



Research and  
Development Center

# 2012 年是公司最困难的一年

—— 四维图新 (002405.sz) 调研报告

2012 年 11 月 29 日

边铁城  
计算机行业分析师

## 证券研究报告

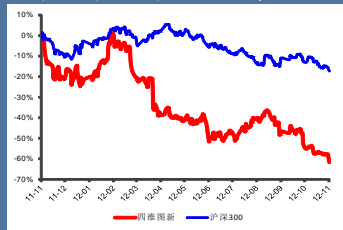
### 公司研究——调研报告

#### 四维图新 (002405.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持 2012.09.28

#### 四维图新相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-11-28)

收盘价 (元)	9.20
52 周内股价波动区间 (元)	9.14-2 4.84
最近一月涨跌幅 (%)	-18.58
总股本 (亿股)	5.76
流通 A 股比例 (%)	65.03
总市值 (亿元)	53.02

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院  
1 号楼 6 层研究开发中心

邮编: 100031

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

邮箱:

biantiecheng@cindasc.com

肖金德 研究助理

联系电话: +86 10 63080927

邮箱: xiaojinde@cindasc.com

## 2012 年是公司最困难的一年

2012 年 11 月 29 日

### 本期内容提要:

- ◆ **两大客户“双杀”，导致 2012 年业绩下滑。**2012 年，诺基亚智能手机销量大幅下滑，来自诺基亚销售收入大幅下降，与此同时日系车销售不畅，尤其下半年由于钓鱼岛争端日系车销量明显下滑，预计第四季度公司业绩不会改善。
- ◆ **2013 年公司业绩有望止跌回升。**我们认为，2013 年最坏的情景是日系车销量继续下降，并且诺基亚贡献收入为零。只要不出现最坏的情景，公司营收和利润将恢复增长，因为 2013 年新客户宝马开始贡献较大金额的收入，对车载导航地图销售以及动态交通信息服务等均有提升。2014 年除消费电子外其他业务全面实现较快增长。
- ◆ **2012 年公司市场地位有所提升。**尽管诺基亚智能手机销量下滑，但公司在手机地图市场的份额不降反升，2012 年第三季度达到 61.1%，与 2011 年第四季度相比明显提高。同时，2012 年 10 月份由公司开发的全球第一款 NDS 地图在宝马新款 7 系上得到应用，显示出公司在 NDS 领域已处于领先地位。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.33（下调 28%）、0.44 元（下调 25%），目前股价对应的 PE 分别为 28、21 倍，估值水平合理，维持“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**签订新客户、诺基亚智能手机市场份额提升。
- ◆ **风险因素：**诺基亚销量持续不佳、宝马地图切换进展低于预期。

### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	675.26	867.12	684.00	763.94	968.98
增长率 YoY %	57.75%	28.41%	-21.12%	11.69%	26.84%
净利润(百万元)	232.87	281.44	192.72	254.79	308.40
增长率 YoY%	71.00%	20.85%	-31.52%	32.21%	21.04%
毛利率%	88.16%	84.92%	82.54%	81.44%	80.49%
净资产收益率 ROE%	18.11%	12.79%	8.14%	10.23%	11.60%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.59	0.33	0.44	0.54
市盈率 P/E(倍)	23	19	28	21	17
市净率 P/B(倍)	2.11	1.91	2.19	2.07	1.92

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 11 月 28 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 目录

2012 年公司业绩下滑已成定局.....	1
两大客户“双杀”导致业绩大幅下降.....	1
第四季度业绩难以改善.....	3
2013 年公司业绩有望止跌回升.....	4
最悲观情景：日系车销量继续下降和诺基亚智能手机退出市场.....	4
宝马、其他非日系车和动态交通信息服务等业务收入增量非常可观.....	5
2012 年公司市场地位有所提升.....	6
市场份额稳定或上升.....	6
全球第一款 NDS 产品推出.....	7
相关假设及盈利预测.....	8
盈利假设及预测.....	8
估值与投资评级.....	9
风险因素.....	10

## 图目录

图 1: 2010 年以来公司各季度营业收入增长情况.....	1
图 2: 2010 年以来公司各季度利润总额增长情况.....	1
图 3: 2010 年以来国内乘用车销量增长情况.....	2
图 4: 2010 年以来国内日系车销量增长情况.....	2
图 5: 2011 年以来三大日系品牌车销量月度同比增长率.....	2
图 6: 2010 年以来诺基亚各季度智能手机销量情况.....	3
图 7: 2011 年第四季度地图累计账户份额.....	7
图 8: 2012 第三季度地图累计账户份额.....	7

