

公司研究

新股研究

建议询价区间: 21.16-23.92 元

国内电子导航地图的龙头

——四维图新(002405)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 10-12 年每股收益为 0.46 元、0.62 元和 0.79 元, 对应 10 年市盈率在 46-52 倍之间, 建议询价区间为 21.16-23.92 元。

主要依据:

1、公司主要从事导航电子地图产品的研发、生产、销售和服务。公司目前的导航电子地图产品主要应用于三大领域: 车载导航、消费电子导航和电子地图服务; 其中, 电子地图服务包括基于移动通信技术的位置服务、互联网地图服务以及动态交通信息服务。

2、公司在车载导航市场已连续七年占有率超过 60%; 2009 公司在 GPS 手机地图市场占有率达到 68.64%、在 PND 地图市场占有率为 18.73%。目前每天通过 LBS 和互联网地图服务使用公司地图产品的点击量达 9100 万次。2007-2009 年, 公司营业收入年均复合增长率达到 52.05%; 归属于母公司的净利润年均复合增长率为 29.43%。

3、全球导航电子地图产业从上世纪 90 年代末开始发展, 历经 10 多年的成长, 目前依然处于高速发展阶段。而中国的导航产业起步于 2002 年, 相比国际市场起步晚, 尚处于发展初期。从细分市场看, 目前我国车载导航市场处于快速增长阶段, 消费电子导航市场处于爆发期, 基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图服务、动态交通信息服务市场则处于市场导入期。

4、综合来看, 目前全球导航产业正处于快速成长阶段, 未来 5 至 8 年将以每年 35% 左右的高速度增长, 到 2012 年, 世界导航电子地图市场的规模将达到 35 亿美元。同样地, 导航电子地图产业在我国也具有很大的市场潜力, 根据对车载导航、消费电子导航和电子地图服务三大市场的分析, 预计 2009 年我国导航电子地图市场规模为 8.3 亿元, 到 2013 年将达到 26.8 亿元, 年均复合增长率达 33.9%。

风险提示:

1、业务集中风险; 2、客户集中风险; 3、行业竞争加剧的风险。

基础数据

总股本(万股)	34422.96
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	6.03
每股净资产(元)	1.40
建议询价区间(元)	21.16-23.92

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	428	561	789	1,028
同比增速(%)	31.48%	31.04%	40.70%	30.23%
净利润(百万)	136	183	248	317
同比增速(%)	11.71%	34.43%	35.56%	27.92%
EPS(元)	0.34	0.46	0.62	0.79

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 姜瑛

电话: 010-84183295

Email: jiangying@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	北京四维图新科技股份有限公司
公司简称	四维图新
发行地	深圳
发行日期	2010-05-04
申购代码	002405
发行股数(万股)	5,600
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	40,023
每股收益(2009年)	0.40
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.34
发行前每股净资产(元)	1.4

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司概况

公司主要从事导航电子地图产品的研发、生产、销售和服务。公司目前的导航电子地图产品主要应用于三大领域：车载导航、消费电子导航和电子地图服务；其中，电子地图服务包括基于移动通信技术的位置服务、互联网地图服务以及动态交通信息服务。

公司是国内首家获得导航电子地图制作资质的企业，在国内率先从事导航电子地图商业化开发，在中国市场投放了第一款符合国际汽车工业质量标准的导航电子地图产品。目前，公司已拥有世界先进的导航电子地图制作技术，建成了覆盖全国的导航电子地图数据库，以及全国最大规模的导航电子地图生产和更新网络体系。公司的导航电子地图产品已广泛应用于国内车载导航、消费电子导航和电子地图服务等领域，市场份额居领先地位。

据独立市场调研公司统计，公司在车载导航市场已连续七年占有率超过 60%；2009 前三季度公司在 GPS 手机地图市场占有率达到 68.64%、在 PND 地图市场占有率为 18.73%。目前每天通过 LBS 和互联网地图服务使用公司地图产品的点击量达 9100 万次。

2007-2009 年，随着导航电子地图产业的快速发展，公司营业收入呈现快速增长态势，年均复合增长率达到 52.05%；受所得税率变化的影响，归属于母公司的净利润增长速度慢于营业利润和利润总额，2007-2009 年年均复合增长率为 29.43%。近三年公司主营业务收入分产品构成如下表：

