

四维图新 车联网先锋

我们看好四维图新车联网业务的发展

我们看好公司车联网业务的发展，我们认为四维图新正在从一家地图数据销售商逐步转型成为国内领先的车联网产品、平台和服务提供商。我们认为公司通过与腾讯的合作和加大自主产品研发，有望抓住车联网市场快速增长的机遇。四维的商业模式有望从 2B 向 2C 方向转变。

携手腾讯，趣驾业务未来前景可期

世界互联网大会，腾讯提出专注于通讯和社交应用上，力图实现人、设备、服务的互联互通。其中腾讯同四维图新合作开发的趣驾业务将连接“人”、“车”、“路”，是腾讯物联网战略的重要环节。未来两家公司有望进一步加大趣驾业务的投入，将其打造成为中国车联网领域的领先平台。

预计车联网业务未来 3 年收入快速增长

我们预计公司包含车联网业务在内的综合地理信息服务业务有望在 2014-2016 年实现快速增长，我们估算公司 2014-2016 年该业务收入分别为 5.4 亿元，7.8 亿元和 10.2 亿元，其中车联网业务 2014-2016 年收入预计分别为 2.6 亿元，4.0 亿元和 5.5 亿元，同比增长分别为 50%/55%/37%，占公司总收入的比重将从 2013 年的 19.5% 上升至 2016 年的 32%。

估值：上调盈利预测和目标价，上调评级至买入

考虑到公司车联网业务产品和客户基础都在得到迅速提升，业务变现能力有望进一步增强，驱动公司整体盈利向好，我们上调 EPS 分别至 0.28 元/0.42 元/0.59 元，原来预测为 0.28 元/0.36 元/0.50 元，同时上调了公司车联网业务长期收入和盈利增速假设。我们 27.3 元的目标价是基于瑞银 VCAM 工具（WACC=7.9%）进行现金流贴现得出的（原来目标价为 20 元）。我们的目标价对应 2015 年 65 倍 PE。

Equities

中国
软件业

12 个月评级 **买入**
之前：中性

12 个月目标价 **Rmb27.30**
之前：Rmb20.00

股价 **Rmb23.71**

路透代码：002405.SZ 彭博代码 002405 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb25.90-11.08		
市值	Rmb16.4 十亿/US\$2.67 十亿		
已发行股本	692 百万 (ORDA)		
流通股比例	60%		
日均成交量(千股)	23,766		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb532.1		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb2.57 十亿		
市净率 (12/14E)	6.4x		
净债务 / EBITDA	NM		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	0.28	0.28	0.00
12/15E	0.36	0.42	17.37
12/16E	0.50	0.59	18.52

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	867	864	881	1,099	1,402	1,707	2,028	2,306
息税前利润(UBS)	254	53	(7)	57	188	333	491	645
净利润 (UBS)	281	140	105	193	291	407	553	698
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.41	0.20	0.15	0.28	0.42	0.59	0.80	1.01
每股股息 (Rmb)	0.17	0.07	0.05	0.06	0.08	0.12	0.16	0.29
现金 / (净债务)	2,073	1,955	1,795	1,916	2,128	2,431	2,868	3,414
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	29.3	6.2	-0.8	5.2	13.4	19.5	24.2	28.0
ROIC (EBIT) (%)	147.1	14.4	(1.1)	7.5	22.8	37.2	50.4	60.8
EV/EBITDA(core)x	37.8	33.1	43.0	90.0	42.6	28.0	19.7	15.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	52.0	57.5	84.4	85.1	56.4	40.3	29.7	23.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.3	1.4	(0.1)	0.6	1.2	1.7	2.6	3.9
净股息收益率(%)	0.8	0.6	0.4	0.2	0.4	0.5	0.7	1.2

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 11 月 25 日 19 时 56 分的股价(Rmb23.71)得出；

