

四维图新稳步复苏 期待业务转型加快

投资要点：

- 公司上半年实现营业收入45,142.22万元，比去年同期增长27.38%，营业利润3,634.51万元、归属于母公司所有者的净利润5,865.83万元，分别比去年同期增长141.76%和25.25%。这表明公司自去年下半年以来业绩呈现好转的态势后，今年以来业绩增速出现了更为明显的上升趋势，业绩增长的原因包括：占公司收入近6成的车载导航电子地图收入实现大幅增长；公司产品生产与经营管理效率提高使得公司管理费用率降低；公司车联网业务有了较大进展。
- 公司今年在车联网、地理信息服务领域的高度投入在丰富公司业务层次的同时，也将加速公司多元化盈利模式的形成，摆脱过于依赖传统前端车载导航业务的尴尬。我们也期望，今后公司能够依托大股东：中国航天科技集团公司国企改革释放的更多集团资源，借助腾讯更多互联网资源的优势，加快自身经营活力的释放，尽快形成适合互联网时代的盈利模式，虽然公司目前估值偏高，但仍可以关注。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	773	881	1,110	1,410
增长率(%)	-10.86%	13.96%	26.00%	27.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	143.95	105.33	129.00	152.78
增长率(%)	-48.85%	-26.83%	22.48%	18.43%
毛利率%	84.86%	79.03%	81.00%	82.50%
净资产收益率(%)	6.07%	4.37%	5.18%	5.92%
EPS(元)	0.21	0.15	0.19	0.22
P/E(倍)	80.52	110.05	89.85	75.87
P/B(倍)	4.88	4.81	4.66	4.49

数据来源：民族证券

四维图新 (002405.SZ)

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：	增持
跟踪评级：	上调
目标价格：	25

市场数据

市价(元)	19.4
上市的流通 A 股(亿股)	6.46
总股本(亿股)	6.92
52 周股价最高最低(元)	19.4-10.9
上证指数/深证成指	2240.81/ 8059.4
2013 年股息率	0%

52 周相对市场改变

13-12 14-2 14-4 14-6 14-8

相关研究

正文目录

四维图新走出业绩低谷	3
公司长期核心竞争力进一步提高	3
财务预测.....	5

图表目录

表 1: 公司业绩	3
-----------------	---

事件：

公司上半年实现营业收入 45,142.22 万元，比去年同期增长 27.38%，营业利润 3,634.51 万元、归属于母公司所有者的净利润 5,865.83 万元，分别比去年同期增长 141.76%和 25.25%。

四维图新走出业绩低谷

公司自去年下半年以来业绩呈现好转的态势后，今年以来业绩增速出现了更为明显的上升趋势，促进公司业绩好转的因素包括以下方面。

第一，占公司收入公司近 6 成的车载导航电子地图收入实现大幅增长。该部分上半年实现收入 2.7 亿元，同比增长 34%，而去年同期是-32%，收入增长的主要原因一方面系欧美汽车行业客户销售增长，如今年上半年，欧美系乘用车，包括大众、通用、宝马等销售在市场中领跑，由此带动了公司导航电子地图业务恢复性的增长，另一方面伴随着诺基亚中国区智能手机销量的持续下滑，公司消费电子领域的收入也不断下降（2013 年仅占公司收入 6%），它对于公司整体业绩影响也减弱。

表 1： 公司业绩

类别	收入增速	成本增速	毛利率	比上年同期增减
公司收入	27.4	7.7	83	3.06
分产品：导航电子地图	33.8	-13.1	87.6	6.71
综合地理信息服务	18.6	34	76.5	-2.7

资料来源：公司公告

第二，公司同期毛利率水平的提高，如毛利率从 2013 年上半年的 80.17%上升至 83.24%。而其中车载导航电子地图业务毛利率增长更快，从去年同期的 80.79%上升至 87.6%，毛利率水平提高主要系同期业务成本增速的明显放缓，如车载导航电子地图业务成本上半年增速只有-13.2%，去年同期则是 41.6%。而这很可能是由于公司产品的规模效应导致销售收入大幅增长的同时，单位产品的成本降低。

