



国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 2011年下半年国金证券 计算机行业投资策略

订单为王、业绩说话，软件股基本面金秋大反转

联系人：易欢欢

[yihh@gjzq.com.cn](mailto:yihh@gjzq.com.cn)

MSN: [yisiyuan@gmail.com](mailto:yisiyuan@gmail.com)

13811597822

李伟奇 分析师 SAC执业编号：S1130511030008

- 投资策略、地图、时钟
- 行业情况：政策、基本面、季节性、供需分析
- 北斗地理信息专题
- 公共安全专题
- 智能交通专题
- 个股推荐：
  - 第一梯队迪威视讯、易华录、超图软件、广联达、立思辰、太极股份
  - 第二梯队：榕基软件、用友软件、软控股份；长期投资四维图新、启明信息、顺网
- 国金软件投资板块
- 六大行业政策对比

- 投资时钟:二季度建议谨慎,三四季度行业围绕战略新兴产业发力
- 二季度前期延续一季度行情
  - 行业估值**10**年底到达最高点,基金仓位配置较高
  - 业绩:部分新股未达市场预期带动整体估值下移
  - 利润、收入软件公司整体占比较小《**10%**,大量人力成本需要消化
  - 政策出台需要时间来兑现
- 结论1:找一季报超预期、季节性不明显的股票以及低估值的白马股
- 三季度将出现结构性行情
  - 部分高成长股票(增速) **50%**,且确定两年以上) **11**年估值不到**28**倍, **12**年不到**20**倍
  - 业绩:找**10**年业绩达到并超过预期股票
  - 行业特性: **6、7、8**月份订单密集出台,全年业绩可确定
  - 板块效应凸显
- 结论2:6月底布局,围绕需求明确、政策影响正面、一切围绕订单

## ➤ 密集草根调研的结论:50+公司

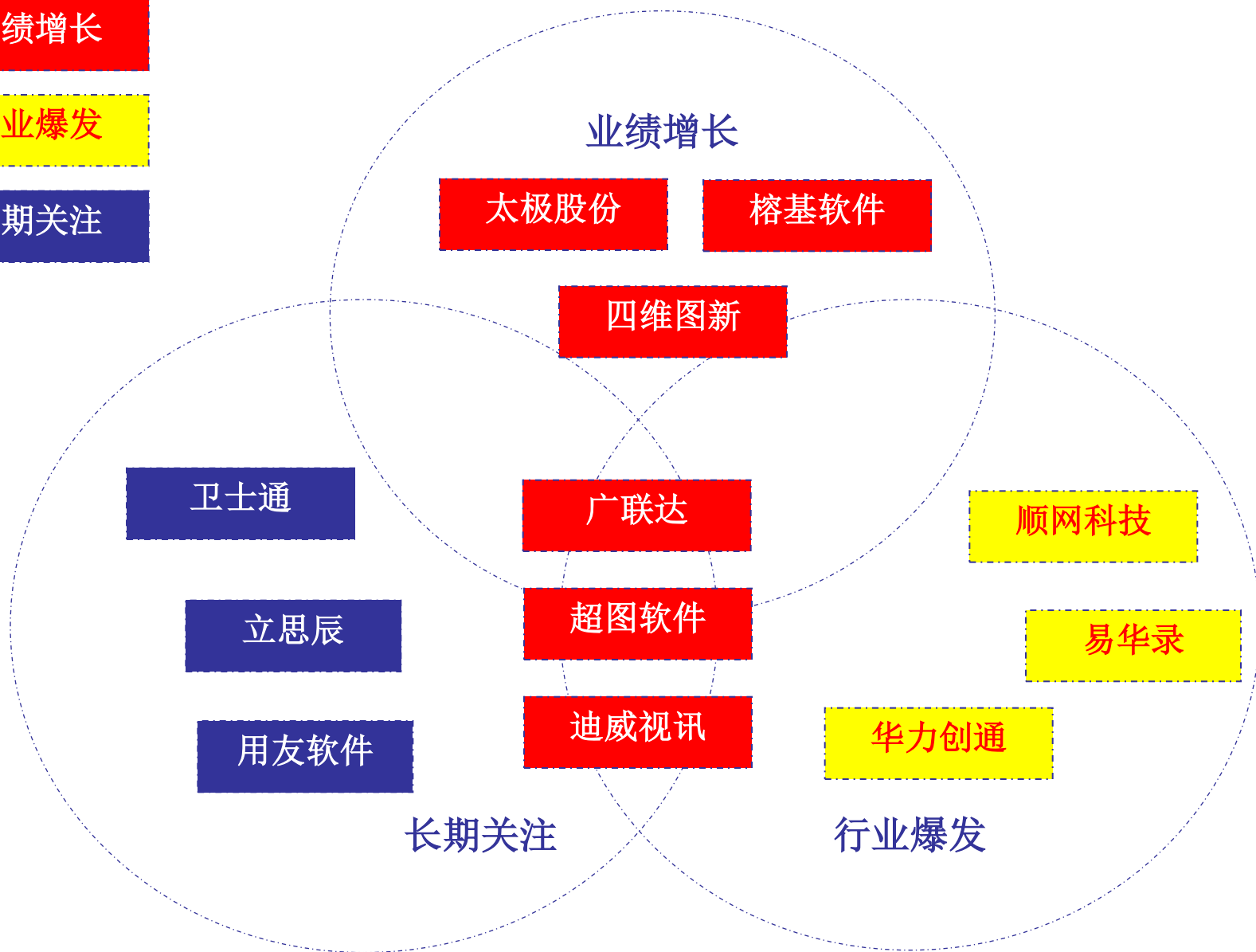
- 政策面兑现于三季度：智慧交通、北斗地理信息规划、安全规划出台，增值税地方退税主要集中在中报以及三季报。
- 行业景气度并无太大变化：与**GDP**相关性较大的通用软件稳步增长；与海外经济形势、受到人力资本上涨影响的外包形势依旧比较严峻；重点看下游行业周期性较弱，处于爆发前期的行业如建筑信息化、北斗地理信息行业、安全板块。
- 软件行业业绩整体相对较好：**10**年年报、一季报、中报，软件在**TMT**行业中业绩相对较好，**10%**超预期，**60%**符合预期，仅**30%**不达预期。行业平均增速**35%**，估值白马股**20**倍，成长股不到**30**倍，处于历史低位。
- 较多上市公司将密集推出股权激励：行业整体情况还不错；管理层对股价判断是相对较低点；证监会批复速度的大大加快；国企放开，中国电子试点。

- 下半年具有爆发性的子版块：北斗地理信息 公共安全 智能交通
  - 公共安全：注重民生、转型调整的政治形势让公共安全领域投资极具爆发性，建设再转交的模式利好资金充裕的上市公司；
  - 智能交通：严峻的交通、物流形势下带来的智能交通机会。
- 下半年选股以及投资策略：
  - 我们紧抓业绩与估值背景，优先选择资本消耗、快速流转性企业. 通过收购以及人员扩张占领市场,能够长成大公司；订单旺盛；
  - 产品型、渠道性、客户:我们更偏重具有自有产品，拥有全国渠道，快速能发挥软件产品边际成本为零特性优势扩张型企业；从客户角度，我们更加偏重于**B2C**类型公司，此类公司能接触到最终消费者，具有更强的粘度效应，同时能够有较强的议价能力，最大市场。
- 2011年下半年股票品种：迪威视讯、易华录、超图软件、广联达、太极股份、立思辰
  - 密切关注榕基软件、用友软件、软控股份；长期投资顺网科技、四维图新、启明信息

业绩增长

行业爆发

长期关注



- 下半年值得重点关注的政策：四号令、十二五规划总体落实细则
- 细分行业：智能交通、北斗地图、公共安全规划、核高基、云计算物联网

## 十二五规划蓝图：信息产业占据重要位置

### 大北斗地图

卫星及应用、加强信息服务，提升软件开发应用水平，发展信息系统集成服务，信息安全服务和数字内容服务。

### 智能交通

完善国家公路网、加快城际干线建设、科学制定城市轨道交通技术路线，提高交通运输信息化水平。

### 云计算

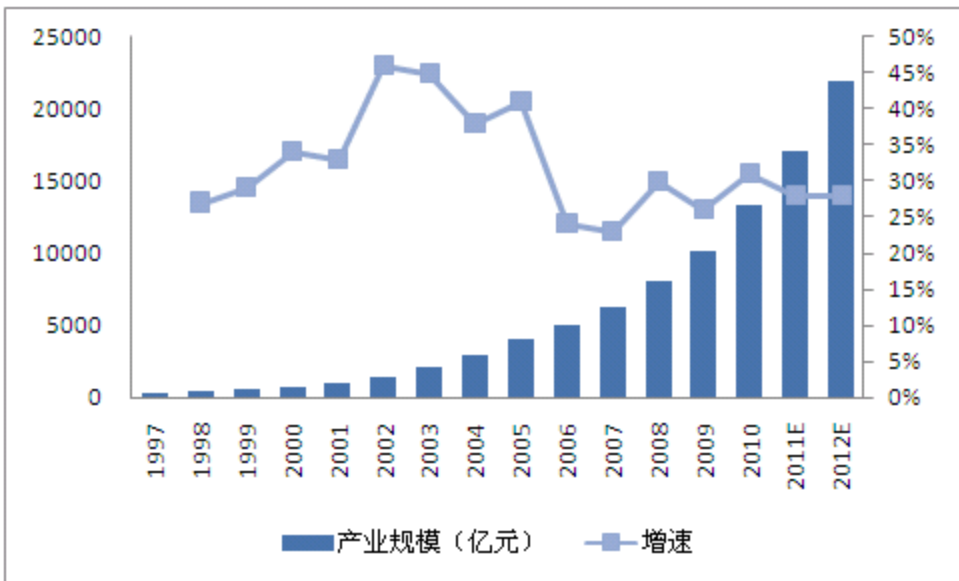
加强云计算服务平台建设，下一代信息技术重点发展云计算、三网融合、物联网等高端信息技术。

### IT服务

加强市场监督、社会保障、医疗卫生等重要信息系统建设，完善地理、人口、金融、税收、统计等基础信息资源体系。

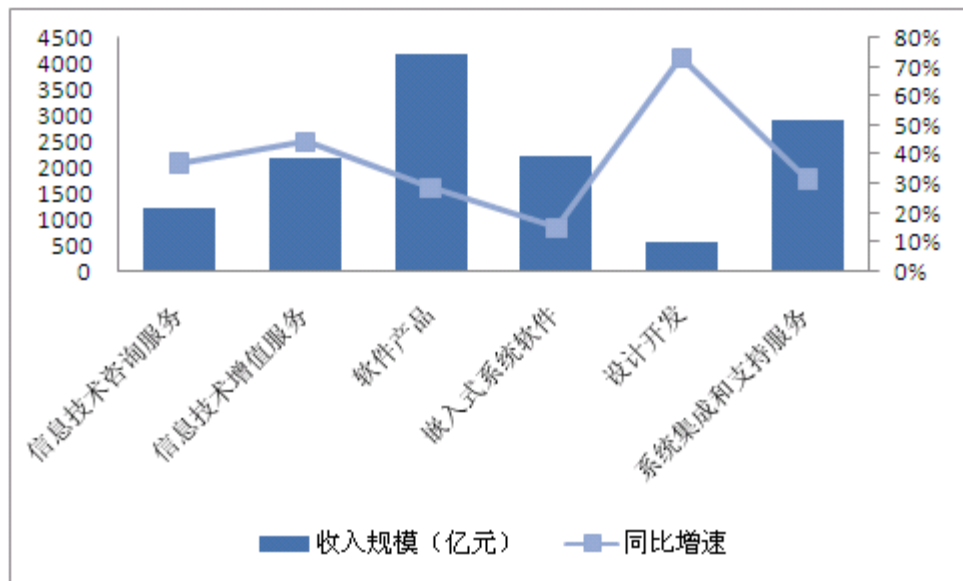
### 公共安全

实施信息安全等级保护、风险评估等制度，加强信息网络安全、管控能力建设，确保基础信息网络和重点信息系统安全。



■ **2年均30%增长长期持续:2010年**，实现软件业务收入**13364**亿元，同比增长**31%**，年均增长**38%**，占电子信息产业的比重由**2001年的6%**上升到**18%**。在全球软件与信息服务业中，所占份额由不足**5%**，上升到超过**15%**。

■ **服务化趋势更加突出**。服务收入增长带动软件业务调整，特别是与网络相关的信息服务发展迅速。**2010年**，信息技术咨询服务和信息技术增值服务收入分别为**1233**和**2178**亿元，同比增长**37.2%**和**44.6%**。软件产品收入**4208**亿元，同比增长**28.6%**；嵌入式系统软件完成收入**2242**亿元，同比增长**15.1%**。设计开发实现收入**593**亿元，同比增长**73.1%**；系统集成和支持服务实现收入**2910**亿元，同比增长**31.8%**

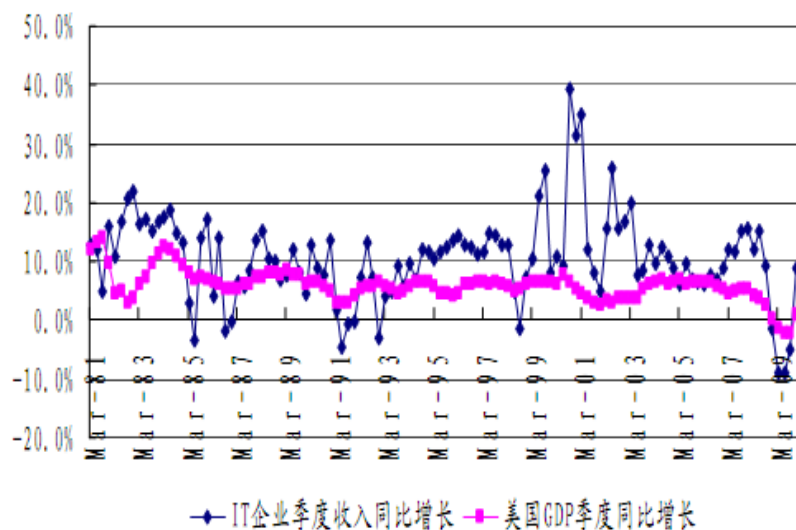




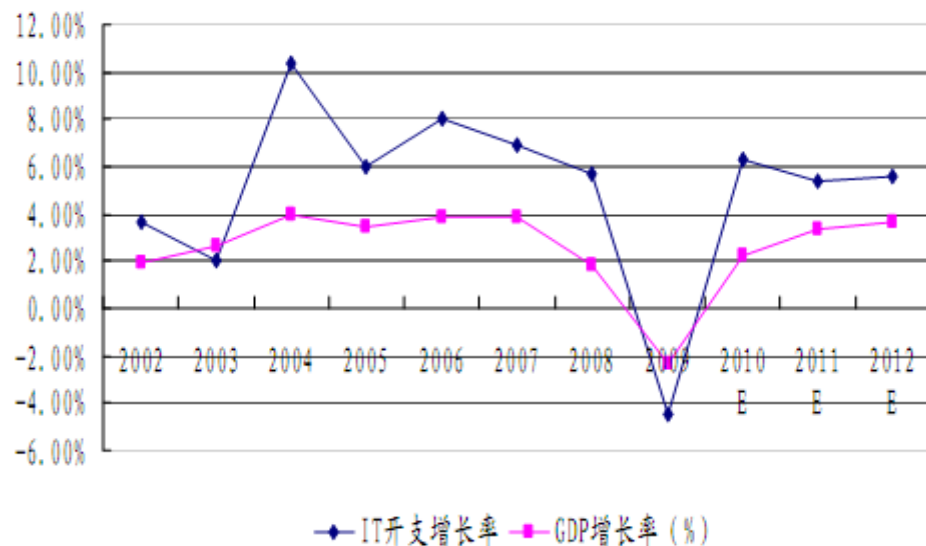
## ➤ IT支出的属性

- 属性上来看:IT支出与GDP有相关性, 但具有滞后性
- 硬件投资波动性较大, 软件投资波动性较小, 整体大于GDP波动

IT支出通常滞后GDP1至2个季度

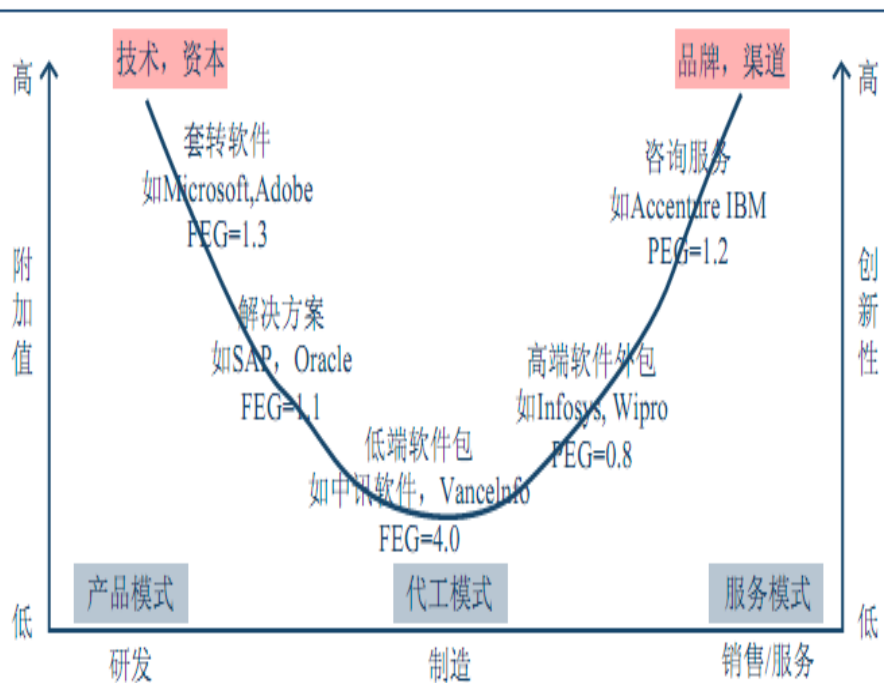


IT支出波动显著高于GDP

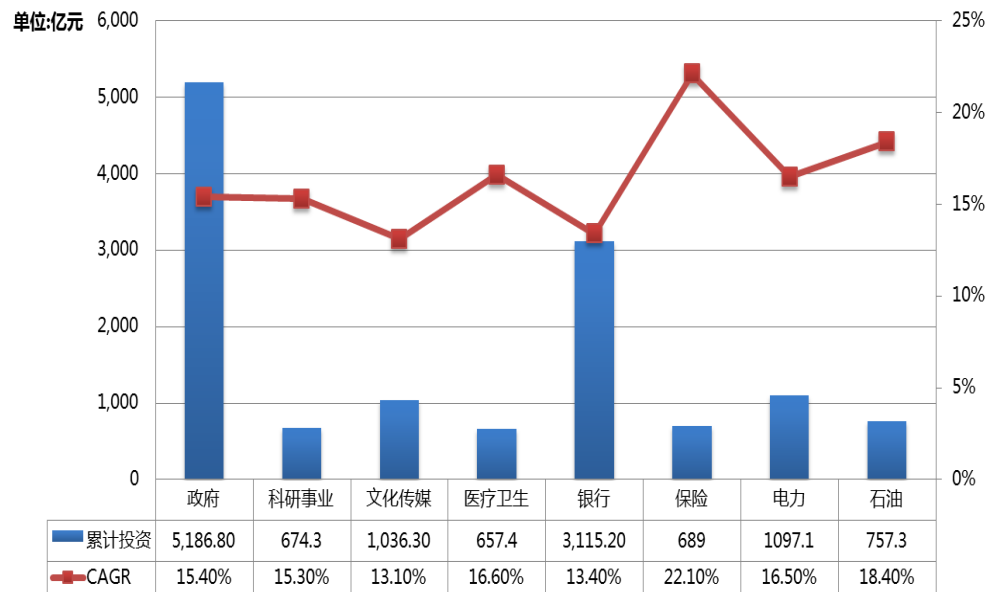


## ➤ 软件行业供给需求分析

- 供给角度：软件产业也存在微笑曲线，研发和销售两端毛利率高，制造环节毛利率较低
- 需求角度：**2008-2012年间** 投资规模最大的为政府、银行等行业，增速最快的来自能源、保险、电力、政府等行业。
- 从供给看公司利润弹性，从需求看公司收入增速。



### 2008-2012年重点行业IT投资预测



- 公共安全是实现两型社会、政治稳定的重中之中

分析逻辑



投资逻辑



核心能力

短期

全国纵横两线的平台建设

中期

深入一线的安防、物联网设施

长期

基于公共安全的服务化

政府业务

政府应急、维稳指挥系统建设

食品安全

食品溯源、食品跟踪平台

信息安全

舆情以及等级保护的严格执行

公共安全支出持续超预期增长

地方政府对于公共安全投资力度加大

BT、BOT类的项目模式形成大订单、服务化

投资目标

迪威视讯

超图软件

太极股份

榕基软件

立思辰

卫士通

- 公安部将计划在全国推开“3111”工程建设：所谓“3111”试点工程，是指在省、市、县三级开展报警与监控系统建设试点工程（3），每个省确定一个市（1），有条件的地方确定一个县（1），有条件的县确定一个社区或街区（1），为报警与监控系统建设的试点市、县、社区或街区。

## 处于改革和发展的攻坚阶段

- 经济增长需要良好环境
- 改革需要良好舆论环境

## 处于社会转型阵痛时期

- 社会矛盾、群体性事件预防

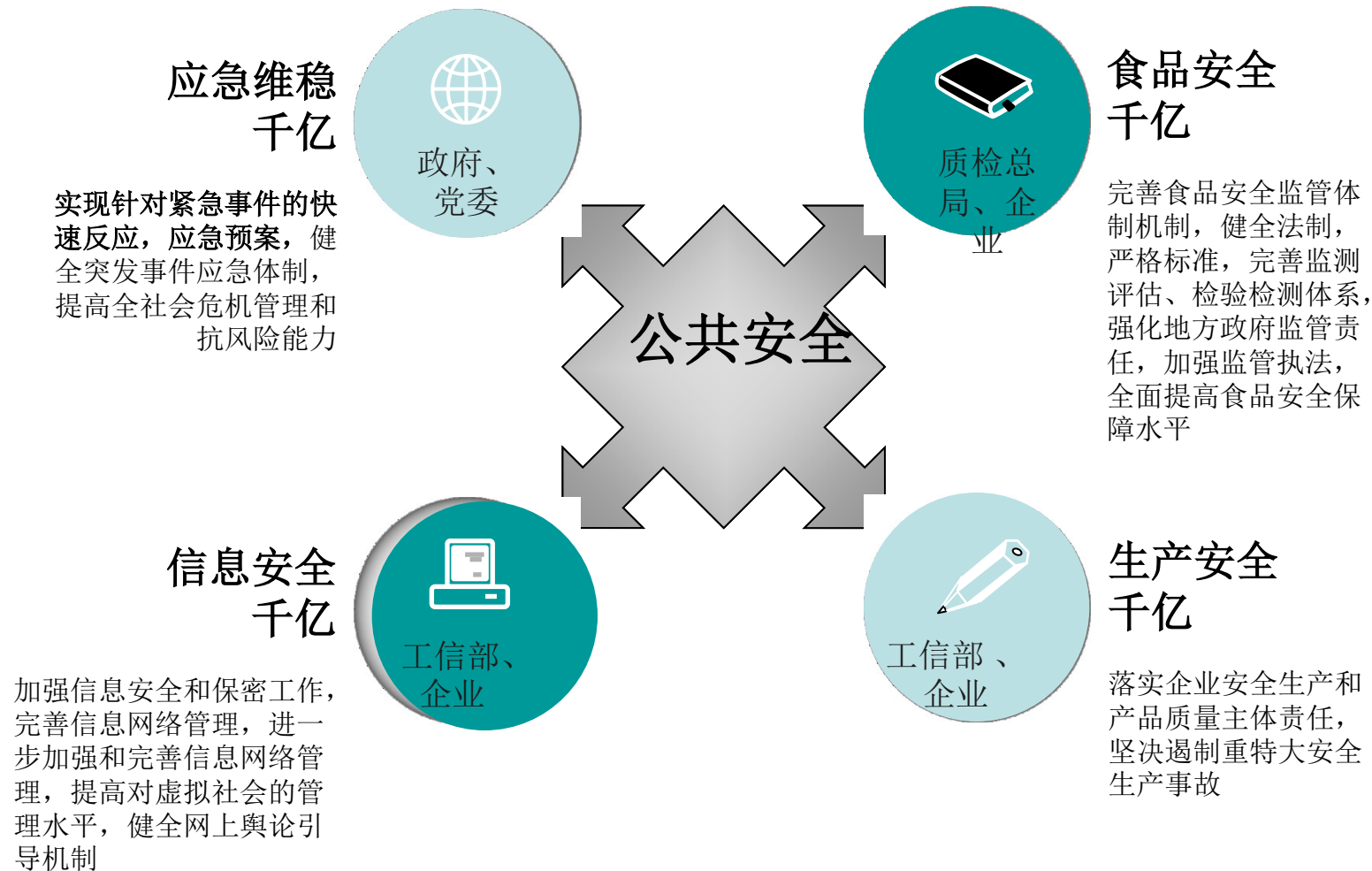
## 处于到政府换届敏感时期

- 领导一票否决制

**胡锦涛、温家宝：**在省部级主要领导干部社会管理及其创新专题研讨班、政治局会议、总理工作会议、十二五规划强调公共安全重要性以及紧迫性

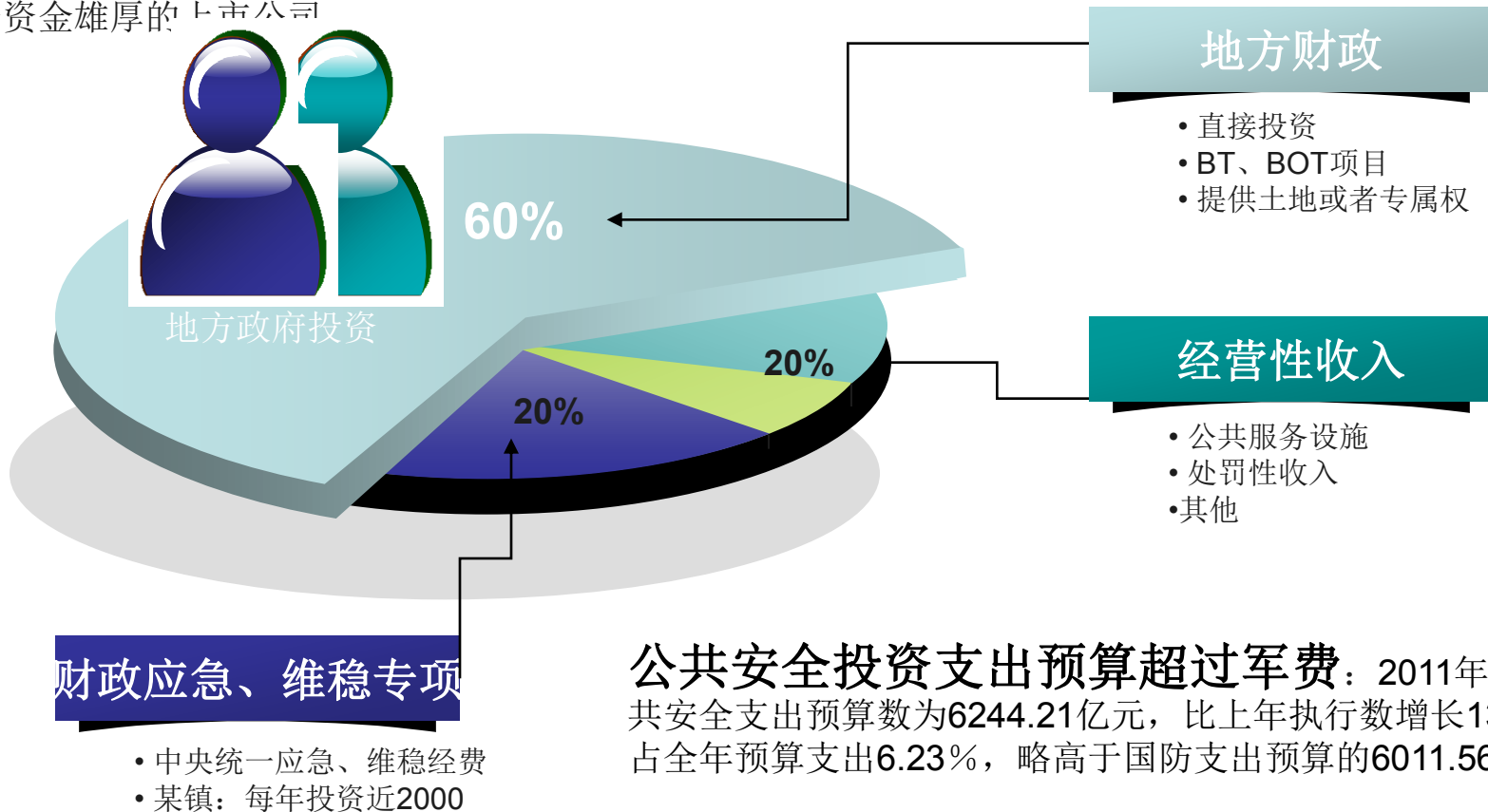
**重庆、北京、武汉、南京、广州响应：**重庆一期投资50亿，规划170亿建设平安重庆，作为平安北京前期物联网工程建设投资10亿，预计规划远大于重庆，其他城市纷纷跟上

**行业化质检、石油、奥控加强：**质检总局建设食品追溯方案、中石油全线上马应急指挥、信息安全监控方案、中国网军。



- 公共安全分为应急维稳、食品安全、信息安全、生产安全四大方向，当前应用最为迫切基数最低的为应急维稳、食品安全市场。

**公共安全投资花小钱办大事：**主体为各地方政府，涵盖在公共建设投资中，采用较多的投资以及运营方式，利于资金雄厚的上市公司



**公共安全投资支出预算超过军费：**2011年中国公共安全支出预算数为6244.21亿元，比上年执行数增长13.8%，占全年预算支出6.23%，略高于国防支出预算的6011.56亿元

- 各地公共安全主要由公共安全建设领导小组作为当地一把手工程，各地方司局参与到领导办公司，经费和主导建设由应急、维稳办，经信委负责。

**公共安全建设领导小组**

**公共安全领导小组办公室**

**应急办  
维稳办**

**经济  
信息化委**

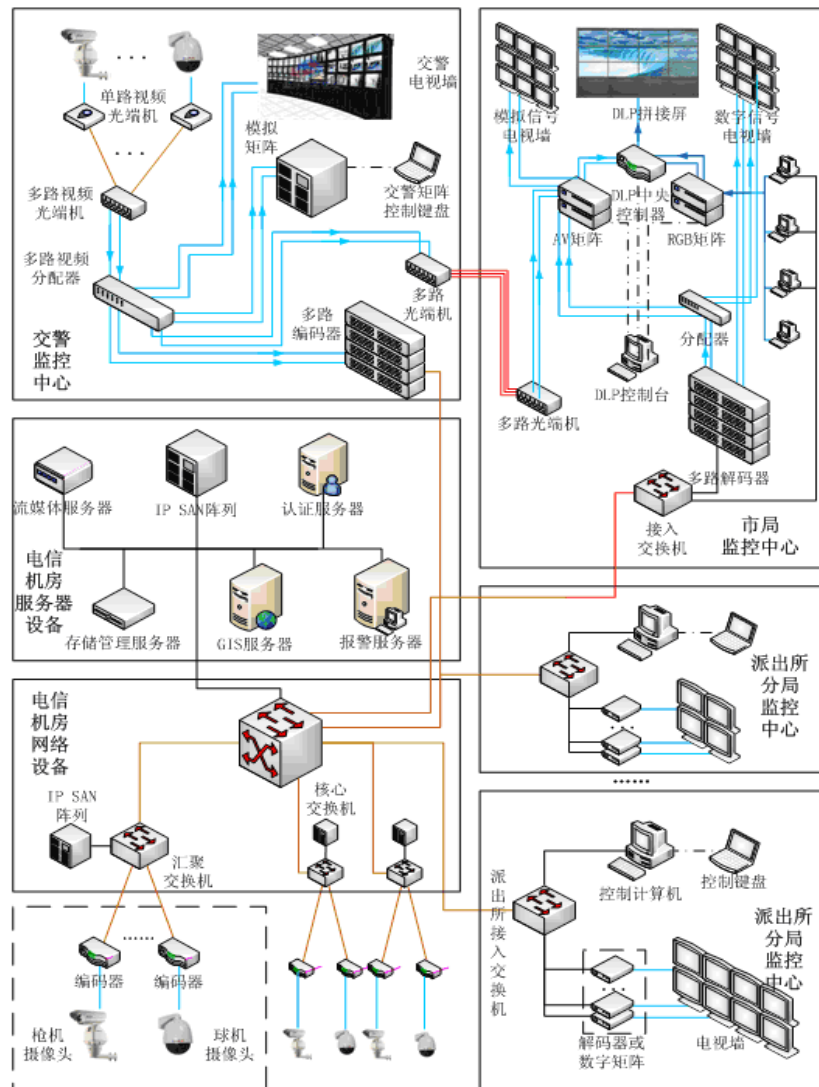
**市政**

**交通**

**安全  
监管**

...

