</b>	<b>703</b>
%总资产	75.4%	95.6%	97.9%	80.2%	64.8%	55.4%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>47</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>155</b>	<b>351</b>	<b>548</b>
%总资产	21.0%	0.0%	0.0%	17.4%	33.4%	43.2%
<b>无形资产</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
<b>非流动资产</b>	<b>55</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>176</b>	<b>371</b>	<b>566</b>
%总资产	24.6%	4.4%	2.1%	19.8%	35.2%	44.6%
<b>资产总计</b>	<b>223</b>	<b>238</b>	<b>738</b>	<b>888</b>	<b>1,051</b>	<b>1,270</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>33</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>55</b>
<b>流动负债</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>62</b>	<b>87</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>62</b>	<b>87</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>197</b>	<b>253</b>	<b>745</b>	<b>846</b>	<b>989</b>	<b>1,182</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>223</b>	<b>285</b>	<b>796</b>	<b>888</b>	<b>1,051</b>	<b>1,270</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.576	0.670	0.612	0.496	0.700	0.947
每股净资产	2.188	2.813	6.208	7.051	8.242	9.852
每股经营现金净流	0.492	0.608	0.324	0.570	0.617	0.901
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	26.31%	23.82%	9.85%	11.95%	14.45%	16.34%
总资产收益率	23.21%	21.17%	9.22%	11.39%	13.59%	15.22%
投入资本收益率	21.40%	18.03%	7.32%	9.06%	12.09%	14.44%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.27%	18.52%	29.48%	33.08%	49.75%	41.88%
EBIT增长率	34.03%	8.74%	25.96%	40.58%	55.98%	42.69%
净利润增长率	16.35%	16.40%	21.70%	37.78%	41.31%	35.21%
总资产增长率	18.09%	27.61%	179.40%	20.27%	18.38%	20.75%
<b>资产管理能力</b>						
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!	77.2	48.3	31.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-49.69%	-55.94%	-77.81%	-65.75%	-45.34%	-31.68%
EBIT利息保障倍数	1,529.9	-99.8	-10.4	-7.7	-13.5	-23.6
资产负债率	11.78%	11.10%	6.37%	4.73%	5.93%	6.88%

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
买入	0	1	4	6	8
增持	0	0	3	4	5
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.56	1.55	1.57

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-16	买入	13.75	15.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。



**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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**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