

数字政通：市场广阔，蓄势待发

由双轮驱动看未来加速成长

报告关键点：

- 公司所处数字城市领域市场空间巨大，且应用形式会更丰富，5年内不会遭遇“天花板”；
- 公司竞争力将稳固保持，3年内不会遭遇实质的挑战；
- 盈利模式的转变与市场能力的提升将使得未来有加速成长趋势。

报告摘要：

- 相比企业营收，5年内数字城市的市场规模巨大**
 - 5年内，数字政通可及的数字城市软件与应用开发市场约60-80亿元，相比数字政通目前7000万元的营收，空间巨大；
 - 目前城管应用只是冰山一角，各地政府将自生的挖掘更多的应用形式；
 - 各省政府都在积极筹备本省的建设计划。
- 竞争将始终存在，但样板、标准、know-how是公司的核心优势**
 - 样板优势：公司的市场份额50%以上，且在省会、直辖市超过70%，政府间口碑会影响准客户的采购和选型，这将给公司带来积极的影响；
 - 标准优势：公司是住建部标准成员，也是推广组成员，因此“裁判员”的地位让公司始终保持标准优势。
 - Know-how优势：数字城市建设周期最短3-6个月，长则1年到1年半，我们认为，竞争对手的模仿和追赶尚需时日。
- 双轮驱动：销售能力提升+盈利模式转变**
 - 公司在2009年、2010年加强销售队伍的建设，预计实际的合同金额放大将在2011年得以显现；此外，公司也将利用移动、电信以及其他合作伙伴的销售渠道去发展市场；
 - 信息采集+数据普查是公司的新兴增长点，理论上服务收入有望接近甚至超过目前项目收入（目前服务收入为零）。
- 盈利预测：**
 - “提前完成任务”：2010年上半年已签合同金额7700万元，超过去年全年营收7217万元。
 - 随着公司营销能力的提升与多盈利模式的出现，公司2010年、2011年、2012年的主营收入增幅将呈现加速趋势：分为41%、42%、48%，对应的EPS分别为1.13元、1.62元、2.26元。
 - 公司3-5年内的市场空间巨大，成长可持续，首次给予增持-A评级，目标价为60元，对应2010年、2011年、2012年的PE分别为53倍、37倍、27倍。
- 风险提示**
 - 明年政府采购低于预期。
 - 销售扩张加速带来的期间费用大幅增加。
 - 创业板解禁的系统性风险。

评级： **增持-A**

上次评级：

目标价格： **60.00 元**

期限： 6个月 上次预测：

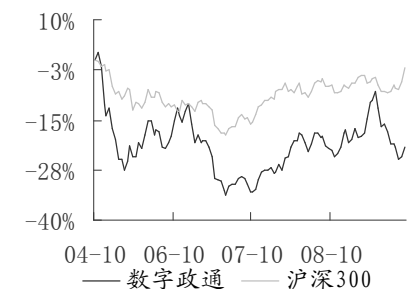
现价： 51.29元

报告日期： **2010-10-11**

市场数据

总市值(百万元)	2,982.00
流通市值(百万元)	745.50
总股本(百万股)	56.00
流通股本(百万股)	14.00
12个月最高/最低	43.99/76.00 元
十大流通股东(%)	24.49%
股东户数	6,676

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(16.08)	(3.81)	(17.91)
绝对收益	(12.27)	11.19	(21.69)

研究员

侯利	行业分析师
021-68763972	houli@essence.com.cn
证书编号	S1450209070220
王学恒	行业分析师
021-68765357	Wangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	55.0	72.2	101.7	144.2	214.1
Growth(%)	29.9%	31.1%	40.8%	41.9%	48.4%
净利润	30.1	41.3	63.3	90.9	126.6
Growth(%)	54.5%	36.9%	53.4%	43.7%	39.2%
毛利率(%)	80.2%	79.7%	79.0%	78.0%	76.0%
净利润率(%)	54.7%	57.1%	62.2%	63.0%	59.1%
每股收益(元)	0.54	0.74	1.13	1.62	2.26
每股净资产(元)	1.24	2.03	15.34	16.96	19.22
市盈率	98.1	71.7	46.7	32.5	23.4
市净率	42.6	26.0	3.4	3.1	2.7
净资产收益率(%)	43.4%	36.3%	7.4%	9.6%	11.8%
ROIC(%)	52.9%	68.1%	54.9%	46.9%	44.7%
EV/EBITDA	-	-	43.1	30.6	21.4
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

1. 公司背景介绍

1.1. 数字化城市背景介绍

数字政通一家是在数字城管领域领先的软件开发商。

数字化城市管理项目的前身是数字城管，起始于北京市东城区的数字城管项目，项目目的是帮助政府解决城市综合治理的各方面问题。

2005 年，建设部颁布了《数字化城市管理模式试点实施方案》。

2007 年 1 月，建设部下发了《关于加快推进数字化城市管理试点工作的通知》，正式的提出“数字化城市管理”项目定位，并提出两步走的发展策略：1、2005 年—2007 年为试点工作阶段，2008 年—2010 年为全面推广阶段。要求各省、自治区、直辖市进一步加强数字化城市管理试点工作，积累经验，为全面推广数字化城市管理系统奠定基础。

之后，项目以滚动试点的方式推进，参与的城市一共有三批。见附表一（章尾）。从 2008 年后，全国基本进入各省独立筹备、建设数字化城市管理项目的阶段。

数字化城市管理就是应用、整合数字城市技术，采用万米单元网格管理法和城市部件事件管理法相结合的方式，实现城市管理精细化管理和管理对象的精确定位；采用“城管通”移动终端，创新信息实时采集传输手段；创建城市管理监督中心和指挥中心两个轴心的管理体制，再造城市管理流程，从而实现精确、敏捷、高效、全时段、全方位覆盖的城市管理模式。

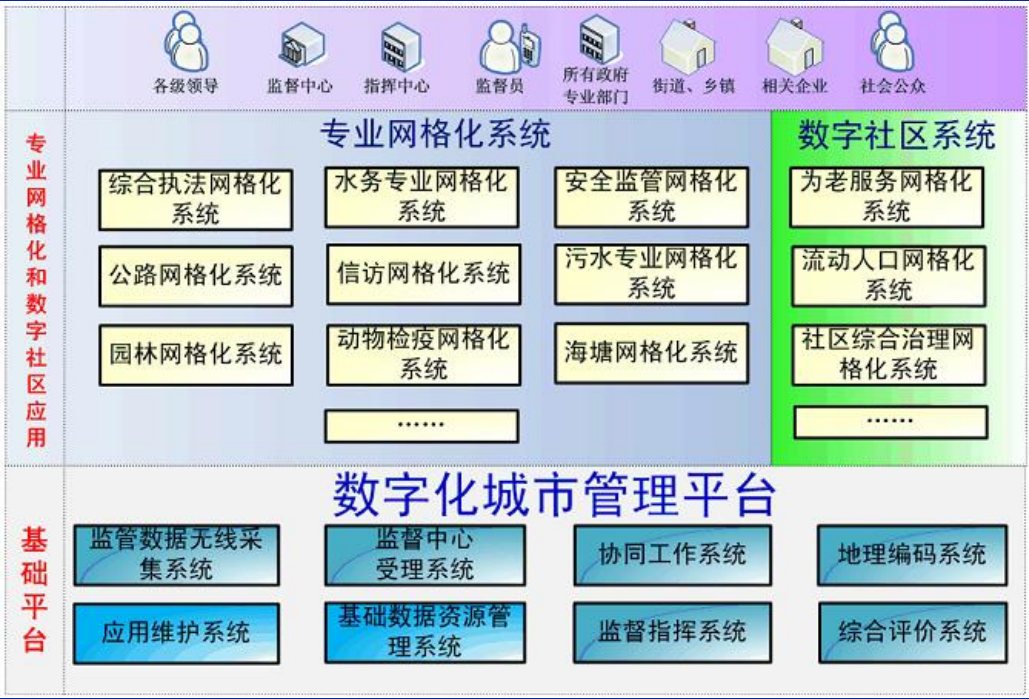
表 1 数字化城市管理系统的主要特点

特点	说明
万米单元网格管理法	在城市管理中运用网格地图的技术思想，以一万平方米为基本单位，将城市所辖区域划分成若干个网格状单元，由城市管理监督员对所分管的万米单元实施全时段监控，同时明确各级地域责任人为辖区城市管理责任人，从而对管理空间实现分层、分级、全区域管理的方法。
城市部件管理法	把物化的城市管理对象作为城市部件进行管理，运用地理编码技术，将城市部件按照地理坐标定位到万米单元网格地图上，通过网格化城市管理信息平台对其进行分类管理的方法。
城管通	基于无线网络，以移动终端为原型，为城市管理监督员对现场信息进行快速采集与传送而研发的专用工具。
两个“轴心”	建立数字化城市管理平台，并逐步将执法、市政、园林、公路、海塘等各个专业的网格化应用纳入数字化城市管理平台中。
城市管理流程再造	在管理体制创新、技术创新以及成熟信息技术综合应用的基础上，对工作流程进行科学优化和重新设计，建立面向流程的组织、人员和岗位结构，辅以相应的组织文化建设和激励约束机制，以较低的投入极大地提高城市管理效率。
评价体系	通过外评价和内评价两个方面，对城市管理的各方面进行综合考核评价。建立评价体系的意義，一是可以对涉及城市管理工作的各部门科学评价其绩效，使新模式更具有科学性；二是由于对未解决问题采取用不同颜色标识在大屏幕上的方式，可以起到督促作用；三是有利于群众的参与和监督。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

数字化城市管理项目的扩展性较强，在横向上已经延伸应用各个专业网格化应用领域，纵向上也深入应用到街道、乡镇、社区的数字社区管理与服务领域。

图 1 数字化城市拓展领域



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

此外，随着技术的进步，物联网技术也被广泛应用到数字化城市管理项目中来。

表 2 数字化城市管理的拓展领域

领域	说明
射频识别设施管理	通过在路灯、井盖、广告牌等各类城市管理部件上植入 RFID 芯片，实现城市管理设施信息的快速采集和动态更新。
车辆 GPS 监控	“车辆 GPS 网格化管理系统”，实现执法车辆、渣土运输车辆、环卫车辆等的 GPS 监控，通过无线网络实时向监督指挥中心传回车辆位置和路线信息，方便监督指挥中心实施调度指挥和违法监控。
路灯在线监控	在线监测工作人员利用该系统能够灵活地制定开关灯时间和开关灯方式，实时掌握照明设备的运行状况、及时发现照明设备故障。
视频监控	“视频监控系统”包括固定视频、移动视频，主要用于对工地、商业区等重点区域的监控管理。
噪声监控	通过安装噪声传感器，实施对工地等重点区域噪声的采集和监管。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

在数字化城市管理领域，市场集中度较高。截至 2009 年已实施的 130 余个项目中，由行业内的主要厂商实施的项目超过 90 个，占有 70%左右的市场份额。其中，公司已实施数字化城市管理项目 70 余个，市场占有率超过 50%，居行业首位；其他占有率较高的数字化城市管理信息系统软件提供商还有杭州天夏科技集团有限公司、浙江公众信息产业有限公司、上海三高计算机中心有限公司等。

