

超图软件 (300036.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司投资研究报告

市价(人民币): 26.84元

目标(人民币): 40.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	42.50
总市值(百万元)	2,013.00
年内股价最高最低(元)	43.50/26.62
沪深300指数	3120.64

成交金额(百万元)

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.563	0.601	0.851	1.257	1.891
每股净资产(元)	6.43	6.82	7.55	8.93	10.83
每股经营性现金流(元)	0.28	0.36	1.70	1.48	2.37
市盈率(倍)	68.03	53.58	32.07	21.71	14.44
行业优化市盈率(倍)	57.32	60.85	52.17	52.17	52.17
净利润增长率(%)	56.04%	42.92%	41.64%	47.71%	50.39%
净资产收益率(%)	6.54%	8.81%	11.27%	14.07%	17.47%
总股本(百万股)	56.00	75.00	75.00	75.00	75.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

- 投资逻辑**
- 公司是本土最优秀的拥有自主地理信息基础软件的平台及服务提供商, 拥有近万客户和下游 400 余家合作伙伴。公司近年结合在部分行业的工程项目技术积累, 逐步形成了面向国土、水利、气象、数字城市、统计、房产等行业的行业应用开发平台, 与下游增值开发商合作提供全面的地理信息服务。公司打造行业生态环境, 从本土的“甲骨文”到全球化的“IBM”;
 - **超图实现从本土的“甲骨文”到全球化的“IBM”转型:** 公司拥有国内最好的基础平台软件; 公司自 2010 年以来扩大对售前工程师、售后维护人员的培育, 设立国土、水利环保、数字城市、气象海洋、房产统计等八大事业部把握战略性新兴产业重大项目机会。
 - **超图日本公司仅仅是行业海外战略的第一步:** 超图平台性产品在技术、性能已经与行业龙头 ESRI 的产品接近, 并超越 MapInfo, 未来有望通过更高的性价比、服务、整体性的解决方案在南亚、中东、东南亚市场的突破;
 - **建立云共享平台, 确保国家地理信息安全:** 鉴于地理信息应用中数据成本较高, 导致 GIS 技术无法更广范围的应用。结合目前云计算技术应用的趋势, 公司已完成建立了各类云 GIS 计算平台的相关底层产品的研发, 并于 2010 年底组建了新业务部门, 开始启动相关的云 GIS 项目。

投资建议

- 我们认为大北斗地图版块将有持续性的催化剂, 未来随着公司股权激励的完成, 以及谨慎的财务策略, 未来提升空间较大。

估值

- 给予公司未来 8-12 个月 40.00 元目标价, 相当于 47x11PE 和 31x12PE, 对应 EPS11-13 年 0.851 元、1.257 元和 1.891 元, 给予买入评级。

相关报告

1. 《业绩超预期来自行业应用空间打开》, 2011.4.25

易欢欢 联系人

(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

内容目录

受益大地理，掘金大平台	4
本土最优秀的地理信息软件平台提供商	4
各项业务现状及未来发展	4
超图软件未来的发展战略方向	5
地图引擎，高技术壁垒，高成长	6
GIS 行业出现背景及发展趋势	6
需求明确、杀手级应用层出不穷	6
GIS 软件在产业链中处于核心地位	7
高速增长的 GIS 软件产业	8
超图转型，从平台提供商到解决方案提供商	10
目前的市场竞争格局	10
为什么转型	10
本土优势明显，超图承接国家大项目	11
全面的产品布局，卓越的技术能力，践行海外战略	13
具有国际水准的技术能力	13
持续的创新力巩固行业领先地位	13
超图日本仅仅是海外战略的第一步	14
分享云机会，跨行业创新性合作，进入新领域市场	15
建立云共享平台，迎合 GIS 服务需求	15
与四维图新创新的商业模式进入后装市场	16
公司竞争性及战略分析	17
财务分析与估值	19
主营业务收入快速增长	19
毛利率保持在高位，净利润增速大幅领先收入增速	19
费用率与公司发展保持一致	20
盈利预测	20
估值	21
风险	23
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：主营业务、价值及应用领域	4
图表 2：公司主要销售行业（含平台软件和订制软件）每年预计收入情况	5
图表 3：公司营业收入和净利润保持高速增长	5
图表 4：国外 GIS 产业发展经过的四个阶段	6
图表 5：GIS 的热点应用	7

图表 6: GIS 产业链.....	8
图表 7: GIS 软件中国海区界面图	8
图表 8: 国内总体 GIS 软件市场增速在 20%以上	8
图表 9: 2009 年全球 GIS 软件市场主要厂商收入	9
图表 10: 2009 年全球 GIS 软件行业市场份额	9
图表 11: 目前国内 GIS 基础平台市场竞争格局	10
图表 12: 应用占 GIS 软件市场需求绝对大份额	11
图表 13: 国内 GIS 应用软件市场增速在 20%左右	11
图表 14: 服务式 GIS 是未来发展方向	11
图表 15: 公司未来平台和应用收入占比将为 3:7	11
图表 16: 公司布局 GIS 应用软件产品, 到 2012 年公司主要销售行业 (含平台 软件和订制软件) 收入预估	12
图表 17: 公司产品覆盖全部 GIS 基础平台开发领域	13
图表 18: 以组件聚合模式实现分布式数据共享	14
图表 19: 研发投入占收入比例在 20%左右	14
图表 20: 完整的软件产品线	14
图表 21: 多源空间数据无缝对接	14
图表 22: 公司云平台架构	15
图表 23: 数据占 GIS 投资比例较大	15
图表 24: 基于 GIS 的各类统计数据集成	15
图表 25: 以表格、统计图、专题为载体	15
图表 26: 中国乘用车销售井喷	16
图表 27: 车载电子市场占中国汽车电子市场 20%份额	16
图表 28: 营业收入年复合增长 43.5%	19
图表 29: 软件开发占收入的 90%以上	19
图表 30: 净利润年均复合增长 76.9%	19
图表 31: GIS 软件开发部分毛利率保持在 60%左右	19
图表 32: 公司毛利率处于行业较高水平	20
图表 33: 2010 年销售费用率上升较快	20
图表 34: 管理费用率处于行业内较高水平	20
图表 35: 销售预测	21
图表 36: 绝对估值 APV 法	22
图表 37: 相对估值	22

受益大地理，掘金大平台

本土最优秀的地理信息软件平台提供商

- 公司主营业务为向政府和企业等机构用户提供专业地理信息系统（GIS）软件产品和技术开发服务。产品包括 GIS 基础平台和 GIS 应用软件。
- GIS 基础平台软件是公司的技术核心，该类业务技术复杂度和技术壁垒高，具有很强的通用性。GIS 基础平台软件在 GIS 软件产业中的地位犹如操作系统在软件产业中的地位。公司是自主创新 GIS 基础平台软件厂商中技术实力最强、品牌知名度最高、销售规模最大的企业。

图表1：主营业务、价值及应用领域

主营业务	业务内容	主要价值	应用领域
GIS 基础开发平台软件	向下游二次开发商或具有开发能力的最终用户提供平台软件	相当于操作系统，是任何地理信息应用系统的底层开发工具	通用，任何有地理信息需求的系统或相关产品均需要此类开发工具
GIS 应用开发平台软件	基于 GIS 基础开发平台，结合行业的共性需求形成的具有一定行业应用特征的专业软件开发工具	基于应用开发平台软件，课题缩短用户的开发周期、降低开发难度，提高用户的增值感受	目前仅面向部分战略行业，包括国土、统计、测绘、数字城市、房产管理、气象、水利和军事公安
GIS 订制软件开发服务	基于上述 2 类平台软件结合最终用户需求提供订制软件的技术开发服务	定向订制，软件具有非常明显的个性化需求特征。	为了保障开发商利益，公司仅在部分战略行业开展此项服务。行业同上。
GIS 配套用品及相关服务	结合客户 GIS 应用工程中所需的第三方专业产品提供代理销售服务，此外，相关咨询、数据处理等服务内容	针对某个客户的某个项目的具体需求而提供的配套产品及服务	不限

来源：公司资料、国金证券研究所

各项业务现状及未来发展

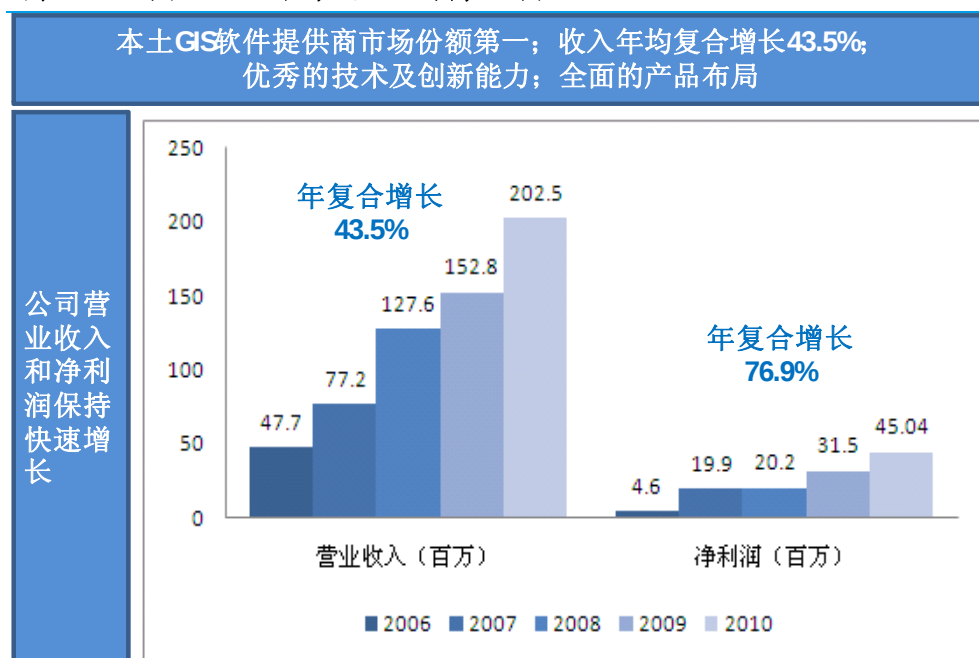
- 公司的业务主要分为三类：GIS 平台软件（包括基础平台软件和应用平台软件）、GIS 订制软件服务和 GIS 配套用品及服务。前两项业务占到收入的 90%以上。其中，GIS 基础软件平台是公司的核心业务模块，行业壁垒高，技术要求高，在这一领域只有美国 ESRI、MapInfo 等少数公司与之竞争，公司占据国内市场份额第二，本土企业第一。
- 公司以 GIS 应用软件平台产品切入面向下游应用的行业整合，在国土、统计、数字城市、物流等领域占有相当的市场份额。未来，GIS 应用软件将是公司发展的主导方向，使得公司完成从纯平台软件提供商向整体解决方案提供商的转型。

图表2：公司主要销售行业（含平台软件和定制软件）每年预计收入情况

受益时间	近期					长期				
产品线	数字城市	国土	房产管理	导航系列平台	水利	设施管理	环保	统计	海洋	气象
预计收入	7000—8000 万	3000—5000 万	1000—2000 万	1000—1500 万	2000—3000 万	1000—2000 万	2000—3000 万	1000—2000 万	1000—2000 万	3000 万

来源：国金证券研究所

图表3：公司营业收入和净利润保持高速增长



来源：公司资料、国金证券研究所

超图软件未来的发展战略方向

- 地图引擎为核心，扎根本土最佳技术。我国空间信息技术应用和需求空间广阔，随着政府信息化水平的提升和相关数据资源的逐步开放，将由越来越多的企事业单位使用相关信息技术。此外，由于地图数据的特殊性，国家将地图资源作为重要的战略性资源，因而本土企业最为受顾。作为本土最佳技术的 GIS 技术提供商，公司在面对外资企业时拥有本土优势，面对本土竞争时，有服务和客户优势。
- 行业应用是关键：基于自身顶尖的地理信息技术，结合行业应用的逐步成熟化趋势。未来，公司将进一步开拓下游应用市场空间，支持有条件的行业开发商开发行业中 GIS 应用平台，与部分图商合作分食导航应用市场，与具有国际渠道的集成商合作拓展海外市场。
- 海外业务践行方法论，以日本超图为起点，积极开拓东南亚、南亚、欧洲等市场。由于 GIS 平台产品的高技术壁垒，在全球范围内公司面对的竞争对手是美国的几家公司。目前公司的技术产品性能与他们相当，未来有望通过更高的性价比、更好的服务、整体性的解决方案拓展海外市场份额。

地图引擎，高技术壁垒，高成长

GIS 行业出现背景及发展趋势

- 地理信息系统(Geographic Information System, 简称 GIS) 是在计算机硬软件支持下，以空间数据库为基础，运用系统工程和信息科学的理论，对空间数据进行科学管理和综合分析，为规划、决定、管理和研究提供信息的技术系统，是介于地理科学、空间科学和管理之间的新兴边缘学科。它在最近 30 多年的发展历程中取得了惊人的发展，并广泛应用于资源调查、环境评估、区域发展规划、公共设施管理、交通安全等领域，成为一个跨学科、多方向的研究领域。
- GIS 是为解决资源与环境等全球性问题而发展起来的技术与产业。60 年代中期，加拿大开始研究建立世界上第一个地理信息系统(CGIS)，随后又出现了美国哈佛大学的 SYMAP 和 GRID 等系统。自那时起，GIS 就开始服务于经济建设和社会生活。在北美、西欧和日本等发达国家，现在已建立了国家级、洲际之间以及各种专题性的地理信息系统。
- 我国 GIS 的研究与应用始于 80 年代，近二十年来发展也十分迅速，在计算机辅助绘制地图等方面开展了大量基础性的试验与研究，在理论、技术方法和实践经验等方面都有了长足的进步。
- 当今，GIS 系统已成为快速发展的新兴技术产业，出现了诸如 ARC/INFO、MAPINFO 和 GENAMAP 等著名软件，它们在城市建设、环境保护和社会发展等方面发挥了巨大的作用，随着科技的发展，GIS 发展的势头越来越迅猛。

图表4：国外 GIS 产业发展经过的四个阶段



来源：公司资料、国金证券研究所

需求明确、杀手级应用层出不穷

- 目前人们已经适应并逐渐开始寻求地理信息服务，地图基础引擎、数字城管、LBS 等行业新兴商业模式，随着技术和市场的日趋成熟而逐渐进入快速发展期。
- 地图基础引擎面临本土替代的市场机遇，由于电子地图被定位于国家战略性资源的特殊性，本土厂商将分享更多的市场份额以及类似天地图等国家主导项目机会。
- 数字城市管理已经有了相对成熟的项目规范，由于国家住建部的积极倡导，各地方城市需求强烈，纵向延伸至数字社区管理，横向延伸出专业网络化管理，市场前景广阔。
- LBS 服务是新兴的移动地理信息服务模式，Foursquare 的成功运营显示了 LBS+博客+社区模式的广阔前景以及 LBS 服务的旺盛生命力。我们预计，基于 LBS 应用的新兴商业模式将是未来地理信息服务的重要驱动力。

图表5: GIS 的热点应用

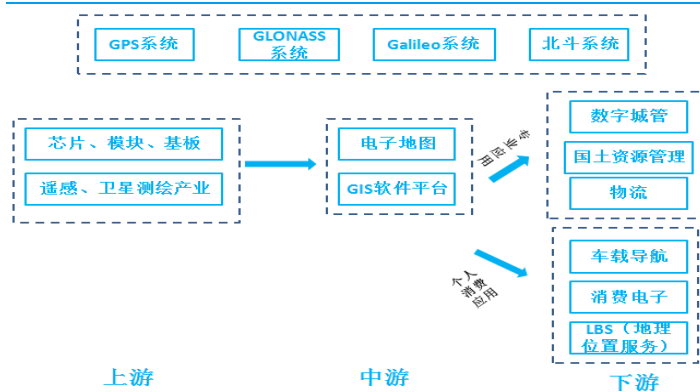
应用领域	市场空间	爆发点
基础平台软件	保持年均 25% 增长，未来几年市场规模达到 10 亿。市场区域无半径，应用领域广阔。	新技术领先型。未来引领的新技术包括二三维一体化 GIS、云 GIS
数字城市	纵向延伸至数字社区管理，横向延伸出专业网络化管理、区域空间信息资源共享服务平台建设等，未来市场规模 180 亿	政府主持推广，成功项目的快速复制
LBS	处于导入期，运营商加速推进，未来保持 50% 以上增长，市场规模达 13.2 亿	类似 Foursquare 等新兴商业模式推广，LBS+ 博客+社区
政府资源管理	市场需求巨大，包括水利设施资源、国土资源、在 20-30 亿左右	政府金土工程的强力推进
车载导航	国内汽车销售市场火爆，相比发达国家，国内车载导航装配率有很大提升空间	中低档车的后装车载导航市场

来源：国金证券研究所

GIS 软件在产业链中处于核心地位

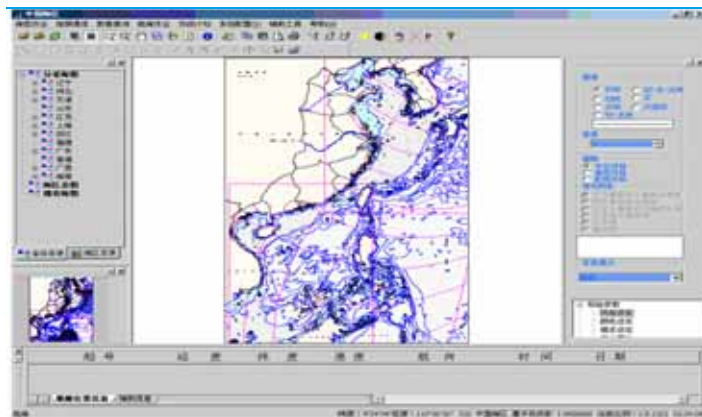
- GIS 产业链由地理数据、基础软件和应用三个领域构成。
 - GIS 产业链上游是各类地理数据，包括导航电子地图数据、遥感影像数据、测绘基础地理数据和相关的地图服务等。目前，可以直接商用的是电子地图导航数据和遥感影像数据。国内提供电子数据的厂商主要是四维图新、高德软件、灵图、瑞图万方等。遥感影像数据现在还多以国外卫星提供为主，例如快鸟影像等。地理信息数据是 GIS 产业链条中的内容，各类行业的 GIS 系统应用都必须有基础空间数据作为支撑；
 - GIS 产业链中游是各类基础软件，包括操作系统、数据库和 GIS 基础平台软件等。GIS 软件是串起空间信息和 IT 的最核心支撑性软件，通过其真正实现地理信息技术和 IT 的全面融合。也因为此，GIS 软件成为 GIS 产业领域最重要的技术环节，IT 领域的技术变革及地理信息领域的需求趋势变化均通过其实现；
 - GIS 产业链的下游是各类应用，可分为 3 个应用方向——政府应用、企业应用和大众应用，例如国土资源管理、数字城市、设施资源管理、车载导航、LBS 等。整体来说，目前 GIS 应用环节的主要消费群体来自政府，随着数据成本的下降和企业自身的快速发展，企业需求也呈现出快速成长的趋势。个人应用的市场非常巨大，但目前国内还未出现较为成熟和清晰的商业模式。