第三，虽然同期公司的销售费用率也有所上升，从去年同期的 8.3%上升至今年的 9.2%，但是占公司收入大部分的管理费用却从去年同期的 72.9%下降至今年的 70.2%。而这无疑于公司产品生产与经营管理效率提高有关，如同期公司的流动资产与固定资产周转率都相对于去年好转，分别从去年的 0.17, 3.06 上升至今年的 0.21, 3.76。

公司也因此预期今年 1-3 季度，归属于上市公司股东的净利润增长 10%-40%，取中值则同比增长为 25%，继续保持了平稳增长的态势。

公司长期核心竞争力进一步提高

今年上半年除了业绩增长有亮点外，还致力于通过多种手段丰富公司地图的数据和种类，强化公司在地图数据领域的核心竞争力，如报告期内，公司融合股东：腾讯公司的互联网资源，通过采用腾讯大量用户的动态数据及反馈信息，获得了与地理位置相关的更多大数据；公司还成功开展了门址采集众包业务，通过“地图寻宝”活动获得了全国大量门址众包数据，并将众包这一互联网采集新模式成功地纳入到公司的数据采集体系中，以实现对于地图数据更及时的更新，如目前四维图新成为腾讯地图数据提供商后，从4月开始已经可以实现按周更新；公司还加快开拓室内地图，如公司已经拥有了国内一线城市的机场、车站、大型购物中心的室内地图，并已成功发布了Android版本的“趣逛地图”室内导航软件，以为用户提供室内环境的全方位导航与位置服务，近期的例子有：公司室内地图导航SDK已应用于中航信“航旅纵横”，开启“航旅纵横”离线与在线相结合的地图应用模式，公司与新燕莎Mall联手开发了“新燕莎Mall”App手机应用软件以为用户提供购物、导航服务等。

而有了丰富的地图信息和数据作为支撑，公司也就可以开拓更多商业化应用。如车联网领域，公司通过多

年对Telematics的潜心研发，目前已开发出适合中国车主的Telematics服务平台，并已经或即将为宝马、丰田、奥迪、大众、沃尔沃、长城等国内外主流车厂提供车联网服务。如今年6、7月，公司先后与马自达与大众联合推出车联网服务。

其中，大众的服务内容包括：公司作为大众车联网产品的开发者，首次为大众车载前装终端提供在线检索POI服务，而为了加强POI的丰富性，车主还可以将(四维图新)趣驾和百度地图(里搜索到的)的POI发送到车机供参考使用；四维图新在大众车联网系统中整合了车机及手机端数字地图、在线停车场、实时交通、路况看板、新闻、天气等诸多分类信息；四维图新还为大众车联网产品开发了与车机同步的手机端App，可实现远程控制车辆、目的地检索和分享、约见好友、建立大众车主通讯录、搜索经销商、组织活动和个性化设置等七大功能；公司作为大众车联网服务的运维提供商，还为该项目提供业务整体运行质量监控、呼叫中心质量管理、经销商支持、用户管理、业务创新等一系列服务。

而通过与这些厂商的车联网合作，公司正在将更多后端车联网的技术和功能，如丰富的信息和服务等，融入更重视安全性能的前端车载系统中，以弥补目前前端车联网系统用户体验不好的短板，全面满足车厂和车主在出行前、出行中、出行后的需求。

再如，公司还积极整合地图数据，开发基于位置服务的大数据垂直商业应用，以实现地理信息内容与商业智能服务的结合与商用。如今年6月，公司新推出了地理信息智能管理可视化方案(Map-BI)。方案形成的主要内容包括：公司首先整合自身积累的基础地理信息数据、POI数据、动态交通数据，以及政府机构、市场调研公司、和企业的销售数据，然后公司再利用各类信息工具对数据进行处理，并将形成的不同信息叠加在地图上，使得所有相关联的信息都能通过统一的地图视角进行地理分析和展示，这样企业就可以利用地图的可视化分析方法和直观显示，实现精准、高效、可视化的消费者分析与市场、渠道管理。

以上方面的高度投入在丰富公司业务层次的同时，也将加速公司多元化盈利模式的形成，摆脱过于依赖传统前端车载导航业务的尴尬。如公司的综合地理信息服务收入（包括动态交通信息、车联网及地图编译服务、在线服务及行业应用）占比已经从2013年底已经上升至41.7%，今年上半年虽然由于去年高增长基数的原因有所放缓，但仍保持着18.6%的平稳增长。我们也期望，今后公司能够依托大股东：中国航天科技集团公司国企改革释放的更多集团资源，借助腾讯更多互联网资源的优势，加快自身经营活力的释放，尽快形成适合互联网时代的盈利模式。

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
流动资产	213,359	213,253	220,630	241,437	营业收入	773	881	1,110	1,410
现金	184,971	176,458	180,000	190,000	营业成本	117	185	211	247
应收账款	22,017	23,893	33,953	39,512	营业税金及附	15	13	17	21
其它应收款	2,422	3,182	3,879	5,089	营业费用	57	93	105	127
预付账款	1,108	2,281	1,404	2,907	管理费用	484	590	747	953
存货	828	3,157	1,393	3,930	财务费用	-59	-36	-54	-51
其他	2,014	4,281	0	0	资产减值损失	32	7	-1	0
非流动资产	55,759	73,890	81,543	99,582	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	4,839	5,086	5,086	5,086	投资净收益	9	18	5	5
固定资产	10,935	12,009	6,841	1,301	营业利润	135	47	94	118
无形资产	10,042	12,769	34,488	38,571	营业外收支	66	74	80	88
其他	29,943	44,026	35,128	54,624					
资产总计	269,119	287,143	302,173	341,019	利润总额	201	121	174	206
流动负债	17,632	26,485	24,686	29,690	所得税	45	-7	17	20
短期借款	0	4,209	4,209	4,209	净利润	156	128	157	186
应付账款	6,619	8,095	8,705	10,946	少数股东损益	12	23	28	33
其他	11,013	14,181	11,772	14,534	归属母公司净	144	105	129	153
非流动负债	2,571	2,126	2,126	2,126	EBITDA	268	258	230	274
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.15	0.19	0.22
其他	2,571	2,126	2,126	2,126	主要财务比				
负债合计	20,203	28,611	26,812	31,816	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	11,604	17,551	20,364	23,695	成长能力				
股本	57,633	69,160	69,160	69,160	营业收入	-10.86%	13.96%	26.00%	27.00%
资本公积金	114,658	101,374	101,374	101,374	营业利润	-54.84%	-64.92%	98.81%	25.71%
留存收益	58,797	65,021	70,447	78,344	归属母公司净	-48.85%	-26.83%	22.48%	18.43%
归属母公司股东权益	237,312	240,981	248,878	258,230	获利能力				
负债和股东权益	269,119	287,143	296,054	313,741	毛利率	84.9%	79.0%	81.0%	82.5%
现金流量表					净利率	20.1%	14.6%	14.2%	13.2%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.1%	4.4%	5.2%	5.9%
经营活动现金流	108	190	79	112	ROIC	14.4%	4.4%	3.2%	6.4%
净利润	156	128	157	186	偿债能力				
折旧摊销	12,534	17,329	10,961	11,961	资产负债率	7.51%	9.96%	8.87%	9.33%
财务费用	-3,638	-2,345	-5,351	-5,134	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	3,237	668	-67	0	流动比率	12.10	8.05	8.94	8.13
营运资金净变动(增加为负)	10,636	3,871	5,863	6,103	速动比率	11.94	7.77	8.88	8.00
其它	-22,817	-19,460	-11,484	-13,004	营运能力				
投资活动现金流	67	-229	-180	-21	总资产周转率	0.29	0.31	0.37	0.41
资本支出	21,449	33,049	9,000	9,000	应收帐款周转	3.51	3.69	3.27	3.57
长期投资	45,040	72,022	0	0	存货周转率	14.14	5.85	15.14	6.28
其他	-66,423	-105,300	-9,180	-9,021	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-63	-29	54	-8	每股收益	0.21	0.15	0.19	0.22
短期借款	0	4,209	0	0	每股经营现金	0.16	0.27	0.11	0.16
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.43	3.48	3.60	3.73
普通股增加	9,606	11,527	0	0	估值比率				
资本公积增加	-9,606	-13,284	0	0	P/E	80.52	110.05	89.85	75.87
其他	-63	-2,481	54	-8	P/B	4.88	4.81	4.66	4.49
现金净增加额	112	-68	-47	83	EV/EBITDA	29.65	38.95	43.72	36.42

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 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)