## 表目录

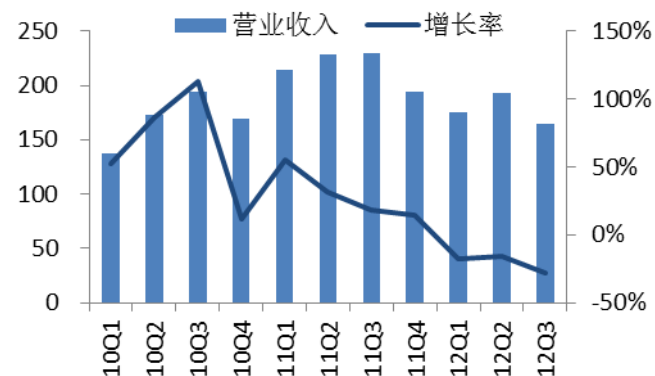
表 1: 来自日系车导航地图销售收入预测.....	4
表 2: 来自诺基亚智能手机销售收入预测.....	5
表 3: 来自宝马车载地图销售收入预测.....	5
表 4: 地理信息服务业务收入预测.....	6
表 5: 公司分业务收入预测.....	8
表 6: 2013 年公司 EPS 敏感性分析.....	9
表 7: 地理信息产业上市公司估值比较.....	9

## 2012 年公司业绩下滑已成定局

### 两大客户“双杀”导致业绩大幅下降

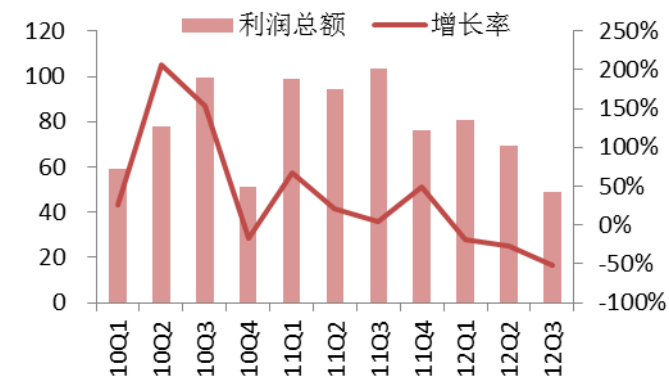
2012 年前三季度，公司营业收入同比下降 20.79%，利润总额和归属于母公司股东的净利润同比分别下降 32.84%和 29.80%。其中，第三季度，公司的营业收入、利润总额和归属于母公司股东的净利润同比分别下降 29.36%、52.47%和 53.61%，与上半年相比有所恶化。

图 1: 2010 年以来公司各季度营业收入增长情况



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 2: 2010 年以来公司各季度利润总额增长情况



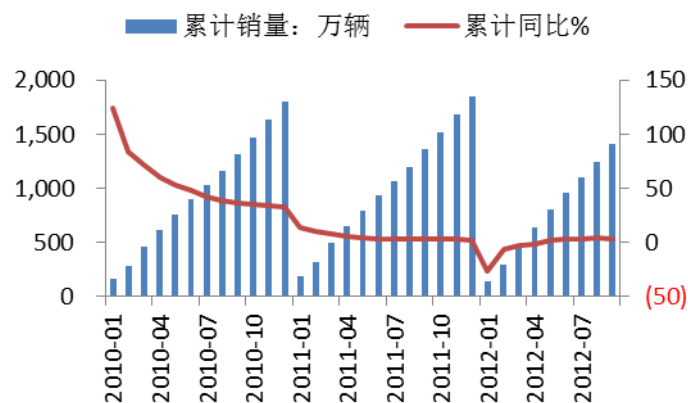
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

2012 年公司业绩大幅下降由于车载导航和消费电子两大市场主要客户出问题所导致的。首先，从车载导航地图市场看，由于经济下行和限购政策等影响，2012 年中国汽车市场销量增长缓慢。根据中国汽车工业协会统计数据显示，2012 年前三季度，国内乘用车（包括轿车、MPV、SUV）销量同比增长 3.37%。