表 2 公司近三年营业业务收入结构

单位：万元

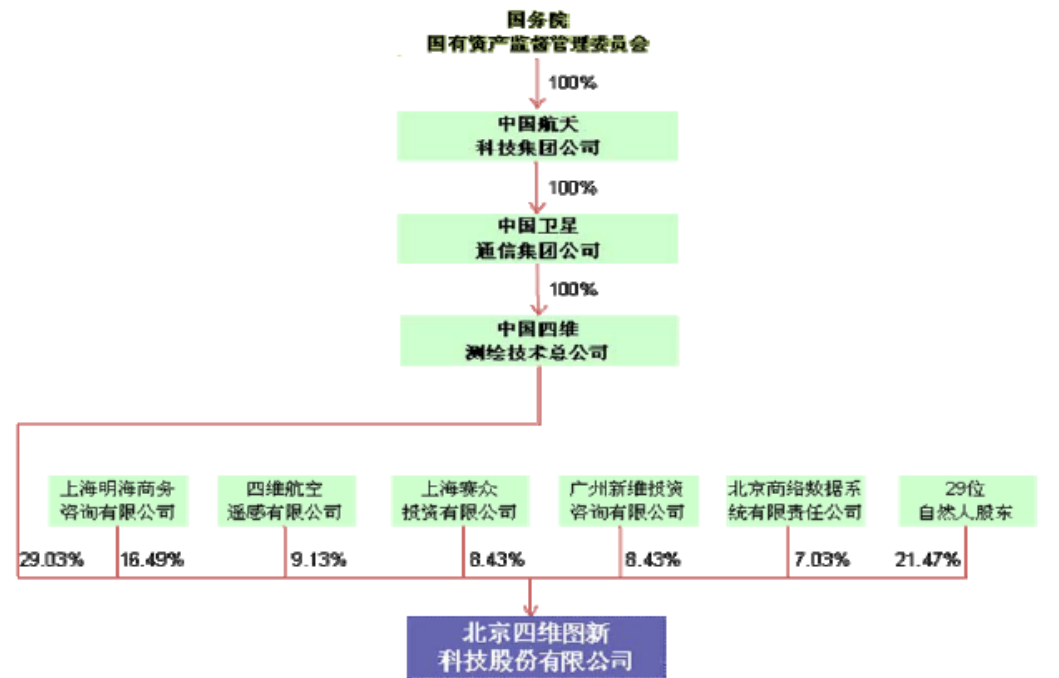
营业收入分类	2007		2008		2009	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
车载导航产品领域	13,756	74%	19,626	60%	24,471	57%
消费电子产品领域	2,977	16%	10,128	31%	14,990	35%
地图服务领域	2	0%	722	2%	1,175	3%
其他	1,778	10%	2,080	6%	2,171	5%
营业收入合计	18,515	100%	32,556	100%	42,806	100%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.1 公司的股权结构

公司第一大股东为中国四维测绘技术总公司，本次发行前持有公司股份 9992 万股，占公司发行前总股本的 29.03%；公司的实际控制人中国航天科技集团，全资控股四维测绘；本次发行完成后，四维测绘持有的公司股权比例将降至 23.57%，仍为公司的第一大股东。

图 1 公司股权结构



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

表 3 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
四维总公司	9,992	29.03%	9,432	23.57%
上海明海	5,676	16.49%	5,676	14.18%
四维航空	3,143	9.13%	3,143	7.85%
上海赛众	2,901	8.43%	2,901	7.25%
广州新维	2,901	8.43%	2,901	7.25%
北京商络	2,419	7.03%	2,419	6.04%
胡戈新等 29 位自然人	7,391	21.47%	7,391	18.47%
全国社会保障基金理事会	-	-	560	1.40%
本次发行公众股	-	-	5,600	13.99%
合计	34,423	100.00%	40,023	100.00%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.2 募集资金使用

