



买入

26% ↑
目标价格:人民币 21.00

300036.CH

价格:人民币 16.71

目标价格基础: 36倍 17年市盈率

板块评级: 增持

超图软件

国内龙头—“超”独秀，平台+应用扬帆起航

超图软件自成立以来在 GIS 行业耕耘廿岁有余，已成长为行业龙头。目前，公司已进入超图 2.0 时代，依托自身在 GIS 基础软件平台业务的强大壁垒，通过内生外延的方式向产业链下游应用服务拓展，形成了包括 GIS 基础软件、GIS 应用软件、GIS 云服务和国际业务线等四大业务线，铸造平台+应用型跨界寡头。我们给予该股买入的首次评级，目标价格 21.00 元。

支撑评级的要点

- **立足产业链中游，GIS 基础软件一骑绝尘。** GIS 基础平台软件位于 GIS 产业链中游，具有非常高的技术含量和专业门槛，是整个 GIS 软件产业的核心技术。公司 GIS 基础软件主打 SuperMap GIS 系列产品，顺应 CCTB 发展趋势，技术壁垒坚如磐石。2015 年公司以 31.6% 的市占率首超国外 GIS 品牌 Esri 在 GIS 基础平台软件市场独占鳌头。
- **行业康庄大道，公司积极拓展 GIS 产业链下游。** 2016 年公司步入超图 2.0 时代，将平台与应用分离，通过内生外延方式形成以超图信息、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧为主的应用软件业务；以超图数据、地图慧为主的云服务与大数据业务，力图做大应用软件，做强云服务&大数据业务。
- **看好不动产信息管理业务，国土三调成功接力，业绩增长无忧。** 预计 2017 年不动产登记公开中标项目总金额 72 亿元左右，以公司截至 2017 年 9 月 13.36% 的中标市占率，估计公司 2017 年该业务中标金额有望超过公司 2016 年全年营收。公司不动产登记业务处于行业绝对领先优势，市占率超过 30%，我们看好公司在该业务的发展。此外，国土三调将于 2018 年正式启动，成功接力不动产登记业务，外加业绩对赌大概率完成也保障了公司业绩的持续高速增长。
- **布局智慧城市&地图慧，打造新兴增长极。** 时空信息云平台为智能设施一级指标，有效解决信息孤岛难题，公司以时空信息云平台切入智慧城市领域，分享万亿规模蛋糕；地图慧用互联网模式创新 GIS 服务模式，定位地理智慧+大数据+云服务，开发大众制图、企业服务、商业分析三大产品体系，让 GIS 走进千家万户。

评级面临的主要风险

- 不动产登记进展不及预期风险；下游业务拓展风险；商誉减值风险。

估值

- 我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 2.05 亿元、2.96 亿元和 4.07 亿元；每股收益分别为 0.46 元、0.66 元和 0.91 元；对应市盈率分别为 36 倍、25 倍和 18 倍。首次给予买入评级，目标价格 21.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	467	833	1,318	1,947	2,698
变动(%)	29	78	58	48	39
净利润(人民币 百万)	59	127	205	296	407
全面摊薄每股收益(人民币)	0.300	0.283	0.456	0.659	0.905
变动(%)	(19.9)	(5.6)	60.9	44.5	37.3
全面摊薄市盈率(倍)	54.9	58.1	36.1	25.0	18.2
价格/每股现金流量(倍)	25.0	33.2	772.8	14.1	38.0
每股现金流量(人民币)	0.66	0.50	0.02	1.17	0.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	115.9	49.5	29.2	19.4	13.9
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.123	0.179	0.228
股息率(%)	0.6	0.4	0.7	1.1	1.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.1)	(7.2)	2.9	(20.1)
相对深证成指	(13.4)	(8.3)	(4.5)	(24.5)

发行股数(百万)	450
流通股(%)	73
流通股市值(人民币 百万)	5,415
3个月日均交易额(人民币 百万)	169
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
钟耳顺	12

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 11 月 10 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

谭鹏鹏

(8610) 66229080

pengpeng.tan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060002

目录

立足 GIS 产业中游，国内龙头一“超”独秀.....	5
耕耘廿岁有余，步入超图 2.0 时代.....	5
技术壁垒坚如磐石，GIS 基础软件一骑绝尘.....	7
行业康庄大道从中游到下游，应用和服务 GIS 新趋势....	11
下游市场规模 20 倍于中游市场，用户需求逐步释放.....	11
云&大数据催化服务型 GIS，打开长尾市场.....	12
因势顺导拓展下游应用，铸造平台+应用型寡头.....	13
跨界公司寥寥，静待公司出水芙蓉.....	13
外延并购布局不动产信息管理，业绩增长无忧.....	14
切入智慧城市万亿浩荡市场，打造新一增长极.....	18
地图“慧”民，让 GIS 走进千家万户.....	21
从中国走向世界，国际业务循序渐进.....	24
盈利预测及估值.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司.....	28

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. GIS 与 MIS 的比较.....	5
图表 2. 我国 GIS 软件市场规模.....	5
图表 3. 公司在产业链中所处位置.....	6
图表 4. 公司业务贯穿产业链中下游.....	6
图表 5. 公司业务构架.....	6
图表 6. 公司营收及同比增速.....	7
图表 7. 公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 8. GIS 基础平台软件具有承上启下的枢纽作用.....	7
图表 9. 公司研发投入均值高于同期可比公司.....	8
图表 10. 国产空间信息系统软件测评结果对比.....	8
图表 11. GIS 软件四大关键技术发展方向.....	9
图表 12. 单个 iServer 节点新建+启动耗时.....	9
图表 13. Docker 与 vmware 虚拟机响应时间比例.....	9
图表 14. 公司市占率超越 Esri 成国内第一.....	10
图表 15. 公司与国外巨头 Esri 对比.....	10
图表 16. 产业链下游市场规模广阔.....	11
图表 17. 用户需求逐渐释放.....	12
图表 18. 云&大数据催化服务型 GIS.....	12
图表 19. 2008 年自主品牌与国外品牌市场份额情况.....	13
图表 20. 2015 年自主品牌与国外品牌市场份额情况.....	13
图表 21. 2008 年中国市场 GIS 基础软件份额.....	13
图表 22. 2015 年中国市场 GIS 基础软件份额.....	13
图表 23. 国内主要 GIS 厂商对比.....	14
图表 24. 公司在产业链下游的布局.....	14
图表 25. 信息化整体进度低于预期.....	15
图表 26. 不动产登记项目市场规模.....	15
图表 27. 公司在不动产信息管理业务的布局（部分）.....	16
图表 28. 并购子公司业绩承诺情况.....	16
图表 29. 针对国土三调系列产品.....	17
图表 30. 不动产信息管理中标项目位居第一.....	18

图表 31. 各中标项目占比情况.....	18
图表 32. 公司位于魔力象限第一象限	18
图表 33. 公司在不动产登记领域市占率第一	18
图表 34. 我国智慧城市 IT 投资规模	19
图表 35. 我国智慧城市市场规模	19
图表 36. 智慧城市共享交换云平台总体构架	20
图表 37. 公司战略收购上海数慧	21
图表 38. 为云服务与大数据注入“地理智慧”	21
图表 39. 从地理空间维度整合多家数据	22
图表 40. 地图慧产品体系	22
图表 41. 带地理智慧的企业应用服务	22
图表 42. 地图慧部分客户	23
图表 43. 公司国际化业务进程.....	24
图表 44. 2016 年公司国际业务同比增长 21.64%.....	25
图表 45. 公司 2013 年-2017Q3 利润表.....	26
图表 46. 可比公司估值.....	26
损益表(人民币 百万).....	27
资产负债表(人民币 百万).....	27
现金流量表(人民币 百万).....	27
主要比率 (%).....	27

立足 GIS 产业中游，国内龙头一“超”独秀

耕耘廿岁有余，步入超图 2.0 时代

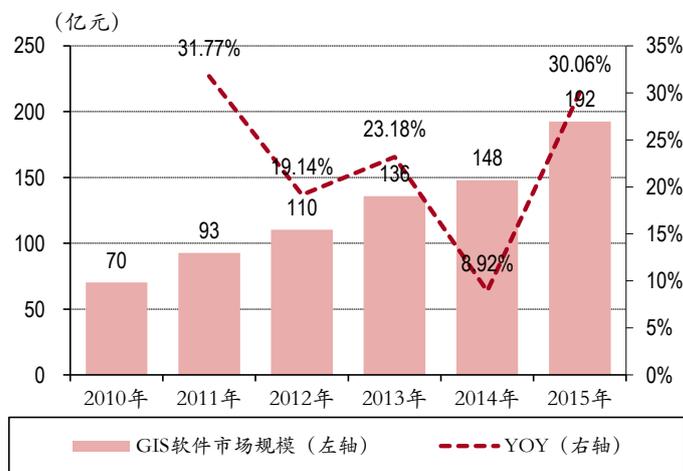
GIS 是基于数字地图的一种专业的计算机管理信息系统，是 IT 产业的一个重要分支领域，其在地理空间信息采集、存储、显示、分析的基础上对政府、企业、个人生活所需的各种信息进行管理并辅助决策，与传统 MIS 相比，GIS 具有呈现和表达信息更直观、更强大的分析功能等优势。日常生活中有 80% 的信息与地理位置有关，GIS 日益广泛应用在政务、企业、个人信息服务等领域，据智妍咨询数据，截至 2015 年我国 GIS 软件市场规模为 192.47 亿元，同比增长 30.06%，2010 年至 2015 年的 CAGR 高达 22.33%。

图表 1. GIS 与 MIS 的比较

比较项目	GIS	MIS
数据类型	有空间分布特性，由点、线、面及相互关系构成	主要为属性数据和统计分析数据
数据源	图形图像及地理特征属性	表格、统计数据、报表
输出结果	图形图像产品、统计报表、文字报告、表格	表格、报表、报告
硬件配置	数字化仪、扫描仪、绘图仪、打印机、键盘、一般微机	高档微机或工作站
处理内容	系统分析、检索、地区综合治理、环境监测、灾害预测预警	查询、检索、系统分析、办公管理
工作方式	人机对话、交互作用程度高	人为干预少