与公司业务相关的日系车 2011 年以来遭遇多事之秋，2012 年中日钓鱼岛争端持续发酵，对稍有起色的日系车销售冲击较大。根据中国汽车工业协会统计数据显示，2012 年前三季度，日系乘用车销量同比增长 0.85%，第三季度日系车销量同比下降 16.14%，与第一、二季度（分别增长-2.85%和 31.42%）相比下滑明显。

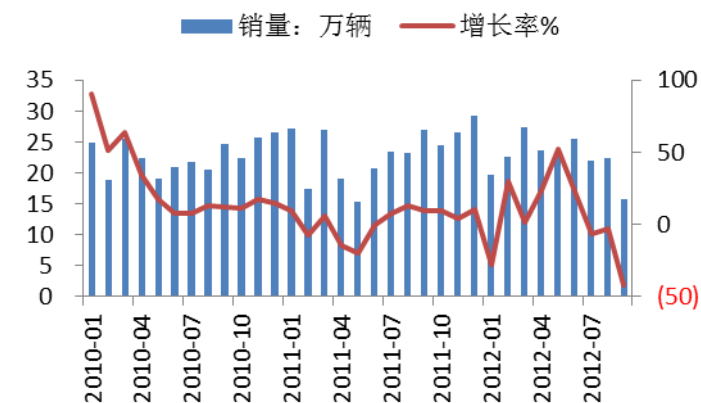
与公司业务紧密相关的丰田、本田、日立等品牌销量同比下降或者缓慢增长，前三季度丰田累计同比增长 8.02%（第三季度同比下降 19.73%），本田、日产同比下降 14.61%和 7.55%。这些品牌销量下降对公司车载导航地图的销售收入影响较大。

图 3：2010 年以来国内乘用车销量增长情况



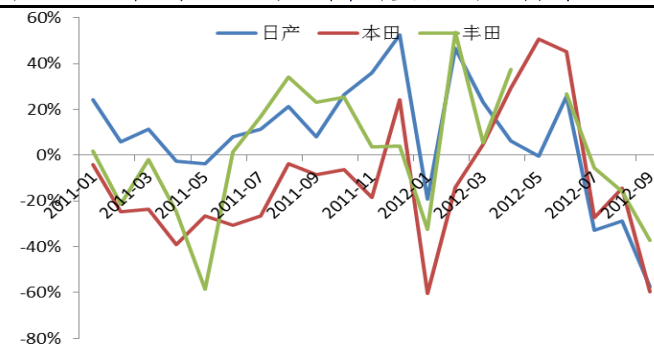
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 4：2010 年以来国内日系车销量增长情况



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 5：2011 年以来三大日系品牌车销量月度同比增长率



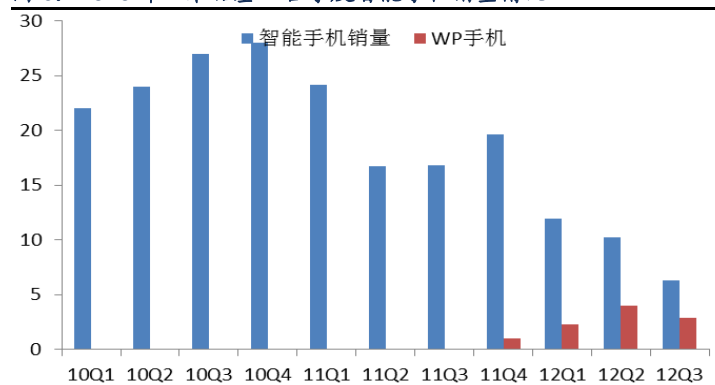
资料来源：WIND，信达证券研发中心

说明：2012 年 5 月丰田汽车销量同比增长 230.8%，与其他品牌相比波动较大，未在图中显示。

消费电子地图方面，最大的客户--诺基亚智能手机销量大幅下滑，使得公司来自消费电子领域地图收入大幅下降，上半年同比减少 43%。2011 年以来，诺基亚手机销售走上下坡路，2012 年前三季度智能手机销量同比下降约 51%。为了扭转手机销售颓势，与微软战略合作推出了基于 Windows Phone 的 Lumia 系列智能手机。2012 年，Lumia 手机销量势头还不错，但由于微软宣布 WindowsPhone8 无法兼容现有 Lumia 系列手机，诺基亚成为最大受害者，第三季度 Lumia 手机出货量大幅下降。IDC 最新手机跟踪报告显示，2012 年第三季度，诺基亚没有列入全球五大智能手机排行榜，2004 年以来，诺基亚一直是

五大智能手机厂商之一，而且 2011 年第三季度还在全球智能手机市场占据统治地位。

图 6: 2010 年以来诺基亚各季度智能手机销量情况



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

#### 第四季度业绩难以改善

从 2010 年和 2011 年财务数据来看，第四季度销售收入占比低于第三季度（见图 1），而且影响公司第四季度业绩的因素虽有一些正面的，但负面因素影响相对较大，因此我们预计公司第四季度业绩难以改善，2012 年全年业绩大幅下滑不可避免。具体情况如下：

##### 车载导航地图收入可能负增长

影响车载导航地图业务的负面因素是，2012 年 9 月份以来，由中日钓鱼岛争端引发的反日游行，对日系车销售造成重大打击。中国汽车工业协会公布的数据显示，9 月和 10 月日系车销量同比分别大幅下降 42.1% 和 59.41%，而前 8 个月还实现了同比增长 7.5%。基于当前形势判断，我们认为未来两个月日系车销量下滑不可避免。日系汽车厂商是公司车载导航地图最主要的客户，日系车销量下降可能导致该业务收入减少。

正面因素是第四季度公司开始为宝马汽车提供导航地图，但初期主要面向 7 系等高端产品，因此销售收入不会太大。同时，虽然日系车销量减少，但德系车和韩系车销量上升。韩系车、大众等销量上升能弥补日系车销量下滑部分缺口。

2012 年上半年，公司车载导航地图实现销售收入 2.03 亿元，同比增长 2.57%。由于日系车销量大幅下降，预计下半年车载导航地图销售收入同比减少。

##### 消费电子业务收入进一步下降

关于消费电子业务的好消息是，2012 年 10 月 29 日，微软 Windows Phone8 终于发布了。诺基亚新款 WP8 手机 Lumia920、



Lumia820、830 将在中国上市销售。10月中旬，诺基亚在欧洲多个国家推出预订这些新款手机，短短数天就已宣布“售罄”，受到市场追捧。诺基亚新款手机上市较晚，第四季度销量有限，而且制约原有机型销售影响，预计诺基亚智能手机销量进一步下降，从而可能导致公司来自诺基亚的销售收入进一步减少。

2012年上半年，公司消费电子地图销售收入为1.01亿元，同比下降53.65%，其中来自诺基亚销售收入同比下降43%，是公司上半年业绩下滑的主要原因。

## 2013年公司业绩有望止跌回升

2012年，公司业绩下滑已成定局，但2013年将会怎样变化？从公司所面临的局面来看，业绩与日系车、诺基亚手机销售直接相关。下面我们对公司2013年车载导航地图和消费电子地图销售可能面临的最悲观的情景分析一下，以判断公司2013年业绩可能的变化情况。

### 最悲观情景：日系车销量继续下降和诺基亚智能手机退出市场

2012年前三季度，日系车共销售约201万辆，即使四季度三个月都下降50%，全年销量仍可达到240万辆左右，相当于同比下降15%。我们认为，如果钓鱼岛争端不升级或者发生类似事件，2013年最悲观的情景是全年销量与2012年相比继续下降10%-20%。

近期，日系各大汽车厂商推出了大力度营销方案，如日产推出了新车7天包换、“恶意损害”赔偿等，而且丰田、本田等加快推进新车型。随着时间推移，日本购岛对日系车销售的负面影响将越来越小，2013年日系车销量将逐渐回升，呈前低后高的趋势。

根据历年来自五大主要客户收入情况、车载导航领域、消费电子领域收入情况估算，2011年来自日系车导航地图销售收入占车载导航领域总收入之比约70%左右。由此推算，即使在最悲观情景下2013年由于日系车销量下降导致的车载导航地图销售收入减少不足4000万元。

表1：来自日系车导航地图销售收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入—最悲观情景（万元）	26146.04	22224.14	18890.52	18890.52
增长率		-15%	-15%	0
销售收入—一般情景（万元）	26146.04	22224.14	22224.14	24446.55
增长率		-15%	0	10%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

