

# 腾讯入股四维增强公司竞争优势

四维图新  
(002405.SZ)

## 投资要点：

- 腾讯对于公司的发展具有重要战略意义，如腾讯与公司在车联网业务的协同开拓对于保持公司业务的稳定发展十分重要；腾讯与公司共同打造下一代智能地图和导航服务的努力也有利于为公司的多项业务增强竞争优势；腾讯还可以助力公司开发基于位置服务的大数据应用和移动互联网的垂直商业应用。
- 尽管腾讯入股公司增强了公司经营战略转型的胜率，但是这种战略转型的实现仍会面临较多的挑战：公司的经营惯性和特质不利于公司的转型；公司是否能借助腾讯弥补业务短板，完成经营的转型也存在不确定性。
- 由于来自消费电子的收入对业绩的冲击大大减弱，以及宝马、奥迪等新增客户带来的新增车载导航产品收入，今年公司收入有望实现 25% 左右的增长，但就中长期来看，市场竞争加剧导致的车载导航产品收入增速的减缓，以及动态交通信息服务、动态在线服务等在业务转型期的增长不及预期，公司未来业绩能否实现维持较高增长仍有不确定性。目前，公司 2014 年的估值在 80 倍左右，给予中性评级。

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

## 投资评级

本次评级：中性  
跟踪评级：首次  
目标价格：16

## 市场数据

市价(元) 16.7916.79  
上市的流通 A 股(亿股)  
总股本(亿股)  
52 周股价最高最低(元) 18.58-10.9  
上证指数/深证成指 2029.96/  
7235.397235.39  
2013/2013 年股息率 0%

## 52 周相对市场改变

13-12 14-2 14-4

## 相关研究

## 公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	773	881	1,101	1,365
增长率(%)	-10.86%	13.96%	25.00%	24.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	143.95	105.33	142.36	190.65
增长率(%)	-48.85%	-26.83%	35.16%	33.92%
毛利率%	84.86%	79.03%	82.94%	82.94%
净资产收益率(%)	6.07%	4.37%	5.70%	7.29%
EPS(元)	0.21	0.15	0.21	0.28
P/E(倍)	80.67	110.25	81.57	60.91
P/B(倍)	4.89	4.82	4.65	4.44

数据来源：民族证券

## 正文目录

腾讯入股给公司带来的积极影响 .....	3
公司转型的挑战 .....	4
财务预测 .....	6

## 图表目录

图 1:车载导航品牌知名度 .....	3
图 2:2013 年收入占比 .....	5

事件:

最近,公司对于腾讯入股召开了投资者说明会。会议上,公司领导详细地对于腾讯入股公司的战略意义以及公司目前及未来发展的经营战略进行了说明。我们认为,腾讯的入股以及今后的合作将对于公司经营产生十分积极的影响,不仅有助于强化公司既有传统业务的优势,更有利于公司开拓更多基于地图及车辆网的新兴业务,从而获得更持续性的竞争优势。

## 腾讯入股给公司带来的积极影响

公司谈到,腾讯与公司合作有很强的优势互补性:

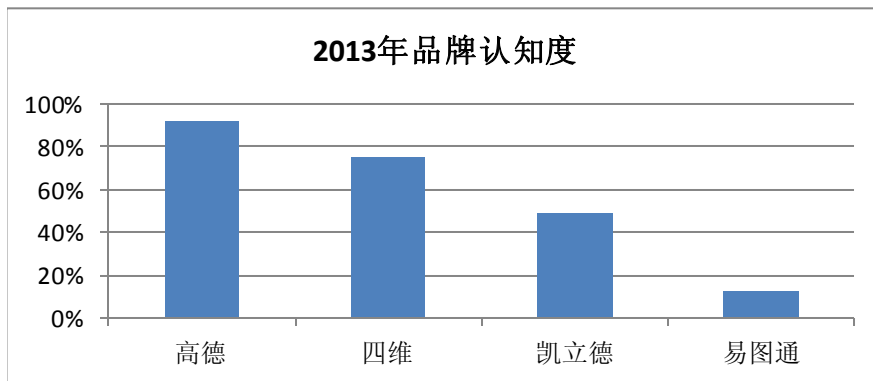
首先可以共同打造下一代智能地图和导航服务;其次可以协同开拓车联网业务的协同开拓;此外还可以一起开发基于位置服务的大数据应用和移动互联网的垂直商业应用。

而这些不仅能够在以下方面给公司的现有业务带来支持,也会给公司未来更多的新兴业务带来发展机会。

第一,腾讯与公司在车联网业务的协同开拓对于保持公司业务的稳定发展十分重要。例如,车载导航产品是公司主要收入来源,2013年占公司2013年收入的52%。虽然公司在这一领域已具有领先的市场竞争优势,如前端车载导航市场份额2013年60%,并拥有业内较强的客户资源,包括大众、宝马、奥迪等,但是未来公司仍会面临较大的挑战。