图表6: GIS 产业链



来源: 国金证券研究所

图表7: GIS 软件中国海区界面图

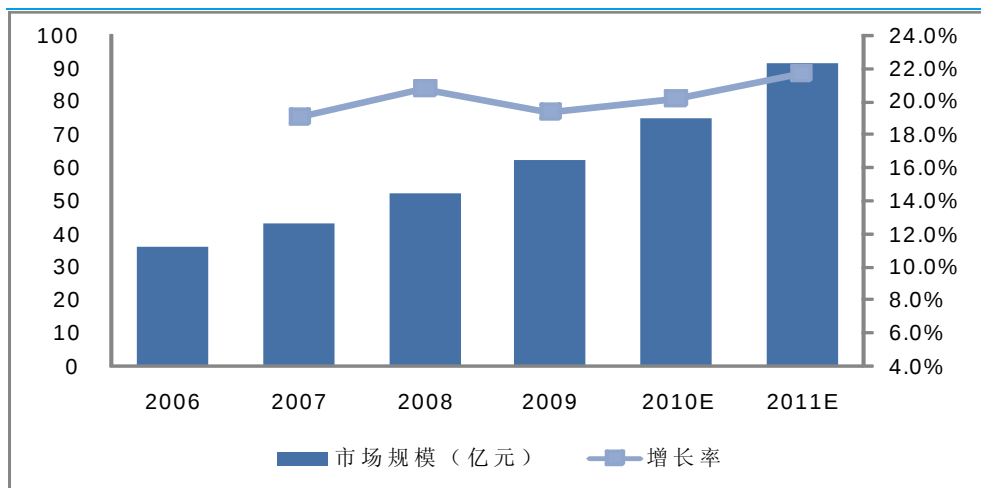


- GIS 软件在产业链中处于核心地位。GIS 软件将地图数据通过接口整合到系统之中，然后再根据消费应用领域不同进行二次开发。正如软件在整个 IT 行业中的地位一样，GIS 软件在 GIS 产业中处于重要位置。
- GIS 软件业务可细分为基础平台软件和行业应用平台软件。基础平台软件在 GIS 软件产业中的地位，相当于操作系统在整个软件产业中的地位，是项目开发的平台。应用软件是在基础平台软件之上根据行业的具体特性进行二次开发所形成。
- GIS 平台软件的特点是技术壁垒高，市场集中度高；应用软件的特点是市场空间大，这部分收入会占到这个 GIS 软件收入的近 9 成，但市场相对分散、集中度低，未来市场整合空间大。

高速增长的 GIS 软件产业

- 2009 年，国内 GIS 软件市场规模达到 62.65 亿元，近几年的增长率都在 20% 以上。原因主要是由于从上游北斗卫星发射到下游车载导航、数字城管、移动服务等全产业链的快速发展，民众逐渐适应并开始主动寻求地理信息服务。

图表8: 国内总体 GIS 软件市场增速在 20% 以上

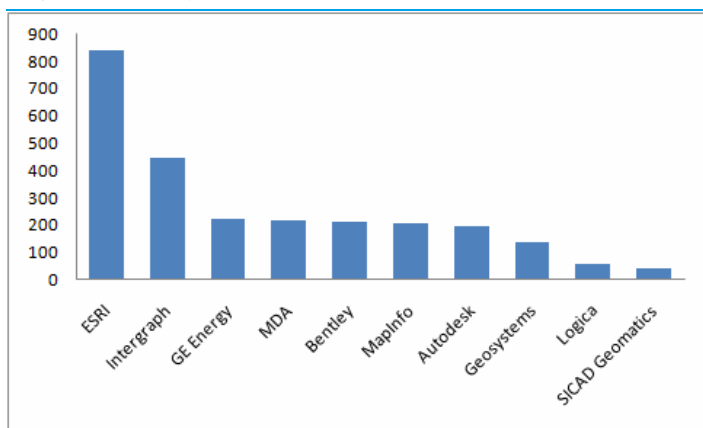


来源: CCID、国金证券研究所

- 欧美作为成熟发达的市场经济体，各行业市场发展已经相对成熟，需求平稳。从 2004 年到 2009 年，北美 GIS 市场规模年平均增长率为 15.6%，欧洲市场规模年平均增长率为 10.7%，远高于 GDP 的增速。09 年全球 GIS 产业规模为 53 亿美元，其中北美市场为 28.6 亿美元，欧洲市场规模为 15.5 亿美元。

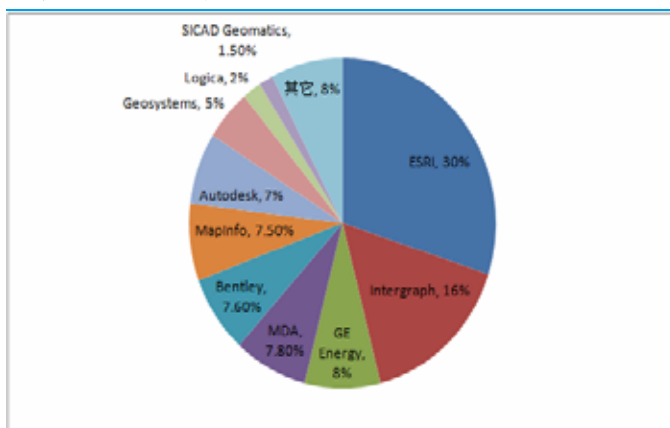
- 企业及个人需求占据主导地位。在欧美 GIS 产业需求中，企业及个人的需求占到 60%以上，公共部门领域的销售收入只占不到 40%。特别是以 Foursquare 为代表的新兴商业模式极大的刺激了个人对 GIS 服务的需求。但目前，国内针对个人用户的服务尚无呈现较为成熟的商业模式，大多以地图查询门户网站的方式运营，赚取相关广告费。
- 国外 GIS 软件行业主要厂商。目前，国外市场，特别是欧美市场主要的 GIS 软件厂商有 ESRI、Intergraph、MapInfo、MDA 等。
 - ESRI 公司是 GIS 软件行业的领导企业，市场占有率最高，近几年一直占据全球 GIS 软件市场份额三分之一左右。其研制的地理信息系统软件，也是世界上应用最广泛的 GIS 软件之一。1991 年 ESRI 公司的 Arc/Info 软件进行了汉化，进入中国市场。
 - 2009 年，Intergraph 公司全球 GIS 软件市场占有率为 16%，仅次于 ESRI 公司。Intergraph 公司创建于 1969 年，总部在美国，在世界 60 多个国家和地区设有分支机构。在公共领域 GIS 软件应用方面，处于行业领导地位。
 - MapInfo 公司在全球 GIS 软件市场占有率大约为 7.5%，其在中国市场占有率位于 ESRI、超图软件之后。MapInfo 公司在小型 GIS 基础平台软件领域的开发能力，一直被世界所公认。

图表9：2009 年全球 GIS 软件市场主要厂商收入



来源：Daratech、国金证券研究所

图表10：2009 年全球 GIS 软件行业市场份额

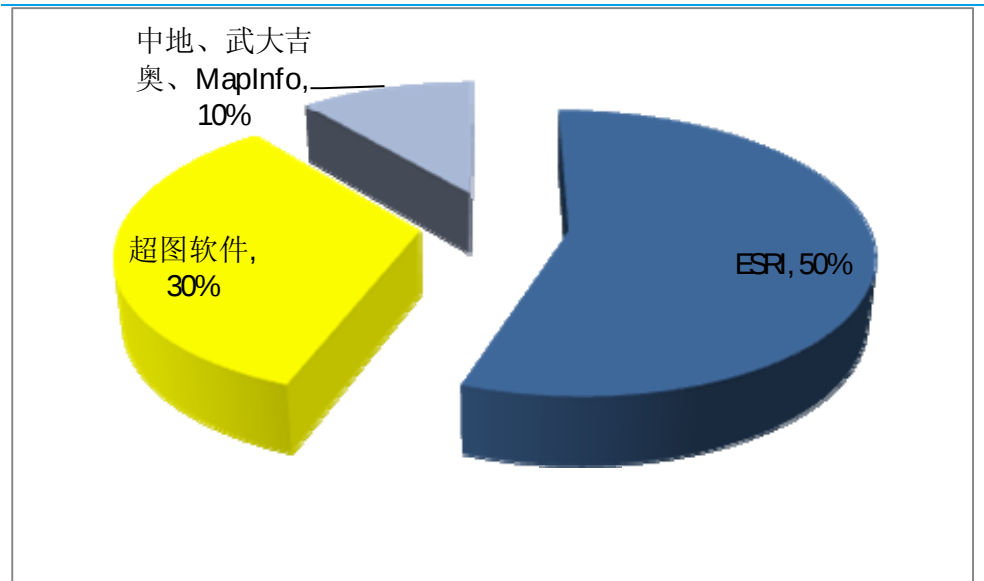


超图转型，从平台提供商到解决方案提供商

目前的市场竞争格局

- 由于欧美在 GIS 研究上大大超前于我国，因而在 80 年代，美国就已经推出了多款成熟的 GIS 软件产品，而我国的 GIS 软件产品仍处在研究所研究阶段。而且早在 1991 年，ESRI 公司就进入了中国，这样的结果就导致了国内 GIS 软件市场份额基本被外资企业占领。并且，该公司从上世纪 90 年代初期就侵入我国的高校教育领域，培养的大批熟悉和习惯使用此类软件的人员，具有非常明显的品牌优势。
- 目前，国内 GIS 基础平台软件市场的主要参与者有，外资企业方面是美国环境系统研究所（ESRI）和美国 MapInfo 公司，国内的企业以超图软件为首，其它国内企业在基础 GIS 软件平台市场份额较小。按照销售收入计算，ESRI 市场占有率最高，其市场份额在 50% 左右；超图软件排第二，30% 左右；中地、武大吉奥 MapInfo 等其他品牌的市场份额合计约在 20% 左右。
- 市场竞争格局向寡头集中的原因主要有两方面：（1）技术的高门槛，GIS 基础软件平台相当于 PC 中的 Windows 系统，要求参与厂商有较高的软件架构和代码的掌控能力以及大型系统的维护能力；（2）客户关系维护：平台提供商需要与应用软件提供商合作来进行商业开发，因而需要有良好的稳固的合作伙伴关系。

图表11：目前国内 GIS 基础平台市场竞争格局



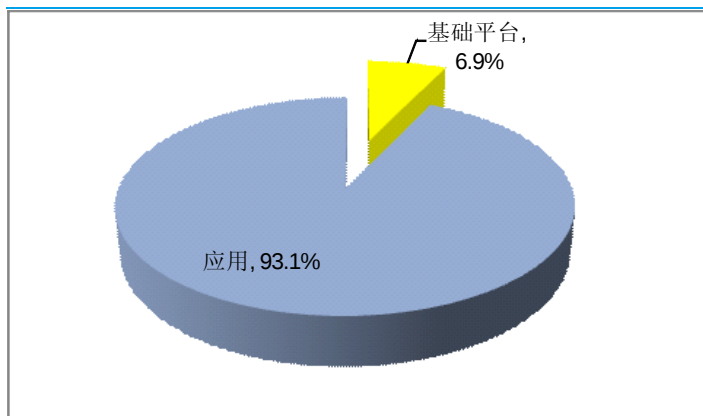
来源：国金证券研究所

为什么转型

- **为什么转型？**平台客户维护需花费大量精力。目前 ESRI 拥有 1000 个合作伙伴，超图有 400 个合作伙伴，而这 400 个合作伙伴既与超图合作也与 ESRI 合作，因而超图需要花费大量精力去维护客户关系。
- 应用市场空间大。目前地理信息已经成为当今社会最基本的信息服务之一和除时间之外的另一重要信息维度，已经由传统的国土资源管理、测绘、数字城市等领域向气象、环保、金融等新兴领域拓展。
- IT 主流技术的巨大变革。由组件式 GIS 向服务式 GIS 的转变是 GIS 软件技术发展的趋势。公司以自身的 GIS 平台为基础，为行业应用提供解决方案服务，拓展了业务领域和产品线。
- 促进更多的领域将 GIS 技术作为其必须的信息化技术部分。尽管 GIS 应用非常广泛，但仍有很多行业尚未知晓 GIS 技术。例如物流行业，目前仅刚

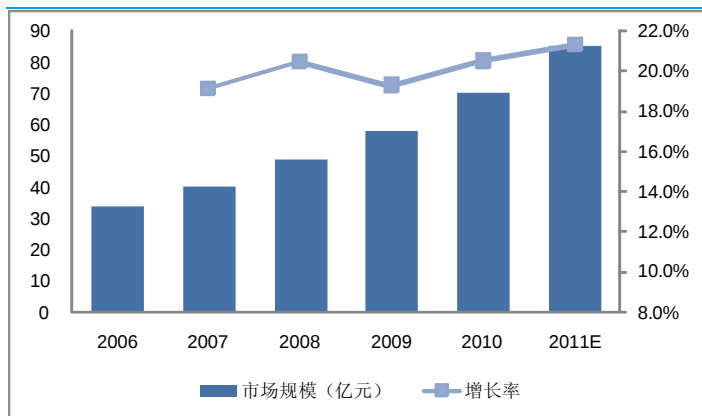
刚出现京东商城的物流配送电子地图形式，但随着阿里巴巴疾步进入信息化物流领域，不难推断，GIS 技术将会融入更多的领域。因此，公司急需要快速转型，成为整体方案解决商，制定各类行业应用的标准。

图表12：应用占 GIS 软件市场需求绝大份额



来源：CCID、国金证券研究所

图表13：国内 GIS 应用软件市场增速在 20% 左右

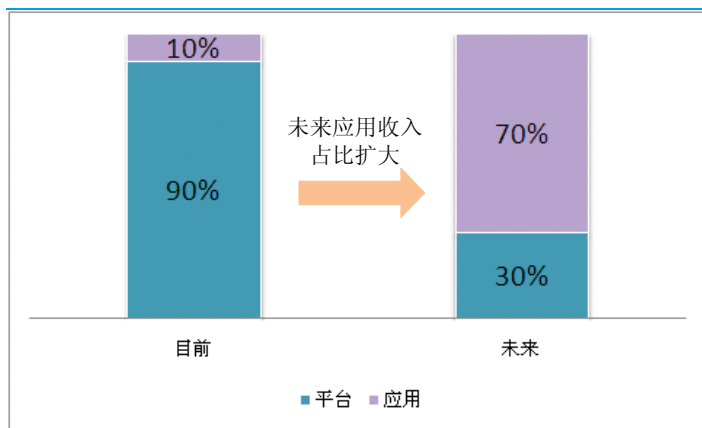


图表14：服务式 GIS 是未来发展方向



来源：国金证券研究所

图表15：公司未来平台和应用收入占比将为 3:7



本土优势明显，超图承接国家大项目

- 由于 GIS 行业的特殊性，本土厂商在与外资厂商竞争中存在多方面的优势，凭借此优势再加上自身持续的技术创新，本土厂商的市场份额将会进一步增加。
- 全面的产品布局。基于多年的持续研发投入，超图软件的产品已经可以完全覆盖整个基础平台开发领域，并在功能上比 ESRI 和 MapInfo 的产品更为实用，且性价比更高。
- 本土化服务。公司在国内市场具有很强的本地化技术开发服务的优势。除建立了强大的技术支持团队外，在必要时，产品研发团队可直接参与技术支持和服务，大幅度提高了技术开发服务的效率；此外，研发团队还可以对顾客提供常规技术支持无法提供的深层次技术支持。而国外厂商的研发团队不在国内，产品缺陷解决周期长，服务深度非常有限。
- 政府采购方面的倾斜。在国内 GIS 软件行业，政府采购依然占据行业需求的主导地位，国家政策也多次要求在政府采购中，优先考虑就有自主知识产权的民族企业产品，因此公司可以承建国家大型项目，不如国家统计平台等。

- 经过多年的发展，国内 GIS 软件厂商，特别是在处于核心的基础平台软件领域，逐渐打破了国外企业的垄断，占据了大量市场份额。超图软件作为本土 GIS 软件领军企业，凭借业内领先的技术，以及良好的客户关系，在本土厂商中占据基础平台软件市场第一的位置。同时，其 SuperMap GIS 软件产品成功进入日本、东南亚、非洲以及中国香港、澳门、台湾等市场。

图表16：公司布局 GIS 应用软件产品，到 2012 年公司主要销售行业（含平台软件和定制软件）收入预估

受益时间	产品线	典型产品	主要用途	客户群体	预计达到收入范围
短期	数字城市	信息资源共享服务平台、网格化数字城管平台	数字城市的信息资源管理和监督管理	政府信息中心、城市管理单位	7000—8000 万
	国土资源管理	农村土地调查数据库管理系统、城镇土地调查数据库管理系统	国土二次调查农村和城镇建库与管理、土地利用规划管理	政府国土资源部门	3000—5000 万
	房产管理	房产管理系统、房产测绘软件	房产管理部门的房屋产权、交易、物业监管、房产测绘等。	政府各级房产管理单位	1000—2000 万
	导航系列平台	SuperMap NavigationEngine	导航应用软件开发平台	导航产品开发商和专业业务用户	1000—1500 万
	水利	水利普查空间数据采集处理软件	用于全国水利普查基础建库工作等	水利部及直属各流域、各省水利单位	2000—3000 万
中长期	设施管理	SuperMap 设施资源管理平台	快速地定制各行业应用所需的设施资源管理系统，实现设施资源的可视化管理和分析。	铁路、道路交通设施和电力、电讯、给排水、供暖供气等管线设施相关企业	2000 万
	环保	环境保护系统平台	将各种环境保护业务信息与地理位置结合起来为决策提供辅助结果	中央及各级环保部门，环保类企业	2000—3000 万
	统计	统计地理信息系统	将统计数据与其空间位置紧密结合，建立地理综合数据库，实现统计数据的地图化、可视化	国家中央及各级统计部门	2000 万
	海洋	海洋地理信息平台	将海洋地理信息可视化的展示出来，并分析	国家海洋及航运企业	3000 万
	气象	气象信息系统	气象数据与地理信息数据结合，分析并提供决策帮助	国家气象部门	3000 万

来源：国金证券研究所

全面的产品布局，卓越的技术能力，践行海外战略

具有国际水准的技术能力

- 公司研发的 SuperMap GIS 系列定位于 GIS 基础平台软件，其以面向服务的理念为指导，提供一个开放的软件架构，使用户和开发者可以按需搭建 GIS 应用。基于 SuperMap GIS，用户不仅可以方便地建立自己的应用系统，还可以在此基础上开发出拥有自主知识产权的专业软件产品，从而拥有更广阔的增值空间。
- 公司的 SuperMap GIS 系列基础平台软件包括了开放式桌面平台，组件式开发平台，空间数据库引擎，服务式开发平台，嵌入式开发平台，导航应用开发平台 and 数据处理平台等七个主要的产品线，使公司成为亚洲 GIS 产品线最长的 GIS 基础平台软件提供商。产品布局能力方面已经可以和全球 GIS 软件领军企业 ESRI 和 MapInfo 抗衡。

图表17：公司产品覆盖全部 GIS 基础平台开发领域

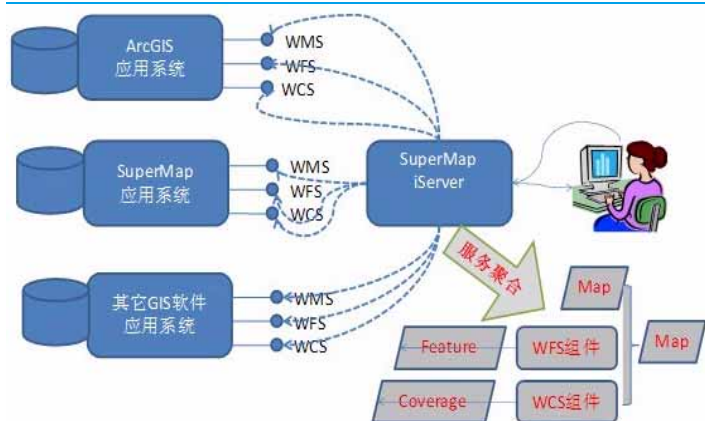
	ESRI	MapInfo	超图软件
平台	ArcGIS	MapInfo	SuperMap
桌面二次开发	ArcEngine/MapObjects	MapX	SuperMap Deskpro/SuperMap Objects
网络开发	ArcServer/ArcIMS	MapXtreme 2005/MapXtreme for Java	SuperMap IS .NET
空间数据引擎	ArcSDE	SpatialWare	SuperMap SDX+
移动开发	ArcPad	MapX Mobile	eSuperMap