说明：2011年来自日系车销售收入是按照公司车载导航地图销售收入的70%计算而来

诺基亚智能手机销售下滑趋势难以扭转，基于 Symbian 系统的手机日趋没落，将会很快退出市场，基于 Windows Phone 8 系统刚刚上市，前景难以预料。最悲观的情景是，2013 年来自诺基亚的地图销售收入为零。2012 年上半年，来自诺基亚销售收入已经超过 1 亿元，全年预计超过 1.5 亿元。毫无疑问，如果这种情景出现，对公司业绩负面影响比较大，但我们认为这种概率较小。目前，Windows Phone 8 新款手机刚刚上市，诺基亚和微软都寄予厚望而大力推广，无论市场效果如何，将会持续一段时间。因此，我们预计，最有可能的结果是 2013 年来诺基亚的销售收入还将大幅下降，但不是零。

**表 2: 来自诺基亚智能手机销售收入预测**

	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入—最悲观情景 (万元)	35187.91	14075.16	0	0
增长率		-60%	-100%	
销售收入—一般情景 (万元)	35187.91	14075.16	7037.582	0
增长率		-60%	-50%	-100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

说明：2011 年来自诺基亚销售收入是根据历年消费电子领域收入相关数据测算得出的

## 宝马、其他非日系车和动态交通信息服务等业务收入增量非常可观

公司 2012 年第四季度开始为宝马车型提供车载导航地图，2013 年将陆续从高端到低端全面覆盖。近年来，虽然我国乘用车市场整体进入调整阶段，但宝马等德系车销售快速增长，增速保持在 30% 以上。2012 年前三季度，在中国大陆市场 BMW 品牌共销售 21.98 万辆，同比增长 32.7%。假设 2013 年宝马汽车平稳快速增长，公司车载导航地图切换到全系列车型，保守估计将会产生 6000 万元以上增量收入。

**表 3: 来自宝马车载地图销售收入预测**

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BMW 宝马在国内销量 (辆)	158498.00	217068.00	282188.40	366844.92	476898.40
增长率	84.00%	37.00%	30.0%	30.0%	30.0%
单价 (元)			600.0	570.0	541.5
导航装配率			60%	60%	60%
四维图新地图占比			4%	50%	100%
<b>车载地图总收入 (万元)</b>			<b>406.4</b>	<b>6273.0</b>	<b>15494.4</b>

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

说明：上表中“导航装配率”是指带有导航车型的销量与总销量之比，“四维图新地图占比”是指使用四维图新导航地图的车型销量与所有导航车型销量之比



除日系车外，奔驰、大众等德系车、韩系车以及上海通用等也是公司车载领域主要收入来源，占比约 30%左右。2012 年 1-10 月份，尽管日系车销量出现负增长，但中国乘用车整体销量仍然实现了正增长，同比增长约 6.7%，包括宝马、奥迪、奔驰、大众等德系车均实现了较快增长。因此，如果 2013 年中国乘用车销量稳步增长，即使日系车销量下降，则德系车、韩系车等销量有望较快增长，所带来的销售收入也会相应增长。

动态交通信息服务已成为公司重要收入来源之一。2011 年和 2012 年上半年动态交通信息服务的营业收入 5861 万元和 3593 万元，同比分别增长 197.92%和 129.84%，2012 年下半年可能由于日系车和诺基亚手机销量下滑增速放缓，但 2013 年有望保持较快增长。2011 年 11 月份，控股子公司世纪高通与宝马（中国）汽车贸易有限公司及华晨宝马签订动态交通信息服务合同，世纪高通成为宝马交通信息数据与服务的独家供应商。2012 年第四季度，随着宝马导航地图切换，动态交通信息服务也将逐渐在宝马各车型上使用。根据我们调查，目前宝马 5 系和 7 系车型已经具备动态交通信息服务功能。

**表 4: 地理信息服务业务收入预测**

业务	2011	2012E	2013E	2014E
动态信息服务（万元）	5,861.15	8205.61	12308.42	17231.78
增长率	197.90%	40%	50%	40%
地图编译（万元）	2779.02	3473.78	4515.91	6096.48
增长率		25%	30%	35%
行业应用（万元）	2017.23	2420.68	2904.81	3485.77
增长率	16.90%	20%	20%	20%
其他（万元）	703.36	844.03	1012.84	1215.41
增长率	15.51%	20%	20%	20%
<b>合计（万元）</b>	<b>11360.76</b>	<b>14944.09</b>	<b>20741.97</b>	<b>28029.44</b>
增长率		31.5%	38.8%	35.1%