资料来源：公开资料，中银证券

图表 2. 我国 GIS 软件市场规模



资料来源：智妍咨询，中银证券

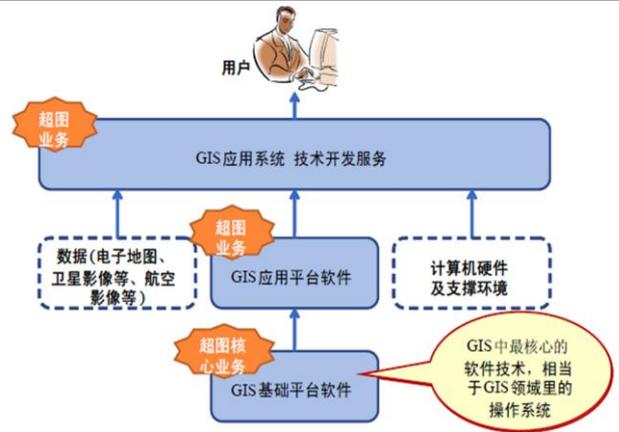
公司业务贯穿于产业中下游。GIS 产业链上游是计算机、网络设备等硬件制造商，中游为基础软件平台商，下游为各类增值开发商和最终用户。根据下游用户需求，GIS 软件经营模式主要分为向增值开发商或终端客户的纯软件销售模式和根据用户要求提供系统集成服务模式。GIS 软件行业细分为 GIS 基础平台软件、GIS 行业应用平台软件及 GIS 工程应用技术开发服务。公司自 1997 年成立之日便卡位行业中游，核心业务立足 GIS 基础平台软件，并不断向下游应用拓展，提供 GIS 应用平台软件和系统集成服务。

图表 3. 公司在产业链中所处位置



资料来源：公司公告，中银证券

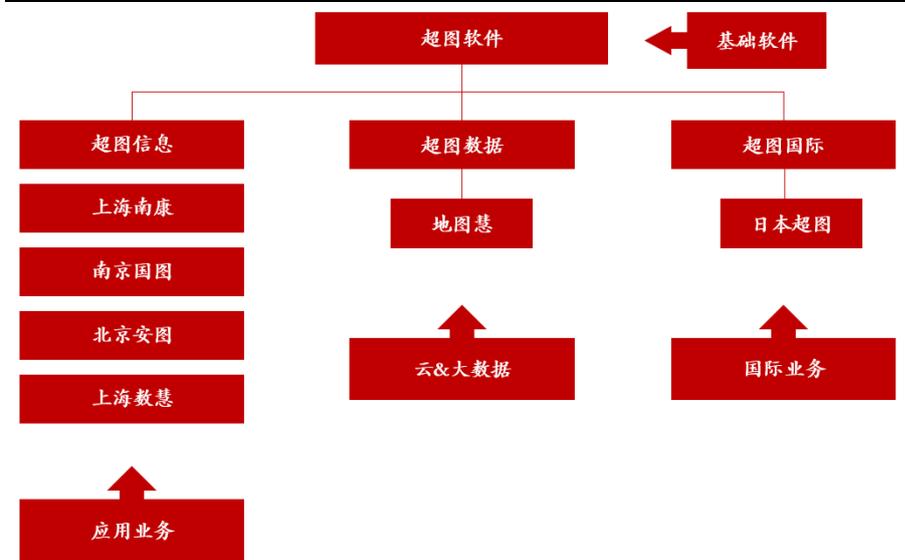
图表 4. 公司业务贯穿产业链中下游



资料来源：公司公告，中银证券

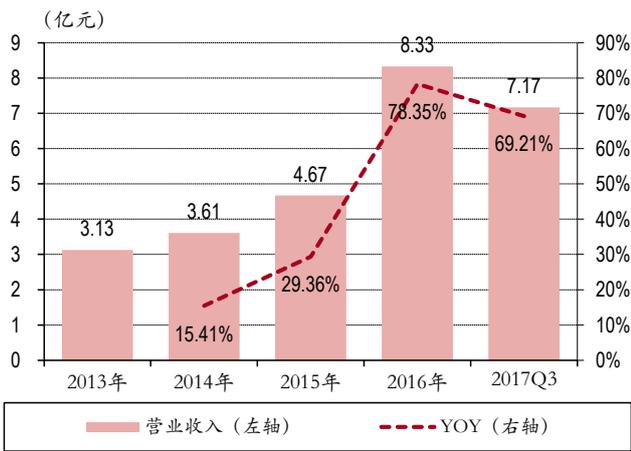
超图 2.0 时代到来。公司自成立之日廿岁有余，借其在 GIS 基础软件领域强大的竞争优势已成长为行业龙头。2016 年公司步入超图 2.0 时代，通过内生+外延的方式开启了以超图软件为主的基础软件业务，以超图信息、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧为主的应用软件业务，以超图数据、地图慧为主的云与大数据业务和以超图国际、日本超图为主的国际化业务，力图做强基础软件和云&大数据业务、做大应用软件和国际化业务。

图表 5. 公司业务构架

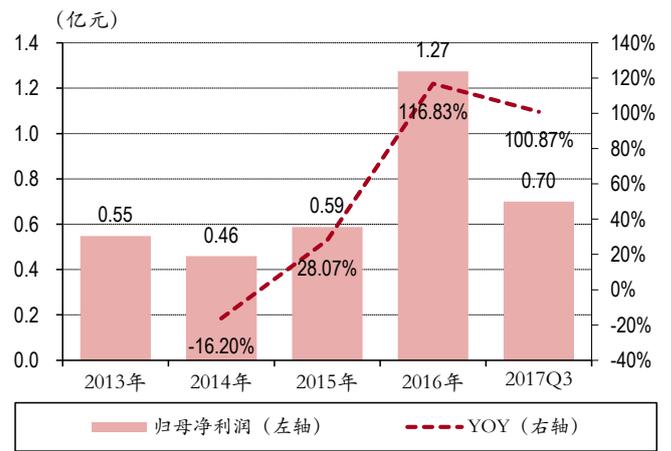


资料来源：中银证券

公司业绩表现亮眼，增速远高于对标公司。2016 年公司分别实现营收、归母净利润 8.33、1.27 亿元，同比增长 78.35%、116.83%，2013 年至 2016 年公司营收 CAGR 高达 38.59%，约是中海达、四维图新的 3.10 倍、1.78 倍，而同期 A 股可比公司 CAGR 均值仅为 24.04%。同时根据公司最新披露的定期报告，2017 年 3 季度公司业绩延续高速增长，营收及归母净利润同比增速分别达到 69.21%、100.87%。

图表 6. 公司营收及同比增速


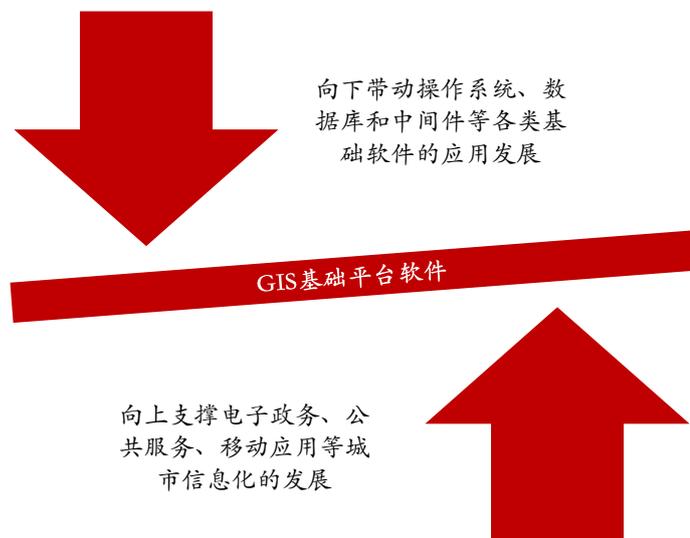
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 公司归母净利润及同比增速


资料来源: 万得, 中银证券

技术壁垒坚如磐石, GIS 基础软件一骑绝尘

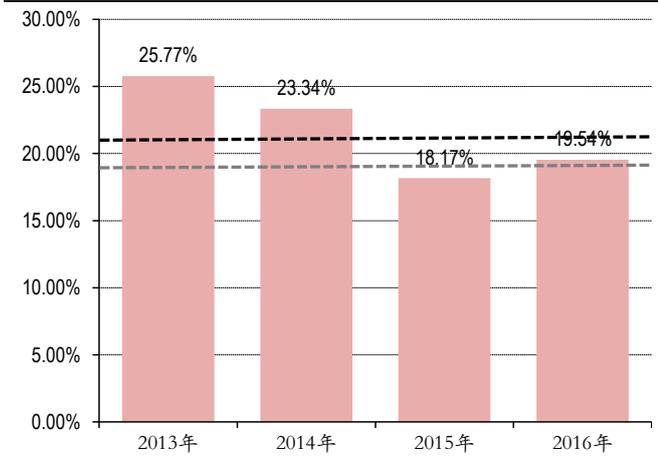
GIS 基础软件是整个 GIS 软件的核心技术。GIS 基础平台软件在 GIS 软件产业中的地位, 相当于操作系统在整个软件产业中的地位, 具有非常高的技术含量和专业门槛, 是整个 GIS 软件产业的核心技术。GIS 基础平台软件作为支撑性平台软件提供 GIS 的各种基础功能, 具有较强的通用性, 同时拥有产业拉动和承上启下的枢纽作用, 向下可带动操作系统、数据库和中间件等各类基础软件的应用发展, 向上可支撑电子政务、公共服务、移动应用等城市信息化的发展。

图表 8. GIS 基础平台软件具有承上启下的枢纽作用


资料来源: 中银证券

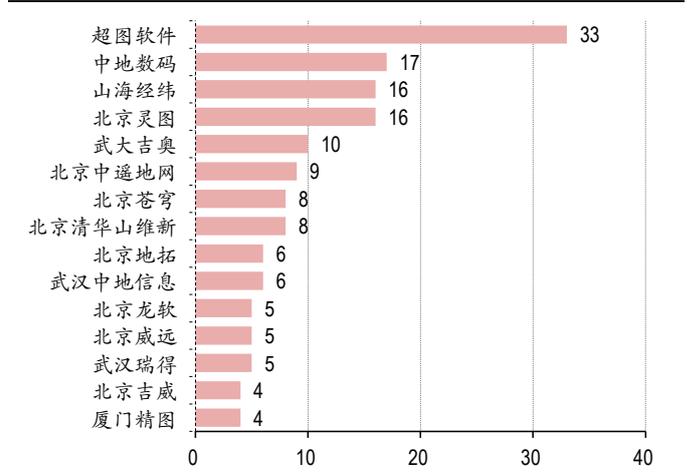
公司 GIS 基础软件技术壁垒坚如磐石。正如 GIS 基础平台在整个产业中的重要地位一样，公司始终将 GIS 基础软件业务作为公司核心竞争力。该业务技术复杂度高，公司重视研发投入，2016 年研发投入金额为 1.63 亿元，同比增长近一倍，占营收比重 19.54%。横向对比来看，2013 年至 2016 年公司研发投入占比除低于四维图新外，明显高于其他同类可比公司，公司 2013 年至 2016 年研发投入占比均值为 21.71%，高出同期可比公司均值 2.91 个百分点。在 GIS 软件领域，公司屡次获得国家遥感中心的国产空间信息系统软件测评表彰推荐，该测评结果代表国内行业的技术水平，2001 年至 2012 年间，公司累计获得测评推荐 33 次，远远领先其他公司。2016 年公司荣登“中国金软件金服务榜单”，并斩获年度地理信息科技进步奖一等奖 1 项、二等奖 3 项、三等奖 2 项。

