

日期: 2011年6月1日

行业: IT-软件与服务



陈启书

021-53519888-1918

mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120022

受益于非结构化信息处理的快速成长

IPO 询价区间 RMB21.80-26.16 元
合理估值区间 RMB25.43-30.52 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 30.00
发行后总股本 (百万股) 120.00
发行方式 网下询价配售 25%
网上定价发行 75%
保荐机构 长城证券

主要股东 (IPO 前)

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%

收入结构 (MRQ)

软件销售 65.93%
技术服务 31.95%
其他收入 2.11%

相关报告:

首次报告日期: 2011年6月1日

■ 投资要点:

非结构化信息量大增是市场需求快速增长的主要基础

非结构化信息规模暴增,是非结构化信息处理技术和软硬件产品市场需求快速增长的主要基础。例如,未来声音、电视、广播、打印等所有主要的媒体形式都将完成从模拟到数字的转变,全球数字信息总量将达到 35ZB。这些暴增的信息化数据中的 80%需要由企业存储、保护和管理。在全球信息化暴增的势头下,我国非结构化信息也出现了快速增长态势。

公司在行业内处于领先地位,拥有较为明显的竞争优势

公司在非结构化信息处理方面具有领先优势,在各个细分行业均有较为稳固的市场地位。公司在企业搜索软件、垂直搜索软件分别占据 29.0%和 8.1%的市场份额,市场份额排名第一。在内容管理软件以及知识管理及竞争情报软件中,市场份额排名也居于前列。

公司在文本检索、多媒体检索、企业搜索、网络垂直搜索、从关键词检索、语义检索、文本挖掘等领域,都一直引领海量非结构化信息的自动化和智能化处理技术的发展方向,并正朝云服务的方向发展。

股票估值

预计 2011-2013 年公司可实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.73 元、1.00 元和 1.29 元。预期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 35-42 倍,对应合理估值为 25.43-30.52 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 21.80-26.16 元,对应 2011 年年的动态市盈率为 30-36 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	147.66	203.12	276.13	387.86
年增长率 (%)	18.52	37.56	35.94	40.47
归属于母公司所有者的净利润	60.30	87.21	120.58	154.84
年增长率 (%)	16.40	44.61	38.27	28.42
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.50	0.73	1.00	1.29

注: 有关指标按公司 IPO 后总股本计算

一. 公司及其业务概况

以非结构化信息处理为核心业务的软件服务商

公司是由北京拓尔思信息技术有限公司以截至 2007 年 9 月 30 日整体变更设立的股份有限公司。

持有 5% 以上股份的股东北京信科互动科技发展有限公司、北京市北信计算机系统工程技术有限公司、深圳市创新资本投资有限公司；发行人董事长兼总经理李渝勤先生持有发行人 80.00% 的股份，是发行人的控股股东、实际控制人。

公司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。

从近三年来的收入结构来看，2010 年 1-9 月、2009 年、2008 年，软件销售业务收入分别占公司营业收入的 68.09%、72.03% 和 83.72%。软件销售业务是公司主营业务收入的主要来源。

二. 行业发展前景

非结构化信息量大增是市场需求快速增长的主要基础

非结构化信息处理，是相对于结构化信息而言的。诸如公司公告、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。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，将“理解”的结果提供给使用者或控制计算机系统运行。

非结构化信息规模暴增，是非结构化信息处理技术和软硬件产品市场需求快速增长的主要基础。2009 年数字信息量达到 8000 亿 GB (0.8ZB)，比 2008 年增长了 62%；而 2010 年产生的数字信息量将达到 1.2ZB。由于全球模拟信号转数字信号的趋势不可逆转，未来声音、电视、广播、打印等所有主要的媒体形式都将完成从模拟到数字的转变，全球数字信息总量将达到 35ZB，即 2009 年到 2020 年，全球数字信息总量将增长 44 倍。这些暴增的信息化数据中的 80% 需要由企业存储、保护和管理。在全球信息化暴增的势头下，我国非结构化信息也出现了快速增长态势。根据 2007 年 IDC 关于数字宇宙的报告预测，到 2010 年，中国的数字信息量预计为 900.5 亿多 GB，是 2006 年的 7 倍，超过全球的增长速度（6 倍）。这意味着普通企业将面临数据迅猛增长带来的信息管理方面的挑战。

信息量的大幅增加必然增加对信息进行管理与检索方面的需求。预计公司所处的非结构化信息处理行业未来仍将保持快速发展的趋势。

三. 公司竞争能力及发展空间

行业竞争较为激烈，市场集中度并不充分

在企业搜索市场，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。在国内企业搜索领域，本地化的行业知识、实施经验和服务队伍非常重要。国内，公司面临的竞争对手主要包括 Autonomy、IBM、微软等国外软件企业。

在内容管理领域，公司面临的竞争对手主要包括 IBM、微软、EMC、Oracle、Autonomy 等国外软件企业。公司在对中文自然语言处理技术的研究深度、行业知识库的专业程度、相关技术和产品的集成度、客户业务的理解深度、服务响应速度、成功案例的推广度等均领先于其他竞争对手，公司具备显著的本地化优势。

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。在知识管理领域，公司主要竞争对手有以 IBM 为代表的国际软件厂商和以蓝凌、拓尔思为代表的国内厂商。公司基于自身拥有的较强的企业搜索、内容管理和文本挖掘的核心技术，从竞争情报管理和企业知识门户的角度推动企业知识管理应用，具有独特的市场定位和竞争力，因此目前市场上不存在与本公司同质竞争的对手。

公司所处的垂直搜索软件市场正处于市场生命周期的导入期，企业家数众多，行业集中度较低。其中，拓尔思、方正、中科点击等占据市场领先地位。

公司在行业内处于领先地位，拥有较为明显的竞争优势

公司在非结构化信息处理方面具有领先优势，在各个细分行业均有较为稳固的市场地位。公司在企业搜索软件、垂直搜索软件分别占据 29.0% 和 8.1% 的市场份额，市场份额排名第一。在内容管理软件以及知识管理及竞争情报软件中，市场份额排名也居于前列。

公司一直致力于核心技术的自主研发和创新应用，报告期内累计投入的研发费用 4,295.29 万元，占同期营业收入的 10.50%，超过 2007 年全年的利润总额。公司在文本检索、多媒体检索、企业搜索、网络垂直搜索、从关键词检索、语义检索、文本挖掘等领域，都一直引领海量非结构化信息的自动化和智能化处理技术的发展方向，并正朝云服务的发展方向。公司的研发实力得到了多方认可，不仅承担了国家“863”计划中的“跨媒体搜索关键技术研究及服务产品开发”，还被评为中国十大创新软件企业和“中关村国家自主创新示范区创新型试点企业”。

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，市场地位稳固。公司在多年业务积累中，与客户保持了良好的合作关系。公司客户已覆盖众多国家部委和省级政府部门、国家涉密单位、中国主要新闻媒体、大型企事业单位等。

所以，企事业单位海量的信息处理和专业的云服务是公司未来业务发展的主要市场空间。

四. 募投项目简述

募投项目均围绕当前主营业务进行拓展

本次募集资金主要投资于 4 个领域，用于扩大公司产能，提升研发能力。公司 4 个项目建设都是围绕着目前的主营业务进行拓展。

表1 公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	本次募集资金投资计划		
		募集资金投资	第一年	第二年
TRS 企业搜索引擎软件 V7.0 升级项目	8,034.5	4,500	2,578.5	4,376
TRS 内容管理软件 V7.0 及营运平台升级项目	6,038.0	4,100	2,118.0	2,970
面向知识管理和竞争情报的企业应用软件研发项目	5,966.0	4,500	2,216.0	2,910
基于垂直搜索的软件营运和信息服务平台研发项目	4,947.0	3,500	1,579.0	2,758
其他与主营业务相关的营运资金	【 】			
合计				

数据来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

有助于提升公司产品的研发水平、产能及营销范围

本次募集资金投资项目涉及产品的研发、产能、两个方面。募集资金投资的项目是以公司核心技术为基础开发和现有产品升级、优化与产能扩大。

募集项目顺利实施后，公司可以进一步提升公司研发能力、增强公司核心竞争力、提高产能、实现规模效益并降低产品成本。

五. 公司财务分析及盈利预测

与相关公司比较公司盈利能力强、成长性一般、营运能力较好

在相关可比上市公司比较中，公司销售毛利率处于较高水平。而在销售净利率方面，公司也处于最高水平。这显示，公司具备很强的盈利能力。

表2 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12
拓尔思	81.14	78.94	77.75	79.84
卫士通	63.96	69.30	62.46	61.57
启明星辰	62.97	65.33	63.73	64.79
顺网科技	93.52	92.93	92.42	93.87
三五互联	72.37	73.82	76.92	80.09

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表3 公司和相关公司的销售净利率比较（单位：%）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12
------	---------	---------	---------	---------

拓尔思	47.40	42.98	41.58	40.84
卫士通	18.88	18.91	15.61	18.58
启明星辰	16.55	17.24	17.40	16.84
顺网科技	51.93	51.27	37.45	32.26
三五互联	26.66	24.49	27.38	21.73

数据来源：公司公告，上海证券研究所

和可比上市公司相比，公司过去 3 年收入和净利润的成长性较一般。

表4 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2009 年同比增长率	2010 年同比增长率	2010 年相对于 2008 的年复合增长率
拓尔思	20.27%	18.52%	19.39%
卫士通	27.94%	40.38%	34.02%
启明星辰	11.20%	20.66%	15.83%
顺网科技	136.80%	68.18%	99.56%
三五互联	9.95%	35.90%	22.24%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表5 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2009 年同比增长率	2010 年同比增长率	2010 年相对于 2008 的年复合增长率
拓尔思	16.35%	16.40%	16.38%
卫士通	4.92%	80.48%	37.61%
启明星辰	9.56%	15.57%	12.53%
顺网科技	72.97%	44.85%	58.29%
三五互联	22.90%	1.14%	11.49%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司的存货周转天数均为 0；应收账款周转天数较长；总资产周转较快。

表6 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12
拓尔思				
卫士通	96.71	169.14	156.24	156.62
启明星辰	82.13	74.20	62.90	82.16
顺网科技				
三五互联				

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表7 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12
拓尔思	175.46	150.43	157.74	167.50
卫士通	146.44	158.57	142.20	113.70
启明星辰	189.84	170.56	163.31	161.97
顺网科技	112.85	27.86	33.31	64.90

三五互联	1.07	2.31	1.89	5.27
------	------	------	------	------

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表8 公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12
拓尔思	0.52	0.60	0.60	0.58
卫士通	0.86	0.59	0.57	0.65
启明星辰	0.56	0.59	0.58	0.43
顺网科技	1.07	1.71	1.53	0.36
三五互联	1.26	0.95	0.98	0.48

数据来源：公司公告，上海证券研究所

盈利预测

初步预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入 203.12 百万元、276.13 百万元和 387.86 百万元，同比增长 37.56%、35.94%和 40.47%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 87.21 百万元、120.58 百万元和 154.84 百万元，同比增长 44.61%、38.27%和 28.42%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.73 元、1.00 元和 1.29 元。

表9 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	147.66	203.12	276.13	387.86
增长率	18.52%	37.56%	35.94%	40.47%
毛利率	79.84%	79.67%	79.99%	79.81%
二、营业总成本	66.87	84.70	111.00	167.56
营业成本				
营业税金及附加	4.42	6.09	8.28	11.64
销售费用	26.49	36.56	49.70	69.82
管理费用	36.04	48.75	66.27	93.09
财务费用	-0.51	-7.11	-13.81	-7.76
资产减值损失	0.44	0.41	0.55	0.78
三、主营业务利润	80.78	118.42	165.12	220.31
增长率	12.44%	51.17%	42.46%	29.22%
收入比	34.55%	37.97%	39.79%	36.61%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
四、营业利润	80.78	118.42	165.12	220.31
营业外净收益	16.28	20.31	24.85	31.03
五、利润总额	97.06	138.73	189.97	251.33
减：所得税	6.99	10.23	14.15	18.17
六、净利润	90.07	128.50	175.83	233.17
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	60.30	87.21	120.58	154.84
增长率	16.40%	44.61%	38.27%	28.42%
收入比	40.84%	42.93%	43.67%	39.92%

2011 年 6 月 1 日

七、每股收益：

调整后的加权平均股本(百万股)	90.00	105.00	120.00	120.00
按加权平均股本计算的每股收益（元）	0.67	0.83	1.00	1.29
增长率	15.52%	23.96%	20.99%	28.42%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.50	0.73	1.00	1.29
增长率	16.40%	44.61%	38.27%	28.42%
PER(X)				

数据来源：公司公告，上海证券研究所

六. 投资风险因素

新商业模式推广的风险

本次募集资金投资项目之一是基于垂直搜索的软件营运和信息服务平台研发项目。该项目包含 SaaS 新商业模式。而 SaaS 商业模式在中国尚处在大力推广阶段，行业正处于发展初期，用户对基于垂直搜索的 SaaS 模式服务的理解和接受程度有限，因此，在新商业模式的推广方面存在一定的风险。

技术研发和新产品开发风险

公司所处行业属于技术密集型行业，是国家高新技术企业和软件企业。新产品开发是公司核心竞争力的关键因素，如果公司不能及时把握产品和市场的发展趋势，保持新产品的先进性，将会削弱已有的新产品开发竞争优势，从而对公司产品的市场份额、经营业绩以及发展前景造成不利影响。

市场竞争风险

公司的非结构化信息处理软件产品面临着来自 Autonomy、微软、IBM 等国际知名厂商的竞争。尽管公司具备本土化优势，但相对于国际知名厂商，公司在品牌知名度、研发投入、跨系统解决方案能力、市场运作能力等方面处于劣势地位，存在一定的市场竞争风险。

七. 估值及定价分析

同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2010-2013 年的动态市盈率均值分别为 36 倍、33 倍、24 倍和 17 倍。

表10 相关公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002268	卫士通	15.41	0.38	0.58	0.79	1.10	41	27	19	14
002439	启明星辰	32.51	0.61	0.82	1.04	1.25	54	40	31	26
300113	顺网科技	24.08	0.91	0.57	0.90	1.52	26	42	27	16
300051	三五互联	10.83	0.45	0.45	0.59	1.06	24	24	18	10

样本均值

36 33 24 17

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (对应股价为 2011-05-30 日收盘价)

股票估值

2008-2010 年间, 公司分别实现营业收入同比增长 28.36%、20.27% 和 18.52%; 分别实现净资产收益率 (ROE, 加权) 为 32.38%、29.32% 和 27.36%; 分别实现每股经营性现金流净额为 0.36 元、0.49 元和 0.61 元。

预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入同比增长 37.56%、35.94% 和 40.47%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 44.61%、38.27% 和 28.42%; 分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.73 元、1.00 元和 1.29 元。

参考业务相近上市公司动态市盈率情况, 并基于公司未来盈利能力和成长性的评估和预测, 预期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 35-42 倍, 对应合理估值为 25.43-30.52 元/股。

询价估值

考虑公司未来的成长性和盈利性, 以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平, 建议公司的 IPO 询价区间为 21.80-26.16 元, 对应 2011 年年的动态市盈率为 30-36 倍 (相对于公司合理估值折让了 14%)。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。