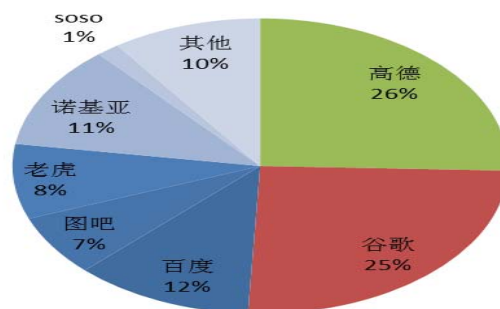
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2012 年公司市场地位有所提升

### 市场份额稳定或上升

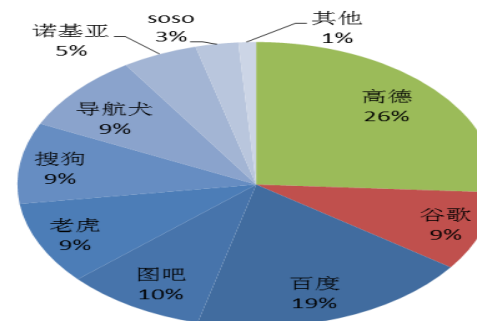
尽管 2012 年公司业绩出现下滑，而且诺基亚智能手机市场份额大幅下降，但四维图新在手机地图的市场份额不降反升。根据易观智库最新发布的《2012 年第 3 季度中国手机地图客户端市场季度监测报告》数据显示，使用四维图新地图数据的百度地图、图吧地图、老虎地图、搜狗地图、导航犬和诺基亚地图共六家厂商共计占据了手机地图市场总份额的 61.1%，与 2011 年第四季度相比明显上升，主要因为谷歌地图市场份额下降。

图 7：2011 年第四季度地图累计账户份额



资料来源：易观智库，信达证券研发中心

图 8：2012 第三季度地图累计账户份额



资料来源：易观智库，信达证券研发中心

同样，根据易观智库近期发布的《2012 第 3 季度中国互联网地图市场监测报告》数据显示，使用四维图新地图数据的百度地图在中国互联网地图服务网站日均 PV<sup>1</sup>和日均 UV<sup>2</sup>的份额分别为 91.9%和 73.9%，占据绝对领先市场地位。

在前装车载导航市场，四维图新和高德占据绝对优势，已形成双寡头竞争格局。2012 年第二季度，四维图新在中国前装车载导航地图市场的份额为 47.2%，略低于高德。随着公司开始为宝马供货，市场份额将明显提升。

### 全球第一款 NDS<sup>3</sup>产品推出

2012 年 10 月份，宝马新 7 系在京上市。新款宝马 7 系使用了全球第一款 NDS 格式的导航地图，是四维图新与阿尔派经过 4 年合作开发而成的。早在 2006 年欧洲众多汽车厂商成立了 NDS 协会，并制定出一套导航地图的数据格式标准。NDS 标准格式的引入，为导航地图数据和导航系统软件提供一个统一而标准的接口，使得导航地图生产厂商更加专注地图的精确度、及时性等导航地图的基本要素，系统集成厂商也能够基于标准化的数据模型和格式进行软件开发。因此，NDS 是宝马、大众、戴姆勒等汽车生厂商大力推广的地图格式，均有意使用 NDS 格式的导航地图。

这款 NDS 格式导航地图的成功开发并满足宝马的苛刻要求，显示出公司新的标准技术中已经处于全球领先地位，我们预计未来将会有更多欧美汽车厂商成为公司导航地图客户，宝马也许只是一个开始。同时，随着越来越多的汽车采用 NDS 地图，公司的地图编译业务也将于 2013 年或 2014 年有比较大的发展。

<sup>1</sup> 页面访问量，即 PageView；

<sup>2</sup> 独立访问用户数，即 UniqueVisitor；

<sup>3</sup> Navigation Data Standard

## 相关假设及盈利预测

### 盈利假设及预测

- 1、2013、2014 年我国乘用车销量稳步增长，增速保持在 10%左右。同时，公司导航地图逐渐切换到全系列车型；
- 2、2013 年，来自诺基亚销售收入下降，但不为零；
- 3、除动态交通信息服务、地图编译外其他业务稳步增长；
- 4、2012 年公司资产减值损失约 3000 万元。

