

市场价格 (人民币): 27.90 元

超图软件: GIS 明珠新机遇

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.50
已上市流通 A 股(亿股)	3.72
总市值(亿元)	125.42
年内股价最高最低(元)	27.90/22.38
沪深 300 指数	4058
创业板指	2171



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,250	1,518	1,740	2,324	3,148
营业收入增长率	50.00%	21.45%	14.62%	33.57%	35.48%
归母净利润(百万元)	196	168	206	313	422
归母净利润增长率	53.99%	-14.60%	23.14%	51.85%	34.62%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.37	0.46	0.70	0.94
每股经营性现金流净额	0.83	0.49	0.47	0.70	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.87%	8.66%	9.63%	12.75%	14.65%
P/E	35	49	43	39	29

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国产 GIS 软件领军企业, 基本面持续向好。**超图是全球第三、亚洲第一的地理信息系统 (GIS) 软件厂商, 根据第三方数据, 15 年其 GIS 基础软件产品国内市占率已达到 32%, 赶超海外竞争对手, 位列国内市场第一; 近年来, 公司积极布局 GIS 应用软件市场, 多业务线齐发力; 公司海外业务推进迅速, 产品已覆盖全球 100 多个国家和地区; 云与数据业务线持续发力, 地图慧新增客户超过 5 万家, 新增京东物流、苏宁等知名客户。
- **网格化治理平台疫情中大显身手。**超图智慧社区提供的网格化、地毯式管理模式, 在新型冠状病毒疫情的防控中发挥了较大作用。公司推出防控作战一张图产品, 指挥疫情精细化防控。公司承担了北京多区、安徽芜湖等多地的网格化平台建设, 通过移动办公、运营监管系统, 支撑起了疫情接收、处置、跟踪检查以及基层工作人员疫情信息采集等工作。
- **多项政策落地, GIS 应用软件业务新增长点涌现。**1) 自然资源统一确权登记两百亿市场即将全面展开, 超图凭借自身原有不动产平台优势, 在自然资源统一确权登记的信息系统与数据库开发服务中优势明显。2) 国土空间规划业务带来新的发展前景, 超图已前瞻性布局全空间覆盖、全要素管控、全过程服务的国土空间规划一张图解决方案, 前景可期。3) 智慧城市业务势头强劲, 超图智慧城市平台全方面满足政府部门等各类客户对地理信息和空间定位、分析的需求。4) 不动产统一登记工作长尾效应持续, 超图利用原不动产平台建设的市场优势, 将在系统升级扩充等业务中继续发力。
- **国产底层适配完成, 信创打开存量市场空间。**GIS 基础软件市场目前仍然是 arcgis 占据主导, 超图已与多种国产操作系统、CPU 以及数据库完成适配, 在对 arcgis 的国产替代上竞争力不断增加。此外, 超图牵手华为, 完成了产品向华为云鲲鹏云服务上的移植, 并获得了华为云鲲鹏云服务兼容性证书。

盈利预测及估值分析

- 我们预计 19-21 年营收分别为 17.40、23.24、31.48 亿元, 归母净利润分别为 2.06、3.13、4.22 亿元, 同比增速为 23.14%、51.85%、34.62%, 参考可比公司估值给予公司 2020 年 55 倍 PE, 对应目标市值 172.15 亿元, 目标价 38.26 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- GIS 基础软件国产化进程较慢; 受疫情影响经济增速下滑; 自然资源统一确权、国土空间规划等相关政策推进不及预期。

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、GIS 行业领军，地理智慧创新价值	4
1.1 历史沿革与基本情况：国产 GIS 软件领军企业	4
1.2 业务概览：基础软件、应用软件、国际业务、云和大数据	4
1.3 股权结构	5
1.4 业绩状况：业绩稳定增长，费用率基本稳定	5
1.5 财务指标：与同类公司相比表现优异	6
二、国内 GIS 基础软件龙头，已切入 GIS 应用软件市场	7
2.1 GIS 软件前景广阔，超图 GIS 基础软件已赶超海外竞争对手	7
2.2 全面布局 GIS 应用软件领域	9
三、多项政策落地，应用业务新增长点不断涌现	10
3.1 自然资源统一确权登记即将全面展开	10
3.2 国土空间规划带来发展期望	11
3.3 智慧城市业务势头强劲	12
3.4 不动产登记长尾效应持续进行	17
四、信创打开新空间	18
4.1 存量 GIS 基础软件仍是 arcgis 占主流，替换空间大	18
4.2 公司产品已与多个国产底层系统做适配	18
4.3 牵手华为，融入鲲鹏体系	19
五、盈利预测投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议及估值	22
六、风险提示	22

图表目录

图表 1：超图集团企业宗旨、核心价值观与超图人精神	4
图表 2：超图集团历史沿革	4
图表 3：超图软件业务概览	5
图表 4：超图软件股权结构	5
图表 5：超图集团 2015-2019Q3 营业总收入变化情况	6
图表 6：超图集团 2015-2019Q3 归母净利润变化情况	6
图表 7：超图集团 2015-2019Q3 毛利率净利率变化情况	6
图表 8：超图集团 2015-2019Q3 三费率变化情况	6
图表 9：可比公司 2018 年财务指标比较（单位：百万元）	7
图表 10 GIS 软件在产业、国家层面的重要性	7
图表 11：2008 年中国 GIS 基础软件市场份额情况	8
图表 12：2015 年中国 GIS 基础软件市场份额情况	8
图表 13：SuperMap GIS 10i 产品系列及技术体系	8

图表 14: 2015-2017 年超图集团持续并购.....	9
图表 15: 超图集团在应用软件领域的具体布局.....	10
图表 16: 自然资源统一确权登记 (测绘服务) 市场规模测算.....	10
图表 17: 超图软件中标国家级自然资源确权登记系统项目.....	11
图表 18: 国土空间规划市场规模测算.....	12
图表 19: 超图集团国土规划一张图解决方案.....	12
图表 20: 时空信息云平台总体架构.....	14
图表 21: 智慧城管平台构成.....	15
图表 22: 超图智慧社区框架体系.....	15
图表 23: “因地制宜”的基层网格力量组织形式.....	16
图表 24: 疫情地理信息展示图.....	16
图表 25: 基于 BIM 的空间管理.....	17
图表 26: 不动产登记政策带来持续新需求.....	18
图表 27: 信创产业推进相关政策.....	18
图表 28: 超图适配多套创新可信软硬一体 GIS 技术方案.....	19
图表 29: SuperMap 跨平台技术支持一览表.....	19
图表 30: 超图基于华为鲲鹏云服务的应用.....	19
图表 31: 华为沃土数字平台架构.....	20
图表 32: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元).....	21
图表 33: 公司各类 GIS 软件业务营收预测 (单位: 百万元).....	21
图表 34: 公司分业务毛利率预测.....	22
图表 35: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	22

一、GIS 行业领军，地理智慧创新价值

1.1 历史沿革与基本情况：国产 GIS 软件领军企业

- 超图集团是国际知名的地理信息系统（GIS）软件厂商，由母公司超图软件（股票代码：300036）及旗下的超图信息、超图国际、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧等一级(全资)子公司，地图慧、日本超图等二级(控股)子公司，以及遍布全国的分公司、办事处组成。公司从事地理信息系统软件的研究、开发、推广和服务，是我国 GIS 行业最具技术实力的企业。主营业务贯穿 GIS 软件产业链的三个组成部分，在国内 GIS 软件行业保持优势竞争地位，国产 GIS 基础平台软件市场份额第一。研发的 GIS 基础平台软件具有良好的通用性，既可直接销售给最终用户，也可销售给增值开发商。
- 企业成立以来一直秉持着“地理指挥创新 IT 价值”的企业宗旨与“正直诚信 责任共赢”的核心价值观，发展至今。

