

企业级搜索引擎的龙头企业

- 拓尔思新股询价定价报告

报告关键点:

- 国内最大的企业搜索技术和内容管理技术提供商，市场份额排名第一
- 非结构化信息处理技术正成为政府机构和企事业单位信息管理的重要趋势
- 公司产品覆盖众多国家部委和省级政府部门、主要新闻媒体、企业集团等

报告摘要:

- 国内领先的非结构化信息处理服务提供商。公司核心的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。公司在中国企业搜索软件、Web内容管理软件、垂直搜索及舆情监测软件等领域市场份额排名第一，在内容管理软件、知识管理和竞争情报软件等领域市场份额名列行业前五名。
- 公司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。公司是国内最大的企业搜索技术和内容管理技术提供商。
- 非结构化信息处理市场需求快速增长。应用非结构化信息处理技术正成为政府机构和企事业单位信息管理的重要趋势。文本、格式文档、表格、电子邮件、图像和音视频等非结构化信息占机构中信息总量的80%以上，正成为增长最快的信息类型。预计从2009年到2020年，每年创建的数字信息量将增长44倍，达到35ZB（1ZB=10000亿GB）。其中80%的数字信息需要对其有效管理并挖掘信息价值，能够给政府和企业带来超值回报。
- 特殊行业准入优势和客户资源优势。公司业务已拓展到涉及国家安全和公共安全的行业，如公安、军队及其他涉密领域。在特殊行业具有十分明显的竞争优势，公司的TRS系列产品已经被国内外3,000多家企业级用户采用，覆盖了众多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、大型企业集团等。
- 募投项目提高公司盈利能力，巩固公司在中文企业搜索市场的领先地位。公司本次拟发行3,000万股，占发行后总股本的25%。募投项目投产期的第1年、第2年、第3年，预计将为公司贡献收入18,720万元、25,275万元、34,120万元，净利润3,789万元、7,734万元、13,017万元。
- 盈利预测与定价分析：预计2011、2012年公司营业收入增长率为41.0%和40.5%，净利润分别增长52.5%和41.1%，对应EPS分别为0.77、1.08元。考虑到企业级搜索引擎行业广阔的市场空间以及公司的龙头地位，我们给予公司2011年25-30倍的PE，公司合理的询价区间为19.25-23.10元。上市首日定价区间30.80-34.65元，对应2011年PE为40-45倍。
- 风险提示：技术替代的风险；新商业模式推广的风险；用户拓展的风险

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	124.6	147.7	208.2	292.5	409.5
Growth(%)	20.3%	18.5%	41.0%	40.5%	40.0%
净利润	51.8	60.3	92.5	130.9	181.9
Growth(%)	16.4%	16.4%	53.3%	41.5%	39.0%
毛利率(%)	77.8%	79.8%	83.0%	84.0%	85.0%
净利润率(%)	41.6%	40.8%	44.4%	44.7%	44.4%
每股收益(元)	0.43	0.50	0.77	1.08	1.52
每股净资产(元)	1.64	2.11	7.73	8.60	9.81
净资产收益率(%)	26.3%	23.8%	10.0%	12.7%	15.5%
ROIC(%)	58.5%	60.6%	77.8%	86.6%	95.4%

建议询价区间:

19.25 - 23.10 元

上市首日定价区间:

30.80 - 34.65 元

报告日期: 2011-05-31

发行数据

总股本(万股)	9,000
发行数量(万股)	3,000
网下发行(万股)	600
网上发行(万股)	2,400
保荐机构	
发行日期	2011-06-07
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

北京信科互动科技发展有限公司	75.63%
北京市北信计算机系统工程公司	12.95%
深圳市创新资本投资有限公司	6.43%
深圳市达晨创业投资有限公司	2.86%
美联融通资产管理(北京)有限公司	1.43%
北京金科高创投资管理咨询有限公司	.71%