表 4 公司的募集资金投向

单位：万元

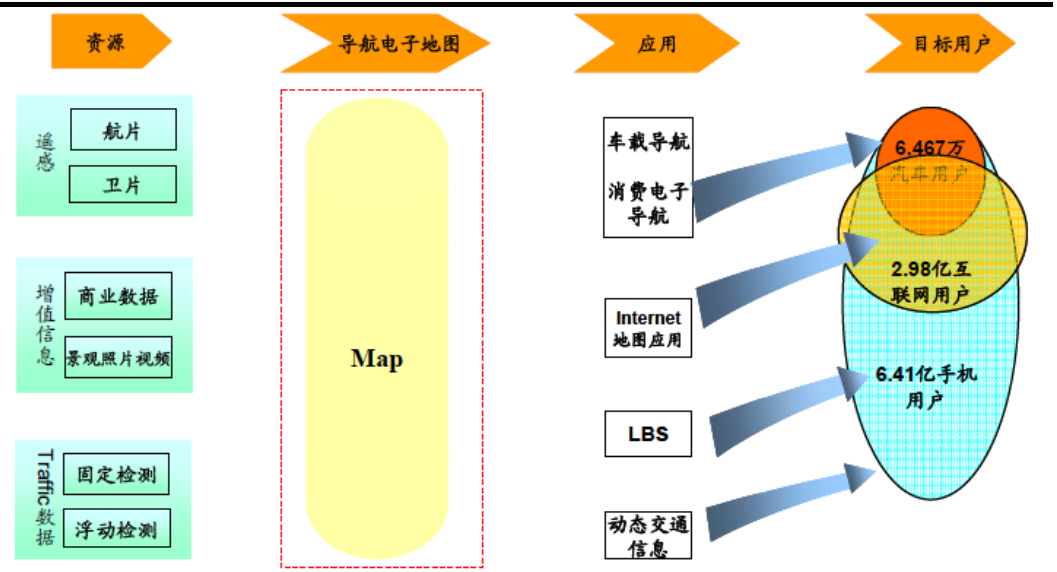
项目名称	项目计划投资
1 第二代导航电子地图生产平台开发项目	11,450
2 高现势性、高精度、精细化车载导航电子地图开发项目	31,760
3 行人导航数据产品开发项目	15,280

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

3. 行业及公司概况

在整个导航电子地图产业链上主要有地图测绘和 POI 信息采集商、导航电子地图制作商、导航电子地图软件和系统方案解决商、GPS 芯片等零件生产商、终端设备制造商和最终消费者。在整个产业链上，导航电子地图是导航产业的基础和支撑。目前，公司的主营业务集中在导航电子地图产品。

图 2 公司在产业链中的位置



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

根据导航电子地图应用领域的不同，导航电子地图市场可以细分为车载导航市场、消费电子导航市场和电子地图服务市场。

全球导航电子地图产业从上世纪 90 年代末开始发展，历经 10 多年的成长，目前依然处于高速发展阶段。而中国的导航产业起步于 2002 年，相比国际市场起步晚，尚处于发展初期。从细分市场看，目前我国车载导航市场处于快速增长阶段，消费电子导航市场处于爆发期，基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图服务、动态交通信息服务市场则处于市场导入期。

3.1 车载导航市场

进入 21 世纪，中国乘用车市场保持了快速发展的势头。据汽车工业协会的统计数据，2009 年中国乘用车销量达到 1033 万辆，比 2008 年增长 52.93%。随着汽车消费时代的来临，预计至 2015 年我国将有至少 25% 的城镇家庭拥有一辆私人轿车（这一比例仍大大低于发达国家同等发展时期的水平），未来 6 年城镇居民家庭轿车的需求复合增长率将达到 12%。中国乘用车市场的巨大空间为车载导航市场的发展奠定了坚实基础。

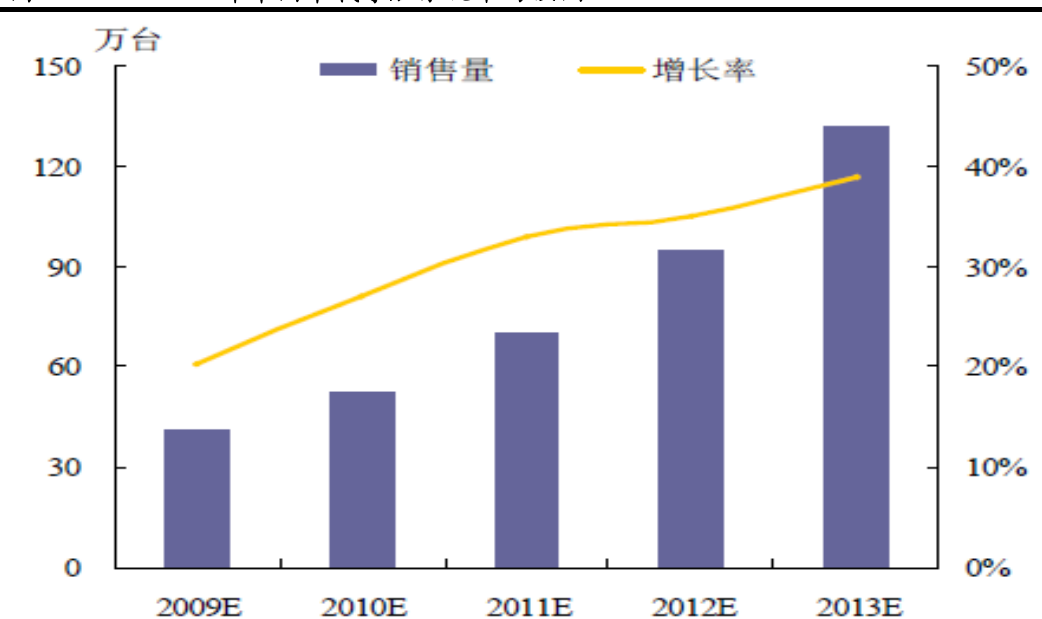
随着成本的降低和选择的多样化，车载导航系统将逐步从中高端车型走向低端。2008 年我国的车载导航系统新车装配率仅为 3.7%，相比之下，2007 年日本新车装配率就已经达到 79%，西欧 13%，北美 10.2%。中国车载导航市场仍处于发展的前期，未来增长空