图表 1：超图集团企业宗旨、核心价值观与超图人精神



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：超图集团历史沿革



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 业务概览：基础软件、应用软件、国际业务、云和大数据

- 超图集团聚焦地理信息系统相关软件技术研发与应用服务，下设四大 GIS 业务线分别是：基础软件业务线、应用软件业务线、国际业务线和云服务与数据业务线。

图表 3：超图软件业务概览

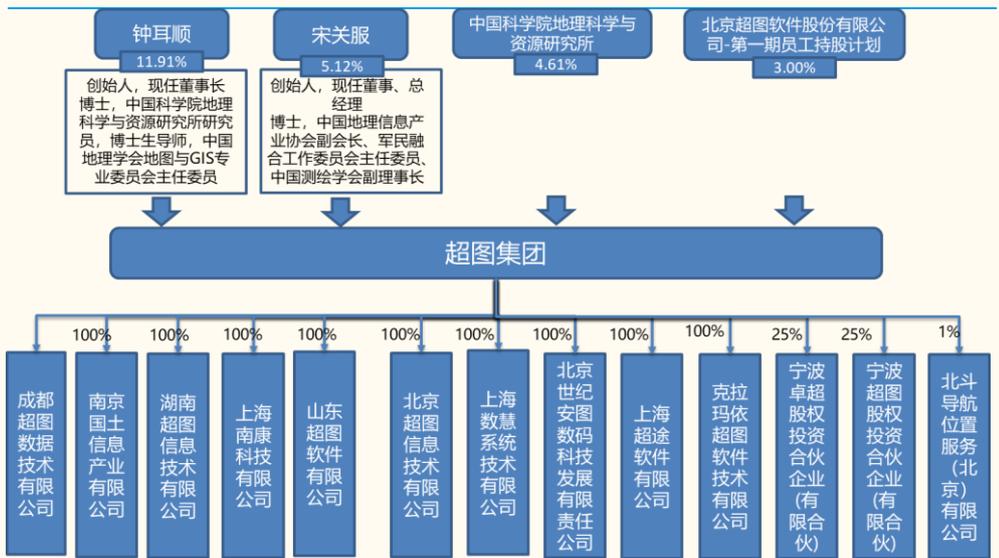


来源：公司官网，国金证券研究所

1.3 股权结构

- 董事长钟耳顺为实际控制人，持股比例为 11.91%。

图表 4：超图软件股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 业绩状况：业绩稳定增长，费用率基本稳定

- 2015-2019Q3，超图集团营业总收入呈现出**稳健增长**的趋势，2019年第三季度实现营业收入 10.53 亿元，同比增长 15.04%。2018 年，受国务院机构改革以及公司子公司组织架构调整的影响，公司归母净利润同比下降 14.6%，但截至 2019 年第三季度，公司归母净利润恢复增长态势，同时公司在手订单充足，全年业绩增长有保障。

图表 5: 超图集团 2015-2019Q3 营业总收入变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

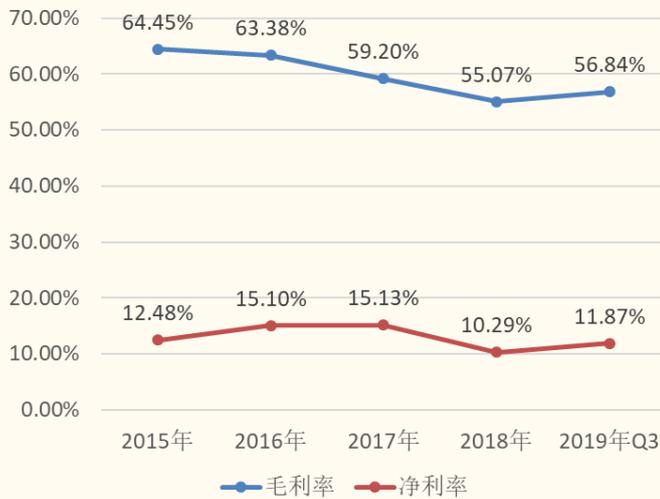
图表 6: 超图集团 2015-2019Q3 归母净利润变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

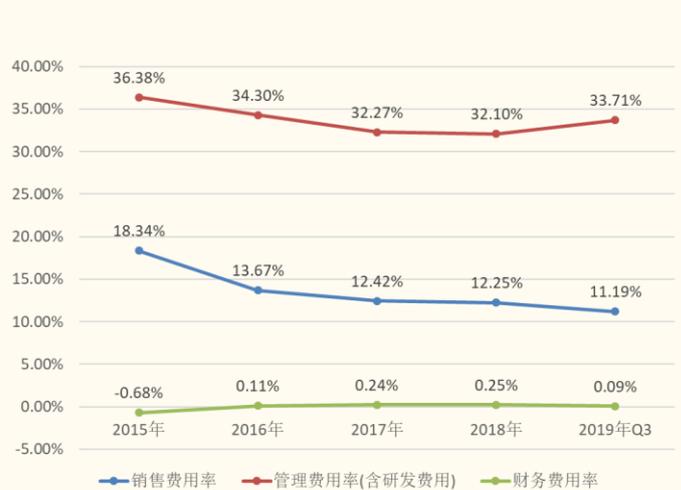
- 2015-2019Q3, 超图集团的毛利率一直保持在 50%以上, 受应用软件业务占比不断提升影响, 公司毛利率、净利率缓慢下滑, 19 年开始回升, 预计未来保持稳中有升。
- 2015-2019Q3, 公司销售费用率稳中有降, 销售渠道逐渐稳定; 公司不断优化流程并进一步完善内部 IT 系统建设, 提升了管理效率, 管理费用率不断下降。

图表 7: 超图集团 2015-2019Q3 毛利率净利率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 超图集团 2015-2019Q3 三费率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

1.5 财务指标: 与同类公司相比表现优异

- 超图软件主要业务为 GIS 基础软件业务和基于基础软件的 GIS 应用软件业务, 应用软件中智慧城市类相关应用收入占比较高, 公司业务在 A 股中相对独特, 可对标公司较少。我们选取业务跟 GIS 软件有相关性的数字政通、龙软科技、中海达三家公司, 以及主营业务为智慧城市的南威软件、银江股份、太极股份, 一共六家公司与超图进行财务指标的比较, 超图在财务指标方面整体表现较为优异。

图表 9：可比公司 2018 年财务指标比较（单位：百万元）

公司类别	代码	名称	利润表项目			资产负债表项目		
			营业收入	净利润	营收增速	应收账款	应付账款	预收款项
GIS 软件应用	688078.SH	龙软科技	125.48	31.15	16.97%	155.88	19.75	2.58
	300075.SZ	数字政通	1288.82	113.37	7.14%	1067.28	292.28	117.63
	300177.SZ	中海达	866.10	27.04	14.03%	117.67	60.66	9.07
智慧城市	603636.SH	南威软件	979.04	169.84	21.27%	248.91	361.21	248.24
	300020.SZ	银江股份	2413.28	23.07	24.25%	1323.14	876.02	165.50
	002368.SZ	太极股份	6016.10	314.91	13.52%	2284.64	2090.09	2849.80
	300036.SZ	超图软件	1517.79	156.20	21.45%	502.89	266.43	186.26

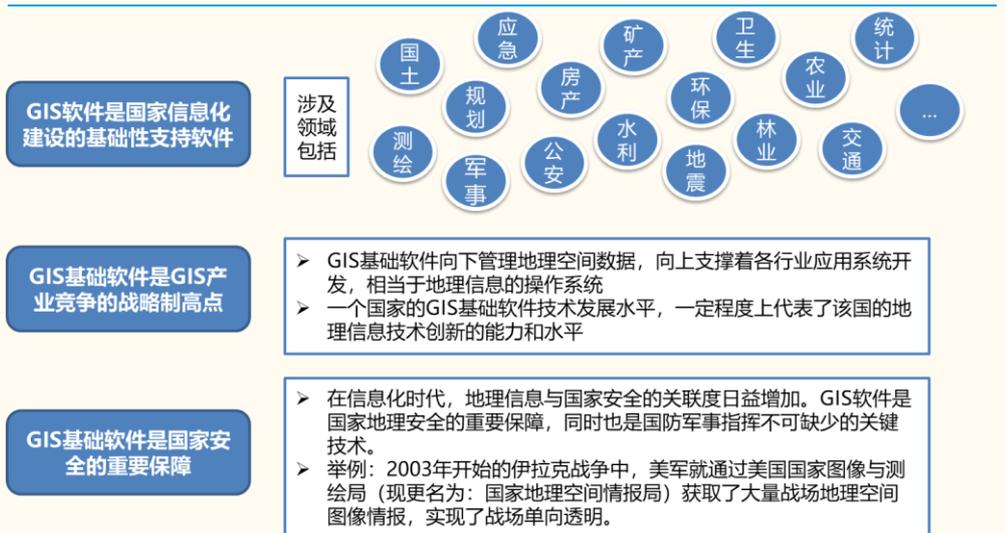
来源：Wind，国金证券研究所

二、国内 GIS 基础软件龙头，已切入 GIS 应用软件市场

2.1 GIS 软件前景广阔，超图 GIS 基础软件已赶超海外竞争对手

- GIS 软件在空天信息产业有重要的作用。习近平总书记在中国科学院第十八次院士大会上指出：“必须推动空间科学、空间技术、空间应用全面发展。”GIS 软件可以完成地面的空天大数据分析，这是建设通信、导航和遥感一体化的空天信息系统必不可少的一部分。

