

半年报超预期

买入上调

投资要点:

- 📖 收入同比增长 66.71%，超之前预期；
- 📖 销售和管理费用率同比下滑 14 个百分点，规模效应逐步体现；
- 📖 净利润同比增长 12.38%，未考虑增值税退税。

公司今天发布了 2011 年半年报，实现营业收入 9393.30 万元，同比增长 66.71%，实现营业利润 364.88 万元，同比增长 335.48%，实现归属于上市公司股东净利润 626.72 万元，同比增长 12.38%，基本 EPS0.052 元：

- **收入增幅超预期：**从上半年经营的情况来看，公司实现营业收入 9393.30 万元，同比增长 66.71%，收入增幅超预期，公司一方面参与水利部、环保部、统计局等项目，另一方面因营销网络的进一步深化，导致 GIS 软件及服务的收入增长 65.3%。
- **毛利率略有下滑：**公司综合毛利率略有下滑，较去年同期下滑 6.12 个百分点，达到 73.96%，公司表示，毛利率的下滑主要是与订单中第三方产品和服务采购的比例提升引起。但毛利率和去年全年相比，提升了 6.17 个百分点，预计公司全年毛利率仍将维持平稳态势。
- **规模效应逐步体现：**公司营业利润同比增长 335.48%，主要原因是收入的大幅增长带来营业利润增加，再加上规模效应逐步体现，公司的销售费用和管理费用占比在逐步降低，两项费用率从去年同期 80% 下滑到 66%。
- **净利润未考虑增值税退税：**上半年实现归属于上市公司股东净利润 626.72 万元，同比增长 12.38%，净利润增速远低于收入增幅的原因是增值税退税尚未兑现，若是增值税退税考虑在内，公司上半年归属于上市公司股东净利润的同比增幅将达到 80% 以上。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计 2011-2013 年 EPS 为 0.59 元、1.01 元、1.50 元，上调评级至“买入”。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	152.75	202.54	305.43	430.19	563.17
增长率(%)	19.74%	32.59%	50.80%	40.85%	30.91%
归属母公司股东	31.54	45.07	71.18	121.25	179.88
增长率(%)	56.04%	42.92%	57.92%	70.33%	48.36%
每股收益(EPS)	0.263	0.376	0.593	1.010	1.499
净资产收益率	6.54%	8.81%	12.38%	17.76%	21.35%

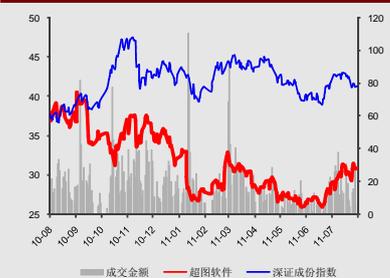
分析师

胡颖 S1180210020002

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	12000
流通股(万股)	6800.64
每股净资产	4.19
控股股东	钟耳顺
控股股东持股	16.91%
股价(8.1)	19.2

数据来源：港澳资讯

附：《宏源证券中期策略会超图软件会议纪要》

1、地理信息系统产业链主要有三个部分：

1) 地理信息最底层的数据层，比如说四维的导航地理、遥感数据、基础地理勘察信息。地理信息数据开放度很差。目前整个产业链 40% 的产值在数据层，产业环节上大部分是国家队，很少民营企业。地图数据行业的竞争较为激烈，未来两三年，十一张牌照将会聚集到两家手上。

2) 软件层，比如 oracle 等工具软件，属于工具提供商，还有就是 GIS 平台软件。能提供很多的功能插件，3 维、最佳路径等。软件行业比较复杂，一方面需要基本地理学的概念和知识，另一方面也要了解计算机的发展趋势，了解最终用户企业。公司具有 WEBGIS 的发布工具，现在的地图发布具有最常见的，支持查询和浏览。专业部门对 GIS 的需求很复杂，比如银行管理 ATM 机、电缆光纤的布局，移动运营商规划基站如何布局和管理等等。

3) 行业应用

从行业的角度来看，数据的开发性和成本过高成为信息产业发展的瓶颈。县一级的数据一套 100 万，每年需要更新，更新费用稍微低一点也是很贵。

超图业务主要在软件和行业应用。

2、地理信息未来的发展趋势：

1) 地理信息发展创新，将会融入更多的 IT 技术，新兴的增长会有很大的空间。

传统 GIS 需求主要运用于国土、测绘和数字城市，但发达国家，比如美国最大的需求是金融和保险行业，例如保险公司的赔率和产品业务系统能够调阅十年气候地质灾害，测算保费价格等。我国未来更多发展也将是基于数据的应用，是需要地理信息的。