图表 9. 公司研发投入均值高于同期可比公司



资料来源：万得，中银证券

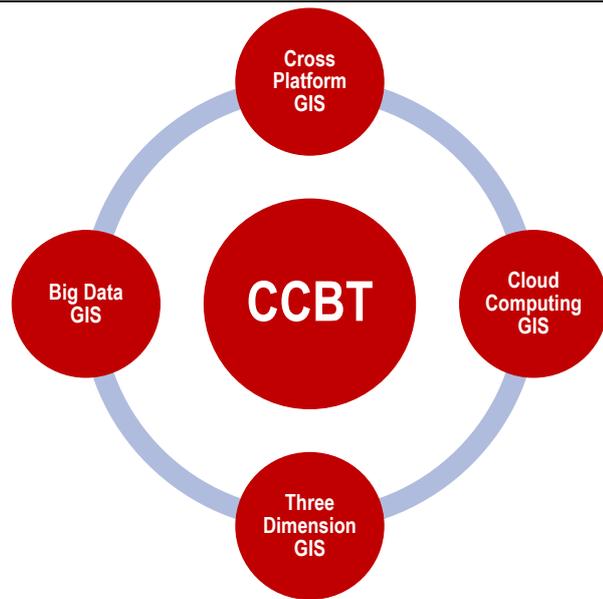
图表 10. 国产空间信息系统软件测评结果对比



资料来源：国家科技部，中银证券

GIS 软件技术 CCTB 发展趋势。目前 GIS 软件技术发展方向可概括为 CCTB: 1) Cross Platform GIS。跨平台 GIS 技术的趋势主要是顺应支持各种主流服务器、各种端及自主可控的软硬件，分为跨硬件设备和操作系统，硬件设备包括各种服务器、PC 和移动设备等。操作系统则主要是兼容万得 ows、Linux、Unix，以及移动端的 Andriod 和 iOS 操作系统等；2) Cloud Computing GIS。云 GIS 技术要求 GIS 软件能够在云环境上运行，打通云 GIS 和各种端之间的联通，以便充分发挥云计算优势，提升 GIS 服务性能；3) Three Dimension GIS。新一代三维 GIS 技术的基础框架是二三维一体化，其融合了倾斜摄影三维技术、激光点云三维技术、BIM 与 GIS 结合的三维技术等；4) Big Data GIS。大数据 GIS 技术是对空间大数据进行存储、索引、管理、分析，降低大数据空间分析难度，让更多机构和个人在不用编程或少量编程的情况下就可以管理和分析空间大数据。

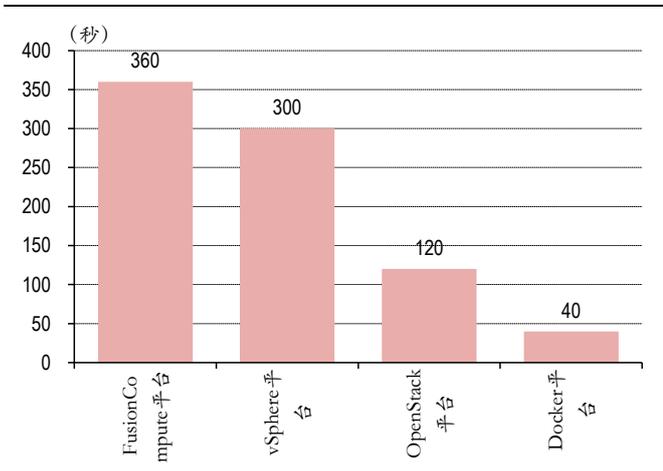
图表 11. GIS 软件四大关键技术发展方向



资料来源：公开资料，中银证券

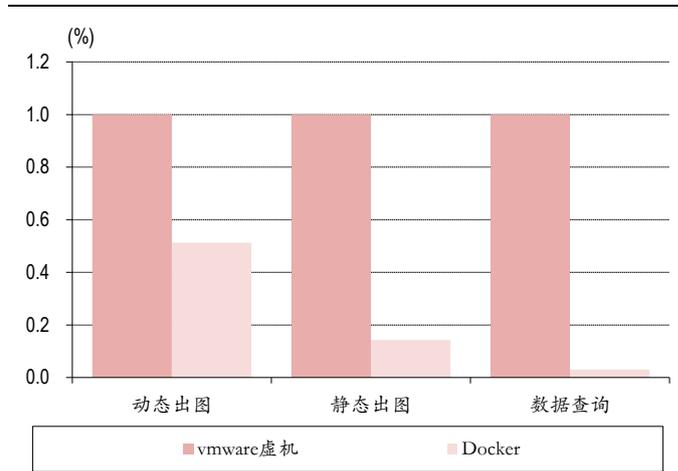
公司 GIS 基础软件主打 SuperMap GIS 系列产品“顺势而上”，技术优势凸显。从 2001 年开始，公司历时十年打造全球首款大型跨平台 GIS 软件产品体系，在国内外首先提出二三维一体化概念，国内首创 GIS 分发服务器，解决了跨区域大型 GIS 应用系统对网络带宽压力的问题。同时公司不断推出主流 GIS 厂商从未发布过的产品，2013 年公司发布云端一体化 SuperMap GIS 7C，2016 年推出 SuperMap GIS 8C（2017），其产品技术完全顺应 GIS 软件 CCTB 的技术发展趋势。跨平台方面支持万得 ows、Linux、Unix，以及移动端的 Andriod 和 iOS 操作系统等，涵盖了 PC 端、Web 端、移动端各产品；云 GIS 技术方面，GIS 云由 8C（2017）iCloudManager、iPortal、iServer、iExpress 四驾马车搭建，并且 SuperMap 跨平台技术可使 GIS 平台原生态运行 Linux，而这也是 GIS 支持 Docker 的必要条件。Docker 与传统虚拟化相比层级更少、性能更高，单个 iServer 节点新建+启动耗时比 FusionCompute 平台快 9 倍，在数据查询方面比 vmware 虚拟机快近 32.5 倍，因此在云计算领域优势突出；三维方面，8C(2017)可以实时进行位置联动，配置三维动态渲染引擎；大数据计算方面，SuperMap 直接基于第二代大数据技术 Spark，相比大数据 1.0 时代的 Hadoop 拥有更高性能、更强功能。

图表 12. 单个 iServer 节点新建+启动耗时



资料来源：公开资料，中银证券

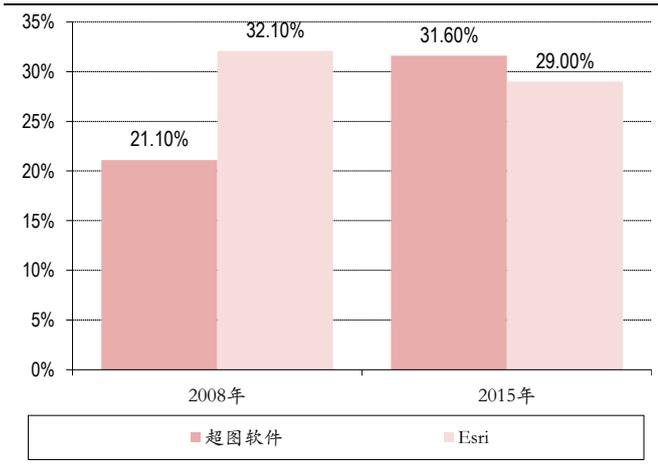
图表 13. Docker 与 vmware 虚拟机响应时间比例



资料来源：公开资料，中银证券

GIS 基础软件公司独占鳌头。目前我国 GIS 基础软件市场主要竞争厂商为 Esri、中地数码、武大吉奥，公司经过多年深耕已成行业龙头。市占率方面，得益于软硬件自主可控国产化政策的持续推进，叠加公司本身在 GIS 基础软件领域的竞争优势，公司 GIS 基础软件市占率稳步提升。据 2016 年 9 月 CMIC 发布的《2015 年中国 GIS 软件市场研究报告》，公司以 31.6% 的市占率首超国外 GIS 品牌在 GIS 基础平台软件市场独占鳌头，Esri 以 29.0% 的市场份额居第 2 位，中地数码和武大吉奥分别以 7.9% 和 5.9% 的市场份额列第 3、4 位；产品竞争力方面，公司在兼容性、云部署、三维等方面都已超越国外巨头 Esri。

图表 14. 公司市占率超越 Esri 成国内第一



资料来源: CMIC, 中银证券

图表 15. 公司与国外巨头 Esri 对比

对比项	对比结果
二三维一体化和三维增强	超图三维动态渲染已超 ArcGIS 且 ArcGIS 在移动端迟迟未正式推出三维开发包；数据都是基于 gITF
私有云部署与运维	超图 8C 版本中包括网络分析在内有六十多个并行计算、分布工具支持并行计算，ArcGIS 的网络分析很久没式计算、GPU 实有重大更新；ArcGIS 10.5 中几乎所有栅格处理和分析的工具都支持并行计算，整体设计非常完整；二者都提出了基于 spark 框架的并行计算
兼容性	超图推出 iCloud Manager 用于私有云环境的运维，ArcGIS 并没有相应的产品 超图支持国产操作系统、国产数据库、国产 CPU，ArcGIS 目前仅支持达梦数据库

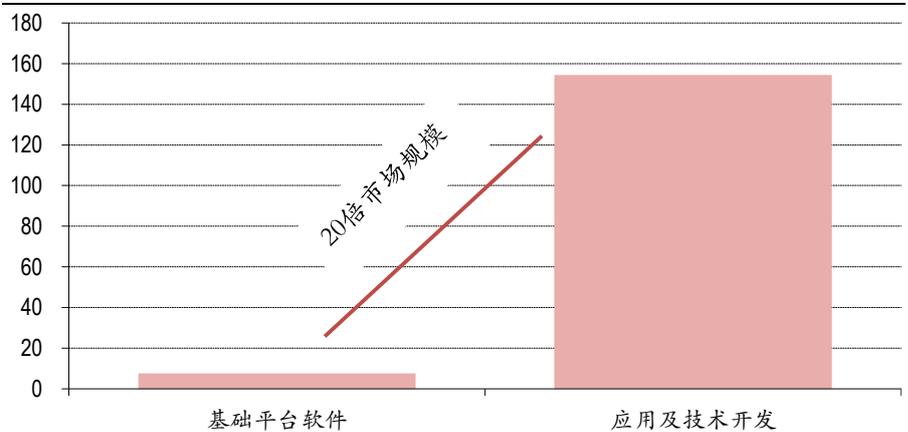
资料来源: 互联网, 中银证券

行业康庄大道从中游到下游,应用和服务 GIS 新趋势

下游市场规模 20 倍于中游市场,用户需求逐步释放

下游市场广阔。在地理信息产业中, GIS 软件市场规模相对较小,而在软件市场中, GIS 基础平台软件市场规模又明显小于应用及服务市场。据中国市场情报中心统计,2015 年我国 GIS 软件市场规模为 162 亿元,其中基础平台软件销售额 7.59 亿元,占比仅为 4.69%,而应用平台软件及项目技术开发服务销售额为 154.42 亿元,20 倍于 GIS 基础平台软件市场。假设以二者相同的市场规模比例 20 为基准,那么包括大众化需求等在内的整个下游 GIS 市场规模约为 3,088 亿元。