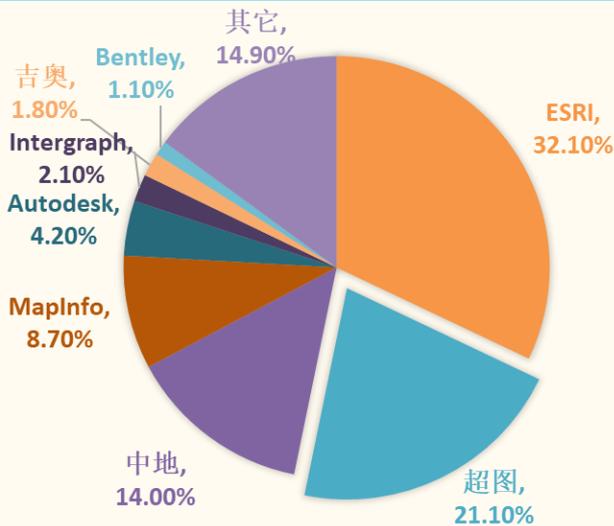
图表 10 GIS 软件在产业、国家层面的重要性



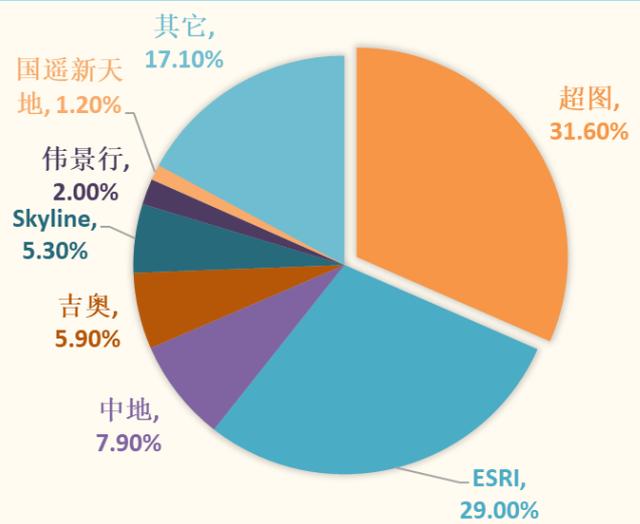
来源：公开资料，国金证券研究所

- 2000 年之前，中国 GIS 市场由清一色国外品牌占领。2000 年以后，中国自主 GIS 基础软件取得了较快的发展，其中超图 GIS 业务发展最为迅速。赛迪顾问调查报告显示，2008 年，超图占中国 GIS 基础软件市场份额 21.1%，仅次于世界最大的地理信息系统技术供应商 ESRI；到 2015 年，超图在中国 GIS 软件市场占据了最大份额，超过 ESRI 达到了 31.6%。

图表 11: 2008 年中国 GIS 基础软件市场份额情况



图表 12: 2015 年中国 GIS 基础软件市场份额情况



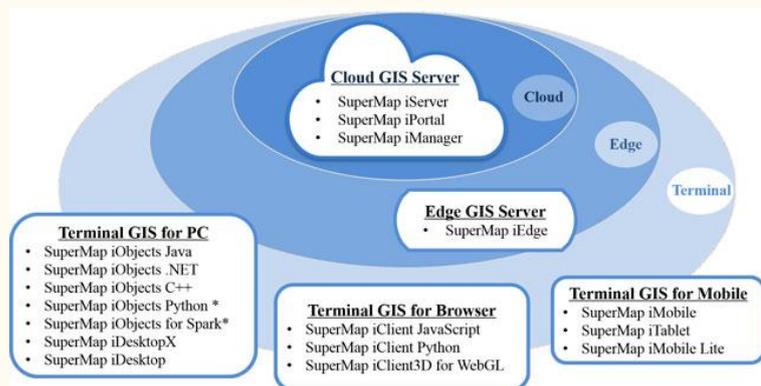
来源: 赛迪顾问, 国金证券研究所

来源: 赛迪顾问, 国金证券研究所

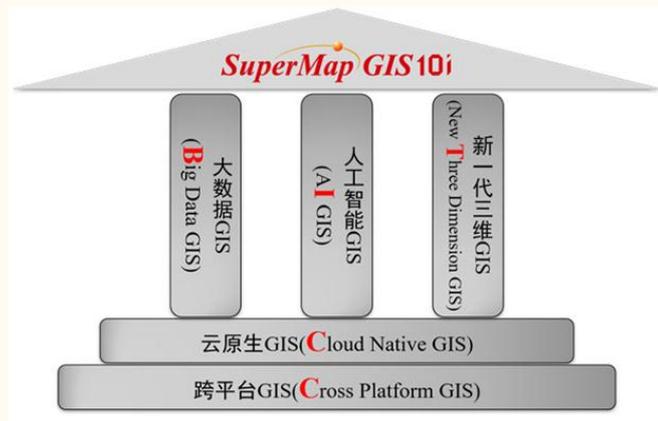
- **GIS 基础软件行业具有较高的技术门槛。** 1) **开发投入大:** 超图每年研发投入超两亿元, 研发人员上千; 2) **涉及面广:** 计算机、遥感、地理、测绘测量等多学科交叉、渗透; 3) **产业发展速度快、应用需求变化多:** 需要有前瞻性提前研发相关技术。
- **SuperMap GIS 是超图软件研发的面向各行业应用开发、二三维制图与可视化、决策分析的大型 GIS 基础软件系列,** 包含云 GIS 服务器、边缘 GIS 服务器、端 GIS 以及在线 GIS 平台等多种软件产品。**SuperMap GIS 10i 融入人工智能 (AI) 技术, 创新地构建了 GIS 基础软件“BitCC”五大技术体系, 即大数据 GIS、人工智能 GIS、新一代三维 GIS、云原生 GIS 和跨平台 GIS, 极大地丰富和革新了 GIS 理论与技术, 为各行业信息化赋能更强大的地理智慧。**

图表 13: SuperMap GIS 10i 产品系列及技术体系

SuperMap GIS 10i 产品系列



SuperMap GIS 10i技术体系

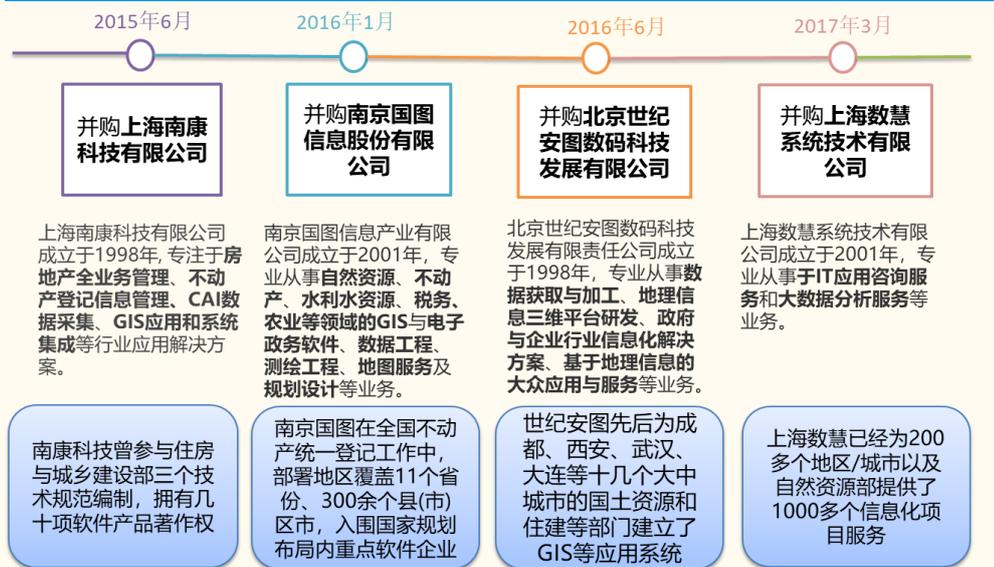


来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 全面布局 GIS 应用软件领域

- 2013年3月，国务院发布《关于实施〈国务院机构改革和职能转变方案〉任务分工的通知》中提出了自然资源部的组建，也提到了不动产登记制度实施的时间表以及路线图。为抓住自然资源、国土规划及不动产登记等重大市场机遇，公司早在2014年就开始提前布局，除了自主研制与完善相关行业应用产品外，还通过一系列并购快速提高GIS应用软件市场占有率。