投资主题

四维图新

投资理由

我们看好公司的车联网业务的发展，我们认为四维图新正在从一家地图数据销售商逐步转型成为国内领先的车联网产品、平台和服务提供商。我们认为公司通过和腾讯的合作和加大自主产品的研发，有望抓住车联网市场快速增长的机遇。四维的商业模式有望从 2B 向 2C 方向转变。我们预计公司 2014-2016 年收入分别为 11 亿元/14 亿元/17 亿元，每股收益分别为 0.28 元/0.42 元/0.59 元，未来三年的复合增速达 57%。我们的盈利预测高于市场一致预期。这主要是因为我们认为引入战略投资者后公司的车联网产品研发能力将得到加强，同时车联网的变现能力也将大大提高，因此公司的收入增长和盈利能力均有望超过市场预期。我们 27.3 元人民币的目标价对应公司 2015 年 60 倍 PE，上调评级至买入。

乐观情景

在乐观情景下，我们假设公司的车联网业务收入增速超过我们预期，14/15/16 年车联网收入分别达到 2.8 亿元/4.7 亿元/6.8 亿元，则预计公司 14/15/16 年 EPS 为 0.31/0.49/0.73 元，每股估值 30.8 元，较我们基准假设下的目标价高 13%。

悲观情景

在悲观情景下，我们假设公司的车联网业务收入增速低于预期，14/15/16 年车联网收入分别达到 2.3 亿元/3.2 亿元/4.3 亿元，则我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.25/0.36/0.48 元，每股估值 23.7 元，较我们基准假设下的目标价低 15%。

近期催化剂

车联网新产品市场获得重要车厂的订单

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb27.30

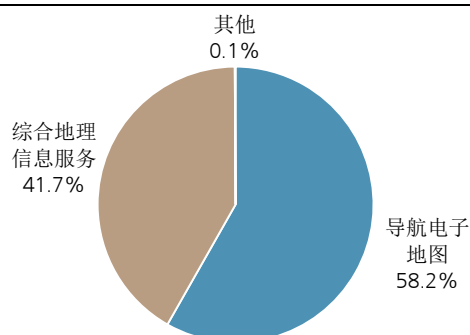
公司简介

四维图新是国内领先的导航地图和动态交通信息服务提供商，致力于为主流汽车制造厂商、手机生产商、便携导航设备厂商、移动通信服务商和互联网平台提供专业化、高品质的导航电子地图产品和服务。

行业展望

2013 年中国移动互联网网民已达 5 亿，地图作为移动互联网重要服务载体，未来的变现模式有望不断显现。我们认为以地图为基础的车联网服务市场正处于市场导入期，未来行业的发展空间较大。

2013 产品收入分拆(%)



来源：公司数据

各产品毛利（百万人民币）

(unit m)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
导航电子地图业务	515	425	462	532	586
综合地理信息服务业务	193	291	473	701	941
其他业务	(10)	(20)	1	1	1
合计	698	696	935	1,233	1,528

来源：公司数据，瑞银证券估算

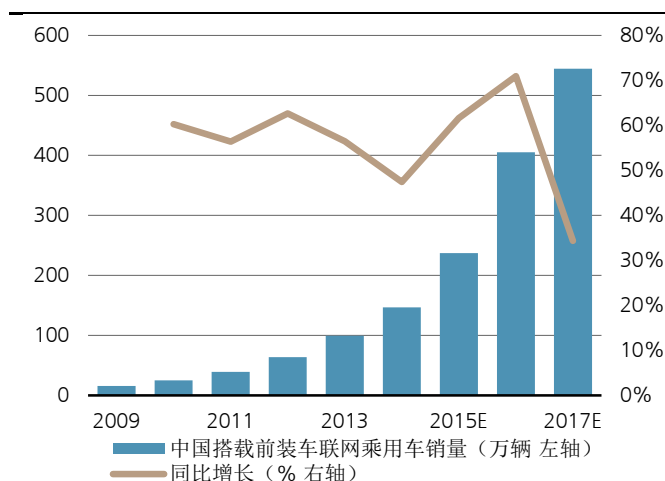
我们看好四维图新车联网业务的发展

我们看好公司车联网业务的发展，我们认为四维图新正在从一家地图数据销售商逐步转型成为国内领先的车联网产品、平台和服务提供商。我们认为公司通过和腾讯的合作和加大自主产品的研发，有望抓住车联网市场快速增长的机遇。四维的商业模式有望从 2B 向 2C 方向转变。

车联网市场空间极大

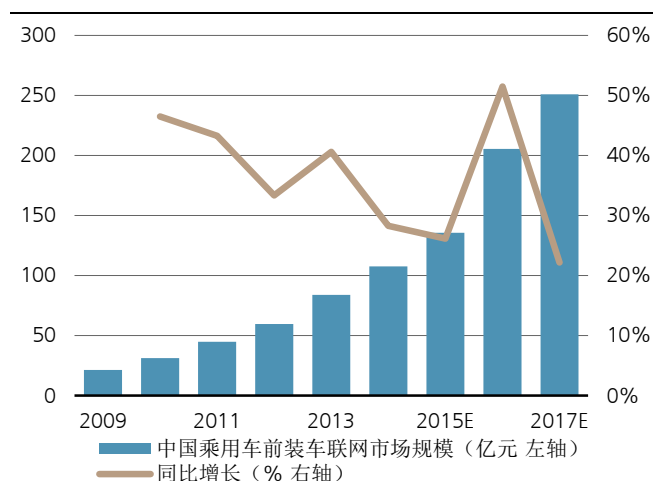
过去十年，我国汽车保有量增长显著，车主的车联网服务需求也正在快速提升。根据艾瑞咨询数据显示：2013 年中国搭载前装车联网乘用车销量达到 99.5 万辆，预计 2014 年将达到 146.7 万辆，增幅达 47%，预计 2014 年至 2017 年的年复合增速将达 55%；2013 年中国乘用车前装车联网市场规模为 83.8 亿元，同比增长 41%，2014 年有望达到 107.5 亿元，增幅 28%，预计 2017 年中国前装车联网市场规模将达到 250.9 亿元，2014 年至 2017 年的年复合增速为 33%。

图表 1: 搭载前装车联网乘用车的销量



来源: 艾瑞咨询

图表 2: 中国乘用车前装车联网市场规模



来源: 艾瑞咨询

政府推动行业发展

近年来，车联网不断得到国家政策的支持。2014 年 11 月 16 日，工信部副部长毛伟明在“新能源汽车及车联网产业发展论坛”上表示，政府将进一步加大对新能源汽车和车联网的支持力度。目前，车联网项目已经被列为国家重大专项（第三专项）中的重要项目，首期投入资金规模多达百亿元，投资的领域覆盖到信息通信、软件解决方案和汽车电子等。

图表 3: 车联网相关支持政策

时间	部门	政策	内容
2011 年 2 月 28 日	交通部	《道路运输车辆卫星定位系统车载终端技术要求》	要求“两客一危”车辆必须安装车载终端产品。
2012 年 7 月 22 日	国务院	《关于加强道路交通安全工作的意见》	重型载货汽车和半挂牵引车应在出厂前安装卫星定位装置，并接入道路货运车辆公共监管与服务平台。
2013 年 1 月 4 日	交通部	《关于加快推进“重点运输过程监控管理服务示范系统工程”实施工作的通知》	要求自 2013 年 6 月 1 日起，所有新进入示范省份（天津、河北、江苏、安徽、山东、湖南、贵州、宁夏、陕西）运输市场的“两客一危”车辆及重型载货汽车和半挂牵引车，在车辆出厂前应安装北斗兼容车载终端，重型载货汽车和半挂牵引车应接入全国道路货运车辆工监管与服务平台。
2014 年 7 月 1 日	交通运输部、公安部、国家安监总局	《道路运输车辆动态监督管理办法》	规定旅游客车、包车客车、三类以上班线客车、危险货物运输车辆、重型载货汽车和半挂牵引车在出厂前应当安装符合标准的卫星定位装置。道路旅客运输企业和道路危险货物运输企业监控平台应当接入全国重点营运车辆联网联控系统，重型载货汽车和半挂牵引车应接入全国道路货运车辆公共监管与服务平台。

来源:交通部

从以上政策可以看出，政府在逐渐加大对商用车车辆的监控管理力度，监控的范围从中大型企业的运营车辆逐步扩展到大中小以及个体运营车辆的动态监控。在为车联网营造良好政策环境的同时，我们认为这将进一步加快车联网的渗透率，驱动市场规模快速增长。

携手腾讯，四维图新有望占据重要份额

2014 年 5 月 22 日，四维图新公告其控股股东将所持有 7800 万股（占总股本 11.28%）转让给腾讯控股旗下的腾讯产业投资基金。6 月 18 日过户完成。

2014 年 9 月 24 日，四维图新联合腾讯控股发布新一代车联网整体解决方案“趣驾”（WeDrive），该产品整合了四维图新的趣驾导航业务、趣驾 T 服务业务以及腾讯的 QQ、QQ 音乐、大众点评、腾讯新闻、自选股、比赛直播等优质内容。

2014 年 11 月 19 日，世界互联网大会，腾讯提出专注于通讯和社交应用上，力图实现人、设备、服务的互联互通。其中趣驾业务将连接“人”、“车”、“路”，是腾讯物联网战略的重要环节。

目前四维图新的主要车联网客户和潜在客户包括：丰田、奥迪、大众、沃尔沃、长城、马自达等主流汽车品牌厂商。我们预计未来公司的产品透过上述品牌厂商的汽车屏幕，服务的潜在终端消费者人数将超过 1 亿人。我们认为公司的车联网平台具备极大的流量入口价值。腾讯入股四维图新，目前来看一方面有助于公司进一步加强车联网在线产品的研发，另一方面也大大丰富了公司未来商业模式变现的途径。

我们预计公司包含车联网业务在内的综合地理信息服务业务将在 2014-2016 年实现快速增长，我们估算公司 2014-2016 年该业务收入分别为 5.4 亿元，7.8 亿元和 10.2 亿元，其中车联网业务 2014-2016 年收入预计分别为 2.6 亿元，4.0 亿元和 5.5 亿元，同比增长分别为 50%/55%/37%，占公司总收入的比重将从 2013 年的 19.5% 上升至 2016 年的 32%。

图表 4: 四维图新综合地理信息服务业务收入（含车联网）

	2013A	2014E	2015E	2016E
综合地理信息服务	367	543	776	1,016
同比变化 (%)	34%	48%	43%	31%
-动态交通信息服务	104	160	208	250
同比变化 (%)	21%	53%	30%	20%
-车联网及地图编译	172	257	399	547
同比变化 (%)	41%	50%	55%	37%
-在线服务及行业应用	91	125	169	219
同比变化 (%)	39%	37%	35%	30%

来源: Wind, 瑞银证券估算

估值和盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年收入分别为 11 亿元/14 亿元/17 亿元，每股收益分别为 0.28 元/0.42 元/0.59 元，未来三年的复合增速达 57%。我们的盈利预测高于市场一致预期。这主要是因为：（1）我们认为引入战略投资者后公司的车联网产品研发能力将得到加强，与腾讯合作的“WeDrive”已经获得了市场认可，有望在现有乘用车客户中逐渐得到推广。（2）公司车联网客户数量增加明显。在 5 月份至 8 月份的时间里公司就已新开拓了马自达、丰田、沃尔沃等客户。再加上预期的腾讯流量导入，我们认为，公司车联网的变现能力将大大提高。（3）2013 年以来，公司车载电子导航产品和车联网业务收入增速明显，未来收入比重有望进一步提高。受益于这部分业务毛利相对较高带动，公司整体盈利有望进一步提升。因此我们判断公司的收入增长和盈利能力均有望超过市场预期。市场预计公司未来三年的业绩将平稳增长，而我们预期公司未来 3 年业绩增长速度将随着车联网产品的快速普及出现高速增长。

图表 5: 瑞银对比市场一致预期

	2014E	2015E	2016E
瑞银预测 (元)	0.28	0.42	0.59
市场一致预期 (元)	0.21	0.29	0.39
差异	32%	46%	50%

来源: Wind, 瑞银证券估算

我们 27.3 元的目标价是基于瑞银证券 VCAM 模型 (WACC=7.9%) 进行现金流贴现得出。我们的目标价对应 2015 年 65 倍 PE。我们选择荣之联（车联网），石基信息（支付宝入股）、恒生电子（马云入股）、金证股份（同腾讯战略合作）、新开普（同支付宝合作），共五家公司作为可比公司。其中荣之联为车联网平台提供商，另外四家公司在各自细分行业地位稳固，同时同大型互联网公司达成战略合作或被大型互联网企业入股，共同开拓新产品

市场。考虑到：（1）四维图新目前的估值水平略低于行业平均水平，车联网业务的快速发展有望为公司带来更高的业绩增长速度和更大的增长空间；（2）随着业务转型的推进，公司的互联网基因愈加明显。而与其它行业相比，互联网行业往往都享有一个较高的估值水平。基于以上方面，我们认为四维图新应当享受一定的估值溢价。我们上调评级至买入。

图表 6: 四维图新可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			CAGR (13-16E%)	PEG (倍)
			2013A	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E		
荣之联	002642.SZ	35.99	0.32	0.38	0.53	0.84	93.7	67.7	42.8	38.3	2.45
石基信息	002153.SZ	69.90	1.16	1.43	1.78	2.20	49.0	39.2	31.8	23.6	2.07
金证股份	600446.SH	57.82	0.42	0.59	0.86	1.18	97.6	67.4	49.0	41.5	2.35
恒生电子	600570.SH	50.52	0.52	0.70	0.88	1.12	59.3	47.7	37.2	29.1	2.03
新开普	300248.SZ	31.74	0.28	0.33	0.44	0.60	97.2	71.6	52.7	29.5	3.29
行业平均							79.3	58.7	42.7	32.4	2.4
四维图新	002405.SZ	23.71	0.15	0.28	0.42	0.59	84.7	56.5	40.2	57.9	1.5

来源: Wind, 瑞银证券估算。股价更新至 2014 年 11 月 25 日收盘价, 恒生电子和四维图新的盈利预测为瑞银测算。

图表 7: 四维图新 (SZ002405) VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	57	188	333	491	645	980	1,125	1,285	1,461	1,653
折旧及摊销*	106	154	179	222	238	329	387	453	527	612
资本支出	(142)	(184)	(223)	(264)	(299)	(272)	(320)	(374)	(436)	(506)
运营资本变动	(68)	(81)	(80)	(86)	(74)	(117)	(123)	(140)	(159)	(180)
所得税 (营运)	0	(19)	(50)	(74)	(97)	(147)	(169)	(193)	(219)	(248)
其他	(9)	(5)	2	2	(80)	(12)	(14)	(16)	(19)	(21)
自由现金流	(56)	53	161	291	333	760	886	1,014	1,156	1,310
增长		NM	201.5%	80.9%	14.6%	127.9%	16.6%	14.5%	13.9%	13.4%

估值	
明计现金流现值	6,754
期末价值 (第 15 年) 现值	9,073
企业价值	15,827
占永续价值百分比	57%
联营公司及其他	29
-少数股东权益	180
现金盈余**	1,887
-债务***	16
权益价值	17,547
已发行股数 [m]	691.6
每股权益价值 (Rmb/股)	25.40
权益成本	7.9%
股息收益率	0.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	27.30

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	16.0%	6.0%	3.0%
息税前利润率	32.7%	30.0%	18.0%
资本支出/销售收入	10.0%	15.0%	12.1%
投资资本回报率	78.8%	74.1%	33.8%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	96.9x	46.3x	49.0x
企业价值 / 息税前利润	275.9x	84.1x	90.7x
自由现金流收益率	NM	0.3%	0.3%
市盈率 (现值)	90.9x	60.4x	62.6x
市盈率 (目标)	97.8x	65.0x	67.4x

加权平均资本成本	
无风险利	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.75
债务/权益比	0.2%
边际税率	25.0%
权益成本	7.9%
债务成本	6.1%
WACC	7.9%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	1.4%
回报率增幅	8.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	7.6x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

四维图新 (002405.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	867	864	881	1,099	24.8	1,402	27.6	1,707	2,028	2,306
毛利	736	698	696	935	34.3	1,233	31.8	1,528	1,844	2,117
息税折旧摊销前利润(UBS)	333	183	166	163	-1.7	342	109.3	511	713	883
折旧和摊销	(80)	(130)	(173)	(106)	-38.8	(154)	45.0	(179)	(222)	(238)
息税前利润(UBS)	254	53	(7)	57	-	188	228.0	333	491	645
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	74	82	92	80	-13.1	96	19.5	111	127	141
净利息	45	58	36	60	64.2	65	9.1	73	85	101
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	372	193	121	197	62.4	349	77.0	517	703	887
税项	(64)	(47)	7	11	62.4	(35)	-	(78)	(105)	(133)
税后利润	308	146	128	208	62.4	314	50.8	440	597	754
优先股股息及少数股权	(27)	(6)	(23)	(16)	32.0	(24)	-50.8	(33)	(45)	(57)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	281	140	105	193	83.0	291	50.8	407	553	698
净利润 (UBS)	281	140	105	193	83.0	291	50.8	407	553	698
税率(%)	17.3	24.5	0.0	0.0	-	10.0	-	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.41	0.20	0.15	0.28	83.0	0.42	50.8	0.59	0.80	1.01
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.41	0.20	0.15	0.28	83.0	0.42	50.8	0.59	0.80	1.01
每股收益 (UBS, 基本)	0.41	0.20	0.15	0.28	83.0	0.42	50.8	0.59	0.80	1.01
每股股息净值(Rmb)	0.17	0.07	0.05	0.06	21.1	0.08	50.8	0.12	0.16	0.29
每股账面价值	3.34	3.43	3.48	3.71	6.6	4.08	9.8	4.58	5.26	6.11
平均股数(稀释后)	691.60	691.60	691.60	691.60	0.0	691.60	0.0	691.60	691.60	691.60
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	2,105	1,992	1,849	1,928	4.3	2,140	11.0	2,443	2,880	3,426
其他流动资产	159	327	379	423	11.4	520	23.1	619	724	815
流动资产总额	2,264	2,319	2,228	2,350	5.5	2,660	13.2	3,062	3,604	4,241
有形固定资产净值	80	121	123	141	14.4	164	16.2	185	203	243
无形固定资产净值	238	388	440	459	4.2	466	1.6	488	512	533
投资/其他资产	65	85	196	201	2.5	206	2.5	211	216	221
总资产	2,648	2,913	2,988	3,151	5.5	3,496	10.9	3,947	4,535	5,238
应付账款和其他短期负债	218	335	328	359	9.6	428	19.2	498	569	629
短期债务	32	37	54	12	-78.12	12	0.00	12	12	12
流动负债总额	250	372	381	371	-2.8	440	18.6	509	581	641
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	36	37	21	21	0.0	21	0.0	21	21	21
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	286	409	403	392	-2.7	461	17.6	531	602	662
普通股股东权益	2,311	2,376	2,410	2,568	6.6	2,820	9.8	3,169	3,640	4,227
少数股东权益	51	129	176	191	8.9	215	12.3	248	292	349
负债和权益总计	2,648	2,913	2,988	3,151	5.5	3,496	10.9	3,947	4,535	5,238
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	281	140	105	193	83.0	291	50.8	407	553	698
折旧和摊销	80	130	173	106	-38.8	154	45.0	179	222	238
营运资本变动净值	(160)	106	(53)	(10)	80.4	(53)	NM	(53)	(56)	0
其他营业性现金流	(2)	(49)	(38)	(47)	-22.0	(19)	59.5	(24)	(25)	0
经营性现金流	200	326	187	241	29.3	373	54.4	508	694	935
有形资本支出	(156)	(217)	(175)	(124)	29.4	(177)	-42.7	(200)	(240)	(277)
无形资本支出	0	0	(25)	(18)	25.4	(7)	60.8	(22)	(23)	(22)
净(收购)/处置	0	0	0	(2)	-	4	-	12	11	(71)
其他投资性现金流	(20)	(40)	(127)	(5)	-	(5)	-	(5)	(5)	(5)
投资性现金流	(176)	(257)	(327)	(150)	54.3	(184)	-23.2	(216)	(257)	(375)
已付股息	(60)	(82)	(40)	(32)	20.7	(39)	-21.1	(58)	(81)	(111)
股份发行/回购	0	29	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	6	60	923.44	66	10.06	73	85	101
债务及优先股变化	0	15	(22)	(42)	-91.32	0	-	0	0	0
融资性现金流	(60)	(37)	(56)	(14)	74.7	27	-	15	4	(10)
现金流量中现金的增加/(减少)	(36)	32	(197)	77	-	215	178.0	308	440	551
外汇/非现金项目	154	(145)	54	1	-97.4	(3)	-	(5)	(3)	(4)
资产负债表现金增加/(减少)	117	(113)	(143)	79	-	212	168.9	303	437	546

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

四维图新 (002405.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	52.0	57.5	NM	NM	56.4	40.3	29.7	23.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	52.0	57.5	84.4	85.1	56.4	40.3	29.7	23.5
股价/每股现金收益	40.5	29.8	31.9	54.9	36.9	28.0	21.2	17.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.3	1.4	(0.1)	0.6	1.2	1.7	2.6	3.9
净股息收益率(%)	0.8	0.6	0.4	0.2	0.4	0.5	0.7	1.2
市净率	6.3	3.4	3.7	6.4	5.8	5.2	4.5	3.9
企业价值/营业收入(核心)	NM	7.0	8.1	NM	NM	8.4	6.9	5.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	37.8	33.1	43.0	90.0	42.6	28.0	19.7	15.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	28.6	21.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	29.5	20.5	16.0
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	14,622	8,025	8,885	16,398	16,398	16,398	16,398	16,398
净债务 (现金)	(2,030)	(2,014)	(1,875)	(1,855)	(2,022)	(2,279)	(2,649)	(3,141)
少数股东权益	34	77	152	183	203	248	292	349
养老金拨备/其他	23	24	29	21	21	21	21	21
企业价值总额	12,649	6,111	7,191	14,747	14,600	14,387	14,062	13,627
非核心资产	(47)	(48)	(51)	(51)	(51)	(51)	(51)	(51)
核心企业价值	12,602	6,063	7,140	14,696	14,549	14,336	14,011	13,576
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	28.4	-0.4	2.0	24.8	27.6	21.7	18.8	13.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	14.5	-45.1	-9.2	-1.7	109.3	49.6	39.4	23.9
息税前利润(UBS)	19.5	-79.0	-	-	NM	76.9	47.4	31.5
每股收益(UBS 稀释后)	20.9	-50.4	-24.5	83.0	50.8	39.9	35.9	26.2
每股股息净值	13.3	-58.8	-34.2	21.1	50.8	39.9	35.9	83.4
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	38.5	21.2	18.9	14.9	24.4	30.0	35.1	38.3
息税前利润率	29.3	6.2	-0.8	5.2	13.4	19.5	24.2	28.0
净利 (UBS) 率	32.5	16.1	12.0	17.5	20.7	23.8	27.2	30.3
ROIC (EBIT)	147.1	14.4	(1.1)	7.5	22.8	37.2	50.4	60.8
税后投资资本回报率	NM	10.8	NM	7.5	20.5	31.6	42.8	51.6
净股东权益回报率(UBS)	12.8	6.0	4.4	7.7	10.8	13.6	16.2	17.7
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(6.2)	(10.7)	(10.8)	(11.7)	(6.2)	(4.8)	(4.0)	(3.9)
净债务/总权益 %	(87.8)	(78.1)	(69.4)	(69.4)	(70.1)	(71.2)	(72.9)	(74.6)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(16.5)	(32.3)	(25.1)	(13.0)	(14.6)	(17.0)	(20.5)	(25.2)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	18.0	25.1	19.9	11.3	12.6	11.7	11.8	12.0
息税前利润/净利息	NM	NM	0.2	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.4	2.9	3.3	5.0	5.0	5.0	5.0	3.4
股息支付率 (UBS) %	41.8	34.7	30.2	20.0	20.0	20.0	20.0	29.1
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	867	864	881	1,099	1,402	1,707	2,028	2,306
总计	867	864	881	1,099	1,402	1,707	2,028	2,306
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	254	53	(7)	57	188	333	491	645
总计	254	53	(7)	57	188	333	491	645

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+15.1%
预测股息收益率	0.4%
预测股票回报率	+15.5%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+6.3%

风险声明

公司面临的潜在风险包括：（1）车联网业务进展情况低于预期；（2）汽车销量增速下滑导致公司导航电子产品增速下降。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：周中。

涉及报告中提及的公司的披露

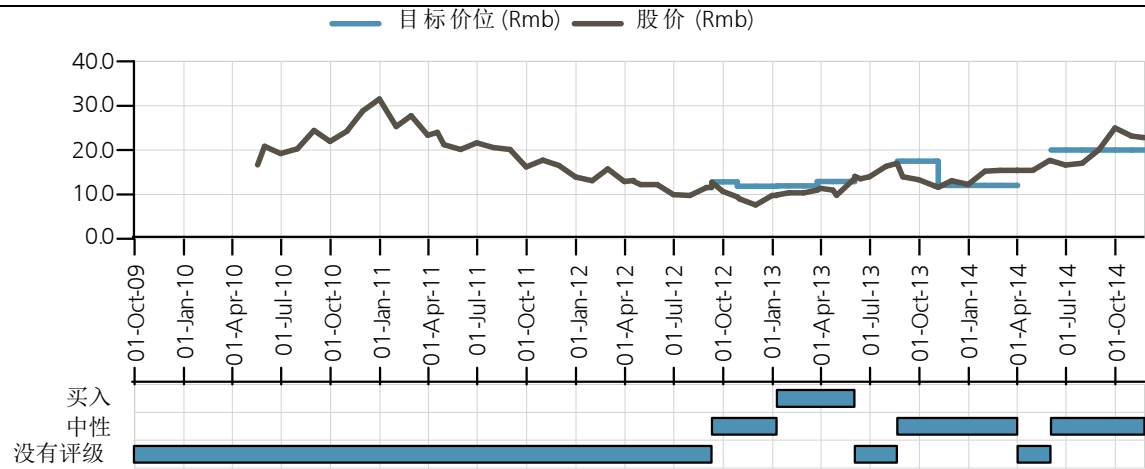
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
四维图新	002405.SZ	中性	不适用	Rmb22.81	2014 年 11 月 24 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

四维图新 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 24 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场监管局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。