

诺基亚阴霾渐消，车联网成新引擎

——四维图新（002405）2013 年年报点评

2014 年 03 月 14 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：

公司发布年度业绩报告，2013 年公司实现营业收入 8.80 亿元，同比增长 1.97%；归属于母公司所有者的净利润为 1.05 亿元，同比下降 24.51%；基本每股收益为 0.15 元，同比下降 25%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	216.68	188.21	269.84	155.08	199.33	191.46	335.01
增长率（%）	-5.21%	-18.04%	38.58%	-18.00%	-8.01%	1.73%	24.15%
毛利率（%）	86.73%	83.39%	71.18%	82.52%	78.27%	81.42%	76.51%
期间费用率（%）	54.45%	66.29%	71.29%	80.83%	72.16%	77.59%	68.43%
营业利润率（%）	29.78%	14.58%	-11.42%	-0.39%	7.85%	3.33%	7.73%
净利润（百万元）	60.63	35.47	-14.67	43.18	13.62	17.01	54.49
增长率（%）	-20.43%	-58.92%	-122.83%	-32.74%	-77.54%	-52.05%	-471.45%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.06	-0.02	0.07	0.01	0.01	0.07
资产负债率（%）	9.85%	9.82%	14.03%	12.98%	11.43%	11.48%	13.48%
净资产收益率（%）	2.50%	1.44%	-0.59%	1.72%	0.54%	0.67%	2.11%
总资产收益率（%）	2.25%	1.30%	-0.50%	1.50%	0.48%	0.59%	1.82%

观点：

1. 来自诺基亚的收入大幅下滑是拖累公司业绩的主因，但其影响在 14 年将基本消除。

2013 年诺基亚中国区的智能手机销量延续了 2012 年以来的大幅下降趋势，直接导致公司在消费电子领域的导航电子地图收入由 12 年的 1.71 亿元大幅下降至 13 年的 0.54 亿元，同比下降 68.5%。虽然公司在车载领域的导航电子地图收入同比增长 9.6%，但消费电子领域的收入下滑仍拖累导航电子地图整体收入下滑 13.0%。由于导航电子地图的成本支出基本刚性，销量下滑导致其毛利率降至 82.9%，同比下滑 4.5 个百分点。导航电子地图业务贡献了公司 61.1% 的毛利润，因此来自诺基亚的收入大幅下滑是拖累公司业绩的主因。由于 13 年消费电子导航电子地图收入已下滑到仅占公司收入的 6.1%，预计 14 年其对公司的业绩影响将很小。

2. 车载导航电子地图稳增长，未来市场占有率有望继续提升。

由于新车的设计周期较长，通常5年内公司的车载导航地图订单已经签好，预计未来5年公司车载导航电子地图将保持每年10%-15%左右的平稳增长。增速主要取决于前端导航地图的渗透率提升速度以及公司地图的市场占有率。

13年底我国车载前装导航渗透率为8.9%，同比提升1.2个百分点，而欧美地区和日本的前装渗透率12年已分别达到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。虽然13年互联网巨头的竞争使手机导航地图对用户免费，但我们判断由于车载地图的使用体验以及其厂家定制化的功能都是手机导航地图无法提供的，因此其冲击可能仅限于低端车型，短期对我国车载前装导航渗透率的提升影响较小。

同时公司的市场占有率有望继续提升。主要原因是原来和公司同为前装车载导航市场双寡头之一的高德软件已将战略重心转移至移动互联网地图平台，因此无法全力与公司竞争车载市场，13年宝马新车型弃高德而选择公司的地图就是一个例子。Frost & Sullivan的数据也证明了这一趋势：2013年公司的市占率从提升至60.2%，同比上升了10.2个百分点，而高德的市占率则跌至36.4%，同比下降10.7个百分点。

3. 综合地理信息服务快速增长，车联网业务成为最大的增长引擎。

13年公司综合地理信息服务业务保持快速发展，收入同比增长34.2%。其中车联网及编译业务增速达40.9%，其占公司总收入的比重也提升至19.5%；动态交通信息服务业务增长21%；在线服务和行业应用增速为39.3%。

车联网能够最大限度使驾驶更智能、安全、舒适，今年年初的CES展会上奥迪、高通等众多厂商均推出了车联网相关产品和方案，证明车联网已成为未来几年汽车行业最大的热门领域。公司凭借与多家车厂建立的长期合作关系，依托导航电子地图的市场优势，已在乘用车和商用车的车联网布局多年，取得了领先的市场地位。目前公司在车联网业务中能够扮演三种角色：内容提供商、运营商、系统提供商。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，车联网业务将成为公司未来几年最大的增长引擎。