图表 14：2015-2017 年超图集团持续并购



来源：公司官网，国金证券研究所

- GIS应用业务主要由超图集团旗下子公司超图信息、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧共同组成，打造了大资源（主要面向自然资源行业，包括国土、规划、林业、海洋等）、大智慧（主要面向测绘、智慧城市、智慧园区等）、大环境（主要面向生态环境、水利、气象行业）、大国防四大产品线和解决方案。

图表 15：超图集团在应用软件领域的具体布局



来源：公司官网，国金证券研究所

三、多项政策落地，应用业务新增长点不断涌现

3.1 自然资源统一确权登记即将全面展开

- 2019年7月22日，自然资源部、财政部、生态环境部、水利部、国家林业和草原局五部门联合印发了《自然资源统一确权登记暂行办法》(以下简称《办法》)。《办法》明确指出，从2019年起，我国将利用5年时间基本完成全国重点区域自然资源统一确权登记，而2023年以后，将通过补充完善的方式逐步实现全国全覆盖的工作目标，分阶段推进自然资源确权登记工作。《办法》提到，完成自然资源统一确权登记的方式是在国家不动产登记信息管理基础平台上，开发全国统一的自然资源登记信息系统，实现自然资源确权登记信息的统一管理。
- 自然资源统一确权登记(测绘服务)市场规模估计约100亿元，建设高峰2020-2022年。
 - 根据对公开数据的不完全统计，截至2020年1月4日，自然资源统一确权登记(测绘服务)的75个政府公开采购订单中，包括7个省级项目，35个市级项目，33个县级项目。
 - 根据统计，单个省级项目(测绘服务)金额平均在156.00万元，单个市级项目金额平均在218.46万元，单个县级项目金额平均在329.26万元，总的市场容量估计在 $156*28+218.46*334+329.26*2850 \approx 101.57$ 亿元(此数据未包含未透露的招标投标和企业项目)。

图表 16：自然资源统一确权登记(测绘服务)市场规模测算

	个数	均价	总额(单位:万)
省级	7	156.0071	1092.05
市级	35	218.4631	7646.21
县级	33	329.2591	10865.55
全国各省市县总共 市场规模估计			$156*28+218.46*334+329.26*2850 \approx 101.57$ 亿

来源：中华人民共和国中央人民政府官网，泰伯智库，中国政府采购网，国金证券研究所

- 自然资源统一确权登记(信息系统及数据库)市场规模约100亿元

- 根据《办法》要求，自然资源统一确权登记平台是在原不动产登记信息管理平台基础上进行二次开发得来，预计单个不动产登记平台升级为自然资源统一确权登记平台的投入在 30 万元以上，保守估计市场规模约为 9.6 亿元。
 - 自然资源确权登记信息与水利、林草等相关部门之间需建设统一数据库管理，预期其体量与不动产登记业务相近，即单个数据库投入约为 300 万元，市场规模约为 96.3 亿元。
- 在后期各市县平台开发、数据库管理等业务上，超图具有较大竞争优势，原因有两点：1) 新系统建设将在原有不动产登记信息管理基础平台上开发拓展，而超图在不动产登记市场中已经占据近三分之一的市场份额；2) 超图软件独家中标国家级自然资源确权登记系统项目，中标金额 485 万元，具有标杆意义。

图表 17：超图软件中标国家级自然资源确权登记系统项目

中华人民共和国自然资源部
Ministry of Natural Resources of the People's Republic of China

您现在的位置：首页 > 公开 > 财政信息 > 政府采购 > 中标信息

自然资源部信息中心自然资源确权登记信息系统建设项目中标公告

2019-08-15 来源：中国政府采购网

中国机电工程招标有限公司受自然资源部信息中心的委托，就“自然资源部信息中心自然资源确权登记信息系统建设项目”项目（项目编号：CMEETC-197FR313KK120）组织采购，评标工作已经结束，中标结果如下：

五、中标信息

招标公告日期：2019年07月22日
 中标日期：2019年08月15日
 总中标金额：485.0 万元（人民币）

中标供应商名称、联系地址及中标金额：

序号	中标供应商名称	中标供应商联系地址	中标金额(万元)
1	北京超图软件股份有限公司	北京市朝阳区酒仙桥北路甲10号院电子城IT产业园107楼6层	485.000000

来源：自然资源部官网，国金证券研究所

3.2 国土空间规划带来发展期望

- 2019 年 1 月 23 日，中共中央印发了《中共中央国务院关于建立国土空间规划体系并监督实施的若干意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出了国土空间规划的总体目标，即在三个阶段完成任务：
- **2020 年**：基本建立国土空间规划体系，逐步建立“多规合一”的规划编制审批体系、实施监督体系、法规政策体系和技术标准体系；基本完成市县以上各级国土空间总体规划编制，初步形成全国国土空间开发保护“一张图”；
 - **2025 年**：健全国土空间规划法规政策和技术标准体系；全面实施国土空间监测预警和绩效考核机制；形成以国土空间规划为基础，以统一用途管制为手段的国土空间开发保护制度；
 - **2035 年**：全面提升国土空间治理体系和治理能力现代化水平。
- **国土空间规划市场规模估计约 131 亿元。**
- 根据对公开数据的不完全统计，国土空间规划的 174 个政府公开采购订单中，包括 35 个省级项目，92 个市级项目，47 个县级项目。
 - 根据统计，单个省级项目金额平均在 633.04 万元，单个市级项目金额平均在 655.79 万元，单个县级项目金额平均在 377.34 万元，总

的市场容量估计在 $633.04 \times 28 + 655.79 \times 334 + 377.34 \times 2850 \approx 131.66$ 亿元（此数据未包含未透露的招标投标和企业项目）。

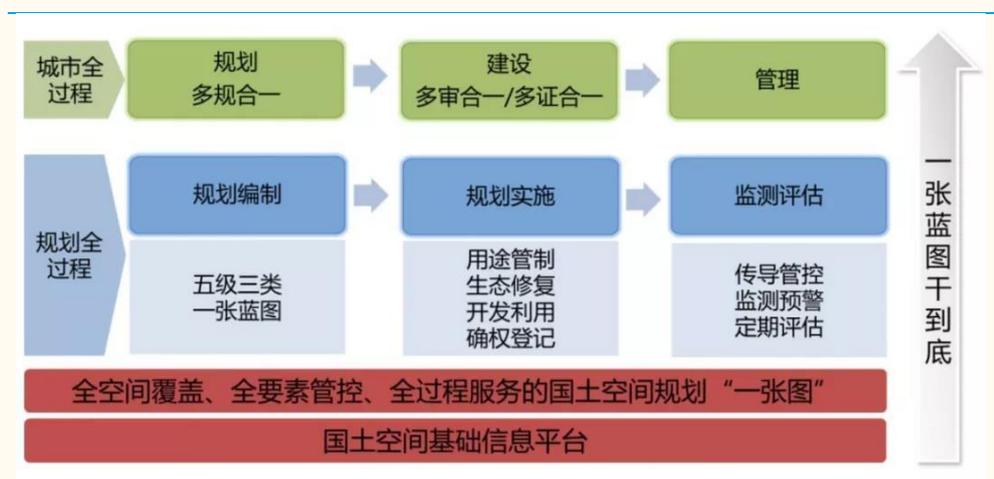
图表 18：国土空间规划市场规模测算

	个数	均价	总额（单位：万）
省级	35	633.0414	22156.45
市级	92	655.7907	60332.74
县级	47	377.3440	17735.17
全国各省市县总共 市场规模估计			$633.04 \times 28 + 655.79 \times 334 + 377.34 \times 2850$ ≈ 131.66 亿

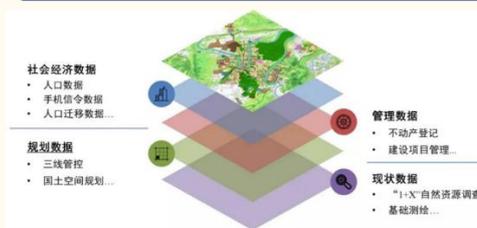
来源：中华人民共和国中央人民政府官网，中国政府采购网，国金证券研究所

- 多年实践中，超图逐渐形成了全空间覆盖、全要素管控、全过程服务的国土空间规划一张图解决方案。

图表 19：超图集团国土规划一张图解决方案



构建统一底图底线底板，服务规划全过程

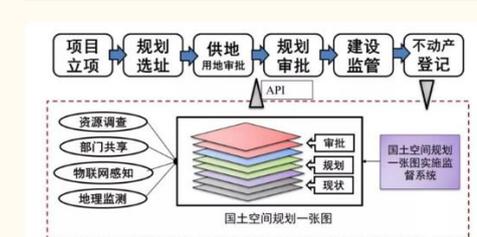


大数据科学分析，服务规划编制

在国土空间规划编制方面，超图基于先进的大数据分析技术，提供国土空间规划所需的各种分析评价工具，围绕规划基础、空间布局、要素配置等核心内容进行分析与模拟。

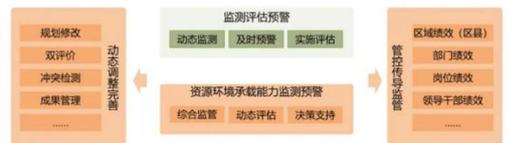


全要素图上管控，服务空间用途管制



大数据全面感知，服务规划监测评估

在监测评估过程中，超图借助大数据技术、AI技术全面监测规划实施成效。如集成手机信令数据，分析人口聚集度、人口迁入迁出情况等；基于AI开展影像变化区域提取与分析，分析违法图斑分布等。



来源：公司官网，国金证券研究所

3.3 智慧城市业务势头强劲

- 我国智慧城市市场空间巨大，根据 IDC 数据，2019 年我国智慧城市市场规模达到 228.79 亿美元，到 2023 年，整体市场规模达到 389.2 亿美元，年复合增长率近 13%。

- 超图旗下智慧城市业务主要有**时空信息云平台、智慧城管、智慧社区和“BIM+GIS”**等，全方面满足政府部门等各类客户对地理信息和空间定位、分析的需求。
- 在新型冠状病毒疫情防控中，中央政府和各地方政府已经意识到了智慧城市建设加速的必要性。2020年2月10日，上海市政府发布《关于进一步加快智慧城市建设的若干意见》，明确提出要统筹完善“城市大脑”架构，要全面推进政务服务“一网通办”，要加快推进城市运行“一网统管”，要优化提升新一代信息基础设施布局，在2022年将上海建设成为全球新型智慧城市的排头兵。上海作为加快智慧城市建设的先行者，将引领全国各省市加速推进智慧城市建设。预期超图智慧城市业务将与全国智慧城市建设同步加速。
- 空间信息服务是**新型智慧城市的核心基础服务**，时空信息云平台因此诞生。时空信息平台，面向国家级主节点、省级分节点、市（区/县）信息基地三级构成三层网络架构，**通过在线方式满足政府部门、企事业单位和社会公众对地理信息和空间定位、分析的基本需求**。遵循 OGC 标准，支持各种不同 GIS 平台服务的聚合再发布。
- 超图时空信息云平台具有以下 8 个特性：
 - 全面支持云服务架构
 - 采用面向服务的架构（SOA）和 Service GIS 平台
 - 基于 NoSQL 数据库技术，提供了对特大地图缓存的管理
 - 支持二三维一体化集成应用
 - 基于 Geo-ESB 总线技术的多层级数据交换共享
 - 提供丰富的 OGC 服务和应用分析服务
 - 支持多类型客户端应用无缝对接开发
 - 支持高效、智能的单条、批量地址匹配

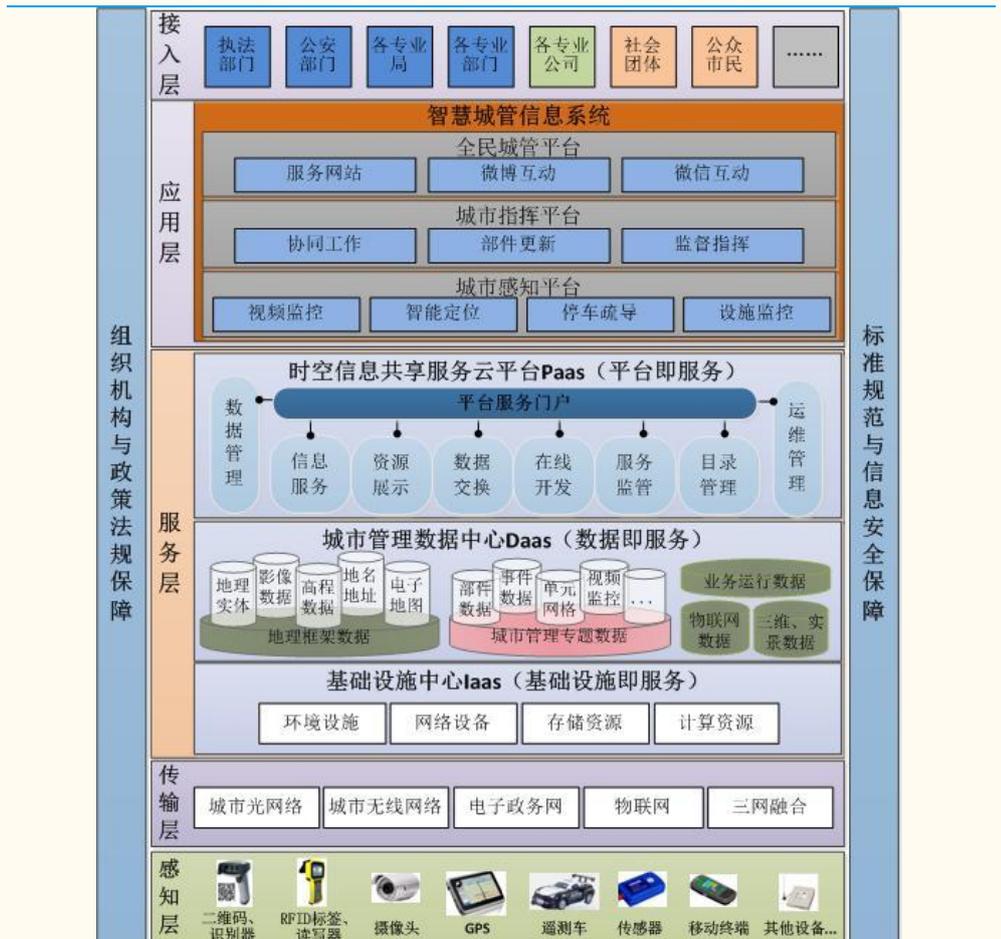
图表 20：时空信息云平台总体架构



来源：公司官网，国金证券研究所

- **智慧城管**已逐步升级为一个**城市综合执法和城市精细化治理平台**。智慧城管，基于云服务架构，运用地理信息、物联网、二三维一体化等技术，全面共享基础设施、感知信息、城市综合信息等资源，**对城市市政工程施工、市政公用设施、市容环境与环境秩序监督管理、城市应急管理的综合集成化管理**，并通过对海量数据的整合处理、挖掘分析与知识发现，为**应急指挥、领导决策、公众参与提供服务**。
- 超图智慧城管具有以下 6 个特点：
 - 包含感知层与传输层，具有智慧架构
 - 具有消息服务总线（ESB），将地图、部件、地理编码、定位等功能资源整合管理
 - 利用微博、微信、电话、短信、网站等手段，实现全民参与
 - 具有自动分析功能
 - 具有高度可扩展性，按需实现管理内容与部件的扩张
 - 采用二三维一体化技术

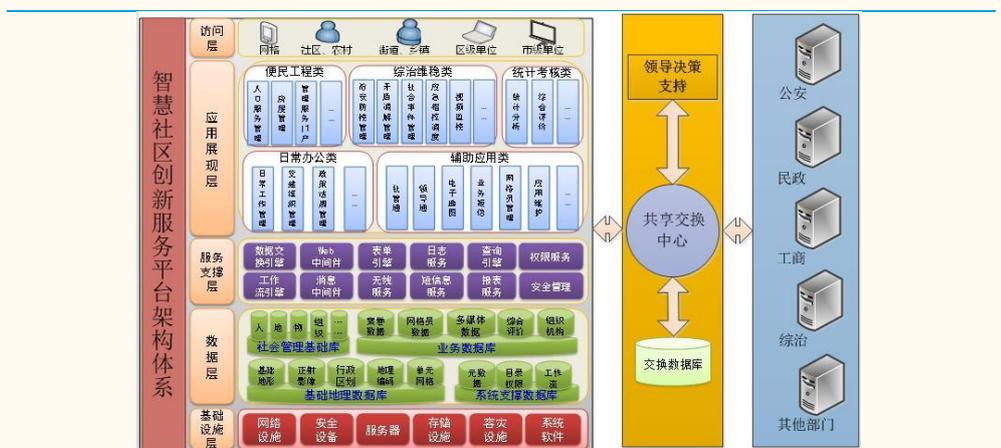
图表 21：智慧城管平台构成



来源：公司官网，国金证券研究所

- 超图智慧社区的总体框架是以网络和硬件平台、基础软件平台、运行保障体系和工作规范制度为依托，构建以社会管理平台为核心，以各级政府部门、公众和各类信息化终端为服务和表现手段的网格化社会服务管理体系。
- 超图社会管理创新平台总体框架划分为基础设施、数据资源、服务支撑、应用表现和用户访问五个层面。

图表 22：超图智慧社区框架体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- 超图社会管理创新平台按照“以人为本、优化服务、便于管理”的原则，合理划分社会管理网格，并为每个网格配置网格专职人员。为强化基层问

题解决力度，结合地区实际，将民警、调解员、街道督导员等力量下沉到网格，形成“一格多员、一员多能，一岗多责”的工作机制。

图表 23：“因地制宜”的基层网格力量组织形式



来源：公司官网，国金证券研究所

- 超图智慧社区提供的网格化、地毯式管理模式，在 2020 年新型冠状病毒疫情的防控中发挥了较大作用。超图承担了北京昌平区、怀柔区、朝阳区东坝乡、芜湖市等多地的网格化平台建设，通过移动办公、运营监管系统，支撑起了疫情接收、处置、跟踪检查以及基层工作人员疫情信息采集工作。疫情期间，超图按照疫情管控的需要，利用平台的扩展开发机制，很快完成了移动端、平台端的疫情采集功能的部署，并为每个区域加急安排了不少于 2 人 24 小时的随时在线值班，保障了网格化平台稳定的运行。
- 防控作战一张图，指挥疫情精细化防控。为使相关工作人员“一目了然”掌握疫情情况，网格化平台以地图为基础，将村居人员数据、群众上报疫情数据、网格员采集数据、疫情布控点等进行标注；并根据等级划分，以村居或小区为单元通过分段专题图、热力图等方式，展示相关数据变化趋势、防控布置情况。通过地图可视化，从宏观到微观全方位展示数据，为疫情防控工作提供支撑。

图表 24：疫情地理信息展示图



来源：公司官网，国金证券研究所

- “BIM+GIS”是指面向城市管廊、机场车站、开发园区、重要建筑等的三维智慧设施管理。其中，BIM(Building Information Modeling, 建筑信息化模型)，指一个设施(建设项目)物理和功能特征的数字化表达。近年来，BIM 技术为建筑行业带来了新一轮的革新，应用可以贯穿建筑建设的整个生命周期，包括设计、施工以及运维各阶段。
- “BIM+GIS”在建筑运营领域有较广泛的应用：
 - 设施设备信息管理：以设施设备信息化管理元素为载体，叠加诸如设备智能化监测信息、设备巡检信息等各类与设施设备相关的数据，实现便捷、精准的设施设备信息化管理。
 - 空间管理：包括空间信息管理、租赁管理、活动会议管理等与建筑空间相关的各类管理工作。
 - 应急响应：在应急信息获取方面，BIM 可直观展示事故发生的具体定位，也可通过 GIS 技术的空间距离分析和传感设备初步了解事故情况，并展示相关应急设备(消火栓等)的分布；在应急疏散方面，通过 GIS 的最优路径分析技术，为各个区域的人员疏散路线提供参考。
 - 建筑运营服务：向建筑内部的用户提供多种便利服务，如导航、空间设备清单与隐蔽工程展示、线上物业保修等服务。
 - ...

图表 25：基于 BIM 的空间管理



来源：公司官网，国金证券研究所

3.4 不动产登记长尾效应持续进行

- 2018 年底全国不动产统一登记工作实现了“四统一”的改革目标之后，国家从上至下强力推动互联网+政务、放管服改革、优化营商环境、便民服务等政策，带来原有不动产登记业务系统升级、数据升级、终端设备以及数据服务升级、不动产系统运营服务升级等新需求。
- 公司利用原不动产平台建设的市场优势，深化互联网+不动产登记系统升级业务、不动产自助查询一体机推广业务、以楼盘为支撑的不动产数据整合业务以及不动产系统运营服务，并取得了较好的市场体现。综合来看，不动产登记业务的长尾效应可持续进行。

图表 26：不动产登记政策带来持续新需求

《关于全面推进不动产登记便民利民工作的通知》	《关于加快推进不动产登记存量数据整合汇交工作的函》	《关于压缩不动产登记办理时间的通知》
↓	↓	↓
不动产登记新需求	具体内容	
业务系统升级扩充	引入在线受理、智能审批、智能查询、电子证照、共享服务等功能	
数据升级	从原有为满足发证的“低级”数据库建设模式升级为面向智能快速审批的房产与不动产登记一体化、以楼盘表为支撑的“高级”数据库整合模式	
终端设备以及数据服务升级	满足“网上办、马上办”等需求，于不动产登记大厅或银行、中介机构购置安放软硬件一体的自助查询一体机	
不动产系统运营服务升级	实现和银行、税务、法院、工商等其他专业系统的业务一体化，开放原来系统的数据服务接口等	

来源：公开信息，公司官网，国金证券研究所

四、信创打开新空间

4.1 存量 GIS 基础软件仍是 arcgis 占主流，替换空间大

- 我国市场对信息行业创新的需求逐步增加，国产替代逐步深化。
- ESRI 旗下的 **arcgis** 进入中国市场超过四十年，业务涉及各级测绘、国土、矿产、规划、能源、交通、环保、气象、电力、电信、石油石化等共计 40 多个行业的政府管理部门和企事业单位，其用户包括各地区发改委、公安部、国土资源部、环保部、住建部、水利部、农业部、国家林业局、地震局、气象局、海洋局、测绘地理信息局、民航总局等各大部委，以及中石油、中石化、中国移动、铁路总公司等大型国企，存量市场占有率较高。GIS 软件的应用领域大多是关系国计民生的相关行业，且受政府监管较强，一方面，随着政府对信息创新领域的重视，包括 GIS 软件在内的应用软件以及各类基础软硬件需求有望提升，另一方面，超图成立已超过 20 年，产品成熟，产品使用效果不断提高，凭借对国内客户的深入理解以及更好的本地化服务等优势，超图基础 GIS 软件产品有望不断扩大存量市场份额。

图表 27：信创产业推进相关政策

时间	内容
2014年2月	中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平任组长并提出没有网络安全就没有国家安全
2014年5月	中央国家采购中心要求政府机关所有计算机类产品不允许安装Win8操作系统
2015年3月	政府采购名单调整，国外科技品牌数量下降1/3，删除了苹果、McAfee、思科等外国企业品牌，同时增加了上千国产品牌
2016年7月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《国家信息化发展战略纲要》，要求以信息化驱动现代化，加快建设网络强国，根本改变核心关键技术受制于人的局面
2017年7月	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》发布、《关于开展2017年电信和互联网行业网络安全试点示范工作的通知》发布
2018年2月	《2018年教育信息化和网络安全工作要点》发布
2018年3月	《2018年农业部网络安全与信息化工作要点》发布
2018年5月	人民日报提出军地各级应成立网络安全组织领导机构、《信息安全技术个人信息安全规范》正式实施
2019年5月	等级保护2.0(GB/T 22239-2019《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》)正式发布，等级保护对象由原来的信息系统调整为基础信息网络、信息系统（含采用移动互联技术的系统）、云计算平台/系统、大数据应用/平台/资源、物联网和工业控制系统等。

来源：政府官网，国金证券研究所

4.2 公司产品已与多个国产底层系统做适配

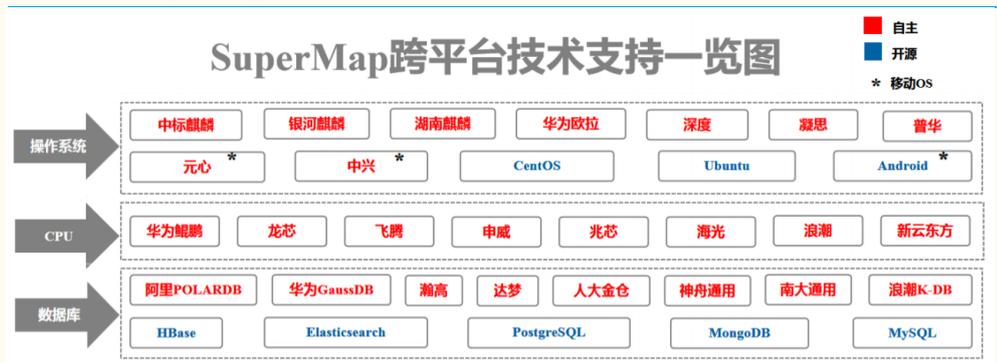
- 自 2001 年起，超图基于标准 C++ 技术重构 GIS 内核，建立了一套高性能的原生跨平台 GIS 技术体系。
- 目前 SuperMap 支持多种国产操作系统、多种国产 CPU 以及多种国产数据库，并设计了多套创新可信的软硬一体 GIS 技术方案。

