

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8020

tangyue@ccnew.com

## 深耕于汽车工业，长期受益车联网发展

——四维图新（002405）年报点评

### 证券研究报告-公司点评

**增持（维持）**

发布日期: 2015年3月30日

#### 报告关键要素:

作为一家深植于汽车工业的图商，公司将长期受益于车联网产业的发展。在2014年腾讯入股后，公司业务能力和管理体制皆获得提升，后续发展更具想象空间。预计14-15年公司EPS为0.25元、0.32元，按27日收盘价39.47元计算，对应PE为155.64倍、124.4倍，维持对公司“增持”的投资评级。

#### 事件:

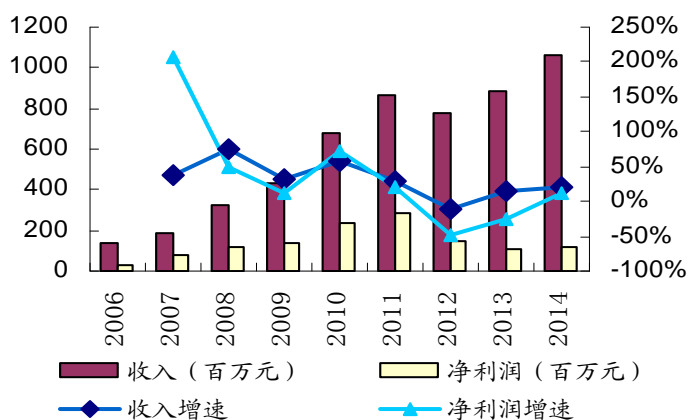
- 公司公布了2014年业绩报及分配预案。2014年公司实现销售收入10.59亿元，同比增长20.22%，实现营业利润6129万元，同比增长20.58%，实现净利润11750万元，同比增长11.56%，每股收益为0.17元。拟向全体股东每10股分红0.51元（含税）。

#### 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10.59亿元，同比增速20.22%，较上年增长了6.26个百分点，呈现缓慢复苏迹象。

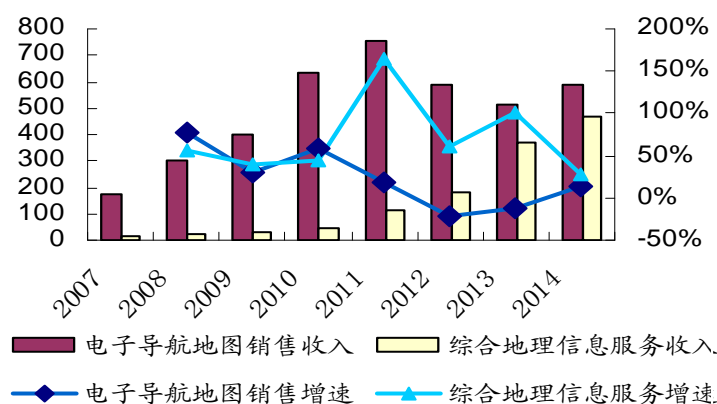
分产品来看，电子导航地图业务收入5.87亿元，同比增长14.53%，较上年增长了27.54个百分点。其中，受到欧美系汽车销量、装载量提升（2014年我国前装导航初装率达12.7%，较上年提高3.2个百分点）和本土车厂持续突破等利好因素的影响，公司来自车载导航领域的收入出现较大幅度的增长；而消费电子领域导航地图的业务虽然仍然在逐步萎缩，但是由于规模较小（2013年仅为5369万元），对公司整体收入的影响不大。考虑到中国前装车载导航装配率仅为12.7%，与国外市场的差距比较大，未来装载率的提升仍然是车载导航业务增长的主要驱动力。

图 1: 2006-2014 公司销售收入及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2007-2014 公司分业务收入及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

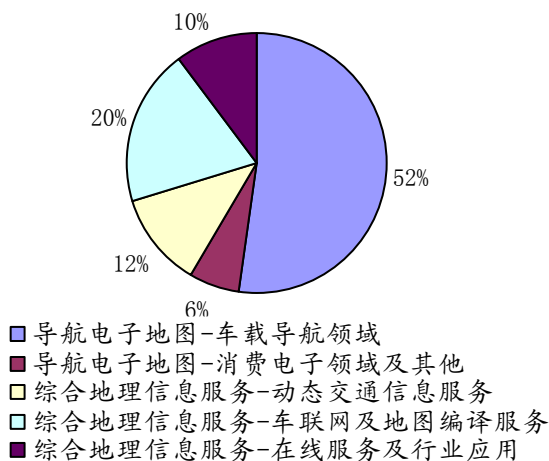
综合地理信息服务业务收入4.71亿元，同比增长28.29%，继续保持了快速发展势头。其中动态交通信息服务业务稳步增长，车联网及编译服务增长较为明显，两项总计收入3.49亿元，同比增长

26.41%; 由于来自在线服务领域和来自于交通行业领域的收入增加, 公司在线服务和行业应用业务实现收入1.22亿元, 同比增长34%。

- **腾讯入股带来公司业务能力的提升和管理体制的升级, 后续发展更具想象空间。**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, 这也是业界首次具备全方位优质互联网服务和云端跨屏同步能力的整体车载解决方案。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。

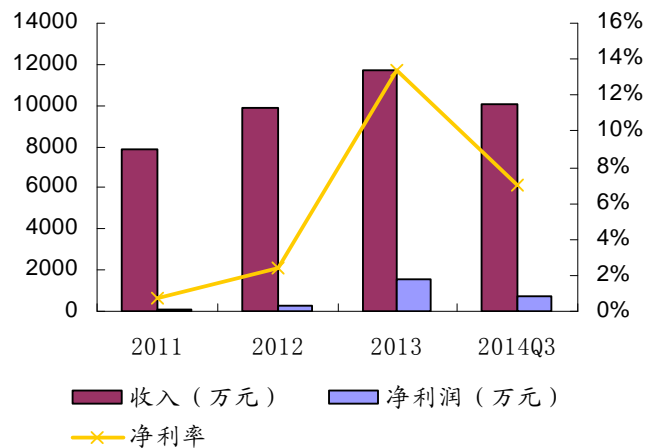
2015年1月, 公司公布了最新的股权激励方案, 拟向513名员工授予总计2074万股(占公司总股本的3%), 授予股票价格11.33元每股。这是公司上市以来第一次推行股权激励方案, 在腾讯入股后, 公司从国有控股公司变成无实际控制人的公司, 管理体制更加灵活。

图 3: 2013 年公司收入结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2011-2014Q3 中寰卫星收入及盈利情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

- **公司已经率先布局车联网业务, 后续发展长期看好。**我国每年有超过 2000 万辆的新车销售以及过亿部的汽车保有量, 为车联网产业创造了庞大的用户基础。2014 年互联网巨头争相布局车联网领域, Google 和苹果相继宣布推出车载操作系统 AMP 和 Carplay, 同时在国内百度的 CarNet、腾讯的路宝盒子相继问世。2015 年, 巨头对车联网的关注进一步升级, 乐视、阿里、百度皆与车厂展开车联网合作, 苹果、谷歌、特斯拉、宝马、奥迪均宣布开展无人驾驶汽车的研发项目。车联网行业仍然处于发展初期, 未来具有广阔的发展前景, 而图商作为其中重要的产业链环节, 重要性不言而喻。

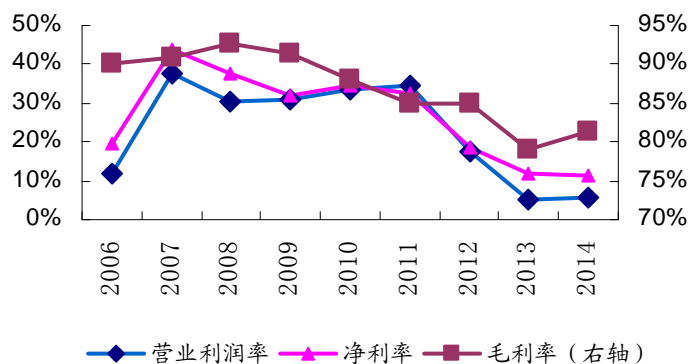
公司车联网应用主要分为商用车和乘用车两个领域。其中在乘用车领域公司已经与奥迪、宝马、大众、丰田、长城、沃尔沃、马自达等多家车商合作, 在国内企业中具有领先优势。同时与腾讯合作推出的趣驾 WeDrive, 将公司产品与互联网内容相结合, 进一步增强了车联网产品的用户体验。

在商用车领域, 公司旗下的中寰卫星开展了包括两客一危、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, 冷链物流服务等在内的车联网业务, 涉及石油化工、

工程机械、移动运营商等多个下游行业的应用。中寰卫星业务目前已经覆盖了内蒙、山西、陕西等十多个省市自治区，覆盖车辆约有十余万，业务排名位居国内前三位，优势较为明显。

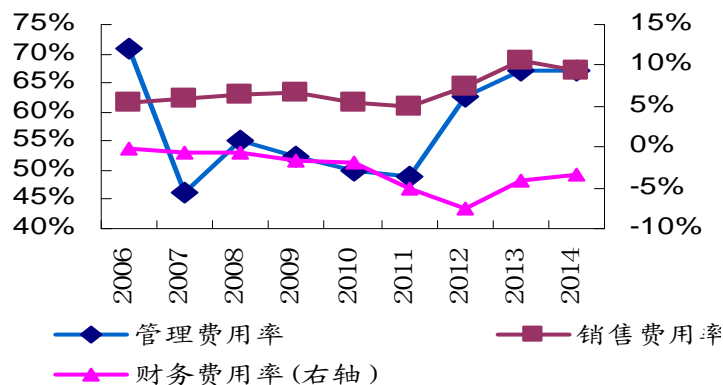
- **互联网巨头抢夺资源，公司作为稀缺地图入口和行业龙头企业，投资价值凸显。**目前我国获得导航电子地图资质单位仅有 12 家，图商资源仍然较为稀缺。在市场竞争格局中，市场化运作的图商主要有公司、高德和凯立德 3 家，其中公司和高德专注于互联网电子地图和盈利能力较强的前装车载导航地图两个市场，而凯立德在后装车载导航地图的优势较为明显。考虑到地图是移动互联网的重要入口，互联网巨头近年来持续抢夺图商资源。从阿里并购高德、腾讯入股公司到小米投资凯立德，当前图商资源的抢夺已经告一段落，而后续图商资源与互联网资源的结合值得期待。2014 年 7 月阿里全资收购了高德并完成了对高德的私有化，之后高德出现了较大的人事变动，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。这意味着市场此前看好高德 O2O 转型宣告失败，而其在导航地图领域与公司的差距逐渐拉大，公司的龙头地位进一步凸显。
- **非经常性项目的影响下，公司 2014 年盈利能力略有下滑，2015 年有望得到改善。**2014 年公司毛利率、营业利润率、净利率分别为 81.4%、5.8%、11.1%，分别较上年提升 2.4、0.4、-0.9 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。年内公司计提了持股的天地地图、腾瑞万里、北斗导航位置服务三家公司总计 2257 万的资产减值准备，同时受到 2013 年 1 季度公司一笔所得税优惠计入方式的影响，净利率出现了一定程度的下滑。考虑到两项因素是非经常性项目，我们认为 2015 年公司盈利能力有望改善。

图 5：2006-2014 公司盈利能力



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2006-2014 公司费用情况



资料来源：公司公告，中原证券

- **盈利预测与投资建议：**预计 14-15 年公司 EPS 为 0.25 元、0.32 元，按 27 日收盘价 39.47 元计算，对应 PE 为 155.64 倍、124.4 倍。当前公司估值较高，但考虑到公司长期受益于车联网行业的发展，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；车联网发展不及预期。

### 盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E
营业收入 (亿元)	8.81	10.59	12.97	16.16
增长比率 (%)	13.96%	20.22%	22.51%	24.59%
净利润 (亿元)	1.05	1.18	1.75	2.19
增长比率 (%)	-26.83%	11.56%	49.26%	25.11%
每股收益 (元)	0.15	0.17	0.25	0.32
市盈率 (倍)	259.17	232.31	155.64	124.40

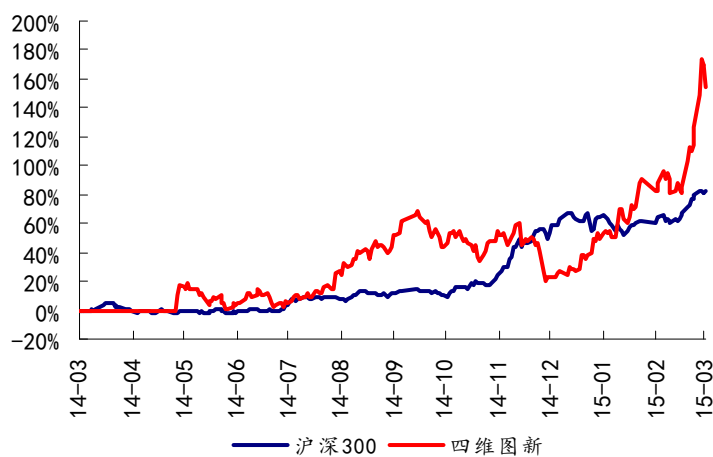
### 市场数据 (2015年3月27日)

收盘价 (元)	39.47
一年内最高/最低 (元)	43.6/15.34
沪深300 指数	3971.70
市净率 (倍)	11.09
流通市值 (亿元)	255.44

### 基础数据 (2014年12月31日)

每股净资产 (元)	3.56
每股经营现金流 (元)	0.47
毛利率 (%)	81.39
净资产收益率 (%)	4.83
资产负债率 (%)	15.47
总股本/流通股 (万股)	69159/64717
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。