



软件行业

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

14 年或现业绩拐点

——四维图新 (002405) 中报点评

## 证券研究报告-公司点评

## 增持 (维持)

发布日期: 2013 年 8 月 20 日

### 报告关键要素:

公司业绩下滑主要受到客户新车推迟上市和消费电子产品销量下滑的影响, 但下半年有望逐步好转。随着诺基亚对公司影响的减弱, 以及宝马前装导航地图逐渐切换为公司地图, 预计公司将在14年迎来业绩拐点。预测13-14年EPS为0.20元和0.32元, 按16日收盘价16.25元计算, 对应市盈率分别为82.50倍和51.21倍, 维持对公司的“增持”评级。

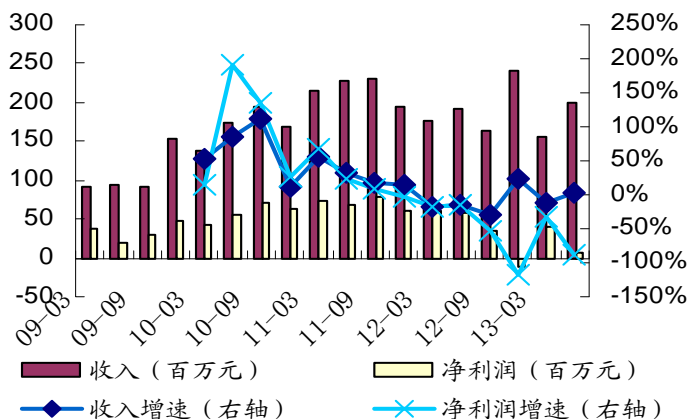
### 事件:

- 公司公布了2013年半年报和前3季度业绩预告。2013年上半年公司实现销售收入3.54亿元, 同比下滑12.67%, 实现营业利润1503万元, 同比下滑87.89%, 实现净利润4683万元, 同比下滑60.07%, 每股收益为0.07元。2013年前三季度公司预计实现收入3033万元-7583万元, 同比下滑80%-50%。

### 点评:

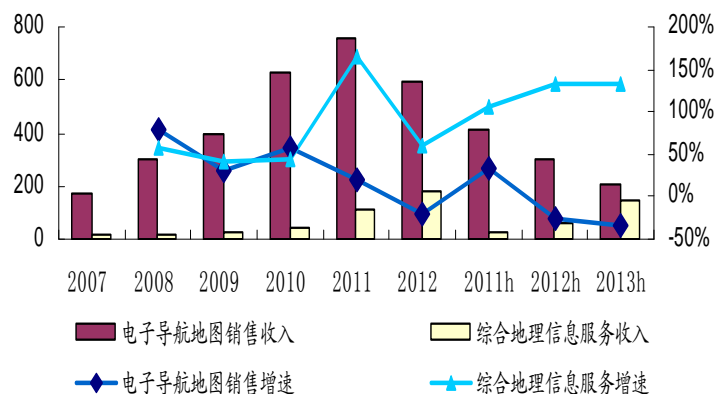
- 来自诺基亚的地图收入持续下滑, 拖累公司业绩。2013年二季度公司实现销售收入1.99亿元, 同比增长3.33%, 增速较一季度略有回升。从上半年分业务收入情况来看, 占比达58%的电子导航地图收入2.04亿元, 增速-32.61%, 下滑较为明显。其中, 车载导航电子地图业务受到部分新车型推迟上市的拖累, 而消费电子电子地图业务继续受到诺基亚销量下滑的影响。而综合地理信息服务的收入规模在完成对中寰卫星收购后进一步扩大, 并实现了46.84%的高速增长, 但是仍然无法弥补电子导航地图收入下滑的影响。

图 1: 2007-2013H 公司单季度销售收入及其增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 2007-2013H 公司分项业务收入及增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- 中寰卫星的收购和产品销量的下滑导致公司毛利率水平进一步下滑。2013年上半年公司毛利率80.1%, 较上年同期下滑了6.5个百分点。公司产品初始投资数额大, 但具有规模效应强、边际成本递减的特点。在公司收入下滑的阶段, 营业成本刚性较强, 导致毛利率的持续下滑。此外, 由于中寰



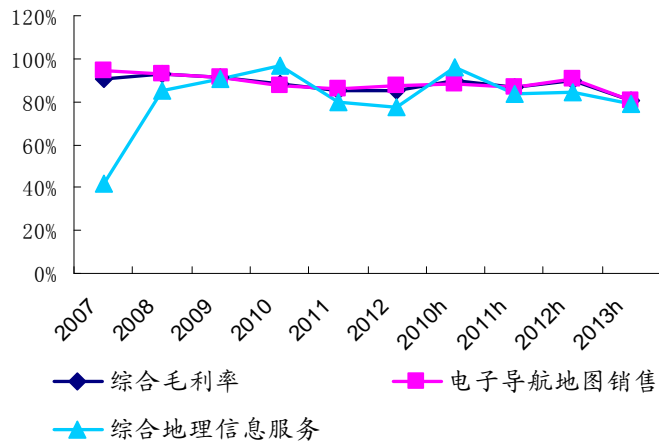
卫星业务的毛利率较低, 收购完成后也对公司毛利率水平形成一定的拖累作用。未来随着诺基亚对业绩的影响逐渐减弱, 预计公司毛利率水平将进入稳步回升的态势。

图 3: 2007-2013H 公司毛利率水平



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

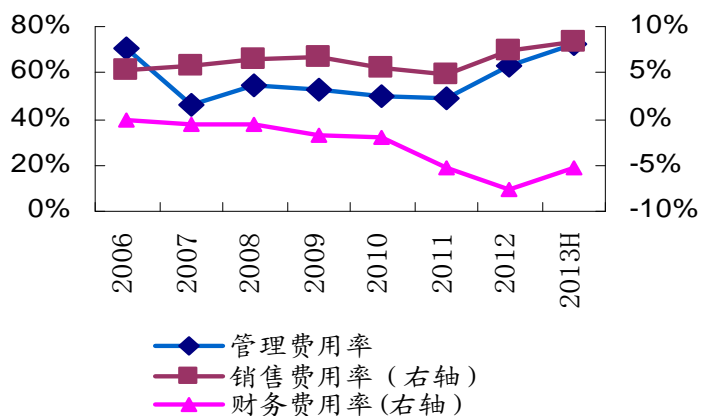
图 4: 2007-2013H 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

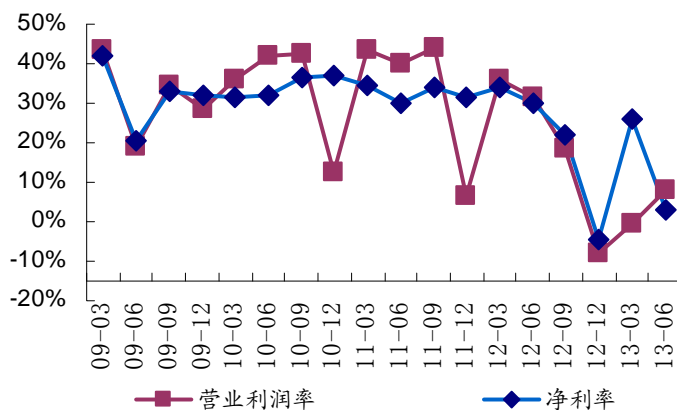
- **收入下滑导致费用率水平陡增。** 2013 年上半年公司销售费用率和管理费用率分别为 8.33% 和 72.93%, 较上年增长了 1.39 和 18.43 个百分点。由于导航电子地图开发过程中, 大部分支出发生在研发阶段, 体现在管理费用中, 是一笔相对的刚性的支出, 因而在收入下滑的阶段, 公司营业利润下滑的速度也更为明显。考虑到下半年车载导航业务有望改善, 公司管理费用率或将逐步回落。

图 5: 2006-2013H 公司单季度费用情况



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 6: 2009-2013 年公司单季度盈利状况



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

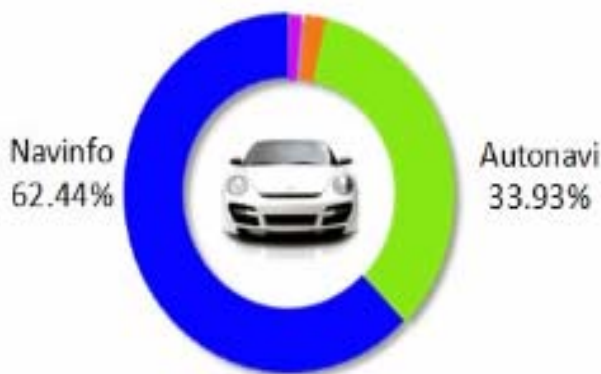
- **重点软件企业的所得税优惠增厚 13 年业绩。** 公司 2013 年 3 月被评为 2011-2012 年国家重点软件企业, 因而在 2011 和 2012 年的所得税率从 15% 下降到 10%。按照公司的会计处理方式, 两年的税率优惠计入在 2013 年 1 季度的所得税项目中, 累计不低于 2948 万元, 对增厚 13 年业绩起到了重要的作用。

- **公司各项业务优势地位明显，多年来引领行业的发展。**从2002年成立至今，公司创造了多项国内第一，包括第一份商业化导航地图（2002）、第一家车载导航地图供应商（2002）、第一家手机导航地图供应商（2006）、第一家动态交通信息服务供应商（2007）、首款行人导航地图产品（2009）、首家提供NDS地图产品的地图公司（2012）。目前公司已经成为全球第四大和中国最大的数字地图生产商，中国领先的动态交通服务供应商，并始终引领行业的发展。