图表 16. 产业链下游市场规模广阔

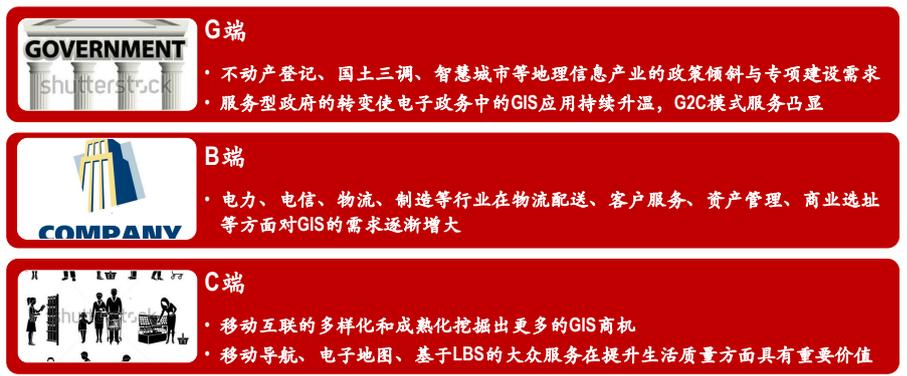


资料来源: 中国市场情报中心, 中银证券

对比欧美市场中国 GIS 市场尚存差距。目前欧美市场已进入成熟阶段, GIS 的应用深入到包括智慧城市、医疗卫生、社会保险、金融商业、大众化服务等各个行业领域。而国内 GIS 还处在一个两极化差异明显、不均衡发展的市场环境中,北上广深等经济发达地区 GIS 逐步走向应用化、实用化和服务化,但更多的二三线城市及经济欠发达地区很多项目还是集中在基础设施建设、完善和管理数据方面。

被动转主动,需求逐渐释放。目前我国 GIS 市场的主要客户还是以国土、水利等为代表的政府部门,其次是大型企业客户,而商业客户和大众化客户占比较小。后期随着 GIS 的不断推广,政府、企业及大众对 GIS 的认识不断深入,被动需求逐渐转为主动需求,需求进一步释放: 1) G 端方面,国家在顶层有包括不动产登记、国土三调、智慧城市等地理信息产业的政策倾斜与专项建设需求,农业、环保、林业及灾难预警等领域与 GIS 应用日趋深入,同时服务型政府的转变使电子政务中的 GIS 应用持续升温,G2C 模式服务凸显; 2) B 端方面,电力、电信、物流、制造等行业在物流配送、客户服务、资产管理、商业选址等方面对 GIS 的需求逐渐增大; 3) C 端方面,移动互联的多样化和成熟化挖掘出更多的 GIS 商机,在消费转型升级的带动下,移动导航、电子地图、基于 LBS 的大众服务在提升生活质量方面具有重要价值,会进一步刺激对 GIS 应用的需求。

图表 17. 用户需求逐渐释放

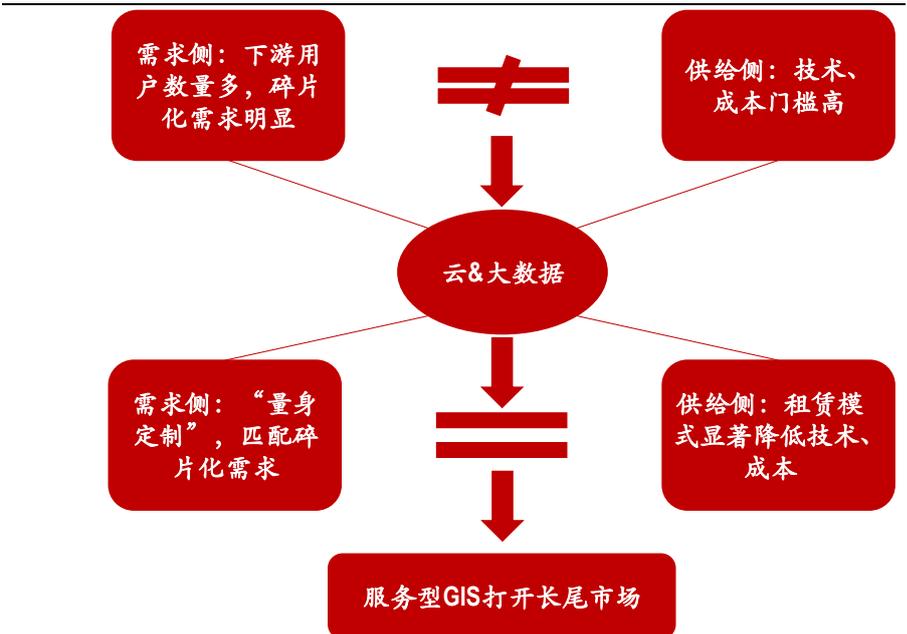


资料来源：中银证券

云&大数据催化服务型 GIS，打开长尾市场

GIS 下游末端市场供需方面存在着不对等现象。需求一侧，在空间信息与行业各类应用深入的背景下，中小企业尤其小微企业及个人用户数量持续高速增长，正成为新的市场主体，这类用户数量庞大、需求各异，用户需求升级趋势明显，从单一的产品与技术逐步向整体解决方案和服务转变，使 GIS 产业链下游末端呈现明显的长尾市场特点；供给一侧，一方面 GIS 是“奢侈”消费，技术门槛和成本门槛较高，而大部分中小企业不会过多投入基础设施，导致企业应用情况不理想，另一方面，行业通用型 GIS 软件的供给与碎片化市场无法匹配。供需不对等是现实存在的，解决方式就是在 GIS 领域运用大数据与云计算技术，使 GIS 由平台化向提供定制、精准服务的服务化转变。地理信息大数据体量大、变化速度快、价值密度低，通过构建 GIS 云平台，实现数据实时零损耗传输与云端存储，在数据聚合到平台的过程中完成后端分析，改变大数据的贫矿属性。通过云端一体化，为用户提供“量身定制”的互联网服务，匹配碎片化的需求，同时省去了开发、部署、运维成本，租赁模式下资源效率最大化，吸引大量中小企业及个人用户，打开长尾市场。

图表 18. 云&大数据催化服务型 GIS



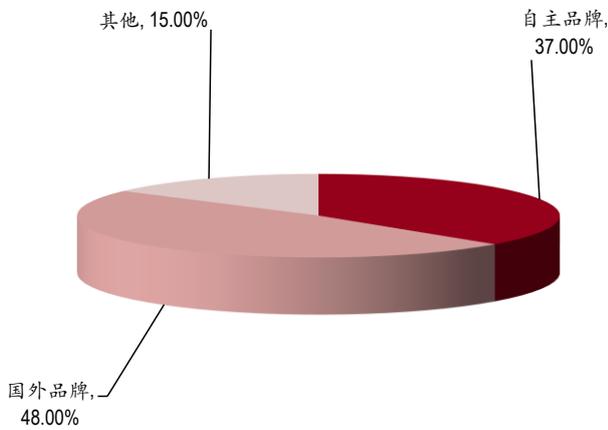
资料来源：中银证券

因势顺导拓展下游应用，铸造平台+应用型寡头

跨界公司寥寥，静待公司出水芙蓉

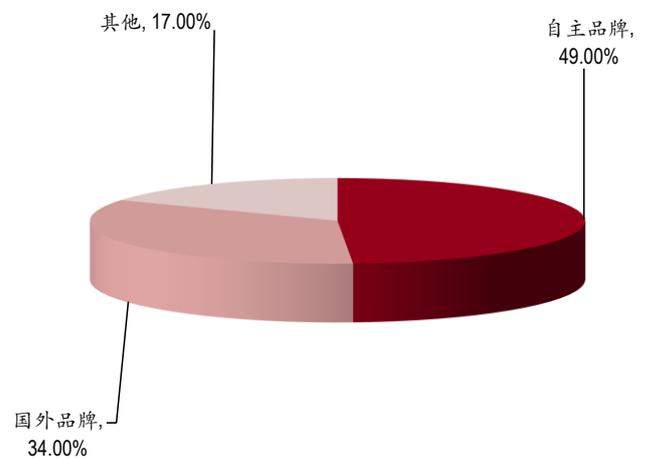
平台型厂商公司竞争优势明显。目前公司的竞争对手主要分为国外的 Esri 和国内的中地数码、武大吉奥。国外竞争对手方面，在国产软硬件自主可控及国家信息安全的大背景下，早期 Esri 的竞争优势正在逐步衰退，根据赛迪网的数据，自主 GIS 品牌的市场份额从 2008 年的 37% 提升至 2015 年的 49%，同期国外品牌市场份额则从 48% 下降至 34%；国内竞争对手方面，从市占率维度看中地数码与武大吉奥与公司尚存差距，二者合计市占率也不足公司一半，其次在专业背景、二次开发程度、数据库支持等方面公司也处于领先地位。此外中地数码平台软件基本只是对内服务，难以应用到广大开发实际中，在扩展性方面存在较大局限性。