间广阔。公司预计，到 2012 年，国内汽车市场的新车装配率将达到 13.6%。

同时，随着国内汽车保有量的增加，人们出行与消费观念的改变，对道路不熟悉的驾车人数正在迅速增加，安全便捷地到达目的地成为消费者的一个迫切需求。另外，汽车交通安全隐患的排除与处理、现代物流所要求的货物运送安全与准时、出租与旅游行业的发展、以及政府日常行政管理等各个方面需求，也将促进汽车车载导航系统装配率的提升。

预计到 2013 年，国内汽车车载导航系统销售量将达到 132 万台，较 2009 年增长近 2 倍，年均复合增长率将达到 30.15%。

图 3 2009-2013 年中国车载导航系统市场预测



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

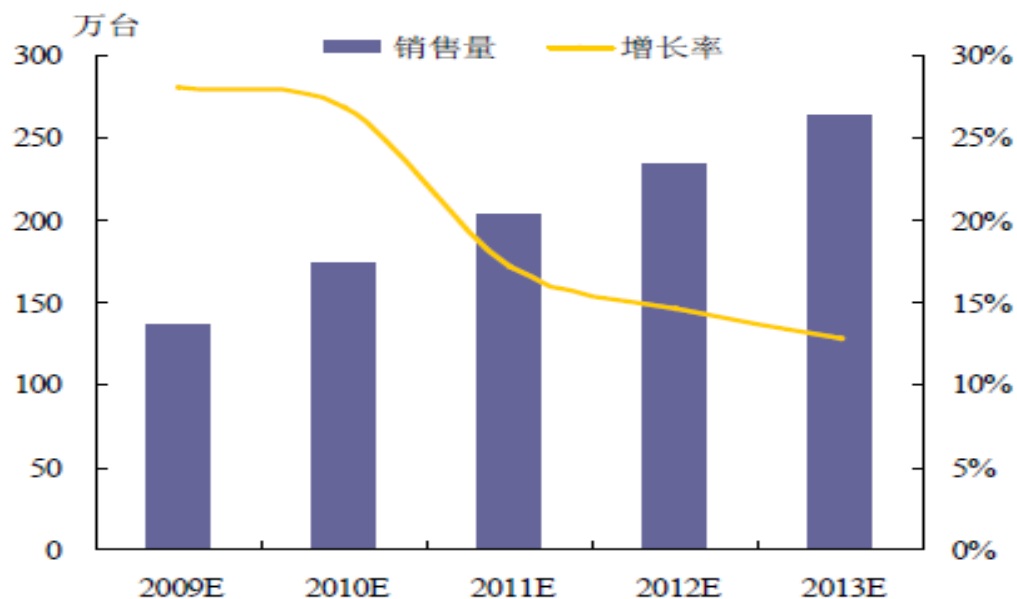
3.2 消费电子导航

根据公安部交通管理局的统计，截至 08 年底，中国汽车保有总量为 6467 万辆，其中乘用车保有量占比约 56%，车载导航系统的装配率仅为 1.18%，这为 PND 市场的发展带来巨大空间。同时随着成本的降低，PN 价格也逐步走低，促使 PND 市场持续增长。

PND 相比车载导航系统具有价格低、安装方便、样式多样等特点，随着 PND 在多媒体方面的应用愈加强大，未来 PND 将不仅具有导航功能，还融合了视频、电子游戏等功能，对用户产生巨大的吸引力；随着处理器能力的提高，未来还将产生许多新的应用，如利用视频来演示 POI 信息、三维景观地图等，从而形成丰富多样的终端市场。