2012年公司从对手高德手中截获了新7系等一系列宝马新车型的订单，使得其在车载导航领域的优势进一步明显。根据Frost&Sullivan的数据，2013年一季度公司在车载前装市场份额达到62.44%，几乎是竞争对手高德2倍市场份额。未来宝马的全系列新车型都将使用公司的导航地图，随着其新车型的推出，公司在车载导航电子地图领域的优势将进一步扩大。

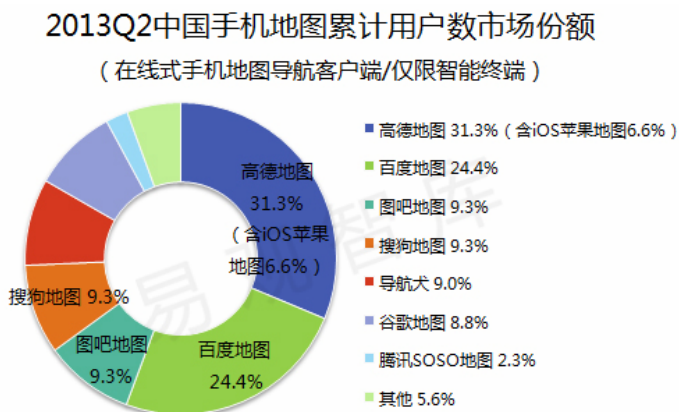
手机地图方面，公司也占据了国内数字地图的半壁江山。根据易观国际的数据，2013年2季度使用公司地图数据的百度、图吧、搜狗、导航犬及诺基亚等公司总计份额不低于52%。

图 7：2013 年 Q1 公司车载导航市场占有率



资料来源：中原证券研究所、Frost&Sullivan

图 8：2013 年 Q2 中国手机导航地图占比状况



资料来源：中原证券研究所、易观国际

- **2014 年公司或将迎来业绩转折点。**虽然公司此次未公布消费电子领域业务收入状况，但是根据半年报中对前五大名客户销售数据，我们认为1831万元来自NAVTEQ B.V.收入代表了公司对诺基亚的销售状况。因而我们预计13年公司来自诺基亚的收入将不超过4000万元，较12年下滑明显。随着诺基亚对公司业绩影响逐渐减弱，宝马前装导航地图逐渐切换为公司地图，公司动态交通业务、车联网业务快速发展，公司业绩有望在14年迎来拐点出现。
- **盈利预测与投资建议：**预测13-14年EPS为0.20元和0.32元，按16日收盘价16.25元计算，对应市盈率分别为82.50倍和51.21倍。考虑到公司作为电子地图供应商的稀缺性和重要性，我们维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**诺基亚业务下滑对公司业务的冲击，公司车载导航地图的销量不及预期。

盈利预测

	2011	2012	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	8.67	7.73	8.73	11.30
增长比率 (%)	28.41%	-10.86%	12.88%	29.55%
净利润 (亿元)	2.81	1.44	1.36	2.19
增长比率 (%)	20.85%	-48.85%	-5.37%	61.11%
每股收益 (元)	0.41	0.21	0.20	0.32
市盈率 (倍)	39.93	78.07	82.50	51.21

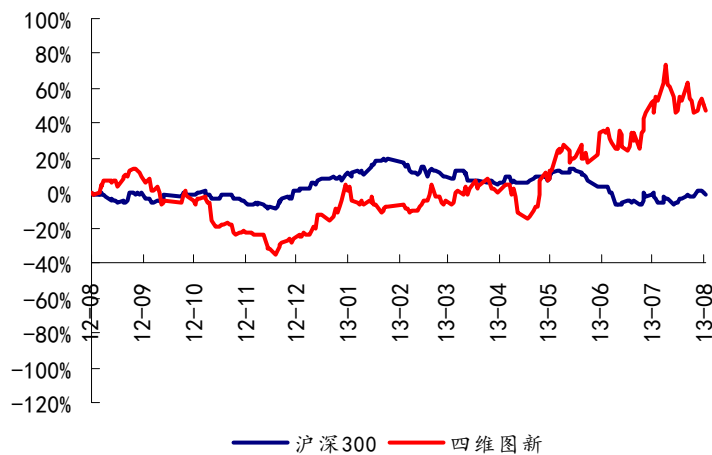
市场数据 (2013年8月16日)

收盘价 (元)	16.25
一年内最高/最低 (元)	19.36/8.6
沪深300指数	2304.14
市净率 (倍)	4.74
流通市值 (亿元)	103.40

基础数据 (2013年6月30日)

每股净资产 (元)	3.40
每股经营现金流 (元)	0.10
毛利率 (%)	80.13
净资产收益率 (%)	1.98
资产负债率 (%)	11.43
总股本/流通股 (万股)	69159/63630
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;

观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;

卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规, 报告撰写力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有, 未经公司书面授权, 任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。