图表 19. 2008 年自主品牌与国外品牌市场份额情况



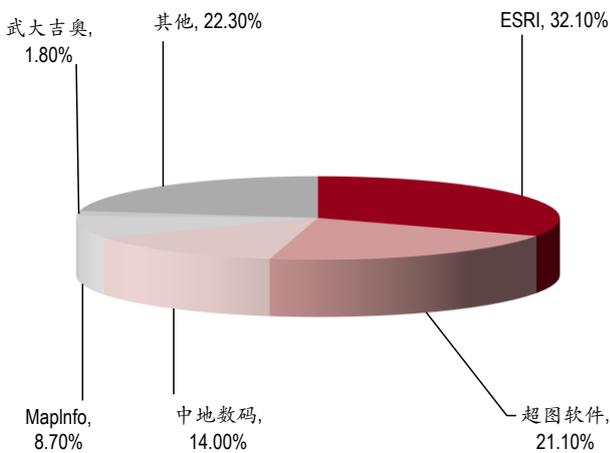
资料来源：赛迪网，中银证券

图表 20. 2015 年自主品牌与国外品牌市场份额情况



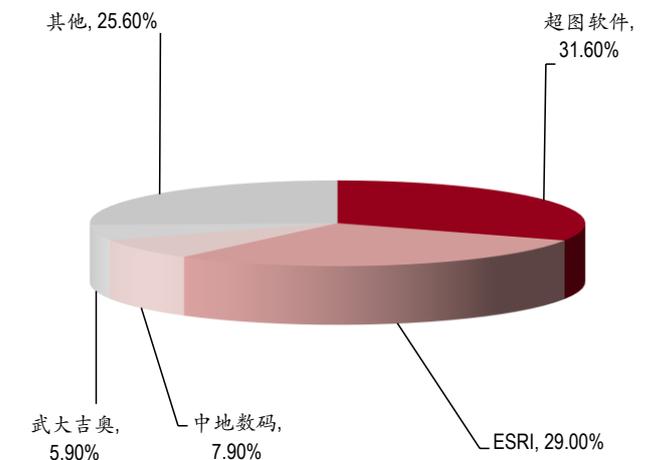
资料来源：赛迪网，中银证券

图表 21. 2008 年中国市场 GIS 基础软件份额



资料来源：赛迪网，中银证券

图表 22. 2015 年中国市场 GIS 基础软件份额



资料来源：赛迪网，中银证券

图表 23. 国内主要 GIS 厂商对比

项目	超图软件	中地数码	武大吉奥
企业性质	上市公司	非上市	非上市
专业背景	中国科学院地理科学与资源研究所	中国地质大学	武汉大学测绘遥感国家重点实验室
市场占有率	市占率在 15 年就达到市场第一	市占率低	市占率低
数据库支持	使用专有 SDX+引擎, 支持 Oracle、SQL Server、DB2、Sybase 和 DM3	SQL Server、Oracle	武汉大学测绘遥感国家重点实验室、Oracle、SQL Server
二次开发难度	专用 .Net 开发平台, 参考资料多, 开发难度最低	参考资料一般, 传统客户端程序开发模式, 需要了解传统 API 调用方式	开发难度中等
三维功能	最早提出二三维一体化、配置三维动态渲染引擎	三维分析能力一般	三维分析能力较弱
跨平台情况	支持万得 ows、Linux、Unix, 以及移动端的 Andriod 和 iOS 操作系统等	支持万得 ows、Unix、Linux	支持 32 位万得 ows、Linux 系统

资料来源: 互联网, 中银证券

大力拓展产业链下游市场。在 GIS 走向应用和服务的大趋势下, GIS 应用下游市场存在较多的竞争对手, 但并未形成规模较大的龙头, 实力突出的平台+应用型跨界公司寥寥, 公司借助其在 GIS 平台领域绝对优势向顺应行业发展趋势的下游拓展方面具有得天独厚的优势, 有望在国内成功打造平台+应用型寡头。公司在超图 2.0 时代逐步分离平台业务和应用业务, 通过内生外延的方式形成了以超图信息、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧、地图慧为主的下游布局, 涉及不动产信息管理、智慧城市、云&大数据等应用服务业务。目前公司的 GIS 基础平台软件 SuperMap GIS 已在智慧城市、测绘、国土、统计、房产、气象、海洋、水利、环保、石油石化、交通、国防等数十个领域得到广泛应用, 同时支持华为、浪潮、中兴和用友等 700 余家合作伙伴为各行业提供优秀应用平台产品和解决方案。

图表 24. 公司在产业链下游的布局

公司名称	主营业务	市场地位
超图信息	为智慧城市、国土、资源环境和国防军工等领域提供优秀的应用平台产品和解决方案	国内领先的 GIS 应用解决方案与服务提供商
上海南康	房地产信息管理以及数据调查采集	房地产信息管理解决方案在国内处于领先地位
南京国图	专业从事国土业务研究及信息化建设	不动产统一登记信息平台在细分领域具有较为明显的核心竞争优势
北京安图	国土信息化、不动产登记相关数据处理业务	主持参与多项国土资源部、住建部的重大科研项目, 先后为重庆、成都、三亚、南京等众多城市建立了 GIS 等应用系统
上海数慧	城市规划、国土资源等领域信息化服务	国内城市规划信息化的领军企业
地图慧	地理信息及互联网行业知名的大数据及云服务品牌	提供大众在线制图、企业地理信息应用服务、地理商业智能、数据资源等产品和服务

资料来源: 中银证券

外延并购布局不动产信息管理, 业绩增长无忧

政策加码, 不动产登记进展低于预期。2013 年国务院决定建立不动产统一登记制度, 由国土资源部牵头指导监督全国土地、房屋、草原、林地等不动产统一登记职责, 基本做到登记机构、登记簿册、登记依据和信息平台“四统一”。2015 年 3 月《不动产登记暂行条例》正式实施, 部分试点开始发放不动产权证书, 2016 年 1 月, 《不动产登记暂行条例实施细则》出台, 2017 年按照国土资源部的通知, 全国开展土地、房产、林地、海域登记数据整合。虽然政策面的要求逐步被落实, 但整体信息化进度还是低于预期, 如果将 2015 年作为不动产登记元年, 那么 2016 年则是不动产的落地之年, 基本完成了信息平台的建设, 预计 2017 年至 2018 年将会基本完成数据整合建库的要求, 工作重点将是“数据整合”。

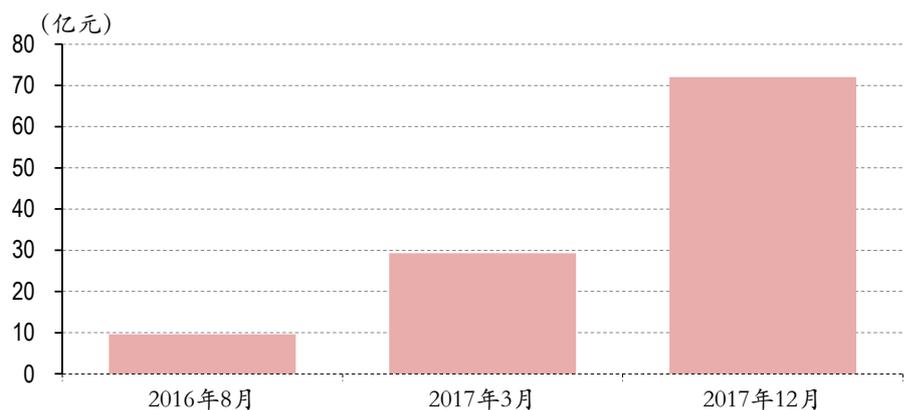
图表 25. 信息化整体进度低于预期



资料来源: 泰伯研究院, 中银证券

不动产登记项目市场规模约为 174 亿元。不动产登记项目按顺序可划分为前期信息平台建设、数据整合、后期监理项目。根据不动产登记公开中标项目的统计, 单个市级项目的平均金额在 760 万元左右 (平台建设 280 万元、数据整合 340 万元、监理项目 140 万元), 单个县级项目的平均金额在 515 万元左右 (平台建设 210 万元、数据整合 260 万元、监理项目 45 万元)。以 2017 年我国行政区划区域为标准, 我国拥有 334 个地级行政区, 2,877 个县级行政区, 不动产登记项目建设带来的市场规模约为 173.55 亿元。据泰伯研究院数据, 2016 年 8 月不动产登记的公开中标项目总额仅有 9.6 亿, 但截至 2017 年 3 月不动产登记的公开中标项目总金额达到 29.26 亿元, 增长率约为 205%。由于数据整合是 2017 年至 2018 年的工作重点, 而数据整合项目金额又在整个不动产登记项目中最大, 按均值估计整个 2017 年不动产登记项目市场规模将为 72 亿元左右。

图表 26. 不动产登记项目市场规模



资料来源: 泰伯研究院, 中银证券

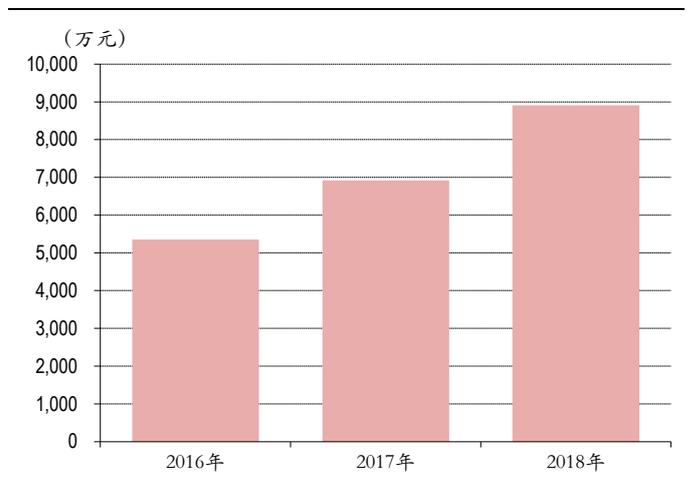
公司通过内生加外延的方式积极布局不动产信息管理市场。内生方面，早在2014年公司就结合不动产登记相关管理要求，预研了包括不动产登记管理系统、不动产数据建库系统等4个产品，同时公司将不动产应用业务迁移至超图信息。外延方面，公司在2015年6月、2016年5月、2016年9月分别完成了对上海南康、南京国图、北京安图的100%股权收购，三者合计承诺2016年至2018年扣非和研发资本化费用的税后净利润分别为5,350万元、6,920万元、8,909万元。公司现已形成“超图信息+南京国图+北京安图+上海南康”的不动产登记业务布局，以“咨询+数据+软件”的服务模式，提供“全过程、多方位、全满意、本地化”的服务方式，截至2016年末，公司及子公司累计为石家庄各区县、苏州市、乌鲁木齐、海口市等800余个省、市、县（区）实现了不动产发证，领先不动产登记市场份额。

图表 27. 公司在不动产信息管理业务的布局（部分）

时间	事件
2014年	结合不动产登记相关管理要求，预研了包括不动产登记管理系统、不动产数据建库系统等4个产品
2015年3月	全国首批不动产权证书在四川泸州和江苏徐州发放，泸州不动产系统采用公司GIS平台
2015年9月	公司承担多项云南省易门县不动产登记工作
2015年6月	收购上海南康科技有限公司
2015年12月	吉林省不动产权证首发，采用公司不动产登记平台
2016年5月	收购南京国图
2016年9月	收购北京安图

