

拓尔思(300229.SZ) 软件行业

评级：增持 维持评级

公司点评

郑宏达

分析师 SAC 执业编号：S1130513080002

(8621)60230211

zhenghd@gjzq.com.cn

拓尔思调研纪要和怎么看大数据公司

事件

4月11日，我们组织投资者调研了拓尔思，与公司高管就并购天行网安及拓尔思发展等问题进行讨论。

评论

今年是大数据分析的落地年：数据分析是我们今年非常看好的一个IT方向之一。百度、腾讯、阿里等大互联网公司也针对自身的平台用户提供数据分析业务。国内金融、环保、交通、医疗等行业的数据分析应用逐渐开始，同时预计未来几年全球的大数据分析与服务市场将保持30%的年增速。

怎么看大数据的公司？首先大数据标的仍然是稀缺的。我们认为，A股纯正的大数据标的就两个：东方国信和拓尔思。放眼港股，这样的标的也是稀缺。怎么看？可以把大数据产业链分为三部分：拥有数据的一方、做数据技术的公司、做应用的公司。IT类公司主要是后两个领域。

- (1) 做大数据技术的公司，这方面国内公司跟美国企业是差距非常大的，如果可以做到模块化和产品化，这样的公司是很牛的，可以给非常高的估值，比如 Splunk, Tableau, Cloudera，估值都在25倍PS以上(PE就没法看了)。这个领域由于技术的尖端性，公司是不会多的。
- (2) 国内公司的机会在于行业应用，贴近客户，从客户的需求出发做行业的数据分析应用，这是国内公司的优势。国内公司做大数据的价值在于行业应用！这是我在报告中一直强调的观点。数据分析行业应用的壁垒是很高的，要么招人要么通过收购来布局，比如阿里巴巴做金融行业的数据分析应用，就通过给2-3倍的薪资来挖人。我们欣喜的看到东方国信和拓尔思都开始走上了通过投资并购来拓展行业应用的道路。
- (3) 东方国信是我们去年11月底就开始并持续推荐的标的（参考我的东方国信买入评级报告《大数据技术属性，业绩确定性高》11月27日），目前股价涨幅超过50%。当时之所以开始推荐这个公司的原因，一方面在于我看到了公司的战略开始走通过并购的方式来做跨行业应用的路，这是很关键的；另一方面就是其业绩的确定性比较高。
- (4) 如果做数据分析应用的公司可以提炼出一些产品化和模块化的产品，在本行业应用中来做推广，减少项目属性，这样是可以逐渐提高估值的。这也是投资者需要密切关注东方国信和拓尔思的一个点。

并购天行网安，拓尔思拓展公安行业应用：通过收购天行网安，一方面可以拓展在公安行业的应用，公安行业是拓尔思的比较大客户，但苦于深入不够，收购天行可以带来机会；另一方面，基于数据的分析加强安全是未来的技术趋势，拓尔思和天行网安的协同有望在这个方向做出点领先的产品和应用。

双方的合作协同：双方目标客户都围绕数据展开需求，拓尔思帮助天行将数据分析技术用于安全分析；天行帮助拓尔思将保密技术用于大数据管理；双方的客户重点都是政府市场，拓尔思在政府部委和党委机关较多，天行在公安、保密、工商较多，在公安厅局布点较多，相对比较下沉。

投资建议

维持“增持”评级，拓尔思按照复合10%的利润增速，加上天行网安的业绩对赌的要求，给予14-15年EPS为0.51元和0.6元，考虑到信息安全行业和数据分析行业的平均估值，给予目标价25元。

拓尔思调研纪要

天行网安

■ 做什么？

- 信息安全方向，保证数据的安全性。技术：网络隔离、边界接入，国内安全隔离网扎的发明者，与拓尔思一样以技术立身，创建于 2000 年 1 月，在职员工 15 人，全国 15 家分支机构。两个方面：安全数据交换与共享（传统业务）、应用安全（这两年的新业务）。国家部委和公安是最主要客户。
- 技术点在于不同网络之间的数据交换，保证安全性；天行已经有了初步的数据分析功能，这是两个公司合作的着眼点。主要在政府方面用。

■ 经营怎么样？

- 拓尔思是纯软件的，天行是软硬一体化的。2013 年安全收入，直销 3108 万，经销 5477 万，毛利率 88%；总体来说直分销比例是 5:5；13 年收入比 12 年增长 35.7%；基于数据分析的安全产品是未来的增长点；2014 年预计增长 25% 左右。资质：商用密码销售许可证（比较难拿）。公安部要求边界接入平台只能有 5 家企业可以做：天行王安、杭州合众等
- 天行网安的数据交换技术应用于 175 个地级市；视频流媒体技术应用于 407 个县，390 万摄像头；单向导入技术应用于内蒙古、山东、山西、河南公安厅。

■ 合作：

- 双方目标客户都围绕数据展开需求，拓尔思帮助天行将数据分析技术用于安全分析；天行帮助拓尔思将保密技术用于大数据管理；双方的客户重点都是政府市场，拓尔思在政府部委和党委机关较多，天行在公安、保密、工商较多，在公安厅局布点较多，相对比较下沉。

■ 未来：

- 1、安全上升到国家战略；政府要求互联互通，这里面有安全的考虑和要求，加强数据交换产品；
- 2、企业的电子商务化，使得其增加数据方面的安全投入；
- 3、14-16 年预测净利润 4100 万、5150 万和 6200 万。

问答

■ 问：能不能两者结合？

■ 答：一开始不会就介入对方的管理，他们也有业绩要求；从用户出发，提炼出需求，然后融合再推给用户。

■ 问：政府和非政府的收入占比？未来会维持在多少？

■ 答：天行，大部分是政府客户；企业占我们 40%，大企业这几年有几个大订单，未来我们把央企作为重点去攻。目前，中国的状况还是政府投资拉动，政府还是会紧跟的。希望政府企业是 5:5 占比。企业级客户是忠诚度很高的。希望把服务转化为在线形式。我们每年的投入在数据中心上了、带宽上了。去年跟慧聪研究成立专注新媒体挖掘的公司。

■ 问：技术层面合作？

■ 答：技术层面合作不会很快，用我们的数据分析技术去增强天行的功能。两者的技术产品结合，需要看市场需求。基于数据的分析加强安全是未来的趋势。比如邮件，是不是阻挡，要先分析邮件的内容的，不是任何外来的邮件都阻挡。

■ 问：都是政府客户，我们去年业绩下滑而天行有比较好增长？

■ 答：受政府投资周期的影响，我们整体下滑；天行去年增长的原因是天行去年有两个大单（单向接入和视频）。

■ 问：一季报增长不错？

■ 答：一季报参考意义不大，基数比较小。

■ 问：在线业务？

■ 答：舆情监控云服务平台，比如基于 twitter、微博等厄瓜多尔竞选的分析。后面有数据中心，基于数据的开发服务。面向客户还是政府居多，拓展了一些企业客户。未来通过行业化的来拓展。目前是基础化的，拓展还不太理想。

- 问：公司在营销方面的努力？
- 答：软件是长期的现金流模式，可以支撑相当的空间。提高盈利水平，需要一个过程。我们在积累数据资源。我们通过参股和投资公司的方式来拓展。
- 问：市场对公司产品的需求？
- 答：我们认为需求还是不错，家电、银行等需求都在做。
- 问：收购的考虑方向？
- 答：上市公司收购的对象要有一定的盈利能力了；我们收购偏保守，希望行业上的互补的，比如可以进入公安行业等。天行算是在行业上，比较巧的是在安全方向的公司。公安是我们的比较大客户，但苦于深入不够，收购天行可以带来机会，可以多做些事情。收购方向：行业的、区域的、新模式的、加强营销的。其他不相关的，比如手游什么的，都不会做。

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	13.72	15.00 ~ 15.00
2	2012-09-20	买入	15.00	20.00 ~ 20.00
3	2012-10-24	买入	13.51	20.00 ~ 20.00
4	2012-12-26	买入	13.27	N/A
5	2013-02-06	买入	14.26	N/A
6	2013-02-28	增持	14.19	16.00 ~ 16.00

来源：国金证券研究所



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形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靠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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD