

四维图新 (002405.SZ) 软件行业

评级：增持 下调评级

公司点评

郑宏达

分析师 SAC 执业编号：S1130513080002
(8621)60230211
zhenghd@gjzq.com.cn

变化中的四维图新

事件

在公司新 CEO 上任后，我们注意到了公司的诸多变化。我们认为，这些积极的变化将使四维图新未来 5 年的发展具备坚实的基础。

评论

变化一，团队，新 CEO 及团队的卓越企业家精神：公司新任 CEO 程鹏，是四维的创始团队人员之一，深刻理解四维的发展历史和文化，同时作为创始成员团队中的年轻一代，又锐意创新。目前，整个四维的高管团队已经完成了新老交替，一批有梦想又勤奋实干的高管分管各个业务部门。

变化二，组织架构，更加合理，互联网基因加强：公司逐渐完成了组织架构的调整，向事业部制改革推进，增强了各个事业部的主动性和快速反应机制。由于腾讯的入股，在董事会和产品委员会中都有了腾讯的高管加入。同时，收购图吧之后，互联网公司的快速迭代快速开发机制，如鲶鱼效应，在四维的内部快速发酵，积极影响了其他部门的研发和产品进程。

变化三，模式，向平台级公司靠拢，纯正的大数据公司：四维的模式逐渐从以卖 license 模式向以平台模式靠近。我们判断，预计今年传统 license 收入占比将下降到 50%左右。在车联网领域，公司是唯一可以提供从操作系统、应用、连接、后台系统的全产业链解决方案。从大数据的角度来说，四维做到了从数据采集到数据加工处理再到数据知识的全过程。由于高德被阿里私有化之后，主流互联网公司都使用了四维的地图数据，这些互联网公司用户的实时数据又对四维起到了正反馈。从百度地图到滴滴打车，这些用户实时数据的接入，大幅提高了四维数据的丰富度。

变化四，战略，兼具国际化视野：我们看到公告，公司前段时间打算去收购诺基亚 Here 地图。收购图吧、收购 Here，这都是新 CEO 程鹏上任后的动作。我们注意到，国际化成为四维的重要战略。仅靠一个国家的市场就实现地图盈利的企业，四维在全世界是唯一的，跨国复制这样的能力是理所应当。

怎么看四维图新的估值？我们认为，要动态的看四维的盈利能力，而不是静态的看 PE。2014 年，公司研发投入 5.1 亿，占总营业收入的 48%，共有 1425 位研发工程师。高的研发投入意味着高的竞争壁垒。如果公司研发投入的减少则会直接产生净利润增加。

投资建议

维持“增持”评级，给予6-12月目标价55元，维持盈利预测：公司15-16年每股收益为0.23元和0.30元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	773	881	1,059	1,295	1,595	1,981	货币资金	1,936	1,849	1,732	2,198	2,720	3,231
增长率		14.0%	20.2%	22.3%	23.2%	24.2%	应收款项	244	271	272	352	429	557
主营业务成本	-117	-185	-197	-229	-253	-322	存货	8	32	51	27	28	34
%销售收入	15.1%	21.0%	18.6%	17.7%	15.9%	16.3%	其他流动资产	42	77	85	-287	-678	-1,026
毛利	656	696	862	1,066	1,342	1,659	流动资产	2,231	2,228	2,140	2,290	2,498	2,795
%销售收入	84.9%	79.0%	81.4%	82.3%	84.1%	83.7%	%总资产	79.4%	74.6%	68.8%	70.3%	73.0%	76.0%
营业税金及附加	-15	-13	-13	-16	-18	-21	长期投资	48	51	34	34	34	34
%销售收入	2.0%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	固定资产	109	123	206	185	146	98
营业费用	-57	-93	-99	-118	-145	-179	%总资产	3.9%	4.1%	6.6%	5.7%	4.3%	2.7%
%销售收入	7.4%	10.5%	9.4%	9.1%	9.1%	9.0%	无形资产	397	450	524	517	469	455
管理费用	-484	-590	-711	-869	-1,070	-1,329	非流动资产	578	760	971	967	925	884
%销售收入	62.6%	67.0%	67.1%	67.1%	67.1%	67.1%	%总资产	20.6%	25.4%	31.2%	29.7%	27.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	99	0	39	64	109	130	资产总计	2,809	2,988	3,111	3,257	3,423	3,679
%销售收入	12.8%	n.a	3.7%	4.9%	6.9%	6.6%	短期借款	15	54	92	9	10	7
财务费用	59	36	36	38	51	62	应付款项	156	187	203	243	282	354
%销售收入	-7.6%	-4.1%	-3.4%	-2.9%	-3.2%	-3.1%	其他流动负债	124	141	178	303	330	379
资产减值损失	-32	-7	-26	0	0	0	流动负债	295	381	474	555	621	741
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	26	21	8	21	19	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	320	403	481	576	640	757
营业利润	125	29	49	102	160	192	普通股股东权益	2,373	2,410	2,461	2,500	2,589	2,716
%营业收入	16.2%	3.3%	4.6%	7.9%	10.0%	9.7%	少数股东权益	116	176	169	182	194	207
营业外收支	66	74	112	126	133	144	负债股东权益合计	2,809	2,988	3,111	3,257	3,423	3,679
税前利润	192	103	161	227	293	336	比率分析						
%营业收入	24.8%	11.7%	15.2%	17.5%	18.4%	16.9%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-45	7	-44	-58	-75	-79	每股指标						
%税前利润	23.6%	-6.6%	27.3%	25.5%	25.5%	23.5%	每股收益	0.233	0.126	0.152	0.227	0.298	0.354
净利润	146	110	117	169	219	257	每股净资产	4.118	3.484	3.558	3.615	3.743	3.927
少数股东损益	12	23	12	13	12	12	每股经营现金净流	0.188	0.274	0.470	0.357	0.287	0.298
归属于母公司的净利润	135	87	105	157	206	245	每股股利	0.000	0.150	0.170	0.170	0.170	0.170
%净利润	17.4%	9.9%	9.9%	12.1%	12.9%	12.4%	回报率						
							净资产收益率	5.67%	3.62%	4.28%	6.27%	7.97%	9.01%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.79%	2.92%	3.38%	4.81%	6.03%	6.65%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	3.03%	-0.02%	1.04%	1.77%	2.92%	3.41%
净利润	156	128	129	169	219	257	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-10.86%	13.96%	20.22%	22.30%	23.18%	24.18%
非现金支出	158	180	249	223	135	118	EBIT 增长率	-60.98%	-100.45%	-	63.92%	70.75%	19.28%
非经营收益	-53	-42	-35	-119	-134	-142	净利润增长率	-52.23%	-35.15%	8896.28%	48.95%	31.57%	18.61%
营运资金变动	-153	-76	-19	-27	-21	-26	总资产增长率	6.11%	6.35%	4.13%	4.70%	5.10%	7.48%
经营活动现金净流	108	190	325	247	198	206	资产管理能力						
资本开支	-214	-329	-399	-97	41	65	应收账款周转天数	64.7	92.3	74.4	77.1	75.1	78.6
投资	352	686	400	390	401	361	存货周转天数	15.2	39.4	76.8	43.1	39.7	38.6
其他	330	120	412	0	0	0	应付账款周转天数	160.3	145.4	138.3	134.1	131.4	128.8
投资活动现金净流	468	477	414	293	442	427	固定资产周转天数	51.6	49.8	53.9	42.7	29.2	17.1
股权募资	29	7	14	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	20	59	-71	-1	-5	净负债/股东权益	-77.19%	-69.43%	-62.34%	-67.09%	-68.98%	-70.86%
其他	-94	-56	-44	-3	-118	-118	EBIT 利息保障倍数	-1.7	0.0	-1.1	-1.7	-2.1	-2.1
筹资活动现金净流	-65	-29	29	-74	-118	-123	资产负债率	11.40%	13.48%	15.47%	17.67%	18.71%	20.57%
现金净流量	511	637	767	466	522	511							

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-07-30	增持	16.83	N/A
2	2014-08-22	增持	17.64	N/A
3	2014-09-24	增持	21.75	N/A
4	2014-10-27	增持	22.50	N/A
5	2014-12-30	增持	18.92	N/A
6	2015-03-02	增持	29.00	N/A
7	2015-04-17	增持	36.46	N/A
8	2015-05-20	买入	58.45	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD