

2010年8月17日

超图软件

GIS基础平台软件的领军者

A
未有评级

300036.SZ - 人民币 38.60

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

公司主营业务处于GIS产业链的中游,产品包括:GIS基础平台软件、GIS应用平台软件和GIS技术开发服务。作为国内领先的GIS基础平台提供商,公司目前占据GIS基础平台软件市场大约20%的份额。我们预计公司在平台软件的市场份额将逐步提升,同时公司不断扩张下游行业应用将保证技术开发服务业务的高速增长。预计公司未来行业应用软件占收入比重将不断加大,成为公司主要的利润增长来源。我们预计未来三年公司净利润的复合增长率将达到30%以上。

主要发现

- **GIS应用开发平台和下游行业应用将是公司的主要增长点。**公司所在GIS软件产业未来发展前景广阔,应用的深度和广度将不断提升。作为领先的基础平台提供商,公司进入应用开发平台和下游应用市场有技术优势和协同效应。随着GIS应用行业的需求空间被打开,未来公司主要增长动力来自于:GIS应用扩展到新领域带来对平台的增量需求和依托平台的技术优势向下游行业应用领域扩张。
- **占据GIS产业链的主导地位,技术门槛高。**公司掌握的GIS基础平台产品软件技术门槛高,产品开发周期较长,对公司的持续研发能力有很高的要求,市场集中度高。平台类产品在整个GIS产业链中居于中游,承上启下,处于主导地位。同时新技术的不断引入将增强公司的竞争优势。
- **公司仍处于投入期,看好长期增长的潜力。**公司不断加大产品开发和市场开拓力度,研发费用占比不断提升,我们认为这将有利于公司提高市场占有率,为公司进一步向下游扩张提供坚实的基础。
- **公司具有长期投资价值。**公司掌握GIS软件核心平台技术并且在不断强化这种技术优势。对新兴领域应用的大力拓展将是公司未来几年的一个主要战略方向。GIS行业的巨大发展潜力以及公司产品的平台性特质使得我们看好公司未来的高成长性。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	1	6	9	n.a
相对新华富时A50指数(%)	24	(1)	10	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	75
流通股(%)	25.3
流通股市值(人民币 百万)	733
3个月日均交易额(人民币 百万)	25
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
钟耳顺	16.91

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	128	153	205	276	357
增长率(%)	65.2	19.7	34.6	34.2	29.3
归属母公司股东的净利润(百万元)	20.2	31.6	48.3	67.8	90.33
增长率(%)	1.7	56	53.1	40.5	33.2
市盈率(倍)	104.6	89.8	58.7	41.8	31.3
每股经营现金流量	0.17	0.28	0.386	0.462	0.7

资料来源: 公司数据及 Wind 资讯

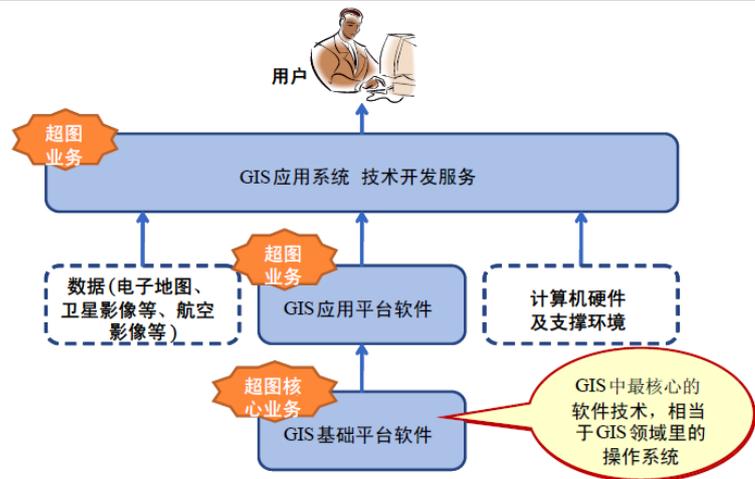
中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司简介及股权结构