侯利

021-68763972
执业证书编号

胡又文

021-68766271
执业证书编号

高级行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

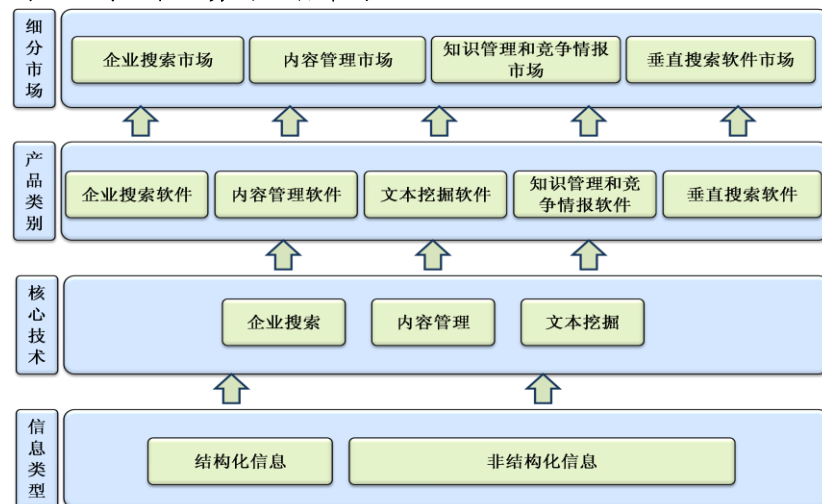
助理行业分析师

huyw@essence.com.cn
S1450511050001

1. 公司主营业务

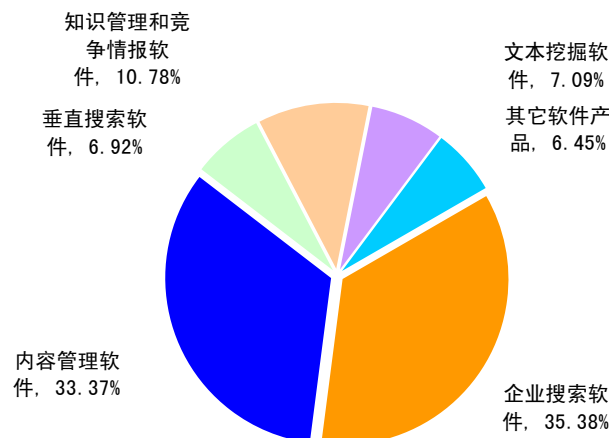
公司主要从事以非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务，核心软件产品包括企业搜索、内容管理和文本挖掘等相关平台和应用软件；从事相关行业的信息化工程咨询、开发、实施和维护服务；提供基于非结构化信息智能处理技术的在线软件运营和信息服务。

图1 公司主营业务与目标市场



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图2 公司2010年主要软件产品占软件销售收入比例



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业发展前景

2.1. 非结构化信息的定义

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、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。

表一 结构化和非结构化信息管理在企业信息化应用中的定位

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(以网页、word 文档、图像、音频、视频等形式存在)
典型应用	财务管理软件、股票行情系统、企业资源计划(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	对面向过程和事务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率超过预先设定预警值时,自动提示风险或采取操作。 ● 财务管理和分析系统中根据报表数据统计和汇总,并与以往数据比较,生成"务指标趋势变化图表。 "	● 投资者在搜索引擎中检"自己所关心的公司新闻、年报等资讯; ● 产品研发人员在存储专利文件的系统中查询已有的相关专利文档,辅助产品研发决策; ● 媒体编辑在新闻稿件库中查询某个新闻人物或热点事件的最新稿件或背景资料,组织专题报道稿件; ● 营销人员在竞争情报系统中查阅竞争对手近期媒体宣传投放的频次"和具体内容,便于采取相应对策。