4. 互联网地图竞争格局改变，公司有望受益。

近年来，随着O2O和移动互联网的快速发展，地图的移动互联网的入口属性逐渐为大家重视，移动地图已成为互联网巨头的必争之地。13年发生了数起巨头并购地图企业的事件，国外有google并购Waze、苹果并购Embark和Broadmap，国内有阿里并购高德软件、百度并购瑞图万方、腾讯并购科菱航睿，足以证明地图对互联网巨头的重要性。不同于高德直接做地图产品和巨头竞争，公司采取和巨头合作的策略，为各家互联网地图企业提供数据和平台服务，因此百度地图、搜狗地图、图吧、导航犬等热门地图手机端应用都是由四维图新提供数据内容，因此公司市场份额持续提升，13年末占比升至53.0%。在阿里收购高德后，公司作为最大的独立地图数据提供商将处于更加有利的地位，合作伙伴与公司的合作将更加紧密，未来地图O2O业务发展成熟后，公司进行分成的话语权有望提升。

图 1: 2013 年底中国手机地图市场份额



资料来源: 东兴证券研究所, 易观国际

结论:

13年公司来自诺基亚的收入在总收入中的占比已下降到6%左右, 未来其不利影响基本消除, 14年公司将重回增长轨道。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。我们预计公司14-16年的每股收益分别为0.19元、0.26元和0.34元, 对应14-16年的PE分别为83.3倍、60.4倍和45.3倍, 考虑到公司的稀缺性以及车联网的发展前景, 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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2231	2228	2504	2875	3433	营业收入	773	881	1046	1313	1646
货币资金	1936	1849	2091	2363	2798	营业成本	117	185	225	282	349
应收账款	214	231	258	324	406	营业税金及附加	15	13	16	20	25
其他应收款	24	32	38	47	59	营业费用	57	93	110	129	148
预付款项	11	23	34	48	66	管理费用	484	590	648	783	954
存货	8	32	31	39	48	财务费用	-59	-36	-54	-54	-51
其他流动资产	20	43	43	43	43	资产减值损失	32.37	6.68	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	578	760	638	637	627	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	48	51	51	51	51	投资净收益	9.42	18.09	20.00	22.00	25.00
固定资产	109.35	120.09	115.16	107.19	99.22	营业利润	135	47	121	177	245
无形资产	100	128	115	102	89	营业外收入	66.92	75.26	70.00	77.00	85.00
其他非流动资产	3	115	0	0	0	营业外支出	0.75	1.10	0.00	0.00	0.00
资产总计	2809	2988	3142	3513	4060	利润总额	201	121	191	254	330
流动负债合计	295	381	425	652	1014	所得税	45	-7	43	57	74
短期借款	0	42	121	290	594	净利润	156	128	148	197	256
应付账款	66	81	92	112	134	少数股东损益	12	23	20	20	20
预收款项	49	67	88	115	148	归属母公司净利润	144	105	128	177	236
一年内到期的非流	15	12	12	12	12	EBITDA	206	178	88	143	215
非流动负债合计	26	21	21	21	21	BPS (元)	0.25	0.15	0.19	0.26	0.34
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	320	403	447	674	1036	成长能力					
少数股东权益	116	176	196	216	236	营业收入增长	-10.86	13.96%	18.71%	25.56%	25.34%
实收资本(或股本)	576	692	692	692	692	营业利润增长	-54.84	-64.92	155.98	46.17%	38.45%
资本公积	1147	1014	1014	1014	1014	归属于母公司净利润	21.57%	38.06%	21.57%	38.06%	33.33%
未分配利润	569	617	629	647	671	获利能力					
归属母公司股东权	2373	2410	2500	2624	2789	毛利率(%)	84.86%	79.03%	78.48%	78.55%	78.78%
负债和所有者权	2809	2988	3142	3513	4060	净利率(%)	20.15%	14.56%	14.16%	14.99%	15.54%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.12%	3.53%	4.08%	5.03%	5.81%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6.07%	4.37%	5.12%	6.74%	8.45%
经营活动现金流	108	190	16	99	135	偿债能力					
净利润	156	128	148	197	256	资产负债率(%)	11%	13%	14%	19%	
折旧摊销	130.02	167.46	0.00	20.74	20.74	流动比率	7.57	5.84	5.89	4.41	3.38
财务费用	-59	-36	-54	-54	-51	速动比率	7.55	5.76	5.82	4.35	3.34
应收账款减少	0	0	-27	-66	-82	营运能力					
预收帐款增加	0	0	21	26	33	总资产周转率	0.28	0.30	0.34	0.39	0.43
投资活动现金流	67	-229	132	2	15	应收账款周转率	6	4	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.04	11.97	12.06	12.85	13.39
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	18	20	22	25	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.15	0.19	0.26	0.34
筹资活动现金流	-63	-29	95	171	284	每股净现金流(最新)	0.19	-0.10	0.35	0.39	0.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.12	3.48	3.61	3.79	4.03
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	96	115	0	0	0	P/E	61.72	102.87	83.34	60.37	45.28
资本公积增加	-96	-133	0	0	0	P/B	3.75	4.43	4.27	4.07	3.83
现金净增加额	112	-68	243	272	434	EV/EBITDA	33.79	49.75	99.47	60.12	39.46

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。