预计 2009-2013 年，中国 PND 市场年均复合增长率将达到 17.72%，到 2013 年，中国 PND 市场总体规模将达到 265 万台。

图 4 2009-2013 年中国 PND 市场预测

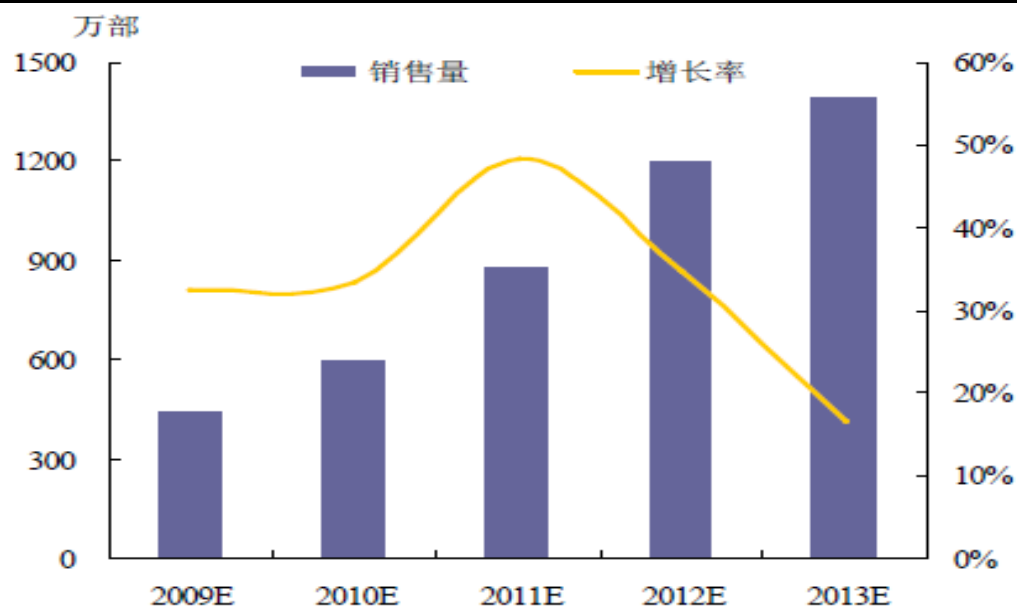


数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2007年，中国GPS手机市场获得长足发展，被市场认为是GPS手机市场“元年”。GPS开始作为一个支持导航服务的特色功能被众多厂商应用于手机产品中。作为一个刚刚兴起的市场，中国GPS手机市场正以惊人的速度成长。据In-Stat的统计，2006年中国GPS手机销售量为20万部，2007年达到127万部，而2008年则飞速增长到340万部。然而，2008年中国手机销售量达到1.6亿部，GPS手机所占比例仅为2.32%，尚有极大的发展空间。

预计GPS手机在未来五年将处于高速发展时期，到2013年，中国GPS手机市场总体规模将达到1400万部，2009-2013年年均复合增长率将达到32.81%。

图5 2009-2013年中国GPS市场预测



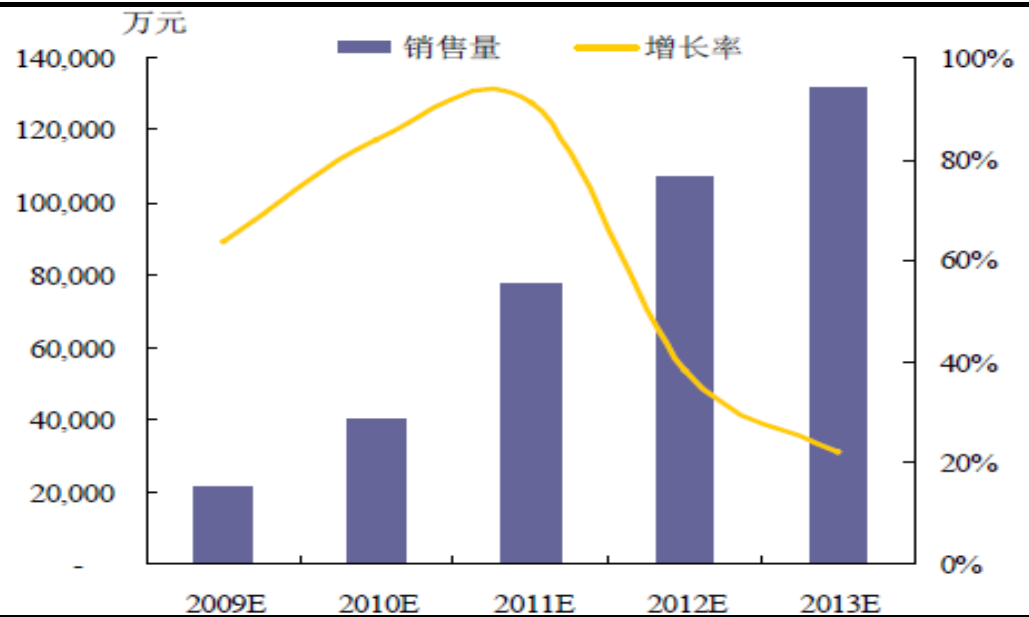
数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

3.3 电子地图服务市场

随着市场的发展和技术的进步,移动通信业务由单纯地满足用户的通讯需求逐步变为满足包括工具性、消费性和娱乐性在内的多元化需求。随着 3G 技术的普及,移动增值业务将成为各大运营商的业务重点,与定位服务相关的产品如“手机地图”、“手机导航”等将是移动通信运营商能够提供给用户的主要增值服务之一。

IDC 认为,未来 2-3 年将会是我国 LBS 市场的重要转折阶段,整个市场将会启动,并进入快速发展时期。预计到 2013 年,我国基于移动通信技术的 LBS 服务市场总收入将达到 13.2 亿元左右的规模,2009-2013 年年均复合增长率高达 56.15%。

图 6 2009-2013 年中国 LBS 市场预测



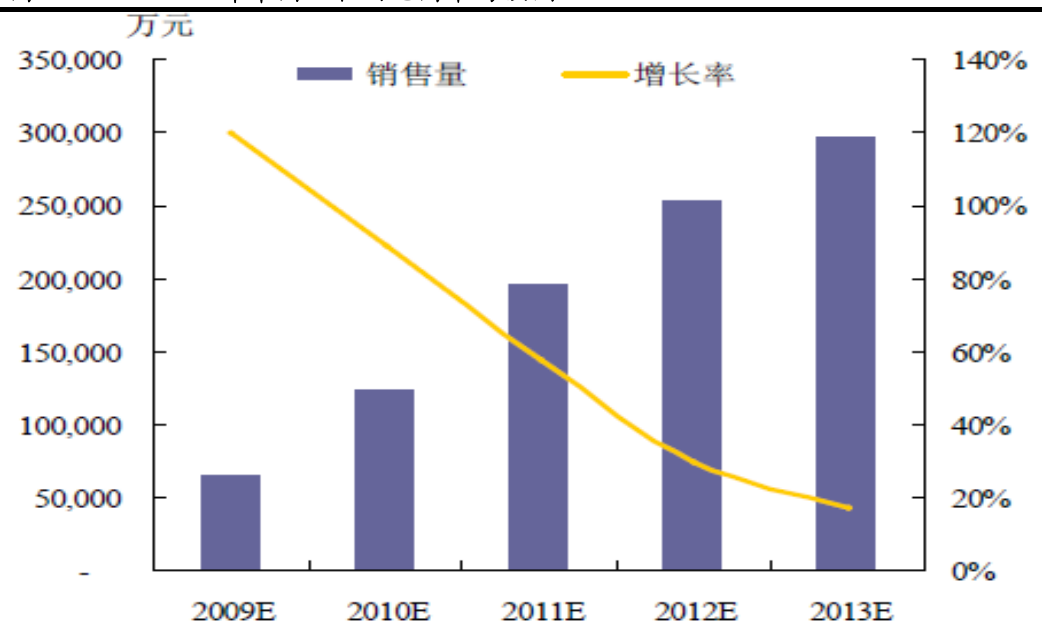
数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券

近年来,我国公众对地图信息的需求以及地图信息获取方式经历了巨大的变化。由于国内基础设施建设的快速发展,以及跨地区人口流动日益频繁,人们对地图信息的需求也随即越发强烈。互联网搜索引擎和在线地图的结合,使得人们逐步摆脱了纸质地图的不便,而融合了多元化 POI 信息的互联网地图服务,能更有效地满足公众需求。