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

按照Gartner的预测,文本、格式文档、表格、电子邮件、图像和音视频等非结构化信息占机构中信息总量的80%以上,正成为增长最快的信息类型。政府部门是信息资源的最大拥有者,掌握的信息甚至达到全社会信息总量的80%。政府部门拥有大量不同格式、不同载体的政务信息资源,包括政策、法规、计划、公文、档案、报告、统计数据等,这些信息资源缺乏统一规划,共享程度低,利用率不高,影响了政府提高决策执政效率和推进政务公开,影响了电子政务为企业和社会公众服务目标的实现。除政府以外,越来越多的企业也认识到信息正在影响和驱动着整个企业中许多至关重要的业务过程。这些重要信息包括产品技术规格、营销材料、网页、客户服务数据、供应商合同、电子邮件、图片资料等,其规模正在成倍地增长,隐含着企业在金钱和时间上的巨大投资,是企业重要的信息资产,对其有效管理并挖掘信息价值,能够给企业带来超值回报。当前,应用非结构化信息处理技术正成为政府机构和企事业单位信息管理的重要趋势。

2.2. 细分市场前景分析

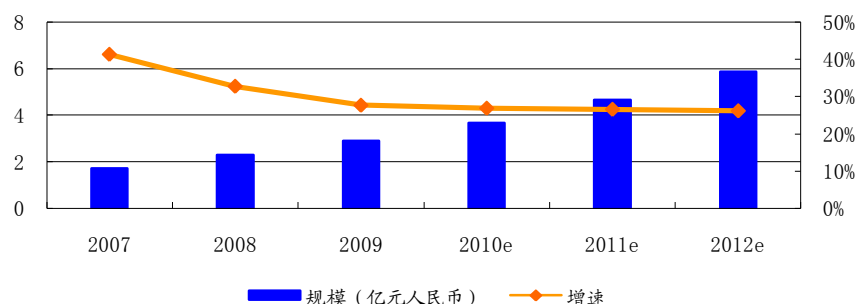
公司的技术和产品所处的细分市场包括: 企业搜索、内容管理、知识管理和垂直搜索等非结构化信息处理技术应用领域。

(1) 企业搜索软件市场

企业搜索产品在欧美等信息化进程发展较快的地区已经得到较为广泛的应用,除政府、军队、大型企业外,中小型企业受业务创新驱动的影响也在逐步接受企业搜索产品。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。由于企业搜索有其独特的技术特点,与互联网搜索存在较大差异,竞争的技术门槛较高,技术实力和经验积累成为进入该市场的主要壁垒。公司凭借在企业搜索领域十余年的经验积累和研发实力,获得了持续快速的成长,占据市场领先地位。

位，在高端用户市场优势明显。

图3 中国企业搜索软件市场规模及增长率

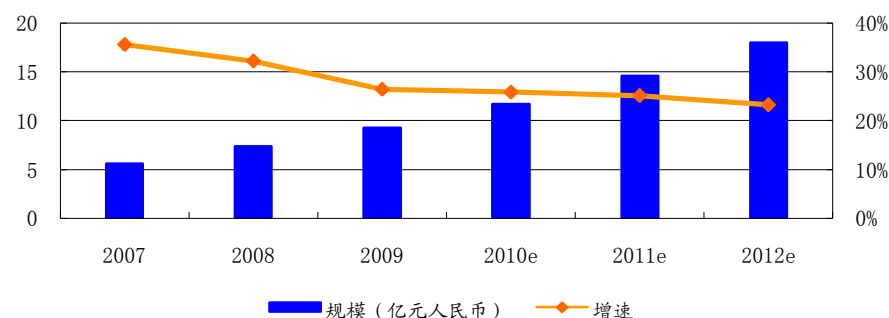


数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

(2) 内容管理软件市场

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，政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、科研院所、大型企业集团等成为内容管理产品最主要的用户群，在行业应用需求的强势拉动下，中国内容管理市场将继续保持高速增长态势。

图4 中国内容管理软件市场规模及增长率

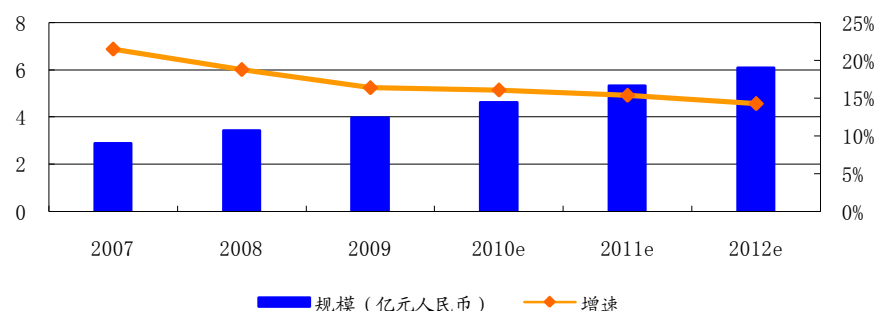


数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

(3) 知识管理和竞争情报软件市场

以知识管理为核心的企业管理和发展战略已成为理论界和企业管理界的共识。目前知识管理在我国还属于新兴的应用领域，市场仍处在培育和成长初期。随着服务型政府建设的深入，产业升级的推进，以及新闻媒体、大型企业集团、电信、金融等现代服务业创新意识增强，对于真正提升核心竞争力的知识更加关注，把知识融合进日常业务运行体系的需求越来越高，因此对于知识价值链的管理逐渐被接受，知识管理系统逐步开始试点应用，且投资效果初步显现，采购范围日益扩大，拉动市场开始快速增长。

图5 中国知识管理及竞争情报软件市场规模及增长率

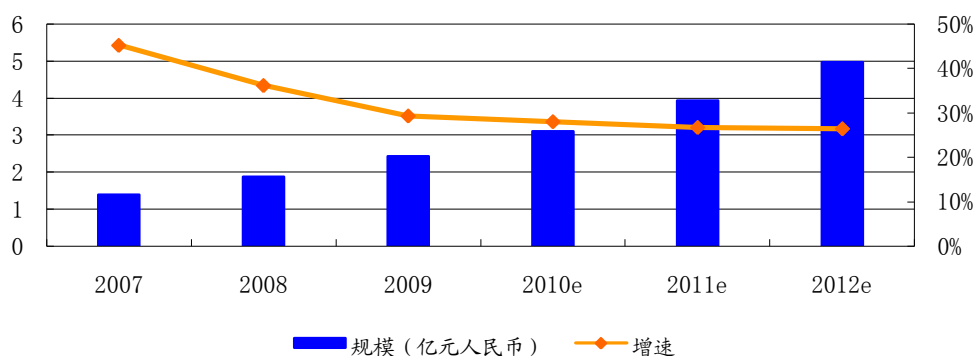


数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

(4) 垂直搜索软件市场

垂直搜索软件主要面向那些对搜索信息的相关性、专业性、实时性、安全性等要求较高的行业或机构用户，或为垂直搜索服务运营商搭建技术平台，垂直搜索软件通常安装在用户处运行。垂直搜索软件厂商的盈利模式目前主要是传统的软件版权销售，也有部分通过SaaS服务的形式销售。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。在行业应用需求的强势拉动下，中国垂直搜索及舆情监测软件市场将保持快速度的发展。

图6 中国企业搜索软件市场规模及增长率



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

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，公司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，核心竞争优势明显。

3.1. 客户资源优势

公司的 TRS 系列产品已经被国内外 3,000 多家企业级用户采用，覆盖了众多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、大型企业集团等，包括中共中央办公厅、国务院办公厅、国家发改委、国家知识产权局、新华通讯社、人民日报社、中央电视台、新华网、国家图书馆、中国移动、中国银行、中国石油、日本佳能等。根据赛迪顾问的统计，公司在中国企业搜索软件、Web 内容管理软件、垂直搜索及舆情监测软件等领域市场份额排名第一，在内容管理软件、知识管理和竞争情报软件等领域市场份额名列行业前五名。

表二 历年来公司在细分市场份额

国内细分市场	2009年		2008年		2007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	29.0%	1	34.0%	1	33.9%	1
内容管理软件	9.3%	4	9.6%	4	9.5%	4
Web内容管理软件	14.8%	1	15.3%	1	15.2%	1
知识管理和竞争情报软件	5.0%	4	4.8%	4	3.5%	4
垂直搜索及舆情检测软件	8.1%	1	8.0%	1		

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 产品技术优势

公司的“TRS 信息检索系统”、“TRS 内容协作平台”、“TRS 文本挖掘软件”分别获得中国软件行业协会 2006 年度、2008 年度、2010 年度中国十大创新软件产品称号。TRS 中文内容管理系统 2003 年获得国家火炬计划项目证书及北京市高新技术成果转化项目认定证书。公司的 TRS 企业搜索软件和 TRS 垂直搜索软件已经具备在云环境中的部署和服务能力，用于国家知识产权局检索服务系统及新华社多媒体数据库系统。

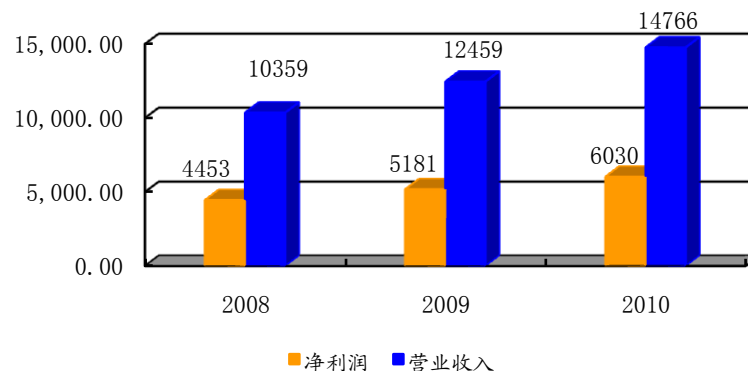
3.3. 特殊行业准入优势

目前公司的业务已经拓展到涉及国家安全和公共安全的行业，如公安、军队及其他涉密领域。国家对这些行业领域采用国产软件有明确的要求。公司作为拥有完全自主知识产权的国内最大的企业搜索技术和内容管理技术提供商，在特殊行业具有十分明显的竞争优势，有助于企业获得更大的市场份额。

4. 盈利能力分析

最近三年，公司营业收入和净利润稳定增长。

图7 近三年公司营业收入、净利润（单位：万元）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司业务的稳定增长来源于三方面：

（1） 软件销售收入持续增长

2010年、2009年、2008年公司软件销售收入分别同比增长8.48%、3.47%、31.78%。增长的原因，首先是公司的目标市场处于快速成长阶段；其次是公司自主研发的企业搜索、内容管理软件的技术水平在国内处于领先地位，竞争优势明显；第三是公司近年来不断加大市场开拓力度，并以优质、本土化的服务为先导，赢得了众多客户的青睐。

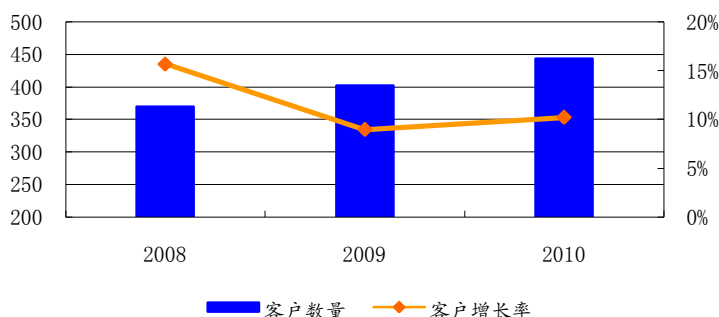
（2） 软件服务收入爆发式增长

公司认识到技术增值服务在未来软件业有广阔发展空间，加大了技术服务方面的投入，并取得成效，软件服务收入逐年增长，占营业收入比重不断增长，从2008年的9.80%增长至2010年的31.95%。

（3） 公司客户群稳定增长

公司的客户数量逐年扩大，从2008年369户增长到2009年的402户，2010年为443户，市场区域从中国大陆地区拓展到香港、澳门、日本、苏丹等国家和地区。

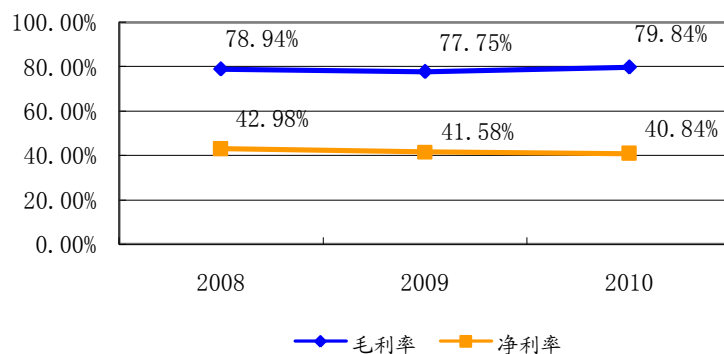
图8 客户数量及增长情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司综合毛利率水平较高，一方面是因为公司营业收入的90%以上来自软件销售和软件服务，毛利率普遍较高；另一方面是因为公司销售的产品大部分是公司自主研发的TRS系列软件，销售时不用缴纳软件版权费用。

图9 近三年公司毛利率、净利率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 未来盈利增长点

我们认为，公司未来的盈利增长点主要来源于三方面。

5.1. 深入行业核心

公司将在以后的经营中加速扩展 TRS 信息智能处理技术和产品深入各主流行业的核心业务，尤其是在决策和业务运营系统的应用面和应用深度，并实现与上述相关系统的对接和集成，从而实现 TRS 在主流行业的核心应用价值。这些主流行业包括：政府机构、国家涉密单位、军队、新闻媒体、大型企业集团（金融、电信、能源等）、医药、科研教育等。在应用和推广方面，公司将面向各行业提供有针对性的应用解决方案，并根据需要联合行业性集成商和咨询中介机构进行行业推广。

5.2. 拓展中小企业市场

拓展中小企业市场是对公司高端用户市场的延展和补充，着眼于未来规模持续成长的需要，来自中小企业客户的普遍需求也将为公司提供创新思路，做好技术创新、模式创新和服务创新。基于服务大型客户的成熟技术，公司将推出适用于中小企业客户的产品和服务，目前主要的策略是开展满足特定信息智能管理需求的软件运营服务，通过建设募集资金投资项目“基于垂直搜索的软件运营和信息服务平台项目”，提供面向新闻舆情、经济金融以及行业产品质量方面信息采集和管理的软件运营和信息服务。

5.3. 拓展海外市场

着眼于自主创新的方向和未来规模增长的需要，公司未来还将着手拓展海外市场。当前 TRS 产品具有多语言处理能力，目前已有一批海外用户。未来三年公司将调研海外用户的需求和特点，建立适合于海外市场的产品开发、销售和服务模式，为公司后续几年海外市场拓展确立正确的方向，奠定扎实的基础。

6. 募投项目分析

公司拟发行 3,000 万股，占发行后总股本的 25%。本次募集资金投资项目达产后，公司主导软件产品的竞争力将大大增强。募投项目投产期的第 1 年、第 2 年、第 3 年，预计募投项目将为公司贡献收入 18,720 万元、25,275 万元、34,120 万元，净利润 3,789 万元、7,734 万元、13,017 万元。

表三 募投项目及进度计划

序号	项目名称	项目预计总投资
1	TRS 企业搜索引擎软件 V7.0 升级项目	8,034.5
2	TRS 内容管理软件 V7.0 及营运平台升级项目	6,038
3	面向知识管理和竞争情报的企业应用软件研发项目	5,966
4	基于垂直搜索的软件营运和信息服务平台研发项目	4,947
5	其他与主营业务相关的营运资金	

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

(1) TRS 企业搜索引擎软件 V7.0 升级项目

公司目前的企业搜索引擎软件只能确保中等规模企业级客户的企业搜索引擎需求和质量。该项目是基于公司核心业务和与核心技术相关的企业搜索产品的升级与扩充，通过提升开发的硬件条件和软件测试能力，开发适应高端企业级用户的企业搜索引擎软件，进一步巩固和提高公司的行业领先优势。

(2) TRS 内容管理软件 V7.0 及营运平台升级项目

公司目前发布的 TRS 内容管理软件只能确保中等规模企业级用户的应用需求和质量。对于更大规模的企业级用户高数据吞吐量、高访问并发量和复杂的应用系统环境还不能有针对性地模拟和测试。该项目是在公司已有的技术积累和产品基础上，对已有内容管理系统进行升级，并全新构建 SaaS 模式的内容管理在线服务平台。

(3) 面向知识管理和竞争情报的企业应用软件研发项目

该项目的建设和实施将使得公司在知识管理产品上具有先发性市场优势并具有先进性技术优势，为知识管理行业的技术创新注入新的发展动力，从而奠定公司在中文知识管理领域的优势地位。在此基础上形成以政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、科研、教育、电信、金融、制造等领域为目标客户的知识管理整体解决方案，开展标杆工程建设，加快市场推广步伐。

(4) 基于垂直搜索的软件营运和信息服务平台研发项目

该项目通过研发、提升和综合利用包括大规模互联网信息采集、非结构化信息分析和处理、文本挖掘、全文检索等 TRS 垂直搜索相关技术，建设基于互联网环境下的在线软件运营服务支撑平台和行业知识库建设平台，并基于此平台开展面向政务舆情、证

券信息和产品质量监控等行业SaaS及信息服务,进而形成以政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、制造、现代服务业等领域的垂直搜索信息服务平台,发掘行业应用潜在巨大需求,加快市场推广步伐。

7. 盈利预测与投资建议

预计2011、2012年公司营业收入增长率为41.0%和40.5%,净利润分别增长52.5%和41.1%,对应EPS分别为0.77、1.08元。考虑到企业级搜索引擎行业广阔的市场空间以及公司的龙头地位,我们给予公司2011年25-30倍的PE,公司合理的询价区间为19.25-23.10元。上市首日定价区间30.80-34.65元,对应2011年PE为40-45倍。

表四 可比上市公司估值水平比较

代码	名称	股价	毛利率(%)	净利率(%)	PE 10A	PE 11E	PS	PB
002268.SZ	卫士通	17.10	61.57	18.58	43.59	30.62	7.50	6.23
300075.SZ	数字政通	22.20	70.00	53.74	37.27	26.14	20.03	2.23
002439.SZ	启明星辰	34.41	64.79	16.84	60.16	39.62	9.83	3.63
002230.SZ	科大讯飞	37.00	56.88	23.19	95.66	58.15	22.19	14.82
300188.SZ	美亚柏科	37.90	56.77	21.83	50.96	32.84	11.13	18.88
均值					57.53	37.47	14.14	9.16

数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

8. 主要风险点

(1) 技术替代的风险

公司所处行业的技术壁垒和进入门槛较高。尽管如此,如公司不能持续保持公司的技术领先优势,将可能导致公司面临被竞争对手赶超,或者核心技术发展停滞甚至被替代的风险。

(2) 新商业模式推广的风险

本次募集资金投资项目之一的基于垂直搜索的软件营运和信息服务平台研发项目包含SaaS新商业模式,SaaS商业模式在中国尚处在大力推广阶段,用户对基于垂直搜索的SaaS模式服务的接受度受中国整个软件市场大环境中用户对SaaS接受度的影响。因此,在新商业模式的推广方面存在一定的风险。

(3) 用户拓展的风险

公司的客户群体主要集中在政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、科研院所及大型企业集团。由于这类高端客户对于软件产品的采购往往需要经历比较长的考察选型周期,公司在新用户拓展速度方面存在一定的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/5/30		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	124.6	147.7	208.2	292.5	409.5	营业收入增长率	20.3%	18.5%	41.0%	40.5%	40.0%
减: 营业成本	27.7	29.8	35.4	46.8	61.4	营业利润增长率	31.0%	12.4%	72.0%	48.6%	43.5%
营业税费	3.1	4.4	6.2	8.8	12.3	净利润增长率	16.4%	16.4%	53.3%	41.5%	39.0%
销售费用	22.5	26.5	36.4	49.7	69.6	EBITDA 增长率	28.1%	15.1%	50.7%	44.4%	45.9%
管理费用	24.3	36.0	48.9	68.7	92.1	EBIT 增长率	30.3%	11.2%	60.8%	45.9%	46.9%
财务费用	0.0	-0.5	-6.5	-12.0	-13.1	NOPLAT 增长率	15.9%	15.3%	44.8%	38.7%	41.6%
资产减值损失	1.4	0.4	-	-	-	投资资本增长率	11.4%	12.8%	24.7%	28.6%	31.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.2%	28.6%	266.2%	11.3%	14.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	45.4	51.0	87.7	130.4	187.2	利润率					
加: 营业外净收支	12.2	16.3	15.0	15.0	15.0	毛利率	77.8%	79.8%	83.0%	84.0%	85.0%
利润总额	57.6	67.3	102.7	145.4	202.2	营业利润率	36.4%	34.6%	42.1%	44.6%	45.7%
减: 所得税	5.8	7.0	10.3	14.5	20.2	净利润率	41.6%	40.8%	44.4%	44.7%	44.4%
净利润	51.8	60.3	92.5	130.9	181.9	EBITDA/营业收入	38.9%	37.8%	40.4%	41.5%	43.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	36.4%	34.2%	39.0%	40.5%	42.5%
货币资金	97.8	141.6	797.8	862.8	952.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	137	114	76	49	34
应收账款	69.9	85.3	108.4	152.3	213.2	流动营业资本周转天数	115	120	116	122	128
应收票据	-	0.3	-	-	-	流动资产周转天数	439	482	980	1,182	958
预付账款	0.6	-	-	-	-	应收账款周转天数	158	168	149	144	144
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-	-0.0	总资产周转天数	595	619	1,081	1,254	1,009
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	270	256	216	195	182
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.3%	23.8%	10.0%	12.7%	15.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.2%	21.2%	9.6%	12.2%	14.9%
固定资产	46.8	47.1	40.6	39.5	38.6	ROIC	58.5%	60.6%	77.8%	86.6%	95.4%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	0.1	7.9	7.4	7.0	6.7	销售费用率	18.1%	17.9%	17.5%	17.0%	17.0%
其他非流动资产	1.2	1.0	6.7	7.1	7.2	管理费用率	19.5%	24.4%	23.5%	23.5%	22.5%
资产总额	223.2	284.8	965.0	1,073.2	1,222.4	财务费用率	0.0%	-0.3%	-3.1%	-4.1%	-3.2%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	37.7%	42.0%	37.9%	36.4%	36.3%
应付账款	12.5	19.1	16.5	21.8	28.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	11.8%	11.1%	4.0%	4.0%	4.1%
其他流动负债	9.2	10.9	10.0	10.0	10.0	负债权益比	13.4%	12.5%	4.1%	4.2%	4.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.40	7.19	23.76	23.36	23.18
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	6.40	7.19	23.76	23.36	23.18
负债总额	26.3	31.6	38.1	43.5	50.3	利息保障倍数	1,482.77	-98.93	-12.40	-9.91	-13.27
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	90.0	90.0	120.0	120.0	120.0	DPS(元)	-	0.15	0.15	0.22	0.30
留存收益	106.9	163.2	807.2	911.9	1,057.4	分红比率	0.0%	29.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	196.9	253.2	927.2	1,031.9	1,172.4	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	51.8	60.3	92.5	130.9	181.9	EPS(元)	0.43	0.50	0.77	1.09	1.52
加: 折旧和摊销	3.2	5.4	2.8	2.9	2.9	BVPS(元)	1.64	2.11	7.73	8.60	9.81
资产减值准备	1.4	0.4	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.4	0.0	-6.5	-12.0	-13.1	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-11.0	-14.4	-26.3	-38.6	-54.0	CAGR(%)	36.2%	44.5%	38.6%	37.1%	35.2%
经营活动产生现金流量	44.3	54.7	62.4	83.2	117.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-3.8	-7.7	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	13.0	13.5	17.3	19.2	21.2
融资活动产生现金流量	-23.4	-3.6	598.1	-14.2	-23.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008 年加入安信证券销售交易部，2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034