

四维图新 (002405.SZ)

软件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

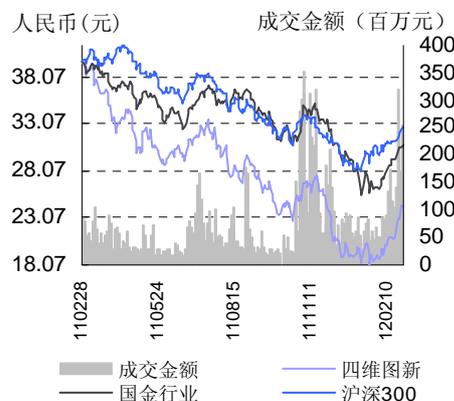
市价(人民币): 24.20元

目标(人民币): 30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	301.54
总市值(百万元)	11,622.67
年内股价最高最低(元)	39.81/18.07
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《智能终端宝马上汽带来公司长期高成长》, 2011.8.1
2. 《今年上汽明年宝马, 四维依旧高增长》, 2011.5.10
3. 《力排众议, 四维图新一季度超预期》, 2011.4.16

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

业绩稳健增长, 受益地理信息产业大发展;

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.396	0.512	0.586	0.792	1.086
每股净资产(元)	1.40	5.23	7.60	8.43	9.57
每股经营性现金流(元)	0.61	1.00	0.60	0.84	1.19
市盈率(倍)	N/A	93.60	50.92	37.65	27.47
行业优化市盈率(倍)	57.32	60.85	48.97	48.97	48.97
净利润增长率(%)	11.71%	71.00%	20.82%	35.24%	37.06%
净资产收益率(%)	28.35%	11.13%	8.12%	9.89%	11.94%
总股本(百万股)	344.23	400.23	480.28	480.28	480.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 四维图新发布 2011 年年度业绩快报, 实现营业收入和净利润 8.67 亿和 2.81 亿元, 同比增长 28.41% 和 20.85%, 对应 EPS0.59 元, 低于预期。

经营分析

- **业绩低于预期的原因:** 我们认为业绩低于预期有两方面的原因: (1) 日本地震导致日系厂商汽车销量下降, 公司来自日系车厂客户的收入也相应下降; (2) 由于公司新的国家规划布局内重点软件企业评审工作还在进行, 预计公司按照 15% 计提所得税, 拉低了利润增速。
- **车载终端、消费电子业务明年有望增速加快:** 对于明年的业绩增长较为乐观, 基于三点: (1) 智能手机终端单价下降将带来移动互联网领域的地图应用爆炸性的增长, 诺基亚在欧洲的热销智能手机机型将于明年投放中国市场; (2) 高端车依然是前装车载导航市场的主力, 子公司世纪高通是宝马中国和华晨宝马交通信息数据与服务的独家供应商, 将从明年开始对公司的财务状况和盈利水平产生积极影响; (3) 公司与上汽合作, 以及部分德系车合作明年将对业绩产生积极影响, 同时日系厂商的销量也将恢复。
- **布局地理信息上下游, 受益数字中国建设:** 公司参股四维世景从事卫星遥感影像数据销售、处理和综合服务, 同时设立全资子公司西安四维从事导航电子地图数据制作和服务, 收购中交宇科布局交通 GIS 应用, 受益数字中国大工程的建设。

盈利调整

- 维持前期盈利预测: 我们预计 12-13 年 EPS 分别为 0.79、1.09 元, 维持目标价 30 元, 对应 12 年 37 倍。

投资建议

- 维持“买入”评级

行业和公司前景看好

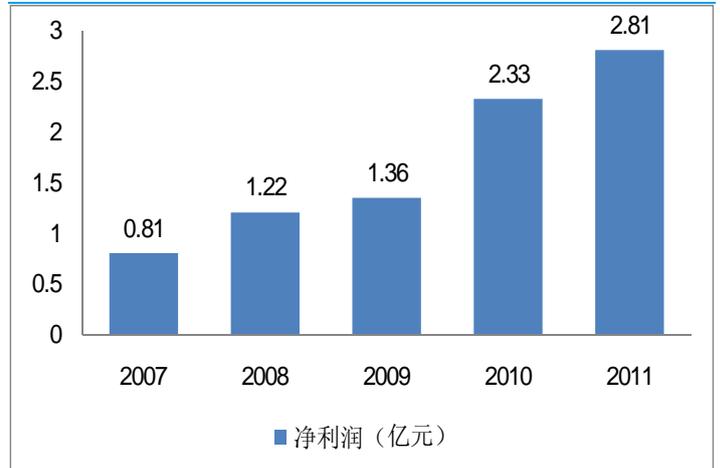
公司 2011 年业绩符合预期

- 公司 2011 年年度业绩快报，实现营业收入和净利润 8.67 亿和 2.81 亿元，同比增长 28.41% 和 20.85%，对应 EPS0.59 元，低于预期。

