



车联网业务蓄势待发

——四维图新（002405）调研快报

2013年08月21日

推荐/维持

四维图新

调研快报

事件:

近日我们参加了公司的上半年业绩说明会, 与公司高管就公司的经营情况和未来发展战略进行了交流。

观点:

1. 车载导航地图有望保持稳健增长。

导航地图有从高端车往中低端扩散的趋势, 12 年底前装导航渗透率为 7.7%, 提升空间仍大。预计未来几年车载导航地图仍是公司主要的收入和净利润来源, 有望维持年均 15% 左右的稳健增长。

2. 诺基亚今年继续拖累公司业绩, 明年其影响将基本消除。

诺基亚手机地图去年贡献了近 1 亿收入, 我们预计今年其降幅将超过 80%, 拖累公司业绩。百度等互联网企业使手机地图的产业链格局已发生变化, 明年之后手机地图将基本不为公司贡献收入。

3. 车联网业务蓄势待发, 将成为未来两三年加速增长的动力。

包括动态交通信息服务在内的大车联网业务值得期待, 是公司未来的最大看点。车联网产品已开始为上汽、宝马等车厂供货, 近一两年有望释放业绩, 两到三年有望做成和地图业务有可比性的业务。

4. 互联网地图布局完成, 静待盈利模式成熟。

互联网地图布局基本完成, 目前除高德以外的主流互联网地图应用厂商均采用了公司的地图。公司这块业务短期收入主要来自少量的基本服务费, 未来地图盈利模式成熟后将主要靠收入分成。

结论:

未来几年公司的车载地图业务有望稳定增长, 综合地理信息服务前景广阔, 随着车联网市场的打开, 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, 考虑到公司作为图商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。

王明德

010-66554006

wangmd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480511100001

沈悦明

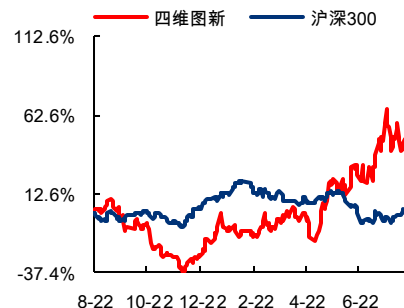
010-66554047

sheny m@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	16.98-13.4
总市值 (亿元)	117.43
流通市值 (亿元)	108.04
总股本/流通 A 股 (万股)	69160/63630
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.64

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《四维图新（002405）中报点评：短期仍受诺基亚拖累，长期看好车联网》2013-08-19
- 2、《四维图新调研快报：战略清晰，明年业绩会有起色》2012-11-02

以下是本次调研的问答纪要:

1. 公司收入结构变化是公司战略还是市场决定的?

导航电子地图收入占比逐年降低, 动态交通服务、车联网等占比提升, 有主动和被动的因素。上半年公司地图收入占比下降为 58%, 动态交通提升至 42%; 来自前五大客户的收入占 35%, 对单一客户的依赖进一步减小。

2. 上半年经营情况的意料之中和意料之外?

上半年比意料之中好, 地图没实现目标: 消费电子下降在意料之中, 车载终端放缓在意料之外, 主要原因是高端车整体销量不好、部分新车型切换速度不达预期。

3. 地图毛利率下降的原因? 是否销售单价下降?

市场总体销量在增长, 导航地图有从高端车往中低端扩散, 并逐渐成为标配的趋势。基本上车载导航系统每年有都有 10% 以上的降幅, 因此带动地图降价, 具体来看高端车由新添加的功能维持价格, 中低端在降价。

4. 公司在互联网地图的布局情况以及盈利模式?

公司认为参与互联网的企业有两种发展途径: 1. 自己做大; 2. 卖掉

互联网现在有寡头垄断趋势, 对于细分领域的专业小公司更多是做得比较精、深, 然后卖掉。

目前百度、高德、搜狗是互联网地图三强, 还有一些小的公司, 除了高德外基本都用的四维的地图, 公司布局还不错。

公司面临的问题是地图是否需要作为独立盈利的产品, 互联网地图怎样赚钱? 目前盈利模式还未定, 做独立应用的都还在烧钱。因此公司主要还是做布局 (做内容提供商, 加上资本运作), 比如导航犬是公司自己投资的公司。

百度采用公司的图 (包括 poi 等接口), 用户反馈信息百度有义务给公司 (每年能拿到 5 千万的反馈, 目前公司能利用的很少, 就百分之几)。

高德被阿里收购以后公司和其他互联网企业合作的地位有所提升。

盈利模式是: 保底+分成。分成模式和用户数、广告收入挂钩。明年移动互联网厂家能进公司大客户前十名。

5. 动态交通信息收入的结构细分?

各项业务增速都在 20% 以上, 在线应用和车联网增长最快。动态交通信息收入同比增长 30% 左右, 利润增长是最快的 (注: 上半年主营动态交通服务的子公司世纪高通净利润同比增长 121.9%)。

6. 公司各项业务的定位和优先级?

1. 导航地图市场在未来稳健增长, 公司重点是如何提升市场占有率。

2. 车联网在未来两到三年做成和地图业务有可比性的业务, 这是中期目标, 必须要一两年内做得。

3. 互联网地图和应用, 目前在布局, 是更远的目标。

总的来说前两块目标和商业模式非常清晰，最后一块有部分清晰部分看不清楚。车载地图将稳定增长，公司近期最大增长点车联网，布局未来的互联网和行业应用。

7. 车联网盈利模式：

1. 前装，车厂一次买单，公司目前做的还不错，目前相关产品正在开始销售。服务期到了后用户是否续约，国外来看，美国 onstar 做的较好；目前中国续约的少于 10%，主要原因是定价较高。

2. 后装，目前有人在做，但商业价值还不是特别大，公司在布局。

3. 车和手机交互，公司也在尝试。

8. 关于专业车联网的应用？

子公司中寰卫星在内蒙承接了北斗试点的两危一客项目（2 个亿的订单，中寰分 30%）。商用车市场一直是由政府主导，但公司认为市场发展到目前阶段，对公司这种技术型的有规模、技术、服务的企业更加有利；驾校系统目前效果非常好，今年在山东能做到小 2000 万收入，培训几十万驾校学员。

9. 关于室内导航？

公司在做，比如“去逛”网站，主要是解决最后 100 米的导航问题。

10. 对于是否引入互联网巨头战略参股考虑？

不明确表态是否引入（注：从后面的谈话来看，公司希望保持独立的态度是很明确的，而且公司大股东的国企背景也是互联网企业战略入股的障碍）。公司把自己放在移动互联网和车联网的时代的大背景下来看问题，从公司的未来价值导向来看这个问题。并且从历史来看，车载导航业务早期公司 70% 收入来自丰田，保持独立才有后面的发展。

11. 动态交通信息业务的盈利模式？

围绕车厂来做；给互联网企业提供服务；做围绕动态交通信息的应用（目前世界上没有一家做的很好，公司也在做（比如“交通眼”app））、围绕数据挖掘做一些应用（05、06 年就开始做，根据历史数据可以给政府做一些数据挖掘的应用，给交通部门提供决策支持信息）。

12. 公司是否会做市值管理？

不是所有因素都由公司决定的，公司能做的是：1. 信息充分沟通；2. 使投资者对公司的未来走向有总体的把握。另外公司大股东是国企，基本不卖，市场差的时候还增持一些。

13. 手机地图收入减少的趋势是否会改善？

商业模式变化了（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），未来应该不会贡献太多收入。

14. 公司车联网业务与下游厂商（车厂、国外车联网服务公司）的竞合关系？

车联网公司从 08 年就开始做了，公司策略比较灵活：内容谁都可以买，服务往专业方向走。内容、服务、运营都可以合作，公司认为市场是千亿级的，能拿到 20%-30% 就行。

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	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	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	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	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	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	27	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。