



东兴证券
DONGXING SECURITIES

短期仍受诺基亚拖累，长期看好车联网

——四维图新（002405）半年报点评

2013年08月16日

推荐/维持

四维图新

财报点评

王明德	分析师	执业证书编号：S1480511100001
	wangmd@dxzq.net.cn	010-66554006
沈悦明	联系人	
	shenym@dxzq.net.cn	010-66554047

事件：

公司发布 2013 年半年度业绩报告，上半年实现营业收入 3.5 亿元，同比下降 12.7%；归属于母公司净利润 3866.9 万元，同比下降 63.3%；基本每股收益 0.07 元。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	194.71	189.12	216.68	126.8	240.37	155.08	199.33
增长率（%）	14.63%	-11.70%	-5.21%	-44.78%	23.45%	-18.00%	-8.01%
毛利率（%）	77.70%	84.96%	86.73%	101.37%	74.38%	82.52%	78.27%
期间费用率（%）	68.01%	49.77%	54.45%	76.00%	72.47%	80.83%	72.16%
营业利润率（%）	6.56%	31.54%	29.78%	23.83%	-8.13%	-0.39%	7.85%
净利润（百万元）	64.25	64.20	60.63	39.02	-8.11	43.18	13.62
增长率（%）	01.08%	-21.06%	-20.43%	-54.81%	-112.62%	-32.74%	-77.54%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.12	0.10	0.06	-0.02	0.07	0.01
资产负债率（%）	10.81%	13.34%	9.85%	9.82%	14.03%	12.98%	11.43%
净资产收益率（%）	2.72%	2.75%	2.50%	1.58%	-0.32%	1.72%	0.54%
总资产收益率（%）	2.43%	2.38%	2.25%	1.43%	-0.28%	1.50%	0.48%

观点：

1. 导航电子地图业务收入大幅下滑，未来诺基亚因素消化后有望稳健增长。

公司上半年营业收入同比下降 12.7%，主要原因是受导航电子地图业务同比下降 32.61% 的影响。具体来看，导航电子地图收入下降的原因有三点：首先是受诺基亚手机销量下滑的影响，诺基亚最新财报显示，2013 年第二季度其手机在中国地区销售量为 410 万部，同比下降了 48%，由于其中还包括大量不带地图应用的廉价功能机（如主打超长待机的低端机 Nokia 1050），因此我们推断公司来自诺基亚的电子地图收入同比下滑了 80% 以上；其次是使用公司导航电子地图产品的部分新车型（我们推测主要是宝马的新车型）上市时间较原计划推迟；最后是由于政府限制公务车消费以及中日关系影响，使得使用奥迪、丰田等使用公司电子地图的车型销量未达到预期。

我们预计诺基亚的影响将在今年基本消化完，未来几年手机电子地图将不再成为公司的主要收入来源。主要

原因是随着百度等互联网企业的介入, 手机导航地图的产业链格局已发生了变化, 手机终端厂商将不会再为地图数据支付大量费用, 因此即使未来诺基亚 WP 手机销售放量, 公司来自诺基亚的收入也将很有限。公司可以凭借和百度等互联网企业的合作, 采取分成模式收费, 短期内由于手机地图应用的盈利模式还未确定, 还较难为公司贡献大量收入。

12 年底我国车载前装导航渗透率为 7.7%, 而欧美地区和日本的前装渗透率分别已达 23%和 76%, 我国的渗透率与发达国家相比仍有很大的提升空间。因此公司车载导航电子地图的收入有望保持比我国乘用车市场整体稍高的增速平稳增长。

2. 综合地理信息服务保持高速增长, 是公司未来的最大看点。

上半年公司综合地理信息服务业务收入保持了前几年的高速增长态势, 同比增长 46.8%, 其占总收入的比重也从去年年底的 23.6%提升至 42.2%。其中, 动态交通信息技术正日益成熟并保持技术领先, 目前是综合地理信息服务业务的主要收入来源; 车联网业务还在战略投入期, 目前已得到主流汽车厂商的认可, 据公司官网介绍, 公司已经或即将为丰田、奥迪、大众、沃尔沃、长城等国内外主流车厂的车联网项目提供服务, 并已在 2012 年宝马智能驾驶控制系统 (iDrive III) 中搭载了“趣驾”的部分功能, 这是公司车联网服务商用化的重要里程碑; 行业应用也在积极推广, 公司控股 51%的中寰卫星切入商用车车联网业务, 目前正在开发完善基于北斗的公共物流云位置综合服务平台。总的来看, 包括动态交通信息服务在内的广义车联网业务前景广阔, 据易观智库预计, 到 2015 年, 我国汽车产量规划达到 2500 万辆, 车联网应用和服务渗透率或接近 10%的临界点, 车联网的市场规模有望突破 1500 亿, 因此车联网业务未来将是推动公司业绩快速增长的主要动力。

结论:

未来几年公司的车载地图业务有望稳定增长, 综合地理信息服务与行业应用前景广阔, 随着车联网和行业应用市场的打开, 未来公司业绩有望加速增长, 但今年还需继续消化诺基亚地图收入萎缩的影响。我们预计公司 13-15 年的每股收益分别为 0.25 元、0.35 元和 0.48 元, 对应 13-15 年的 PE 分别为 64.0 倍、45.8 倍和 33.3 倍, 考虑到公司的稀缺性以及车联网的发展前景, 继续维持“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	2264	2231	3496	3743	4055	营业收入	867	773	851	1081	1372
货币资金	2105	1936	3141	3300	3501	营业成本	131	117	140	174	217
应收账款	60	214	280	355	451	营业税金及附加	17	15	13	16	21
其他应收款	69	24	27	34	43	营业费用	43	57	61	71	81
预付款项	11	11	12	12	13	管理费用	423	484	546	667	800
存货	1	8	10	12	15	财务费用	-45	-59	-76	-97	-102
其他流动资产	10	20	20	20	20	资产减值损失	0.52	32.37	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	383	578	421	404	387	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	47	48	48	48	48	投资净收益	-0.19	9.42	5.00	5.00	5.00
固定资产	79.97	109.35	102.43	95.50	88.58	营业利润	299	135	172	254	361
无形资产	66	100	90	80	70	营业外收入	74.12	66.92	68.00	77.00	89.00
其他非流动资产	0	3	0	0	0	营业外支出	0.29	0.75	0.00	0.00	0.00
资产总计	2648	2809	3917	4147	4442	利润总额	372	201	240	331	450
流动负债合计	250	295	285	328	371	所得税	64	45	54	75	101
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	308	156	186	256	349
应付账款	37	66	77	95	119	少数股东损益	27	12	12	13	14
预收款项	40	49	59	72	89	归属母公司净利润	281	144	174	243	335
一年内到期的非流	32	15	15	15	15	EBITDA	338	206	113	174	276
非流动负债合计	36	26	15	18	22	BPS (元)	0.59	0.25	0.25	0.35	0.48
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	286	320	300	347	393	成长能力					
少数股东权益	51	116	128	141	155	营业收入增长	28.41%	-10.86	10.16%	26.97%	26.86%
实收资本(或股本)	480	576	692	692	692	营业利润增长	32.25%	-54.84	27.79%	47.40%	42.10%
资本公积	1243	1147	2024	2024	2024	归属于母公司净利润	21.01%	39.76%	21.01%	39.76%	37.44%
未分配利润	523	569	587	611	644	获利能力					
归属母公司股东权	2311	2373	3489	3659	3894	毛利率(%)	84.92%	84.86%	83.50%	83.89%	84.21%
负债和所有者权	2648	2809	3917	4147	4442	净利率(%)	35.53%	20.15%	21.87%	23.72%	25.41%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	10.63%	5.12%	4.45%	5.87%	7.53%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	12.18%	6.07%	4.99%	6.65%	8.59%
经营活动现金流	384	108	41	128	190	偿债能力					
净利润	308	156	186	256	349	资产负债率(%)	11%	11%	8%	8%	
折旧摊销	84.75	130.02	0.00	16.97	16.97	流动比率	9.05	7.57	12.27	11.40	10.93
财务费用	-45	-59	-76	-97	-102	速动比率	9.04	7.55	12.24	11.37	10.89
应收账款减少	0	0	-66	-76	-95	营运能力					
预收帐款增加	0	0	10	13	16	总资产周转率	0.35	0.28	0.25	0.27	0.32
投资活动现金流	93	67	157	5	5	应收账款周转率	20	6	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	32.38	15.04	11.90	12.54	12.81
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	9	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.25	0.25	0.35	0.48
筹资活动现金流	-70	-63	1007	27	6	每股净现金流(最新)	0.85	0.19	1.74	0.23	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.81	4.12	5.04	5.29	5.63
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	80	96	115	0	0	P/E	27.34	64.52	64.04	45.82	33.34
资本公积增加	-80	-96	878	0	0	P/B	3.35	3.92	3.20	3.05	2.87
现金净增加额	407	112	1205	159	201	EV/EBITDA	16.77	35.75	70.98	45.14	27.80

资料来源: 东兴证券研究所

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, 并多次被“今日投资”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。