

超图软件(300036)

信息化建设带来腾飞良机

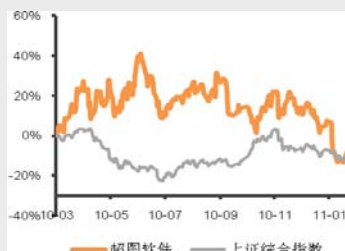
推荐（维持）

现价：31.25 元

主要数据

行业	计算机应用服务业
公司网址	www.supermap.com
大股东/持股	钟耳顺/16.9%
实际控制人/持股	钟耳顺/16.9%
总股本(百万股)	75.0
流通 A 股(百万股)	19.0
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	28.4
流通 A 股市值(亿元)	7.2
每股净资产(元)	6.3
资产负债率(%)	6.2

行情走势图



相关研究报告

GIS行业报告：产业发展加速迎来投资机遇
(2010.3.25)

超图软件中报点评：技术研发与强化营销并举，业绩持续增长可期(2010.8.6)

研究员

刘武 S106020909018
0755-22627860
liuwu@pingan.com.cn

投资要点

■ 近期事项：

公司发布 2010 年业绩快报：实现营业收入 2 亿元，同比增长 31.4%；净利润 4500 万元，同比增长 42.8%；EPS0.6 元。同时公司公布股权激励草案，拟激励对象 125 人，行权价 28.45 元/股，共 200 万份，占总股本的 2.67%。结合 3 月 4 号举办的投资者见面会了解的信息，我们认为：政府信息化进程提速及综合性提高，为 GIS 行业发展提供强劲动力，超图依托自有核心技术、高性价比产品以及日益完善的营销渠道，迎来加速发展的良机，盈利能力不断增强。

■ 政府信息化建设的新动向促进 GIS 行业发展：

政府信息化新动向体现两个方面：①进程加快，②综合性大大提高。数字城市第一批建设 50 家，第二批 100 家；以往的某个部门单独实行，转变为以信息办为牵头单位，多部门联合实行，如数字城市+水利+环境+应急建立综合性信息管理平台。因此，信息化项目的规模越来越大，复杂程度也大大提高，既促进了行业发展，更有利于像超图这样掌握核心基础软件平台技术的公司。2010 年，公司无论签单数，还是单笔合同金额都大大提高。

■ 公司竞争优势突出，有望加速发展

竞争优势包括：①自主开发的 GIS 基础平台技术，②高性价比的产品，性能上只有 esri 堪比，但价格要比 ESRI 低 20-30%；③建立覆盖二线城市的营销和技术支持网点。在四季度，公司收入 8700 万元，同比增长 47.5%；净利润 3140 万元，同比增长 124%。2011 年，预计数字城市保持稳定增长，而新领域如水利、环保、统计等将提供增长的主动力；更长期来看，在线地理信息运营和海外市场开拓成为增长的发动机。

■ 盈利预测与估值：

股权激励尘埃落定，公司长续发展更有保证。上调 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 0.6 元，0.83 元和 1.20 元，对应 2011 年 2 月 25 日的收盘价 31.25 元，PE 分别为 52 倍，38 倍和 26 倍，维持“推荐”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万)	127.6	152.8	202.3	289.4	400.3
YoY(%)	65.3%	19.7%	32.4%	43.1%	38.3%
净利润(百万)	20.2	31.5	45	62.3	90.3
YoY(%)	1.8%	56.0%	42.7%	38.5%	44.9%
毛利率(%)	56.8%	58.9%	64.4%	64%	64.5%
净利率(%)	15.8%	20.7%	22.2%	21.5%	22.6%
ROE(%)	18.8%	6.5%	8.8%	10.6%	12.9%
EPS(摊薄/元)	0.27	0.42	0.6	0.83	1.2
P/E(倍)	115	74	52	38	26

正文目录

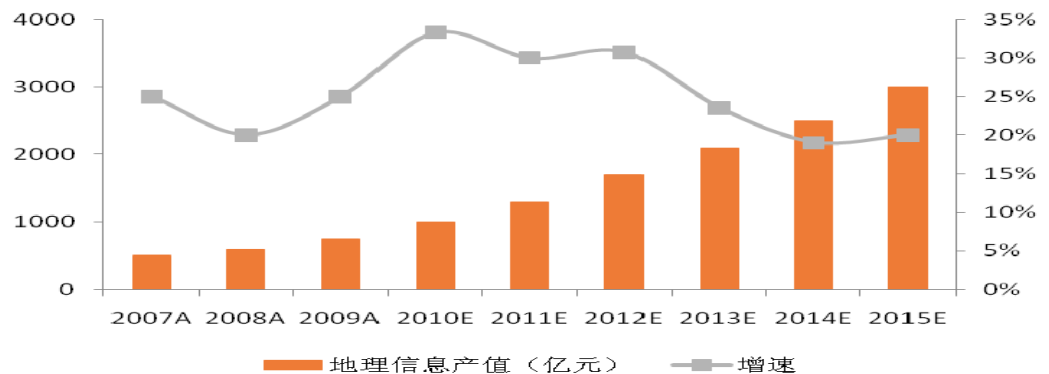
正文目录.....	2
一、GIS 产业介绍.....	3
1.1 产业规模大，目前产值集中在上游.....	3
1.2 GIS 软件平台发展空间巨大.....	3
1.3 商业和大众应用将为 GIS 平台打开空间.....	4
二、超图软件：国内 GIS 软件平台领导者.....	4
2.1 公司介绍.....	4
1.2 核心竞争力：技术+产品+营销体系.....	5
1.3 政府信息化建设的新动向促进公司加速发展.....	6
1.4 盈利能力不断增强.....	6
1.5 基本面良好，前景光明.....	6
三、盈利预测和评级.....	7
3.1 盈利预测.....	7
3.2 公司发展的一些讨论.....	7
3.3 投资评级：维持“推荐”.....	8

一、GIS 产业介绍

1.1 产业规模大，目前产值集中在上游

地理信息产业规模大，国内产值上千亿元。我国地理信息产业多年来发展速度保持在 20% 以上，从 2006 年的约 400 亿元发展到 2009 年的 750 亿元；未来五年，仍将保持快速发展，预计到 2015 年实现产值 3000 亿元，拉动相关产业产值增长超过 1 万亿元，成为国民经济的支柱产业。

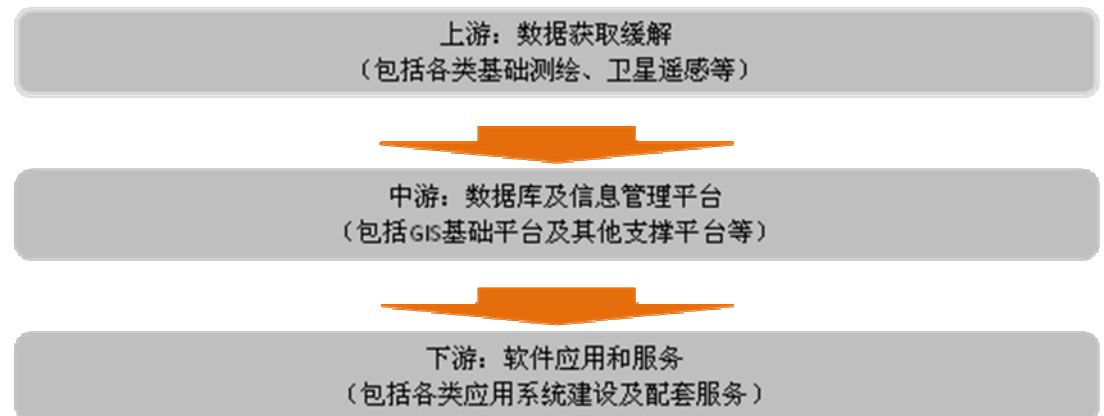
图表1 地理信息产业发展迅速 单位：亿元，%



资料来源：平安证券研究所整理

上游：数据获取，包括人工测绘、卫星、飞机测绘等；中游：数据库及地理信息管理平台软件；下游：软件应用和服务。产值集中在上游，超过 40%。

图表2 GIS 软件平台位居地理信息产业的中游



资料来源：平安证券综合研究所

1.2 GIS 软件平台发展空间巨大

GIS 软件平台实现地理信息和经济、人文等其他信息叠加、管理，体现更多价值。比如拆迁的时候，计算一定面积里拆迁成本，在应急方案中综合经济、人文、人口因素选择泄洪口等，可以说电子政务迎来“读图时代”。