资料来源：公开资料，中银证券

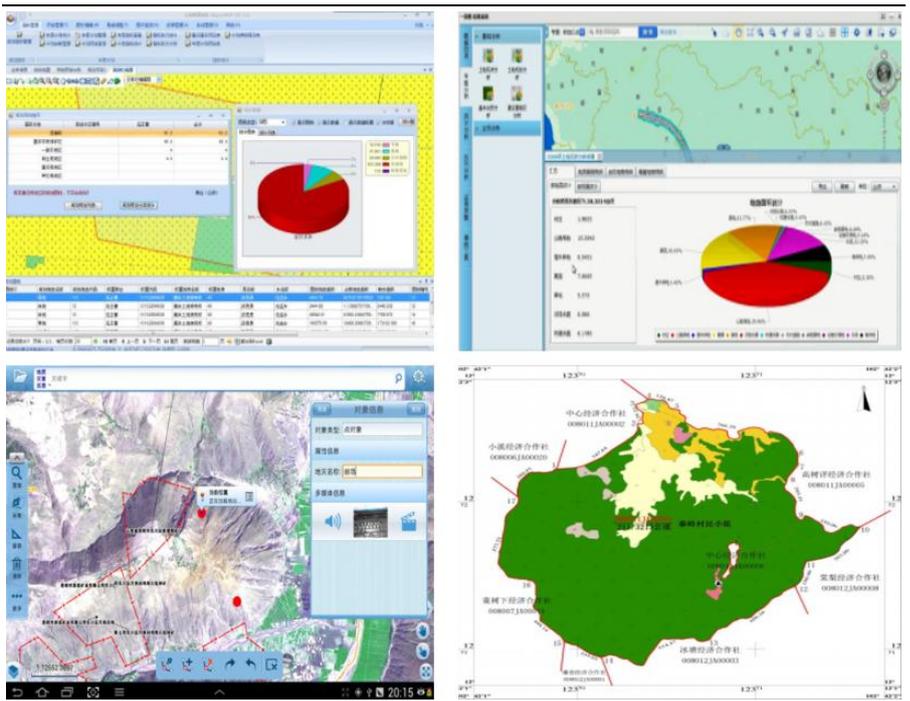
图表 28. 并购子公司业绩承诺情况



资料来源：公司公告，中银证券

十年一遇国土三调，接力不动产登记。国务院2008年发布《土地调查条例》明确指出每10年要进行一次全国土地调查，从2007年全面启动的国土二调至今，10年周期已结束。目前三调前期准备工作已于2016年12月21日正式启动，2017年4月总体方案已报送国土资源部。据公开资料统计，国土二调总投入约150亿元，其中地方投入约130亿元，考虑到国土三调调查范围、覆盖的全面性以及产生数据的规模，都将远远超出前两次全国土地调查工作，预计国土三调总投入金额约为200亿元，国土二调于2009年结束，平行推算国土三调预计将于2019年结束，国土三调每年带来的市场规模约为60亿-70亿元左右，采用公司在不动产登记领域13.36%的市占率，则公司每年在该领域可获取8亿-9亿元左右的市场份额。公司国土事业部成立于1997年，深知土地调查、信息管理与应用、土地监测以及土地督察等方面的需求，开发出SuperMap国土资源信息系统、矿政管理信息系统、土地利用现状管理系统、农村地籍管理信息系统、国土资源“一张图”及综合监管平台等系列产品，目前业务范围延伸到国土行业的各个方面，在全国一百多个国土资源管理部门进行了应用实践。

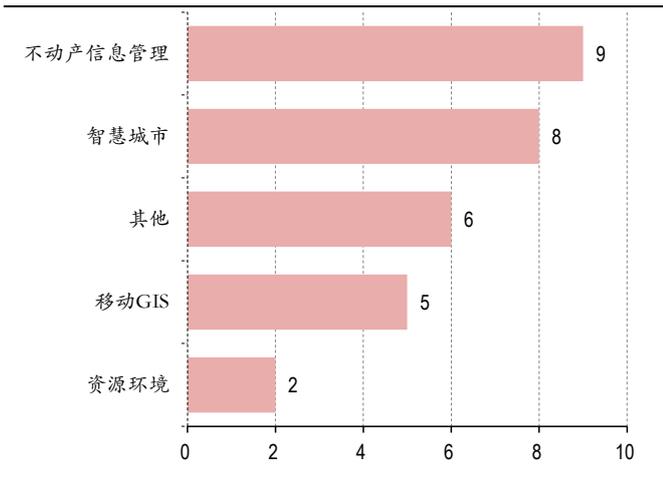
图表 29. 针对国土三调系列产品



资料来源：公司官网，中银证券

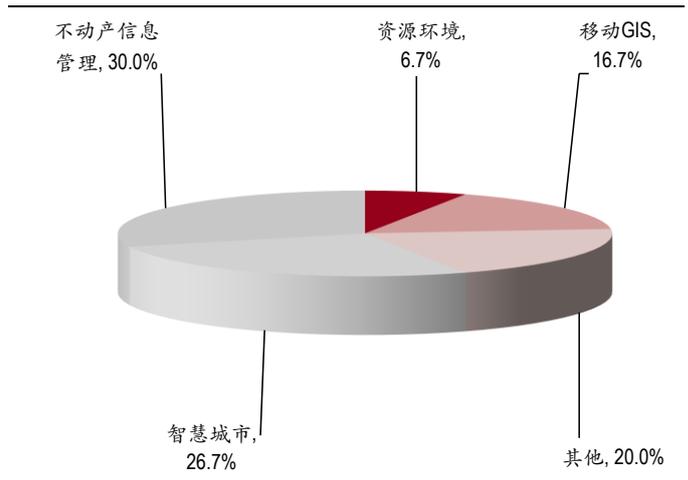
业绩增长无忧。对于公司未来业绩表现问题，我们持乐观态度，可以从中标项目情况、不动产登记市占率、业绩对赌、国土三调接力四个维度分析：1) 中标项目。根据中国政府采购招标网的中标公告，2017年初至2017年7月份，公司累计中标GIS行业下游应用项目30个（由于网站部分中标公告并未公示中标金额，为了考虑数据的完整性我们在此不对中标金额进行论述），其中涉及不动产信息管理的项目数为9个，占比30%，位居所有中标项目类型第一，中标项目数量的保障为公司不动产信息管理业务创收打下了基础；2) 市占率。公司在前瞻性（品牌影响力、技术基础、创新能力等）和执行力（技术服务、产品完善度、团队人才等）方面都处于不动产登记的领导者。据相关数据统计，考虑并购效应，截至2017年9月，公司中标金额占据市场第一，市占率为13.36%。以我们之前论述的2017年不动产登记项目市场规模为72亿元假设，公司保持该市占率，那么估计公司2017年该业务的中标金额约为10亿元左右，超过公司2016年全年营收；3) 业绩对赌。公司在不动产领域收购了三家公司，三者合计承诺2016年至2018年扣非和研发资本化费用的税后净利润分别为5,350万元、6,920万元、8,909万元，预计三者完成业绩承诺是大概率事件，即使完不成业绩承诺也会有相应的业绩补偿兜底；4) 国土三调。预计公司每年在该领域可获取8亿-9亿元左右的市场份额。（详细论述见上）

图表 30. 不动产信息管理中中标项目位居第一



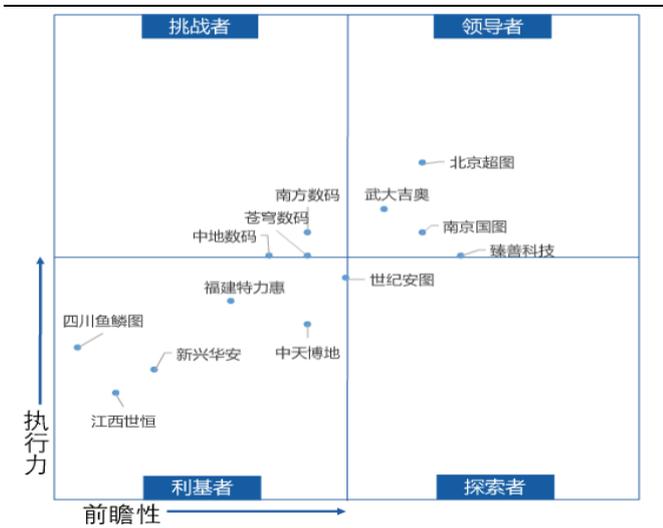
资料来源：中国政府采购招标网，中银证券

图表 31. 各中标项目占比情况



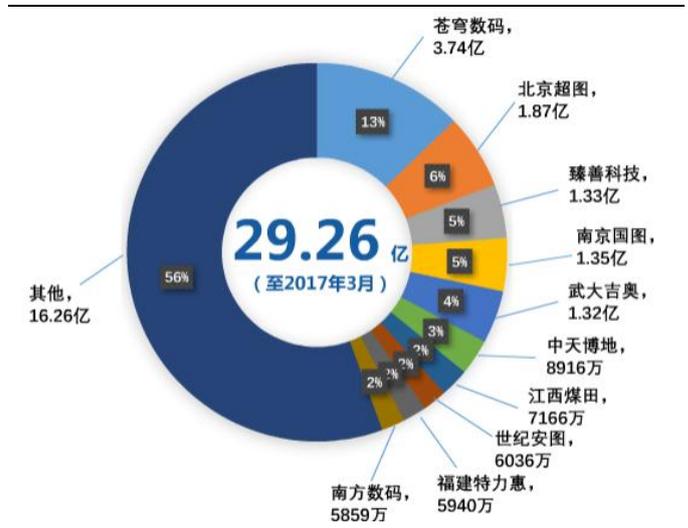
资料来源：中国政府采购招标网，中银证券

图表 32. 公司位于魔力象限第一象限



资料来源：泰伯研究院，中银证券

图表 33. 公司在不动产登记领域市占率第一



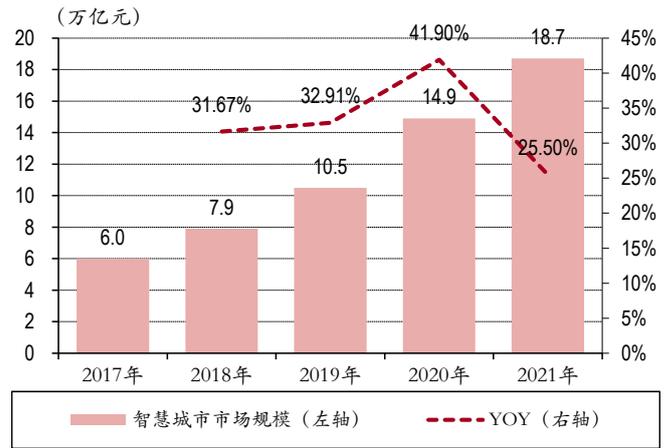
资料来源：泰伯研究院，中银证券

切入智慧城市万亿浩荡市场，打造新一增长极

智慧城市市场规模高度景气。2016年年底国务院印发《“十三五”国家信息化规划》中提出新型智慧城市建设行动目标：要求到2018年分级分类建设100个新型示范性智慧城市，到2020年新型智慧城市建设取得显著成效。根据国家相关部委推进智慧城市建设部署工作，预计今年我国在建智慧城市和启动智慧城市建设的城市数量有望超过500个，带动智慧城市相关市场快速增长，据中投顾问预测，2021年我国智慧城市IT投资规模和智慧城市市场规模分别为1.23万亿元、18.7万亿元，CAGR达到34.67%、32.87%，市场维持高度景气。

