

计算机应用

## 四维图新 (002405.SZ) / 36.10 元

# 公司战略清晰，基本面优秀

### 事项

近日，我们对四维图新进行了调研。

### 主要观点

- 公司主营业务经营稳健，一季度营收同比增长 51.99%。**10 年一季度，国内汽车销量同比增长 72%，公司车载导航业务实现收入 8,634 万元，同比大幅增长 165%，带动公司一季度营收同比增长 51.99%。
- 前装导航市场增长稳健，1.6 以上排量轿车渗透率持续提升。**导航车销量由 06 年的 14.7 万辆上升至 09 年的 50.5 万辆，三年复合增长率约为 51%。从世界范围看，中国前装导航车渗透率还很低，市场空间依然巨大。
- 车厂进行小排量车前装导航项目，想象空间巨大。**1.6 以下排量汽车近年来增长迅速，08 年起其销量及增速均已超过大排量的中高档汽车。目前各车厂正在针对 1.6 以下排量汽车筹备 Low Cost 前装导航项目，如推行成功则前装导航车渗透率将大幅提升，为上游地图供应商提供巨大市场空间。
- GPS 手机市场井喷增长，手机导航地图业务成为公司业绩看点。**GPS 手机销量由 07 年的 127 万部上升到 09 年的 739 万部，两年复合增长率 141%。09 年 GPS 手机占手机总销量的 4.7%，仍有巨大市场空间。GPS 手机市场品牌集中度高，诺基亚市场份额一家独大，公司作为诺基亚的地图供应商受益明显。
- 公司战略清晰，抢占先机。**从长期来看，车载前装市场和 GPS 手机市场将对中端的改装和后装(PND)市场进行挤压，公司在前装和 GPS 手机市场与客户建立了紧密的合作关系，市场份额均已达到 70%左右，为长期发展奠定了坚实的基础。
- 预测 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.75 元和 0.95 元。

### 风险提示:

- 大客户集中风险。**公司 09 年第一大客户诺基亚的采购金额占公司全年营收 27%，诺基亚对手机地图的采购策略和其在 GPS 手机市场的表现将直接影响公司收入和战略实施。
- 市场竞争风险。**公司主要竞争对手高德软件今年发展迅速，对公司业务构成潜在威胁。

研究员：高利

联系人：张帆 梁上

Tel: 010-59370830

Email: zhangfan@hczq.com

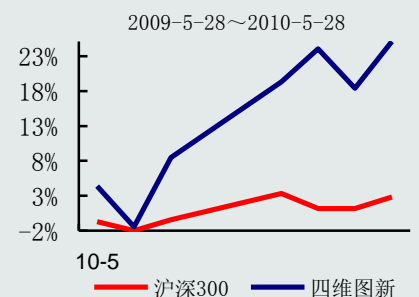
### 投资评级

投资评级：不评级  
评级变动：不评级

### 公司基本数据

总股本(万股)	40023
流通 A 股/B 股(万股)	4480/0
资产负债率(%)	17.41
每股净资产(元)	1.40
市盈率(倍)	106.10
市净率(倍)	25.79
12 个月内最高/最低价	37.4/26.01

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《新互联网地图行业标准印发》

2010-05-18

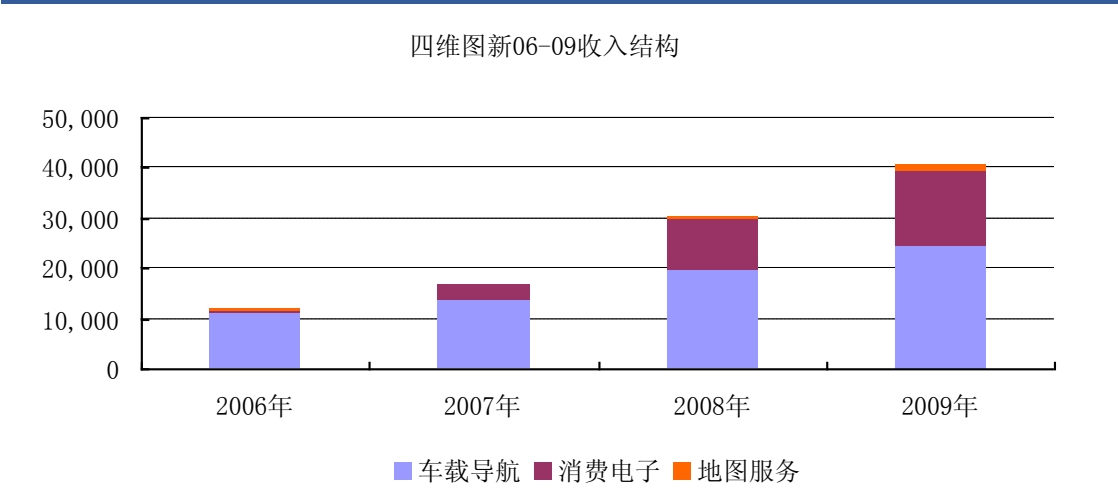
《行业龙头企业 GPS 手机地图业务将井喷增长》

2010-04-29

## 一、 公司业务看点是 GPS 手机业务和车载前装业务：

公司专业从事导航电子地图产品的研发、生产、和销售，按照应用领域主要分为车载前装导航地图、消费电子导航地图和电子地图服务三部分。其中车载导航地图业务为公司的主要收入来源，消费电子业务因 GPS 手机的爆发而增长迅速，电子地图服务领域目前尚处于商业模式探索阶段。

图表 1 2006-2009 年公司收入结构(万元)



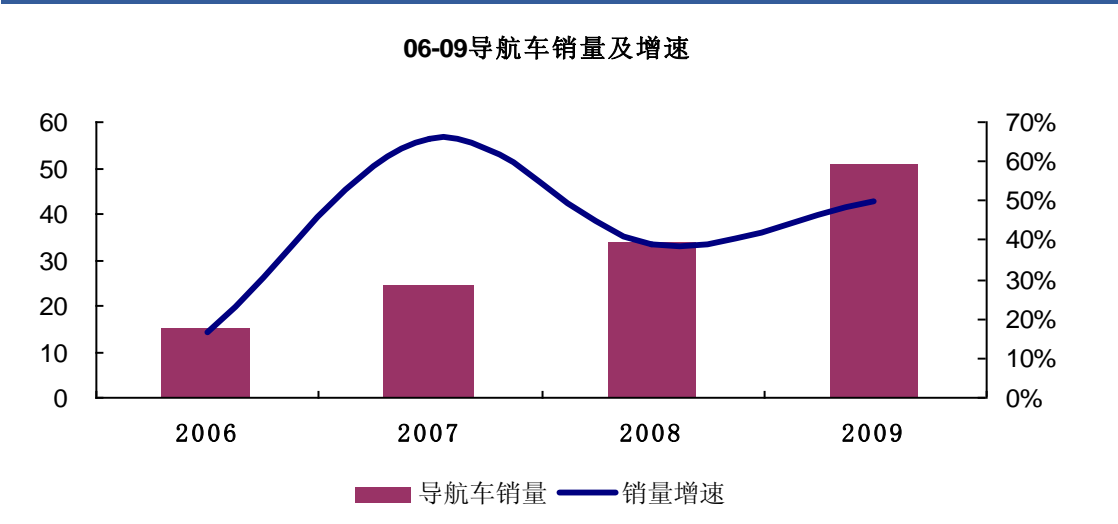
数据来源：招股说明书 华创证券研究所

## 二、 车载前装业务成长性确定：

### 1. 前装市场增速较快，中高档轿车渗透率不断提高：

国内车载导航市场近年来增长迅速，销量由 06 年的 14.7 万辆上升至 09 年的 50.5 万辆，三年复合增长率约为 51%。09 年中国市场导航车渗透率为 3.7%，此数据 07 年在日本、西欧和北美分别为 79%、13%和 10.2%，市场空间依然巨大。

图表 2 2006-2009 年中国前装导航车销量(万辆)