表 5: 公司分业务收入预测

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
车载导航	收入(万元)	36,918.72	37,351.49	36,062.62	44,633.03	64,090.91
	增长率	50.87%	1.17%	-3.45%	23.77%	43.60%
消费电子导航	收入(万元)	26,230.68	37,952.71	17,392.92	11,018.89	4,777.57
	增长率	71.22%	44.69%	-54.17%	-36.65%	-56.64%
综合地理信息服务	收入(万元)	4,291.74	11,360.76	14,944.09	20,741.97	28,029.44
	增长率	81.86%	164.71%	31.54%	38.80%	35.13%
合计	收入(万元)	67,441.14	86,664.96	68,399.64	76,393.89	96,897.92
	增长率	57.76%	28.50%	-21.08%	11.69%	26.84%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

根据上述假设, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 6.84 亿元(下调 19%)、7.64 亿元(下调 31%)和 9.69 亿元(下调 30%), 归属于母公司净利润分别 1.93 亿元(下调 28%)、2.55 亿元(下调 25%)和 3.08 亿元(下调 25%), 对应的 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元和 0.54 元。

2012 年日系车厂商和诺基亚仍然是公司收入两大主要来源, 其 2013 年的销售情况对公司业绩影响比较大。因此, 我们对来自日系车和诺基亚销售收入增速对公司 2013 年 EPS 的影响进行了敏感性分析。从表中可以看到, 来自诺基亚和日系车销售收入对公司 2013 年 EPS 的影响还是明显的, 我们预计其分别增长-50%和持平, 对应的 2013 年 EPS 为 0.44 元。

表 6: 2013 年公司 EPS 敏感性分析

		2013 年来自诺基亚手机导航地图销售收入增长率				
		-100%	-80%	-50%	-20%	0%
2013 年来 自日系车导 航地图销售 收入增长率	-20%	0.39	0.41	0.43	0.45	0.46
	-10%	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47
	0%	0.41	0.42	0.44	0.46	0.47
	10%	0.42	0.43	0.45	0.47	0.48
	20%	0.42	0.44	0.46	0.48	0.49

资料来源: 信达证券研发中心

### 估值与投资评级

目前, A 股市场中软件与服务行业上市公司 2012 年和 2013 年的平均预测市盈率分别 21 倍和 16 倍, 但地理信息产业上市公司平均估值水平相对较高, 显示出市场对我国地理信息产业长期发展比较看好。我们认为, 给予公司 2013 年 25 倍的 PE 是比较合理的, 那么对应的每股价值为 11.0 元, 因此维持“增持”评级。

表 7: 地理信息产业上市公司估值比较

代码	股票名称	股价(元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
			EPS			P/E		
002151	北斗星通	15.40	0.21	0.24	0.34	73.2	65.3	45.5
300101	国腾电子	10.53	0.17	0.32	0.51	61.3	33.1	20.8
300045	华力创通	10.57	0.23	0.28	0.41	46.4	37.6	25.6
002465	海格通信	22.25	0.70	0.82	1.02	31.7	27.2	21.8
300177	中海达	10.13	0.31	0.42	0.57	32.5	24.3	17.7
300075	数字政通*	23.06	0.62	0.92	1.23	37.3	25.1	18.7
300036	超图软件	8.66	0.39	0.53	0.68	22.2	16.3	12.7
002405	四维图新*	9.20	0.49	0.33	0.44	18.8	27.9	20.9
	均值					43.5	32.7	23.3
	计算机行业均值					28.6	21.2	15.9