图表 34. 我国智慧城市 IT 投资规模


资料来源：中投顾问，中银证券

图表 35. 我国智慧城市市场规模


资料来源：中投顾问，中银证券

公司以时空信息云平台切入智慧城市领域，解决信息孤岛问题。智慧城市建设涉及领域众多，存在大量跨部门、跨行业问题，比如地下管线数据分别在电力、热力及自来水等部门，比例尺数据在国土测绘部门，街区及房屋相关数据在房管部门，这些数据在内容和应用机制上都没有合力。智慧城市建设最大的难点就是要通过信息共享、系统共生来消除部门的“信息孤岛”与“信息壁垒”，这就需要有一个核心的粘合剂——时空信息云平台。发改委、网信办、标准委联合发布的《新型智慧城市评价指标（2016年）》明确将时空信息云平台纳入智能设施一级指标项，时空信息云平台所占比重为3%。在智慧城市领域，公司开发了智慧城市共享交换云平台、智慧城管解决方案、智慧社区解决方案、智慧园区解决方案等系列产品业务。截至2016年，公司已成功中标柳州、呼和浩特时空信息云平台项目，涉及金额分别为1,689万元、2,900万元，由于项目金额较大，我们在二者均值的基础上稍作调整，假设单个时空信息云平台项目金额1,150万元，按照全国500个智慧城市建设数量，则该领域的市场规模约为57.5亿元。此外，时空信息云平台作为重要组成部分的平台层，结合公司水利、气象、环保、统计和网格化等行业解决方案，通过平台加应用的方式，将助力公司争取更多的智慧城市市场份额。

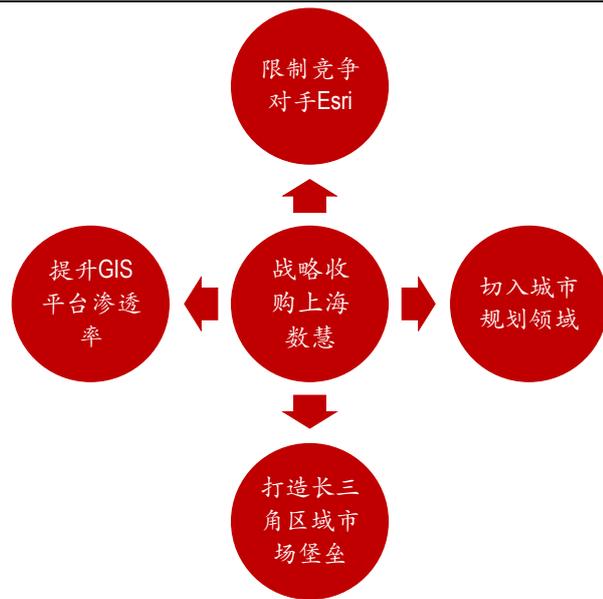
图表 36. 智慧城市共享交换云平台总体构架



资料来源：公司官网，中银证券

战略收购上海数慧。随着国家在城镇化、智慧城市、多规合一等领域投入的加强，规划在城市发展中发挥着战略引领的重要作用。2017年3月公司完成了对上海数慧的全资收购，上海数慧作为国内城市规划信息化领军企业长期致力于城市规划、国土资源等领域信息化服务，结合多规合一政策积极参与国家标准制定，在相关行业形成上下游一体化的信息化解决方案，上海数慧承诺2017年至2019年净利润分别为2,400万元、3,200万元、4,000万元。公司收购上海数慧战略意图明显：1) 限制竞争对手 Esri。2001年上海数慧成为 Esri 全球战略合作伙伴，本次全资收购上海数慧或多或少都将对公司多年的竞争对手起到一定的限制作用；2) 切入城市规划领域。公司借助上海数慧在国内城市规划信息化的优势地位可迅速卡位市场；3) 打造长三角区域市场堡垒。完成对上海数慧的收购后，加上前期公司对上海南康、南京安图的收购，使公司在上海及长三角地区构建强大的市场堡垒；4) 提升 GIS 平台在智慧城市中的渗透率。收购完成后有利于 SuperMap GIS 平台在城市规划领域的市场渗透，提高 SuperMap GIS 平台软件的市场份额。

图表 37. 公司战略收购上海数慧



资料来源：中银证券

地图“慧”民，让 GIS 走进千家万户

第二章节中我们从供需角度论述了 GIS 行业下游末端明显的长尾市场以及云计算和大数据等技术使服务型 GIS 成为新趋势打开长尾市场,在此小节我们不再过多赘述，主要详细分析公司在该领域的业务布局。

定位地理智慧+大数据+云服务。2015 年公司将企业云服务与地图汇整合为地图慧，2016 年公司将所持地图慧股权转让给全资子公司超图数据，至此形成了以超图数据为平台的大数据&云服务业务。地图慧用互联网模式创新 GIS 服务模式，定位为地理智慧+大数据+云服务，为云服务与大数据注入“地理智慧”，通过专业的地理信息技术，整合地理大数据，拓展数据应用，最后以大众化的方式呈现。

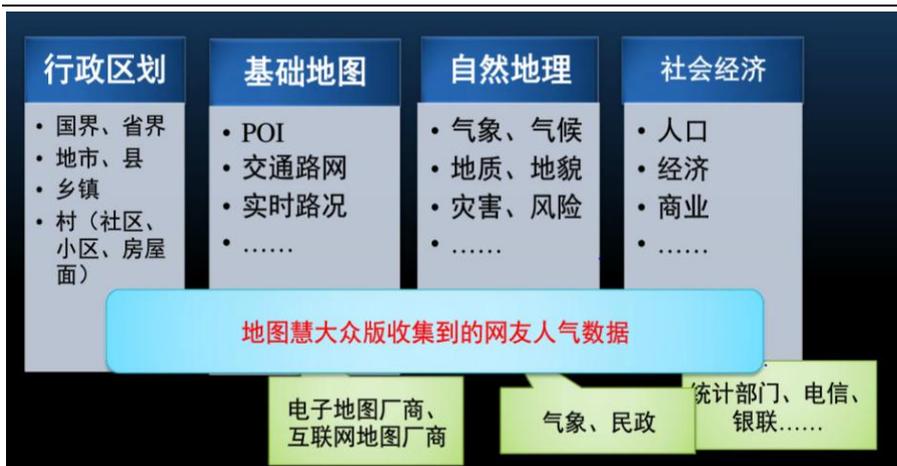
图表 38.为云服务与大数据注入“地理智慧”



资料来源：公开资料，中银证券

地图慧竞争优势明显。公司在服务型 GIS 方面具有数据资源优势、产品竞争优势、客户优势以及战略合作四大竞争优势。1) 数据优势。公司作为 GIS 基础平台中的绝对龙头向不动产登记、国土三调、智慧城市等下游领域拓展过程中积累了大量与地理位置信息有关的数据资源。此外地图慧 Geo-DaaS 从地理空间维度整合来自行政区划（地市、县、乡镇等）、基础地图（交通路况、实时路况）、自然地理（气象、地址、灾害）、社会经济等多家数据，与专业机构合作，确保数据的准确权威。

图表 39. 从地理空间维度整合多家数据



资料来源：公开资料，中银证券

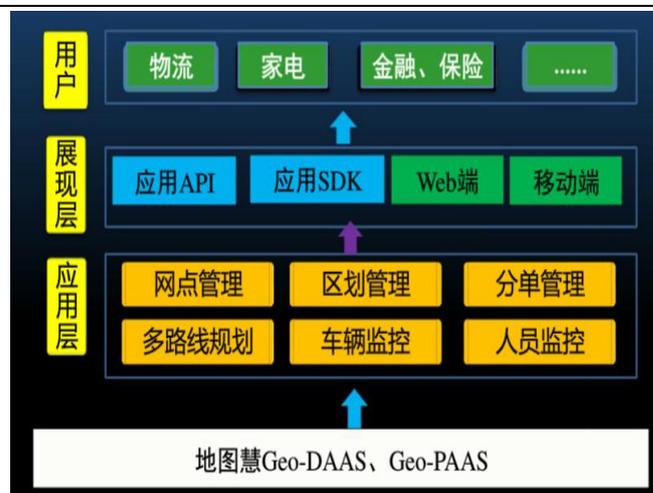
2) 产品优势。地图慧拥有大众制图、企业服务、商业分析三大产品体系。大众制图方面，发布 Android APP 及 IOS APP 多个版本，实现 PC 端、Andriod、IOS 等多端统一，无需专家知识与编程经验即可一键完成专业地图制作，拥有区域全面、分享方便、模板丰富、快速成图的特点；企业服务方面，研发并发布了面向通用行业服务的企业平台产品，涵盖区划管理、网点管理、分单管理、路线规划、车辆监控、巡店管理等企业级应用服务，并将专业的 GIS 服务搬到云端，采用在线即租即用模式免去开发维护成本，让企业客户直达产品；商业分析方面，将商业信息、人口信息、经济信息、自然资源信息等多种信息从地理维度整合到一张图中，为个人或企业提供智能选址、用户画像、周边分析等大数据分析功能。

图表 40. 地图慧产品体系



资料来源：公开资料，中银证券

图表 41. 带地理智慧的企业应用服务



资料来源：公司资料，中银证券

3) 客户优势。地理智慧与互联网相结合，突破特定行业界限，截至 2016 年末公司用户涵盖家电、物流快递、连锁零售、电商、金融保险在内的众多行业，吸引包括中铁物流集团、京东、LG、太平洋保险、星巴克在内的 3,000 多家用户。

