

四维图新 (002405.SZ) 软件行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

郑宏达
联系人
(8621)60753908
zhenghd@gjzq.com.cn

赵旭翔
联系人
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

张帅
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

阿里入股高德软件, 从市值角度看四维图新;

事件

5月10日, 高德软件宣布获得阿里巴巴集团 2.94 亿美元投资, 阿里巴巴将持有高德约 28% 的股份。阿里巴巴董事局执行副主席蔡崇信和阿里巴巴无线事业部总裁吴泳铭将担任高德公司董事。

评论

从阿里入股看高德软件的价值: 阿里巴巴投资高德 2.94 亿美元, 占高德 28% 股份, 相当于高德软件价值 10.5 亿美元。截止 2012 年, 高德软件拥有 2.16 亿美元的现金, 除去现金以后, 高德软件公司本身价值 8.34 亿美元, 相当于 51 亿人民币。

四维图新的价值: 假定四维图新和高德软件公司质地完全一样, 则四维图新公司本身至少价值 51 亿人民币, 同时截止 2012 年, 四维图新有 19.36 亿人民币现金, 因而四维图新市值至少在 70 亿人民币以上。

四维图新和高德软件, 一个向左一个向右: 四维将未来的发展战略放在了包括 Telematics 在内的智能交通领域, 高德则把战略重心放在了互联网和移动互联网; 本质上说, 未来两者的正面竞争性越来越弱。高德软件从后台走向前台, 将更多的面对百度等互联网巨头的竞争; 而四维图新在专注于包括车联网、车载导航、Telematics、交通动态信息服务等在内的大智能交通领域。

四维图新有高德软件不具备的特有优势和属性:

1、公司具有央企属性。公司是航天科技集团子公司, 航天科技集团是北斗卫星导航系统的主要建设者, 而四维图新在基础数据方面有自身独特的资源, 同时航天科技集团其他子公司在遥感图像、航空摄影等领域市场占有重要地位, 因而航天科技集团有望建立一个以上市公司四维图新为核心的大北斗地理信息产业图, 打通上下游产业链, 全面领导本土北斗地理信息产业的国产化替代。

2、公司通过并购、参股, 全产业链布局。公司过往通过不断的资本运作, 参股或收购车联网的中寰卫星、道路信息的中交宇科、政府互联网和移动互联网门户天地图的第二大股东、卫星数据处理分析的四维世景等。公司在通过资本运作, 布局产业链上下游。

3、在央地合作中受益。未来在地方建设的大项目中, 有望央企集团整体拿大型建设项目, 分给集团各兄弟子公司去做, 四维图新依托航天科技集团从中受益。

以上这些四维图新特有的优势和属性, 是高德软件所不具备的。这些属性和优势价值多少, 又很难量化; 我们认为, 这些优势和属性应当使得四维图新的市值在至少 70 亿的基础上上浮 20-30 亿, 即在 90-100 亿左右。

投资建议

维持“增持”评级, 目标价位 14.5 元, 预测公司 12-13 年每股收益为 0.25 元和 0.3 元。

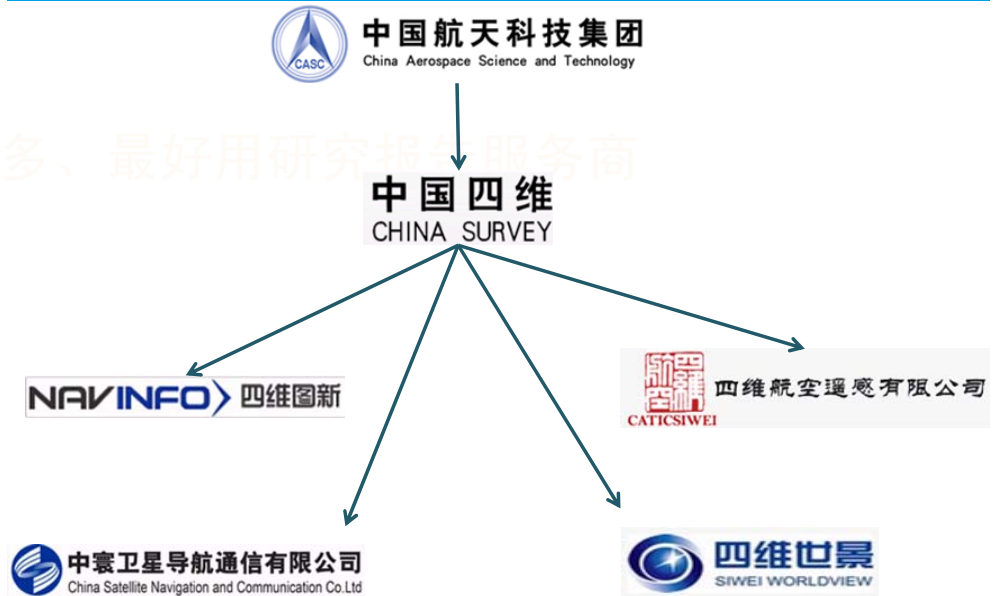
注: 美元人民币汇率按照最新 1 美元=6.14 人民币计算

地理信息产业国家队

航天科技集团组建地理信息旗舰

- 2003 年底，经国务院国有资产监督管理委员会的批准，中国四维测绘技术总公司与中国卫星通信集团公司进行重组，成为中国卫星通信集团公司的全资子公司。2009 年 4 月，随中国卫星通信集团公司（后更名为中国卫星通信集团有限公司）整体重组并入中国航天科技集团公司。
- 2011 年底，与中国卫星通信集团有限公司分立，航天科技集团组建中国四维测绘集团有限公司。新的中国四维成为中国航天旗下从事地理信息服务的核心专业子公司。

图表1：与中国卫通分立，成立中国四维测绘集团



来源：中国四维资料、国金证券研究所

- 中国航天科技集团将中国四维测绘公司从中国卫通集团分立出来，成立中国四维集团，显然航天科技对地理信息测绘业务更加的重视，并对四维集团有了更新的定位。

公司作为航天科技集团大地理信息产业规划核心成员，未来空间巨大

- 整个大地理信息产业可以粗略分为软件、硬件、数据服务三部分，而目前从地理信息产业“十二五”规划纲要，到近期出台的地理信息产业科技发展和标准化“十二五”规划，都明确指出了提高地理信息产业国产化率；北斗是硬件国产化的重要一环。
- 航天科技集团是北斗卫星导航系统的主要建设者，而四维图新在基础数据方面有自身独特的资源，同时中国四维集团其他子公司在遥感图像、航空摄影等领域市场占有重要地位，因而航天科技集团有望建立一个以上市公司四维图新为核心的大北斗地理信息产业图，打通上下游产业链，全面领导本土北斗地理信息产业的国产化替代。

图表2：四维图新与高德软件对比

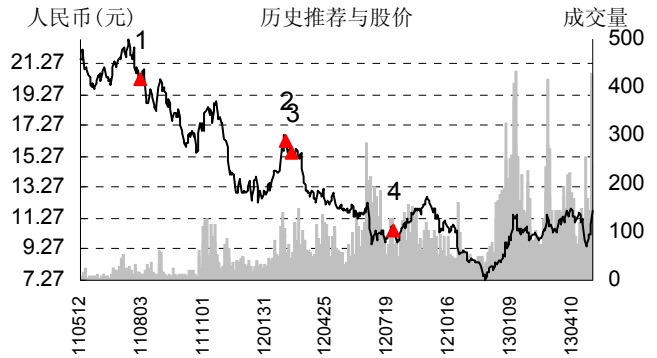
	四维图新	高德软件
收入和净利润	2012 年收入为 7.73 亿人民币，归属于母公司的净利润为 1.44 亿人民币；	2012 年收入为 1.6 亿美元即 9.82 亿人民币，归属于母公司的净利润为 3650 万美元即 2.24 亿人民币；
业务构成	三大业务：车载导航、消费电子和综合地理信息服务，其中消费电子由于受到诺基亚的影响，收入占比将会下降，综合地理信息服务收入占比逐渐上升；	三大核心业务：汽车导航、政府和企业应用、互联网和移动互联服务，其中汽车导航业务是公司营收的主力，政府和企业应用收入占比逐年下降，互联网和移动互联服务则收入占比逐年提高；
营收结构（2012）	车载导航收入占比 54.3%，消费电子收入占比 22.2%，综合地理信息服务收入占比 23.5%；	车载导航收入占比 57.7%，互联网及移动互联网位置服务收入占比 29.8%，政府和企业应用收入占比 12.5%；
成本和毛利率	2009-2012 年四维毛利率分别为 91.43%、88.16%、84.92%和 84.89%；	2009-2012 年高德毛利率分别为 64.96%、66.97%、72.42%和 73.1%；
研发费用及占比	2012 年公司用于研发的支出是 3.95 亿，占收入比例为 51.13%	2012 年公司用于研发的支出是 3560 万美元即 2.2 亿人民币，占收入比例为 22.4%；
费用情况（2012）	销售费用 5708 万人民币，同比增长 33.6%，收入占比 7.38%；去除研发费用的管理费用 8900 万人民币，同比增长 33.59%，收入占比 11.5%；	销售费用 2500 万美元即 1.54 亿人民币，同比增长 51.9%，收入占比 15.6%；管理费用（去除研发）2030 万美元即 1.25 亿人民币，同比增长 34.5%，收入占比 12.7%；
股权结构	航天科技集团直属的中国四维测绘技术有限公司是最大股东，持有 23.57% 的股份；	管理层持有公司 34.5% 的股份，其中董事长侯军和 CEO 成从武分别持股 17.8% 和 10.7%，是最大股东；
员工数量	2474 人，其中研发人员占 48%，销售人员占 7%，生产人员占 36%，管理人员占 9%；	2727 人，其中研发人员占 34%，销售人员占 8%，生产人员占 49%，管理人员占 9%；
战略重心	Telematics、动态交通信息服务、车联网、智能交通；	互联网、移动互联网
典型客户	诺基亚、百度、腾讯、宝马、丰田、本田、大众、三星	奥迪、谷歌、苹果、新浪、人人、摩托罗拉、三星
竞争优势	四维背靠央企航天科技集团，与四维航空遥感等兄弟公司合作，形成一体化的产业链集团优势，未来依靠航天科技，在央地合作中，受益更多项目建设；	高德在互联网和移动互联网领域经过多年的投入和耕耘，逐渐有了特色和优势，总用户量已经达到 1 亿，月度活跃用户达到 5600 万，因而未来有望在线上线下 O2O 等业务开拓市场；
风险	11 年收入占比 40% 左右的大客户诺基亚经营不善，为公司带来业绩持续下行的风险；	公司将战略重心向移动互联网转移，面临百度地图等互联网公司正面竞争；

来源：公司资料、国金证券研究所 注：人民币对美元汇率按照 6.14:1 计算

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-01	增持	20.30	40.00 ~ 40.00
2	2012-02-28	增持	16.22	25.00 ~ 25.00
3	2012-03-07	增持	15.51	26.00 ~ 26.00
4	2012-07-26	增持	10.42	N/A

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 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% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

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作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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B