图表1: 2011 年营业收入同比增长 28.41%



图表2: 2011 年利润同比增长 20.85%

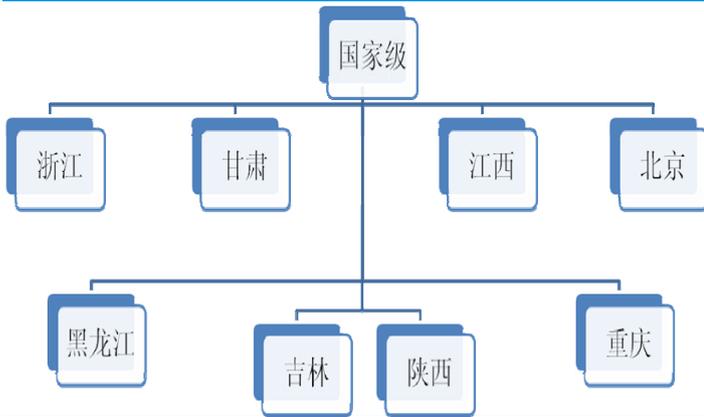


来源: 公司资料、国金证券研究所

受益数字中国建设，天地图为公共服务中枢

- 数字中国是《基础测绘“十二五”规划》中重点提到的建设内容，包括数字省区、数字城市、数字社区等组成部分，将各行业的数据与地理信息数据相结合，为公众、部门决策等提供服务。此项国家主导的大工程，预计投资近百亿。
- 国家将天地图定位于公共地理信息共享平台，2012 年 2 月发射的面向民用的资源三号卫星为天地图提供国外影像数据，本土地理信息基础数据则由四维图新提供。
 - 谷歌地图去留不定，市场份额下滑，政府大力支持的天地图未来机会巨大。谷歌地图申请互联网地图服务资质仍在进行中，但有两点是障碍：（1）符合相关资格的人员不够；（2）服务器必须设在境内这一点无法做到。
 - 天地图未来商业应用空间广阔。对于企业来说，可以利用天地图提供的二次开发接口调用天地图的地理信息服务资源，并将其嵌入已有的 GIS 应用系统或利用天地图提供的 API 搭建新的 GIS 应用系统。
- 目前天地图已经有六个省和直辖市北京、重庆再建或已经建成了省级节点，有六个市建立了市级节点，预计到“十二五”末，全部天地图的省市节点将建设完成。

图表3: 天地图向省市节点延伸



来源: 公开资料、国金证券研究所

图表4: 天地图高清晰影像地图



LBS 领域公司长期投入有望形成较好业务模式

- 电子地图在 LBS、移动互联网应用的爆发式需求, 使得地理信息产业维持高的景气度。
 - 未来 2-3 年将会是我国 LBS 市场的重要转折阶段, 整个市场将会启动, 并进入快速发展时期。预计到 2013 年, 我国基于移动通信技术的 LBS 服务市场总收入将达到 13.2 亿元左右的规模, 2009-2013 年年均复合增长率高达 56.15%。
 - 运营商方面, 中国移动目前有近 160 种业务调用了 LBS (位置服务), 2010 年为用户和合作伙伴提供的 GIS (地理信息) 调用超过 7 亿次。这意味着一直孕育中的基于移动通信技术的 LBS 服务即将结束漫长的市场导入期, 迈入高速发展的全新阶段。
- 四维图新在 LBS 领域有长期的投入支持, 未来有望形成良好的商业模式。LBS+X 模式将会成为主流。比如 LBS+社交+电子商务模式, 现在有众多初创企业参与其中, 未来其市场空间不可限量, 或许会诞生下一代互联网明星企业。

图表5: 新兴商业模式促进导航地图需求

- Google Maps 让使用者可以和朋友分享他们目前所在的位置
- 基于 LBS+博客+广告的 Foursquare 模式
- Andriod 手机 SMS 植入 GPS 坐标 实现手机短信定位
- 微软的新版手机操作系统 Windows Phone 7, 在该手机操作系统中内置了必应地图导航功能
- Garmin 推出自行车用定位电脑
- TomTom 与 Twitter 合作连接微博服务至 PND 设备, 使得在线用户可以与朋友分享自己的位置信息报告交通事故、隐藏的测速摄像头以及交通阻塞。
- Facebook 和 Twitter 推出地理信息位置服务
- 微软推出移动定位社交网
- Oracle 与 NAVTEQ 紧密合作 提高最佳路径选择效率
- 盛大网游嵌入 LBS 功能, 社区网友之间分享旅游内容
- TomTom 与科大讯飞合作推出应用智能语音技术的导航仪

来源: 公开资料、国金证券研究所

图表6: 与移动互联网相结合的 LBS



公司具有多方面的竞争优势

- 行业壁垒以及地图领域的先发优势: 我国政府规定只有具备导航电子地图制作资质的企业才能合法制作导航电子地图, 尤其是《导航电子地图制作

资质标准（试行）》的出台，对从事导航电子地图生产的企业提出了包括注册资金、技术、设备、人员等多方面的要求，提高了行业的准入门槛，并考虑到国家安全，限制国外地图企业在国内搜集提供地图服务。在汽车、手机领域企业制定了大量的资质认证标准，只有通过这些标准的地图企业才能够被采用。

- 四维图新是全球第三家、中国首家通过 TS16949（国际汽车工业质量管理体系）认证的地图企业，四维图新通过了欧洲 Automotive SPICE 认证，相对行业内其他企业资质最全。
- 完善的商业模式：公司主要通过 B2B、B2C、按照服务分成三种商业模式。
 - 一是正常的 B2B 模式，即面向汽车生产商、车载导航系统提供商、GPS 手机和便携式导航电子设备厂商以其销售的终端数量按件收取许可费。这种模式由于下游客户大部分均有雄厚实力以及信誉作保证，相对来说盗版现象较少，公司正常的收入来源得以保证
 - 二是收费从厂商延伸至客户，即通过 B2B 模式延伸至 B2C 模式，下游厂商安装时一次性收取许可费，而电子导航地图的直接使用者更新时则向其另收取更新服务费，从而能够给公司带来持续的收益
 - 三则是直接的 B2C 模式，按服务与运营商进行收入分成，目前，面向 LBS、互联网及动态信息服务运营商主要采取按服务收取导航电子地图使用费或按服务与运营商进行收入分成的模式。这种商业模式将会给公司带来广阔的客户蓝海。
- 规模优势以及最完整的数据库：由于先期成本投入、市场容量以及下游客户严格质量控制等因素，导航电子地图行业是一个在集中度提升后逐步趋于自然垄断的行业。而先进入者在占据较高的市场份额后，规模效应让其具有明显优势。

图表7：公司三大竞争优势



来源：公司资料、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
强买	1	2	2	2	3
买入	0	1	1	2	6
持有	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.29	1.50	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-02	买入	41.90	N/A
2 2011-01-17	买入	39.58	60.00 ~ 60.00
3 2011-03-02	买入	38.60	60.00 ~ 60.00
4 2011-04-16	买入	33.65	60.00 ~ 60.00
5 2011-05-10	买入	32.70	48.00 ~ 48.00
6 2011-08-01	买入	29.81	40.00 ~ 40.00

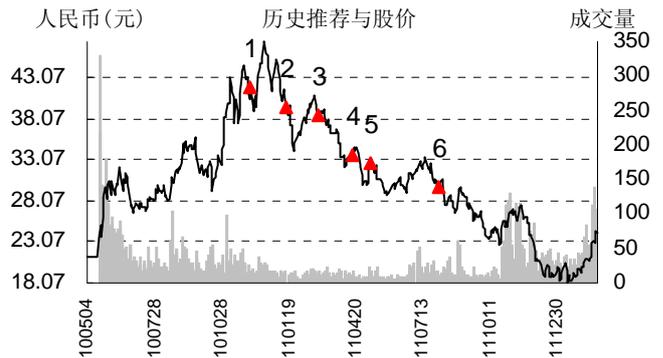
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B