来源：国金证券研究所

持续的创新力巩固行业领先地位

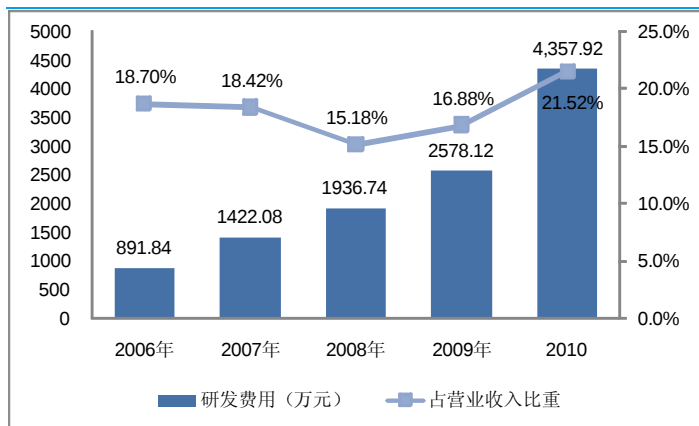
- 目前，超图软件构建了三大技术体系：高性能跨平台共相式 GIS 技术体系、面向服务体系架构（SOA）Service GIS 技术体系、二三维一体化 Real Space GIS 技术体系。这三大技术体系是公司应对未来 GIS 技术更新发展，保持技术领先地位的基础。
- GIS 跨操作系统应用时代来临。现在操作系统已呈现 Windows、Linux、Unix 三分天下趋势，因而 GIS 平台软件需要对多样化的软硬环境提供充分的支持。超图新推出的 SuperMap GIS 6R 系列产品不但支持以上国外的操作系统，同时支持红旗、人大金仓等国产操作系统和数据库，因而在进入国家电信、交通、银行、卫生应急等关键领域时，体现了较高的可靠性和稳定性，也符合目前我国支持全国产化信息应用的引导趋势。
- GIS 软件行业发展日新月异，我们重申，技术能力才是此行业的立身之本。目前基于终端设备的移动 GIS 应用快速普及、服务式 GIS 架构进一步向云模式发展等趋势明显，顺应行业技术发展需要，公司不断加大研发投入，研发费用一直占营业收入的 20% 左右。

图表18：以组件聚合模式实现分布式数据共享



来源：公司资料、国金证券研究所

图表19：研发投入占收入比例在20%左右

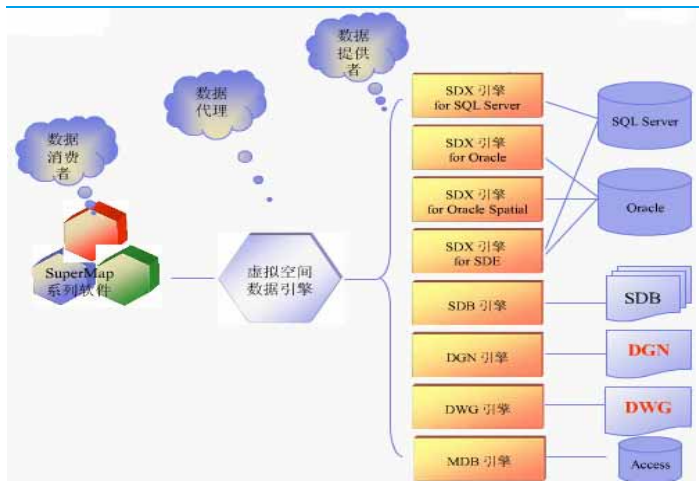


图表20：完整的软件产品线



来源：公司资料、国金证券研究所

图表21：多源空间数据无缝对接



超图日本仅仅是海外战略的第一步

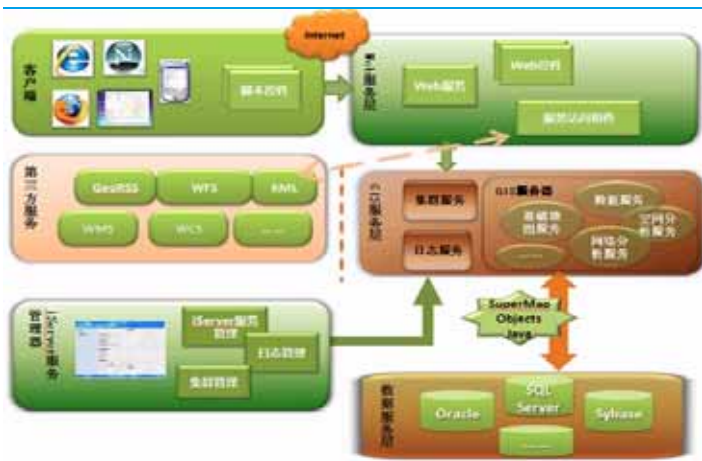
- 海外经营经验已经积累足够，未来践行方法论。公司借日本超图的渠道在日本市场已经发展了十年左右，进入东南亚、南亚、北欧、非洲发展已有三四年时间。公司通过前期国际市场的初步探索，积累了丰富的海外营销及服务的方法论。
- 技术壁垒高，国外缺乏 GIS 平台软件公司。在亚洲发达国家如日本、韩国等国，其本土 GIS 基础平台软件并不发达，即使世界公认的软件产业发展水平较高的印度，其本土化 GIS 基础平台软件的产品线不全，缺乏高端产品，综合实力较弱。欧洲的情况基本相似，早期的欧洲知名 GIS 基础平台软件品牌基本被美国品牌击败。总体而言，除美国以外，其他国际市场的本土 GIS 基础平台软件，与本公司的同类产品相比不具有技术优势，在这些国家和地区，公司产品面临的主要竞争对手仍是美国品牌。
- 从全球行业发展来看，不论在中国本土还是海外，公司的竞争对手只有美国的 ESRI、MapInfo 等公司。我们判断公司平台性产品在技术、性能已经与行业龙头 ESRI 的产品接近，同时已经超越 MapInfo 的性能，未来公司有望通过更高的性价比、更好的服务、整体性的解决方案在南亚、中东、东南亚市场持续扩大市场份额。

分享云机会，跨行业创新性合作，进入新领域市场

建立云共享平台，迎合 GIS 服务需求

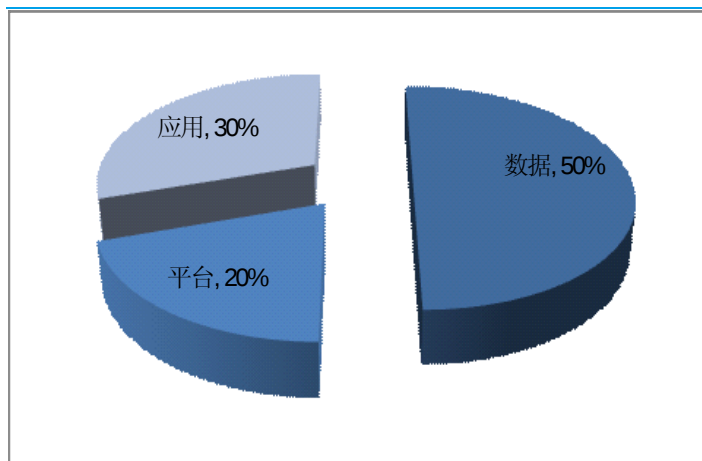
- 目前，与地理信息相关的 IT 投资中，数据、平台、应用所占的比例分别为 50%、20%、30%，数据所占的比例最大。近年来，随着 Google Earth 等免费数据服务的出现，GIS 数据价格成本进一步降低，从而推动了整个 GIS 应用的需求增长。
- 与云计算结合的地理信息服务共享的新模式，将开启数据共享和功能共享的地理信息服务聚合时代。公司的云平台为政府部门、大中型企业、公众提供统一、可靠的空信息服务，在传统的地图可视化、空间数据共享的基础上，通过丰富的空间分析功能，为用户实现服务模式的空间业务智能应用提供高品质平台。
- 拓展云平台业务将从三个方面为公司带来好处，体现在 1) 黏住客户；2) 转型订单服务；3) 占领行业应用市场。

图表22：公司云平台架构



来源：公司资料、国金证券研究所

图表23：数据占 GIS 投资比例较大



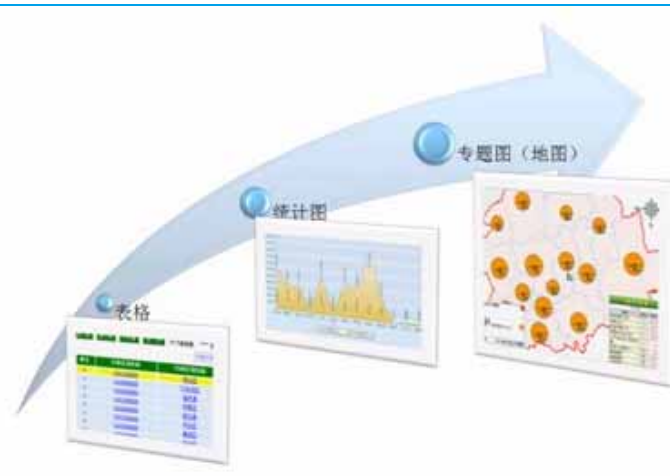
- 典型案例是公司为国家统计部门建立了基于 GIS 的统计平台。整个统计地理信息系统解决方案，以统计地理、统计业务和地名地址三大核心数据库为基础，着眼于建立支撑各类统计应用的数据库平台与共享服务平台，集成三大普查（经济普查、人口普查与农业普查）及其他统计业务应用的统计地理信息集成化应用平台。