图表 28: 超图适配多套创新可信软硬一体 GIS 技术方案



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 29: SuperMap 跨平台技术支持一览图

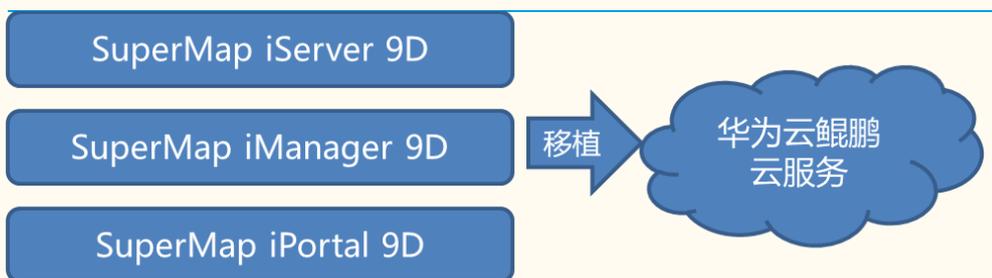


来源：公司官网，国金证券研究所

4.3 牵手华为，融入鲲鹏体系

- 2019年1月，华为宣布推出业界最高性能的基于鲲鹏架构的7nm服务器处理器—鲲鹏920。为支持鲲鹏产业发展，华为云发布“**华为云鲲鹏凌云伙伴计划**”，首批投入**1亿元生态资金**，为合作伙伴提供培训、技术、营销、市场等全面支持。
- 超图已经有三个产品移植到了华为云鲲鹏云服务上，并获得了华为云鲲鹏云服务兼容性证书。这三个产品包括大约**200个应用组件**，比如：地图服务/空间数据服务/分布式切图服务/GIS资源整合模块/GIS资源共享能力/GIS资源管理能力/部署管理以及监控云GIS平台等应用组件模块。

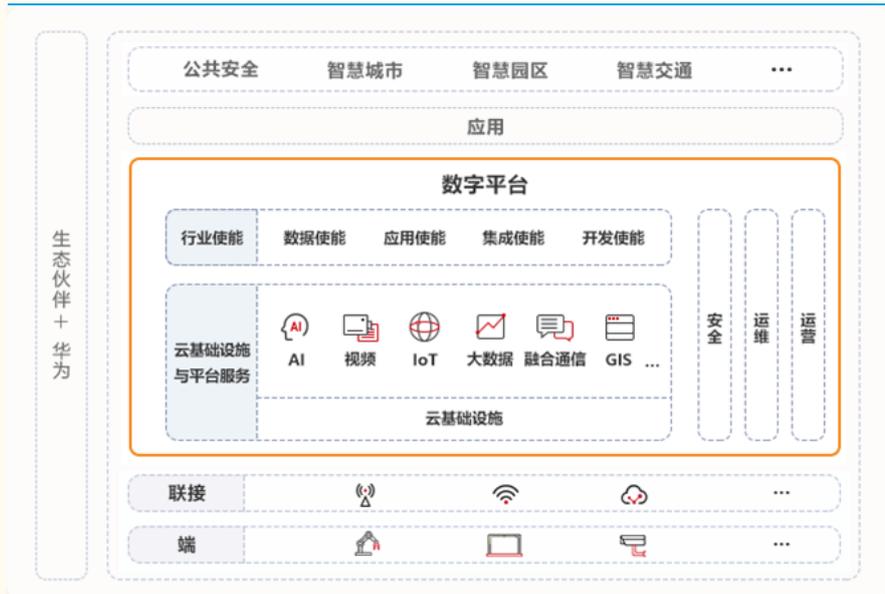
图表 30: 超图基于华为鲲鹏云服务的应用



来源：公司官网，国金证券研究所

- **华为沃土数字平台**是以云为基础，整合了IoT、AI、大数据、视频、融合通信、GIS等多种新ICT能力，实现技术与业务、IT与OT、多样化数据的深度融合，使客户实现业务协同与敏捷创新，使行业客户可以进行数字化转型的参考架构。2019年9月20日，超图与华为签约，宣布此后**SuperMap**将作为“**沃土数字平台**”标配的**GIS基础平台软件**，与华为一同驱动企业数字化转型升级，服务万亿数字化产业。

图表 31：华为沃土数字平台架构



来源：公司官网，国金证券研究所

五、盈利预测投资建议

5.1 盈利预测

盈利预测假设及其必要的解释::

公司 GIS 软件业务包括 GIS 基础软件、不动产登记、自然确权登记、国土空间规划、智慧城市以及其他软件业务，各部分业务收入假设如下：

GIS 基础软件业务：GIS 基础软件业务是公司的核心业务，是所有业务的基石。基础软件业务在 2019 年基本保持稳定，但 2019 年下半年发布基于 SuperMap GIS 10 大数据 GIS、人工智能 GIS、新一代三维 GIS、云原生 GIS 和跨平台 GIS 五大技术体系发布，进一步拓宽了产品和技术应用范围，同时随着国产替代加速，预计 GIS 基础软件市场规模 19-21 年可以实现 10%、15%、20% 的增长，超图基础 GIS 软件产品的市占率可以实现 10%、8.5%、4.5% 的提升，则预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 20%、25%、25%。

不动产登记业务：不动产登记业务主要是为全国不动产登记工作提供信息化服务，2018 年不动产登记业务系统的前期建设工作已基本建设完成，当年出现下滑，但 19 年开始不动产登记系统面临升级扩充的需求，不动产登记业务长尾效应持续，该业务未来几年基本保持稳定，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 8%、-1%、-1%。

自然资源确权登记业务：自然资源确权登记业务主要是指为政府自然资源确权登记的信息系统及数据库建设服务。目前，公司已经完成自然资源确权登记系统的研发并已有中标项目，随着全国各省市县项目逐步推进，自然资源确权登记业务 20 年有望高速增长，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 29%、245%、110%。

国土空间规划业务：国土空间规划业务主要是指为政府提供国土空间信息平台建设的服务。目前，公司已经建立了国土空间基础信息平台及国土空间规划监测评估预警管理系统且已经中标了多个项目。全国各省市县陆续推进国土空间规划项目后，公司相关业务将会有明显增长，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 30%、260%、110%。

智慧城市业务和其他软件：智慧城市业务和其它软件主要包括时空信息云平台、数字城管、三维智慧设施管理、防灾减灾平台等业务内容，均已较为成熟，可以在各行业中进行应用，未来几年整体呈现平稳中增长的态势，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 13%、20%、21%。

综上，GIS 软件业务 19 年-21 年整体营收增速预计为 15%、34%、36%。

其他业务：其他业务指公司 GIS 软件业务以外的业务，包括 GIS 配套用品业务等。按照历年年报数据，此业务每年稳定小波动，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 1.5%、1.3%、1.6%。

图表 32：公司分业务营收预测（单位：百万元）

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
GIS 软件业务	759.28	1199.17	1498.58	1720.22	2303.91	3127.92
YoY	81%	58%	25%	14.8%	33.9%	35.8%
其他业务	73.88	50.59	19.21	19.50	19.75	20.07
YoY	137.4%	-31.5%	-62.0%	1.5%	1.3%	1.6%
合计	833.15	1249.76	1517.79	1739.72	2323.66	3147.99
YoY	78.3%	50.0%	21.4%	14.6%	33.6%	35.5%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：公司各类 GIS 软件业务营收预测（单位：百万元）

单位：百万元	2019E	2020E	2021E
GIS 基础软件	503.52	629.40	786.75
YoY	20%	25%	25%
不动产登记业务	410.01	405.91	401.85
YoY	8%	-1%	-1%
自然资源登记	70.88	244.55	513.55
YoY	29%	245%	110%
国土空间登记	58.44	210.40	441.84
YoY	30%	260%	110%
智慧城市其他软件	677.36	812.83	983.52
YoY	13%	20%	21%
GIS 软件业务合计	1720.22	2303.91	3127.92
YoY	14.8%	33.9%	35.8%
其他业务	19.50	19.75	20.07
YoY	1.5%	1.3%	1.6%
合计	1739.72	2323.66	3147.99
YoY	14.6%	33.6%	35.5%