图表 42. 地图慧部分客户



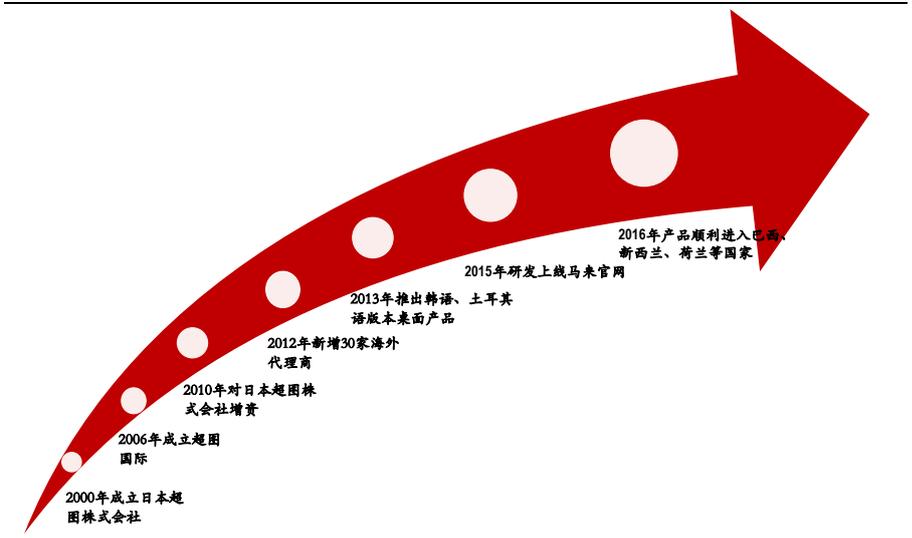
资料来源：公开资料，中银证券

4) 战略合作优势。公司在地图慧业务方面加强了与外部的合作局部，2016 年公司分别与京东云和数据工厂签署战略合作协议。与京东云合作在云计算领域充分利用京东云 IaaS 层优势，同时将借助云 GIS 技术实现基础层的地理信息数据云化运维与管理。与数据工厂就公安、测绘、水利、电力、能源等行业开展云计算和大数据的深度合作，共同拓宽市场领域。

从中国走向世界，国际业务循序渐进

国际业务进展顺利。国际业务是超图 2.0 时代重要战略之一，公司一直致力于国际市场的开拓与服务，2000 年日本超图株式会社成立，主要从事 SuperMap GIS 日文版的研发、销售和应用服务，2006 在中国香港注册成立超图国际，2016 年公司进行组织架构调整，日本超图成为公司控股孙公司。截至目前，公司国际化业务布局初见成效，在 40 多个国家拥有软件代理商，其 GIS 基础平台软件 SuperMap GIS 已出口日本、韩国、新加坡、瑞典、沙特阿拉伯、南非等 100 多个国家和地区，仅在日本就拥有包括 HITACHI 等 10 个世界 500 强企业在内的数万用户，成为中国 GIS 基础平台软件走向国际的先行者和领导者，此外公司还是华为、中兴等 IT 企业的 GIS 软件全球供应商。

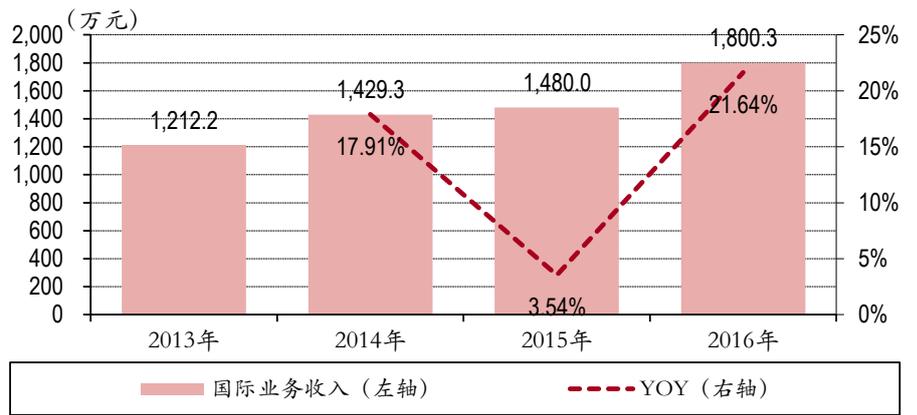
图表 43. 公司国际化业务进程



资料来源：中银证券

政策支持国际业务营收增速良好。2016 年 10 月，国防科工局、发改委推出《关于加快推进“一带一路”空间信息走廊建设与应用的指导意见》，将地理信息与推进“一带一路”国家战略作了关联阐述，支持在东南亚、南亚、中亚、西亚等区域联合建设空间信息产业示范区，构建“空间信息+”产业发展生态圈，拓展空间信息在智慧城市、智慧水利、智慧港口、智慧物流、智能电网等领域的服务。政策支持下为公司国际化业务带来更多发展机会，2016 年公司国际业务实现营收 1,800 万元，同比增长 21.64%，预计未来随着“一带一路”进程的推进，公司国际业务将会进一步增长。

图表 44. 2016 年公司国际业务同比增长 21.64%



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测及估值

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 2.05 亿元、2.96 亿元和 4.07 亿元；每股收益分别为 0.46 元、0.66 元和 0.91 元；对应市盈率分别为 36 倍、25 倍和 18 倍。我们认为受益于不动产登记、国土三调等利好因素影响，公司 2017 年 GIS 软件业务收入将维持 60% 左右的高速增长。公司作为国内 GIS 基础平台软件领域的龙头，卡位优势明显，通过内生外延方式逐渐向行业应用及服务下游拓展，打造平台+应用型寡头，业绩成长可期。首次给予 **买入** 评级，目标价格 21.00 元。

图表 45. 公司 2013 年-2017Q3 利润表

利润表摘要 (人民币, 百万)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017Q3
营业收入	312.9	361.11	467.15	833.15	717.30
同比(%)	18.51	15.41	29.36	78.35	69.21
营业成本	99.46	121.23	166.09	305.09	285.86
营业利润	43.09	27.9	40.11	112.01	671.91
同比(%)	436.72	(35.26)	43.77	179.28	169.79
利润总额	62.16	51.73	63.2	145.86	74.37
同比(%)	1,306.56	(16.79)	22.17	130.8	85.94
净利润	54.81	45.72	58.31	125.77	67.55
归属母公司股东的净利润	54.77	45.89	58.78	127.45	70.04
同比(%)	919.59	(16.20)	28.07	116.83	100.87
每股收益 (元)					
基本每股收益	0.46	0.38	0.30	0.58	0.16
稀释每股收益	0.46	0.38	0.30	0.57	0.16

资料来源: 万得, 中银证券

图表 46. 可比公司估值

可比公司	股票代码	净利润 (2015 年/2016 年) (亿元)	总股本 (亿)	股价 (元)	市盈率 (2015 年/2016 年)
合众思壮	002383.CH	0.61/0.96	7.43	17.18	86/192
中海达	300177.CH	0.02/0.19	4.47	11.51	175/787
四维图新	002405.CH	1.30/1.57	12.83	29.50	201/148
数字政通	300075.CH	1.21/1.31	4.25	18.25	56/94
华测导航	300627.CH	0.53/1.02	1.19	56.18	—

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	467	833	1,318	1,947	2,698
销售成本	(170)	(312)	(472)	(705)	(957)
经营费用	(236)	(382)	(609)	(907)	(1,280)
息税折旧前利润	61	139	238	335	461
折旧及摊销	(24)	(28)	(32)	(32)	(32)
经营利润(息税前利润)	37	111	206	303	429
净利息收入/(费用)	3	(1)	(9)	(6)	(4)
其他收益/(损失)	23	36	38	41	40
税前利润	63	146	235	338	466
所得税	(5)	(20)	(32)	(45)	(63)
少数股东权益	(0)	(2)	(2)	(3)	(4)
净利润	59	127	205	296	407
核心净利润	60	129	206	296	404
每股收益(人民币)	0.300	0.283	0.456	0.659	0.905
核心每股收益(人民币)	0.305	0.286	0.459	0.657	0.898
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.123	0.179	0.228
收入增长(%)	29	78	58	48	39
息税前利润增长(%)	47	201	86	47	42
息税折旧前利润增长(%)	31	129	71	41	38
每股收益增长(%)	(20)	(6)	61	45	37
核心每股收益增长(%)	(23)	(6)	60	43	37

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	63	146	235	338	466
折旧与摊销	24	28	32	32	32
净利息费用	(3)	1	9	6	4
运营资本变动	48	56	(137)	172	(246)
税金	(5)	(22)	(32)	(45)	(63)
其他经营现金流	2	13	(97)	23	3
经营活动产生的现金流	129	223	10	526	195
购买固定资产净值	39	55	2	2	2
投资减少/增加	(61)	(464)	3	3	3
其他投资现金流	80	(71)	(6)	(3)	(4)
投资活动产生的现金流	58	(481)	(0)	2	1
净增权益	(20)	(27)	(55)	(81)	(102)
净增债务	14	32	(35)	5	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2	397	(37)	(109)	(225)
融资活动产生的现金流	(3)	429	(75)	(82)	(103)
现金变动	184	172	(66)	447	93
期初现金	315	374	533	467	914
公司自由现金流	187	(257)	9	528	196
权益自由现金流	198	(224)	(17)	539	202

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	386	848	821	1,258	1,345
应收帐款	185	353	621	751	1,129
库存	3	5	11	10	18
其他流动资产	6	11	105	15	134
流动资产总计	581	1,217	1,557	2,035	2,626
固定资产	174	176	161	147	132
无形资产	77	132	117	102	87
其他长期资产	134	135	137	136	136
长期资产总计	385	443	415	384	355
总资产	1,037	2,194	2,506	2,952	3,513
应付帐款	114	188	339	424	588
短期债务	5	15	3	2	2
其他流动负债	157	281	309	448	543
流动负债总计	275	485	651	874	1,133
长期借款	6	6	2	2	2
其他长期负债	52	72	47	57	59
股本	196	450	450	450	450
储备	522	1,192	1,342	1,558	1,862
股东权益	718	1,642	1,791	2,007	2,312
少数股东权益	13	16	15	12	7
总负债及权益	1,037	2,194	2,506	2,952	3,513
每股帐面价值(人民币)	3.67	3.65	3.98	4.46	5.14
每股有形资产(人民币)	3.27	3.36	3.72	4.24	4.95
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.86)	(1.14)	(1.03)	(2.02)	(2.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.0	16.7	18.0	17.2	17.1
息税前利润率(%)	7.9	13.3	15.6	15.6	15.9
税前利润率(%)	13.5	17.5	17.8	17.4	17.3
净利率(%)	12.6	15.3	15.6	15.2	15.1
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.5	2.4	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	116.7	22.9	52.0	115.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	2.5	2.4	2.3	2.3
估值					
市盈率(倍)	54.9	58.1	36.1	25.0	18.2
核心业务市盈率(倍)	54.1	57.5	35.9	25.1	18.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	68.8	73.2	45.7	31.9	23.4
市净率(倍)	4.5	4.5	4.1	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	25.0	33.2	772.8	14.1	38.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	115.9	49.5	29.2	19.4	13.9
周转率					
存货周转天数	5.7	4.6	6.0	5.4	5.3
应收帐款周转天数	132.9	118.0	134.9	128.6	127.2
应付帐款周转天数	77.2	66.1	73.0	71.5	68.4
回报率					
股息支付率(%)	33.3	21.2	27.1	27.2	25.1
净资产收益率(%)	8.5	10.8	11.9	15.6	18.8
资产收益率(%)	3.6	5.9	7.6	9.6	11.5
已运用资本收益率(%)	2.0	2.6	2.9	3.9	4.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

超图软件(300036.CH/人民币 16.71, 买入)

以2017年11月10日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371