图表24：基于 GIS 的各类统计数据集成



来源：公司资料、国金证券研究所

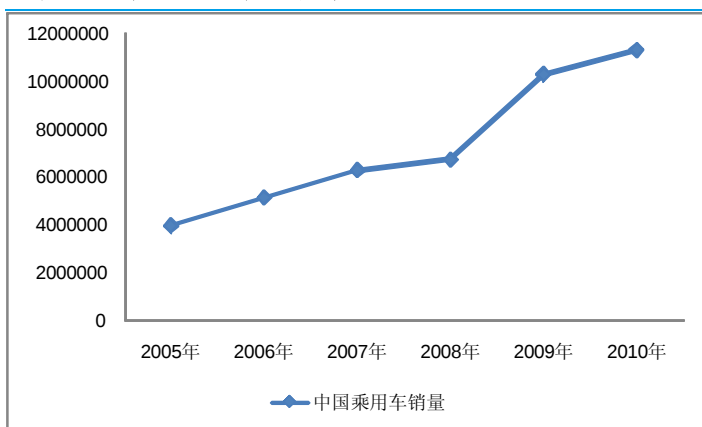
图表25：以表格、统计图、专题图为载体



与四维图新创新的商业模式进入后装市场

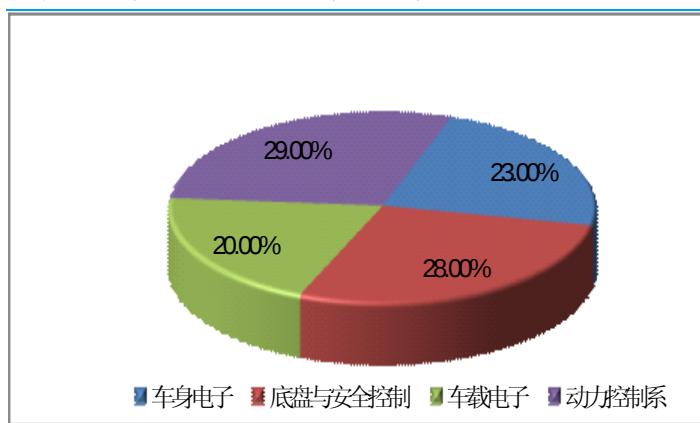
- 随着国内汽车市场的火爆，整个汽车电子行业也面临着难得的机遇。国内乘用车销售量井喷，2010 年全年销售 1132.9 万辆，同比增长 35%，以此带动汽车电子市场需求强劲。2009 年，国内汽车电子市场规模达到 2100 亿，增长了近 50%。
- 近年来，在汽车业和智能交通双重驱动下，车载导航应用产业迅速发展。目前先进的车载导航系统结合了 GPS 全球定位技术，地理信息系统（GIS）技术和现代计算机技术，实现车辆的实时定位、智能导航，使车辆在陌生的地理环境中顺利通行，极大提高了车辆的运行效率和安全，减轻了驾驶员的工作强度，使驾驶员能够准确及时地控制车辆到达预定的目的地。
- 包括车载导航在内的车载电子占中国汽车电子市场 20% 份额左右，其中车载导航已经逐渐成为车载电子设备中的重要组成部分。我国前装车载导航装配率只有 4% 与日本 79%、西欧 13%、北美 10.2% 相比差距较大；另一方面，我国汽车保有量达 7000 万辆，后装市场具有更大市场潜力。
- 中低档车目前是中国乘用车消费的主力，占整个销售量的 80% 以上，而价值在 2000 元左右的车载导航设备占整车的价值比过大，成为车载导航装配率的主要原因。因此，中低档车需要价格便宜，使用方便，功能实用的车载导航设备。

图表26：中国乘用车销售井喷



来源：中国汽车工业网、CCID、国金证券研究所

图表27：车载电子市场占中国汽车电子市场 20% 份额



- 超图与四维图新合作，基于超图导航软件开发平台研发完成了智能导航系统，有效的实现了动态交通导航应用。这一应用可以为驾驶员提供城市实况语言图像导航、黄页查询、动态交通诱导等便捷的、实用信息服务。
- 超图开发了车载导航平台 SNE，将导航软件通用的地图浏览、地图操作、POI 查询、路径规划、定位导航等功能和电子地图数据包以模块的方式嵌入其中，向二次开发商提供开放的借口，使得导航设备制造商或方案提供商可以直接基于 SNE 完成具有个性特征的各类导航最终软件的开发。大大降低了导航终端软件开发周期，为导航设备商的各类软性增值服务提供了可能。

公司竞争性及战略分析

- GIS 软件行业包括三个部分：基础开发平台、应用软件、GIS 配套用品及服务。
- GIS 基础平台软件由于其技术壁垒高，因而参与厂商较少。
 - GIS 基础平台软件在 GIS 软件中的地位，相当于操作系统在整个软件行业的地位，由于其技术壁垒高，因而参与厂家较少。目前，在国内 GIS 基础平台软件市场有不到十家公司，其中以美国的 ESRI 公司、MapInfo 公司和国内的超图软件，这三家公司几乎占据了全部市场份额。
 - 超图软件在市场份额占有方面排在 ESRI 之后，居本土厂商首位。超图在产品布局能力方面已经可以在 GIS 基础平台开发的各个领域与 ESRI 和 MapInfo 竞争，并且产品性能相当。凭借本土厂商在政府采购方面的优势以及多年的研发技术积累，未来将会赢得更多的市场份额。
- 应用软件竞争公司众多，各个参与者的市场份额都不大。
 - GIS 应用软件是在基础开发平台的基础上，进行二次开发。本领域市场空间巨大，国内软件供应商数量众多，已超过 1,000 家，但规模普遍不大。在未来十年里，GIS 应用软件市场竞争格局将逐步集中化。
 - 公司根据自身技术优势，选择地研发了部分行业的应用平台软件，形成了数字城市系列、国土资源管理系列、房产管理系列、导航系列平台、社会经济统计 GIS 软件系列、水利资源管理等应用平台软件。
 - 相对于应用软件领域竞争对手，超图最大的优势即为自己拥有成熟的 GIS 基础平台产品，不需要购买第三方开发平台，从而在技术、成本、服务等方面存在优势。
- 持续的创新力巩固在 GIS 基础平台软件市场的优势地位。
 - 公司持续不断的创新能力是公司保持行业领先地位的核心优势。GIS 软件技术的发展日新月异，空间数据海量、多系统支持、基于终端设备的移动 GIS 应用快速普及、服务式 GIS 架构进一步向云模式发展等趋势明显。顺应行业技术发展需要，公司加大研发投入，新推出的 GIS SuperMap 6R 产品在技术能力上处于行业领先地位，其二维三维一体化等创新技术，引领行业发展。
- 由于 GIS 行业的特殊性，本土厂商在与外资厂商竞争中存在多方面的优势，凭借此优势再加上自身持续的技术创新，本土厂商的市场份额将会进一步增加。
 - **本土厂商优势之一：本土化服务。**本土厂商在国内市场具有很强的本地化技术开发服务的优势。国外厂商的研发团队不在国内，产品缺陷解决周期长，服务深度非常有限；而本土产品研发团队可直接参与技术支持和服务，反应迅速，产品缺陷可以及时解决。
 - **本土厂商优势之二：政府采购方面的倾斜。**在国内 GIS 软件行业，政府采购依然占据行业需求的主导地位，国家政策也多次要求在政府采购中，优先考虑就有自主知识产权的民族企业产品。因此，在行业需求方面，本土厂商占据优势。
 - **本土厂商优势之三：产品价格优势。**本土厂商凭借较低的人力成本，使得 GIS 软件价格比国外厂商便宜很多；国外厂商由于其核心技术开发仍在海外，人力成本要比国内厂商高很多，产品价格自然也会居高不下。但同时，国内国外顶尖的 GIS 软件厂商的技术水平已相差无几。
 - **本土厂商优势之四：国家信息安全。**鉴于 GIS 应用系统所涉及的数据内容包括地理空间数据、相关自然资源、矿产资源、社会经济数据

等，这些数据均关系到国家的信息安全。作为一个国产软件，超图的产品显然占有比较明显的优势。

■ 公司应对外资企业和本土竞争对手“左右逢源”：

- 与 ESRI 等外资企业相比，公司技术不差，产品性能相当。但公司拥有本土优势，可以承担国家大型项目。考虑到安全因素，国家项目是不可能交给外资企业去做的。
- 与国内企业相比，公司在技术上远远领先，产品性能处于国内领先水平；同时，公司拥有 400 多个下游合作伙伴，这也是其他本土竞争对手不能比的。

■ 公司未来发展战略：

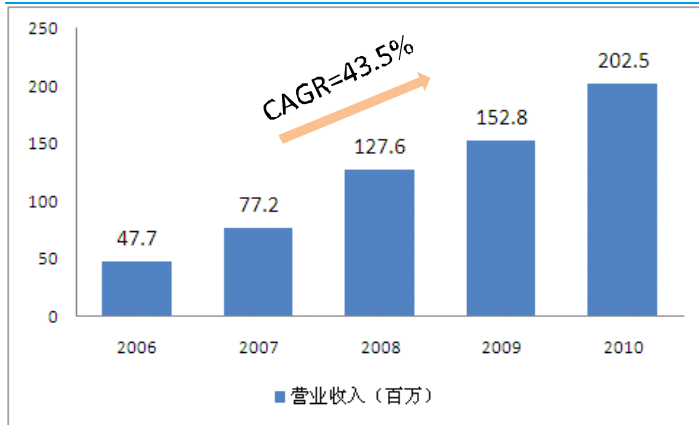
- 从平台提供商向解决方案提供商转型。GIS 应用软件市场空间大，市场集中度低，参与厂商多且实力较弱。依托自身平台基础，超图快速切入应用市场，未来公司将把大量精力投入到应用市场，使得这块收入占总收入比例达到 70%。
- 承建国家大型项目。因为超图，我国成为世界上少数几个拥有大型全系列 GIS 平台软件产品的国家，从而超图未来将承建更多的国家项目，并参与有关空间数据库接口技术标准和 GIS 软件产品相关标准的研究与制定。
- 依托募投项目提升技术能力。技术是本行业立身之本，公司通过募投项目为 GIS 基础平台产品更新换代，并开发一系列行业应用软件，提供行业解决方案。
- 以日本超图为起点，积极开拓东南亚、南亚、欧洲等市场。由于 GIS 平台产品的高技术壁垒，在全球范围内公司面对的竞争对手是美国的几家公司。通过十年多的日本超图运作，公司已经积累了丰富的海外营销经验，未来通过践行方法论开拓海外市场。

