

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

## 看好公司与腾讯的强强联合

### ——四维图新(002405) 季报点评

## 证券研究报告-公司点评

## 增持(维持)

发布日期: 2014年10月28日

### 报告关键要素:

在股权转让完成后,腾讯与公司进行了强强联合,近期已经推出WeDrive车载互联网整体解决方案趣驾,标志着双方在车联网领域合作的落地。作为一家深植于汽车工业的图商,公司将长期受益于汽车工业的进步和车联网的发展。预计14-15年公司EPS为0.21元、0.26元,按27日收盘价22.5元计算,对应PE为105.02倍、86.61倍。考虑到腾讯入股后将给公司带来更多的互联基因和业务资源,我们看好公司长期发展,并维持对公司“增持”的投资评级。

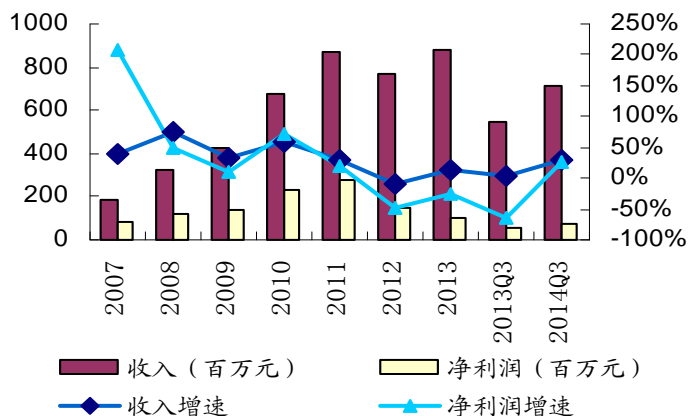
### 事件:

- 公司公布了2014年三季报、全年的业绩预告和对中寰卫星的增资事宜。2014年前三季度公司实现销售收入7.15亿元,同比增长30.98%,实现营业利润4501万元,同比增长110.29%,实现净利润7178万元,同比增长25.6%,每股收益为0.26元。公司2014年预计实现净利润11585.92万元-14745.71万元,同比增长10%-40%。同时,公司拟用自有资金向中寰卫星增资1020万元,增资完成后持股比例不变。

### 点评:

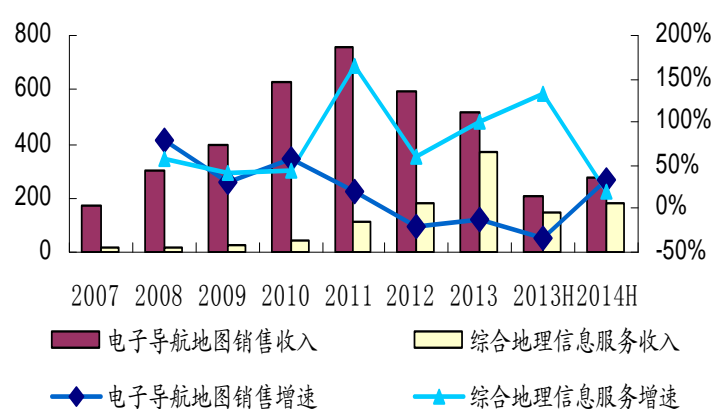
- 公司收入增速加快,后续受益于行业景气度回升。2014年前三季度公司实现销售收入7.15亿元,同比增速30.98%,较半年报增长了3.6个百分点。受到欧美系汽车销量和装载量提升双重因素的影响,2014年上半年,公司导航电子地图业务实现了34%的高增速。全年来看,公司业绩将持续受益于车载导航电子地图收入的大幅增长。考虑到中国前装车载导航装配率仅为11%,与国外市场的差距比较大,未来装载率的提升仍然是车载导航业务增长的主要驱动力。

图 1: 2006-2014Q3 公司销售收入及其增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 2012-2014Q3 公司累计新增订单及其增速



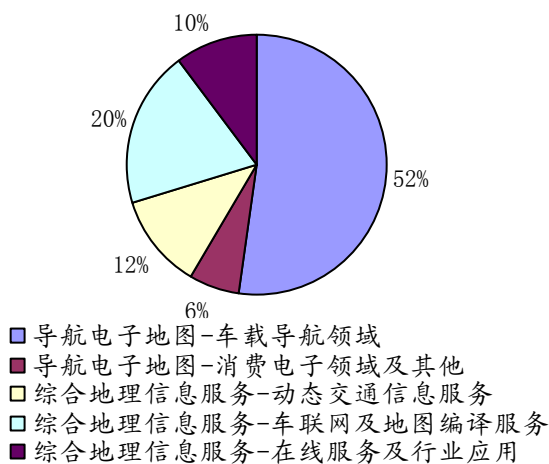
资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- 强强联手后,腾讯的催化效应逐步显现。5月腾讯11.73亿元入股公司并成为公司的第二大股东;

8月份腾讯已经有两名代表入驻公司董事会；9月，公司召开产品发布会，与腾讯共同推出了车载互联网整体解决方案趣驾 WeDrive。WeDrive 整合了腾讯车载 QQ、QQ 音乐、腾讯新闻、大众点评、自选股、腾讯看比赛和公司的趣驾导航、趣驾 T 服务等产品，可以实现用微信查询车况、远程控制、send to car 等功能，并可以提供语音控制服务。WeDrive 集两家之所长，不但丰富了公司在车联网的内容和服务，也有助于提升公司的数据资源，其诞生标志着双方在车联网领域合作的落地。

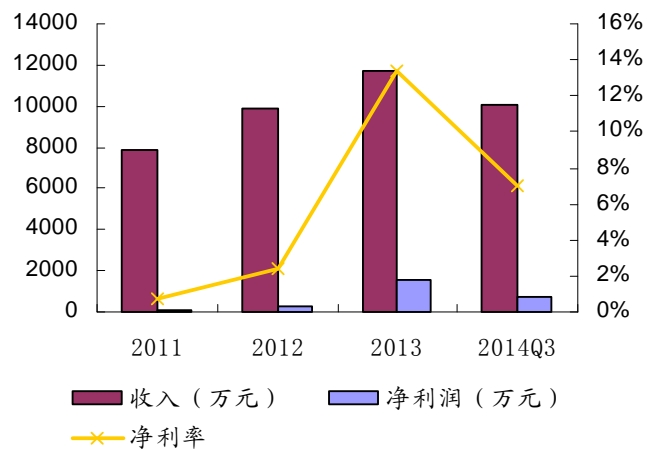
公司车联网应用主要分为商用车和乘用车两个领域。其中在乘用车领域公司已经与奥迪、宝马、大众、丰田、长城、沃尔沃、马自达等多家车商合作，在国内企业中具有领先优势。2013年，公司车联网及地图编译服务占比20%，是公司目前最具有发展潜力的业务。

图 3：2013 年公司收入结构



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 4：2011-2014Q3 中寰卫星收入及盈利情况



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **公司增资中寰卫星，扩展向驾培等新领域的应用。**公司与大股东将向共同持股的子公司中寰卫星进行等比例增资，其中公司增资 1020 万元，增资后公司的持股比例仍为 51%。目前中寰卫星的主要业务涉及商用车联网的诸多领域，包括两客一危、大型物流车等的导航终端的销售和监控服务，驾培、工程机械等的管理和服务，冷链物流服务等，业务涉及政府监管、行业管理以及其他新兴的业务领域。中寰卫星业务目前已经覆盖了内蒙、山西、陕西等十多个省、自治区，覆盖车辆约有十余万，业务排名位居国内前 2 位，优势较为明显。考虑到中寰卫星设备多采用收取一次性安装费用和持续性运营费用的方式，后期原有设备的运营将给公司带来可观的收入和盈利能力的提升。从中寰卫星 2011 年以来的财务数据可以看到，其在 2011-2013 年的净利率分别为 0.7%、2.4%、13.4%，盈利改善迹象明显。

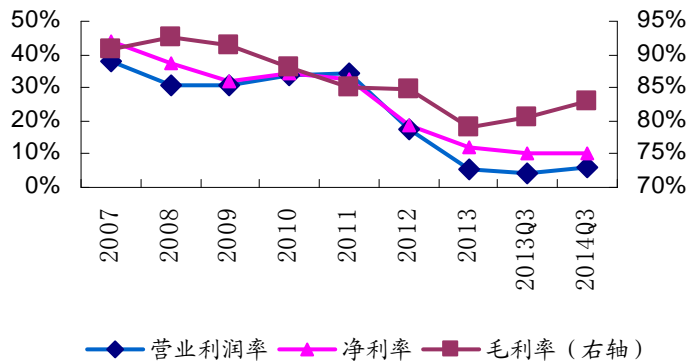
此次增资将有助于中寰卫星扩展产品在驾培市场等新兴业务领域的应用。根据此前对公司调研时了解的情况，公司的驾培业务主要用于满足交管局对减少马路杀手和学员对减少驾校学时扣的需要。公司在驾校车辆上加装可以进行指纹和瞳孔识别的终端，来记录学员课时的完成情况，并向学员收取一定费用（约 50-60 元/人）来回收终端成本并获得收益。而 13 年公司就已经在该业务上获得了 50 万客户，创造了约 2500 万元的收入。按照全国 289 个地级市年培训 2228 万学员计算，驾培领域市场空间高达 11 亿元/年。

- **互联网巨头抢夺资源，图商市场格局多变。**7 月阿里全资收购了高德并完成了对高德的私有化，之后高德出现了较大的人事变动，并宣布将不再致力于 O2O，而是专注做好地图导航产品，暂时不考

虑商业化。至此高德的战略布局再次发生了巨大的变化，后续或将与公司有更多的正面竞争。同时，10月小米以8400万元投资新三板公司凯立德后，也将为图商的竞争格局带来变化。

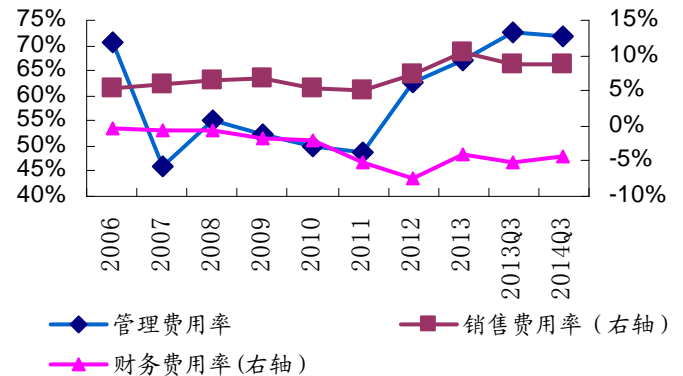
- **公司业绩弹性大，除去非经常因素，全年盈利能力将获得改善。**2014年前三季度，公司毛利率、营业利润率、净利率分别为83.1%、6.3%、10%，分别较上年提升2.5、2.4、-0.5个百分点，同时公司管理费用率亦较上年下滑了1.1个百分点。公司电子导航地图业务的规模效应强，在收入加速增长的同时，公司在地图内容更新方面花费的沉默成本（成本和管理费用中体现）相对刚性，给业绩带来较大的弹性。但是受到2013年1季度公司一笔所得税优惠计入方式的影响，净利率出现了程度的下滑，全年来看这一非经常性因素的影响在逐步淡化。

图 5：2006-2014Q3 公司盈利能力



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 6：2006-2014H 公司费用情况



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **盈利预测与投资建议：**预计14-15年公司EPS为0.21元、0.26元，按27日收盘价22.5元计算，对应PE为105.02倍、86.61倍。考虑到腾讯入股后将给公司带来更多的互联基因和业务资源，我们看好公司长期发展，并维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**前装车载导航装机率不及预期；移动互联网的发展冲击车载导航应用量；BAT竞争格局的重分化。

盈利预测

	2012	2013	2014E	2015E
营业收入 (亿元)	7.73	8.81	11.15	14.54
增长比率 (%)	-10.86%	13.96%	26.57%	30.39%
净利润 (亿元)	1.44	1.05	1.48	1.80
增长比率 (%)	-48.85%	-26.83%	40.67%	21.27%
每股收益 (元)	0.21	0.15	0.21	0.26
市盈率 (倍)	108.10	147.74	105.02	86.61

市场数据 (2014年10月27日)

收盘价 (元)	22.50
一年内最高/最低 (元)	26.98/10.78
沪深300指数	2368.83
市净率 (倍)	6.46
流通市值 (亿元)	145.27

基础数据 (2014年9月30日)

每股净资产 (元)	3.50
每股经营现金流 (元)	0.16
毛利率 (%)	83.10
净资产收益率 (%)	2.97
资产负债率 (%)	14.48
总股本/流通股 (万股)	69159/64563
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。