2008 年末我国互联网用户规模达 2.98 亿人,居世界首位,我国互联网用户的庞大规模和未来发展的巨大潜力为互联网地图市场的发展奠定了坚实基础。同时,动态交通的应用以及新地图服务形式(街景地图、3D 地图)的不断出现将大大提高互联网地图用户的粘性。2008 年是互联网地图服务用户增长的高峰期,其在整体网民中的覆盖率将由不足 40% 增长为近一半,预计到 2012 年,绝大部分网络用户将同时是互联网地图用户。

虽然目前国内互联网地图服务市场已产生了一定的收入,但从国内外经验来看,依然还没有一个成熟的、可持续的商业模式,相信随着商业模式的逐步清晰与完善,互联网地图服务市场将逐步启动。公司预计,到 2013 年中国互联网地图服务市场规模将超过 29.8 亿元。

图 7 2009-2013 年中国互联网地图市场预测

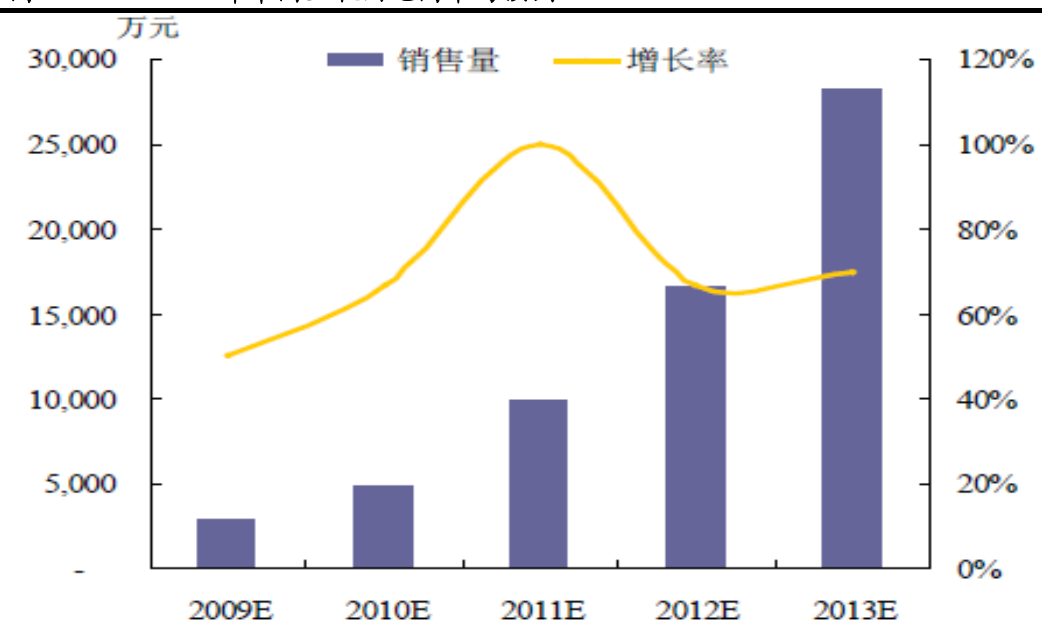


数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

随着社会的快速发展，公众出行需求日益增长，道路拥堵、出行困难、交通效率低下等问题日益突显。根据《2007 年交通信息中心需求调研报告》中的数据显示，有 56%~71% 的居民对动态交通信息有需求。2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会的举办，成为中国动态交通信息服务市场发展的重要契机。

随着整车厂商、PND 生产厂商、车载导航系统生产商等各方的介入，动态交通信息服务用户数量将高速增长，预计到 2013 年，付费用户数量将达到约 800 万人，市场容量有望达到 2.84 亿元，年均复合增长率达到 75.39%。

图 8 2009-2013 年中国互联网地图市场预测



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

综合来看，目前全球导航产业正处于快速成长阶段，未来 5 至 8 年将以每年 35% 左右的高速度增长，这意味着到 2012 年，世界导航电子地图市场的规模将达到 35 亿美元。

同样地，导航电子地图产业在我国也具有很大的市场潜力，根据对车载导航、消费电子导航和电子地图服务三大市场的分析，在合理的假设的条件下，预计 2009 年我国导航电子地图市场规模为 8.3 亿元，到 2013 年将达到 26.8 亿元，年均复合增长率达 33.9%。

表 5 我国导航电子地图市场规模综合预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
车载导航	41,650	52,930	70,400	95,040	132,000
消费电子导航	33,269	43,850	61,955	81,192	94,206
电子地图服务	8,527	16,016	26,445	34,983	41,792
合计	83,446	112,796	158,800	211,215	267,998