北京超图软件股份有限公司是国内领先的地理信息系统（GIS）平台软件企业。公司前身为成立于 1997 年的北京超图地理信息技术有限公司，公司主要从事面向单位用户的 GIS 基础和应用软件平台的研究、开发、推广和服务。公司主营业务贯穿 GIS 产业链的三个组成部分。

图表 2. GIS 产业链构成



资料来源：公司招股说明书

公司股权结构较为分散。截至 2010 年 6 月 31 日，公司前十大股东中有 7 位自然人股东，公司控股股东和实际控制人是钟耳顺先生，持有 1,268 万股，占总股本的 16.9%。2010 年上半年，公司主营业务发展稳定，营业收入同比增长 28%。其中 GIS 软件产品占比达到 82.8%，GIS 软件配套产品为 16.55%。在 GIS 软件产品中，平台软件收入和应用技术开发服务收入分别占 50%。

GIS 应用开发平台和下游应用是公司的主要增长点

需求稳定增长，市场半径不断扩展。GIS 应用需求非常广泛，包括：（1）政府部门，如国土、军事、规划、水利、救灾等；（2）企业用户：包括通信、电力、金融、物流等；（3）个人用户：导航、电子地图等。随着 GIS 技术的逐步成熟以及人们对 GIS 功能的认知不断提升，GIS 的应用在最近 10 年得到了巨大扩展。这不仅体现在传统的 GIS 应用领域对 GIS 产品的需求不断扩大，还体现在 GIS 的应用范围向新的领域延伸，从而不断产生新的需求。未来，越来越多的 IT 系统会将 GIS 应用包含在内，成为基础性的软件应用之一。根据赛迪顾问预测，我国 08-11 年 GIS 软件市场的复合增长率超过 20%。具体而言，GIS 基础平台软件将保持 20% 左右的复合增长速度，GIS 应用平台软件的增长速度会快过 GIS 技术开发服务市场，达到 26%。后者的整体增长率预计将保持在 18% 左右。

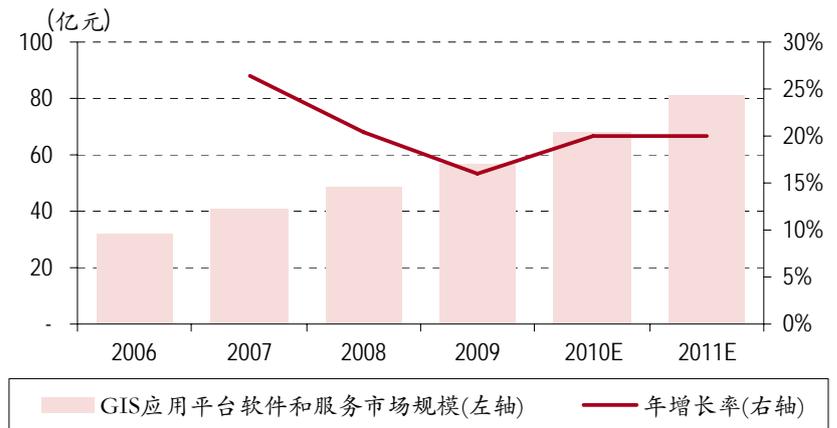
平台厂商将最大程度受益于行业高速增长。超图软件作为国内领先的 GIS 基础平台的提供商，将直接受益于新需求的产生。预计公司在未来 3 年内营业收入复合增长率可以达到 35% 左右。公司一方面通过提供 GIS 基础平台软件和相关服务从需求爆发中获益，另外也战略性的选择进入部分下游应用行业，充分分享下游行业快速增长的成果。公司作为重点发展的下游应用领域有：国土勘测、数字城市、统计等，今年以来，公司相继进入了气象、水利和石油石化等技术门槛较高的行业，并且签订了一系列的订单。公司凭借自身的技术优势和平台协同效应，将有望在应用平台开发和定制软件两个市场进一步提高市场占有率。

图表 3. GIS 基础平台软件市场规模



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 4.GIS 应用平台软件和服务市场规模

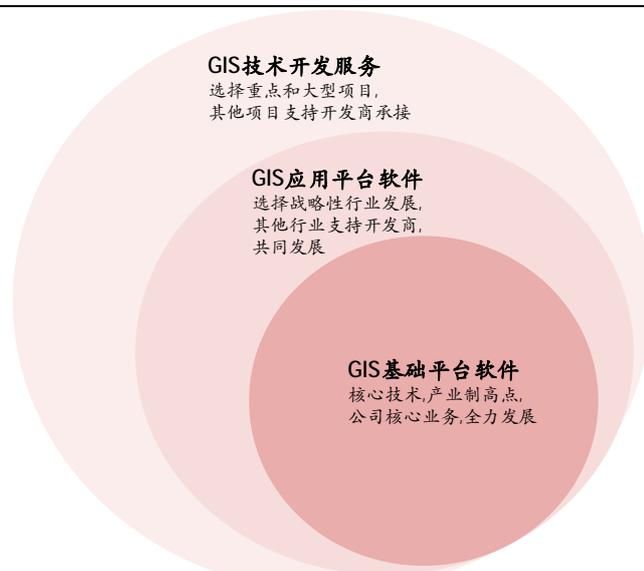


资料来源：公司数据，中银国际研究部

占据 GIS 产业链的主导地位，技术门槛较高

处于产业链中游，地位重要。GIS 产业链的上游是数据采集、卫星遥感、硬件开发等，下游是行业应用，凡是信息化过程中需要使用空间定位相关技术的行业都需要使用 GIS 服务。公司处于整个产业链的中游位置，GIS 平台软件将原始的数据信息封装起来，转化成为可视的、易于使用的操作平台，提供给二次开发商或者有独立开发能力的最终用户。由此可见，GIS 平台软件在整个产业链中是类似于 PC 中操作系统，地位非常重要。同其他 GIS 应用软件开发企业相比，公司掌握 GIS 应用平台的核心开发技术，为下游应用的展开打下牢固的基础。