怕大专项维稳、应急指挥部小  
公室和委办局





- 加密通信、指挥中心建设是重中之重，然后是安防摄像、物联网设备，最后建设大规模展示分中心以及互联网监控设施。
- 最获益股票：迪威视讯、超图软件、太极股份、榕基软件

安防摄像、  
物联网设备

重庆全市前期应用**50**余万个摄像头，北京市一期物联网投资达**10**亿

海康威视、中瑞思创、航天信息

加密通信、  
指挥车

预计**2010**年，加密视频通信市场以每年**40%**的增速符合增长。

迪威视讯、卫士通、立思辰

指挥控制  
中心

公安部推出指挥中心标准，太极股份、易华录参与标准制定。

易华录、太极股份

定位、地  
理信息平  
台

水利、气象、应急、维稳领域核心地理信息库，多级公共地理信息平台。

超图软件、榕基软件

展示设备、  
互联网监控

中心控制平台的大屏幕以及舆控系统

美亚柏科、威创股份



国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 大北斗地图产业万事俱备， 等待列装东风

## — 北斗系列研究报告

国金证券研究所 易欢欢

电话: (8621) 61038317

邮箱: [yihh@gjzq.com.cn](mailto:yihh@gjzq.com.cn)

MSN: [yisiyuan\\_pku@hotmail.com](mailto:yisiyuan_pku@hotmail.com)



发射组装/北斗导航硬件

基础数据/地图引擎/地图服务

应用

华力创通  
北斗星通  
国腾电子  
合众思壮  
海格通信  
中海达  
江苏三友

终端硬件  
生产商

地图、  
数据、  
软件

看点：产品成熟度、可复制性

分为：基础数据、地图引擎、地图服务

特点：现在拥有基础地图数据企业家数非常少，技术含量，长期投资门槛较高，集中度将进一步提升。

典型企业：超图软件、四维图新、数字政通

军事应用

北斗组网后应用的重点之一将是军事领域，应用在军舰、飞机及精确打击武器



专业应用

应用在航海、测绘、能源、电信等国家重要的战略性行业

个人应用

主要应用于手机、车载导航、PND等个人消费领域，需要突破GPS的垄断局面



航天一院

航天五院

中科院

其他军工集团下  
属单位

卫星研制  
发射组装

监管：国家  
测绘地理信  
息局



国内导航软件市场高速增长

## 大地理信息产业链

中国地理信息地图的产业链上游在于谁的研发进度更快，产品更先推出；中游成熟度、可复制性；下游更贴切用户需求；



### 灵活性

分为：B2B、B2C两类模式

特点：行业应用：企业领域个性化应用为主，形成一大批细分市场；个人领域：形成新的商业模式

典型企业：四维图新、数字政通、海兰信、启明信息、合众思壮

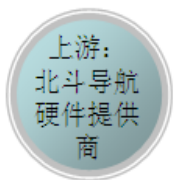


### 产品成熟度、可复制性

分为：基础数据、地图引擎、地图服务

特点：现在拥有基础地图数据企业家数非常少，技术含量，长期投资门槛较高，集中度将进一步提升。

典型企业：超图软件



### 抢占时机

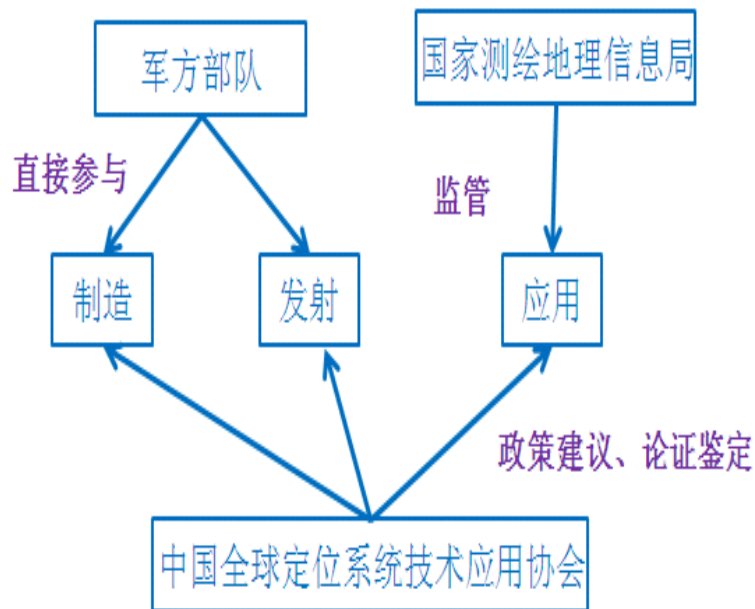
分为研发部分、生产部分、应用部分

研发部分提供系统研制模型，生产部分提供生产工具，应用部分提供芯片、模组。

考虑到安全性，未来将面临北斗和GPS共存的模式，在国防、电力、电信等关键领域的定位、授时等领域发生地带

典型企业：华力创通、北斗星通

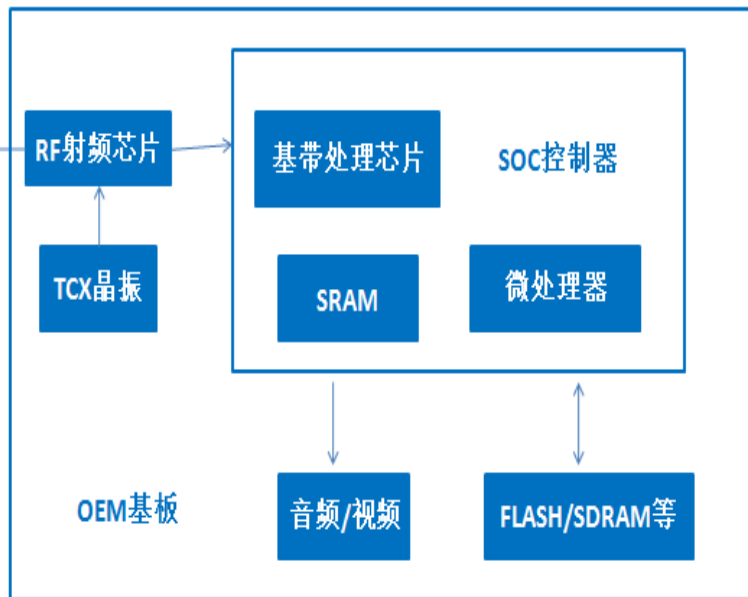
## 北斗各环节兼顾单位职责与关系



- 中国地理信息产业链孕育着广阔的投资机会。其中上游卫星导航领域随着北斗系统的日趋成熟，系统应用逐渐推广，业务逐渐成熟；下游应用提供**GIS**软件和电子地图制作，处于高速发展期；针对个体用户提供的**GIS**服务的新商业模式浮出水面，增长将在未来。
- 国家测绘地理信息局与军方部队、中国全球定位系统技术应用协会共同完成北斗制造、发射、应用环节的监管。国家测绘地理信息局主要是对下游应用环节的监管，实现产业发展的规范和有序。

## 卫星导航终端结构图

## 国内主要北斗组件厂商

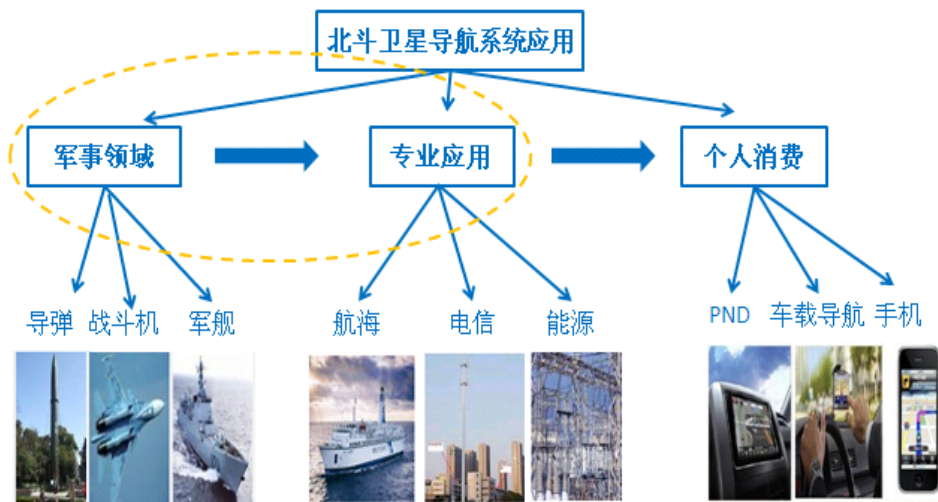


|      | 基带                              | 射频              | 天线                           | 终端           |
|------|---------------------------------|-----------------|------------------------------|--------------|
| 北斗星通 | 子公司和芯星通在2010年9月发布了支持多系统的 Soc 模块 | 积极研发中           | 没有相关产品                       | 提供军用、船载等终端   |
| 国腾电子 | 有北斗一代的基带芯片                      | 积极研发中，有多种分立元件产品 | 已有多款成熟产品                     | 军用终端的重要提供商   |
| 华力创通 | 2011 年发布研发成功的北斗二代基带芯片           | 投入不大            | 投资了华力天星，专门从事北斗中高端卫星导航定位天线的研发 | 已有多款用途的用户终端机 |

- 导航设备终端的核心组件是射频芯片、soc芯片和基板。在GPS时代，全球导航终端芯片等核心组件被欧美公司垄断，国内企业只能做一些代理和封装业务。当然也有部分公司研制出了GPS芯片，但与世界主流产品的性能相差较远，体现在集成度低和功耗高等方面。
- 随着北斗二代建设的推进，包括华力创通在内的国内北斗芯片研制厂商，积极进行北斗芯片的研发。从各个公司的研发进度来看，北斗芯片的研发已经取得了非常好的成果。随着这些具有自主知识产权的北斗芯片的面世推广，以及成功进行商业运营，我国大地理信息产业的瓶颈也在随之突破。



## 北斗导航应用

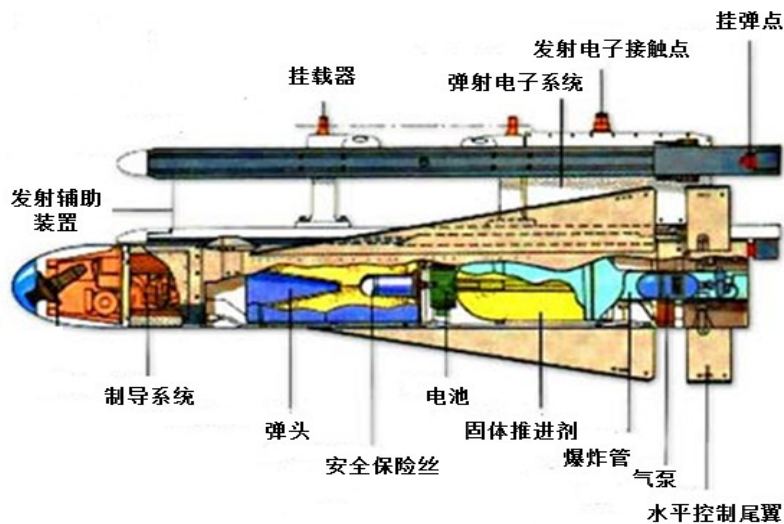


- 北斗应用可以分为军事应用，电信、能源、航海等行业的专业应用以及个人消费应用。我们认为北斗应用的重点将是军事应用和专业应用。从市场的打开顺序来看，我们认为最先发力的是军事应用，其次是专业应用，最后在个人消费领域寻求突破。

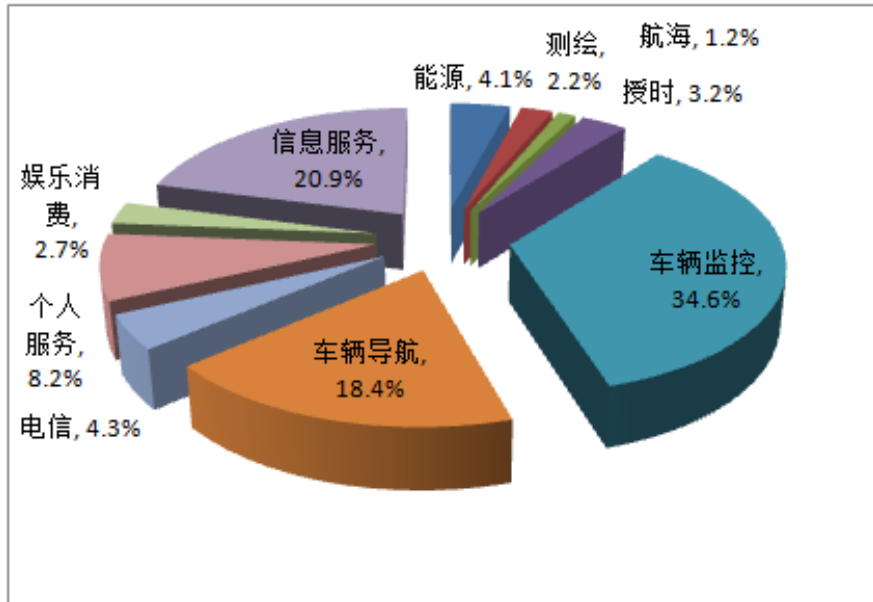
## 北斗一代与二代对比

|      | 北斗一代                                              | 北斗二代                |
|------|---------------------------------------------------|---------------------|
| 定位方式 | 有源定位                                              | 无源定位                |
| 定位原理 | 用户先发射需要定位的信号，通过卫星转发至地面控制中心，地面控制中心解算出位置后再通过卫星转发给用户 | 接收卫星的位置信息，直接解算出三维坐标 |
| 定位精度 | 几十米                                               | 10 米                |
| 覆盖范围 | 覆盖范围东经约 70° —140°，北纬 5° —55°                      | 全球                  |
| 用户数量 | 100万                                              | 无限多                 |

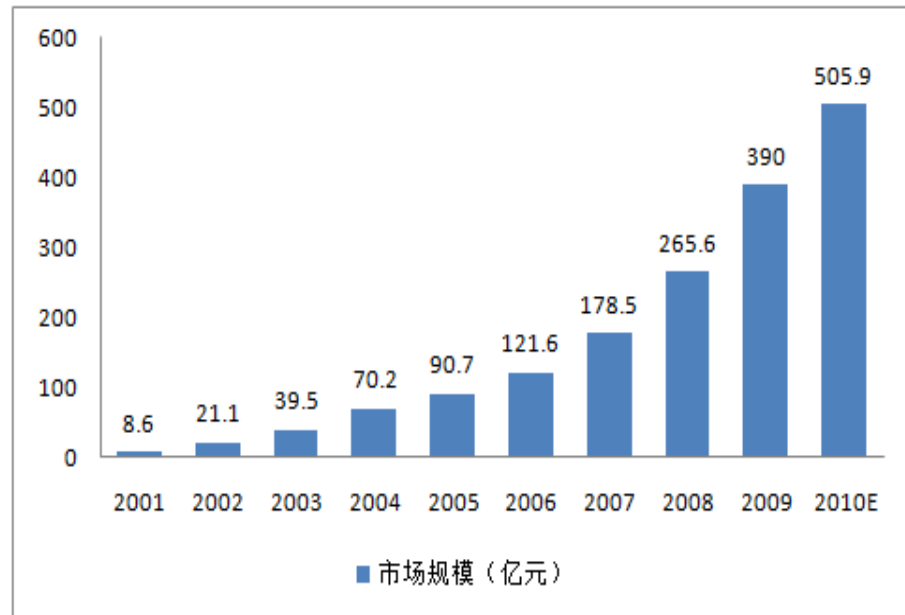
## 美国AGM-65空对地导弹结构



国内民用导航应用市场份额

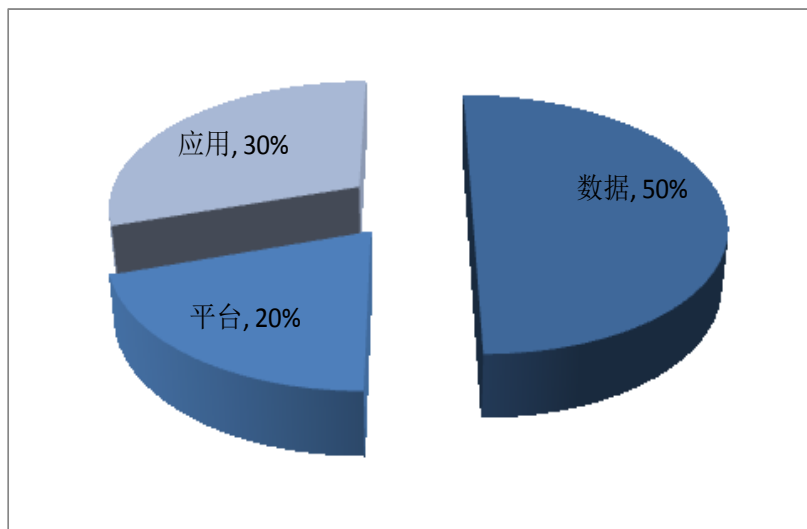


中国导航应用产业年均增长超过**50%**



- 由于导航涉及到国家安全的特殊性，美国、俄罗斯以及我国都明确提出在关系到国家战略安全的重要领域使用自己的卫星导航系统。
- 目前航海、电信、能源、测绘等国家关键行业应用占卫星导航应用市场规模的**15%**，如果仅按照今年卫星导航应用市场规模**500亿**来算的话，北斗至少会有**500\*15%即75亿**的市场。

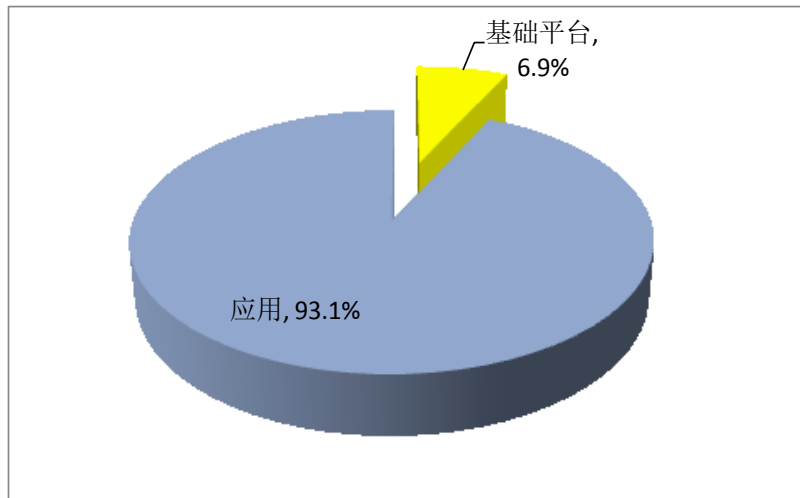
## 数据占GIS投资比例较大



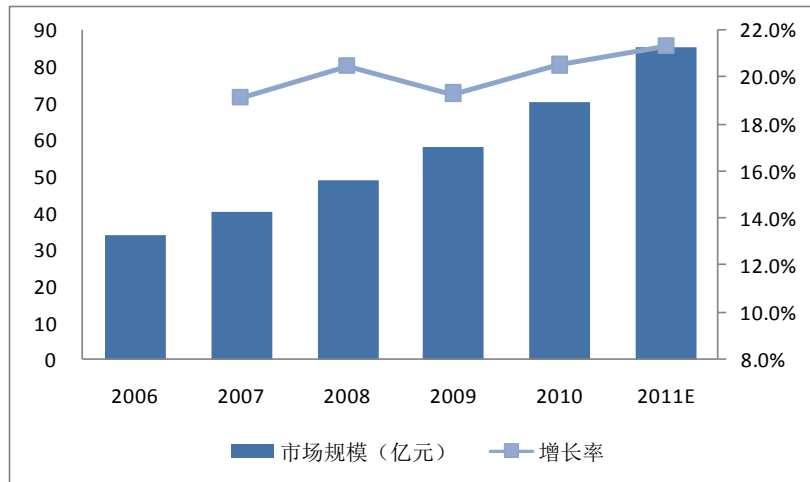
- 目前，与地理信息相关的IT投资中，数据、平台、应用所占的比例分别为**50%、20%、30%**，数据所占的比例最大。近年来，随着**Google Earth**等免费数据服务的出现，**GIS**数据价格成本进一步降低，从而推动了整个**GIS**应用的需求增长。

- 超图软件等**GIS**企业国际化经营步伐稳健。

## 应用占GIS软件市场需求绝大份额



## 国内GIS应用软件市场增速在20%左右



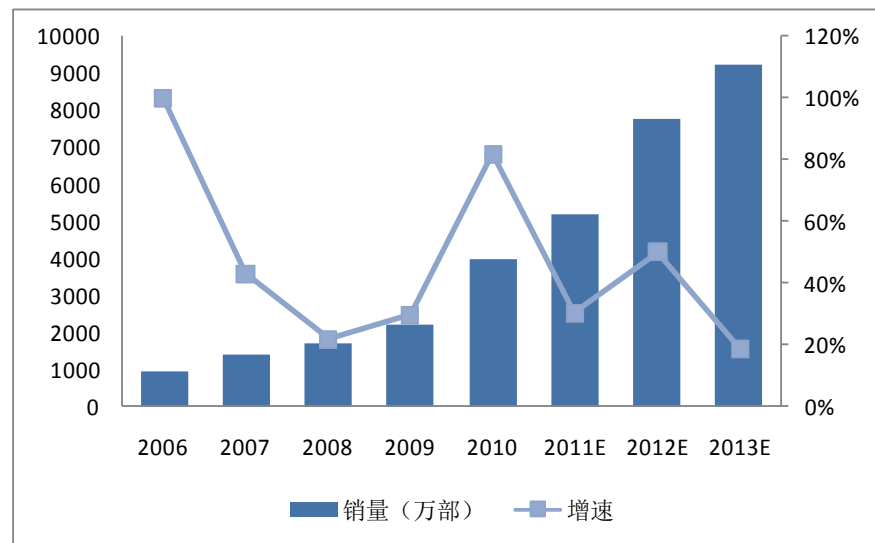


## LBS服务需求强劲

2009-2013年中国LBS市场规模

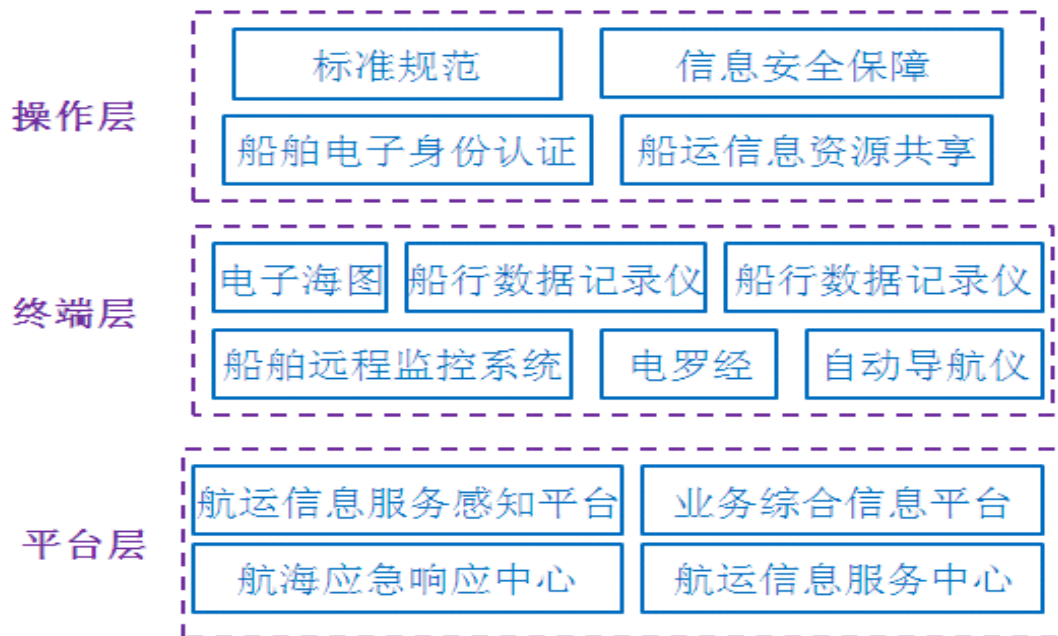


## 中国智能手机销量呈爆发式增长



- 虽然汽车电子领域短期受到汽车行业影响，但电子地图在**LBS**、移动互联网应用的爆发式需求，依然使得地理信息产业维持高的景气度。
- 未来**2-3**年将会是我国**LBS**市场的重要转折阶段，整个市场将会启动，并进入快速发展时期。运营商方面，中国移动目前有近**160**种业务调用了**LBS**（位置服务），**2010**年为用户和合作伙伴提供的**GIS**（地理信息）调用超过**7**亿次。智能手机的爆发性需求为地图服务提供了硬件基础。未来基于地图的**POI**收费标注、广告等增值服务都可能成为新的商业模式。

