

证券研究报告

公司研究——事项点评

四维图新（002405.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.11.8

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 63081253

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

肖金德 研究助理

联系电话：+86 10 63081096

邮箱：xiaojinde@cindasc.com

相关研究

《上半年业绩低于预期 下半年或略有改善》2013.8

《除消费电子业务外其业务均实现增长》2013.11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

收购整合渠道有利于新业务发展

公司点评报告

2013年11月28日

事件：公司公告，拟使用自有资金 7983.76 万元收购 Here International LLC（原名为 NAVTEQ International LLC）持有上海纳维的 49% 股权。本次交易完成后，上海纳维将成为公司全资子公司。

公司与 HERE Global B.V. 签署《技术许可协议》。协议约定：HERE 向四维图新及上海纳维提供其全球领先的与导航电子地图产品制作和更新等相关的特定技术和知识产权，并为上述技术提供更新、培训和支持服务。该技术许可费用为人民币 8003 万元，技术支持费人民币 4114 万元。

点评：

- **收购整合营销渠道可以促进动态交通信息、车联网业务发展。**上海纳维是公司与 HERE International LLC 合资成立的控股子公司，是公司的主要销售渠道之一，2010-2012 年营业收入占公司总收入之比分别为 58.5%、61.2% 和 38.0%，主要客户有诺基亚、博世、西门子等。上海纳维充当销售渠道的角色，因此历年盈利情况是微利或亏损。本次收购直接对公司盈利影响较小，但通过收购加强对渠道整合，进一步发挥其渠道优势，扩大车联网、动态交通信息等产品或服务的销售。
- **新签署技术许可协议有可能导致管理费用增加。**从历年财务数据来看，公司每年支出 2000 万元左右技术支持费。本次协议约定，技术许可费 8003 万元，在协议生效后一次性支付（计入无形资产按使用年限摊销），技术支持费 4114 万元，从 2014 年起按季度支付。如果按协议截至 2019 年 5 月有效期满计算，估计每年增加管理费用 2200 万元左右。但通过该协议公司可以获得使用核心技术，提升与国际同步的产品规划能力。
- **盈利预测及评级：**由于本次收购对公司盈利影响较小，因此我们维持前期盈利预测，预计 2013-2014 年公司的每股收益分别为 0.21 元、0.29 元和 0.36 元，最新收盘价（12.90 元）对应的 PE 分别为 61 倍、45 倍和 35 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**本次收购将上海纳维从外资公司转为内资公司，需要上海商委等部门批准方可生效。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,264.26	2,230.95	2,258.03	2,328.34	2,455.38
现金	2,105.32	1,935.95	2,048.41	2,078.89	2,156.28
应收账款	0.38	6.02	3.15	3.94	4.95
其它应收款	60.07	214.15	132.66	166.03	208.35
预付账款	10.65	11.08	12.50	16.36	20.68
存货	1.48	8.28	5.83	7.63	9.64
其他	86.36	55.48	55.48	55.48	55.48
非流动资产	383.34	578.50	592.09	627.55	678.37
长期投资	46.85	48.39	48.39	48.39	48.39
固定资产	79.97	109.35	130.38	156.67	189.53
无形资产	66.00	100.42	96.84	108.23	126.48
其他	190.52	320.34	316.48	314.26	313.96
资产总计	2,647.60	2,809.45	2,850.13	2,955.89	3,133.75
流动负债	250.17	294.59	274.95	302.80	346.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	36.62	66.19	60.02	78.57	99.30
其他	213.55	228.39	214.93	224.23	247.08
非流动负债	35.91	25.71	25.71	25.71	25.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.91	25.71	25.71	25.71	25.71
负债合计	286.08	320.29	300.65	328.51	372.09
少数股东权益	50.64	116.04	129.16	146.83	168.66
归属母公司股东权益	2,310.88	2,373.12	2,420.32	2,480.55	2,592.99
负债和股东权益	2647.60	2809.45	2850.13	2955.89	3133.75

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	867.12	772.97	766.10	958.84	1,203.21
同比	28.41%	-10.86%	-0.89%	25.16%	25.49%
归属母公司净利润	281.44	143.95	145.17	198.55	250.76
同比	20.85%	-48.85%	0.85%	36.77%	26.30%
毛利率	84.92%	84.86%	81.47%	80.62%	80.48%
ROE	12.79%	6.15%	6.06%	8.10%	9.89%
每股收益(元)	0.49	0.25	0.21	0.29	0.36
P/E	32	61	61	45	35
P/B	4.91	4.78	5.63	3.58	3.43
EV/EBITDA	22.74	39.26	43.57	23.80	20.09

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	867.12	772.97	766.10	958.84	1,203.21
营业成本	130.79	117.05	141.97	185.85	234.90
营业税金及附加	16.53	15.45	13.93	18.29	22.96
营业费用	42.73	57.08	53.63	57.53	72.19
管理费用	422.77	484.15	482.65	575.30	697.86
财务费用	-44.97	-58.55	-38.72	-40.97	-41.58
资产减值损失	0.52	32.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.19	9.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	298.58	134.84	112.64	162.83	216.88
营业外收入	74.12	66.92	74.01	92.04	104.38
营业外支出	0.29	0.75	0.43	0.49	0.56
利润总额	372.41	201.00	186.23	254.38	320.70
所得税	64.30	45.27	27.93	38.16	48.11
净利润	308.11	155.74	158.29	216.22	272.60
少数股东损益	26.68	11.79	13.12	17.67	21.83
归属母公司净利润	281.44	143.95	145.17	198.55	250.76
EBITDA	417.76	289.75	313.17	373.84	442.78
EPS (摊薄)	0.41	0.21	0.21	0.29	0.36

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	383.85	108.09	351.06	323.86	388.78
净利润	308.11	155.74	158.29	216.22	272.60
折旧摊销	79.62	125.34	126.94	119.47	122.08
财务费用	-34.28	-36.60	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.19	-9.42	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	30.47	-152.70	65.75	-11.97	-6.07
其它	-0.27	25.74	0.08	0.15	0.16
投资活动现金流	93.12	66.76	-140.62	-155.07	-173.07
资本支出	-155.41	-214.28	-140.62	-155.07	-173.07
长期投资	-8.18	361.38	0.00	0.00	0.00
其他	256.71	-80.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-69.87	-62.69	-97.98	-138.32	-138.32
吸收投资	0.00	29.35	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	69.57	91.79	97.98	138.32	138.32
现金净增加额	401.35	110.19	112.47	30.47	77.39

计算机研究小组简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。
肖金德，南开大学经济学硕士，2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事计算机行业研究。

计算机行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
太极股份	002368	安居宝	300155	数字政通	300075	汉鼎股份	300300
四维图新	002405	辉煌科技	002296	用友软件	600588	软控股份	002073
航天信息	600570	远光软件	002063	海隆软件	002195	恒生电子	600570
北斗星通	002151	捷顺科技	002609	御银股份	002177	梅安森	300275

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。