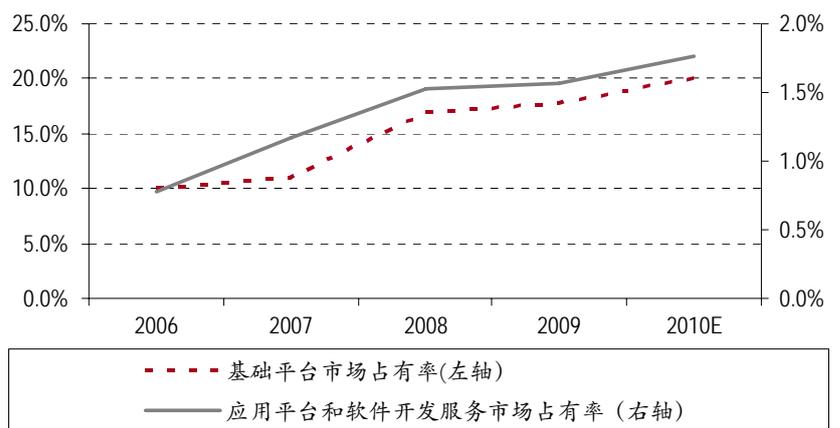
图表 5.公司业务领域示意图



资料来源：公司招股说明书

GIS 基础平台软件开发的技术难度高。主要体现在：(1) 优秀的平台产品需要长时间的开发积累，一款平台产品的生命周期大约为 4-5 年；(2) GIS 是复合型学科，结合了计算机、遥感、地理、测绘测量等多门科学，专业性很强，对开发人员素质要求非常高，需要多年的技术沉淀；(3) IT 产业发展速度非常快，新技术新思想层出不穷，这些都会给平台软件带来变化，厂商需要对相关技术进行提前研发，对产品进行及时的更新以适应技术的变化。为适应整个 IT 产业发展所进行的维护升级投入很大。因此，GIS 平台软件存在很高的市场壁垒，行业集中度远高于一般的行业定制软件。目前国内前三家 GIS 平台提供商：ESRI、超图软件、武汉中地的市场份额合计超过 65%。公司从 1997 年开始进入 GIS 平台开发领域，行业经验丰富，产品的市场竞争力很强。高技术门槛保证了公司较高的毛利率水平（平台软件的毛利率接近 100%）。

图表 6. 公司业务领域示意图



资料来源：公司数据

新技术引入将大大增强公司产品的竞争力。三维 GIS 是未来 GIS 系统的一个重要发展方向，其开发难度较高，公司的二三维 GIS 将二维的计算和三维可视技术结合起来，提高了用户体验。此外，云计算技术的加入将使得公司的面向服务 GIS 系统的优势得到进一步继承和发挥，公司为未来技术的发展做好了充分的准备。2009 年新推出的 SuperMap 6R 系列软件具有稳定，易扩展，服务式 GIS 等优点，并且加入了二三维一体化的 Real Space 技术，进一步扩展了产品的使用领域。我们认为公司将充分发挥其平台软件的优势，不断提高产品的技术含量，在激烈的市场竞争中占据更多的份额。

公司仍然处于投入期，看好长期发展的潜力

公司不断加强市场开拓力度和研发投入。2010年上半年，公司加强了区域营销网络建设，自建渠道，同时积极开展了全国巡展，GIS 开发大赛等多种市场营销活动。我们预计公司的营销投入的成果最快将在下半年体现出来。公司的研究开发团队也在不断加强，公司的员工数从2009年底的681人增加到2010年6月31日的852人，增长了25%。公司的研发费用比率依然维持在较高的水平，2010年上半年公司研发投入占营业收入比重达到27.9%，并且公司研发费用全部计入当期费用。我们认为，上市募集的资金一方面为公司的内延式增长提供了保证，同时上市也使得公司有实力能够进行一些合适的兼并收购，为公司提供了外延式扩张的可能。我们认为公司在技术和市场双轮驱动之下，公司未来市场占有率有望进一步提升，公司成长性可期。

图表 7. 公司研发费用占比

(人民币, 万元)	2007	2008	2009	2010 年上半年
营业收入	7,718.49	12,756.84	15,275.27	5,634.45
研发费用	1,422.08	1,936.74	2,578.12	1,571.01
占比 (%)	18.4	15.2	16.9	27.9

资料来源：公司数据

初步结论

公司是国内 GIS 平台软件的领先企业，随着 GIS 软件行业的高速发展，公司有望实现快速增长。公司掌握 GIS 基础平台软件核心技术并且不断强化这种技术优势，同时不断开拓新兴领域的应用。GIS 应用开发平台和下游行业应用将是公司的主要增长点。我们预计公司在 GIS 应用软件的市场占有率将稳步提升，看好公司长期的成长潜力。

风险

市场竞争加剧。国内 GIS 市场的巨大潜力吸引越来越多的企业加入到竞争中来。在平台软件领域，公司面临国际知名软件厂商和国内实力厂商的挤压。面对国际大型 GIS 厂商，公司产品还有进一步提升的空间。同时国内优秀的平台开发商也可能对公司的市场份额造成一定的威胁。

人才短缺风险。作为高技术壁垒高附加值的软件平台产品，公司的竞争优势来自于优秀的研究开发团队和技术。随着GIS应用的快速拓展，人才培养速度可能跟不上市场的需求，最终可能影响公司的发展。

政策风险。目前GIS领域的主要客户还是各级政府，政府对GIS信息化应用的投资力度将很大程度上影响行业发展前景。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 13 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话:(8610) 6622 9000
传真:(8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371