首先,目前前端导航在中高端汽车应用的扩张空间已经比较有限,未来前端导航市场要更多向中低端汽车扩张,但在这一领域,由移动互联网等第三方公司主导的后端车载导航市场正在快速崛起,它们以费用的低廉(甚至是免费),内容的丰富,较好的用户体验等吸引了更多中低端用户的兴趣,未来也很可能会影响前端车载市场的扩张。

图 1:车载导航品牌知名度



资料来源:民族证券

其次,前端导航市场竞争未来仍存在变局。如公司的竞争对手高德虽然目前市场份额暂时落后于公司,但是在品牌知名度和用户满意度方面却强于公司:艾媒咨询最近发布的《2013-2014 中国车载前装导航市场研究报告》显示,高德以 79.3%在多个车载导航品牌中位居首位,远超四维图新 10 个百分点以上,认知度高达 92.1%,也领先于四维,这主要得益于高德两个方面的努力:高德在手机地图、手机导航等移动业务领域的品牌推广成效显著,目前积累了超过 3 亿的庞大用户基数;高德在后端车载市场也有较强的竞争优势,如为广大车主提供专业的导航服务和增值服务的高德地图导航以 32.6%的市场份额领跑整个手机地图导航市场。未来在前端导航市场更多向移动互联网领域及中低端市场渗透,越来越多的汽车行业客户希望供应商可以帮助他们提升用户体验的情况下,高德由于在终端用户领域积累了较多的经验,必然也能获得更多汽车客户的前端导航市场份额。

而腾讯入股公司后与公司展开的车联网合作将有助于公司弥补业务短板，迎接市场的挑战。

如腾讯具有十分丰富的音乐、游戏、视频等内容资源，公司可以将腾讯的这些内容资源整合进与车商合作前端的车载系统，以丰富车载系统内容，从而可以减轻公司面对互联网厂商竞争的压力；腾讯具有强大的社交工具以及成熟的社交网络，若四维今后将此植入前端车载系统，则该系统对于客户的价值也将更大；腾讯在后端车联网市场上已开始布局，近期路宝就是腾讯发布的第一款车联网硬件产品，若路宝能够获得成功，在未来前端车载市场更多与后端车载市场融合的过程中，公司有了腾讯在后端车联网领域的成功经验作指导，也将在竞争中处于更有利的地位。

第二，腾讯与公司共同打造下一代智能地图和导航服务的努力也有利于为公司的多项业务增强竞争优势。

如动态交通信息服务也是公司的重要业务，2013年收入占比为12%，它的发展依赖高精度的动态地图作为支持。虽然公司凭借在技术和市场的领先优势，依托全国最大浮动车数据平台，在该领域形成了较强的竞争优势，但是面对越来越多的市场竞争者开始更多采用互联网手段完善高精度动态地图，公司原有的市场优势正在被削弱。

如高德地图与新浪微博合作，利用类waze的“众包”模式提供动态导航地图，造福广大出行者，即广大用户通过微博上报各类交通信息，这些用户产生的路况信息聚集在地图上，可以给用户提供更多的出行参考；凯立德也通过与用户的良性互动，以众包形式完成地图数据的收集，从而强化公司在车载后装导航市场的领先优势。

公司借助腾讯具有广泛影响力的用户则可以通过众包模式获得大量用户的地图使用和反馈，从而可以较低成本地创建更为全面、详尽的导航地图数据库，提高地图数据的及时性和准确性。如腾讯路宝用户驾驶过程中的各类路况信息都将实时传到腾讯的大数据平台，由此将完善公司的动态实时交通信息数据库，支持公司高精度地图的制作。而精细化高精度地图不仅有利于强化公司现有的动态交通信息服务优势，还更有利于提升公司在汽车工业前沿领域的优势，从而为更多的新业务领域开拓创造条件。如电动车能源管控的核心在于高精度地图和动态的交通信息，即车辆前方是否拥堵，前方路况是否爬坡等，有了这些信息，汽车才可以精确算出一定的电量能跑多少公里；有了精细化高精度地图的导航，智能汽车的传感器才可以更好地驱动汽车安全实现自动驾驶。这些对于这些将大幅提升公司在电动汽车和智能汽车产业领域的优势。

第三，腾讯还可以助力公司开发基于位置服务的大数据应用和移动互联网的垂直商业应用。地图作为移动互联网的核心入口价值已经获得市场的认同。公司拥有地图方面的技术及资源优势，但却缺少移动互联网经验及相关的线下资源，而腾讯作为互联网巨头，在移动互联网O2O运作方面有着丰富的经验，公司与腾讯的合作强化将有利于加快这方面的业务扩展。

如公司在室内地图导航领域有了较强的技术优势，但是室内导航若不与商业相结合，不能为参与方创造收入或盈利，室内导航的市场空间就会十分有限，而这也会进一步制约室内地图技术的发展。若公司的室内导航技术能够与腾讯的移动互联网商务平台，如微信相结合，则借助腾讯强大的社交网络、商家和用户数量资源，则公司室内导航技术就比较容易找到商业变现的途径。如用户可以通过室内导航查找附近好友和感兴趣的商铺，或获得近处商家的优惠券、广告等，由此产生消费收入，而更重要的还在于，大规模用户参与形成的室内消费的地理数据也会产生较大的价值，它一方面可以丰富公司的室内地图，另一方面也增加了公司地图的广告价值，这都会让公司明显获益。

## 公司转型的挑战

尽管腾讯入股公司增强了公司经营战略转型的胜数，但是这种战略转型的实现仍会面临较多的挑战。

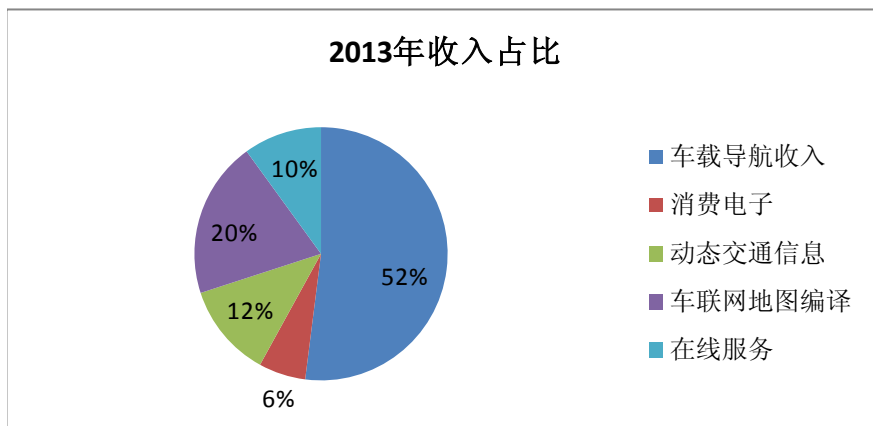
第一，公司传统做B端的业务，近年来迫于竞争压力，一直都在谋划向C端的扩张，但是公司以下两方面的经营惯性和特质不利于公司的转型，如公司大股东：中国四维，带有纯正的测绘基因，公司也因此继承了保守的测绘基因，不大适应移动互联网时代开放、灵活的经营模式；公司在B端业务中形成了较为固定的经营思维模

式，如获取客户资源更多通过项目公关，这也使得公司近年来多次进军 C 端服务领域都受挫。如去年公司推出的移动互联网应用服务平台“就近儿”以及子公司世纪高通开发的“轻松打车”App 在市场都反响平淡。虽然公司今年以来加快了转型的力度，如组建了包括车联网中心、新业务中心在内的多个业务单元以更好地支持新业务发展，但在市场化机制运行方面远落后于竞争对手高德，近期引入战略性股东：腾讯虽然有利于增强公司未来经营变革的动力，但是否能根本改变公司惯有的经营文化以适应业务转型的需要仍具有较大不确定性。

第二，公司是否能借助腾讯弥补业务短板，完成经营的转型也存在不确定性。

如公司是否能获得基于位置的大数据应用和移动互联网的垂直商业应用的优势，较大程度上取决于公司地图在移动互联网入口的价值大小，而目前高德导航和百度地图已成为国内最强势的导航和地图入口，并已经围绕这个入口构建了完整的移动智能生活综合服务体系，腾讯在落后，且过去没有成功运营地图的经验上，如何能够快速提高地图入口的价值，实现快速赶超仍是艰巨的任务；公司在车联网的多个领域已经明显落后于竞争对手，以动态交通信息服务为例，截止 2013 年底，公司只能在 30 个左右的城市提供服务，而高德交通覆盖含北上广深在内的 61 个城市，而且更明显的优势还在于高德有着更为开放的地图平台战略，如公司现在拥有两亿多众包用户，可以帮助公司完成中国主要城市的动态交通信息路况报告，公司还拥有业内占有率最高、覆盖开发平台最广、功能最齐全的地图云服务平台，可以向 30 万开发者开放可兼容全平台的地图 API 服务，这不仅帮助用户实现了功能丰富的个性化地图应用，还更多完善了公司地图的功能，增加了公司地图数据的价值。

图 2:2013 年收入占比



资料来源：民族证券

虽然腾讯入股后，公司将会借助腾讯的资源加快这方面的业务扩张，但面对高德领先的市场优势，公司未来几年的经营转型仍会面临较大挑战。

因此，虽然由于来自消费电子的收入对业绩的冲击大大减弱，以及宝马、奥迪等新增客户带来的新增车载导航产品收入，今年公司收入有望实现 25% 左右的增长，但就中长期来看，市场竞争加剧导致的车载导航产品收入增速的减缓，以及动态交通信息服务、动态在线服务等在业务转型期的增长不及预期，公司未来业绩能否实现维持较高增长仍有不确定性。目前，公司 2014 年的估值在 80 倍左右，给予中性评级。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	213,359	213,253	221,594	256,64	<b>营业收入</b>	773	881	1,101	1,365
现金	184,971	176,458	216,172	211,77	营业成本	5,340	6,550	7,855	9,244
应收账款	22,017	23,893	-1,225	29,334	营业税金及	1,545	1,331	1,663	2,063
其它应收款	2,422	3,182	3,823	4,863	营业费用	57	93	84	104
预付账款	1,108	2,281	1,003	3,070	管理费用	484	590	683	819
存货	828	3,157	-2,461	3,324	财务费用	-59	-36	-63	-70
其他	2,014	4,281	4,281	4,281	资产减值损	32	7	0	0
<b>非流动资产</b>	55,759	73,890	66,699	59,507	公允价值变	0	0	0	0
长期投资	4,839	5,086	5,086	5,086	投资净收益	9	18	0	0
固定资产	10,935	12,009	9,543	6,774	<b>营业利润</b>	135	47	193	258
无形资产	10,042	12,769	25,488	21,571	营业外收支	66	74	0	0
其他	29,943	44,026	26,581	26,077					
<b>资产总计</b>	269,119	287,143	288,292	316,15	<b>利润总额</b>	201	121	193	258
<b>流动负债</b>	17,632	26,485	15,816	27,850	所得税	45	-7	19	26
短期借款	0	4,209	0	0	<b>净利润</b>	156	128	173	232
应付账款	6,619	8,095	3,562	10,892	少数股东损	12	23	31	42
其他	11,013	14,181	12,254	16,957	<b>归属母公司</b>	144	105	142	191
<b>非流动负债</b>	2,571	2,126	2,126	2,126	EBITDA	268	258	202	260
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.15	0.21	0.28
其他	2,571	2,126	2,126	2,126	<b>主要财务比</b>				
<b>负债合计</b>	20,203	28,611	17,942	29,975	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	11,604	17,551	20,655	24,812	<b>成长能力</b>				
股本	57,633	69,160	69,160	69,160	营业收入	-10.8%	13.9%	25%	24.00%
资本公积金	114,658	101,374	101,374	101,374	营业利润	-54.8%	-64.92%	307.35%	33.92%
留存收益	65,021	70,447	79,161	90,832	归属母公司	-48.85%	-26.83%	35.16%	33.92%
归属母公司股东权益	237,312	240,981	249,695	261,366	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	269,119	287,143	288,292	316,154	毛利率	84.9%	79.0%	82.9%	82.9%
<b>现金流量表</b>					净利率	20.1%	14.6%	15.7%	17.0%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.1%	4.4%	5.7%	7.3%
<b>经营活动现金流</b>	108	942	443	1156	ROIC	14.4%	4.4%	13.4%	30.7%
净利润	156	475	594	782	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	12,534	17,329	7,191	7,191	资产负债率	7.51%	9.96%	6.22%	9.48%
财务费用	-3,638	-2,345	-6,268	-6,954	净负债比率		0	0	0
投资损失 (收益前加-号)	3,237	668	0	0	流动比率	12.10	8.05	14.01	9.22
营运资金净变动 (增加为负)	10,636	3,871	-24,694	27,681	速动比率	11.94	7.77	13.90	8.94
其它	-22,817	-19,055	23,620	-27,545	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	6,676	-22,947	0	0	总资产周转	0.29	0.31	0.38	0.43
资本支出	21,449	33,049	0	0	应收帐款周转	3.51	3.69	-89.91	4.65
长期投资	45,040	72,022	0	0	存货周转率	14.14	5.85	-7.64	7.01
其他	-59,814	-128,018	0	0	<b>每股指标</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-6,269	-2,859	-3,462	-440	每股收益	0.21	0.15	0.21	0.28
短期借款	0	4,209	-4,209	0	每股经营现金	0.16	0.27	0.62	-0.06
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.43	3.48	3.61	3.78
普通股增加	11,527	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-9,606	-13,284	0	0	P/E	80.67	110.25	81.57	60.91

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)