未来应用空间非常广泛，比如导航以及 114 查号台等等。每个电脑界面都需要 GIS 平台。中国还没有进入软件时代，未来十年将是软件时代。

2) 软件生命周期 4 年就将进入更新。

软件产品从首次发布到生命周期结束，大概需要 4 年时间，会需要更新，相对于传统产品而言有较好的循环机制，因为产品依赖，会按原有市场份额重新更新。

3) 软件公司需要自己的产品

软件企业非常多，但大部分是技术开发服务和集成商，会重点做一些行业应用和整体解决方案。但部分公司也开始有自己的产品，比如金蝶。一般来说，软件应用产品都是后研究型，了解客户需求的才研发产品，产品公司都是技术引领需求。无论哪种产品，研发投入很大。公司目前研发团队大概 500 人，其中一半做未来的研发产品。短期对公司利润影响很大。

4) 应用

地理信息产业市场非常大，和数据差不多，各种各样的企业做应用系统开发，比如说数字政通就属于细分领域的应用开发商。但是应用只能在中国做，有一定的市场半径。应用市场的想象空间很大，下游需要投入较多的人力，并购的手段能达到很好的效果。

因为较多的集成项目，公司核心产品占比会较少，利润率会稍微偏低一些。公司目前选择了6个下游行业，未来可能会做整合，但是不会增加新的行业。公司会提供技术的整体架构，但是未必会直接去承担项目。

5) 云服务

目前的地理信息服务只是地图的查询和浏览，数据的交互和共享目前还实现不了。公司成立了云服务事业部，搭建一个公有云。最难的是提供搭建云服务的方案，不管是政府还是企业。公有云向专业用户开放不向个人用户，超图将提供底层服务器。目前最主要的是商业模式如何突破。

3、超图的特点

超图软件将成为GIS的整体解决商。公司的核心价值在于对软件产品先知先觉，能引领行业的技术领先性。无论是组件式还是跨平台GIS的研发，都能彰显公司能够把握关联的IT技术操作系统未来的重大变化。因为预计到未来操作系统的多元化，公司05年投入研发C++，能够实现跨平台。公司目前研发的服务类GIS，能够实现共享式服务，还有二三维一体化。

公司的行业应用专注领域行业的技术门槛较高。一般二次开发商很难进入，这样项目的利润额会好一些，留给公司发展的空间大。例如统计行业，国家统计局数据来源有很大的价值。未来足够大，不可能一家通吃，公司也不会损失二次开发商的利益。

随着人员快速增长，公司将有效控制管理层，提升效率。

新业务方面，个人用户不好盈利，机构用户是有需求的。公司也不会针对所有行业提供，会是特定行业提供。共有云技术难度不复杂，但是商业模式、客户保密性等数据安全还亟需解决，客户的接受度比较难以跨越。

问答环节

1、对于超图而言，多大的速度是持续和合适的？

为了公司长远的发展，一定要走出去，销售到国际市场。超图的四年规划，希望11到14年，海外license的收入能达到国内水平，甚至超过一点。目前来看产品功能和性能是能取代ESRI，主要是品牌建立的过程。

在走出去的方面，和日本超图的合作，但是不能简单复制中兴和华为。公司一方面将借船出海，商务部来做海外市场。目前欧洲最大的困难是没有能使用产品的代理商。日本超图的模式是战略投入不是产业投资，通过示范应用扩展到其他地区。

2、人员成本上涨的压力是否已经过去？

没有过去。但是公司采取了措施，刚在西安建了技术中心，事业部的人员到西安，一方面基于人力成本的原因，另一方面是员工自身的发展。下一步到成都。

人员结构上，入门和项目经理。入门很多，项目经理很缺。公司直接引进成熟性很少，一般都是自己培养出来的。

3、数字城市的项目规模如何？

数字城市大项目越来越多，一般 400-700 万之间，也有上千万。不同行业差异非常大，即便同样项目不同省区。但是项目基本毛利率有一个要求。最低不能低于 30%，一般能到 30% 很少。但是有些项目不得不去，数字城市的项目，省会核心城市必须争，各县各区才能进。需要做战略行业的标杆项目。

公司成立事业部。一个事业部都是三个部：销售和项目实施、产品研发部。数字城市竞争还是很激烈。大项目影响的因素很多，一般来说价格的比重占到 60-70%，谁距标的近谁分高。

4、地理信息产业可复制的环节相对小，不好复制的大，规模做大容易吗？

其实，ESRI 和其他的软件公司相比就很小。软件就不能是很大的企业。公司未来将做一两个应用行业，不同行业差异很大，只需要在一两个行业做到很极致，就能增长无限。地理信息产业做要大需要有核心的解决方案，要上中下游通吃。

5、公司今年人员增长的情况

今年将 800 人增长到 1000 人。

6、行业的季节性是否很强？

非常强，一般来说都是四季度回款。

7、公司的平台产品和服务开发的后期增长情况？

一般来说，之前平台产品和服务开发的比重大概是 3 比 7，现在是 4 比 6。平台市场规模大概是 4 亿，公司未来几年的收入增长会维持 30%，利润会要略低一些。