财务分析与估值

主营业务收入快速增长

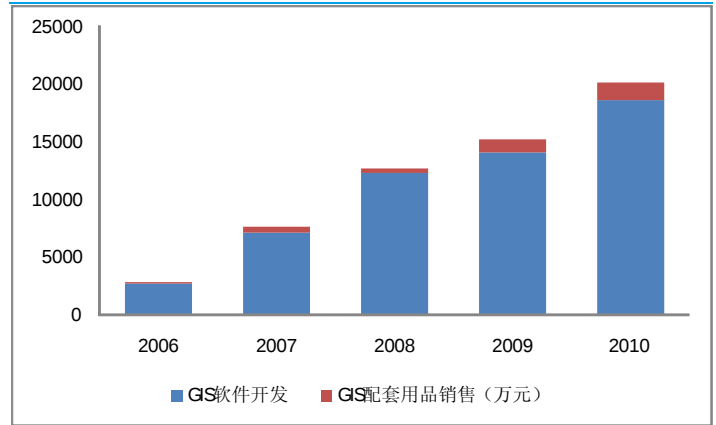
- 公司营业收入近几年快速增长，年均复合增长率为 43.5%。公司收入主要是两部分：GIS 软件开发和 GIS 配套用品及服务。其中 GIS 软件开发占据营业收入的绝大部分。

图表28：营业收入年复合增长 43.5%



来源：公司年报、国金证券研究所

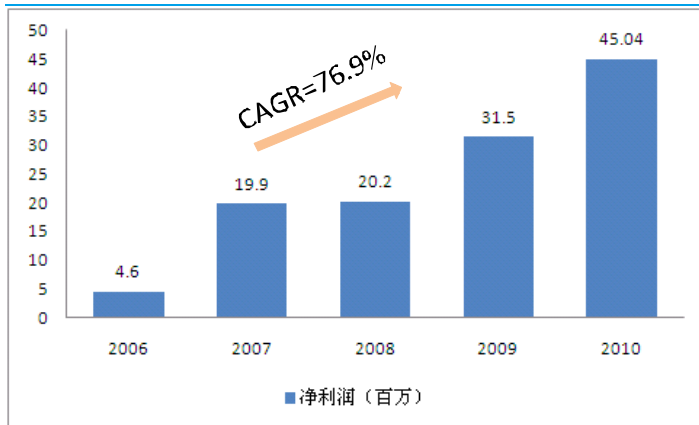
图表29：软件开发占收入的 90% 以上



毛利率保持在高位，净利润增速大幅领先收入增速

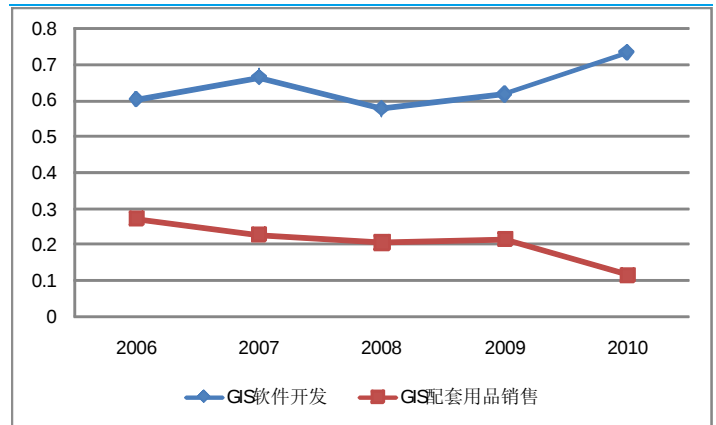
- 从 2006-2010 年，公司毛利率保持在 60% 左右。GIS 软件开发部分的毛利率较高，基本与公司总体毛利率相一致，GIS 配套用品及服务的毛利率较低。公司净利润年均复合增长率达 76.9%，大幅领先于收入增速。

图表30：净利润年均复合增长 76.9%



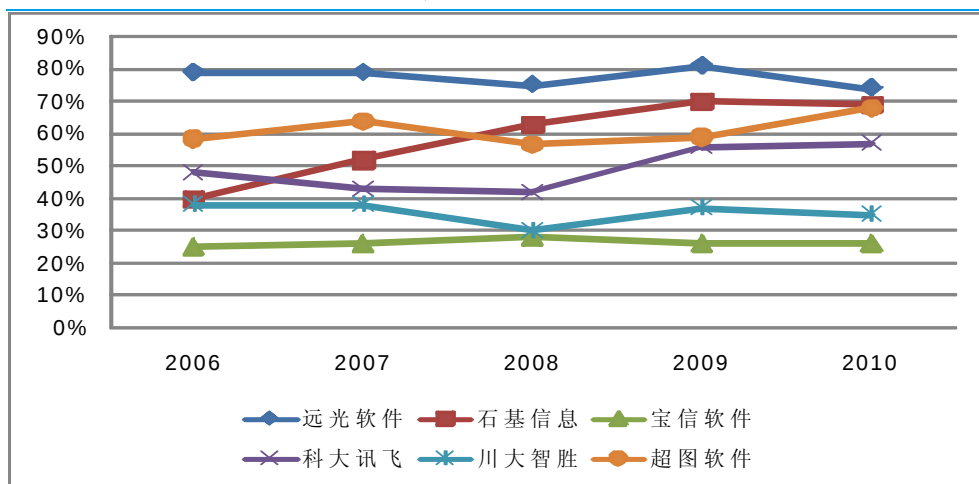
来源：公司年报、国金证券研究所

图表31：GIS 软件开发部分毛利率保持在 60% 左右



- 公司的毛利率处于行业较高水平，原因主要是 GIS 软件平台产品的可复用性，降低了边际成本，使得毛利率保持在高位。预计未来公司整体毛利率水平将呈下降趋势，原因主要是未来应用软件收入占总收入的比例逐渐上升，而应用软件要针对不同行业及客户进行特制开发，可复制性不高，因而毛利率相对不高，从而使得公司整体毛利率下降。

图表32：公司毛利率处于行业较高水平

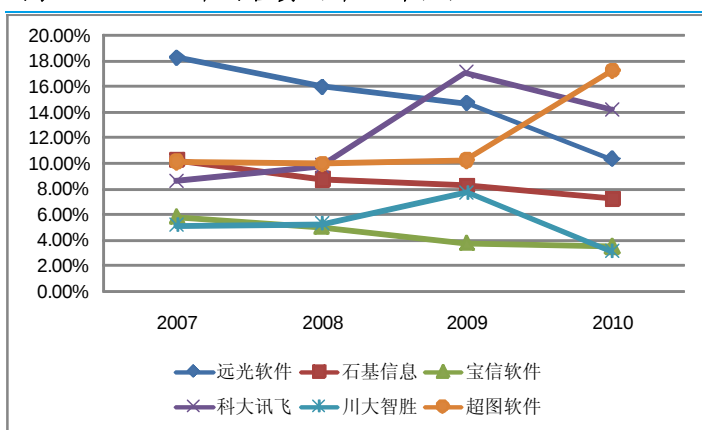


来源：国金证券研究所

费用率与公司发展保持一致

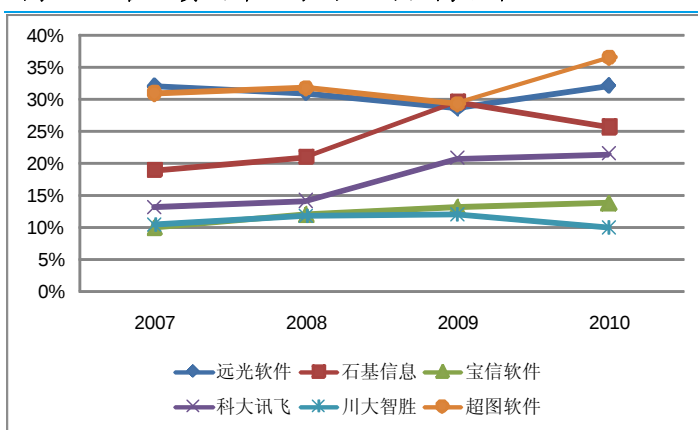
- 公司销售费用处于行业内中等水平，管理费用处于行业较高水平。主要原因是公司所处的 GIS 软件行业技术发展迅速，要想在行业内立足，必须要有持续不断的创新能力，因而公司以研发为导向，研发投入一直保持在高位。

图表33：2010 年销售费用率上升较快



来源：公司年报 国金证券研究所

图表34：管理费用率处于行业内较高水平



盈利预测

■ 收入预测

- GIS 软件业务 11-13 年收入增长率为 55%、58%和 64%，主要基于：1) 以精品项目铺垫，基础平台领域不断承接国家大型项目；2) 公司大力拓展应用软件市场；3) 依托技术及募投进一步侵蚀竞争对手市场份额。
- GIS 配套用品业务 11-13 年收入增速为 50%、40%、38%，这块业务主要是公司 GIS 软件业务的补充，占公司总收入不到 1 成。

■ 毛利率预测

- 我们预测整体 GIS 软件业务毛利率呈下降趋势，这与公司战略有很大关系。GIS 软件业务包括平台和应用，基础平台产品由于其高复用性，毛利率较高；应用软件这块由于涉及行业的多样性，毛利率相对不高；未来公司将着力拓展应用软件业务，这块收入占公司总收入比例逐渐上升，从而使得公司整体毛利率下降。

- GIS 配套用品毛利率平稳。这块是主业的补充业务，公司没有放大的精力在上面，毛利率维持在一个相对较低的水平。
- 我们预测公司在 2011-2013 年将实现净利润 0.64 亿、0.94 亿和 1.42 亿元，分别增长 41.64%、47.71%和 50.39%，EPS 分别为 0.851 元、1.257 元和 1.891 元。

图表35：销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
GIS软件						
销售收入（百万元）	123.71	141.56	186.25	288.69	456.13	749.87
增长率（YOY）	70.99%	14.43%	31.57%	55.00%	58.00%	64.40%
毛利率	57.88%	61.83%	73.26%	70.00%	65.80%	64.00%
销售成本（百万元）	52.11	54.03	49.80	86.61	156.00	269.95
增长率（YOY）	114.99%	3.70%	-7.83%	73.90%	80.12%	73.05%
毛利（百万元）	71.60	87.53	136.45	202.08	300.13	479.92
增长率（YOY）	48.82%	22.24%	55.89%	48.10%	48.52%	59.90%
占总销售额比重	96.97%	92.67%	91.96%	92.20%	93.03%	94.08%
占主营业务利润比重	98.91%	97.32%	98.63%	98.63%	98.76%	98.95%
GIS配套用品						
销售收入（百万元）	3.86	11.20	16.28	24.42	34.19	47.18
增长率（YOY）	-20.25%	190.16%	45.36%	50.00%	40.00%	38.00%
毛利率	20.49%	21.50%	11.60%	11.50%	11.00%	10.80%
销售成本（百万元）	3.07	8.79	14.39	21.61	30.43	42.08
增长率（YOY）	-17.97%	186.47%	63.69%	50.17%	40.79%	38.31%
毛利（百万元）	0.79	2.41	1.89	2.81	3.76	5.10
增长率（YOY）	-28.01%	204.46%	-21.57%	48.71%	33.91%	35.49%
占总销售额比重	3.03%	7.33%	8.04%	7.80%	6.97%	5.92%
占主营业务利润比重	1.09%	2.68%	1.37%	1.37%	1.24%	1.05%
销售总收入（百万元）	127.57	152.76	202.53	313.11	490.31	797.05
销售总成本（百万元）	55.18	62.83	64.19	108.22	186.42	312.04
毛利（百万元）	72.39	89.93	138.34	204.89	303.89	485.01
平均毛利率	56.75%	58.87%	68.30%	65.44%	61.98%	60.85%

来源：国金证券研究所

估值

■ 绝对估值

- 采用 APV 估值法，每股价值 40.78 元，对应 47X11 年市盈率，31X12 年市盈率。

图表36：绝对估值 APV 法

I、APV												
每股价值	40.78							TV增长率	4.5%			
								Ka	9.59%			
企业值	3,093.24							债务	14.44			
								投资	13.30			
股票价值	3,058.50							少数股东权益	20.30			
会计年度截止日：12/31												
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	109.53	95.25	159.51	274.49	223.06	305.04	269.52	216.66	202.39	217.91	4,477.00	6,550.35
ITS	0.06	0.06	0.06	0.07	0.09	0.11	0.15	0.18	0.23	0.28	5.76	7.06
PV(FCF)	99.95	79.32	121.20	190.32	141.14	176.12	142.00	104.17	113.63	116.96	1,792.34	3,077.14
PV(ITS)	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.00	0.00	2.31	2.80

来源：国金证券研究所

■ 相对估值

- 参考可比软件公司的平均市盈率，我们给出超图软件 47X11 年市盈率，31X12 年市盈率，对应股价 40 元。

图表37：相对估值

证券名称	收盘价	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
浙大网新	8.19	0.13	0.18	0.31	64.24	46.01	26.63
顺网科技	65.14	0.77	1.34	2.07	84.85	48.45	31.48
恒泰艾普	57.20	0.83	1.29	1.95	68.57	44.18	29.40
海隆软件	34.06	0.52	0.76	0.99	66.01	44.92	34.30
川大智胜	37.43	0.59	0.83	1.13	63.92	45.21	33.08
科大讯飞	44.45	0.65	0.98	1.50	67.97	45.43	29.70
新大陆	16.28	0.23	0.32	0.45	70.78	51.68	36.58
乐视网	60.60	0.74	1.15	1.69	81.45	52.88	35.80
平均						47	32

来源：国金证券研究所

风险

- 上下半年业绩不均衡风险。下半年实现的收入占全年收入的比例很高，因上半年实现的收入较少，不能覆盖月度间均衡发生的各项费用支出。
- 经营性现金流量季节性波动风险。用户主要在第四季度向公司支付采购款项，每年的第一季度到第三季度，公司营业收入的较大部分形成应收账款，前三季度经营性现金流量常为负数。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	128	153	203	313	490	797
增长率		19.7%	32.6%	54.6%	56.6%	62.6%
主营业务成本	-55	-63	-64	-108	-186	-312
% 销售收入	43.2%	41.1%	31.7%	34.6%	38.0%	39.1%
毛利	72	90	138	205	304	485
% 销售收入	56.8%	58.9%	68.3%	65.4%	62.0%	60.9%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-7	-10	-17
% 销售收入	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
营业费用	-13	-16	-35	-42	-54	-84
% 销售收入	10.0%	10.3%	17.2%	13.4%	11.0%	10.5%
管理费用	-41	-45	-74	-100	-152	-247
% 销售收入	31.8%	29.3%	36.5%	32.0%	31.0%	31.0%
息税前利润（EBIT）	16	26	25	56	88	137
% 销售收入	12.8%	17.1%	12.5%	17.9%	17.9%	17.3%
财务费用	1	0	6	8	11	14
% 销售收入	-0.7%	-0.1%	-3.2%	-2.6%	-2.2%	-1.7%
资产减值损失	-4	-5	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	6	2	2	2
% 税前利润	6.6%	7.1%	11.4%	2.1%	1.4%	1.0%
营业利润	15	24	28	66	100	153
营业利润率	11.8%	15.6%	13.9%	21.1%	20.3%	19.1%
营业外收支	7	11	20	5	5	5
税前利润	22	34	49	71	105	158
利润率	17.4%	22.5%	24.0%	22.7%	21.4%	19.8%
所得税	-2	-3	-4	-7	-10	-16
所得税率	9.1%	8.3%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	20	32	45	64	94	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	20	32	45	64	94	142
净利率	15.8%	20.6%	22.3%	20.4%	19.2%	17.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	20	32	45	64	94	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	7	13	6	6	7
非经营收益	-3	-3	-13	-4	-6	-6
营运资金变动	-14	-15	-18	62	16	35
经营活动现金净流	10	21	27	127	111	178
资本开支	-27	-2	-29	-3	-1	-1
投资	9	0	-5	-1	0	0
其他	1	0	1	2	2	2
投资活动现金净流	-16	-1	-32	-3	1	1
股权募资	0	353	0	-10	10	0
债权募资	1	10	-14	-6	0	1
其他	1	-7	-18	0	-1	-1
筹资活动现金净流	2	355	-32	-16	9	0
现金净流量	-5	375	-38	109	121	179

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	49	396	390	499	621	799
应收款项	52	65	98	110	159	237
存货	0	0	5	0	1	1
其他流动资产	6	35	41	13	21	33
流动资产	107	496	535	623	801	1,070
% 总资产	78.6%	94.2%	83.3%	85.2%	88.2%	91.0%
长期投资	12	14	13	14	13	13
固定资产	15	14	70	71	70	69
% 总资产	11.2%	2.8%	10.9%	9.7%	7.7%	5.9%
无形资产	0	0	22	21	21	21
非流动资产	29	31	107	108	107	106
% 总资产	21.4%	5.8%	16.7%	14.8%	11.8%	9.0%
资产总计	136	527	642	731	908	1,176
短期借款	1	10	6	0	0	0
应付款项	29	37	71	99	148	234
其他流动负债	20	20	25	37	61	100
流动负债	49	66	102	136	209	334
长期贷款	0	0	8	8	8	9
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	50	66	110	144	217	344
普通股股东权益	107	482	511	566	670	812
少数股东权益	0	0	20	20	20	20
负债股东权益合计	157	548	642	731	908	1,176

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.361	0.563	0.601	0.851	1.257	1.891
每股净资产	1.916	6.427	6.820	7.551	8.935	10.826
每股经营现金净流	0.172	0.284	0.360	1.699	1.483	2.369
每股股利	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.83%	6.54%	8.81%	11.27%	14.07%	17.47%
总资产收益率	12.85%	5.75%	7.02%	8.74%	10.39%	12.06%
投入资本收益率	13.79%	4.86%	4.30%	8.49%	11.29%	14.70%
增长率						
主营业务收入增长率	65.28%	19.74%	32.59%	54.59%	56.60%	62.56%
EBIT增长率	2.96%	59.31%	-2.51%	121.13%	56.09%	56.85%
净利润增长率	1.75%	56.04%	42.92%	41.64%	47.71%	50.39%
总资产增长率	29.66%	248.62%	17.16%	13.77%	24.24%	29.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.2	116.9	128.8	110.0	100.0	90.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	15.4	1.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	32.8	58.1	109.4	80.0	60.0	50.0
固定资产周转天数	43.7	34.6	125.6	81.2	51.5	31.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.57%	-80.15%	-70.69%	-83.71%	-88.67%	-94.90%
EBIT利息保障倍数	-17.4	-122.4	-4.0	-6.8	-8.3	-10.1
资产负债率	31.74%	12.06%	17.19%	19.71%	23.94%	29.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-07	买入	12.59	N/A
2 2008-04-28	买入	11.06	N/A
3 2008-08-25	买入	10.04	N/A
4 2008-10-29	买入	7.00	N/A
5 2009-03-29	买入	9.10	N/A
6 2009-08-20	买入	12.81	N/A
7 2009-10-30	买入	11.59	N/A
8 2009-12-14	买入	13.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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信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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室