## 船联网架构



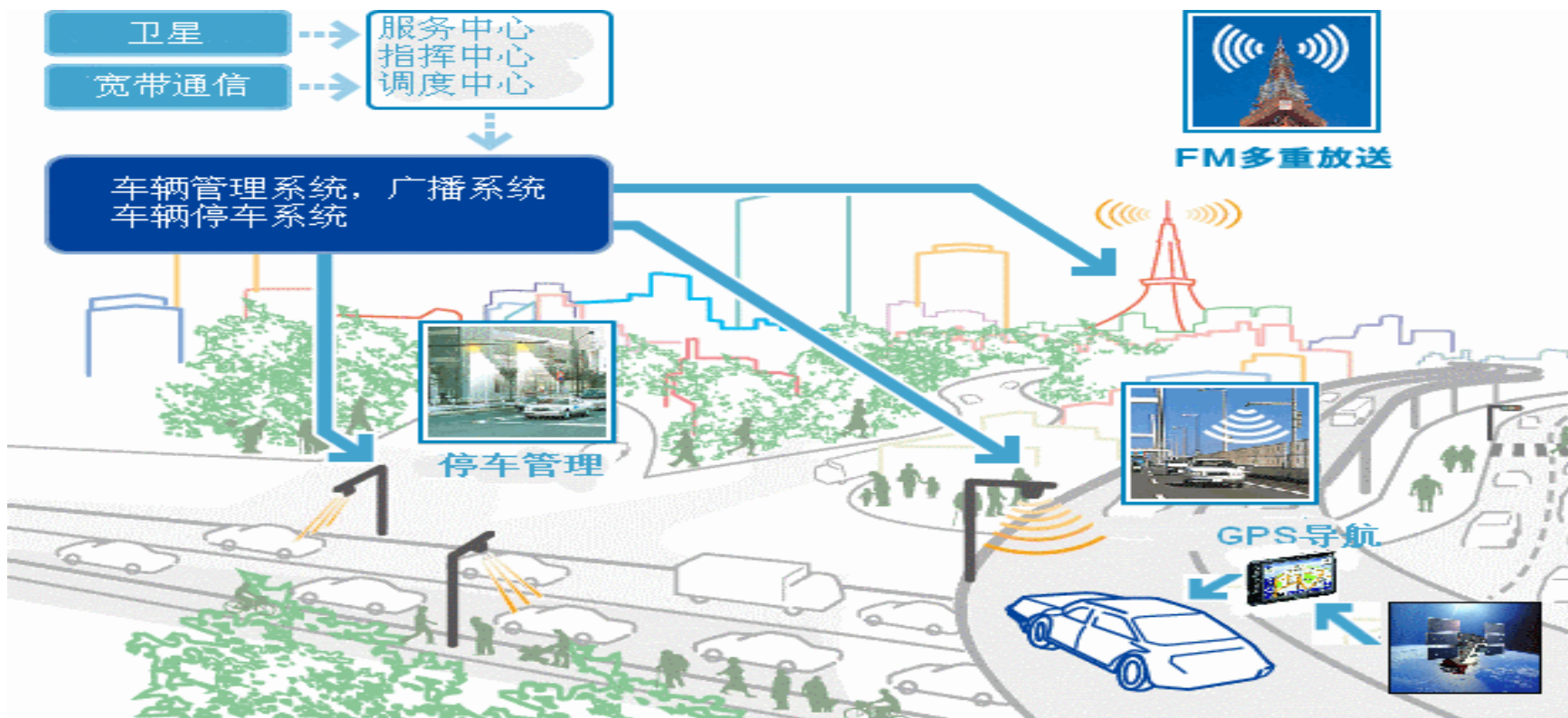
- 由于船联网涉及细分领域相对较多，且是物联网应用的相关领域。预计国家将会出台船联网规划的相关政策，其中会涉及到财政补贴、专项资助，重大管理平台建设的船联网的重要环节。

- 船联网建设包括信息标准规范、信息安全保障、船舶电子身份认证、航运信息资源共享，以及包括航运信息服务感知平台、业务综合信息平台、航运信息服务中心、航海应急响应中心等的建设。
- 由于船联网涉及细分领域相对较多，且是物联网应用的相关领域。预计国家将会出台船联网规划的相关政策，其中会涉及到财政补贴、专项资助，重大管理平台建设的船联网的重要环节。

- 智能交通支撑经济发展主动脉

- **两大困境：**交通状况的不断恶化将大大延误城市化进程从而影响整个经济发展、社会转型的大目标；物联网自去年以来市场、行业争相辉映，但由于行业标准尚未确定，需求较大但没有形成较为规模的利基市场。
- **智能交通应运而生，未来将成为中国物联网领域的示范：**车联网解决定位、通信、拥堵等交通问题，覆盖最富有的汽车用户，下游需求最为明确；车联网以应用为主，技术相应较为成熟，未来预计市场规模将达到近千亿。
- **智能交通是战略性新兴产业中物联网以及智能化汽车两大领域的重要交集，获得政府的重要支持。**政府将通过政策引导、财政补贴、初始投资的方式进行发展车联网，前期投资近百亿。
- **美日智能交通已经发展成为较为成熟的应用，中国智能交通刚刚起步：**美国提倡的智慧地球，已经发展成为 **2000**亿美元的市场，日本的**VICS**系统已经形成广告、增值等商业模式；中国智能交通市场在各个环节尚待完善，但未来将长期保持较高增速。
- **智能交通随着进一步的发展将面临全产业链的投资机会：**通过国内外发展趋势我们认为车联网将分为汽车导航、物联网设备、汽车电子、交通信息化、车联网应用几大子板块，车联网是系统性解决方案，将带来整个行业的繁荣。

- **行业策略：**在投资策略上应紧扣汽车导航、物联网设备、汽车电子、交通信息化、车联网的综合应用五大主题，继续给予整个汽车物联网板块行业增持评级；在具体策略上，我们按照收益的时间先后来判断投资时点，我们认为汽车导航、物联网设备将最先受益，汽车电子受益于消费升级和高端需求的增加，交通信息化是车联网的后台；最终将以车联网综合应用的方式呈现给最终用户。
- **推荐组合：**我们继续推荐每个细分子行业类的龙头品种，给予汽车导航领域的龙头易华录、四维图新、基于物联网应用具有安全边际的航天信息、汽车电子领域**2011**年将具有超预期的启明信息、地面和空中交通信息化中具有新亮点的川大智胜、车联网综合应用的最为重要的语音合成和识别公司科大讯飞。
- **行业重要驱动力：**国家、地方配套政策出台，行业标准规范出台、汽车销量、消费升级对交通信息的需求、多种应用模式的商用
- **风险提示**
  - 相关软件股票经历近期的增长后估值偏高，防止由于创业板解禁带来的政策性风险；
  - 政策风险：政策出台时间、推动力度、投资额低于预期。



物流、家用车、导航、车辆管理、路况信息、智能道路、智能收费、城市管理的智能交通应用

智能交通领域车联网项目将列为我国重大专项第三专项的重要项目。目前相关内容已上报国务院，一期拨款有望达百亿级别，预期**2020**年实现可控车辆规模达**2**亿。



城市交通指挥系统  
通用汽车安吉星  
轮胎RFID周期管理  
高速公路不停车系统

高速公路收费系统  
车载导航  
汽车电子



智能交通与多样的新兴技术相结合：关键技术主要实现车与路、车与车、人与车之间的信息交换与互动，而能在此中扮演主要角色的无疑是无技术：  
**3G、WIFI、GPS、北斗导航**；以及非无线的传感技术、自动控制技术、智能识别技术、云计算、**ITS**技术等



自90年代至今，ITS经历了三个发展阶段，从出行信息管理时代、交通管理时代，再到如今的车联网时代，车联网为ITS提供了无尽的想象空间和应用基础。



中国ITS市场正处于交通管理的阶段，正向智能交通市场发展，仅能实现单向实时的交通控制，举例智能交通在各个环节仍需完善，但未来将长期保持较高增速。

## 汽车导航：四维图新



## 车联网综合应用：科大讯飞

## 交通信息化：易华录、银江股份



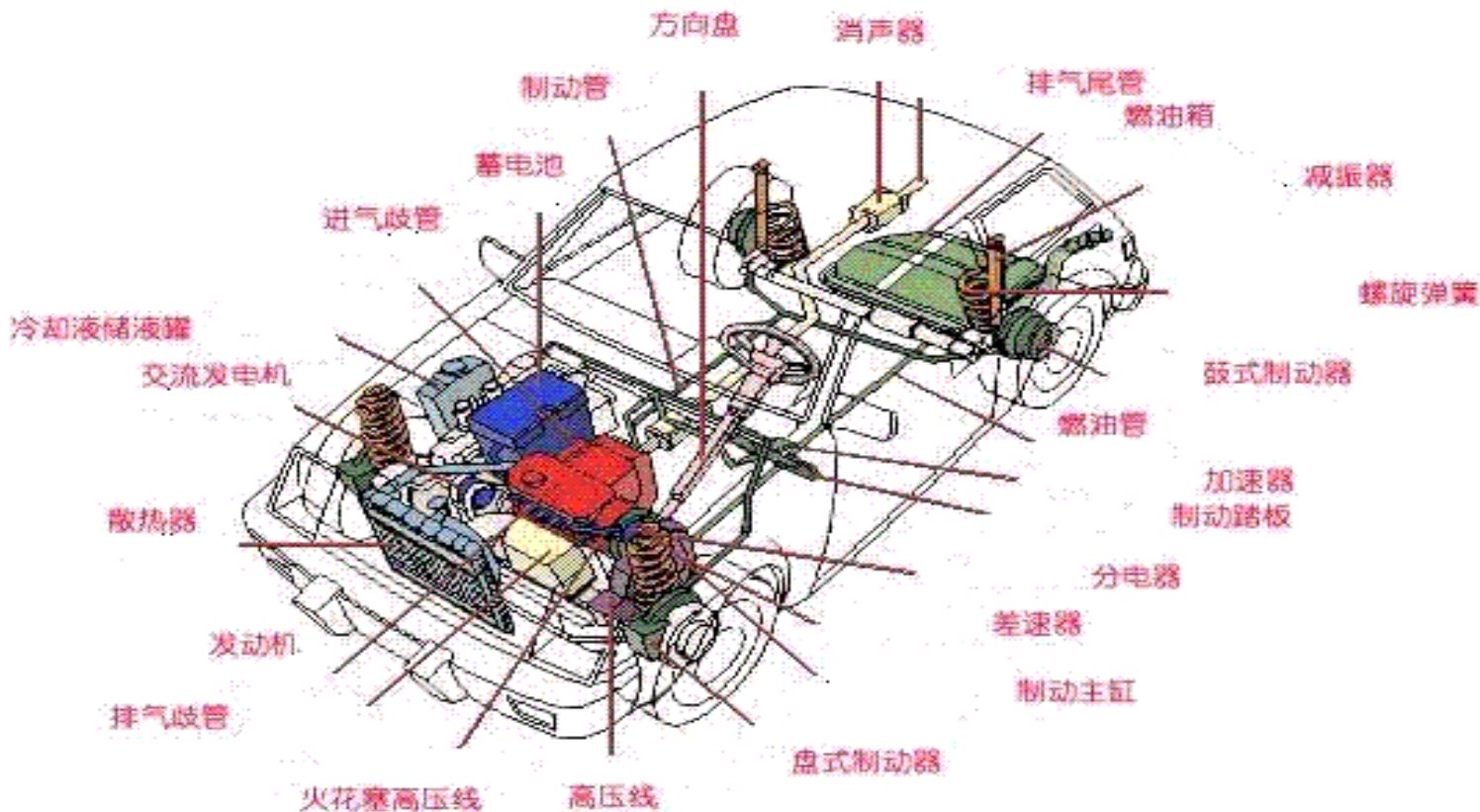
## 物联网设备：航天信息



## 汽车电子：启明信息



我们当前最为看好交通信息化的投资机会，汽车电子，导航存在长期机会



**2008年**中国汽车电子市场规模达到**1370亿元**左右，同比增长近**13%**。**2009年**汽车电子行业在汽车整车销售提升的带动下，实现了较大幅度的增长。到**2012年**，中国汽车电子市场规模有望突破**3000亿元**。

从应用结构看，动力控制系统占**29.5%**，底盘控制与安全系统占**27.9%**，车身电子占**22.8%**，车载电子占**19.8%**，较高档的车车载电子占比可以达到成本的**50%**以上。

汽车  
导航

**2009**年前装导航设备的乘用车销量已达到**36.9**万辆，前装导航设备装配率达到**4.4%**。车载前装和改装市场规模达**110**亿元。每年提升一个百分点。

汽车  
电子

预计**2010**年，中国汽车电子产品市场规模将达到近**2000**亿元。到**2012**年，中国汽车电子市场规模有望突破**3000**亿元。现今系统性厂家较少。

物联网  
设备

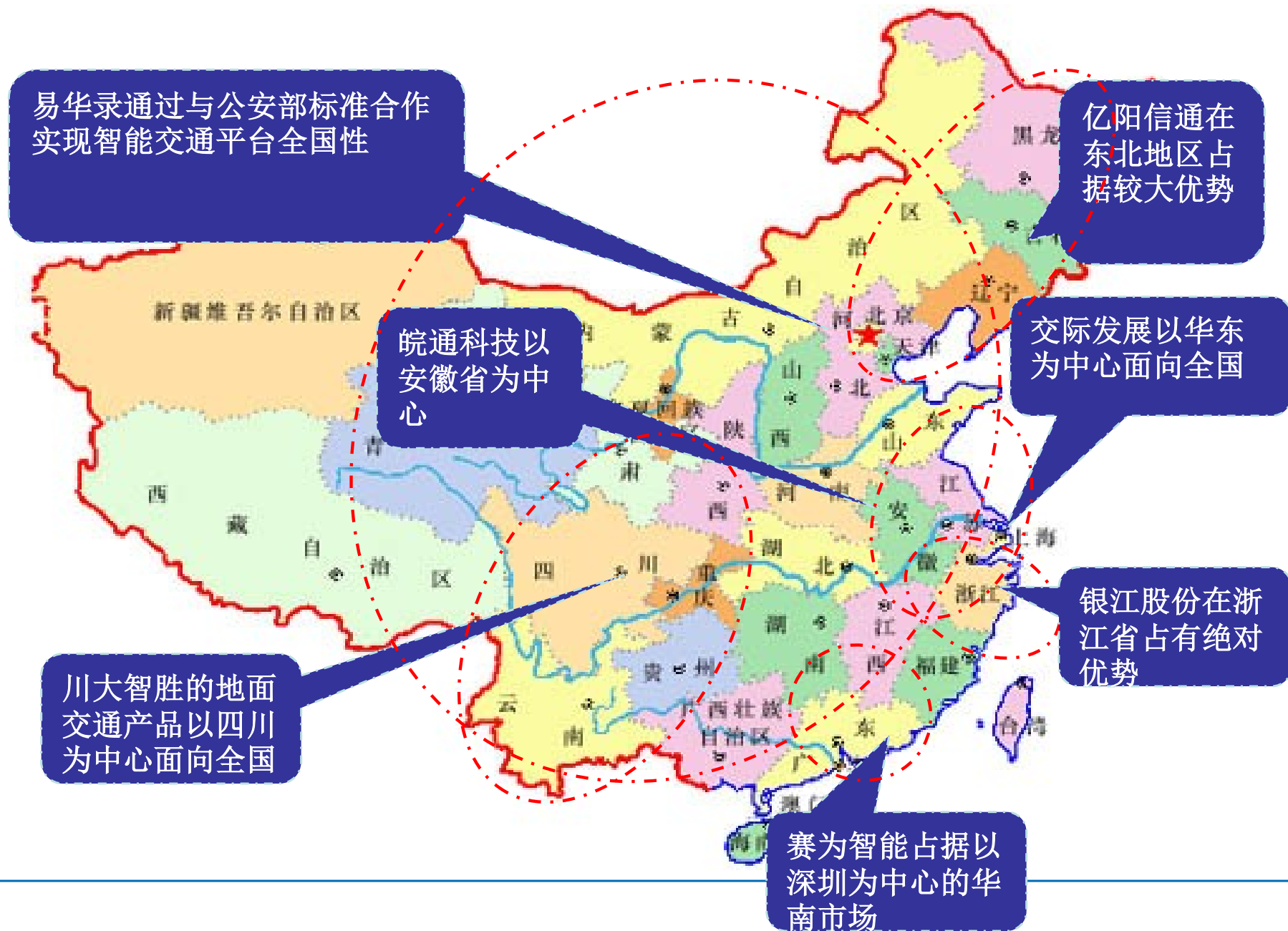
国内物联网设备及其元器件市场规模保持快速增长，**RFID**市场年均增长率**20%**以上，**2011**年将达到**120**亿元的市场规模。

交通  
信息化

未来**5**年国家仅在城市轨道交通上的投资就已经达到**6755**亿元，从而带动整个交通信息化的市场需求。其中城市智能交通**750**亿，高速公路信息化千亿市场。

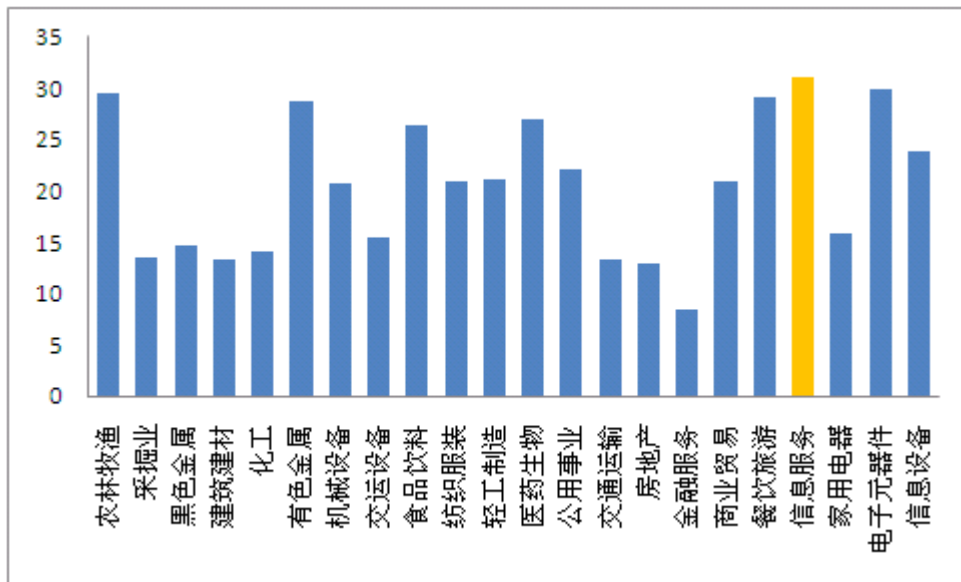
车联网  
综合应用

目前车联网的综合应用已经开始逐步启动，较为成熟的产品则是科大讯飞的智能语音导航产品，未来需求强劲。



- 行业估值比较



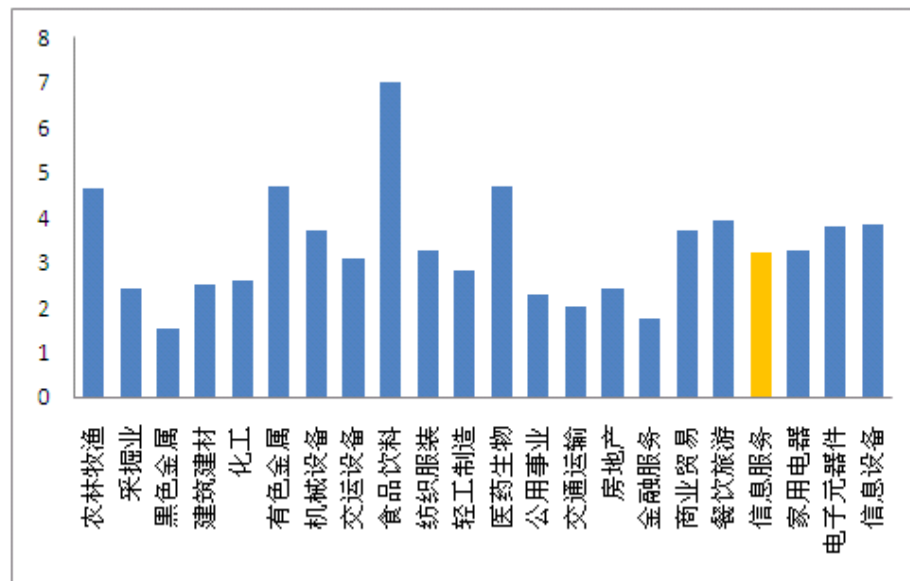


信息服务业平均PB为3.21

软件板块**PB**处于历史低点，软件行业上市公司绝大多数为**08**年以来新上市公司，超募资金较多。其中北斗地理信息板块超募达到**50**亿，公共安全超募意达到**30**亿，未来存在并购整合、做大项目的的能力。

信息服务业平均估值28倍

除去部分无业绩股票约为**25**倍，其中市值较大股票估值**22**倍，成长股**28**倍；接近**08**年历史低点。最低航天信息**20**倍，最高顺网科技**XX**倍。整体**PEG<1**，部分成长股**PEG<0.6**,处于较为适合区间。



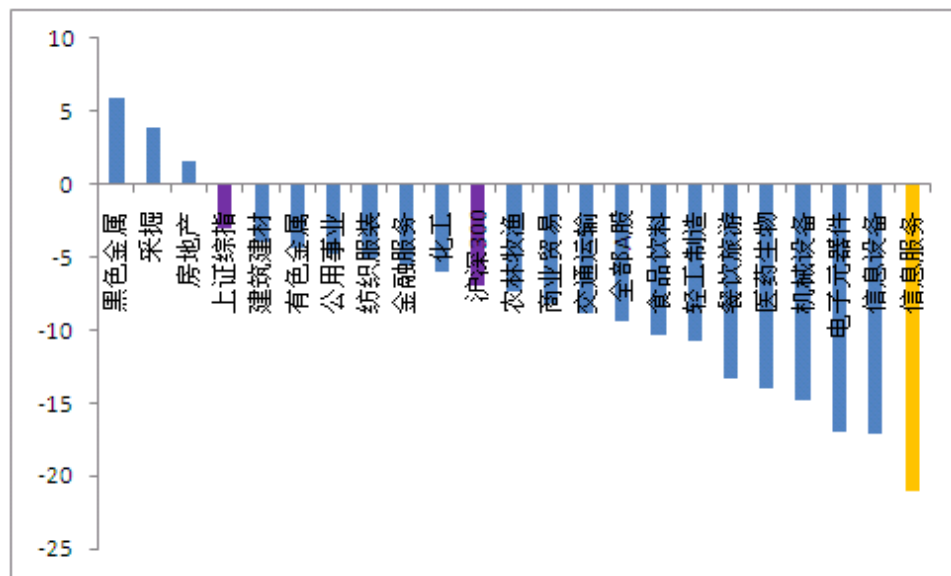




- 行业估值**10**年底到达最高点，基金仓位配置较高
- 业绩：部分新股未达市场预期带动整体估值下移
- 利润、收入软件公司整体占比较小《**10%**，大量人力成本需要消化

历史看IT行业跑赢大盘，业绩反转估值转换：

- 部分高成长股票（增速《**50%**，且确定两年以上）**11**年估值不到**28**倍，**12**年不到**20**倍
- 业绩：找**10**年业绩达到并超过预期股票
- 行业特性：**6、7、8**月份订单密集出台，全年业绩可确定
- 板块效应凸显



- 个股投资建议：迪威视讯、易华录、超图软件、广联达、太极股份



国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 迪威视讯-资金充裕后的迪威发力平安城市 应急指挥

分析逻辑

投资逻辑

核心能力

短期

政府、公安专网视频行业龙头，市场  
壁垒高

中期

切合国家战略需求，服务政府、公安

长期

扩展专网视频应用领域大市场

政府业务

政府应急指挥系统建设加速政府频通  
讯行业发展

公安业务

平安城市成为**SIAP**增长强劲引擎

BT业务

**BT**项目兴起成为公司潜在利润增长点

“**3D营销**”模式把握、挖掘和引导客户需求

成熟的技术体系，快速的研发能力

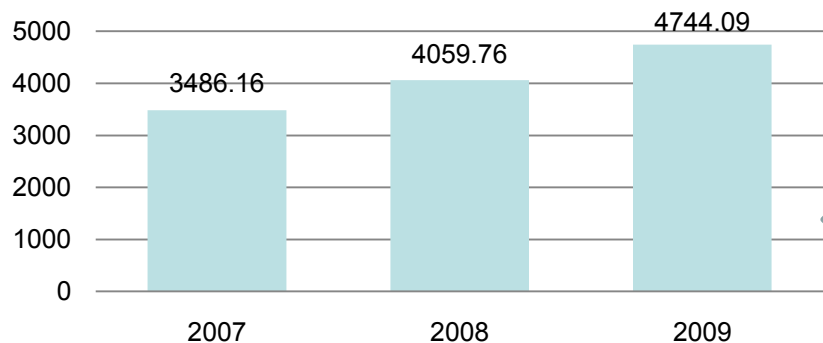
先发的资本优势

目标价

**37元**

迪威视讯

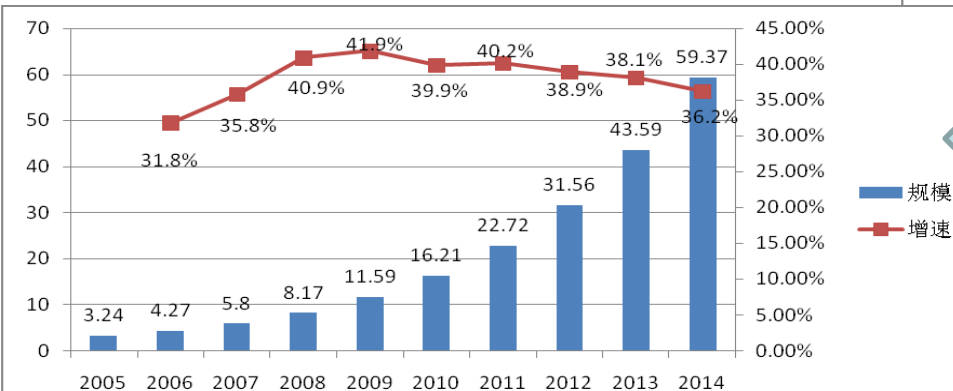
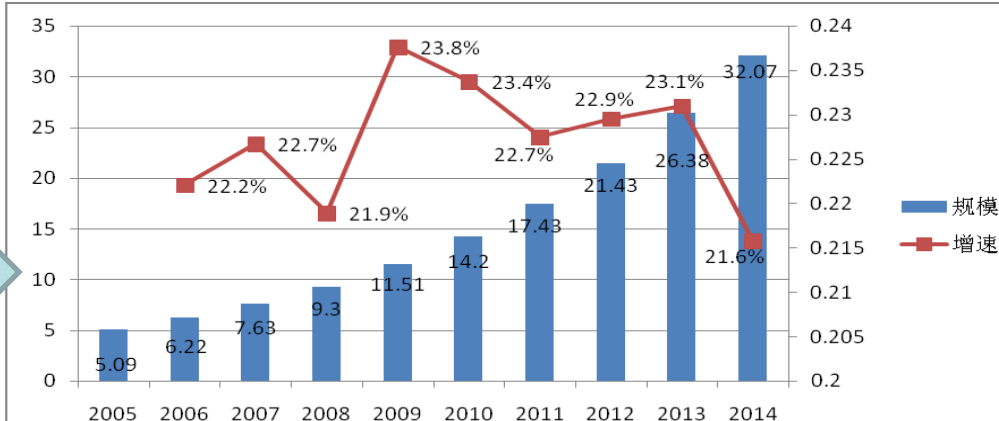
投资目标



■ 公共安全支出 (亿元)

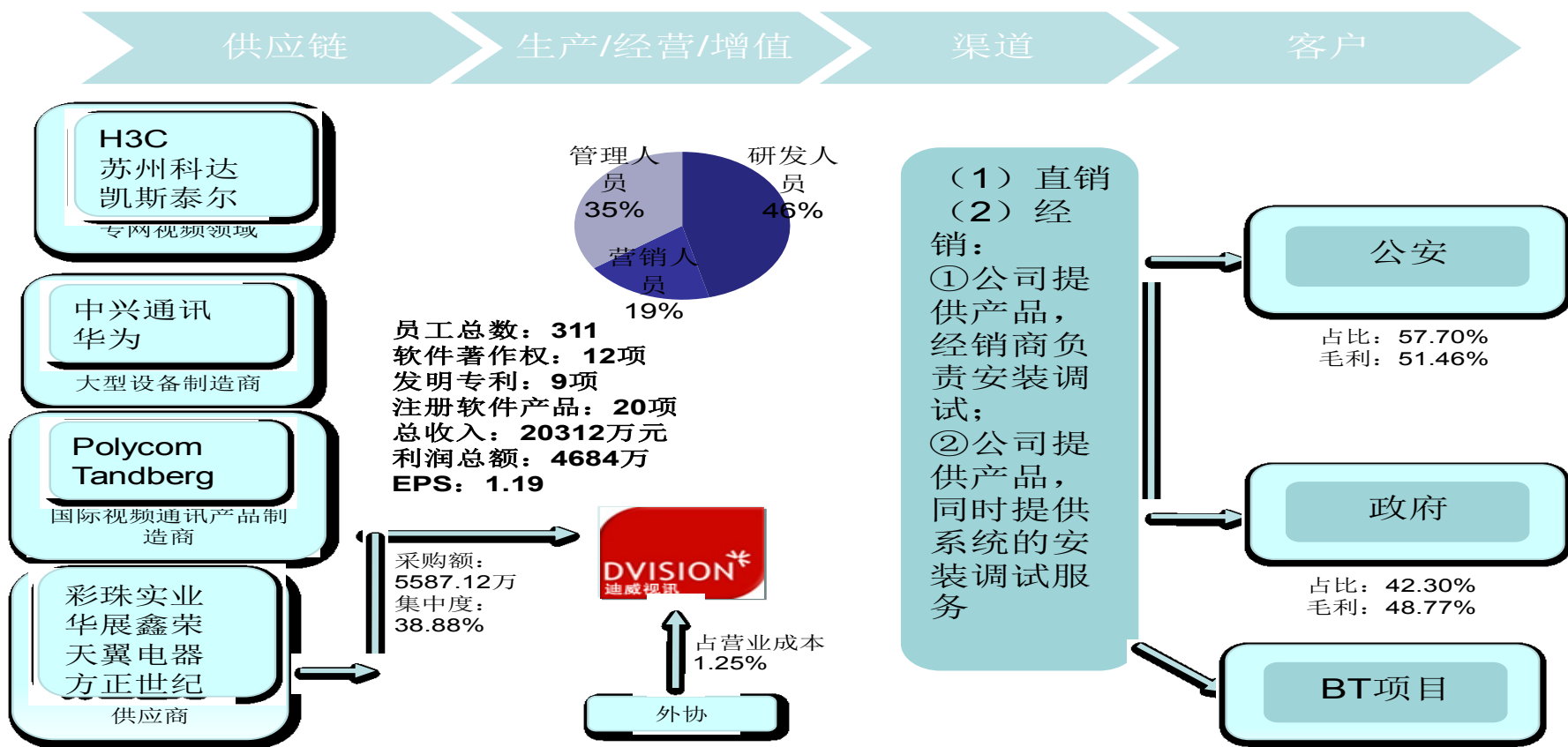
**2009年政府专网视频通讯市场已达11.51亿，未来5年内，政府行业的专网视频通讯市场保守估计将以约23%的增长率持续增长。到2014年，政府行业专网视频通讯市场的总容量预计可突破32亿元。**

专网视频通讯的发展与国家重视公共安全的战略高度契合。公共安全投入长期将超军费发展，应急指挥系统得到政策大力支持。政府行业的专网视频通讯市场保守估计将以约**23%**的增长率持续增长，到**2014年**，市场总容量预计可突破**32亿元**。



各级政府对于近年来频发的公共安全事件以及群体性事件的重视以及加快及时处理能力是推动公安专网视频通讯快速发展的主要原因。另外公安行业对视频通讯综合应用系统的应用覆盖范围的扩大和应用需求的增加，也给公安专网视频通讯市场的快速发展注入了持续的发展动力。

**VAS：**行业增长率超过**20%**，市场占有率**10.51%**，近年保持**45%**的毛利率；**SIAP：**行业增长率接近**35%**，市场占有率**11.13%**，近年保持**51%**以上的毛利率；新的增长模式——**BT项目**，该模式对参与公司融资要求较高，但是由于可以转移项目建设风险和项目融资压力，我们相信**BT模式**将成为越来越多政府在建设基础设施时的首选方



研发和营销是企业高速增长的保证：先进的技术是企业立足专网视频细分领域的根本；公司的“3D营销”模式能够把握、挖掘和引导客户需求。建立“3D营销”模式需要市场营销人员有扎实的基础功底，并且充分了解市场，在能够对客户需  
求精确把握的同时从技术进步中寻找商业机会，所以很难复制。

•2001—2003，立足技术前沿，定位于专业产品提供商

通过自主技术创新形成核心竞争力，承建高端视频通讯网络并推动了整个行业的技术标准升级，初步确立在专网视频通讯领域的技术领先地位

•2003—2006，专注差异化需求，实现向产品增值服务提供商转型

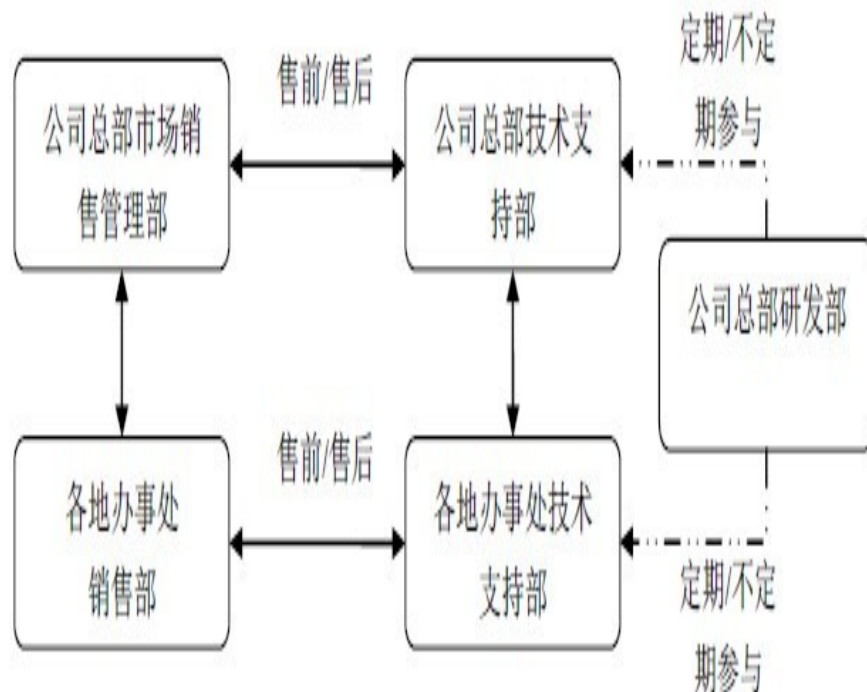
在技术领先的基础上充分发掘客户的差异化需求，为客户提供定制化的解决方案

•2013年之后，扩大市场份额领先优势，进入新市场

随着募投项目的完成，公司无论从技术上还是产能上都具备了进一步扩大市场份额的基础；并有基础进入新的应用市场。

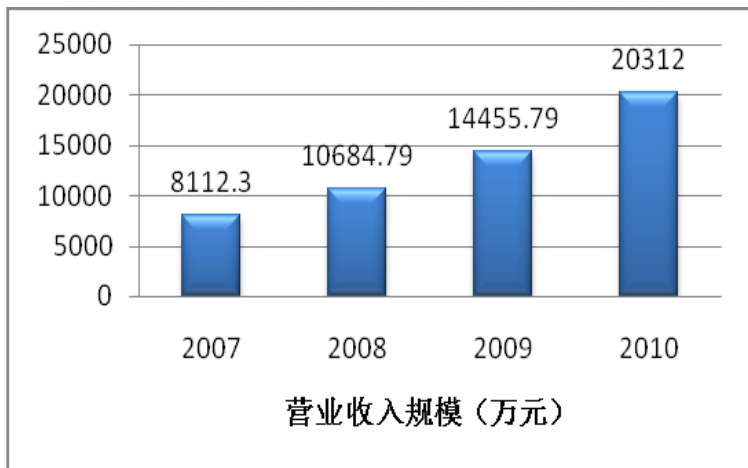
技术体系构建成熟，项目实施成功经验丰富，开始构建综合服务体系，成为领先的综合解决方案供应商

•2007至今，构建综合服务体系，成为领先的综合解决方案提供商

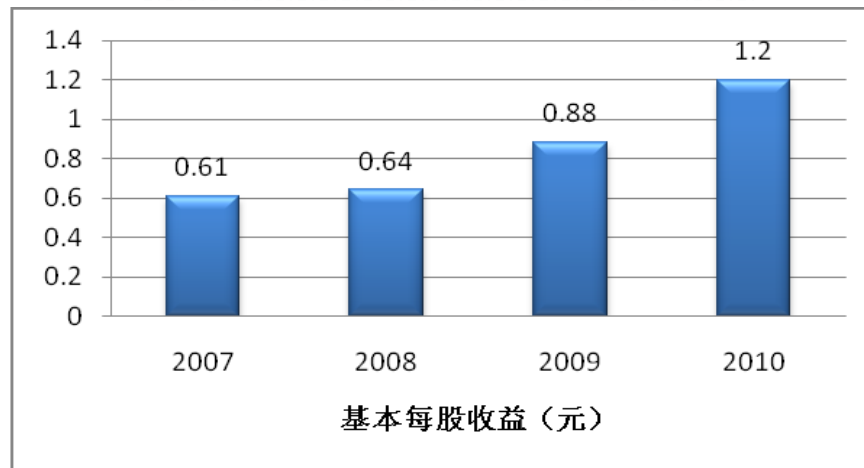




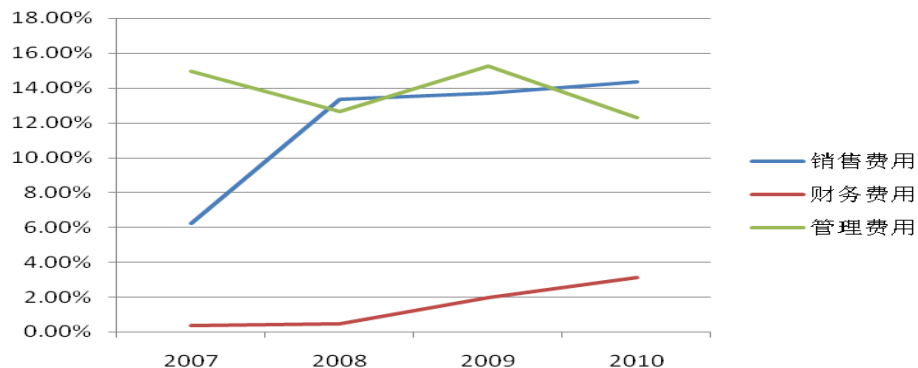
近三年营业收入年均复合增长**35.79%**



近三年EPS年均复合增长**30.34%**



销售费用呈上升趋势，管理费用趋于稳定



**三年收入复合增长35.79%：**主要来自**SIAP**销售增长；近三年公司的管理费用率呈下降趋势，原因主要是随着产销规模的扩大，边际效益逐步提升，公司在内部控制方面取得了一定的成效；随着公司资本充裕后新网点的逐渐增加，短期内销售费用占比可能会存在一定的上行风险；由于获得大量超募资金，近期公司财务费用将实现净收入。预计未来**SIAP**与**VAS**增速都将有所提高。



国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 易华录公司研究

智能交通领域的windows利用央企背景走向  
千亿轨道、桥梁、服务市场

分析逻辑



投资逻辑



核心能力

短期

行业爆发，受益当前交通困境

中期

从城市走向智能能大交通

长期

从订单性服务走向黏度服务信息服务

金牛业务

集成指挥平台系统渗透率10%

明星业务

轨道交通、港口路桥监控撑起百亿市场

未来业务

两客一危车辆监控、交通信息服务

行业领先技术实力，唯一得到公安部认证指挥平台

具有业内人数最多的研发团队

背靠大型央企，手握大笔超募资金均提升承接大订单能力

目标价

**36.05元**

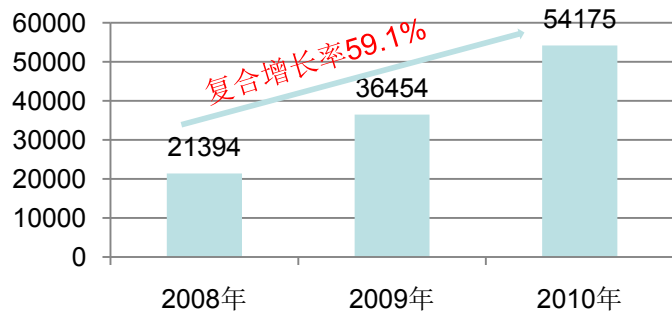
易华录

投资目标

## 立足于城市智能交通整体解决方案

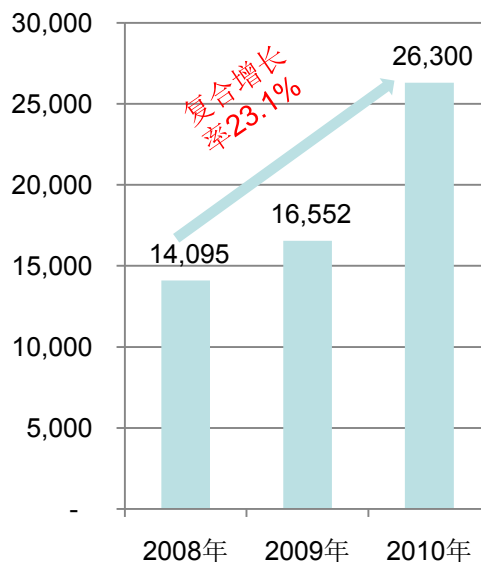
北京易华录信息技术股份有限公司是目前国内城市智能交通管理领域领军企业，公司以智能交通管理平台软件为核心，为行业用户提供与智能交通管理相关的交通咨询、交通工程方案设计、应用软件研发、硬件设备制造，工程项目实施、系统维护维修、信息和技术服务运营、综合培训等八个方面的全套服务，是目前上市公司中唯一一家专注于提供城市智能交通整体解决方案的全国性厂商。

### 总资产（万元）

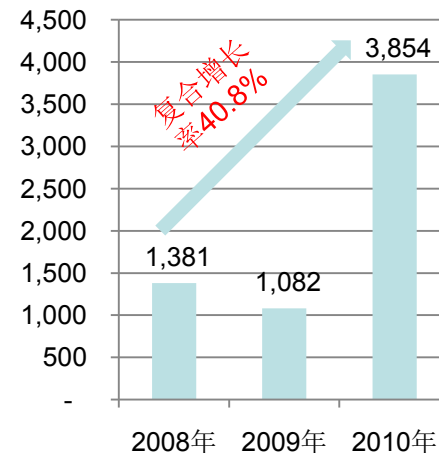


公司资产总额逐年递增，从2008年末的**21,393.80**万元增长至2010年末的**54,175.02**万元，复合增长率达**59.13%**，反映出公司持续快速发展的态势。

### 营业收入（万元）



近三年营业收入年均复合增长**23.1%**

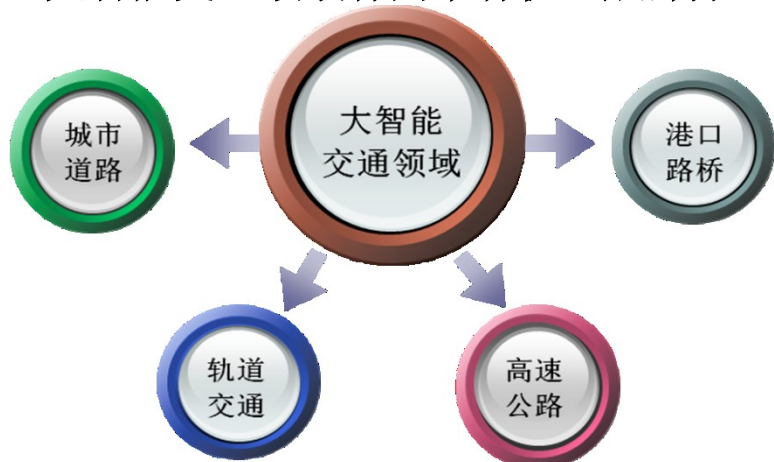


近三年净利润年均复合增长**40.8%**

大智能交通行业是一个千亿级别的市场

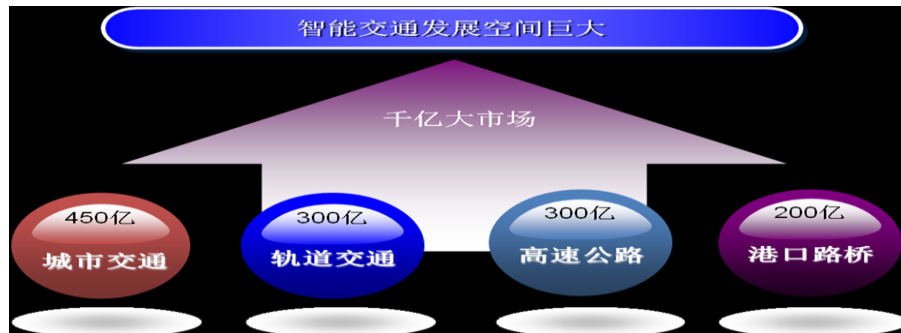
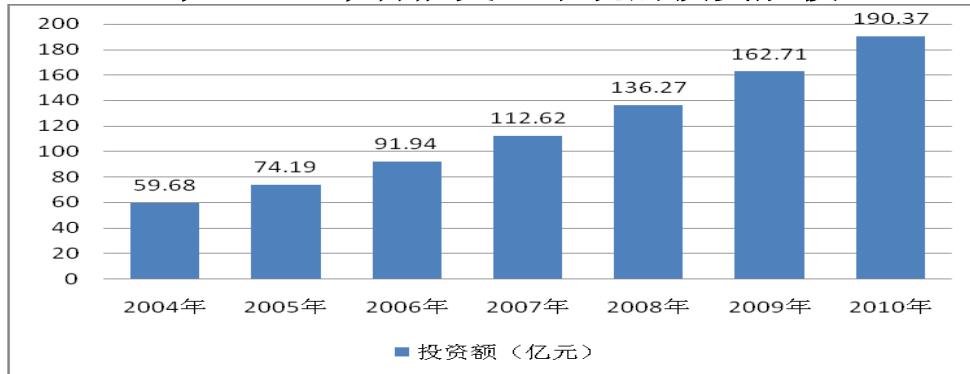
智能交通管理系统(ITS, **Intelligent Transport Systems**)是在现有的城市道路、轨道交通、高速公路、港口路桥等交通设施的基础上,将先进的网络通讯技术、信息技术、传感器技术、控制技术集成于一体,对各种交通情况进行预报、协调和处理,实现高效、实时、准确的交通运输综合管理和控制系统。大力推广应用智能交通系统是如今世界各国交通实现跨越式发展,助力经济民生更快发展的必由之路。

大智能交通领域有四个有机组成部分



根据计世资讯《2007—2008 年智能交通市场研究年度报告》,2007 年我国智能交通的市场规模达到**112.62** 亿元,2008 年智能交通的投资规模将达到**136.27** 亿元。计世资讯的研究预测,预计未来**10** 年国内整个智能交通系统行业的投入将在**1,820** 亿元左右。

2004 年-2010 年智能交通系统的投资规模



供应链

生产/经营/增值

客户

- 青岛海信网络
- 银江股份
- 安徽科力信息
- 北京四通智能
- 南京莱斯信息
- 上海电科智能
- 上海宝康电子

竞争对手

海南华南光电工程

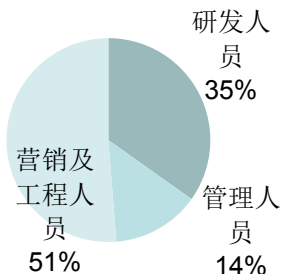
中外运国际贸易

湖北工建钢结构

襄樊普尔利电气工  
程器材有限公司

北京华信盛通智能  
科技有限公司

供应商



员工总数: 359

总收入: 2.6亿 净利: 3853万 EPS: 0.76

**e-Hualu**

**易 华 录**

采购额:  
5130万  
集中度:  
29.79%

持续打造智能交通服务体系



2009年, 市场占有率:  
超过5%

全面提升交管科技服务水平

政府交管部门

|                     | 超大成熟 | 特大城市 | 大城市   | 中等城市  | 中小城市 |
|---------------------|------|------|-------|-------|------|
| 城市道路智能交通系统投资额小计(亿元) | 39   | 52   | 169.2 | 191.8 | 64.4 |

城市道路智能交通系统所提供各类产品市场总量存量(2009—2016), 中国智能交通协会



# 亮点一：产品及营销模式都具有强大的用户粘性

易华录软件平台业界地位类似于平板电脑中的IPAD

成熟的技术平台

易华录从发展初期（**2003**年就推出了第一款应用于实战的集成指挥平台系统）就站在城市智能交通管理全局的角度，通过积极参与公安部相关行业标准的制定（直接参与制定标准**5**个）、整合各种通讯协议的兼容性（集成通讯协议**14**个）、依托行业项目经验完善核心算法（主核心算法**11**个）三方面构架智能交通管理平台软件（**ATMS**），最终形成了以智能交通管理平台为核心的“一个平台、五个系统”的核心软件体系。

## 易华录参与制定的行业标准

|   |               |                     |
|---|---------------|---------------------|
| 1 | GA/T 445-2010 | 公安交通指挥系统建设技术规范      |
| 2 | GA/T 484-2010 | LED道路交通诱导可变标志       |
| 3 | GA/T 651-2006 | 公安交通指挥系统工程建设通用程序和要求 |
| 4 | GA/T 652-2006 | 公安交通管理外场设备基础施工通用要求  |
| 5 | GA/T 870-2010 | 闯红灯自动记录系统验收技术规范     |

来源：国金证券研究所

|           |                                         |                                                                                                                                                              |
|-----------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品增强对用户粘性 | 平台具有强大的用户粘性                             | 可整合其他厂商子系统，是满足整合需求的最佳选择标的，未来扩容更将增加对易华录在其他业务上的依赖性。                                                                                                            |
|           | 平台的高占有率为易华录推进行业标准及通讯协议统一，实现行业整合提供了现实的可能 | 易华录的以“标准+协议+算法”构成的软件平台已经呈现出具备事实上成为行业标准的趋势。上游硬件厂商由于依托易华录平台能够实现全国性的销售，对兼容易华录的各类标准协议采取了积极的态度，而易华录通过已经形成的行业影响力在上游各个领域均采取积极整合，并将该项措施以公司竞争战略的高度确定下来，未来该战略成功的可能性极大。 |
|           | 平台的易展示性强化了公司承接业务的竞争实力                   | 众多能提供管理平台系统的厂商中，仅易华录一家具备将管理平台和各类子系统做成演示箱提供现场展示的能力，这就意味着易华录的竞标方式已经形成了阶段性的竞争壁垒（其他国内厂商开发出该演示系统至少需要1-2年），显著提高了公司承接业务的竞争实力。                                       |
| 营销增强对用户粘性 | 九大区事业部制结构                               | 国内城市化进程具有区域间发展不均衡的特性，各个省市之间的差异性决定了目前智能交通管理领域的需求是分散化和差异化的。易华录根据地式的布局有利于向差异化的区域提供有层次的服务，持续分享区域的发展过程，这是区域性厂商力所不及的。                                              |
|           | 根据地式营销，注重咨询培训                           | 咨询培训的作用一方面起到了强化客户认知、培养潜在客户的作用，更起到了从满足客户差异化需求到诱导客户实现一致性需求的作用，从而实现了差异化和一致化的统一。                                                                                 |



## 亮点二：技术创新能力维持核心竞争力

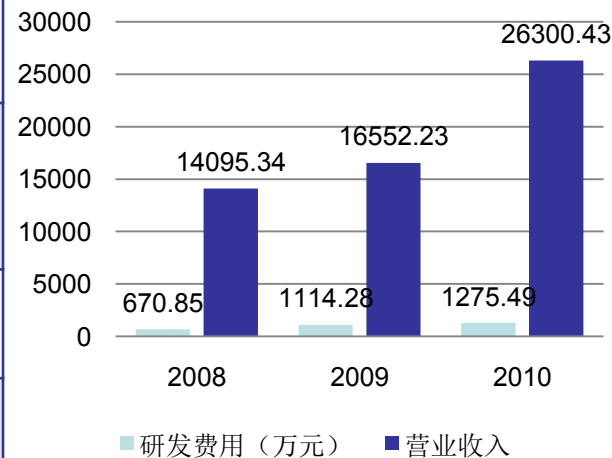
易华录的研发机构是智能交通研究院，研发人员总数占到企业员工总数的**34%**，其中核心研发团队均是我国最早涉猎智能交通领域的人员，这形成了公司多年以来相对于竞争对手的技术优势来源。由于核心团队成員大多拥有公司的股份，因而团队的稳定性较为显著。

经过多年的实践，公司在智能交通管理多个领域掌握了核心技术，积累了**129**项软件著作权，其中以“基于系统驱动的软件集成技术”等为主的核心技术是公司强大技术实力的体现。

易华录核心技术

| 序号 | 核心技术名称             | 应用范围                                 | 来源   | 技术水平 | 创新类型 |
|----|--------------------|--------------------------------------|------|------|------|
| 1  | 基于系统驱动的软件集成技术      | 集成指挥平台系统                             | 自主研发 | 国内领先 | 原始创新 |
| 2  | 多层次自适应扰动抑制交通信号控制技术 | 交通信号控制系统                             | 自主研发 | 国内领先 | 原始创新 |
| 3  | 交通数据融合技术           | 集成指挥平台系统；<br>交通信号采集系统                | 自主研发 | 国内领先 | 原始创新 |
| 4  | 支持多元异构数据的车辆查控技术    | 交通违法行为监测系统；<br>机动车缉查布控系统             | 自主研发 | 国内领先 | 原始创新 |
| 5  | 基于GIS的虚拟视频矩阵控制技术   | 集成指挥平台系统；交通<br>电视监视系统；交通违法<br>行为监测系统 | 自主研发 | 国内领先 | 原始创新 |
| 6  | 基于多级多元协同指挥调度技术     | 集成指挥平台系统                             | 自主研发 | 国内领先 | 原始创新 |

易华录研发费用情况



公司近3年研发投入金额分别为**670.85万**、**1114.28万**、**1275.49万**，占营业收入比为**4.76%**、**6.73%**、**4.85%**，研发投入力度在同领域企业中居于前列。

来源：国金证券研究所

1、公司采取了高新技术企业典型的“哑铃式”轻资产经营模式，因此取得银行贷款难度较大；而占主体的系统集成业务对资金占用量大，账期比较长，给公司的流动资金周转带来很大压力。资金短缺对公司发展构成了较大约束，部分大项目限于流动资金压力无法拓展。上市后公司不仅将融到数亿元资金，还取得了直接融资的渠道，资金约束基本解除。

2、规模效应逐步显现，盈利能力稳步提升。一方面，随着收入规模的快速扩大，公司在采购过程中对供应商的议价能力日增强。去年公司44类主要设备的采购均价较2009年下降21.53%。另一方面，随着公司经营规模和品牌知名度日渐提升，解决方案的日趋完善，在招投标过程中对业主的议价能力也随之增强。所以几年公司毛利率仍有提升空间。

3、开拓海外市场，扩张市场空间。

易华录智能交通系统海外项目概况

| 合作方   | 项目概况                                                                                                            |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 上海贝尔  | 白俄罗斯首府明斯克智能交通管理系统项目。前期项目建议已经完成（合同额90多万），后续将实施的项目合同总额约5000万美金，其中智能交通部分约2000万美金。目前，中国贷款已经批复，将在2011年启动项目实施,2-3年完成。 |
| 华为    | 目前正在进行的项目（2011年进行项目的前期规划和建议）有：乌兹别克塔什干智能交通项目，投资约800-1000万美金；印度德里的智能停车项目约300万美金。                                  |
| 北京市政府 | 伊朗的智能交通项目约500万美金。                                                                                               |
| 国家商务部 | 肯尼亚项目约500美金。                                                                                                    |

4、智能交通领域可能存在的并购行为：目前国内智能交通管理系统市场存在企业超过1000家，仍处于跑马圈地阶段。公司作为行业内领军企业，很有可能受益于智能交通市场集中度的提高，作为行业内的龙头企业，公司市场份额仅5%，所以易华录在智能交通领域通过并购带来的大幅增长值得期待。



国金证券  
SINOLINK SECURITIES

# 超图转型，从本土的甲骨文 到世界的IBM

## — 超图软件研究报告

分析逻辑



投资逻辑



核心能力

短期

数字城管、国土、房产、水利等应用

中期

设施、环保、海洋、气象、统计

长期

地理信息服务需求大空间

金牛业务

GIS基础软件平台，高技术壁垒

明星业务

行业应用软件、云计算平台

未来业务

物流、导航等创新性前沿研究

具有国际水准的技术能力

持续不断的创新能力

多年的行业经验、先发的资本优势

目标价

40元

超图软件

投资目标

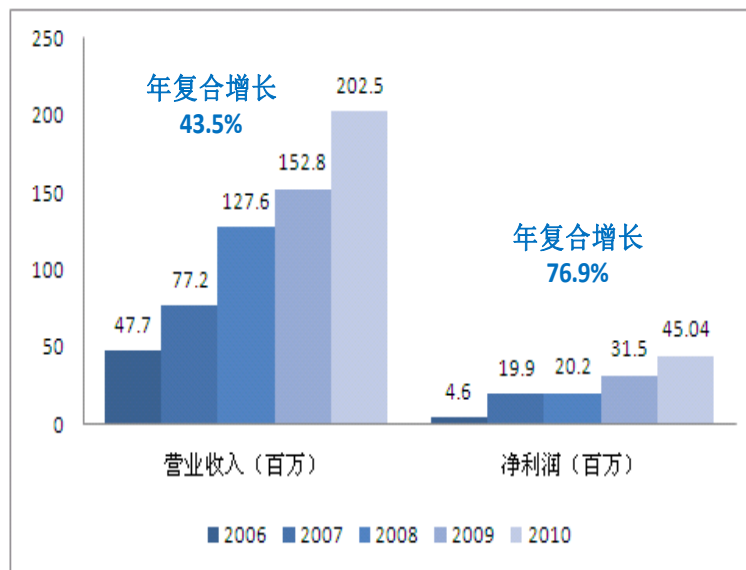
## 主营业务、价值及应用领域

| 主营业务       | 业务内容                    | 主要价值                             | 应用领域                    |
|------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| GIS基础软件平台  | 向下游二次开发用户提供平台软件         | 相当于操作系统，是GIS软件的底层开发系统            | 政府行业以及通信、电力、金融等企业领域     |
| GIS应用软件平台  | 为增值开发商和最终用户提供软件产品包      | 基于GIS基础平台软件开发的在该行业内各用户单位可通用的软件产品 | 国土、统计、测绘、数字城市、房产管理和军事公安 |
| GIS配套用品及服务 | 承接用户的技术开发项目、销售GIS软件配套用品 | 针对某个客户的某个项目的具体需求而进行的定制开发服务       | 国土、统计、测绘、数字城市、房产管理和军事公安 |

## 公司营业收入年复合增长43.5%

本土GIS软件提供商市场份额第一；收入年均复合增长43.5%；优秀的技术及创新能力；全面的产品布局

公司营业收入和净利润保持快速增长



- 公司的业务主要分为三类：**GIS基础软件平台**、**GIS应用软件平台**和**GIS配套用品及服务**。前两项业务占到收入的**90%以上**。**GIS基础软件平台**是公司的主打产品，行业壁垒高，技术要求高，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、物流等领域占有较大市场份额。目前，在**GIS应用市场**仍是市场竞争较为分散，无市场主导企业，预计包括超图软件在内的几家公司将脱颖而出，以外延式发展的方式整合应用资源。

## GIS典型应用

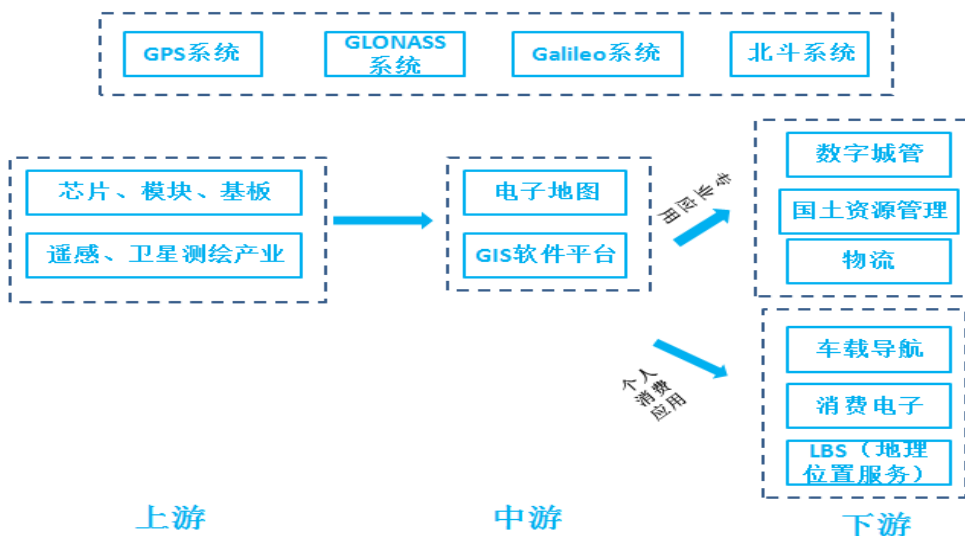
| 应用领域   | 市场空间                                                  | 爆发点                             |
|--------|-------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 基础引擎   | 保持年均 <b>25%</b> 增长，未来几年市场规模达到 <b>10亿</b>              | 地图基础引擎的本土替代                     |
| 数字城管   | 纵向延伸至数字社区管理，横向延伸出专业网络化管理，未来市场规模 <b>180亿</b>           | 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 <b>50%</b> 以上增长，市场规模达 <b>13.2亿</b> | 类似Foursquare等新兴商业模式推广，LBS+博客+社区 |
| 国土资源管理 | 仅金土工程一期城市需求在 <b>20-30亿</b> 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                   |

- 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。

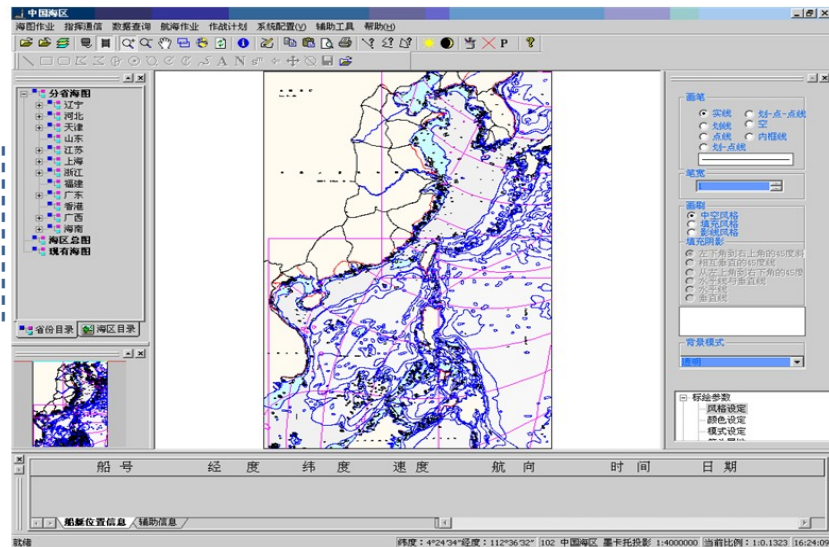
- 数字城市管理已经有了相对成熟的项目规范，由于国家住建部的积极倡导，各地方城市需求强烈，纵向延伸至数字社区管理，横向延伸出专业网络化管理，市场前景广阔。
- **LBS**服务是新兴的移动地理信息服务模式，**Foursquare**的成功运营显示了**LBS+博客+社区**模式的广阔前景以及**LBS**服务的旺盛生命力。我们预计，基于**LBS**应用的新兴商业模式将是未来地理信息服务的重要驱动力。



## GIS产业链

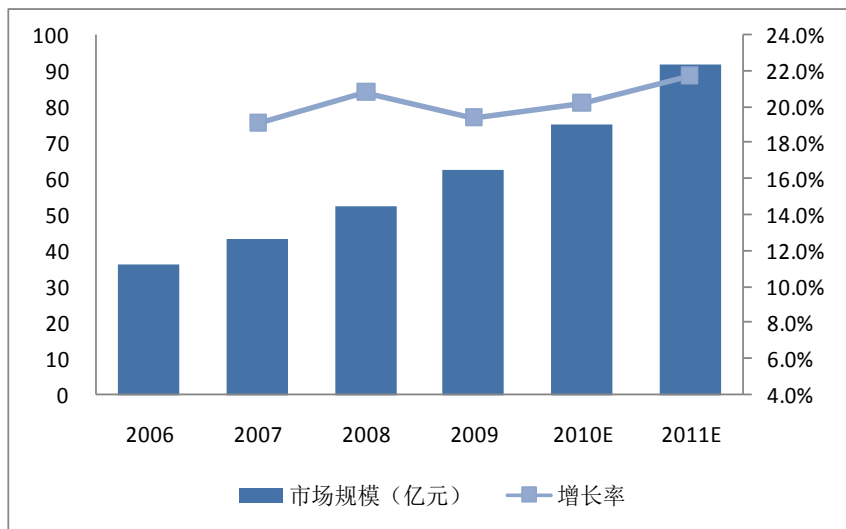


## GIS软件中国海区界面图

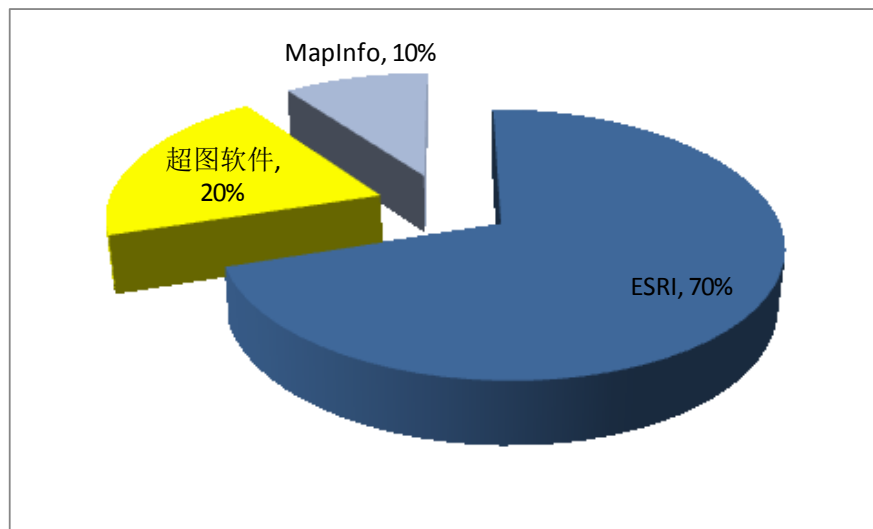


- **GIS软件在产业链中处于核心地位。**GIS软件将地图数据通过接口整合到系统之中，然后再根据消费应用领域不同进行二次开发。正如软件在整个IT行业中的地位一样，GIS软件在GIS产业中处于重要位置。
- **GIS 软件业务可细分为基础平台软件和应用软件。**基础平台软件在GIS软件产业中的地位，相当于操作系统在整个软件产业中的地位，是项目开发的平台。应用软件是在基础平台软件之上根据行业的具体特性进行二次开发所形成。
- **GIS 平台软件的特点是技术壁垒高，市场集中度高；应用软件的特点是市场空间大，这部分收入会占到这个GIS软件收入的近9成，但市场分散集中度低，未来市场整合空间大。**

## 国内总体GIS软件市场增速在20%以上

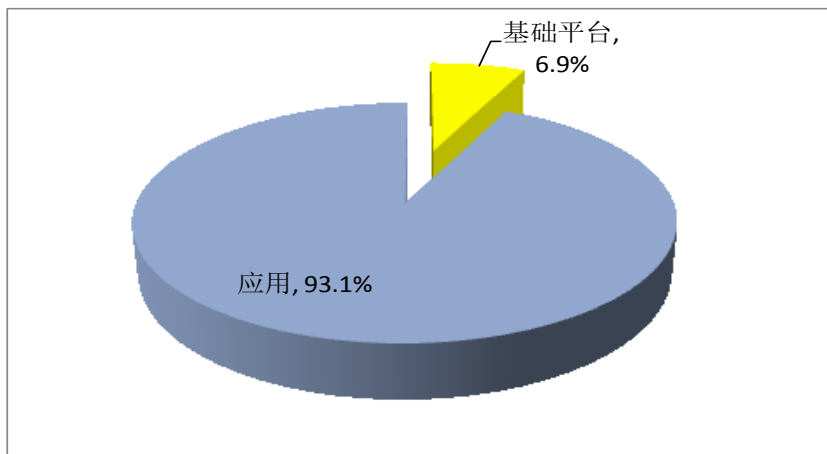


## 目前国内GIS基础平台市场竞争格局

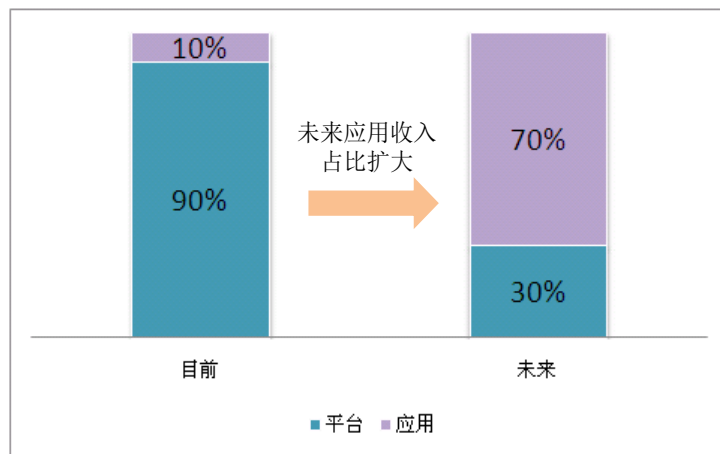


- **2009年**，国内GIS软件市场规模达到**62.65亿元**，近几年的增长率都在**20%以上**。原因主要是由于从上游北斗卫星发射到下游车载导航、数字城管、移动服务等全产业链的快速发展，民众逐渐适应并开始主动寻求地理信息服务。
- 目前，国内GIS基础平台软件市场的主要参与者是，外资企业方面是美国环境系统研究所（**ESRI**）和美国**MapInfo**公司，国内的企业以超图软件为首，其它国内企业在基础GIS软件平台市场份额较小。**ESRI**市场占有率最高，其市场份额在**70%左右**；超图软件排第二，**20%左右**；**MapInfo**的市场份额在**10%左右**。
- 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。

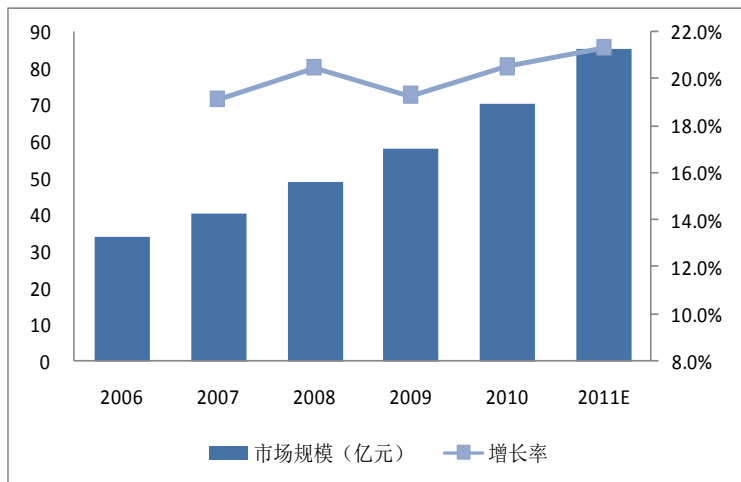
## 应用占GIS软件需求绝大份额



## 公司未来平台和应用收入占比将为3:7



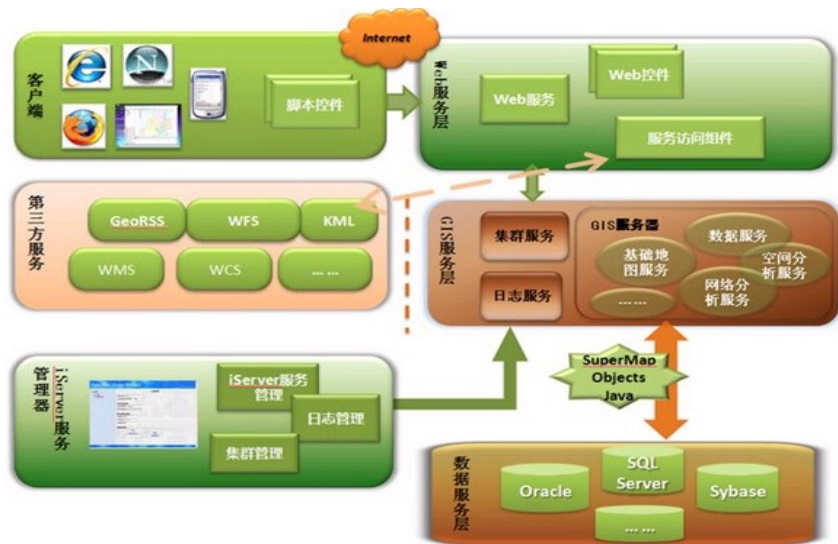
## 国内GIS应用市场增速在20%以上



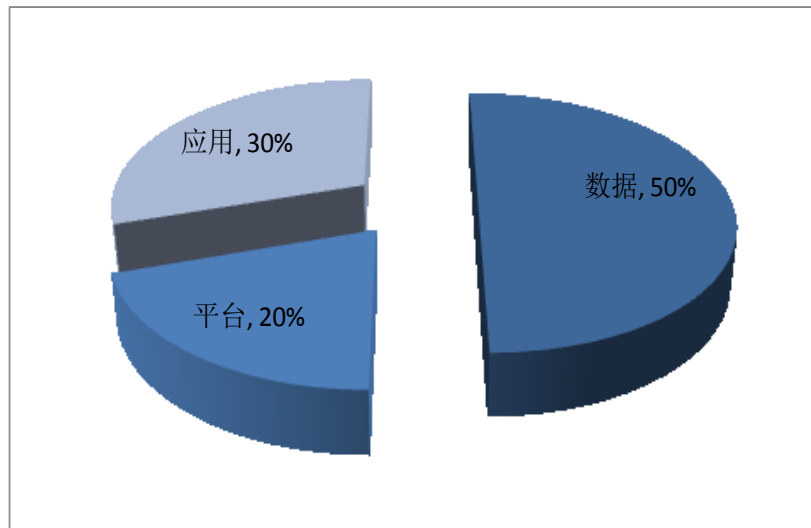
- **为什么转型？** 平台客户维护需花费大量精力。目前**ESRI**拥有**1000**个合作伙伴，超图有**400**个合作伙伴，而这**400**个合作伙伴既与超图合作也与**ESRI**合作，因而超图需要花费大量精力去维护客户关系。
- **应用市场空间大。** 目前地理信息已经成为当今社会最基本的信息服务之一和除时间之外的另一重要信息维度，已经由传统的国土资源管理、**LBS**应用向包括数字城市、气象、环保等新兴领域拓展。
- **公司规划未来收入结构中平台和应用的占比，由目前的9:1调整到3:7，**来自应用领域的收入将大幅增长。同时，公司预计每年人员数量复合**40%**的增长都投入到**GIS**应用软件业务。

| 受益时间 | 产品线    | 典型产品                                              | 主要用途                                     | 客户群体                              | 预计收入  |
|------|--------|---------------------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------|-------|
| 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                     | 近1亿   |
|      | 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、土地利用规划管理信息系统、农垦信息管理系统 | 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                          | 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                        | 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                    | 5000万 |
|      | 水利     | 洪水风险图制作与管理系统、溃坝洪水计算与分析系统、四川省震损水库管理系统              | “雨情、水情、工情”的展示分析，洪水的分析、模拟和应急决策            | 国家防洪办、水利部及水利研究院                   | 5000万 |
| 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                   | 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                               |                                   |       |

公司云平台架构



数据占GIS投资比例较大

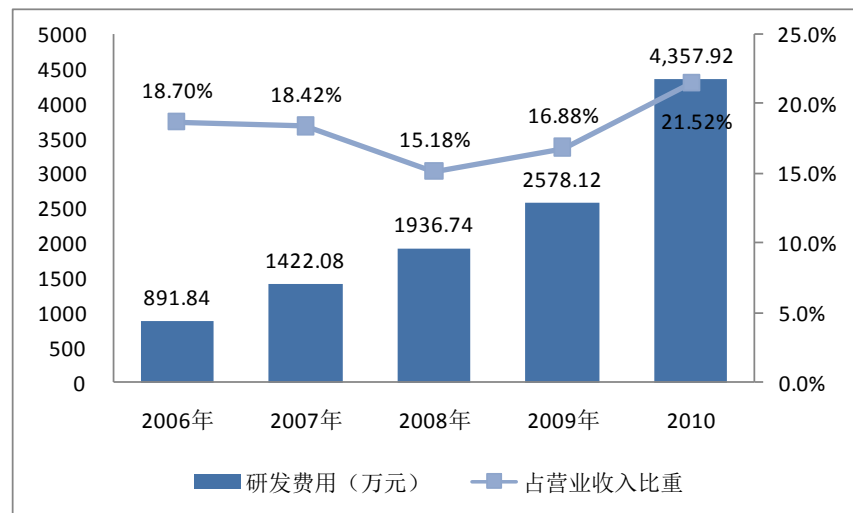
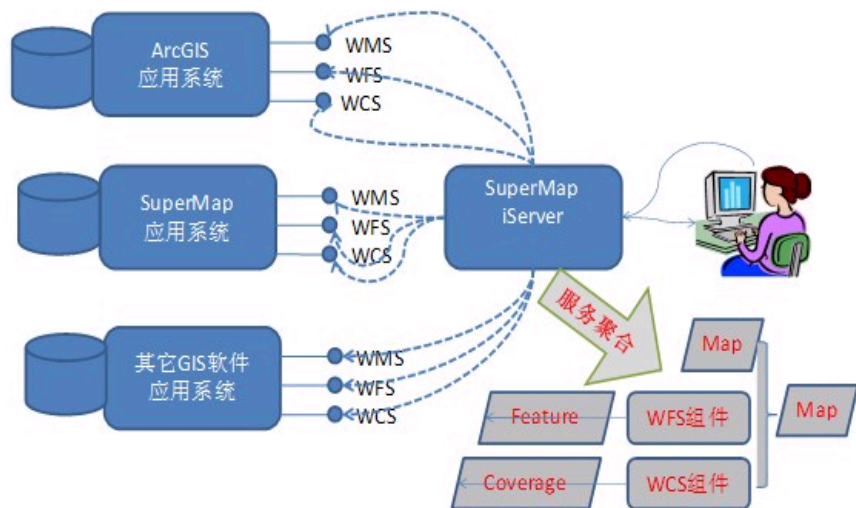


- 目前，与地理信息相关的IT投资中，数据、平台、应用所占的比例分别为**50%、20%、30%**，数据所占的比例最大。近年来，随着**Google Earth**等免费数据服务的出现，**GIS**数据价格成本进一步降低，从而推动了整个**GIS**应用的需求。
- 拓展云平台业务将从三个方面为公司带来好处，体现在**1) 黏住客户；2) 转型订单服务；3) 占领行业应用市场。**
- 典型案例是公司为国家统计局部门建立了基于**GIS**的统计平台。整个统计地理信息系统解决方案，以统计地理、统计业务和地名地址三大核心数据库为基础，着眼于建立支撑各类统计应用的数据库平台与共享服务平台，集成三大普查（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。

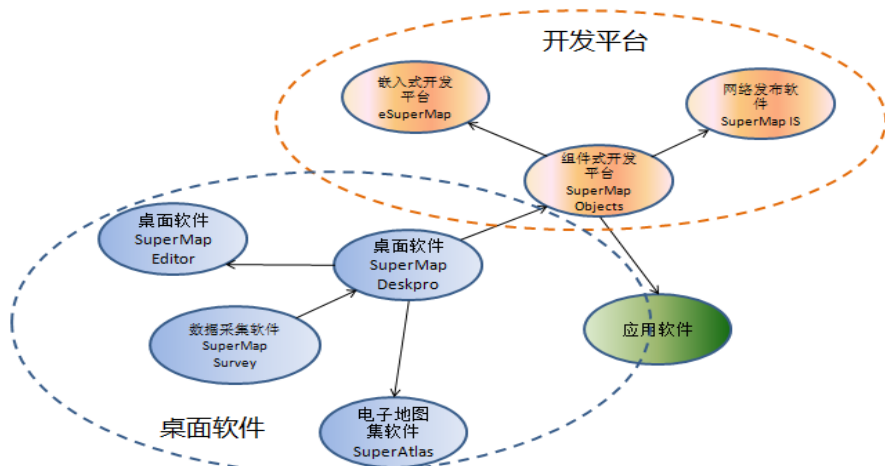


- 海外经营经验已经积累足够，未来践行方法论。公司在日本市场已经发展了十年左右时间，进入东南亚、南亚、北欧、非洲发展已有三四年时间。公司通过前期国际市场的初步探索，积累了丰富的海外营销及服务的方法论。
- 技术壁垒高，国外缺乏**GIS**平台软件公司。在亚洲发达国家如日本、韩国等国，其本土**GIS**基础平台软件并不发达，即使世界公认的软件产业发展水平较高的印度，其本土化**GIS**基础平台软件的产品线不全，缺乏高端产品，综合实力较弱。欧洲的情况基本相似，早期的欧洲知名**GIS**基础平台软件品牌基本被美国品牌击败。总体而言，除美国以外，其他国际市场的本土**GIS**基础平台软件，与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。



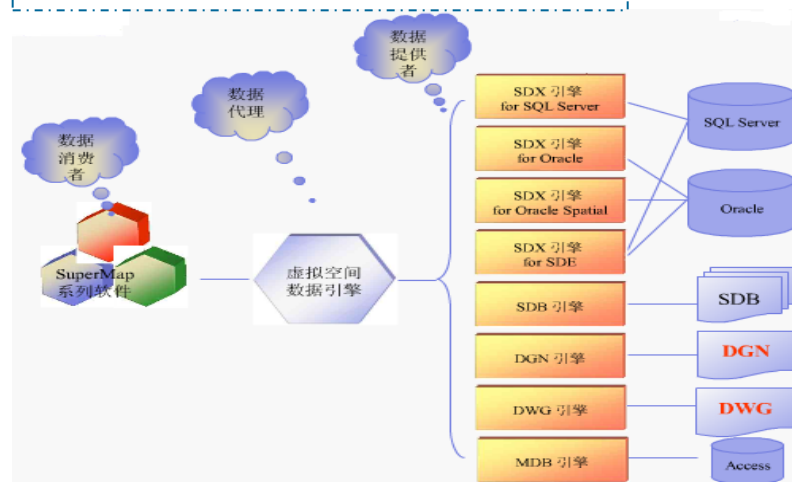


以组件模式实现分布式数据共享



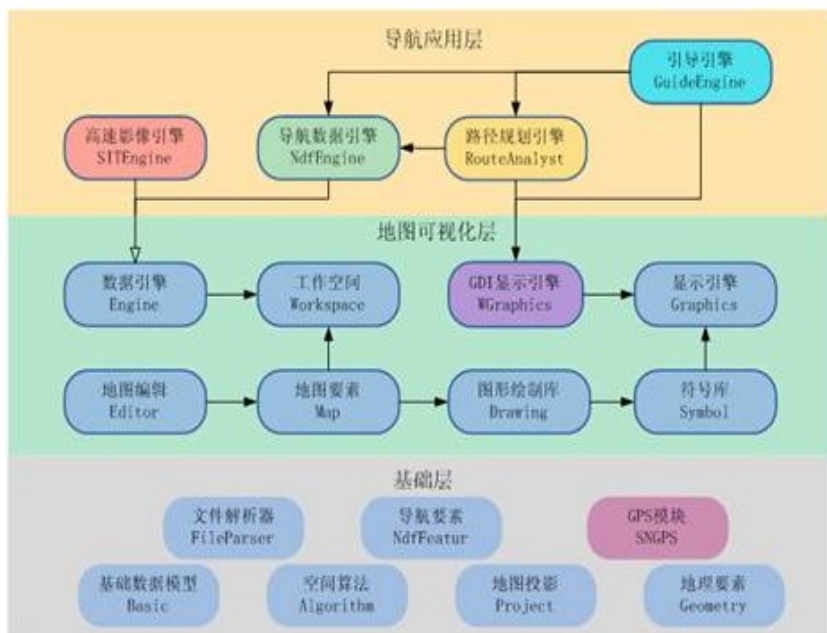
完整的软件产品线

公司研发投入保持在高位

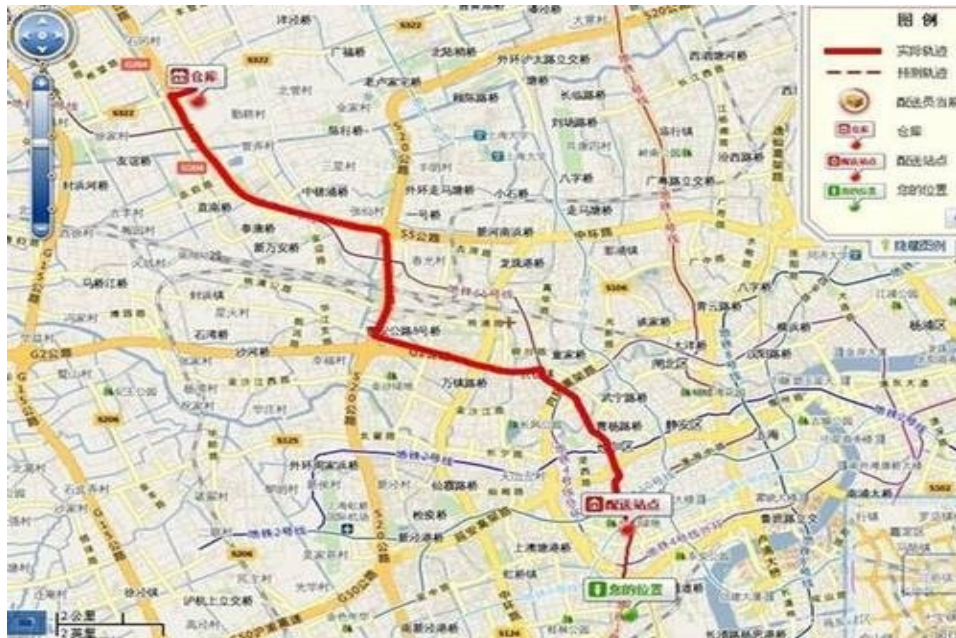


多源空间数据无缝对接

与四维图新创新的商业模式进入后装市场



公司导航应用平台产品架构



京东的GIS包裹跟踪系统

- 超图就与四维图新合作，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**，产品功能涵盖地图浏览、地图操作、**POI**查询、路径规划、定位导航等；按照功能将这些模块划分为三个层次：基础层、地图可视化层和导航应用层。
- 公司与电子商务合作，进入电子商务物流行业，形成地图服务商。基于超图的软件平台，可以使用户随时了解自己包裹实时所处的位置，获悉准确的收件儿时间，真正做到包裹的透明投递，精确送达。

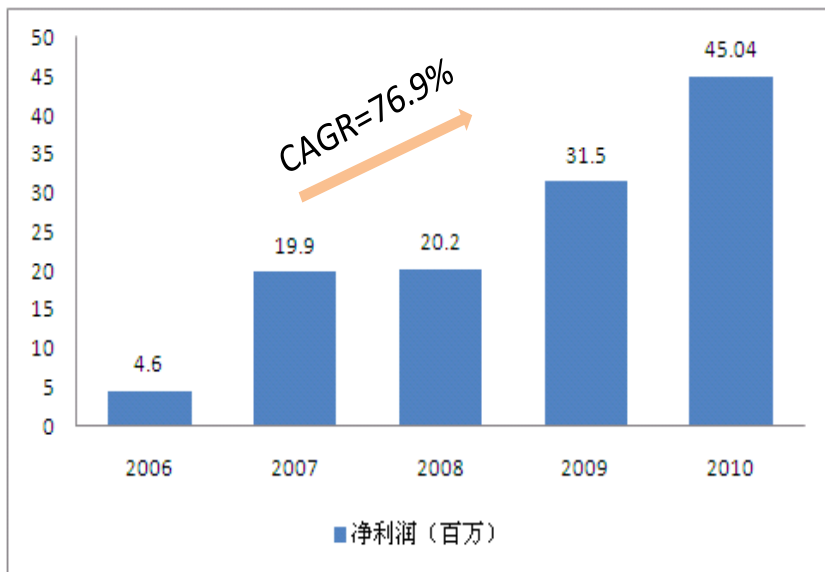
产品性能不不亚于外资企业

|        | ESRI                 | MapInfo                           | 超图软件                               |
|--------|----------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| 平台     | ArcGIS               | MapInfo                           | SuperMap                           |
| 桌面二次开发 | ArcEngine/MapObjects | MapX                              | SuperMap Deskpro/Super Map 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                          |

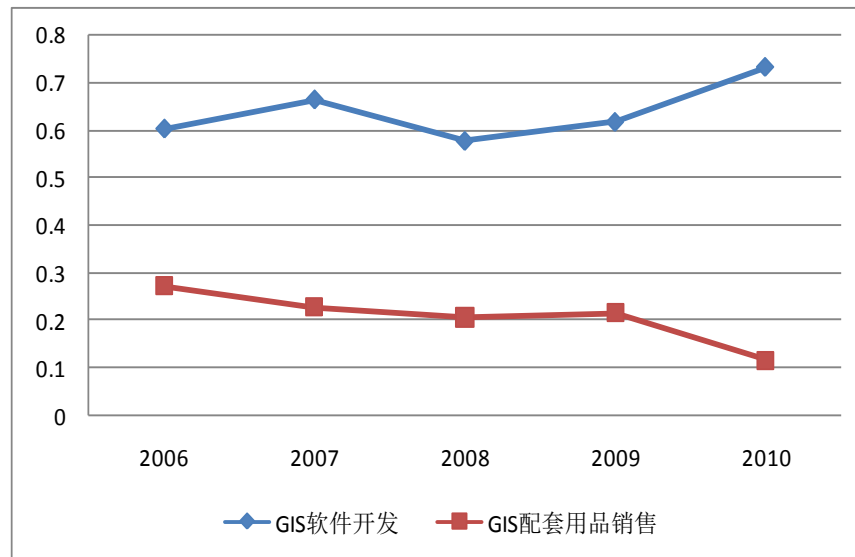
- 与**ESRI**等外资企业相比，公司技术不差，产品性能相当。但公司拥有本土优势，可以承担国家大型项目。考虑到安全因素，国家项目是不可能交给外资企业去做的。
- 与国内企业相比，公司在技术上远远领先，产品性能处于国内领先水平；同时，公司拥有**400**多个下游合作伙伴，这也是其他本土竞争对手不能比的。

- 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。

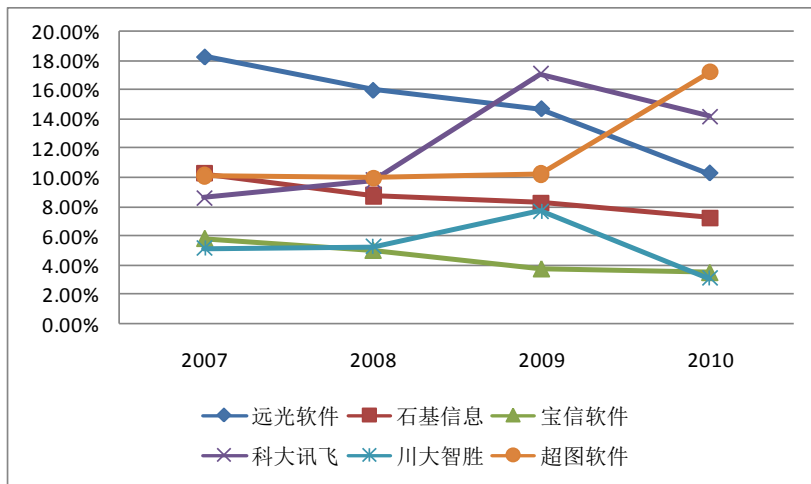
净利润年均复合增长76.9%



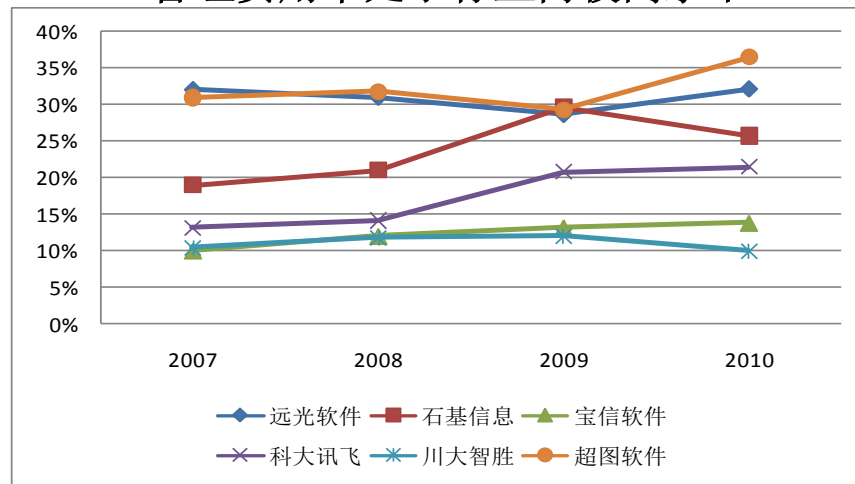
GIS软件开发毛利率保持在60%以上



去年销售费用率上升较快



管理费用率处于行业内较高水平







国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 广联达-建筑行业的Wind,面临项目管理大空间

分析逻辑



投资逻辑



核心能力

短期

建筑软件行业龙头，市场壁垒高

中期

新品的不断推出市场反应好

长期

建筑信息化服务大空间

金牛业务

计价软件版本、定额库更新

明星业务

算量软件依托营销渠道的铺开

未来业务

住建部政策刺激下的项目管理软件

遍布全国的自建渠道网络

快速反应的研发和投入体制

多年的行业经验、先发的资本优势

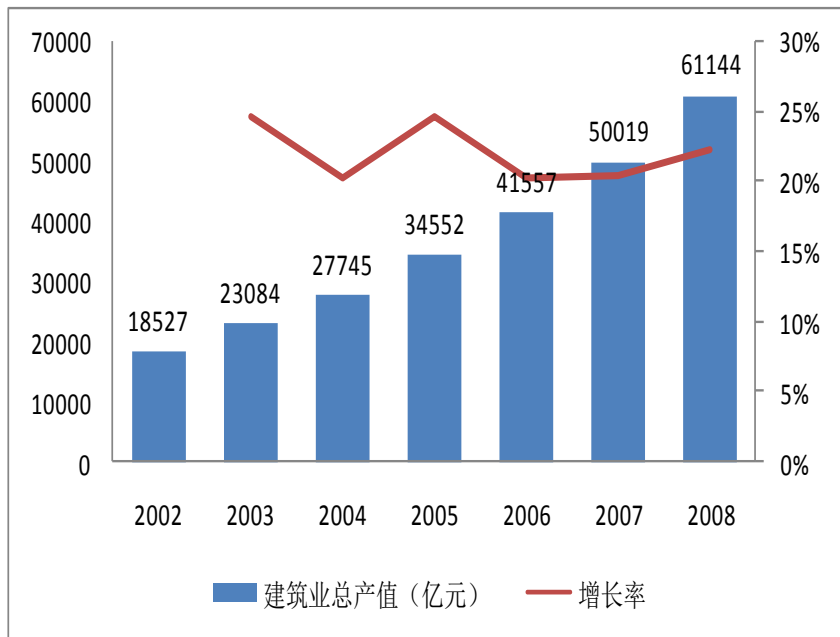
目标价

50元

广联达

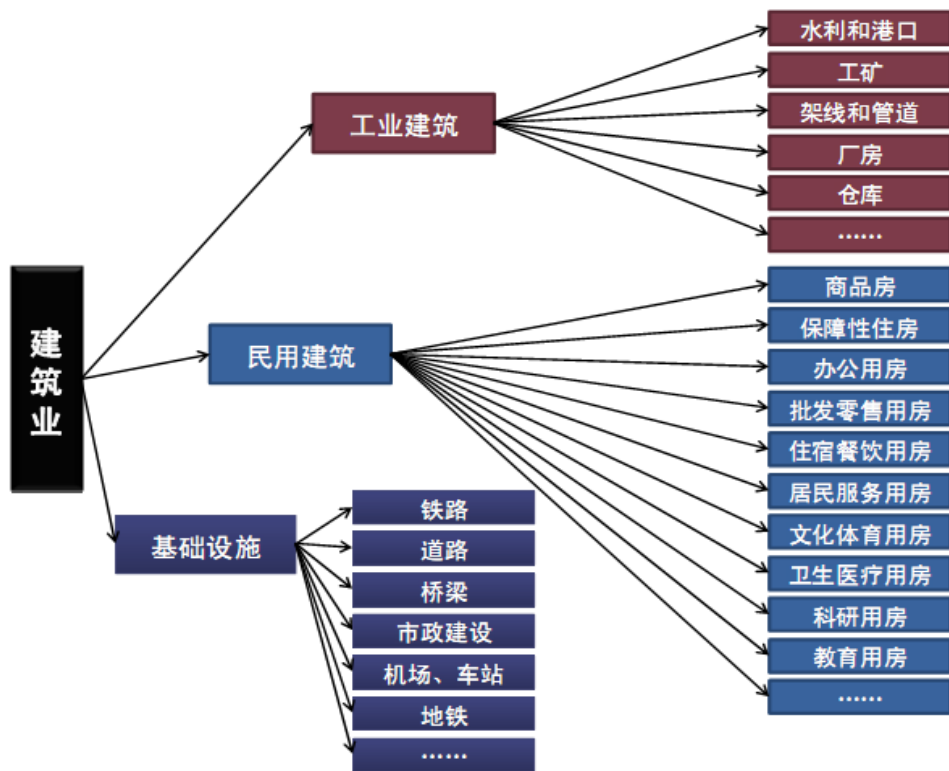
投资目标



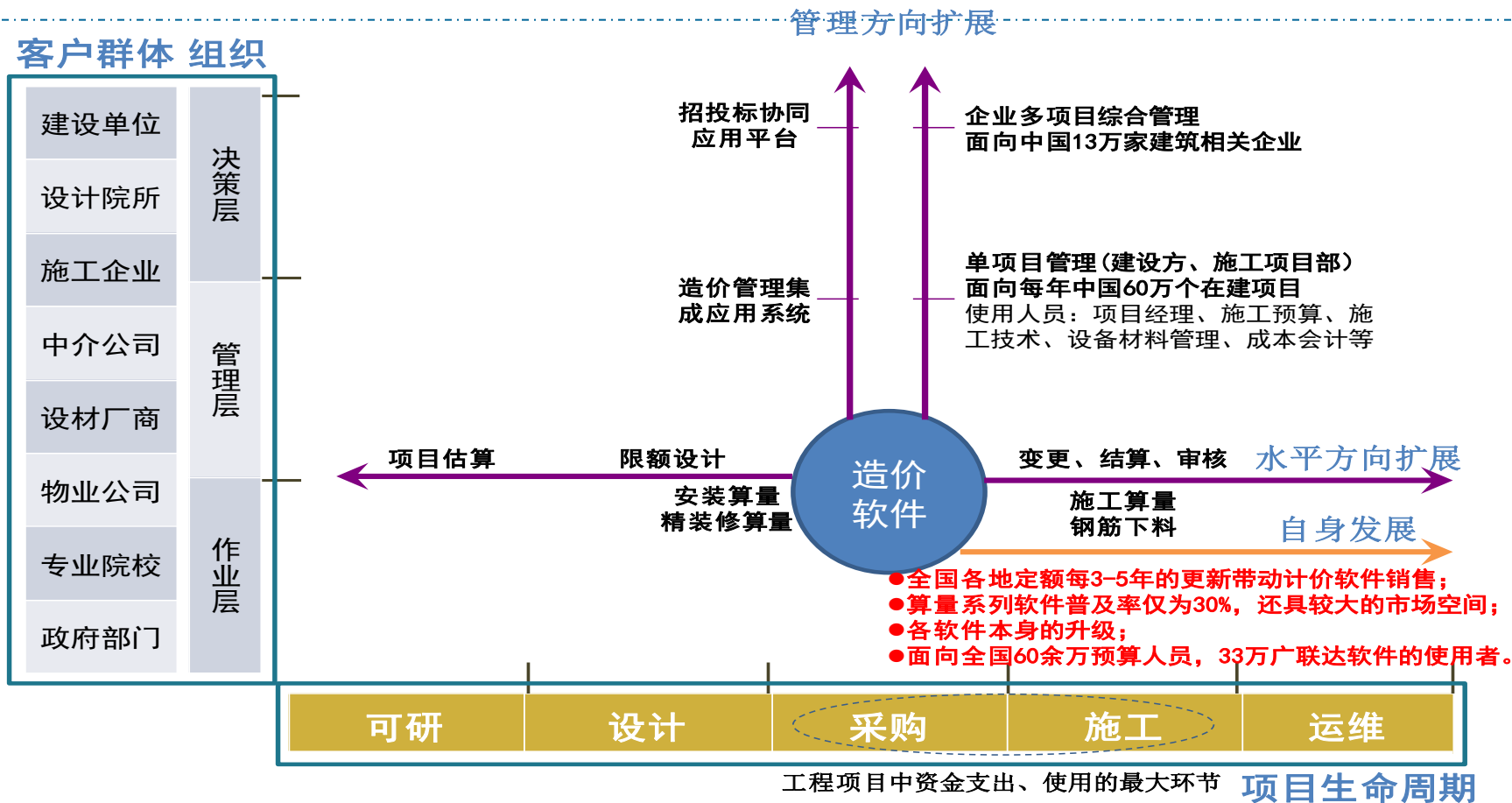


城镇化、工业化的进程加速，中国建筑市场保持连续**10年22%**的高速增长，**2009年**建筑业总产值达到**7.59**万亿，在建施工项目达**60**多万个，占据世界近一半的工程

所处行业为建筑行业，与国家建筑总投资相关，房地产占比较少，从公司**07-09年**的经营状况来看，并没有因房地产行业的下滑而产生负面影响



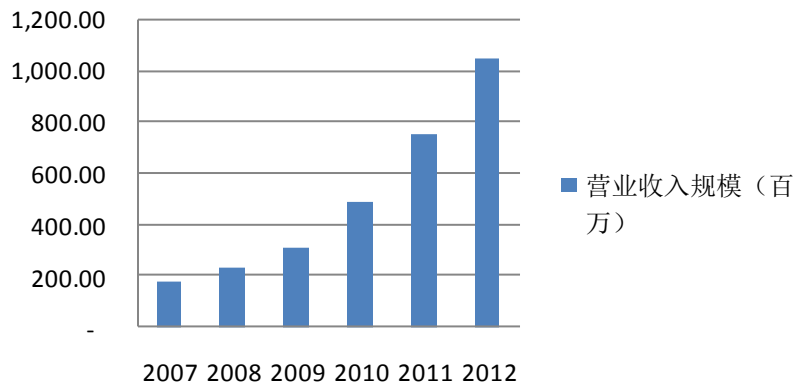
**金牛业务-计价：**行业普及率**90%**，市场占有率**53%**，近年保持**29%**的高增长率；**明星业务-算量软：**行业普及率**30%**，市场占有率**50%**，近年保持**36%**的增长，新产品的不断推出；**未来明星业务-项目管理，**行业普及率相对较低，年均增长**27%**，未来随着政策的利好，行业有望爆发性的增长



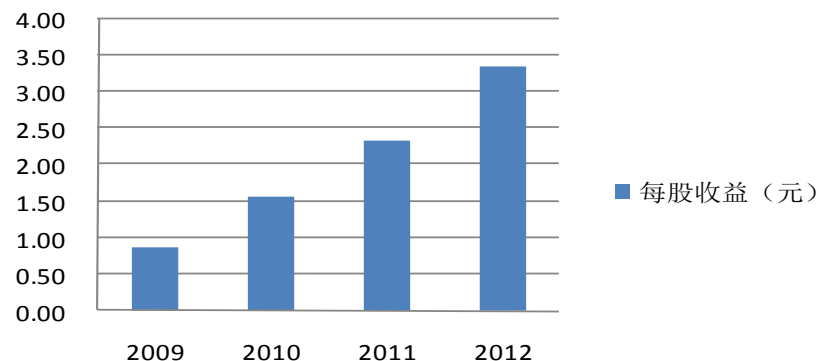
良好的管理层口碑、快速的资本扩展运作能力、沉浸行业多年的经验、业内管理有序人数最多的销售渠道和客户网络、公司核心团队都有股权。以上几点是构成未来强大的竞争能力。

| ECIRM模型         | 要点                                   | 公司情况                                                                    | 打分满分5分 |
|-----------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------|
| 企业家Entrepreneur | “经理封顶”原理                             | 公司董事长和负责技术的董事分别是建筑行业和技术权威，总经理坐销售起家，负责公司销售业务，管理团队拥有股权非常稳定，刁总在行业具有“管理层溢价” | 4.5    |
| 资本Capital       | 规模、成本、速率                             | 公司上市募资约14亿，获取资本成本相对较低，同时成为上市公司后，扩宽了公司多种融资渠道                             | 4      |
| 产业Industry      | 规模、利基、竞争结构、盈利模式、变迁规律和演进趋势            | 建筑信息化行业处于发展初期，随着进一步的发展以及政策的刺激，近期将出现项目管理领域千亿级的市场以及50亿的计价、计量软件市场          | 5      |
| 资源Resource      | 价值性、稀缺性、不可模仿性、分布、保有量、配置结构、获取增量的速度和成本 | 公司拥有业务最强的销售渠道、产品线以及客户网络                                                 | 4.5    |
| 管理Management    | 治理、组织、流程、控制、责权利安排、文化、信息化、环境适应性和组织柔性  | 上市后公司具有良好的治理和组织结构、股权结构合理                                                | 3.5    |

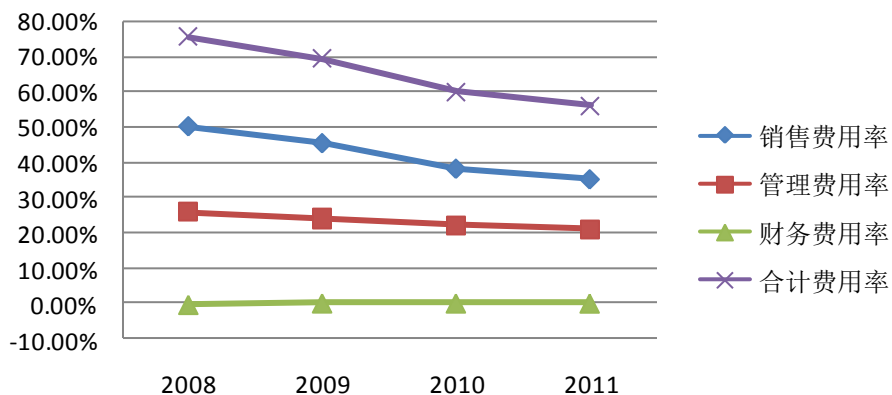
10-12年收入复合增长47%



10-12年EPS复合增长57%



三项费用率逐步下降



**三年收入复合增长47%：**主要来自算量软件的销售增长；由于销售渠道的铺建完全，未来销售、管理费用率将逐步下降；近三年公司依然以桌面软件销售为主，产品的成熟度、套装化让未来利润增速将远大于销售收入增速。



国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 安全为剑，服务为盾，百战 炼成BPO龙头

— 立思辰研究报告

- 立思辰投资逻辑
- 本土最优秀的办公信息一体化服务提供商
- 服务外包产业，中国经济结构调整中大的投资机会
- 关注点一：业务流程外包是企业发展新模式
- 关注点二：文件外包管理服务，高成长高利润率
- 有模式、有市场、有机会、有能力带来高成长
- 关注点三：持续不断的商业模式创新，受益文件安全市场大蓝海
- 关注点四：收购友网科技，打通文件生命周期服务前后端
- 财务分析、盈利预测、估值与风险，6-12个月33元



行业分析



业务分析



核心能力

短期

文件管理外包需求

中期

整个文件生命周期管理

长期

整体安全服务外包需求

金牛业务

文件管理外包服务

明星业务

文件安全、安全打印、信息安全

未来业务

视音频解决方案服务

持续不断的商业理念及模式创新

高端标准化服务流程和完善的服务体系

多年的行业经验、先发的资本优势

投资目标

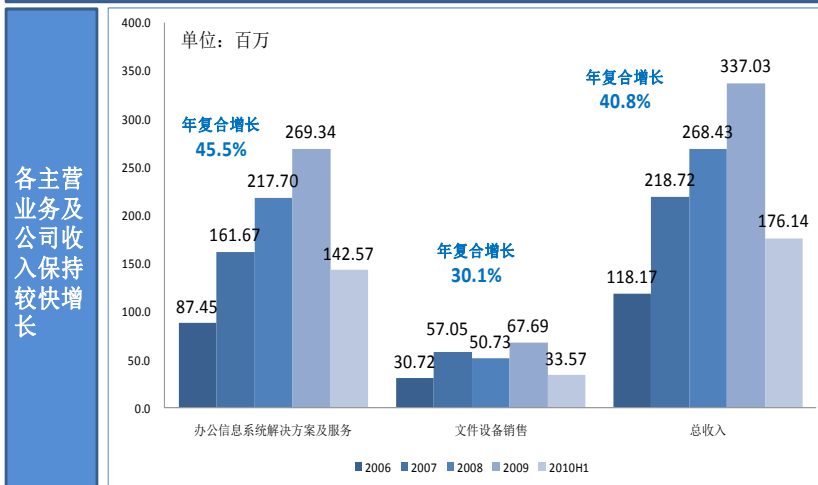
立思辰

## 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                        |
|------------|----------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|
| 文件管理外包服务   | 向客户提供办公文印系统的专业咨询与整合优化设计方案  | 降低印量、提升安全性、节省人力、提升办公效率、降低成本       | 政府、大中型企业，学校医院等公共领域          |
| 信息安全       | 打印、复印的监控和审计；数据信息安全         | 显著降低客户数据、文件泄密机会，提高安全等级            | 军工、政府、科研等高安全要求领域            |
| 视音频解决方案及服务 | 提供全面设计、实施、维护和视音频系统的管理与运行服务 | 减少差旅、提升沟通效率、提高系统的可用性和利用率、改善固定资产管理 | 各行业的企业级客户的视频会议、应急指挥、远程教育医疗等 |

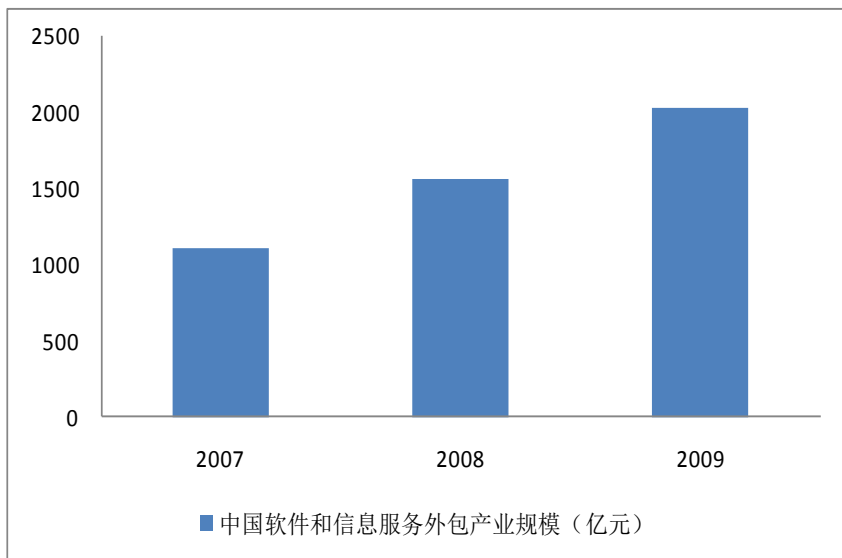
## 公司营业收入年复合增长43.5%

本土文件管理服务市场份额第一；受益信息安全的巨大市场；收购友网科技，打通了文件处理前后端；持续不断的商业理念创新；

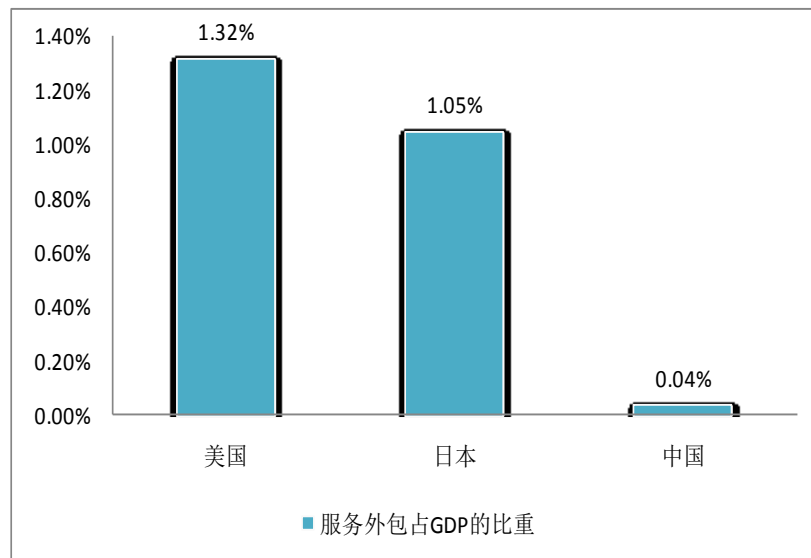


- 公司作为办公信息系统服务提供商，主要面向政府机构及大中型企事业单位，针对办公和业务流程中各类信息的流转和处理，以管理型外包服务为核心，提供办公信息系统解决方案及服务，协助客户降低办公成本，提高办公效率。
- 公司的业务收入来自三个部分：文件管理外包服务、信息安全和视音频解决方案及服务。其中，文件管理外包服务目前是利润主体；信息安全业务是最大亮点，未来将有爆发性的增长机会；视音频解决方案与服务与文件管理、信息安全相结合，提供一体化的办公信息服务。

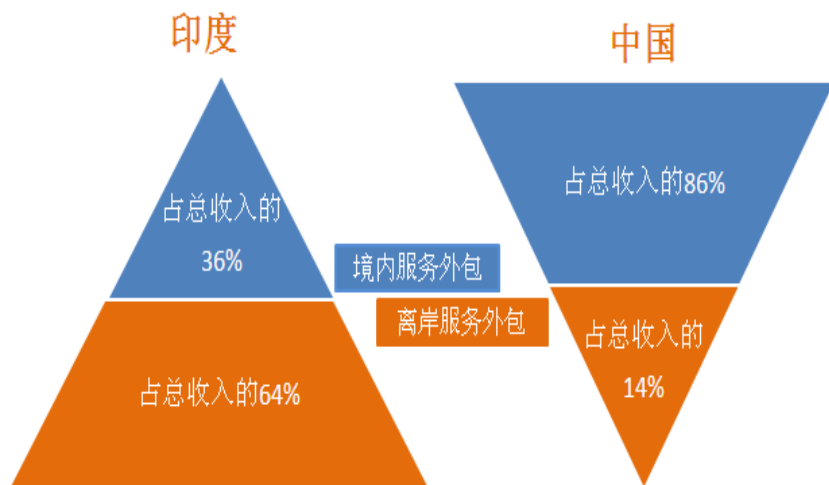
## 国内服务外包产业年均增长近30%



## 中国服务外包产业发展空间巨大

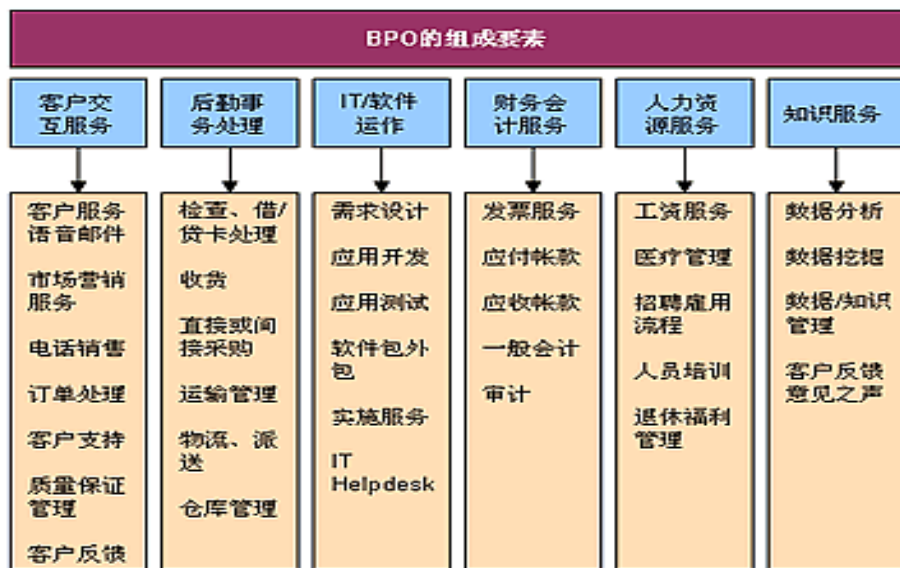


## 中国境内服务外包市场为本土企业提供广阔机会

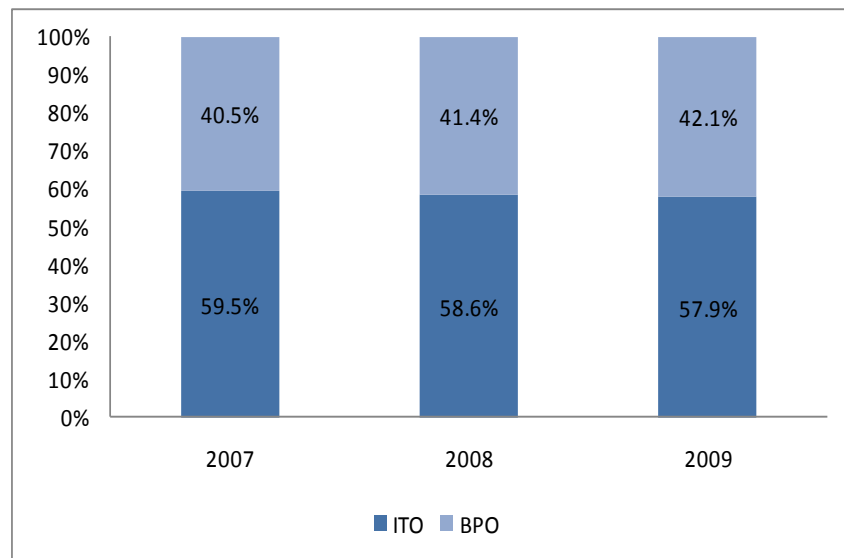


- 2009年，国内软件和服务外包产业规模达到2033.8亿元，比2008年增长了29.7%。但我国服务外包占GDP的比重只有0.04%，大幅低于美国的1.32%和日本的1.05%，市场空间巨大。不同于印度和爱尔兰，我国服务外包产业以内需为主。

## 业务流程外包（BPO）的组成分类



## 中国BPO市场份额逐年增大

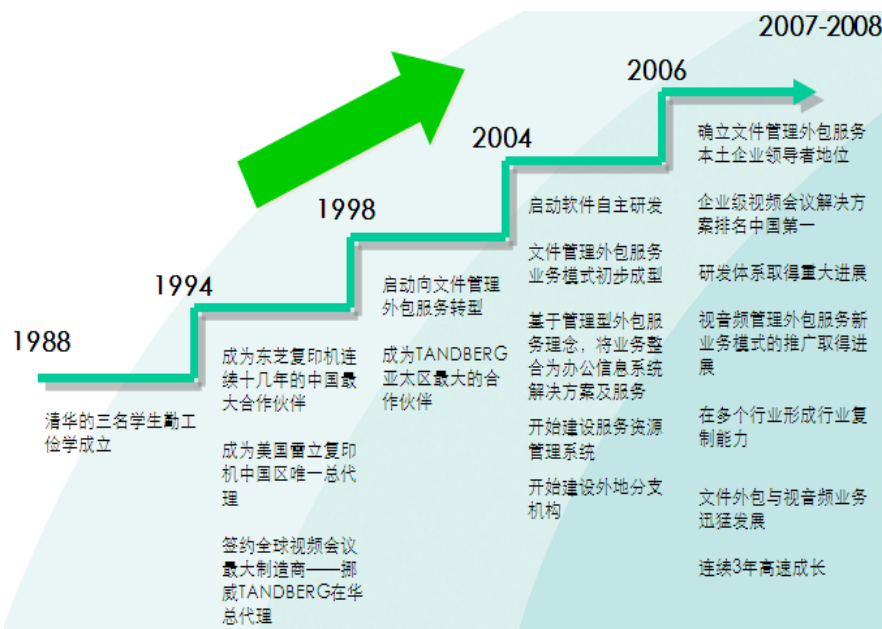


- 服务外包可以分为信息技术外包（ITO）和业务流程外包（BPO），信息技术外包着眼于解决企业的技术问题；业务流程外包则关注企业的工作效率，比ITO的服务层次更为深入，是未来5-10年服务外包产业的最大亮点及增长引擎。
- 成本因素是推进中国业务流程外包产业发展的决定力量。中国老龄化人口的比例逐年上升，已经达到8.3%；最近几年，劳动力成本大幅增加；以原油为代表的原材料成本大幅上涨；与此同时，持续增加的中国工业企业总资产回报率也在2007年出现下降拐点，这表明在成本压力下中国企业的盈利能力在下降。

## 文件外包为用户创造五大核心价值

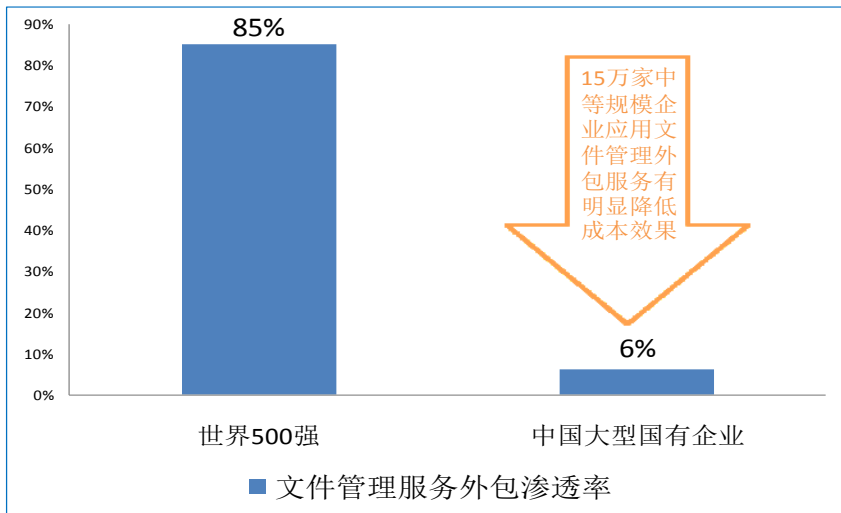


## 公司从卖设备到卖服务的转型

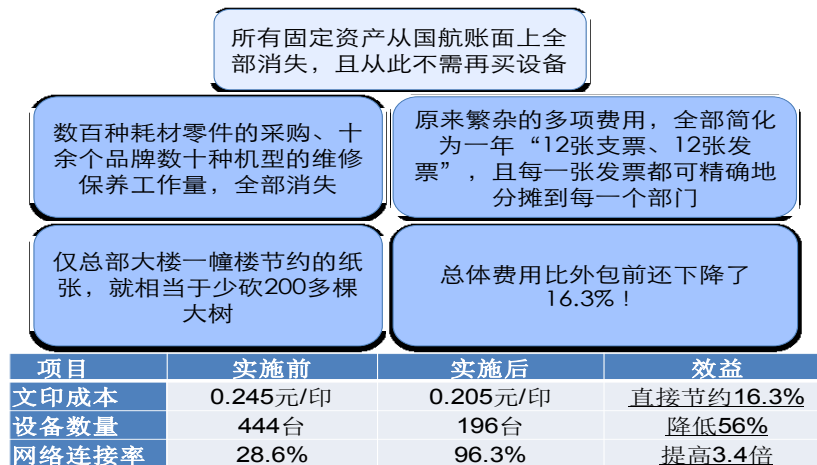


- 由于文件管理服务可以降低成本10%-30%，压缩印量20%，提高文件流转和管理效率，费用清晰化，因此这项服务在国外发达国家逐渐普及，特别是在世界级的跨国公司应用更加广泛。
- 立思辰把传统的以“销售”为核心的业务模式，逐步转化为以“服务”为核心的新型业务模式，从而进入服务外包市场。公司在过往传统设备销售业务开展中已积累的大量客户，为公司开展新模式服务提供了丰富的客户资源。

## 文件管理服务外包市场可以想象的千亿空间



## 公司的典型案例



## 业务模式的可持续性和不断增长的市场需求

### 市场需求不断增长

- 办公信息的管理需求长期存在并不断升级
- 外包模式的长期生命力
- 中国市场的巨大潜力
- 国家政策等宏观因素对办公信息系统服务模式的促进

### 办公信息系统服务模式自身的持续发展能力

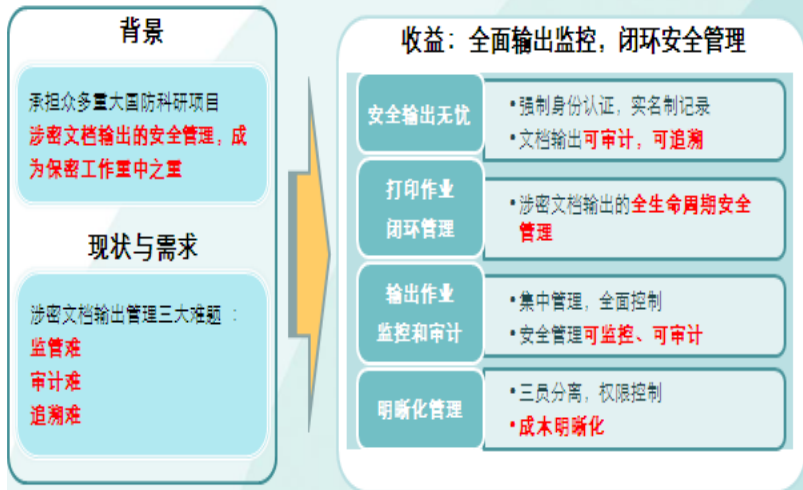
- 客户关系稳定，业务具有明显的累加效应
- 行业特征明显，业务有可复制性
- 业务易于延伸

- 有模式：可持续发展的业务模式。对于老客户来说，由于服务是长期的，每年有固定的收入，公司增长仅需要开辟新客户；同时，业务模式有很强的可复制性，利润率高。
- 有能力：文件服务外包的关键在于服务点，服务点的多少直接决定业务量的多少以及服务质量。依托募投项目形成从全国中心城市到区域性城市的遍布三线的服务网络，同时对其他只能区域性经营的竞争对手形成先发优势。

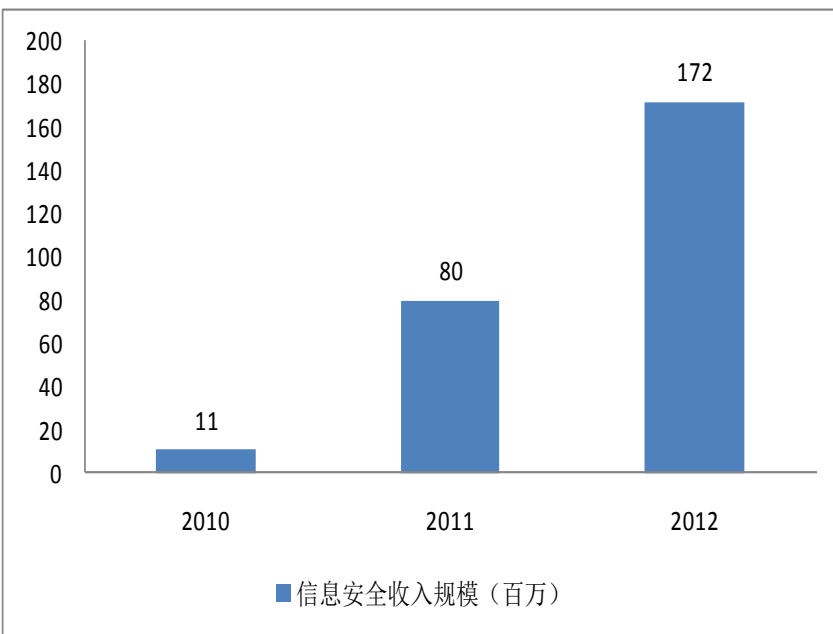


## 公司为客户实现全面的文件安全管理

实现了文档输出的**可监控、可审计和可追溯**，全面实现**涉密文件打印输出的全程安全管理**，安全管理水平迈上了新台阶，后期应用文件管理外包。

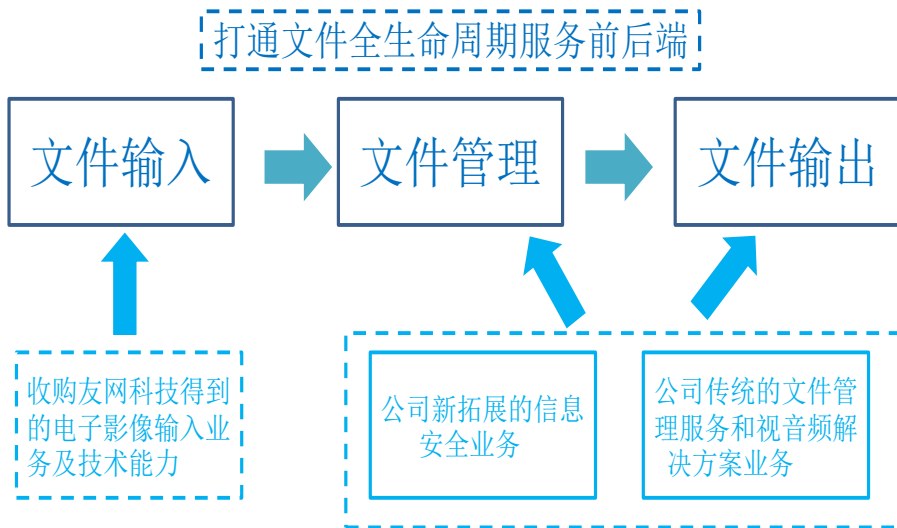


## 安全业务11年增速预计可达600%



- **行业资质方面：**目前，立思辰和美国施乐公司是国内最为专业和领先的文件管理服务企业。但是，由于文件安全的特殊性，因而外资企业基本不可能进入到这一市场领域，这是只有本土企业才能参与的市场；立思辰拥有涉密资质。
- **产品方面：**公司研发的文件打印复印安全监控与审计系统目前已经被国家发改委列入 **2010年** 国家高技术产业发展项目计划，并给予 **800万元** 的国家补助资金。该系统可以有效的减少客户的信息泄露，提升客户的安全等级。同时本土其他企业目前尚无类似成型产品。
- **市场推进方面：****2010年** 下半年开始市场推广，目前已在军工系统的多个研究院应用，并且获得用户的高度认可。在此基础上，公司未来将重点推进国防科研、军队、军工集团、政府领域的应用，预计未来**2-3年** 将是公司爆发性的利润增长点。

## 未来公司业务的良好协同

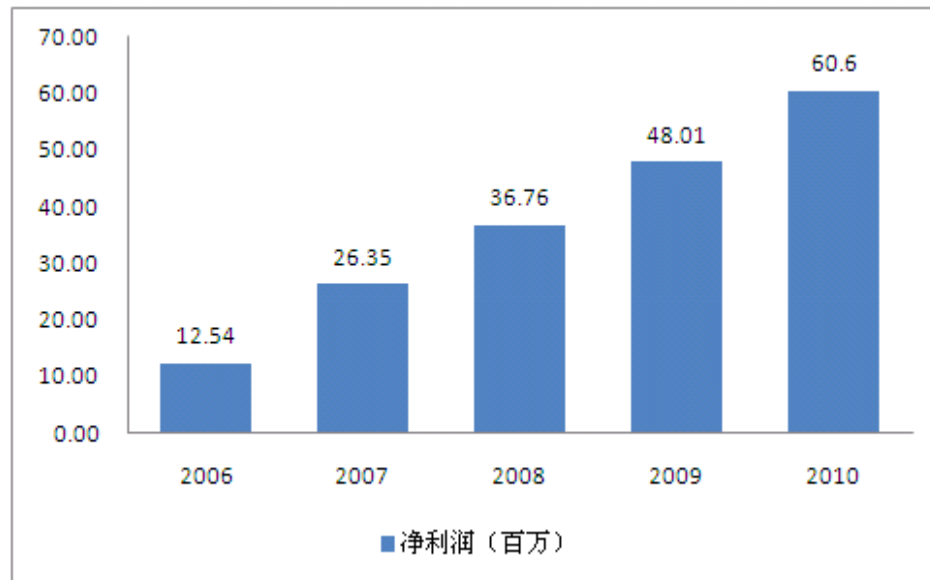


- 随着纸张文件、视频信息、语音信息、电子信息等四类办公信息的日益丰富和复杂化，且不同信息间的融合应用不断增加，办公信息系统服务的三个应用之间呈现出进一步融合的趋势。
- 通过友网科技的收购，公司得到了其电子影像解决方案及服务业务，并打通从文件生成、分发、存储、流转、管理、输出的全生命周期服务。由于每花1美元文件输出，需要9美元管理，因而公司极大的拓展了面临的市场空间。
- 公司将视音频解决方案服务与信息安全服务、文件管理服务相结合，在国内尚无可以提供相同服务的企业，因而公司可以更好的把握住办公信息系统一体化的发展趋势，分享这一发展趋势中的市场机会。

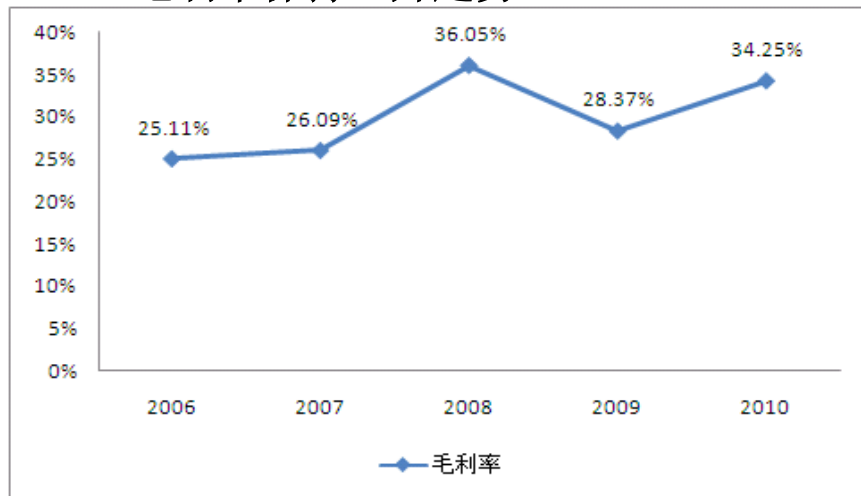
营业收入年均复合增长56%



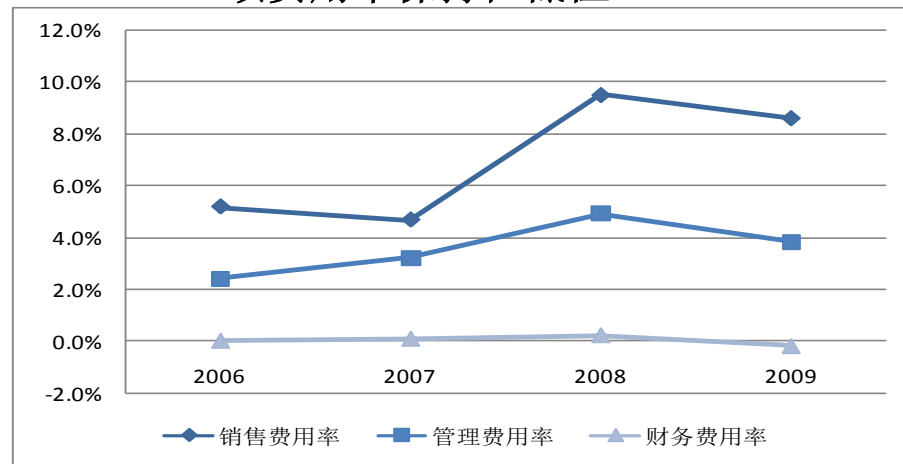
净利润年均复合增长69%



毛利率保持上升趋势



三项费用率保持在低位



## ➤ 收入预测、毛利率预测

- 文件管理服务11-12年收入增长率51%、55%。
- 信息安全收入增长率为600%、142%。
- 音视频解决方案业务未来2年增长38%、25%。
- 文件管理外包服务毛利率平稳。在未来随着市场占有率的不断提高，以及遍布全国的服务网络的建立，公司将保持此项业务利润的稳定性；信息安全的毛利率将逐步上升。未来随着公司文件安全产品的市场推广度加大，并以此形成的先发优势，与文件管理服务相结合，公司的议价能力将显著提升；音视频解决方案业务毛利率将逐步下降。市场的竞争在逐渐加剧，门槛相对不高，竞争者将会增多。
- 我们预测公司在2011-2012年将实现净利润 1.14 亿和1.80亿元，分别增长78.65%和54.60%。

- 估值
  - 相对估值：参考可比软件公司的平均市盈率，我们给出立思辰33元目标价，对应46X11年PE，33X12年PE。
  - 绝对估值：采用APV估值法，每股价值33.15元，对应46X11年市盈率，33X12年市盈率。
- 风险
  - 公司包括企业所得税和增值税优惠占净利润的20%左右，优惠政策发生变化，将对公司未来经营业绩产生一定影响。
  - 近年公司应收账款占流动资产的比例在20%以上，如果不加强对应收账款的管理，公司将面临流动资金周转的压力。
  - 市场对文件管理外包服务、视音频管理外包服务等新产品和新服务模式价值的认知程度有限，市场的增长速度还存在一定的不确定性。



国金证券  
SINOLINK SECURITIES

# 三热点给力公司转型

## — 太极股份研究报告



- 太极股份投资逻辑
- 关注点一：中电集团对公司有着更重要的定位，太极有望成为集团软件、服务资产重要的运作平台
- 新领导层上任有望带领公司快速发展
- 关注点二：新太极将通过加强咨询、软件开发、基础软件业务来实现利润率的根本性的提升
- 太极如何转型
- 关注点三：成长路径：云计算数据中心、应急管理系统、信息安全是公司未来最大的成长点
- 云计算、应急管理、信息安全三热点
- 财务分析

行业分析



业务分析



核心能力

短期

国家应急系统需求

中期

IT大项目咨询市场打开

长期

全系统整体架构服务

金牛业务

应急管理系统业务

明星业务

IT咨询

未来业务

信息安全、云计算数据中心

高端、优质的客户群

央企背景，国家队战略

丰富的大项目经验

投资目标

太极股份

## 公司大股东十五所拥有丰富的技术产品资源

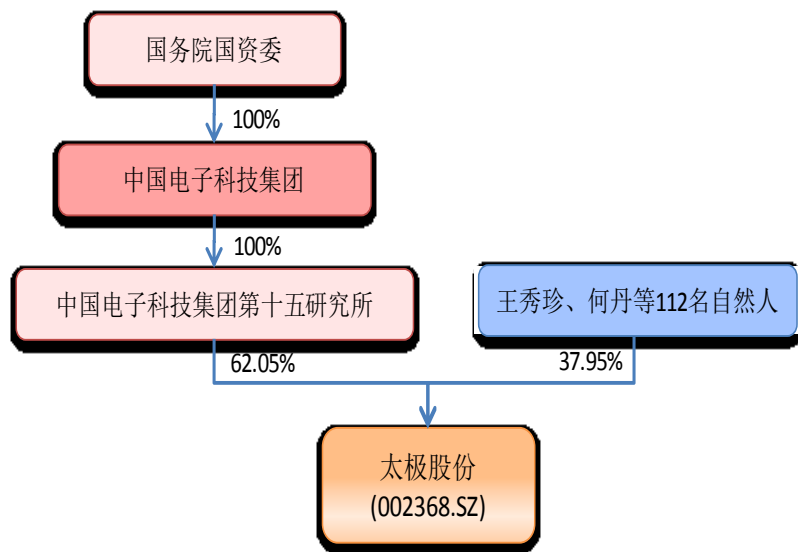
| 加固型产品类            | 网络通讯产品类                        | 软件、系统工程类             | 板卡产品类                      | 软件技术服务和咨询 |
|-------------------|--------------------------------|----------------------|----------------------------|-----------|
| 车载式综合工作台          | 10/100M以太网光纤收发器 TJ-FETR-10/100 | SysMC系统管理软件          | 155M ATM网络接口板 TJ-ANIC-155B | 软件技术管理    |
| NAV3000加固型卫星导航定位仪 | 智能千兆加固型以太网交换机 TJ-ES2412J       | 载人航天地面测控计算机系统        | 2/4路智能同异步串行接口板             | 软件和系统监理   |
| 便携式加固笔记本式计算机      | NV-2000系列网络视频矩阵                | 分散式计算机控制系统 TJDCS4000 | 大容量固态存储器                   | 软件第三方测试   |
| 直升机测重仪            | NV-Manager视频管理软件               | 高可用集群计算机系统 (HAC)     | 以太网接口板 TJ-ENIC-10/100Mb    | 咨询服务      |
| 安全计算机系统           | 4路E1到以太网数据转换器                  | 地理信息系统 GIS           | 磁盘数据加密钥匙                   | 项目管理系统    |

## 公司在集团内部有重要战略定位，是软件板块的重要承担力量

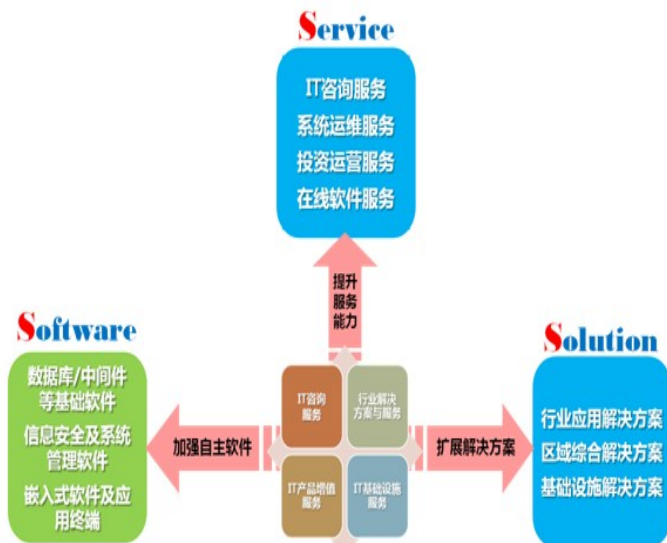
|      | 主营业务             | 营业收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 目前市值<br>(亿元) |
|------|------------------|--------------|-------------|--------------|
| 太极股份 | 软件服务、应急系统、IT咨询   | 16.80        | 0.62        | 50.36        |
| 华东电脑 | IT系统集成、网络建设、软件开发 | 10.29        | 0.06        | 47.12        |
| 四创电子 | 雷达产品             | 5.77         | 0.42        | 43.39        |
| 卫士通  | 信息安全             | 2.69         | 0.47        | 39.54        |
| 海康威视 | 安防视频监控           | 21.02        | 7.06        | 498.00       |

- 公司的大股东是中国电子科技集团第十五研究所，十五所目前主要从事军口型号研制、基础研究、国家科技攻关、军事指挥自动化、航天测控等重大军事应用项目的研究和开发，军转民计划是目前十五所正在实施的重要战略计划，即将十五所拥有的前沿国防技术进行一定改造和应用，运用到民用产品中。太极股份作为十五所的重要民用行业应用窗口，必将承接十五所的前沿技术和产品资源转移，受益最大。
- 目前公司业务主要分三块：行业解决方案与服务、IT产品增值服务、IT咨询服务。行业解决方案与服务以及IT产品增值业务是公司长期以来发展的主业，在行业内有IT服务国家队之称；IT咨询业务占比较少，是公司未来发展重点之一，预计近三年咨询收入每年增速将达到100%，由于可以实现58%毛利率，有利于提升公司整体利润率。

## 管理层有动力带领公司长期高速发展

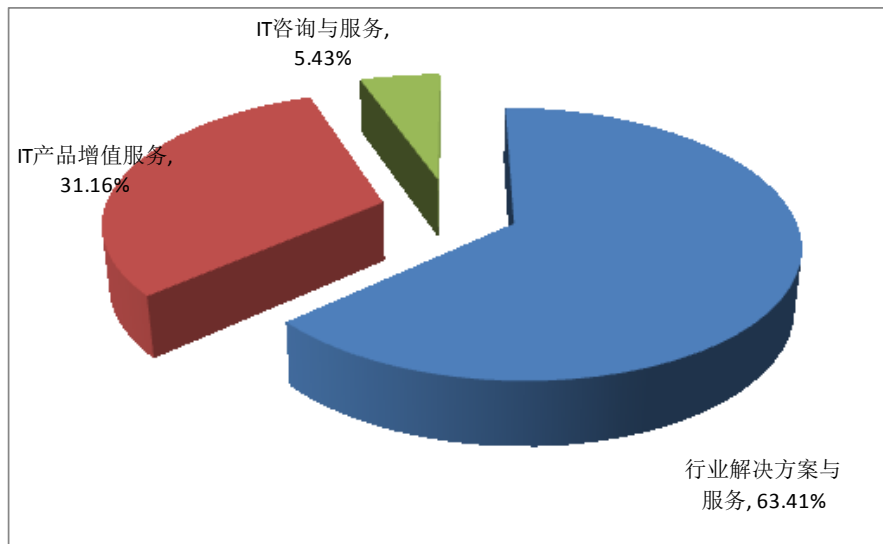


## 公司未来的发展思路

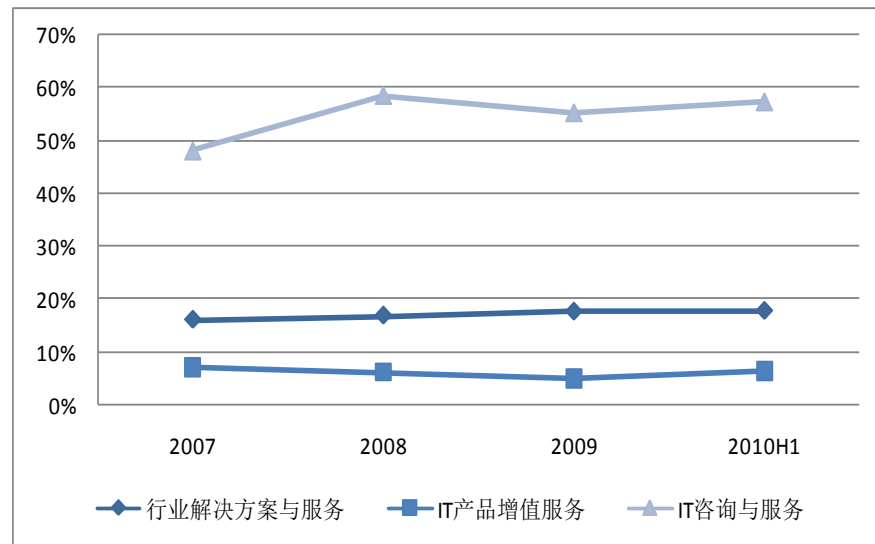


- 由于国有企业的规律，新任领导往往会对公司带来新的发展动力和压力。比如华东电脑，游小民上任后置入华讯网络资产；卫士通，李学军的履新，推出了卫士通的安全云计划；新领导也使中兵广电实现了资产的重新改组。因此，我们有理由相信，太极股份新任领导会给公司未来资产、业绩、市值带来良好的期待。
- 公司新的管理层上任后，对公司的未来发展思路进行了较大的调整，确定了三个核心，即加强自主软件、提升服务能力、扩展解决方案，突出基础软件、软件开发、IT咨询的发展方向。

### 目前公司收入行业解决方案占比最大



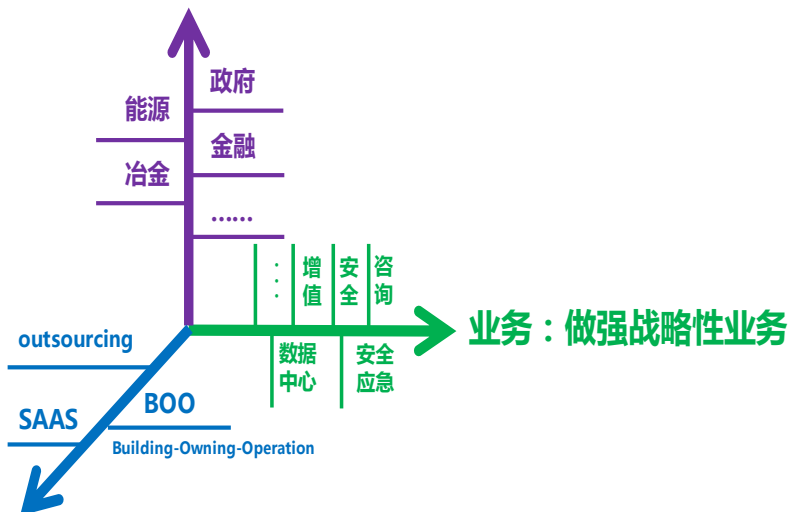
### IT咨询业务毛利率较高



- **为什么转型？** 目前公司的营业收入结构中，占收入的绝大部分是来自于行业解决方案与服务，这一块收入占**63.41%**；IT产品增值服务收入占**31.16%**；IT咨询占**5.43%**。从毛利率的角度来看，IT咨询的毛利率较高为**57.39%**，行业解决方案与服务的毛利率可以达到**17.78%**，而IT产品增值服务的毛利率只有**6.37%**。
- 从行业整体发展的角度来看，系统集成行业面临收入规模大、利润率低的问题。原因主要是：第一未来以关系为中心的销售模式的变为以服务为中心的销售模式，系统集成方案的可替代性大；第二行业内厂家多、竞争激烈，价格战成为主流；三上下游企业议价能力大，利润空间越来越薄。

## 新太极的业务体系

行业：聚焦战略性行业



商业模式：创建新的盈利模式

## 新太极的三大基础业务



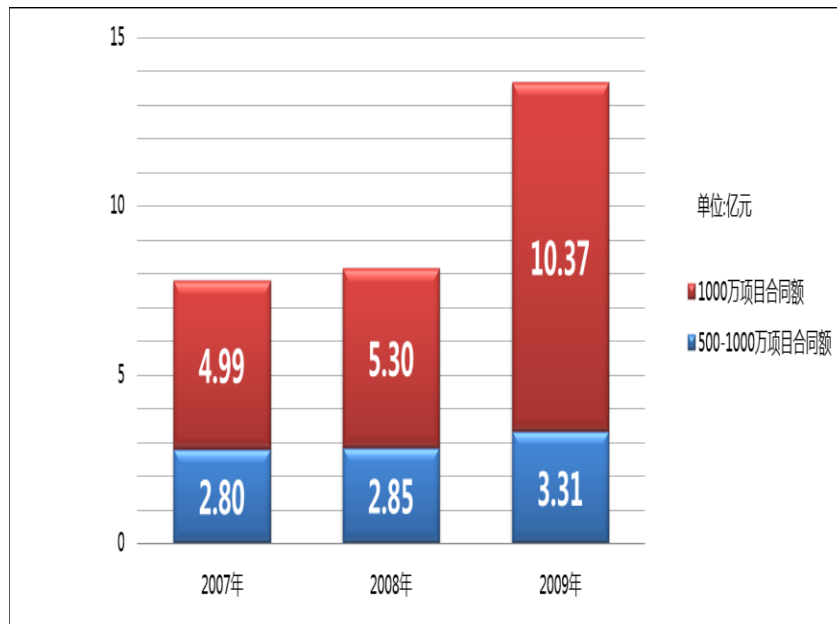
- 新太极将聚焦IT咨询、软件开发、基础软件三大核心业务。从全球IT产业的发展趋势，以及知名成功IT厂商的发展道路来看，咨询服务、基础软件、行业信息化是未来IT企业升级转型的主流。公司依据自身良好的产业优势和技术基础，顺应了这一潮流，转型的成功将使公司跨入新的发展轨道并带来巨大的收益。
- 公司将把分布在政府、能源、冶金、金融等行业重要的客户作为优先发展的重点，加大投入；同时发展云计算等新兴技术产品；做大做强自己的信息安全和应急响应系统业务。



优质客户、央企背景、大项目经验是最大保证



公司大项目收入逐年上升



- 经过多年的行业耕耘，公司已经在政府、金融、能源、冶金、公共事业等领域建立了深厚的客户关系，同时所服务的客户也是在上述领域中的领导企业或单位。这样的先天优势，为公司未来进一步拓展新业务提供了良好的基础。
- 同时，背靠母集团中电集团，依托央企背景，公司一直承担着各个服务领域内重要客户的大项目。丰富的大项目经验，则是公司未来战略发展的有效支撑。

## 云计算：依托强大的客户优势，做大做强

- 目前，公司的云计算业务主要是集中在数据中心这一块。公司的数据中心目前主要是应用在政府领域。公司云计算战略的有效实施则是建立在自身强大的客户基础之上的。目前，公司的云计算服务在政府领域有了成功的应用，未来将极具推广性。

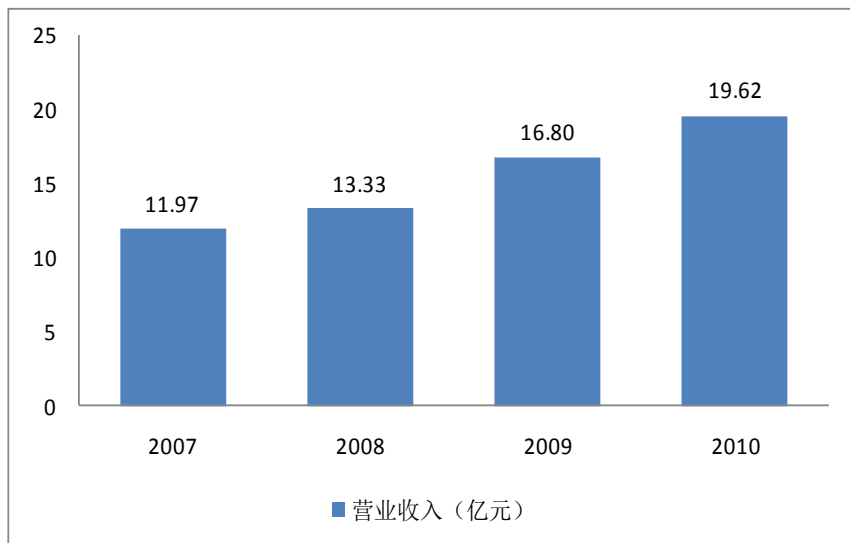
## 应急管理是一个万亿市场规模的平台

- 目前公司已为十几个省做完规划，明年开始实施。应急管理系统，可复制的部分有70%。从而在实施中节约了成本，使得利润率较高。同时应急管理系统一旦中标，则硬件等采购也归该中标公司。整个系统的建设期是3-5个月，此后还有维护收入。全国300多个市，每个市都投3000万，市场巨大。因此我们预计明年公司这块业务收入将出现爆发性增长。

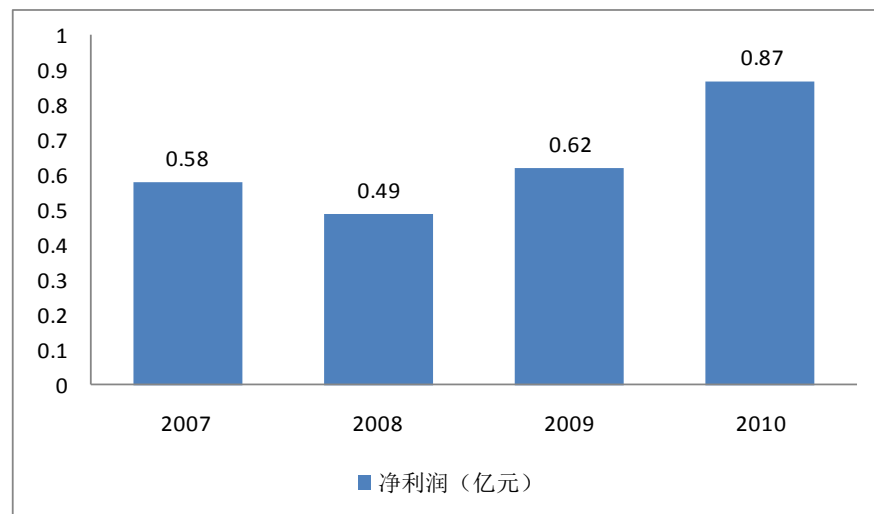
## 信息安全：高速增长，市场空间巨大

- 公司的信息安全产品和服务主要是针对大型企业。公司的各个行业的大型企业客户是公司信息安全产品和服务的重要需求方，这是公司相对于其他信息安全厂商的客户优势的体现。同时，依托自身整体IT服务优势，公司可以提供包括信息安全产品，安全规划和咨询等一系列解决方案。

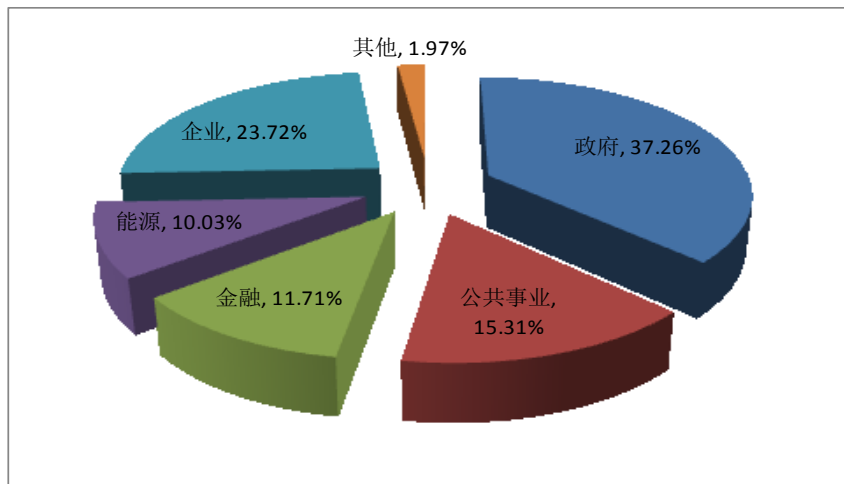
2010年营业收入增长16.79%



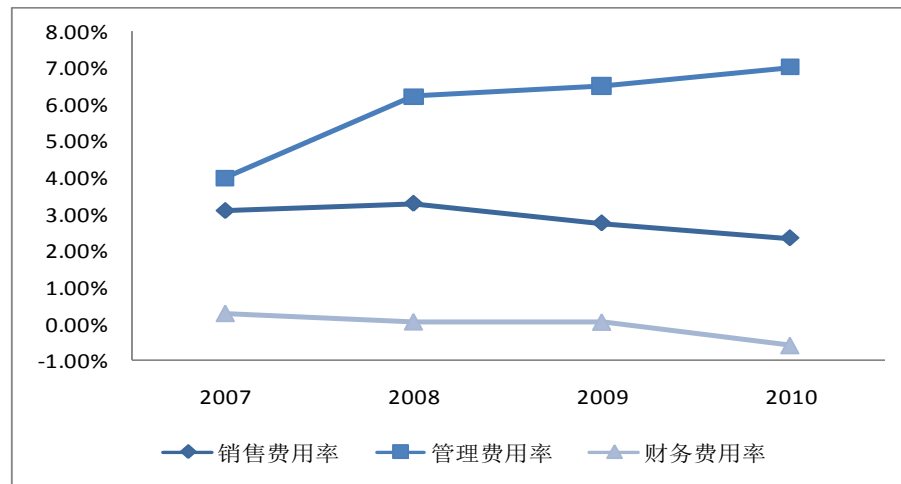
2010年净利润增长41.70%



来自于金融、能源行业收入比例扩大



销售费用率略上升，管理财务费用率下降



- 行业重点公司简析

| 股票名称 | 11年EPS | 12年EPS | 11年P/E | 12年P/E | 11-12PEG | 推荐理由                         | 预期未来半年股价上涨的催化剂              | 风险点                |
|------|--------|--------|--------|--------|----------|------------------------------|-----------------------------|--------------------|
| 广联达  | 1.10   | 1.60   | 29.37  | 20.19  | 0.65     | 三项行业第一，行业确定性最强复合50%以上增长公司    | 外延发展，项目管理超预期，行业政策执行超预期      | 政策性风险              |
| 榕基软件 | 1.27   | 2.02   | 29.98  | 18.85  | 0.51     | 三年复合60%增长                    | 协同管理环保等部委横向延伸，食品安全领域项目进展超预期 | 项目执行进度风险           |
| 四维图新 | 0.74   | 1.15   | 40.46  | 26.10  | 0.74     | 智能手机、并购、业绩高速增长               | 智能手机、并购业绩高速增长               | 小非解禁               |
| 立思辰  | 0.47   | 0.70   | 30.00  | 20.00  | 0.60     | 募投项目达产超预期，信息安全相关产品爆发性增长      | 军工资质、信息安全资质，行业标准领头拟定        | 军工、军队产品进度          |
| 顺网科技 | 0.57   | 0.87   | 41.36  | 26.93  | 0.77     | 业绩弹性大、估值弹性大                  | 游戏联营、三线分成比例可能超预期，股权激励预期     | 网吧市场下滑以及单个用户价值提升困难 |
| 华力创通 | 1.06   | 1.59   | 38.20  | 25.47  | 0.76     | 北斗业务超预期增长，终端、芯片、射频储备齐全       | 北斗、股权激励完成后释放业绩              | 北斗进度低于预期           |
| 太极股份 | 0.65   | 0.91   | 29.38  | 20.99  | 0.73     | 潜力较大、母公司有超越性发展预期和要求，基础软件资源整合 | 人大金仓数据库中间件资产、应急系统           | 净利率提升慢于预期          |

|      |      |      |       |       |      |                         |                   |            |
|------|------|------|-------|-------|------|-------------------------|-------------------|------------|
| 超图软件 | 0.85 | 1.26 | 31.60 | 21.32 | 0.66 | 天地图受益方、地图技术优势、水利数字城市大爆发 | 地理信息行业机会，预期行业保护政策 | 人员费用上升     |
| 川大智胜 | 0.82 | 1.16 | 46.85 | 33.12 | 1.13 | 空中流量、空运系统的超预期，低空开放      | 低空开放              | 低空开发进程     |
| 启明信息 | 0.38 | 0.65 | 28.00 | 16.37 | 0.39 | 汽车电子超预期                 | 汽车电子超预期           | 海外认证进程     |
| 卫士通  | 0.55 | 0.78 | 29.04 | 20.21 | 0.67 | 信息安全主题投资机会              | 30所资产注入，行业并购预期    | 管理团队整合力度   |
| 软控股份 | 0.80 | 1.11 | 27.45 | 19.78 | 0.71 | 业绩稳健性                   | 海外业务超预期           | 海外业务周期     |
| 迪威视讯 | 0.87 | 1.36 | 27.14 | 17.43 | 0.49 | 公安政府相关行业需求旺盛，公司接大项目能力增强 | 大订单、外延发展          | 行业因素       |
| 易华录  | 0.98 | 1.50 | 26.88 | 17.56 | 0.51 | 智能交通领域技术能力最强公司，央企背景     | 大订单、外延发展          | 行业因素       |
| 用友软件 | 0.67 | 0.92 | 30.66 | 22.33 | 0.82 | 股权激励行权条件                | 中报到行权的基本面反转       | 激励无法行权     |
| 航天信息 | 1.19 | 1.41 | 21.18 | 17.87 | 1.15 | 估值较低                    | 集团内收购预期           | 收购规模进度低于预期 |
| 威创股份 | 0.41 | 0.55 | 27.34 | 20.34 | 0.79 | 技术实力较强，平台建设应用广泛         | 无                 | 产能瓶颈       |
| 新北洋  | 1.04 | 1.54 | 33.74 | 22.79 | 0.70 | 自主研发能力较强                | 无                 | 高铁应用       |



- 影响软件行业六大政策

|        | 旧18号文                                                           | 新18号文                                                                                     |
|--------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 财税政策   | 2010年前按17%的法定税率征收增值税、新企业所得税“两免三减半”、自用设备免征关税和进口环节增值税             | <b>免营业税</b> 、新企业所得税“两免三减半”、根据产业技术进步情况符合条件的企业所得税 <b>“五免五减半”</b>                            |
| 投融资政策  | 鼓励软件产业风险投资、建立软件园、安排预算内基本建设资金、支持软件企业境外上市和创业板优先上市                 | <b>支持跨地区重组并购</b> 、设立股权投资基金或创业投资基金、引导社会资金投资、支持软件企业拓宽直接融资渠道、 <b>推动软件企业利用知识产权等无形资产进行质押贷款</b> |
| 研究开发政策 | 支持开发重大共性软件和基础软件，包括操作系统、大型数据库管理系统、网络平台、开发平台、信息安全、嵌入式系统、大型应用软件系统等 | 重点支持基础软件、面向新一代信息网络的高端软件、工业软件、数字内容相关软件、关键应用软件、鼓励软件企业大力开发软件测试和评价技术                          |
| 进出口政策  | 软件自营出口权、海关提供便捷服务、简化人员出入境审批手续、对软件产品出口实行不同于其他产品的外贸、海关和外汇管理办法      | 进口质检海关提供提前预约服务、软件出口政策性金融机构提供融资和保险支持、 <b>支持企业“走出去”、大力发展国际服务外包业务</b>                        |
| 人才政策   | 建立软件人才培养基地和软件学院、人才落户、进修培养                                       | 完善期权、技术入股、股权、分红权等多种形式的激励机制、引进高层次人才、积极开辟国外培训渠道                                             |
| 知识产权政策 | 鼓励软件著作权登记、加大打击走私和盗版软件的力度                                        | 凡在我国境内销售的计算机所 <b>预装软件必须为正版软件</b> 、全面落实政府机关使用正版软件的政策措施                                     |
| 市场政策   | 优先采用国产软件系统、重大工程优先由国内企业承担                                        | <b>鼓励政府电子政务和数据处理业务外包</b> 、鼓励大中型企业信息业务机构剥离、反垄断、在各级政府机关和事业单位 <b>推广符合安全要求的软件产品</b>           |

|      | 十五规划              | 十一五规划           | 十二五规划                           |
|------|-------------------|-----------------|---------------------------------|
| 发展   | 扩大基建与应用同步, 缺乏统一规划 | 重要活动带动的城市轨道交通发展 | 完善国家公路网、加快城际干线建设、科学制定城市轨道交通技术路线 |
| 投资逻辑 | 概念                | 概念              | 业绩和市场规模提升                       |
| 关注点  | 政策内容和时点           | 解决方案评估          | 增量收益的大小                         |

|      | 短期2011-2012       | 中期2012-2013        | 长期2013-2015       |
|------|-------------------|--------------------|-------------------|
| 分析逻辑 | 移动支付、物联网、云计算、IPV6 | 政府、金融、电信、能源投资重点    | 信息安全作为独立的系统解决方案   |
| 投资逻辑 | 硬件更新：防火墙等安全产品升级换代 | 平台更新：基于服务模式的信息安全方案 | 模式更新：全面实现信息安全等级保护 |
| 催化剂  | 2011年工信部的工作重点     | 战略性信息产业、军口订单       | 新上市公司形成板块效应，并购效应  |

- 十二五规划政策：实施信息安全等级保护、风险评估等制度，加强信息网络监测、管控能力建设，确保基础信息网络和重点信息系统安全

电子政务

服务平台

海量数据

基于国产CPU/OS的服务器研发与应用推广

国产软硬件在数控/工业控制装置中的应用与推广

党委中央及地方办公信息系统应用研究及示范工程

基于国产软硬件的数字电视终端解决方案及样机研制

基于“十一五”期间本专项CPU和OS相关课题的成果，突破国产CPU和国产OS的优化适配和集成技术，研制服务器主板和整机系统，并实现小批量应用。

研制采用国产CPU的数控/工业控制装置和配套系统软件，实现国产软硬件在数控/工业控制装置中的小批量应用

突破基于国产CPU和基础软件的系统集成、应用迁移和优化技术，研制和建立基于国产CPU和国产基础软件的中央党委机关办公信息系统及应用示范。

提出基于国产高性能嵌入式CPU的数字电视SoC、嵌入式软件平台和新型数字电视终端软硬件解决方案，推动国产芯片和软件的规模化应用。

基于国产CPU/OS的数字档案信息系统应用研究及示范工程

基于国产CPU/OS的办公信息系统应用方案评测及规范研究

大型网络应用及服务  
平台研制与示范

智能海量数据资源  
应用服务研发

针对省级以上数字档案馆的建设需求，应用迁移和优化技术，研制和建立基于国产CPU和国产基础软件的数字档案馆信息系统及应用示范，形成面向省级以上数字档案馆的重大国产软硬件应用解决方

搭建和研制基于国产CPU和国产基础软件的办公信息化示范系统的测试环境、工具和用例，承担办公信息化应用系统评测工作

开展大型网络应用及服务平台研发和示范应用，解决支持系统资源配置、用户资源整合、第三方应用汇集的开放体系结构和软件平台关键技术。

完成智能海量数据资源应用服务平台的关键技术攻关和方案设计，研制海量数据整合与应用服务示范系统，开展公众服务，支持千万量级用户规模。

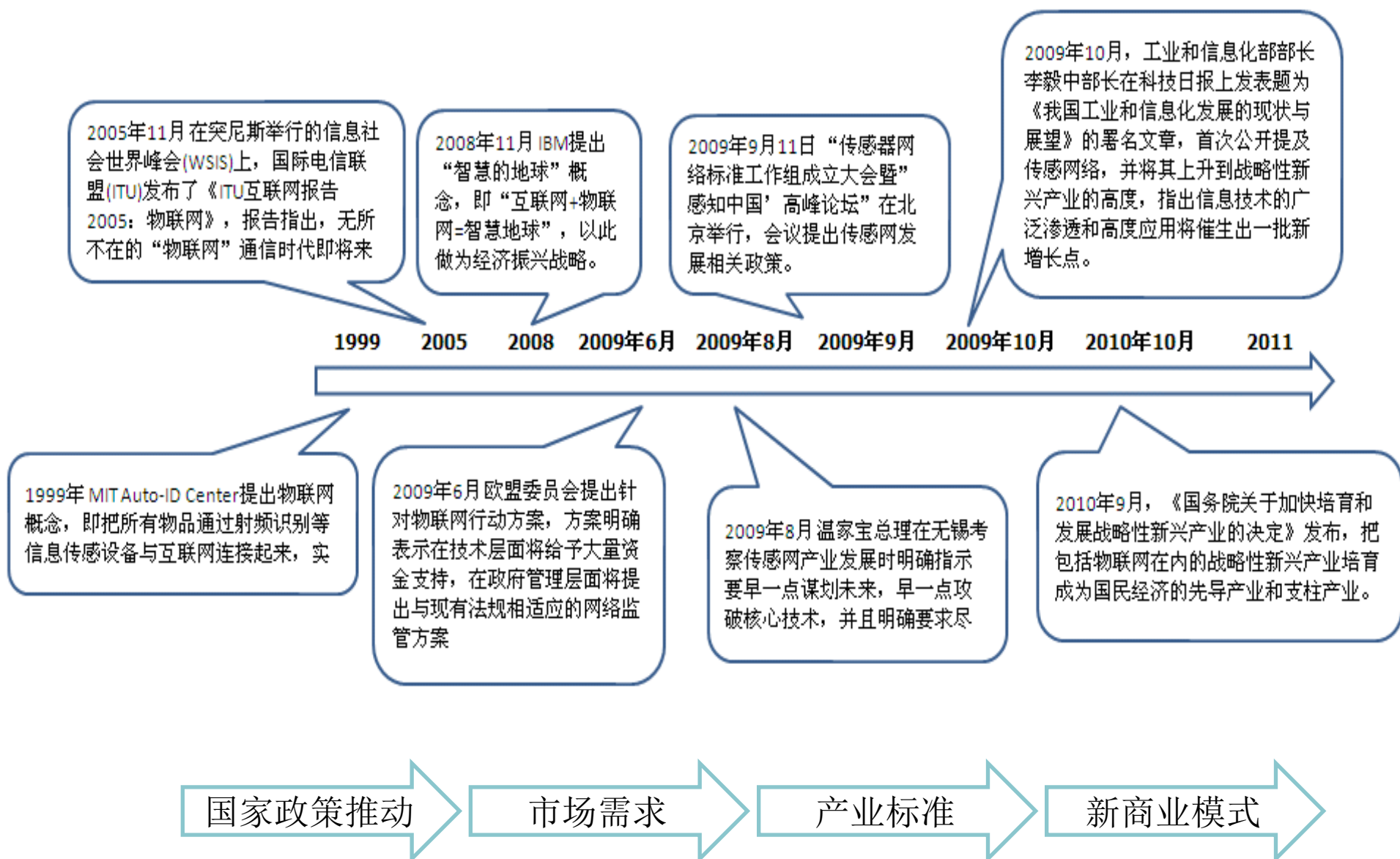
十二五规划指出云计算是国家发展新一代信息技术重点之一

工信部制定云计算产业标准

各地出台鼓励云计算产业发展的支持政策及规划

|    | 规划情况                                                | 金额                        | 方式                                                                  | 计划                                                                                                                                                                                                                      | 具体措施                                                                                                                                               |
|----|-----------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京 | 北京正式启动“祥云工程”行动计划,力争到2015年,形成500亿元产业规模,成为世界级云计算产业基地。 | 500亿元产业规模,并带动2000亿元的产业链规模 | 1. 成立了中关村云计算产业联盟,联盟是由联想、中国移动研究院、百度、神州数码、用友、金山等发起成立。2. 实施“祥云工程”行动计划。 | 第一阶段: (2010-2012) 计划完成云计算产业链整体布局, 推动建设标志性示范应用工程, 基本形成技术、产业、应用一体化发展, 聚集一批全国领先的云计算企业, 推广一批高标准、高效能、高可用、低成本的云服务和云应用。<br><br>第二阶段: (2013-2015) 计划实现云计算产业化发展, 形成500亿元的产业规模, 争取带动产业链规模达到2000亿元, 推动云应用水平居世界前列, 使北京成为世界级云计算产业基地。 | 1、建设坚实一流的信息技术基础设施服务平台(IaaS, “基础云”);<br><br>2、扶植统一开放的云计算软件开发与应用环境服务平台(PaaS, “平台云”), 鼓励自主创新发展平台软件; 3、推进创新融合的各种专业性、行业类云服务平台建设(SaaS, “应用云”), 培育云计算产业链。 |
| 上海 | 经过三年努力实现在云计算产业领域“十百千”发展目标                           | 1000亿元产业链规模               | 推进《上海推进云计算产业发展行动方案(2010—2012年)》                                     | 1、培育十家年经营收入超亿元的云计算技术与服务企业, 建设十个面向城市管理、产业发展、电子政务、中小企业服务等领域的云计算示范平台; 2、推动百家软件和信息服务业企业向云计算服务转型; 3、带动信息服务业新增经营收入千亿元, 努力将上海建成全国云计算技术与服务中心。                                                                                   | 具体为云计算13个项目, 共计投资31亿元。(13个项目尚未披露, 主要包括云计算基础设施、云计算基础平台、云计算应用平台建设、产学研用合作等一批云计算重点工程)                                                                  |





- 投资策略、地图、时钟
- 行业情况：政策、基本面、季节性、供需分析
- 北斗地理信息专题
- 公共安全专题
- 智能交通专题
- 个股推荐：
  - 第一梯队迪威视讯、易华录、超图软件、广联达、太极股份、立思辰
  - 第二梯队：榕基软件、用友软件、软控股份；长期投资四维图新、启明信息、顺网
- 国金软件投资板块
- 六大行业政策对比

### 负责领域

- 负责计算机软硬件行业,专注主题、策略、成长股

### 研究成果

- 熟悉行业内上市公司,把握行业趋势,迅速引领和判断行业热点
- 通过专题、公司报告、公司点评进行密切跟踪

### 代表之作

- 《云计算是今后3-5年内的技术革命》系列报告
- 《浪启中华-战略性新兴产业》
- 《地理信息行业面临长期投资机会》系列报告
- 《软件行业下半年策略-八仙过海,各显神通》
- 《广联达-建筑行业wind,面临项目管理大空间》
- 《四维图新-天地图塑造地图领域新百度》
- 《下一个千亿市场-汽车物联网》
- 《卫士通-超级网银引爆万亿支付大市场》
- 《太极股份-IT咨询提利润,外延发展扩空间》
- 《立思辰-安全为剑,服务为盾,跨越新平台》

### 教育从业背景

- 国金证券
- 甲骨文(中国)战略咨询部
- 美国佐治亚理工大学公派生
- 毕业于北京大学
- 通信与信息系统硕士、应用数学、经济学学士



### 研究理念

百花落尽春无尽,山自高兮水自深



国金证券

SINOLINK SECURITIES

# 敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 易欢欢

电话: (8621)61038267

邮箱: [yihh@gjzq.com.cn](mailto:yihh@gjzq.com.cn)

MSN: [yisiyuan@gmail.com](mailto:yisiyuan@gmail.com)