

战略清晰，明年业绩会有起色

——四维图新（002405）调研快报

2012年11月2日

推荐/首次

四维图新

调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001	
联系人：沈悦明	电话：010-66554047	shenym@dxzq.net.cn

事件：

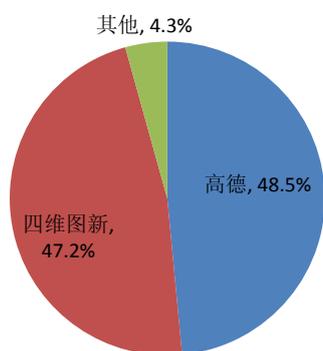
近期我们实地调研了公司，与公司高管就公司的经营近况和未来发展战略进行了交流。

观点：

1. 车载导航电子地图业务与高德软件维持双寡头格局，是公司的现金牛业务，市场占有率有望逐步提升。

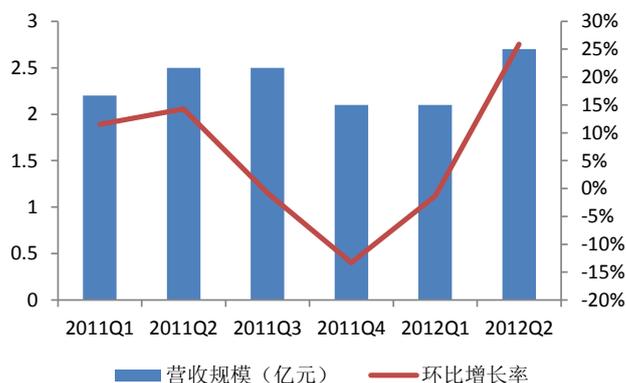
在车载导航电子地图领域，市场格局比较稳定，公司与高德软件维持双寡头局面，二者基本平分天下，共同占据了约95%的市场份额。今年以来，主要受益于前装渗透率的稳步提升（由Q1的6.1%升至Q2的9.4%），我国前装车载导航市场的图资营收增速触底回升，Q2环比增速为25.9%。目前前装车载导航的主要受众还是中高端车，今年外资品牌销量好于国产车，也在一定程度上促进了前装市场。经过多年发展，公司已与丰田、通用、大众、奔驰、上汽、本田等主流汽车制造商建立了合作关系，去年新开拓了宝马汽车这一重大客户。近两年宝马在国内销量增长迅速，特别是今年前三季度同比增长33.5%，远超其他厂家。宝马5系、7系已分别于今年8、9月底在国内上市，预计四季度和明年将为公司收入带来较大增量，同时由于竞争对手高德软件将战略重心转向移动互联网，公司的市场占有率未来有望逐步提升。

图 1：2012Q2 中国前装车载导航出货量市场份额



资料来源：易观国际，东兴证券

图 2：2011Q1-2012Q2 中国前装车载导航市场图资营收



资料来源：易观国际，东兴证券

2. 微软 WP8 已发布，未来或可一定程度扭转公司消费电子地图业务的颓势。

前几年，诺基亚智能手机一枝独秀，带导航地图的诺基亚手机销量高速增长，使得公司消费电子导航业务实现了快速增长，连续5年在中国手机导航地图市场份额超过50%，去年消费电子导航业务收入占公司收入比例达到43.8%，成为第一大收入源。但自11年下半年以来，诺基亚智能手机业务受到苹果、Android系

统的冲击，销售量和市场份额不断下滑，使得公司消费电子导航业务出现大幅下降，今年前三季度该业务收入同比下降超过 50%。

这一下滑趋势近期有望得以扭转，主要原因是今年 10 月底微软推出了全新操作系统 WP8，各厂家搭载 WP8 系统的全新一代智能手机已陆续面市。据 IDC 预测 WP 未来将与 iOS、Android 形成三足鼎立的格局，2012-2016 年复合增长率将达到 46.2%，其在智能手机操作系统领域的市场占有率将从 2012 年的 5.2% 提升到 2016 年的 19.2%。由于 WP8 系统自带了免费的诺基亚导航地图，公司消费电子导航业务有望随着 WP8 的热销从今年四季度开始逐渐扭转颓势。

3. 动态交通信息服务业务以及车联网平台是公司未来发展的核心，有望保持高速增长。

对于公司而言，传统的前装车载导航虽能提供不错的现金流，但市场毕竟是有天花板的，而与位置相关的服务需求则基本是无穷尽的，相关服务的提供商和服务平台的提供商都有很大的发展空间，因此公司逐渐向服务转型是必然选择。目前公司的发展重点在动态交通信息服务以及车联网平台，同时公司还在拓展地图编译以及增量更新等服务。

在动态交通信息服务方面，公司目前主要为车载导航终端、PND 终端等提供实时交通路况显示、路况信息查询和最优路径查询等服务，同时通过移动增值服务、互联网平台提供实时交通路况信息服务等。这块业务现在主要还是面向高端用户，向厂家收取年费，上半年同比增速达 130%。城市交通拥挤的现状使得动态交通信息服务的需求极为迫切，随着成本及价格的进一步下降，这项业务应该能保持较高的增速，成为为公司未来的重要业绩增长点。

在地图编译领域，公司通过收购荷兰 mapscape，全面掌握了欧洲车系下一代地图标准 NDS，同时拓展了更广的客户关系。通过增量更新服务，客户可以更加廉价和方便的更新地图信息，使客户更愿意为更新付费，能够提升客户粘性，为公司创造持续的收入。

公司认为车联网对于汽车工业是革命性的变革，还处于导入期，因此发展历程较长。公司积极进行车联网相关的布局，以便在未来行业大发展时抢占先机，主要的模式是与车厂合作，不直接面向消费者，公司目前已与上汽、奥迪等厂商展开了相关合作。短期内这块业务还不能贡献利润，但未来值得期待。

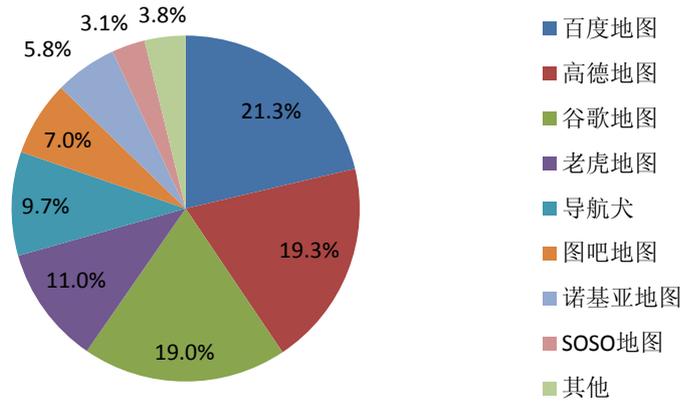
4. 面对互联网及移动互联网的诱惑，公司保持冷静，采取跟随战略。

面对移动互联网的巨大市场，公司没有冒进，主要采取三种模式介入：1) 与导航地图、位置服务密切相关的基础数据和服务公司自己做。2) 其余数据和服务方面，主要采取与百度、腾讯等合作伙伴协作分成的模式（公司向合作伙伴提供电子地图及导航相关数据以及基础数据整合平台服务，而直接面向消费者的各种信息服务则由百度等合作伙伴进行整合发布），这样虽然主导权不在公司但避免了和这些巨头的直接竞争，风险较小。3) 对于一些较好的地图相关应用服务和数据，公司也考虑通过投资收购获得。

公司在电子地图领域最大的竞争对手高德软件则采取了既做数据服务平台又做消费端入口的策略，直接和百度、腾讯、搜狗等竞争。目前我国手机地图市场仍处于跑马圈地的阶段，需要大规模投入，竞争激烈，格局未定。今年百度地图开始发力，第二季度的活跃用户市场占有率达 21.3%，成功超越高德地图跃居第一。因此高德的策略虽然一旦成功将取得巨大的市场和利润，但风险也极大，不成功便成仁。

因此公司的策略虽略显保守但也不失为明智之举，若高德因移动互联网投入过多资源，将为公司抢占车载市场份额提供机会。

图 3：2012Q2 中国手机地图活跃用户市场份额图



资料来源：易观国际，东兴证券

5. B2G 业务也将持续开拓，但不是业务重点。

公司今年在和政府相关的电力、交通等行业应用有一些收入，而过去公司基本没有 B2G 业务。其实国内 GIS 市场的服务对象除了企业外，政府是很大的一块市场（国内有 2 万家左右做 GIS 业务的企业，几十万从业人员，大部分都是做政府市场的），所以公司也不会忽略政府这块市场，但这块不是公司的重点，在行业应用的投入不会超过总投入的 15%-20%。公司对今年的交通行业形势估计不足，控股子公司中交宇科由于业务面太窄（集中在交通行业），亏损较大，全年预计计提至少 3000 万资产减值准备，明年公司将争取扩大中交宇科的业务范围，同时提升管理，争取扭亏为盈。

结论：

我们认为公司立足前端车载导航市场，大力发展动态交通信息服务以及车联网业务，同时积极关注移动互联网的战略非常清晰。预计公司 12-14 年的每股收益分别为 0.43 元、0.58 元和 0.73 元，对应的 PE 分别为 34.2 倍，25.3 倍，20.2 倍，估值并不便宜，但公司拥有的地理信息基础数据以及公司擅长的相关服务是一座宝贵的金矿，未来一旦探索出与移动互联网相结合的好的盈利模式，公司将获得爆发性成长，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示

- 1、来自诺基亚的收入继续下滑的风险；
- 2、控股子公司中交宇科亏损继续扩大的风险。

表 1：财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	309.0	432.9	783.9	1,041.0	1,273.1
增长率（%）	57.7	28.4	-9.6	32.8	22.3
净利润（百万元）	232.9	281.4	249.6	336.8	421.3

增长率 (%)	71.0	20.9	-11.3	34.9	25.1
每股收益(元)	0.40	0.49	0.43	0.58	0.73
净资产收益率 (%)	18.1	12.8	10.2	12.3	13.6
PE	36.6	30.3	34.2	25.3	20.2
PB	4.1	3.7	3.3	2.9	2.6

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并被“今日投资”多次评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

沈悦明

同济大学控制理论与控制工程硕士，8年计算机从业经验，2012年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。