1.2. 国土资源背景介绍

国土资源管理是指国土资源行政主管部门依据宪法、土地和矿产等资源法及其它有关法律、法规的规定，在国务院赋予的职能范围内，对土地资源、矿产资源、海洋资源等自然资源进行保护和开发利用活动中的社会公共事务进行的管理。国土资源管理信息系统是为国土资源行政主管部门提供信息化服务的应用系统。国土资源信息化涉及部、省、市、县四级国土资源管理部门，业务涵盖土地、地质矿产、海洋、测绘等领域。

根据《国土资源信息化“十五”规划和 2010 年远景目标（纲要）》及《全国国土资源政务管理信息系统与信息服务系统建设总体方案》的要求，全国国土资源政务管理信息系统与信息服务系统由国家、省（区、市）、市（地）和县（市）四级系统组成，确立了以地政管理、矿政管理、统计分析、综合事务以及决策支持等信息子系

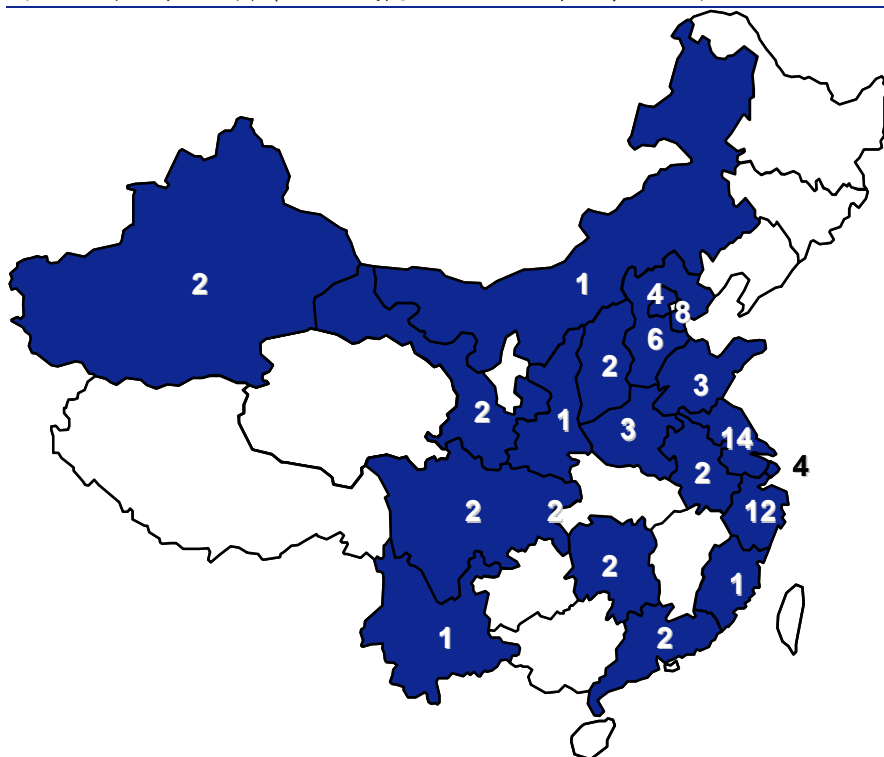
统为核心，以各级国土资源数据中心为枢纽，以数据库和网络为基础，以标准、安全体系和政策为保障的国土资源信息化整体格局，明确了各级国土资源信息化之间的关系。

在国土资源领域，市场相对数字化城市管理领域分散。国内的知名软件开发商主要有公司、中地数码集团、东软集团股份有限公司、北京超图软件股份有限公司等，形成国土资源领域的第一梯队，均实施多个国土资源电子政务系统项目，在某个区域内都具有一定的客户资源和自身优势，在市场上占有一定的市场份额。从新进竞争对手方面，福州特力惠电子有限公司、数慧系统技术有限公司等公司凭借在部分地区实施金土工程项目的经验，市场拓展较快，具有一定的竞争实力。

1.3. 公司发展回顾

在数字化城市管理领域，公司业务已基本覆盖到全国范围内。

图 2 公司数字化城市管理领域覆盖地区（数字代表项目个数）

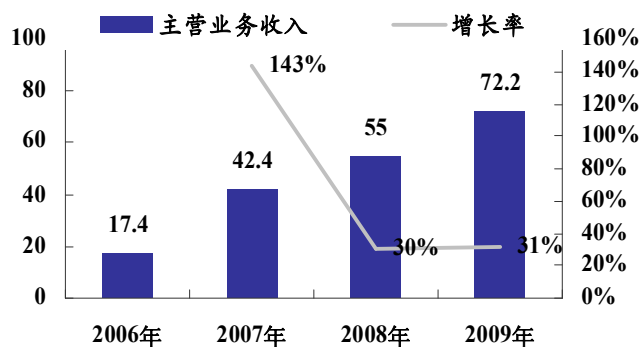


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

在国土资源管理领域，公司也具有近 30 个项目的案例积累，遍布北京、云南、广东、河南等多个省、自治区和直辖市。

2007 到 2009 年，公司的主营业务收入增长率分别为 143%、30%、31%，于 2009 年达到 7220 万元。

图 3 2006-2009 年主营业务收入（百万元）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

公司主要收入源自软件开发，代购与硬件销售收入占比不高，2009 年仅有 4.3%，技术服务收入占比 2.8%。

表 3 公司的营收结构（按产品）

	软件开发收入	代购软硬件销售收入	技术服务收入
2007	87.0%	12.0%	0.8%
2008	98.7%	0.0%	1.3%
2009	92.9%	4.3%	2.8%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

在同类软件公司中，公司的销售毛利率处于中上水平，2008 年、2009 年约为 80%。

表 4 与同类公司相比毛利率水平

证券代码	证券简称	销售毛利率 %		
		2009	2008	2007
300075.SZ	数字政通	79.7	80.2	66.6
002279.SZ	久其软件	92.5	92.2	62.2
002253.SZ	川大智胜	36.6	38.5	38.5
600588.SH	用友软件	83.3	87.7	88.9
002063.SZ	远光软件	80.8	78.5	78.8
600570.SH	恒生电子	70.7	64.7	55.0
002153.SZ	石基信息	70.3	63.2	61.2

资料来源：wind，安信证券研究中心

对于公司未来发展，我们提出三个核心疑问并逐一作解：

第一，市场空间究竟有多大，是否遭遇天花板？

第二，公司的市场地位是否会被突破，竞争对手进入门槛是否不高？

第三，项目制的方式（做一个项目收一次钱）是否会持续稳定增长？可否探求多种盈利方式？例如软件与系统集成，软件+物联网，或者软件+服务？

2. 市场空间：相比企业营收，5 年内数字城市的市场规模巨大

2.1. 现有应用形式只是“冰山一角”，数字城市的市场规模巨大

全国共有 4 个直辖市、28 个省会级城市、255 个地级市、856 个市辖区、369 个县级市、1,638 个县。

直辖市、省会级城市、地级市、市辖区、县级市(县)数字化城市管理系统的建设费用约为：5,000 万元、3,000 万元、2,500 万元、1,000 万元和 800 万元。市场容量测算如下：

表 5 2015 年前公司可及的城管市场容量，约 20 亿元

	市区数量	项目金额	2015 前比例	城管与网格管理部分的占比（约）	市场容量（万元）
直辖市	4	5000	100%	20%	4000
省会	28	3000	100%	20%	16800
地市	255	2500	100%	20%	127500
市辖区	856	1000	30%	20%	51360
县级市	2007	800	10%	20%	32112
合计					231772

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

此外，可见的收入方式还有三个方面：

1、维护与升级：一般维护费用为平台开发费用的 10%左右，升级约等于首次开发项目金额；

2、城管之外的垂直市场：基于城市网格管理（数字城市的核心思想之一，将管理区域分割成千级或万级方格）的延伸，如综合执法、市政、园林、海塘、公路等，项目金额不少于在城管应用合同金额；

3、社区服务市场：基于数字城市下的社区化的社会治安综合治理、劳动保障、文化教育、为老服务、人口管理等公共管理与服务等，项目金额约等于城管应用合同金额。

4、其他各种待观察的扩展应用。

以此计算，5 年内数字政通可及的市场规模约为 60-80 亿元。

对于第 4 点，可从住建部近期总结中一瞥端倪。

表 6 各地在数字化城市管理项目中扩展应用

哈尔滨市	通过资源整合，建立起涵盖人防、应急处理和城市管理三位一体、功能分离、平战结合的共享信息平台；
常州市	将市环保局、水利局、交通局、建设局、城管局、公安局、园林局等 13 个部门、5 个区和供电公司、电信、移动等 8 个责任单位纳入评价范围，一级、二级、三级相关联动处置机构总数达到 140 个，形成了覆盖部门广、管理内容全的大城管格局；
扬州市	确定了“城市管理以块为主，行政执法以条为主”的原则，按照“条包块管”的思路积极推进城市管理重心下移，将市城管局执法力量下放到各区，增强一线执法力量；
北京市东城区	将社会公共安全、文物保护和出租房屋管理等纳入了新模式的监管范围；
北京市朝阳区	在数字城管的基础上，增加了对流动人口的监管，建成了拥有 108 万户、260 万人的城乡人口数据库；
杭州市	依托数字化城市管理信息系统，搭建了全市统一的停车综合管理服务平台；
深圳市	将数字化城市管理范围拓展至环保与文化执法、森林防火、边坡治理等；
郑州市、长沙市、哈尔滨市和沈阳市铁西区	建设了城管与执法合一的数字化城市管理体制
成都市	充分运用数字化手段和物联网技术，建成了生活垃圾清运数字化管理系统。

资料来源：住建部 2010 年 6 月《全国数字化城市管理工作总结》，安信证券研究中心

因此，不能忽视的是，数字化城市管理领域目前在建项目的城管应用形式只是“冰山一角”，随着各地的不断探索与实践，将会出现更多与城市综合治理相关的应用，结合 3G、物联网、云计算、图像处理等信息化技术手段，更有效、智能地为城市综合治理提供支撑。

2.2. 年产出项目取决于省（地方）政府的政策

从市场的年度进展情况来看，建设部并无明令规定数字城市项目建设的具体时间

与空间。目前主要的市场投资决策权在各省政府。

如,河北省要求 2010 年河北省 11 个设区市要完成数字化城市管理平台建设;浙江省出台了《关于积极推进“数字城管”的实施意见》,明确提出到 2012 年浙江省所有县城以上城市全面推进“数字城管”,实现省、市、县三级联网的目标。

地方政府对数字城市项目的青睐和建设的动力也是显而易见的。以数字城市的首个试点北京市东城区为例:2004 年,东城区在总结多年城市管理工作经验基础上,结合多种信息技术,设计出了“数字城管”的城市管理新模式。该模式运行 5 年来,共解决东城区各类城市管理问题 22 万件,结案率长期稳定在 95%以上,问题办理结案平均时间由过去的一周提高到现在的 6.5 小时,每月平均处置各类城市管理问题 3000 件,处理问题数是过去的 6 倍。

地方政府在数字城市项目建设前后,大幅提高了问题处理效率,缩短了事件处理周期,即从根本上提升了市民综合满意度,兼又提升了政府的综合形象。

3. 竞争将始终存在,但样板、标准、know-how 是公司的核心优势,竞争对手的模仿和追赶尚需时日

3.1. 竞争将始终存在

对于如此庞杂、重要的市场,不可能为某一家垄断。

公司的主要竞争对手为:

1、杭州天夏科技集团有限公司成立于 2002 年,总部及研发中心位于杭州市。杭州天夏科技集团有限公司的主要产品为天图 XGIS 地理信息系统软件平台,以及基于 XGIS 的电子政务信息管理系统,其产品主要涉及数字化城市管理、自然资源管理、公安警务管理、景区管理等多个领域。杭州天夏科技集团有限公司目前已实施深圳市、昆明市、镇江市、绍兴县等数字化城市管理项目,在数字化城市管理领域具有一定的市场份额。

2、浙江省公众信息产业有限公司成立于 1997 年,是由浙江省电信有限公司与浙江省电信实业集团公司投资组建的高新技术企业。业务范围涉及:政府、企业、教育、文化、公安、卫生、税务、工商、民政、检察院、烟草和酒店行业的网络系统集成等信息化建设相关业务。在数字化城市管理领域实施的项目有江苏泰州、安徽六安、浙江义乌等,在江浙地区具有一定市场份额。

未来,也不排除会有部分软件开发商及系统集成商进入该领域的可能性。

3.2. 先行的三个优势:样板优势、标准优势、know how 优势

我们认为,数字政通依旧在该领域保持领先优势,原因有三:

3.2.1. 样板优势

各地政府在建设数字城市管理项目之前,一般会跨区域调研、考察兄弟单位的已建项目实施和运营情况。而兄弟单位的口碑将很大程度上影响其建设的方向、重点与选型的意见。

从这个角度来说,数字政通是目前样板点最多、市场份额最大的服务提供商。

首先,2003 年 5 月,公司作为数字化城市管理新模式的原创系统——北京市东城区网格化城市管理信息系统课题组成员,在北京市东城区网格化城市管理信息系统建设中,独立承担了数字化城市管理系统软件的研发工作。2006 年,北京市东城区网格化城市管理系统获得华夏建设科技奖一等奖(该奖为建设行业科学技术奖),并被中国地理信息系统协会评为地理信息系统优秀工程金奖。

其次,2004 年以来,公司先后承接了北京市东城区、上海市卢湾区、上海市长宁区、天津市、重庆市、南京市、杭州市、成都市、青岛市、乌鲁木齐市、郑州市等

70 余个数字化城市管理系统项目，占市场总额的 50%以上，其中通过建设部验收的第一、第二、第三批试点城市中 70%左右的数字化城市管理项目由公司负责实施。公司承接的项目符合行业标准要求，试点项目均顺利通过部级验收。公司在各地运行良好的部级试点验收示范项目在全国具有重要市场号召力，有利于公司的业务扩展。

表 7 公司承接的住建部数字化城市管理试点项目与市场总量的对比关系（个）

用户类型	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	公司	总量	公司	总量	公司	总量
直辖市	0	0	2	2	2	2
省会城市	2	2	2	4	1	1
地市	3	3	4	5	1	2
区	2	2	0	0	1	1
县	1	1	1	2	1	2
合计	8	8	9	13	6	8
份额	100%		69%		75%	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 8 公司承接的数字化城市管理项目与市场总量的对比关系（个）

用户类型	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	公司	总量	公司	总量	公司	总量
直辖市	0	0	3	5	6	6
省会城市	3	3	4	7	2	5
地市	6	8	7	14	4	9
区	2	5	2	6	6	12
县	2	4	2	4	13	22
合计	13	20	18	36	31	54
份额	65%		50%		57%	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2.2. 标准优势

由于数字化城市的牵头单位是住建部，因此，在地方政府探索各种应用的同时，住建部将始终会在各个阶段进行标准的规范与统一。

公司是数字化城市管理行业标准的主要编制单位。公司作为主要编制单位参与编制了全部数字化城市管理行业标准，包括“城市市政综合监管信息系统技术规范”、“单元网格划分与编码”、“地理编码”、“管理部件与事件分类编码与数据要求”、“绩效评价”、“监管数据无线采集设备”、“监管案件立案、处置与结案”，这些标准涵盖了数字化城市管理系统建设的各个重要环节。

同时，公司也是住建部数字化城市管理新模式推广领导小组成员单位(建城客函[2005]100 号《关于印发〈数字化城市管理试点及推广工作计划〉的函》)，作为建设部专家组培训组成员多次参加了省级推广培训活动。

此外，从公司招股说明书中，可以看出公司的核心成员在此领域都具有明显背景和经验。

1) 吴强华（法人代表，董事长），硕士，地理信息和测绘专业高级工程师

—“十一五”科技支撑计划“城市数字化城管关键技术与示范工程”课题和“数字社区服务示范工程——数字社区服务信息化支撑体系技术研究”课题的主持人

—建设部数字化城市管理行业标准编写组、城市基础地理信息系统技术规范编写组主要成员

—建设部数字化城市管理新模式推广领导小组技术组和培训组成员

2) 许欣（副董事长）

—工学学士，高级工程师

—住建部数字化城市管理新模式推广领导小组技术组和培训组成员

3) 王洪深（副总裁）

—清华大学土木工程系，工学硕士

—建设部数字化城市管理新模式相关行业标准编写组成员

综上，我们认为公司的标准优势会长期保持，而制定标准将作为一个软件开发类公司的核心优势。

3.2.3. know how 优势

公司自主研发的 4 项核心技术和 11 项软件著作权奠定了行业技术领先优势。

更为重要的是，数字化城市的业务流程较为复杂，总体上说各地存在共性但又有差异。而熟悉、贯通政府数字化的运营与管理流程需要长期的实践与摸索。

图 4 东城区数字城市项目的图层与信息源



资料来源：区长杨艺文在“09 年无线城市大会的发言稿”，安信证券研究中心

一般而言，数字化城市的项目周期短则 3-6 个月，长则 1 年到 1 年半。即使新增对手进入，也不会在短期内形成深入的理解。

因此，我们认为，随着这种 know-how 的积累，数字政通仍将保持优势，而后进者的学习和积累至少需要 3 年以上的时间。

4. 未来看点：市场能力的持续提升与盈利模式的转型，加速增长可预见

4.1. 公司近期的运营状况

2008、2009 年，公司的主营业务增速为 30%，31%。营收向数字化城市领域集中。

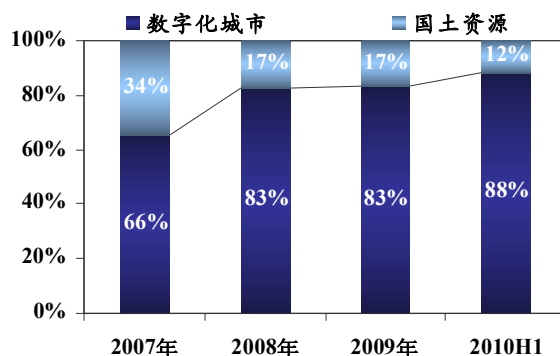
对于增速的理解不应忽视如下两个原因：

第一，国土资源领域“拖了后腿”。国土资源项目 2007、2008、2009 三年基本维持持平状态，对增速而言“拖了后腿”，而随着公司在数字城市领域的集中度不断提高（由 2008 年的 83%，提升至 2010 年上半年的 88%），这种拖后效应将被根本解决。未来成长性主要看数字化城市领域，公司 2008、2009 年数字化城市领域的增速分别为 65%和 34%。

第二，市场的变化。2009 年而言，数字化城市领域增速为 34%，大大低于 2008 年 65%的水平。结合前文对于行业发展的论述，这是因为：市场的性质发生了根本变化。即，公司在 2006-2008 年，主要的项目源自住建部试点项目，而这些项目主要集

中在直辖市、省会城市，这对公司的销售能力要求并不高；而到了 2008 年后，试点项目结束，公司的项目来源主要在各省、市、区县独立运作，项目相对分散，这开始对公司的销售能力提出了新的挑战——即如何有效覆盖国内如此广袤的市场。

图 5 2007-2009 年营收结构（按行业）



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

公司最新中报显示，营业收入为 18,967,218.19 元人民币，同比增长 36.81%。较具亮点的是：2010 年 1-6 月，公司已中标及签署协议总金额为 77,732,165.00 元人民币。该金额已经超过了去年的全年收入之和 7217 万元。

中报显示，公司的营业利润为 4,241,940.10 元人民币，同比增长 52.84%；净利润为 7,456,288.03 元人民币，同比增长 30.51%。这主要是由于公司上半年加大销售力度，承接多个数字化城市管理项目，销售收入有较大幅度增长。

但是，对于今年的营收预期也不可盲目乐观（例如考虑收入翻番）。这是因为：公司的项目周期一般在 3-18 个月不等，差异较大主要源于政府客户的要求。同时，付款方式为 3/3/3/1（预付款 3 成，初验款 3 成，终验款 3 成，尾款 1 成）。因此，对于 2010 年的全年盈利仍需等到三、四季度公司项目新接订单的数量以及进展进度明朗后而定。

4.2. 市场能力提升：销售队伍扩张+合作伙伴渠道复用

对于销售的挑战问题，公司管理层已经充分认识到，并在 2009 年后即实质开始了新的布局。

4.2.1. 销售队伍的稳步扩张

2009 年，公司销售人员由 2008 年的 12 人提高到 22 人，增幅为 83%。

表 9 公司员工构成

职工专业构成	2007 年	2008 年	2009 年
技术研发人员	93	124	163
销售人员	8	12	22
管理人员	15	17	32
后勤人员	2	6	8
合 计	118	159	225

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2010 年中报虽未公布最新员工数量，但提到“2010 年上半年销售费用比 2009 年同期增加 127.70%，主要是因为本期新入职销售人员的工资增加及销售费用差旅费增加所致。”以此可推断，公司正在进行大幅度的销售团队扩充工作。

由于 B2B 软件销售行业属于“顾问式销售”，新进销售团队需要半年到一年的培养才能够上手甚至独当一面，因此，我们看好明年营销团队夯实后的能力提升以及对公司营收的贡献拉动效应。

4.2.2. 拓展合作伙伴渠道

自营能力增强的同时，公司也积极寻求 B2B 合作。

招股说明书中表明：公司充分利用中国电信、ESRI、甲骨文、金蝶中间件等合作伙伴及其所属的地方子公司、分公司营销网络，扩大业务营销范围，共同开发各区域市场。

在数字化城市管理领域，公司与中国移动通信集团公司和中国电信集团公司这两大运营商均有良好的合作。2007 年 5 月，中国移动向各省移动分公司发文，要求各省移动分公司在数字化城市管理项目上加强与公司的沟通合作。2009 年 4 月 16 日，中国电信与公司签订了《“数字城管”应用合作框架协议》。

公司与全球最大的 GIS 技术提供商 ESRI 建立了战略合作关系，形成富有竞争力的一体化解决方案。在国土资源管理和数字化城市管理领域，公司是 ESRI 重要的二次开发商，被 ESRI 认定为 2005 - 2006 年度优秀合作伙伴、2007 年度全球战略合作伙伴。另外，公司与甲骨文、金蝶中间件在 Oracle 数据库和 Apusic 中间件上建立了合作伙伴关系。

我们认为，随着公司与电信、移动、ESRI、金蝶等合作伙伴深化合作，固化分成模式之后，会为公司的营销能力带来巨大的提升。

4.3. 盈利模式的转变：“项目”收入到“项目+服务”双重收益

中报显示，公司新增了信息采业务和数据普查业务，这为公司的发展提供了新的利润增长点。

新业务说明

(1) 信息采集服务：针对部分地区对信息采集服务的需求，为客户提供数字化城市管理信息平台运行中的信息采集服务。该业务主要是以收取年费的方式进行。目前，公司已经承接了天津市保税区、贵阳市和河北省沧州市的信息采集外包服务项目。

(2) 数据普查服务：报告期内，公司研发完成了针对数字化城市管理需求的数据普查车辆。该车辆可以高效地为客户提供数字化城市管理系统建设过程中的城市部件普查工作，并为客户提供城市部件的实景三维图像。目前，公司在部分新客户的数字化城市管理系统建设中，提供数据普查服务，收取数据普查服务费，例如，公司已经承接了河北省张家口市、内蒙古赤峰市以及准格尔旗的数据普查服务项目。

对客户意义

由于数字化城市管理在维护需要大量的人工，即每一个信息员负责一个或者几个网格，而雇佣、培养信息员一来需要时间，二来需要巨大的成本（工资、保险、专用设备、车辆等）。信息采集服务帮助客户节省了培养信息员的时间，数据普查业务，则为客户节约了巨大的成本开支。此外，由于数据普查业务提供城市部件的实景三维图像，这将使客户在城市管理上拥有了更直观、更具效率的管理手段。

图 6 数字城管信息采集员通过手机采集信息



资料来源：安信证券研究中心

图 7 数字城管信息采集员的手机操作界面



资料来源：安信证券研究中心

对公司的重大意义

以北京东城、深圳南山、杭州、深圳宝安为例，从表中可以看出，以区位单位，政府每年在信息采集投入的成本约在 800 万-3000 万元不等。

表 10 信息采集成本

地区	信息采集员成本	管理成本	信息采集成本	模式	政府首年投资
北京东城区	380 人*1.8 万/人年，684 万元	20 人*4 万元/人年，80 万元	400*0.5 万/只，200 万元	自建	964 万元
深圳南山区	546 人*2.04 万/人年，1114 万元	8 人*6 万/人年，48 万元	460*0.5 万/只，230 万元	自建	1392 万元
杭州	5 家，689 万	3 人，12 万元	294*0.5 万/只，147 万元	外包	857 万元
深圳宝安	1200 人*2.04/人年，2448 万元	10 人*5 万元/人年，50 万元	1200*0.4 万/只，480 万元	外包	2978 万元

资料来源：安信证券研究中心

我们以投资最小的杭州计算，信息采集部分 689 万外包给 5 家，平均每家 137 万

元。

2009 年，数字政通共承接了 37 个数字化城市管理项目，收入 6014 万元，平均每个项目价格为 162.5 万元。

我们假设政府外包依旧会选择 3-5 家信息采集服务商，数字政通作为其中的一家，是引入信息采集的外包服务后，粗略估算服务收入：项目收入=137 万/162.5 万=84%。况且，这还没有计算因为数字政通的技术优势（3D 采集、数据普查车等）带来的溢价以及成本优势。

综上，我们认为，这不是一个简单的开始，它标志着公司由面向简单的“项目”收益，到面向“项目+服务”双重收益的转变。这将使得公司即可抓住“增量市场”，又可耕耘“存量市场”。而且服务收入在不远的将来，会接近项目收入甚至有超出项目收入的可能性。

随着数字化平台应用的不断叠加，相信公司还会持续创造出新的盈利模式。

5. 投资建议

随着公司营销能力的提升与多盈利模式的出现，我们做出四个基本假设：

- 1、国土资源项目收入每年增长 10%-20%；
- 2、数字化城市管理项目签单金额增幅为 40-50%，销售毛利润小幅下滑（考虑到因为服务收入增长带来的毛利率下滑）；
- 3、今年开始出现服务收入，明年、后年服务收入占比提高；
- 4、暂时不考虑公司大步伐涉猎系统集成与物联网领域。

随着公司营销能力的提升与多盈利模式的出现，公司 2010 年、2011 年、2012 年的主营收入增幅将呈现加速趋势：分为 41%、42%、48%，对应的 EPS 分别为 1.13 元、1.62 元、2.26 元。

公司 3-5 年内的市场空间巨大，成长可持续，首次给予增持-A 评级，目标价为 60 元，对应 2010 年、2011 年、2012 年的 PE 分别为 53 倍、37 倍、27 倍。

附表 1 数字城市的三批试点地区

序号	省、自治区、直辖市	试点城市（区）		
		第一批	第二批	第三批
1	北京市	朝阳区		
2	天津市		河西区、大港区	
3	河北省		石家庄、邯郸	
4	山西省		长治、晋城	
5	内蒙古自治区			
6	黑龙江省			哈尔滨
7	辽宁省			沈阳市铁西区
8	吉林省			松原、白山、珲春
9	山东省	烟台	即墨	青岛、临沂
10	江苏省	扬州、南京鼓楼区	常州、无锡	昆山、张家港、吴江
11	上海市	长宁区、卢湾区		
12	安徽省			合肥、黄山、淮北、芜湖、铜陵
13	浙江省	杭州	嘉兴、台州、诸暨	
14	江西省			
15	福建省			厦门
16	河南省		郑州	
17	湖北省	武汉		
18	湖南省			长沙
19	广东省	深圳		
20	广西自治区		南宁	
21	海南省			海口
22	云南省		昆明、安宁	
23	贵州省			
24	四川省	成都		
25	重庆市		高新区	万安区
26	西藏自治区			
27	陕西省			宝鸡、兴平
28	甘肃省			白银
29	宁夏自治区			
30	青海省			
31	新疆自治区			乌鲁木齐
	合计	10	17	23

资料来源：住建部网站，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-11	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	55.0	72.2	101.7	144.2	214.1	成长性						
减: 营业成本	10.9	14.6	21.3	31.7	51.4	营业收入增长率	29.9%	31.1%	40.8%	41.9%	48.4%	
营业税费	0.9	1.2	1.7	2.5	3.6	营业利润增长率	75.4%	28.8%	58.9%	44.1%	37.2%	
销售费用	4.7	7.7	12.2	17.3	25.7	净利润增长率	54.5%	36.9%	53.4%	43.7%	39.2%	
管理费用	10.8	12.8	15.2	21.6	32.1	EBITDA 增长率	74.1%	28.6%	45.6%	40.7%	43.2%	
财务费用	-0.6	-0.8	-6.8	-12.6	-13.6	EBIT 增长率	75.4%	28.5%	43.3%	38.7%	42.3%	
资产减值损失	-0.0	0.2	0.0	0.2	0.4	NOPLAT 增长率	54.2%	36.8%	41.4%	39.4%	43.6%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.3%	75.5%	63.1%	50.8%	50.2%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	82.1%	63.7%	655.2%	10.6%	13.3%	
营业利润	28.3	36.4	57.9	83.5	114.5	利润率						
加: 营业外净收支	5.7	9.8	13.2	18.7	27.8	毛利率	80.2%	79.7%	79.0%	78.0%	76.0%	
利润总额	34.0	46.3	71.1	102.2	142.3	营业利润率	51.4%	50.5%	57.0%	57.9%	53.5%	
减: 所得税	3.8	5.0	7.8	11.2	15.7	净利润率	54.7%	57.1%	62.2%	63.0%	59.1%	
净利润	30.1	41.3	63.3	90.9	126.6	EBITDA/营业收入	51.1%	50.1%	51.8%	51.3%	49.5%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	50.4%	49.4%	50.3%	49.1%	47.1%	
货币资金	76.1	96.1	810.7	866.5	948.2	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	7	7	43	93	117	
应收帐款	9.9	12.1	18.1	25.7	38.1	流动营业资本周转天数	374	396	424	416	403	
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	437	529	1,717	2,192	1,613	
预付帐款	-	14.1	14.2	14.2	14.2	应收帐款周转天数	37	34	35	34	33	
存货	2.4	1.5	2.9	4.3	7.0	存货周转天数	15	10	8	9	10	
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	460	558	1,790	2,316	1,755	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	377	408	486	532	539	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	43.4%	36.3%	7.4%	9.6%	11.8%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	32.6%	31.4%	7.2%	9.3%	11.4%	
固定资产	1.0	1.9	22.5	52.4	87.3	ROIC	52.9%	68.1%	54.9%	46.9%	44.7%	
在建工程	-	-	-	-	-	费用率						
无形资产	-	1.3	1.3	1.2	1.1	销售费用率	8.6%	10.7%	12.0%	12.0%	12.0%	
其他非流动资产	0.0	0.1	5.1	5.1	5.1	管理费用率	19.5%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%	
资产总额	92.4	131.4	879.7	976.3	1,111.1	财务费用率	-1.0%	-1.1%	-6.7%	-8.7%	-6.4%	
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	27.1%	27.3%	20.3%	18.3%	20.6%	
应付帐款	1.3	2.5	3.4	5.0	8.2	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	24.8%	13.5%	2.4%	2.7%	3.1%	
其他流动负债	8.5	10.6	13.0	17.0	22.0	负债权益比	33.0%	15.6%	2.4%	2.8%	3.2%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.56	8.54	47.71	38.95	31.98	
其他非流动负债	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2	速动比率	4.44	8.44	47.54	38.76	31.76	
负债总额	22.9	17.7	20.9	26.6	34.7	利息保障倍数	-49.55	-45.01	-7.51	-5.63	-7.41	
少数股东权益	0.0	-	-	-	-	分红指标						
股本	6.6	42.0	56.0	56.0	56.0	DPS(元)	-	0.13	-	-	-	
留存收益	62.8	71.7	802.8	893.7	1,020.4	分红比率	0.0%	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	69.5	113.7	858.8	949.7	1,076.4	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	30.1	41.3	63.3	90.9	126.6	EPS(元)	0.54	0.74	1.13	1.62	2.26	
加: 折旧和摊销	0.4	0.5	1.5	3.2	5.2	BVPS(元)	1.24	2.03	15.34	16.96	19.22	
资产减值准备	-0.0	0.2	0.0	0.2	0.4	PE(X)	98.1	71.7	46.7	32.5	23.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	42.6	26.0	3.4	3.1	2.7	
财务费用	-	-	-	-6.8	-12.6	P/FCF	111.0	-820.2	-1,181.9	639.2	-1,435.2	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	53.7	41.0	29.1	20.5	13.8	
少数股东损益	0.0	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	43.1	30.6	21.4	
营运资金的变动	13.8	-5.1	-4.2	-3.6	-7.4	CAGR(%)	44.5%	45.3%	42.0%	41.1%	43.1%	
经营活动产生现金流量	33.5	45.4	53.8	78.2	111.1	PEG	2.2	1.6	1.1	0.8	0.5	
投资活动产生现金流量	-1.3	-17.0	-27.0	-33.0	-40.0	ROIC/WACC						
融资活动产生现金流量	10.8	-8.5	688.6	12.6	13.6	REP						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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。

王学恒，通信、互联网行业分析师，谢菲尔德大学MBA，早年曾服务于华为技术有限公司，上海贝尔阿尔卡特，后联合创立了百纳电信咨询、亚华科技，在通信业务咨询、互联网运营领域积累了丰富的产业经验，2010年7月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@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	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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