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

4、盈利预测

表 6 预测公司利润表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	18,515	32,556	42,806	56,093	78,923	102,781
营业收入	18,515	32,556	42,806	56,093	78,923	102,781
二、营业总成本	11,528	22,652	29,570	38,619	53,789	69,496
营业成本	1,711	2,364	3,708	5,048	7,261	9,661
营业税金及附加	293	481	587	769	1,082	1,410
销售费用	1,081	2,094	2,852	3,730	5,240	6,804
管理费用	8,531	17,916	22,439	29,168	40,645	52,418
财务费用	-122	-222	-761	-841	-1,184	-1,542
资产减值损失	34	19	744	744	744	744
三、其他经营收益						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	6,986	9,905	13,236	17,474	25,133	33,285
加：营业外收入	1,874	3,594	4,095	4,095	4,095	4,095
减：营业外支出	12	62	32	32	32	32
五、利润总额	8,848	13,436	17,300	21,537	29,197	37,348
减：所得税	563	1,277	2,463	3,231	4,380	5,602
六、净利润	8,285	12,159	14,837	18,307	24,817	31,746
减：少数股东损益	156	-32	1,219	0	0	0
归属于母公司的净利润	8,129	12,191	13,618	18,307	24,817	31,746
七、每股收益						
每股收益（全面摊薄）	0.20	0.30	0.34	0.46	0.62	0.79

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

5、估值定价

表 7 可比上市公司市盈率

证券简称	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2009PE	2010PE	2011PE
远光软件	0.58	0.71	0.93	51.03	41.92	31.75
海隆软件	0.27	0.35	0.42	85.33	66.04	55.11
川大智胜	0.54	1.06	1.56	85.19	43.60	29.52
久其软件	0.82	1.24	1.63	66.49	43.74	33.17

新世纪	0.87	0.92	1.11	60.52	57.12	47.26
联信永益	0.90	0.85	1.10	57.24	60.48	47.04
银江股份	0.78	0.94	1.43	67.03	55.87	36.66
超图软件	0.56	0.60	0.83	67.12	63.14	45.42
中国软件	0.07	0.42	0.64	332.71	55.99	36.62
用友软件	0.97	0.72	0.94	36.96	49.47	37.98
东软集团	0.68	0.81	1.03	42.47	35.71	28.13
浪潮软件	0.16	0.24		93.06	60.87	
浙大网新	0.04	0.15	0.20	215.50	59.16	42.89
宝信软件	0.77	1.00	1.20	42.94	33.20	27.48
平 均				93.11	51.88	38.39

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

我们预计公司 10-12 年全面摊薄每股收益为 0.46 元、0.62 元和 0.79 元。如上表所示，行业内可比上市公司 09 年平均市盈率为 93 倍，10 年的动态市盈率为 52 倍。我们认为公司对应 10 年合理市盈率在 46-52 倍之间，建议一级市场询价区间为 21.16-23.92 元。

6、风险提示

业务集中风险

公司的主要产品是导航电子地图，且目前营业收入主要来自于车载导航和消费电子导航两个领域，这两个领域的营业收入占公司营业收入比重 90%以上。公司的经营业绩很大程度上取决于车载导航产品和消费电子导航产品的需求状况。如果公司的客户不能成功地开发和推销内置公司地图数据的新产品和服务，或者不能够开发和推销出在功能、价格和质量等方面满足消费者需求的产品和服务，导致车载导航产品和消费电子导航产品的需求减少或停止增长，则公司的收入和未来发展前景将受到负面影响。

客户集中风险

公司前五大客户的销售收入占公司营业收入的 70%左右。公司在车载导航产品领域的主要客户是丰田、本田和大众等汽车制造商及其车载导航设备供应商，在消费电子产品领域的主要客户是 Nokia 等移动通信终端制造商及 Garmin 等 PND 生产厂商。虽然近年来公司的客户基础逐步扩大，但预期未来收入仍将主要集中于有限的客户。如果公司损失一名或多名此类客户，或此类客户减少对公司的订单，则可能会对本公司的业务、营运及财务状况产生不利影响。

行业竞争加剧的风险

国家测绘局规定只有具备导航电子地图制作资质的企业才能合法从事导航电子地图制作业务，目前我国已有 11 家单位具备该项资质。随着 GPS 技术产业化的深入，以及未来国家可能进一步放开导航电子地图市场，更多的竞争者可能会进入导航电子地图行业。竞争对手的增加可能会在市场份额、产品定价和提高产品质量等方面对公司造成压力。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			