资料来源: WIND、信达证券研发中心

说明: 上表带星号公司 EPS 为信达证券研发中心预测数据, 其余公司采用 WIND 一致预期。股价为 2012 年 11 月 28 日收盘价。

## 风险因素

- 1、钓鱼岛争端升级或者发生类似事件，导致日系车销量大幅下滑；
- 2、诺基亚基于 Windows Phone 8 系统的手机销售不佳，导致退出市场；
- 3、宝马新车型地图切换进展缓慢。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,052.87	2,264.26	2,325.67	2,449.99	2,646.48
现金	1,988.00	2,105.32	2,188.29	2,305.70	2,485.61
应收账款	1.56	0.38	0.94	1.05	1.33
其它应收款	25.60	60.07	36.65	40.94	51.93
预付账款	10.01	10.65	12.34	14.65	19.53
存货	0.55	1.48	1.09	1.29	1.72
其他	27.15	86.36	86.36	86.36	86.36
非流动资产	235.78	383.34	421.00	459.01	504.16
长期投资	34.74	46.85	46.85	46.85	46.85
固定资产	55.57	79.97	94.76	113.26	136.38
无形资产	46.01	66.00	84.39	104.42	126.76
其他	99.47	190.52	195.01	194.48	194.18
资产总计	2,288.65	2,647.60	2,746.67	2,909.00	3,150.64
流动负债	127.25	250.17	220.26	219.09	238.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	16.94	36.62	29.36	34.86	46.48
其他	110.31	213.55	190.90	184.23	192.16
非流动负债	35.97	35.91	35.91	35.91	35.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.97	35.91	35.91	35.91	35.91
负债合计	163.22	286.08	256.17	255.01	274.55
少数股东权益	34.04	50.64	68.54	92.51	121.48
归属母公司股东权益	2,091.39	2,310.88	2,421.95	2,561.48	2,754.61
负债和股东权益	2288.65	2647.60	2746.67	2909.00	3150.64

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	675.26	867.12	684.00	763.94	968.98
同比	57.75%	28.41%	-21.12%	11.69%	26.84%
归属母公司净利润	232.87	281.44	192.72	254.79	308.40
同比	71.00%	20.85%	-31.52%	32.21%	21.04%
毛利率	88.16%	84.92%	82.54%	81.44%	80.49%
ROE	18.11%	12.79%	8.14%	10.23%	11.60%
每股收益(元)	0.48	0.59	0.33	0.44	0.54
P/E	23	19	28	21	17
P/B	2.11	1.91	2.19	2.07	1.92
EV/EBITDA	10.05	10.65	15.76	12.59	10.71

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	675.26	867.12	684.00	763.94	968.98
营业成本	79.97	130.79	119.41	141.77	189.02
营业税金及附加	10.48	16.53	11.01	12.90	16.81
营业费用	36.97	42.73	34.20	36.67	46.51
管理费用	336.60	422.77	348.84	374.33	465.11
财务费用	-13.30	-44.97	-42.11	-43.77	-46.11
资产减值损失	-1.11	0.52	32.99	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	-0.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	225.77	298.58	179.66	242.03	297.64
营业外收入	61.97	74.12	68.32	86.16	99.50
营业外支出	0.76	0.29	0.18	0.24	0.24
利润总额	286.99	372.41	247.80	327.95	396.90
所得税	32.11	64.30	37.17	49.19	59.54
净利润	254.88	308.11	210.63	278.76	337.37
少数股东损益	22.01	26.68	17.91	23.97	28.97
归属母公司净利润	232.87	281.44	192.72	254.79	308.40
EBITDA	366.56	417.76	338.56	423.54	498.00
EPS (摊薄)	0.40	0.49	0.33	0.44	0.54

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	398.50	383.85	288.08	366.27	441.45
净利润	254.88	308.11	210.63	278.76	337.37
折旧摊销	78.82	79.62	90.76	95.59	101.09
财务费用	0.75	-34.28	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.12	0.19	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	70.50	30.47	-41.34	-8.07	2.96
其它	-6.33	-0.27	28.03	-0.01	0.03
投资活动现金流	-1,582.48	93.12	-123.47	-133.59	-146.28
资本支出	-96.86	-155.41	-123.47	-133.59	-146.28
长期投资	0.25	-8.18	0.00	0.00	0.00
其他	-1,485.87	256.71	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,378.41	-69.87	-81.65	-115.27	-115.27
短期借款	1,384.42	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.38	69.57	81.65	115.27	115.27
现金净增加额	192.16	401.35	82.97	117.42	179.91



## 分析师简介

**边铁城**，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

## 计算机行业重点覆盖公司

软控股份 (002073)	远光软件 (002063)	东华软件 (002065)	海隆软件 (002195)
御银股份 (002177)	大华股份 (002236)	广电运通 (002152)	北斗星通 (002151)
北纬通信 (002148)	超图软件 (300036)	用友软件 (600588)	同方股份 (600100)

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：**股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：**股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：**股价相对基准波动在±5% 之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：**行业指数超越基准；

**中性：**行业指数与基准基本持平；

**看淡：**行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。