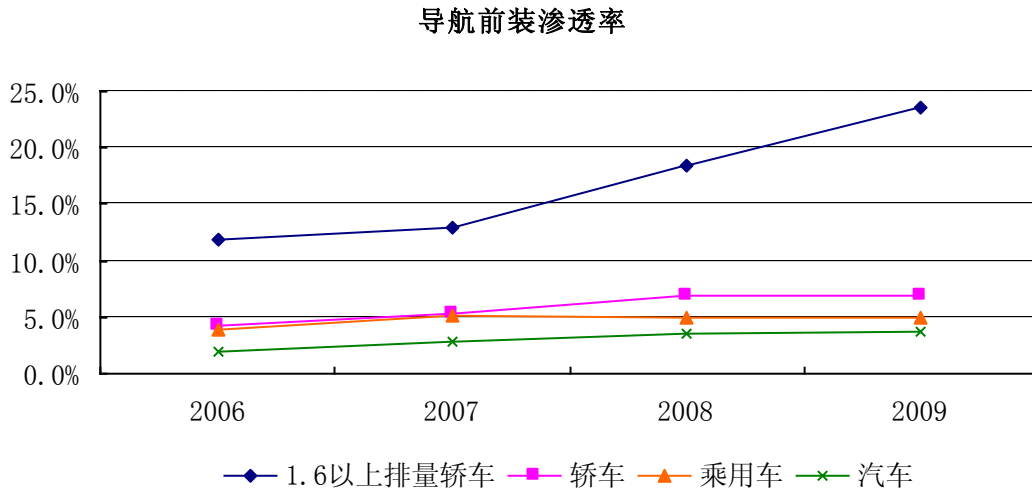


数据来源：华创证券研究所

## 2. 车厂筹备小排量汽车前装项目，想象空间巨大：

目前，车载导航的前装市场主要集中于 1.6 以上排量的中高档轿车，而对 1.6 以下排量的小排量车基本没有装配。

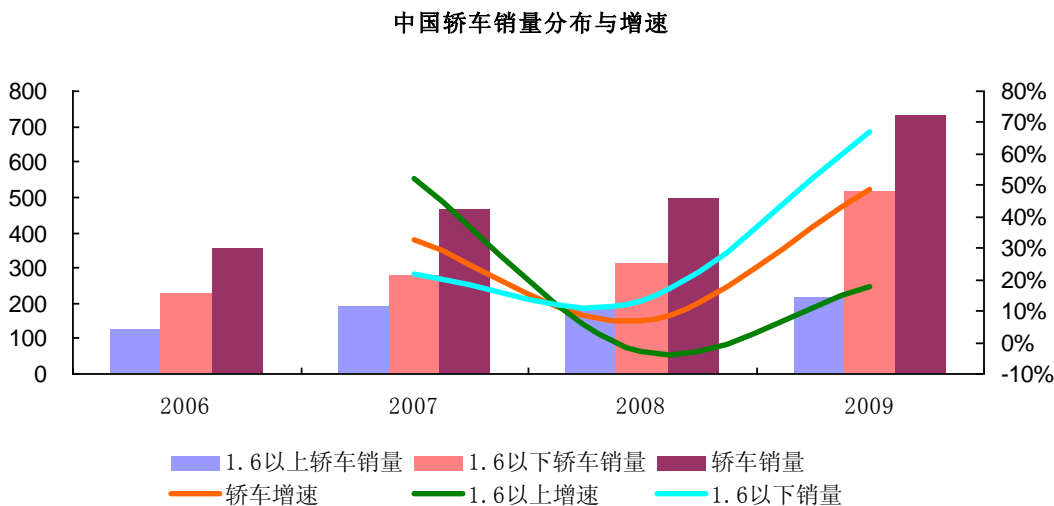
图表 3 2006-2009 年中国市场车载前装导航渗透率



数据来源：华创证券研究所

近年来中国小排量轿车放量增长，08 年以来销量和增速均已超过中高档轿车。针对这一市场状况，各车厂均启动了针对低端轿车导航前装的 Low Cost 项目，如推行成功则导航车的渗透率将有大幅提升，这为上游的导航地图提供商提供了巨大的想象空间。

图表 4 2006-2009 年中国轿车销量分布(万辆)