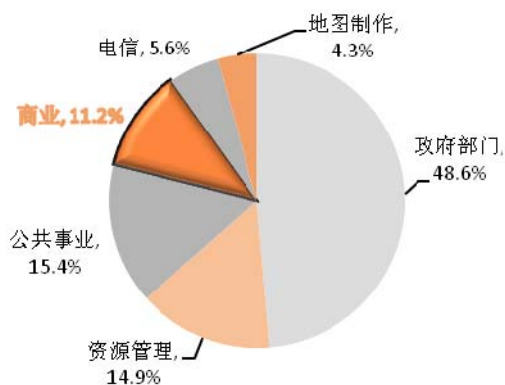
全球 GIS 软件平台市场规模 52 亿美元，考虑地理信息的实用率，其发展空间巨大。据美国 Daratech 的调查，近年全球 GIS 软件市场规模以 17% 的年均增速增长，受金融危机影响，2008 年 GIS 市场规模增长下滑至 11%，规模约 52 亿美元。从信息量来看，80% 的信息与地理信息相关，目前只有

20%的信息系统用上了gis，而在已建立gis的信息系统里只有20%真正发挥作用，也就意味着只有4%的地理信息真正有效的使用gis管理。假设地理信息全部用GIS系统有效管理，则有超20倍增长空间，规模有望上千亿美元。

1.3 商业和大众应用将为GIS平台打开空间

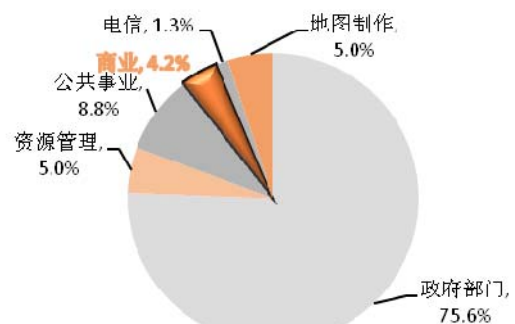
GIS目前主要应用在政府部门和大企业中，商业和个人应用是行业发展的蓝海。在美国，政府应用的GIS系统占比48.6%，商业占比11.2%；国内政府应用的GIS系统占比更是高达75.6%，商业应用只占4.2%。

图表3 美国政府应用占比近一半



资料来源：Daratech，平安证券研究所

图表4 国内政府应用超过75%



资料来源：中国地理信息产业政策研究组，平安证券研究所

商业和个人应用发展的瓶颈在于：地理数据的获取渠道受限以及更新地图数据的高昂费用。目前测绘局的数据基本不对外开外，购买全国性的地图数据要100万元，且每年更新两次，更新费用不菲。

但这些瓶颈有望突破：①测绘局牵头的天地图传达了官方向公众开放地图数据的意思，有很强的示范效应；②地图数据价格下降明显，全国性的地图数据由以前的500万元降到目前的100万元，未来有望降到10-20万元，进入商业普及阶段。

我们判断，地图数据的开放和价格下降将极大的促进GIS软件平台的发展，行业的明天更美好。国内中小企业2000多万家，假设有100万家创建GIS系统，桌面端单价4万元，则有望新增市场400亿元。

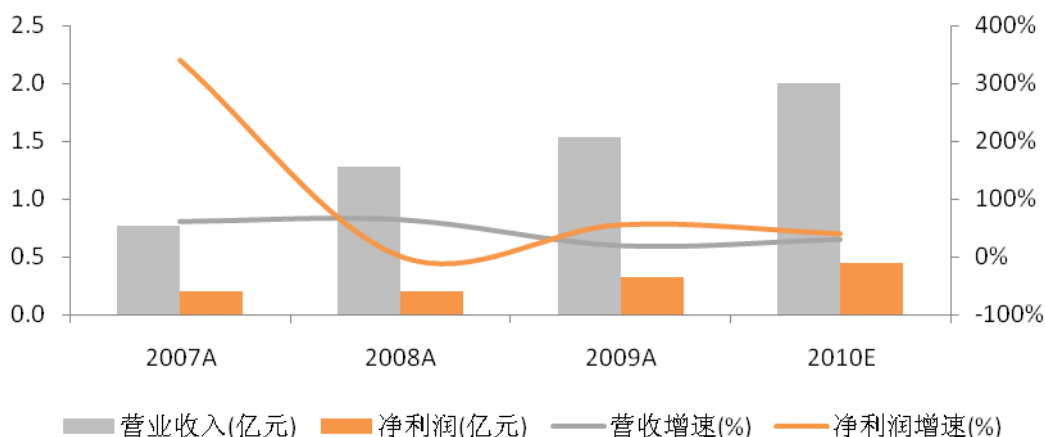
二、超图软件：国内GIS软件平台领导者

2.1 公司介绍

公司主要从事地理信息系统（GIS）平台软件的研发、销售和技术服务，主营业务包括GIS基础平台软件、行业应用平台软件和行业应用技术开发服务三个有机组成部分。经过多年的技术创新与积累，公司已成为国内GIS平台软件领域的领先供应商。国内GIS基础软件平台的市场占有率20%，仅次于美国ESRI，国内厂商中位居第一。

近年来，公司主营收入和利润都保持了较快增长。2007年到2010年，营业收入从0.77亿元增加到2亿元，复合增速37%；净利润从0.2亿元增加到0.45亿元，复合增速31%。

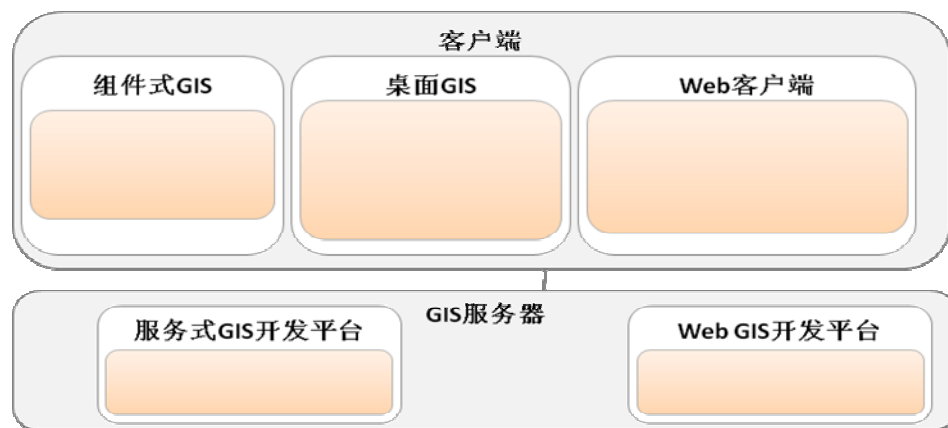
图表4 公司收入和利润保持较快增长 单位：亿元，%



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

公司主导产品为自主研发的 SuperMap GIS 软件，目前已升级至 6.0 版（SuperMap GIS 6R）。SuperMap GIS 6R 包括开放式桌面平台、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、导航应用开发平台和数据处理平台等 7 个主要的产品线。

图表5 公司产品线丰富，覆盖各类客户端

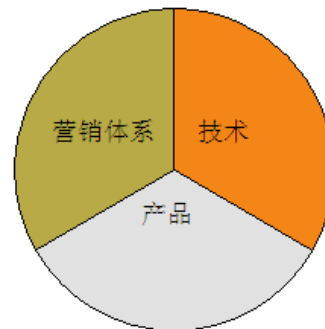


资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

1.2 核心竞争力：技术+产品+营销体系

公司的竞争力体现在：领先的技术、高性价比的产品、覆盖面广的营销体系。

图表6 三大优势构成公司竞争力



资料来源：平安证券综合研究所

- **公司技术实力雄厚，优势明显。**公司有自主开发的、国内领先的 GIS 基础平台技术，在国产 GIS 软件测评中多次荣获第一名。公司还参与地理信息技术标准委员会、国家测绘局、工信部等技术规范的制定，并承担多项国家和行业标准的制定。
- **高性价比的产品。**公司产品覆盖 GIS 软件平台的全产业链，在稳定性、运算速度、易操作等性能上只有 ESRI 产品堪比，好于 mapinfo 等其他公司产品；售价上，公司产品比 ESRI 要低 20-30%，具备很高的性价比。
- **在保持技术领先的基础上，公司加强了销售体系的建设。**2010 年，基本建立覆盖二线城市的销售和技术支持网点，实现了渠道下沉；同年 4-10 月，公司在郑州、南宁等 10 个省会城市举办“超图 GIS 创新与应用”系列研讨会，推广品牌，增加合作。

1.3 政府信息化建设的新动向促进公司加速发展

政府信息化新动向体现两个方面：①进程加快，②综合性大大提高。数字城市第一批建设 50 家，第二批 100 家；以往的某个部门单独实行，转变为以信息办为牵头单位，多部门联合实行，如数字城市+水利+环境+应急建立综合性信息管理平台。这就使得信息化建设项目的规模越来越大，复杂程度也大大提高，既促进了行业发展，更有利于像超图这样掌握核心基础软件平台技术的公司。2010 年，公司无论签单数，还是单笔合同金额都大大提高。10 年四季度，实现收入 8700 万元，同比增长 47.5%；净利润 3140 万元，同比增长 124%，有加速发展迹象。

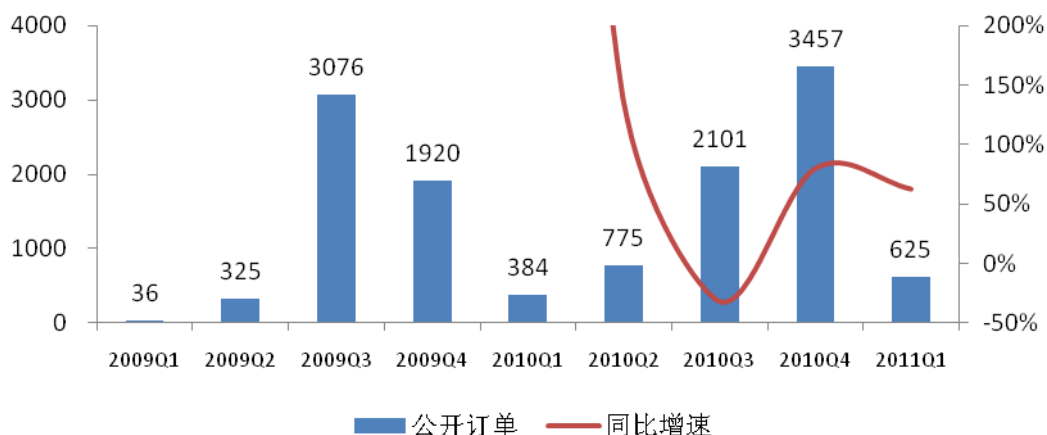
1.4 盈利能力不断增强

2010 年公司毛利率 64.4%，同比增加 5.5 个百分点；净利率 22.2%，同比增加 1.6 个百分点。两个原因：①单笔合同规模扩大，费用率下降；②品牌知名度提高，在行业应用开发中接单数量增加，定制化开发占比减少，项目周期缩短，成本降低。

1.5 基本面良好，前景光明

从公开渠道查到的中标收入来看，公司业务进展顺利。2010 年公开的中标收入 6716 万元，比 2009 年的 5356 万元同比增加 25.4%；截止到 2011 年 2 月份，公司公开的中标收入 625 万元，比 2010 年一季度的 384 万元增加 63%。

图表7 从公开信息看，公司中标收入增长迅速 单位：万元，%



资料来源：平安证券综合研究所

三、盈利预测和评级

3.1 盈利预测

图表8 盈利预测表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万元)	127.6	152.8	202.3	289.4	400.3
YoY(%)	65.3%	19.7%	32.4%	43.1%	38.3%
净利润(百万元)	20.2	31.5	45	62.3	90.3
YoY(%)	1.8%	56.0%	42.7%	38.5%	44.9%
毛利率(%)	56.8%	58.9%	64.4%	64%	64.5%
净利率(%)	15.8%	20.7%	22.2%	21.5%	22.6%
ROE(%)	18.8%	6.5%	8.8%	10.6%	12.9%
EPS(摊薄/元)	0.27	0.42	0.6	0.81	1.16
P/E(倍)	115	74	52	38	27

资料来源

3.2 公司发展的一些讨论

■ 股权激励有利长续发展

股权激励分三阶段实行，行权日分别为 2012 年、2013 年和 2014 年，行权条件为以 2010 年业绩为基础，扣除非经常性损益的净利润增长分别不低于 44%、72%和 108%，即相当于 2010-2014 年的复合增速不低于 20%。测算的期权总成本 1750 万元，分摊到 2011-2015 年，费用分别为 305 万元、611 万元、480 万元、262 万元和 87 万元，对业绩的压力不大。综上，本次股权激励条件不高，但有利于公司稳定队伍，实现长续发展。

■ 2011 年增长动力主要来自水利、环保、气象和统计等新领域

2011 年数字城市维持稳定增长。数字城市总计有 150 家在实行，公司获得大约 27、8 个包括省会城市和地级市的合同，占总数的 18%。数字城市建库中软件和技术服务部分费用为六七百万，项目实施周期 4-6 个月。预计 2011 年将维持稳定增长的态势。

水利、环保、气象和统计领域是增长的主要动力。①这四个领域中 GIS 系统非常复杂、构建难度很大、合格的二次开发商较少，有利于公司开展业务；②公司产品已进入这四个领域的国家级系统或部委的采购名单中，随着自上而下在市县级列装，11 年有望快速增长；③水利部门的信息化建设严重落后，在国家重视水利建设的背景下，GIS 在该领域有重大发展机遇。

公司已将资源投入到这四大领域。2010 年人员增加 200 人，主要补充到水利、气象、环保等大型应用系统中；2011 年预计人员再增加 200 人。

■ 更长期的蓝海：地理信息在线运营和开拓海外市场

我们总体上看好这两个方向：

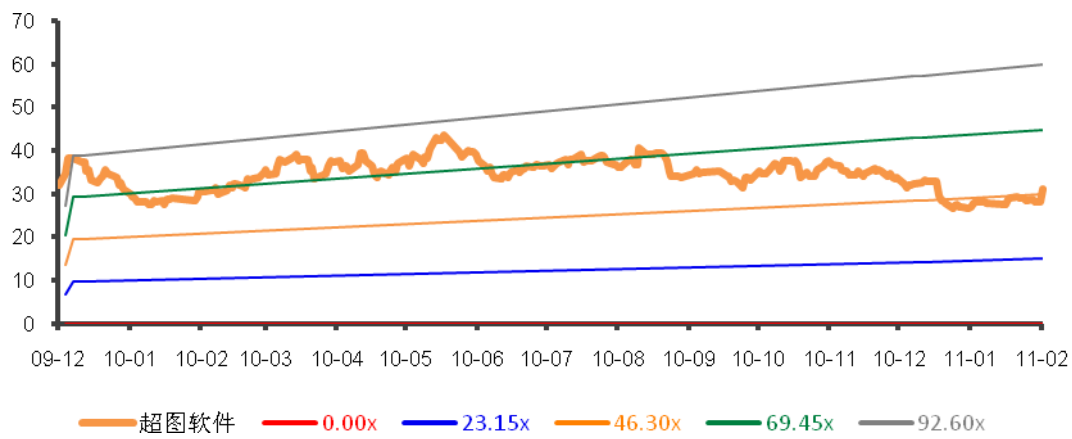
- **地理信息在线运营：移动互联时代有望成为 GIS 应用的主流。逻辑是：**移动终端如智能手机、平板电脑日益普及，如 2010 年二季度全球智能手机出货量 6160 万部，同比增长 50%，渗透率 20%，随着智能手机价格下降以及 199 美元 iphone 的推出，其渗透率将加速提升；人们将更多的通过移动互联获取信息，就如现在移动互联的数据流量暴涨一样；移动终端由于其便携性的要求，其运算和处理能力不如 PC；移动互联时代，移动终端将成为信息的发送和接收装置，而信息的计算和存储将通过云计算技术在“云端”实现；公司的 GIS 平台在服务器上性能比 ESRI 的更佳，有望获得更多的市场份额。
- **开拓海外市场：亚非拉将成为突破口。策略为借船出海：**①与华为、中兴等国际化比较好的公司合作，找到业务的合作点，一起开拓海外市场；②借助政府的援外项目，类似联想已经获益成为援外电脑提供商；③与国外的开发商、高校建立合作，培育使用超图产品的环境。目前有员工在老挝国土资源部协助开发国家级的 GIS 系统。我们认为这是一个长期过程，预计 11 年达到千万元的量级。

3.3 投资评级：维持“推荐”

2010 年至 2012 年的摊薄 EPS 分别为 0.6 元，0.81 元和 1.16 元，对应 2011 年 3 月 4 日的收盘价 31.25 元，PE 分别为 52 倍，38 倍和 27 倍。我们认为公司在地理信息系统平台上有核心技术，未来无论在地理信息在线运营平台建设，还是开拓亚非拉等国外市场，都有先发优势。维持“推荐”评级。

从历史 PE 来看，经过前期大小非解禁冲击后，公司的 PE 已处于低点；公司目前经营情况良好，前景光明，具备投资价值，合理估值 34-36 元，请投资者给予关注。

图表4 历史PE看，公司处于低点，具备投资价值



资料来源：平安证券综合研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	496	400	475	599
现金	396	305	338	411
应收账款	57	76	109	151
其他应收款	8	11	15	21
预付账款	7	8	12	16
存货	0	0	0	0
其他流动资产	28	0	0	0
非流动资产	52	153	153	152
长期投资	14	89	90	90
固定资产	14	14	13	12
无形资产	0	5	5	5
其他非流动资产	23	45	45	45
资产总计	548	553	628	751
流动负债	66	40	53	70
短期借款	10	0	0	0
应付账款	14	19	29	43
其他流动负债	42	21	24	27
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	66	40	53	70
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	75	75	75	76
资本公积	355	355	355	371
留存收益	52	82	145	235
归属母公司股东权益	482	512	575	682
负债和股东权益	548	553	628	751

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	10	21	5	28
净利润	20	32	45	60
折旧摊销	0	2	1	0
财务费用	-1	-0	-2	-2
投资损失	-1	-2	-4	-5
营运资金变动	0	-15	-15	12
其他经营现金流	-8	5	-20	-38
投资活动现金流	-16	-1	-76	0
资本支出	27	2	0	0
长期投资	9	0	75	1
其他投资现金流	19	0	-2	1
筹资活动现金流	2	355	-23	2
短期借款	1	10	-10	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	42	19	0	0
资本公积增加	-1	324	0	0
其他筹资现金流	-40	2	-13	2
现金净增加额	-5	375	-94	33

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	153	202	289	400
营业成本	63	72	104	142
营业税金及附加	3	5	7	9
营业费用	16	34	46	64
管理费用	45	61	78	100
财务费用	-0	-9	-8	-11
资产减值损失	5	6	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	4	5	6
营业利润	24	37	60	92
营业外收入	11	13	11	11
营业外支出	0	1	2	3
利润总额	34	49	69	100
所得税	3	4	6	10
净利润	32	45	62	90
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	45	62	90
EBITDA	26	29	52	83
EPS (元)	0.42	0.60	0.83	1.19

主要财务指标

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入 (%)	19.7	32.4	43.1	38.3%
营业利润 (%)	58.2	56.0	60.0	55.2%
归属母公司股东权益 (%)	56.0	42.7	38.5	44.9%
获利能力				
毛利率 (%)	58.9	64.4	64.0	64.5%
净利率 (%)				20.6%
ROE(%)	6.5%	8.8%	10.9	13.2%
ROIC(%)	37.0	34.6	45.8	53.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	12.1	7.3%	8.5%	9.3%
净负债比率 (%)	15.1	0.00	0.00	0.00%
流动比率	7.51	9.89	8.93	8.61
速动比率	7.51	9.89	8.93	8.61
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.37	0.49	0.58
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	6.28	4.30	4.29	3.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.60	0.83	1.20
每股经营现金流	0.28	0.01	0.29	0.52
每股净资产	6.43	6.83	7.66	9.09
估值比率				
P/E	72.4	50.7	36.6	25.29
P/B	4.74	4.46	3.98	3.35
EV/EBITDA	71	65	36	23

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257