分行业来说，水利会增长大一些，水利设施资源 1:5 万正在建库，需要在地图上标绘，平台产品一期 400 万，各省大概 100 万；统计局，新增需求不会太多，更多是系统的内部更新。气象今年下半年会有启动，大项目结题，研发开始往各省推，气象的产品主要是预报中心的平台产品，比如说火险预报，按照国家局要求，之前的 2kw 项目，需要向全国各省推，地方追加资金；数字城市，测绘局正在推地理信息共享服务平台，还有住建部的网格化数字系统数字城市共享平台，需要一个省一个省去中标，目前已经做了 14 个左右城市，每个城市的规模不一样，广州的规模上亿。

表 1: 财务报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	202.54	305.43	430.19	563.17	经营性现金净流量	27.06	-1.83	78.71	107.29
减: 营业成本	64.21	88.60	125.92	166.53	投资性现金净流量	-32.42	25.96	36.57	47.87
营业税金附加	4.27	7.64	10.75	14.08	筹资性现金净流量	-32.33	-0.95	-3.74	-7.32
营业费用	34.82	45.81	55.93	61.95	现金流量净额	-37.69	23.18	111.54	147.83
管理费用	73.84	91.63	107.55	123.90	财务指标汇总	2009A	2010E	2011E	2012E
财务费用	-6.39	-0.96	0.81	0.48	毛利率	0.68	0.71	0.71	0.70
资产减值损失	9.18	12.22	17.21	22.53	三费/销售收入	0.50	0.45	0.38	0.33
加: 投资收益	5.51	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.21	0.27	0.34	0.39
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.22	0.31	0.36	0.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.22	0.25	0.31	0.35
营业利润	28.12	60.49	112.03	173.70	ROE	0.09	0.12	0.18	0.21
加: 其他非经	20.44	30.54	43.02	56.32	ROA	0.07	0.12	0.17	0.21
利润总额	48.56	91.03	155.05	230.02	ROIC	0.51	0.28	0.40	0.61
减: 所得税	3.61	13.65	23.26	34.50	销售收入增长率	0.33	0.51	0.41	0.31
净利润	44.94	77.37	131.79	195.52	EBIT 增长率	0.23	0.97	0.75	0.50
减: 少数损益	-0.13	6.19	10.54	15.64	EBITDA 增长率	0.24	1.06	0.67	0.46
归母公净利润	45.07	71.18	121.25	179.88	净利润增长率	0.43	0.72	0.70	0.48
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	总资产增长率	0.16	0.12	0.22	0.23
货币资金	374.28	397.45	508.99	656.83	股东权益增长率	0.06	0.12	0.19	0.23
应收预付款项	133.60	203.71	272.51	352.60	资产负债率	0.14	0.13	0.15	0.14
存货	5.41	6.40	7.59	9.06	投资资本/总资产	0.26	0.31	0.26	0.24
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.01	0.10	0.07	0.06
长期股权投资	12.19	12.19	12.19	12.19	流动比率	6.59	7.62	6.87	7.52
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	6.52	7.54	6.80	7.45
固资和在建	69.69	49.26	23.85	-6.88	总资产周转率	0.33	0.44	0.51	0.54
无资产和开发	21.83	19.30	16.76	14.22	固定资产周转率	2.91	6.20	18.04	-81.80
其他非流资产	1.11	1.11	1.11	1.11	应收账款周转率	2.34	2.32	2.45	2.49
资产总计	618.10	689.42	842.99	1039.13	存货周转率	11.86	13.84	16.59	18.37
短期借款	1.22	0.00	0.00	0.00	EBIT	42.08	82.86	145.34	217.39
应付预收款项	71.32	74.38	109.61	130.18	EBITDA	45.46	93.60	156.08	228.13
长期借款	8.45	8.45	8.45	8.45	NOPLAT	20.72	44.48	86.97	136.91
其他负债	5.33	5.33	5.33	5.33	净利润	45.07	71.18	121.25	179.88
负债合计	86.32	88.16	123.39	143.96	EPS	0.38	0.59	1.01	1.50
股本	75.00	120.00	120.00	120.00	BPS	4.26	4.79	5.69	7.02
资本公积	354.44	309.44	309.44	309.44	PE	51.12	32.37	19.00	12.81
留存收益	82.04	145.33	253.13	413.05	PEG	0.87	N/A	N/A	N/A
归属母公司	511.48	574.77	682.57	842.49	PB	4.50	4.01	3.38	2.73
少数股东权益	20.30	26.49	37.03	52.67	EV/EBIT	25.88	23.47	12.69	7.88
股东权益合计	531.78	601.26	719.60	895.17	EV/EBITDA	23.96	20.77	11.82	7.51
负债和权益合	618.10	689.42	842.99	1039.13	ROIC-WACC	0.51	0.27	0.40	0.61

分析师简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。