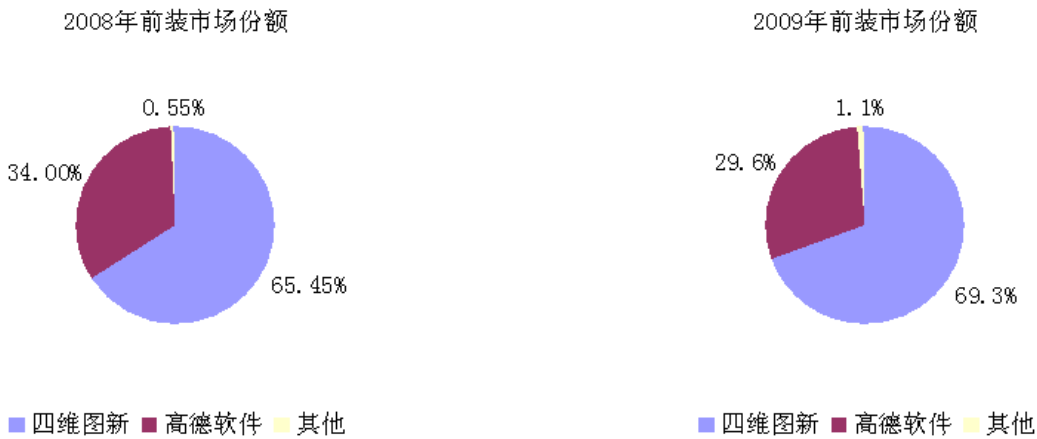


数据来源：华创证券研究所

## 3. 公司市场份额占据优势，前装市场竞争能力强：

在前装导航市场，据 Frost&Sullivan 调查，公司 03 年起市场占有率已连续 7 年超过 60%，市场份额占据绝对优势。目前公司的主要竞争对手为高德软件，两家公司垄断了 98% 以上的市场份额。

图表 5 2008、2009 年前装导航市场份额



数据来源: Frost&Sullivan 华创证券研究所

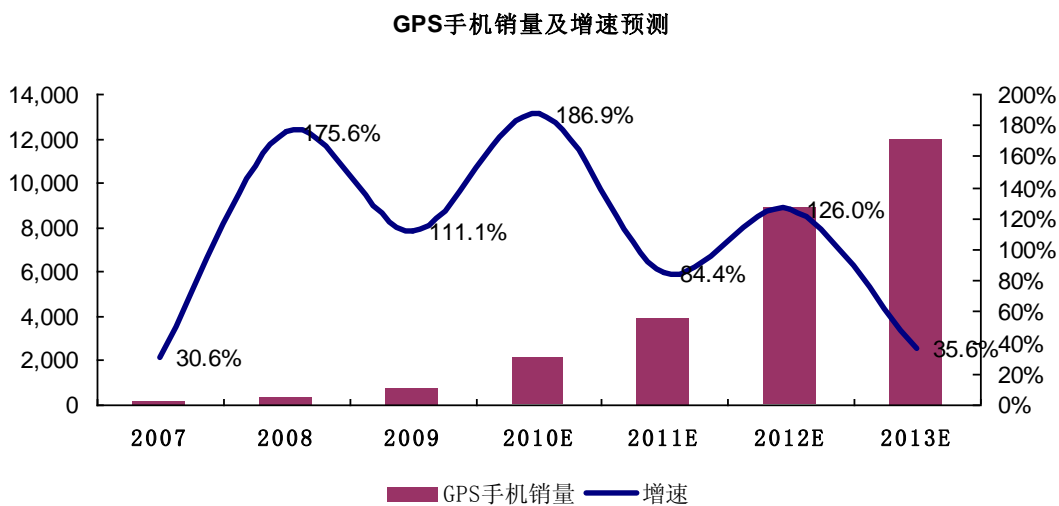
车载导航前装市场由车厂主导，电子地图的采购需经过车厂严格的认证过程，具有门槛高、周期长等特点，一旦形成合作关系则较为稳定。目前情况下，我们认为第三家公司很难有机会进入前装市场，现有的两家公司将独享市场增长带来的受益。

### 三、 GPS 手机业务呈现井喷式增长：

#### 1. GPS 手机销量井喷式增长：

国内 GPS 手机市场于 07 年启动，随着 GPS 芯片价格进一步下降和智能手机普及率提高，GPS 手机销量由 07 年的 127 万部上升到 09 年的 739 万部，复合增长率 141%，呈现井喷式增长。

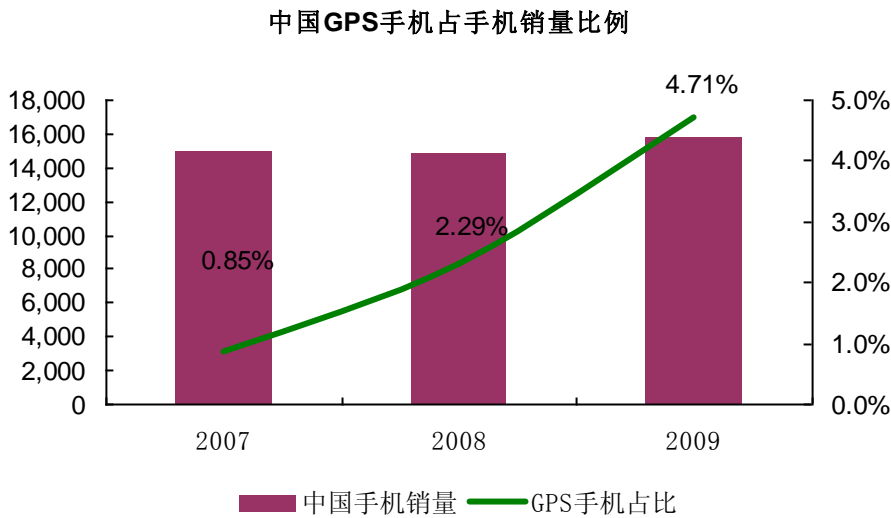
图表 6 2007-2013 年中国 GPS 手机销量及预测(万部)



数据来源: 易观国际 华创证券研究所

07 年至 09 年中国手机销量由 1.49 亿上升至 1.57 亿部，GPS 手机占比由 0.85% 上升至 4.71%，仍有巨大市场空间。据易观国际预测，未来三年中国 GPS 手机销量仍将保持爆发式增长。

图表 7 2007-2009 年 GPS 手机占手机总销量比例(万部)

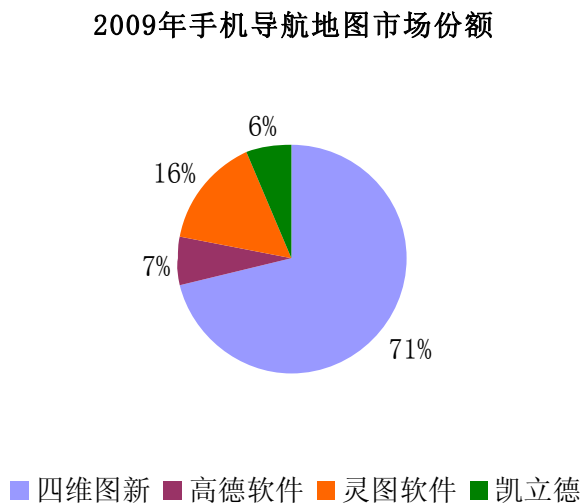


数据来源：易观国际 华创证券研究所

**2. 手机导航地图市场份额集中，公司依靠与诺基亚的合作关系占据绝对优势：**

从手机品牌上看，GPS 手机市场份额较总体手机市场更加集中，08 年诺基亚在 GPS 手机市场的市场份额为 46%，远远高于其他手机品牌。GPS 手机放量增长的同时，诺基亚在 GPS 手机的市场占有率也迅速提高，公司作为诺基亚手机的地图供应商从中受益颇多，据 In-stat 调查，09 年公司在 GPS 手机地图领域以 71% 的市场份额居首位。

图表 8 2009 年手机导航地图市场份额



数据来源：In-Stat 华创证券研究所

**四、 公司战略清晰，抢占先机：**

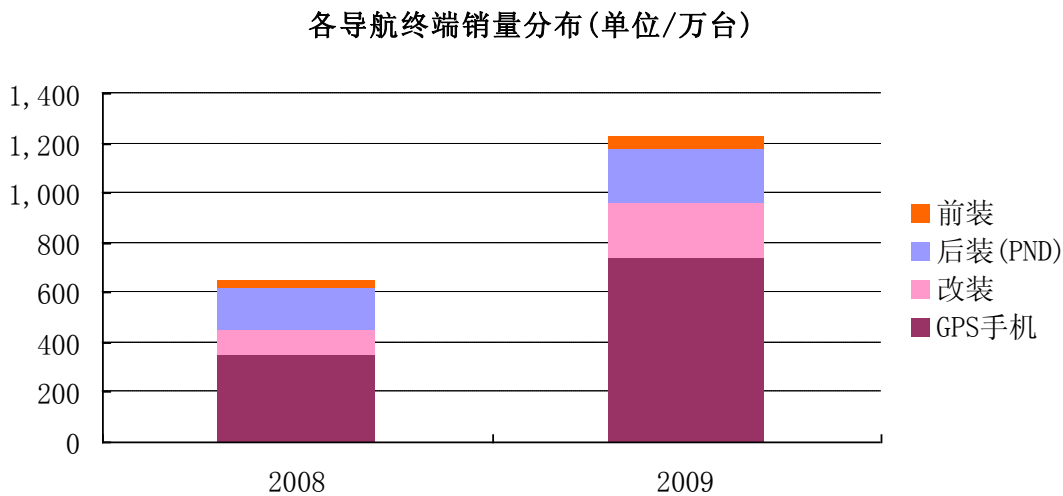
**1. 导航市场四部分情况各异：**

目前导航市场主要包括前装、改装、后装(PND)、GPS 手机四部分，按照终端销售数量计算，08、09 年前装销量最小、GPS 手机销量最大；按照对图商的附加值衡量，前装地图附加值远高于其他部分，GPS 手机附加值最小。

在下游厂商方面，前装市场下游为大众、丰田等各大车厂，GPS 手机市场下游为诺基亚等手机巨头，后装(PND)和改装市场下游则成分散状态，厂商众多而竞争激烈。

我们认为，随着前装导航设备价格下降和居民消费水平的提升，前装市场的渗透率会逐步提升，对后装(PND)和改装市场形成挤压；与此同时，随着手机屏幕的增大和价格进一步下降，GPS 手机对 PND 市场的挤压作用会越来越明显。

图表 9 2008、2009 年各导航终端销售数量分部(万台)



数据来源：华创证券研究所

## 2. 公司战略清晰，在最具潜力的市场占据绝对优势：

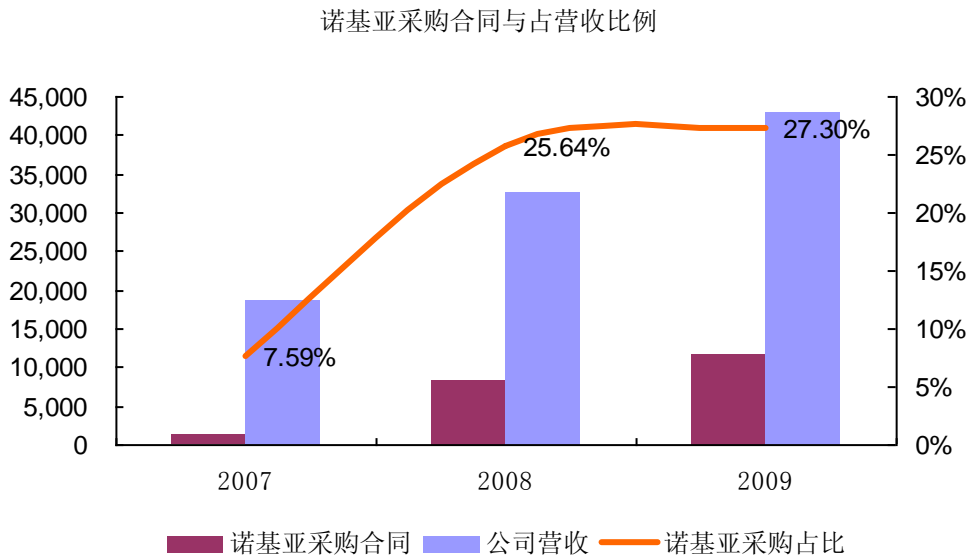
公司集中发力车载前装市场和 GPS 手机市场，与大客户保持紧密合作关系，在两个细分市场均形成了 70%左右的市场份额，为长期的市场竞争奠定了坚实的基础。

## 五、 风险提示：

### 1. 大客户集中的风险：

公司 09 年的第一大客户为诺基亚，其采购合同实现的收入占公司营收比例约 27%，且公司手机导航地图的市场份额主要由诺基亚的 GPS 构成，一旦诺基亚更换地图供应商或其销量大幅下滑将为公司带来营收和市场份额下降的风险，也会对公司的战略实施产生影响。

图表 10 2007-2009 年诺基亚采购合同实现收入占公司收入比例(万元)



数据来源：招股说明书 华创证券研究所

## 2. 市场竞争风险:

公司的主要竞争对手为高德软件，后者于 2001 年成立，2004 年获得导航电子地图制作资质。高德软件近年来发展迅速，08、09 年在前装领域的市场份额分别为 34%和 29.6%，09 年在手机导航地图领域市场份额为 7%，对公司构成潜在威胁。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	429	2554	2919	3374
现金	340	2447	2774	3175
应收账款	63	73	98	138
其它应收款	17	22	29	39
预付账款	9	11	16	20
存货	1	1	2	2
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	175	138	89	34
长期投资	3	2	2	2
固定资产	41	26	15	3
无形资产	32	-8	-58	-102
其他	99	119	130	131
<b>资产总计</b>	603	2692	3008	3408
<b>流动负债</b>	94	107	115	129
短期借款	0	0	0	0
应付账款	13	14	22	27
其他	81	93	93	102
<b>非流动负债</b>	11	11	12	11
长期借款	0	-1	-1	-1
其他	11	13	13	12
<b>负债合计</b>	105	118	127	140
少数股东权益	18	24	33	40
股本	344	400	400	400
资本公积金	0	1806	1806	1806
留存收益	136	344	642	1021
归属母公司股东权益	480	2550	2848	3228
<b>负债和股东权益</b>	603	2692	3008	3408

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	209	256	297	355
净利润	148	213	308	387
折旧摊销	71	59	65	62
财务费用	-8	-24	-45	-51
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-10	-0	-32	-42
其它	8	8	1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-136	-32	-14	-5
资本支出	88	0	0	0
长期投资	-31	-1	1	-0
其他	-79	-33	-13	-5
<b>筹资活动现金流</b>	-59	1883	45	51
短期借款	-6	-0	0	0
长期借款	0	-1	0	0
普通股增加	0	56	0	0
资本公积增加	0	1806	0	0
其他	-53	23	45	51
<b>现金净增加额</b>	17	2107	327	401

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	428	585	815	1053
营业成本	37	50	70	91
营业税金及附加	6	6	6	6
营业费用	29	39	54	69
管理费用	224	314	433	562
财务费用	-8	-24	-45	-51
资产减值损失	7	3	3	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	132	197	294	371
营业外收入	41	52	65	80
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	173	249	359	451
所得税	25	35	51	64
<b>净利润</b>	148	213	308	387
少数股东损益	12	6	9	7
<b>归属母公司净利润</b>	136	208	299	379
EBITDA	196	232	314	382
EPS (元)	0.40	0.52	0.75	0.95

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.5%	36.6%	39.4%	29.1%
营业利润	33.6%	49.1%	49.0%	26.2%
归属母公司净利润	11.7%	52.4%	43.9%	27.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	91.3%	91.4%	91.4%	91.4%
净利率	31.8%	35.5%	36.6%	36.0%
ROE	28.4%	8.1%	10.5%	11.7%
ROIC	65.0%	119.9%	202.8%	296.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.4%	4.4%	4.2%	4.1%
净负债比率	1.14%	-0.93%	-0.87%	-0.79%
流动比率	4.55	23.90	25.37	26.20
速动比率	4.54	23.89	25.36	26.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.77	0.35	0.29	0.33
应收帐款周转率	9	9	10	9
应付帐款周转率	4.12	3.70	3.86	3.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.34	0.52	0.75	0.95
每股经营现金	0.52	0.64	0.74	0.89
每股净资产	1.20	6.37	7.12	8.06
<b>估值比率</b>				
P/E	88.47	67.50	46.92	36.95
P/B	25.08	5.49	4.92	4.34
EV/EBITDA	60	50	37	31



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801