

**东兴证券**
DONGXING SECURITIES**中以博胜 小求精当**

东兴中小市值个股精选系列

——拓尔思（300229）：2013 年中报点评

2013 年 08 月 22 日

强烈推荐/维持**拓尔思**

事件：

公司公布 2013 年中报, 报告期实现营业总收入 8,001.69 万元, 同比增加 1.79%, 实现净利润 2,528.81 万元, 比上年同期增长 37.13%; 扣非后的净利润同比增长 21.03% (政府补贴影响), 每股收益 0.12 元。不分红不送股。

点评：

- **政府应用恢复, 智慧城市、舆情监控双轮驱动。**报告期内政府应用占比仍占 7 成以上, 单季度收入环比增长 82%, 同比增长 9%, (12 年 5%) 凸显了后换届时期政府订单恢复的良好态势。同时基于政府领域相对缓和的竞争格局, 该领域的毛利率水平较同期基本持平。大数据产业作为智慧城市的“智慧引擎”直接决定了智慧城市管理和决策智能化所能达到的高度, 各层级政府对于数据源的整合和社会化开放将会带来更多的大数据应用价值; 而 TRS 互联网舆情管理系统 V4.0 等主要软件著作权的获取和申请也契合了政府在自媒体时代对于舆情监控的高度重视。
- **企业级应用市场厚积薄发。**企业级应用占基本与去年同期持平, 但毛利率水平受到前期调研、定制开发的影响下降 3.25 个百分点, 随着行业应用的成熟度和产品标准化程度的提高, 成本率将相对下降。公司目前企业级下游最大的客户——海尔的平台化、互联化、定制化推进有望成为传统制造业大数据应用的典范, 传统制造业通过直接接触用户进行需求导向的供应链管理, 从而对市场需求和生产流通过程进行系统化的管理, 减少牛鞭效应带来的巨大损失; 而银行表外系产品的风险监控或将成为公司近两年企业级收入的重要增长极。公司将以消费电子和金融领域为核心逐渐拓展至医疗、军工等领域。
- **费用下行弹性较大。**作为大数据产业链中中报业绩最好的一家公司, 与其内生费用弹性不无关系。基于公司语音搜索识别课题和企业应用产品研发升级的稳定、基数效应, 研发费用报告期内下降 25.8 个百分点; 企业应用的推广使得上半年销售费率同比提升 2.3 个百分点, 但增幅较去年整体明显下降。公司具备较强的股权激励复兴动力。
- **技术行政双重壁垒, 或存收购预期。**公司的发展战略是致力于成为大数据时代软件和互联网服务领域的领导厂商。主要核心技术优势是海量信息处理和中文语义理解, 基于自主核心软件技术的 TRS 大数据一体机与 TRS SMAS 模式开启了软硬一体化、软件服务云化商业模式的先锋; 同时在去 IOE 的大背景下公司的行政壁垒优势凸显。软硬一体化的代表型公司捷成股份、聚龙股份均通过收购实现了自身产业链的纵横突围, 从而形成软、硬件的相得益彰。公司也有望通过下游应用行业的收购, 巩固自身在非结构化技术和行政许可两方面的壁垒。
- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 13-14 年的 EPS 分别为 0.51 和 0.63 元, 对应 PE 分别为 43 倍和 35 倍, 维持“强烈推荐”的投资评级。

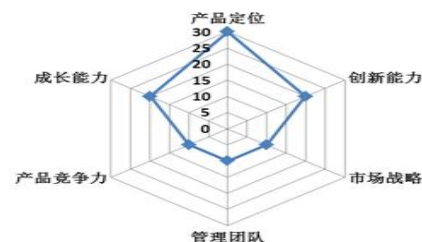
高坤

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480511110000

六位评价体系之服务业图

所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

大数据、信息安全

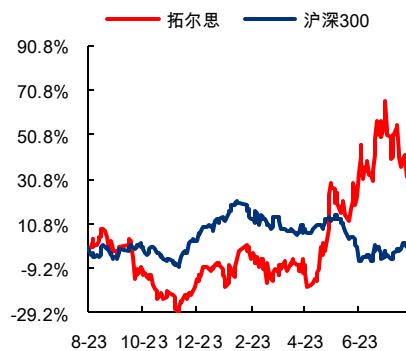
东兴分类：

大科技

核心护城河、商业模式概括

- 技术优势是海量信息处理和中文语义理解
- 智慧城市背景下客户渠道优势明显; 企业应用层面处于蓝海市场格局
- 资本先发引致的应用层收购契机

52 周股价走势图



公司的主要竞争对手 AUTONOMY 在大中华区存在外部行政、内部应用服务两方面的劣势，而去 IOE 的大势所趋又为拓尔思政府领域的应用提供了较好的契机。另外我们较为看好公司在银行等金融体系内的深耕细作，到 2015 年，IDC 估计银行整体 IT 市场将达 1073.4 亿元，2010 至 2015 年的复合年平均增长率为 13.3%，硬件、软件、服务的占比大致为 66:7:27，随着公司软件服务、一体化解决方案向软硬一体化三步走战略的推进，银行系有望成为下游应用领域的蓝海。

我们从 PEG 和市值角度去探讨公司的估值水平，公司今年的 PEG 不到 1，作为 A 股非结构化数据挖掘、应用的龙头，存在一定的估值溢价；而相较之美股主要竞争、类似公司的市值，伴随着企业级应用的拓展，也有望存在翻番的空间。

风险提示：

- 1、在行业应用市场拓展初期，存在相关业务毛利率下降的风险；同时伴随行业推广工作的展开，市场费用相对上升。
- 2、2014 年 6.16 首发原始股解禁，未来的收购式下游渗透战略存在一定的风险和不确定性。

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	191.1	210.8	264.4	330.5	405.4
增长率（%）	29.4%	10.2%	25.4%	24.9%	22.7%
净利润（百万元）	73.39	73.72	103.98	127.57	153.28
增长率（%）	21.70%	0.45%	41.04%	22.69%	20.15%
净资产收益率（%）	9.85%	9.30%	11.73%	12.74%	13.45%
每股收益（元）	0.700	0.361	0.510	0.625	0.751
PE	27.03	52.35	37.12	30.25	25.18
PB	3.05	4.87	4.35	3.85	3.39



分析师简介

高坤

中小市值组组长 产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。