来源：Wind，国金证券研究所

毛利率假设：

GIS 基础软件业务：公司从事 GIS 基础软件业务多年，业务体系成熟完备，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 94.00%、94.05%、94.10%。

不动产登记业务：不动产登记业务未来主要是提供升级扩容服务，硬件占比较小，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 38.80%、38.92%、39.17%。

自然资源确权登记业务：自然资源确权登记业务为项目制形式，省市县不同项目中硬件占比不同毛利率会有一定程度上的波动，随着项目成熟度提升，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 38.71%、39.59%、42.47%。

国土空间规划业务：国土空间规划业务也是项目制形式，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 39.16%、40.17%、43.02%。

智慧城市业务和其他软件：智慧城市业务和其他业务多数采取项目制形式，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 39.84%、40.34%、40.74%。

综上，预计 GIS 软件业务 19-21 年整体毛利率为 55.37%、54.67%、54.56%。

其他业务：按照历年年报数据，这部分业务毛利率整体稳定，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 79.31%、79.37%、79.43%。

图表 34：公司分业务毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
GIS 软件业务	66.24%	59.31%	54.76%	55.37%	54.67%	54.56%
其他业务	34.06%	56.59%	79.13%	79.31%	79.37%	79.43%
综合	63.38%	59.20%	55.07%	55.64%	54.88%	54.72%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率假设：

公司 GIS 基础软件、不动产登记以及智慧城市业务已经比较成熟，自然资源确权登记和国土空间规划业务虽然是新业务，但产品较为成熟，随着公司收入体量上升，总体来看，预计费用率稳中有降。

综上，预 19-21 年营收分别为 17.40、23.24、31.48 亿元，归母净利润分别为 2.06、3.13、4.22 亿元，同比增速为 23.14%、51.85%、34.62%。

5.2 投资建议及估值

A 股无其他直接从事 GIS 软件业务的公司，我们选取业务跟 GIS 软件有相关性的数字政通、龙软科技、中海达三个公司进行比较，参考三家公司估值水平及超图软件自身增速，给予公司 20 年 55 倍 PE 估值，对应目标市值 172.15 亿元，目标价 38.26 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 35：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
688078.SH	龙软科技	58.1	0.70	0.83	0.93	83	70	63
300075.SZ	数字政通	15.44	0.32	0.43	0.73	49	36	21
300177.SZ	中海达	11.46	0.14	0.20	0.26	82	58	45
平均值						71	55	43
300036.SZ	超图软件	27.50	0.46	0.70	0.94	43	39	29

来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- **GIS 基础软件国产化进程较慢。**GIS 基础软件目前存量市场还是 arcgis 占据主导，各类行业应用均是基于 arcgis 产品为底层，市场基础较为稳定，要进行国产替代需要面临各类阻力，进程可能不及预期。
- **受疫情影响经济增速下滑。**疫情目前尚未出现明确好转，若疫情持续时间过长，对各行业生产经营均会造成不利影响，经济增速可能面临下滑，从而影响各行业对 GIS 软件的使用。
- **自然资源统一确权、国土空间规划等相关政策推进不及预期。**自然资源统一确权和国土空间规划是自然资源部、财政部、生态环境部、水利部、国家林业和草原局等多个国家部委统一推动的项目，受各种因素影响，相关政策推进进度可能会低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	833	1,250	1,518	1,740	2,324	3,148	货币资金	533	562	767	777	1,095	1,503
增长率		50.0%	21.4%	14.6%	33.6%	35.5%	应收账款	353	494	594	636	876	1,214
主营业务成本	-305	-510	-682	-772	-1,048	-1,425	存货	5	11	7	9	11	16
%销售收入	36.6%	40.8%	44.9%	44.4%	45.1%	45.3%	其他流动资产	326	404	236	233	240	256
毛利	528	740	836	968	1,275	1,723	流动资产	1,217	1,470	1,605	1,655	2,222	2,988
%销售收入	63.4%	59.2%	55.1%	55.6%	54.9%	54.7%	%总资产	55.5%	55.9%	56.8%	57.3%	64.2%	70.5%
营业税金及附加	-6	-12	-14	-13	-16	-22	长期投资	128	127	123	127	126	127
%销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	176	180	229	220	214	210
销售费用	-114	-155	-186	-200	-260	-346	%总资产	8.0%	6.9%	8.1%	7.6%	6.2%	5.0%
%销售收入	13.7%	12.4%	12.2%	11.5%	11.2%	11.0%	无形资产	663	841	852	888	899	911
管理费用	-286	-403	-289	-348	-418	-570	非流动资产	977	1,160	1,218	1,234	1,239	1,248
%销售收入	34.3%	32.3%	19.0%	20.0%	18.0%	18.1%	%总资产	44.5%	44.1%	43.2%	42.7%	35.8%	29.5%
研发费用	-133	-175	-198	-200	-267	-356	资产总计	2,194	2,630	2,823	2,889	3,461	4,236
%销售收入	16.0%	14.0%	13.1%	11.5%	11.5%	11.3%	短期借款	55	70	80	12	12	13
息税前利润 (EBIT)	-11	-6	149	207	314	429	应付款项	352	440	523	538	722	978
%销售收入	n.a	n.a	9.8%	11.9%	13.5%	13.6%	其他流动负债	78	134	181	189	260	356
财务费用	-1	-3	-4	0	-1	-1	流动负债	485	645	785	738	994	1,347
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	6	6	6	6	6	6
资产减值损失	-11	-3	-23	0	0	0	其他长期负债	72	164	98	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	-1	-1	-1	负债	562	814	890	753	1,009	1,362
投资收益	2	9	11	5	13	13	普通股股东权益	1,616	1,806	1,935	2,143	2,458	2,880
%税前利润	1.5%	4.5%	6.3%	2.3%	3.9%	2.9%	其中：股本	450	450	450	450	450	450
营业利润	112	198	158	211	326	441	未分配利润	328	488	612	819	1,132	1,554
营业利润率	13.4%	15.9%	10.4%	12.1%	14.0%	14.0%	少数股东权益	16	9	-2	-7	-6	-6
营业外收支	34	5	11	6	12	13	负债股东权益合计	2,194	2,630	2,823	2,889	3,461	4,236
税前利润	146	203	169	217	338	454	比率分析						
利润率	17.5%	16.3%	11.1%	12.5%	14.5%	14.4%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-20	-14	-13	-16	-24	-31	每股指标						
所得税率	13.8%	7.0%	7.5%	7.2%	7.0%	6.9%	每股收益	0.283	0.437	0.373	0.459	0.697	0.939
净利润	126	189	156	201	314	423	每股净资产	3.594	4.017	4.305	4.766	5.468	6.407
少数股东损益	-2	-7	-11	-5	1	1	每股经营现金净流	0.713	0.827	0.485	0.473	0.698	0.906
归属于母公司的净利润	127	196	168	206	313	422	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	15.3%	15.7%	11.0%	11.9%	13.5%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	7.89%	10.87%	8.66%	9.63%	12.75%	14.65%
							总资产收益率	5.81%	7.46%	5.94%	7.14%	9.05%	9.96%
							投入资本收益率	-0.58%	-0.31%	6.83%	8.90%	11.78%	13.76%
							增长率						
							主营业务收入增长率	78.35%	50.00%	21.45%	14.62%	33.57%	35.48%
							EBIT增长率	N/A	-44.41%	2449.55%	39.08%	51.43%	36.52%
							净利润增长率	100.19%	53.99%	-14.60%	23.14%	51.85%	34.62%
							总资产增长率	115.40%	19.85%	7.34%	2.35%	19.81%	22.39%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	101.0	103.6	110.2	113.0	117.0	120.0
							存货周转天数	4.7	5.6	4.8	4.3	4.0	4.1
							应付账款周转天数	180.6	148.2	131.8	125.0	122.0	120.0
							固定资产周转天数	77.0	48.3	39.0	30.0	19.7	12.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-28.90%	-26.75%	-35.19%	-35.60%	-43.98%	-51.70%
							EBIT利息保障倍数	-12.0	-2.1	39.7	592.6	581.7	739.3
							资产负债率	25.62%	30.97%	31.52%	26.08%	29.16%	32.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	7	11	21
增持	0	0	5	7	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.42	1.39	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH