

2010年1-9月业绩预告上修点评

事件:

公司发布2010年度1-9月业绩预告的修正公告,将前次的归属上市公司股东净利润同比增长55%-85%预计,上调至同比增长85%-105%。

点评:

业绩上调源于消费电子领域产品销售收入增长超出原预期

公司消费电子领域产品主要包括便携式导航设备(PND)和GPS手机,此次收入超预期增长即主要来源于GPS手机产品——新客户及原有客户更多型号产品装载电子地图导航系统。

我们认为,长期而言,PND由于功能相对单一,且增值应用潜力小于手机和平板电脑,市场价格和销量将不断走低,直至被其他移动终端设备所替代;而随着触摸屏、GPS模块等相关零部件成本稳步下降,以及移动设备电池续航能力不断提升,将有越来越多的手机和平板电脑具备导航功能,从而加速电子地图导航的普及。

公司2009年在GPS手机市场的份额为71.71%,处绝对领先地位。而根据此前易观国际的预计,2010年国内GPS手机销量将达2120万部,至2013年复合增长率或高达54.17%。公司在GPS手机上的绝对领先地位及积极开拓态度,将确保公司获得消费电子导航产品行业的绝大多数增长。

与阿尔派合作或于2012年起对公司盈利产生正面积积极影响

公司控股子公司上海纳维今年9月20日就向阿尔派(中国)许可中国大陆、香港、澳门车载导航用电子地图数据的事宜与后者达成了《数据许可协议》,协议涉及的车型为欧系。

尽管因处开发阶段,该协议对公司今明两年的财务状况将无重大影响,但若协议得以顺利履行,将对公司自2012年起的若干年内的财务状况和盈利水平产生正面积积极影响。

维持“推荐”评级

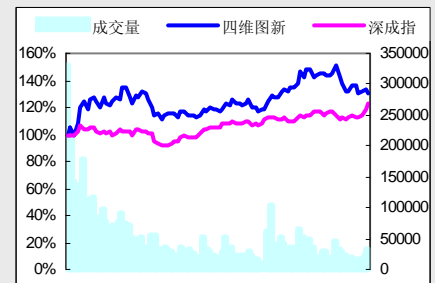
公司去年1-9月的基本每股收益为0.25元,按照85%-105%增幅,意味着今年前三季基本每股收益为0.40-0.44元;上调公司2010-12年营收预测至6.70亿、9.24亿和13.77亿元,对应每股收益亦分别上调至0.591、0.833和1.219元,给予“推荐”评级。

四维图新(002405)

投资评级: 推荐

市场表现

截至2010.10.11



市场数据

截至2010.10.11

A股收盘价(元)	37.43
10年预测市盈率	71.18
上市以来最高价(元)	45.05
上市以来最低价(元)	26.01
三个月来涨跌幅	11.76%
相对行业涨跌幅	5.35%
相对大盘涨跌幅	-12.90%
总市值(亿元)	149.81
流通A股市值(亿元)	20.96

李振宇

执业证书号: S1490210030001

郑及游

执业证书号: S1490110040004

电话: 010-5856 8096

邮箱: zhengjiyou@hrsec.com.cn

中国导航电子地图市场发展空间巨大

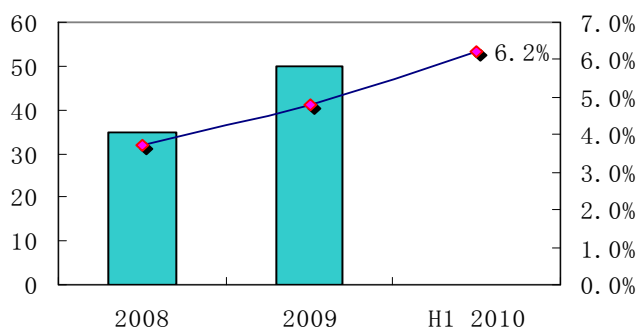
中国导航产业起步于2002年，因存量汽车数量巨大，且销售增速持续维持高位，目前车载导航市场处于快速增长阶段，消费电子导航市场处于爆发增长期，基于移动通信技术的LBS服务、互联网地图服务、动态交通信息服务市场则处于市场导入期。

车载导航渗透率6.2%，远低于日本的85%和欧美的25%，发展空间巨大

中国汽车工业协会数据显示，中国自2003年以来汽车销量持续增长，2009年在“汽车下乡”等政策推动下，更获得45.46%的增长，达到1,364.48万辆，进入2010年，汽车销量继续延续快速增长态势，至7月已达到1,026.02万辆，同比增长42.81%。截至7月，全国汽车保有量已达到约7,490.11万辆水平。

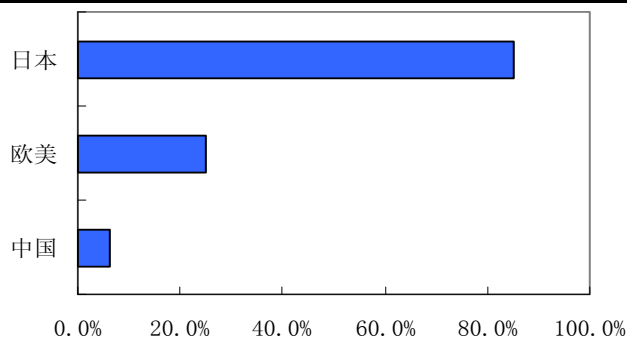
尽管如此，中国汽车前装导航渗透率依然很低。根据Frost & Sullivan调查数据，2003年以来，我国导航车销量和新车装配率逐年快速增长，2008年导航车销售量达34.65万辆，但新车装配率仍然只有3.7%，2009年小幅增至4.8%。今年上半年，国内新车装配率继续上升至约6.2%，呈加速普及态势，但相比目前日本的约85%和欧美的约25%渗透率，增长空间仍十分巨大。未来随汽车导航走向低端，导航应用的普及率将进一步提升，四维图新预计，到2013年国内汽车车载导航系统销售量将达到132万台。

图表 1：中国新车装配率加速走高



数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

图表 2：与日本、欧美新车装配率差距



未来三年 PND 和 GPS 手机销量年均复合增速或达 15% 和 61%

消费电子导航设备包括 PND 和 GPS 手机两大类，从日本和欧美的发展情况看，消费电子导航设备与车载导航设备存在较强的替代关系，但目前我国存量汽车和新车销售均处高位，从而亦给消费电子导航设备带来很大的发展空间。

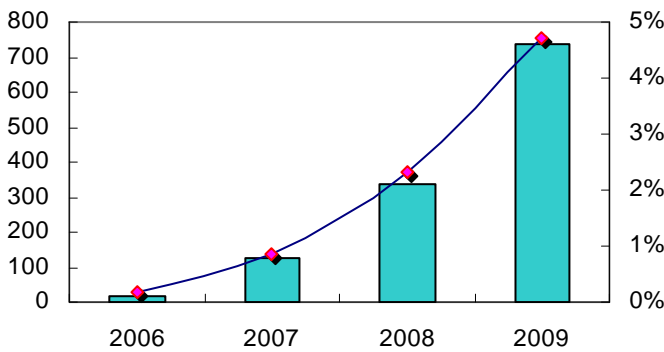
2006 年之前，国内 PND 受生产成本限制，价格让多数消费者望而却步，但后随民用导航发展，PND 生产成本大幅下降，并逐渐进入广阔的日常消费领域。

尽管如此，面对越来越多配备电子地图功能智能手机的竞争，以及消费者需求

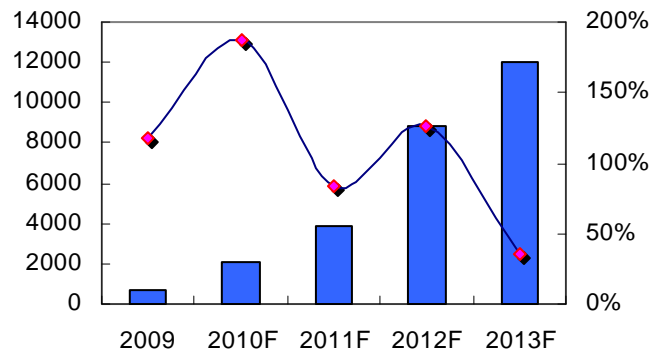
不断提升，单纯提供导航功能的 PND 生存空间正不断缩小，PND 推出增值服务已势在必行，且未来或将决定其存亡，从 2009 年看，搭载 CMMB、游戏、GPRS 等是 PND 产品的重要增值服务手段，但这或将拖累 PND 行业毛利率进一步走低。

GPS 手机方面，2005 年之前，中国 GPS 手机产品尚处于概念性产品阶段，后随集成化 GPS 芯片技术的成熟，GPS 应用从 PND 逐渐移植到手机上；2007 年，GPS 开始作为一个支持导航服务的特色功能被许多厂商应用于手机产品中，比如 Nokia 推出了带导航功能的 N95 和 6110。

图表 3：GPS 手机销量与占比（单位：万台）



图表 4：国内 GPS 手机销量预测（单位：万台）



数据来源：In-Stat、易观国际、华融证券

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 统计，2006 年中国 GPS 手机销售量为 20 万部，2007 年达到 127 万部，2008 年进一步增长到 340 万部，2009 年预计超过 500 万部，易观国际估算为 739 万部，但占当年手机销量比例仅 4.72%，尚有巨大发展空间。易观国际预计，2010 年国内 GPS 手机销量将达 2120 万部，至 2013 年复合增长率或高达 54.17%。

电子地图服务市场处于导入期，将迎来快速发展

目前国内电子地图服务市场主要包括基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图市场和动态交通信息服务市场，且均处于导入期。

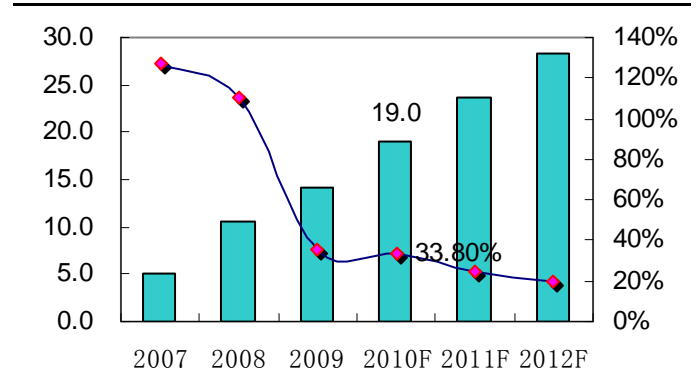
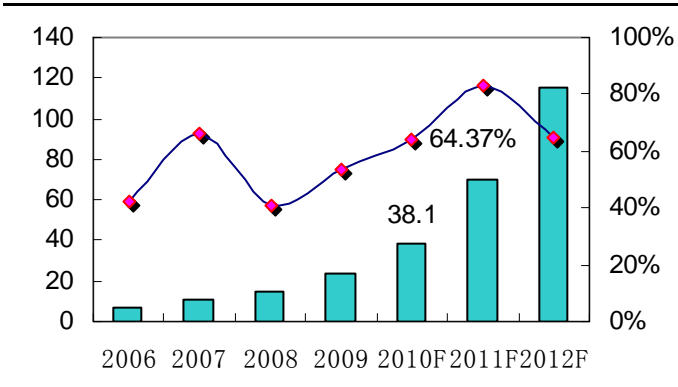
伴随全球 3G 热潮，LBS 以其鲜明的移动性、实用性、及时性和认证性，成为移动增值服务新的亮点，2005 年中国联通利推出语音导航业务后，又推出“导航犬”业务，中国移动则在 2007 年推出了手机地图业务，同年底又推出了手机导航业务。Frost & Sullivan 调查数据显示，2009 年我国 LBS 市场规模 23.18 亿元。预计在 3G 带来的无线传输速度大幅提升及用户使用习惯逐渐建立推动下，LBS 市场规模仍将延续快速发展。Frost & Sullivan 预计，2010 年中国 LBS 市场规模将达 38.1 亿元，同比增长 64.37%，至 2012 年将达 115.22 亿元，年均复合增速 49.32%。

2005 年开始，国内互联网地图市场逐渐形成，各大网站纷纷推出了地图搜索服务。国内第一家专业地图搜索网站 Mapbar 于 2005 年 1 月投入运营，其后百度和谷歌于同年 9 月份推出基于地图的本地服务。目前，互联网地图市场的收入模式

主要包括地图服务运营商为互联网服务商提供地图获得营收、行业项目(定制地图)营收、企业标注营收和其他广告收入。据 iResearch 统计, 2009 年中国互联网地图服务市场规模达 14.2 亿元, 预计至 2012 年将达 28.4 亿元, 年均复合增速 18.92%。

图表 5: 中国移动位置服务市场规模 (单位: 亿元)

图表 6: 中国互联网地图市场规模 (单位: 亿元)

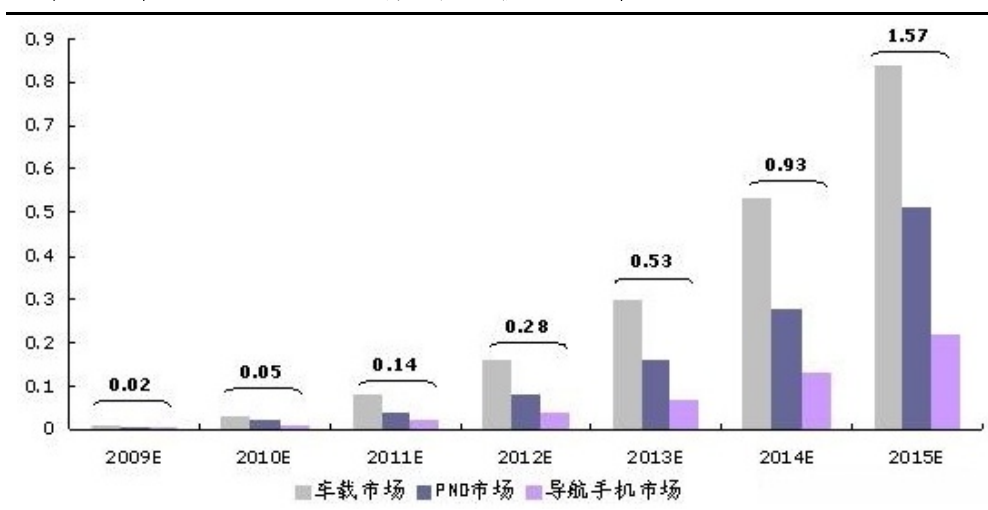


数据来源: Frost & Sullivan、iResearch、华融证券

动态交通信息服务方面, 中国目前的城市化发展及汽车销量高速增长不断造成城市交通拥堵, 尽管政府加大道路交通投资, 交通拥堵问题仍持续恶化, 并因此造成巨大经济损失, 在该种环境下, 动态交通信息服务市场有望获得良好发展契机。

从信息来源来看, 目前浮动车、手机信号等已开始作为动态交通信息服务的重要交通信息源; 从信息接收来看, 车载导航、手持导航仪以及导航手机、互联网等都已成为接收载体。随国内动态交通信息产业商业化的开始, Frost & Sullivan 预计, 2012 年中国动态交通信息服务市场规模有望达到 2.7 亿元; 用户数量方面, Frost & Sullivan 预计, 2009 年中国动态交通信息服务用户为 2 万人, 但到 2015 年将增至 157 万人, 年均复合增速增长率 86.51%。

图表 7: 中国动态交通信息服务用户规模预测 (单位: 百万人)



数据来源: Frost & Sullivan、华融证券

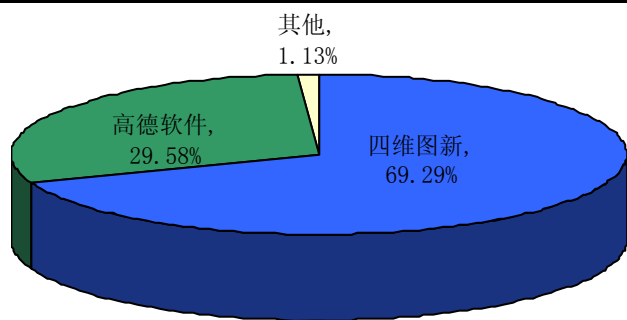
四维图新领先地位难被撼动

因地图数据库建设周期长，投入资金大，且主要客户如汽车制造厂商等的导航系统设计周期很长、认证复杂，更换电子地图供应商比较困难等因素，导航电子地图存在明显的自然垄断特征，先入的地图供应商有较为明显的优势。

同时，根据《中华人民共和国测绘法》规定，从事测绘活动企业应依法取得由国家测绘局颁发的包括导航电子地图制作业务范围在内的甲级测绘资质。国家测绘局资料显示，目前国内取得甲级资质的企业共有11家，而其中从事电子地图绘制的企业仅有7家，且只有四维图新等两家单位能够提供高端的导航电子地图产品，这又进一步导致国内电子地图行业的较高集中度。

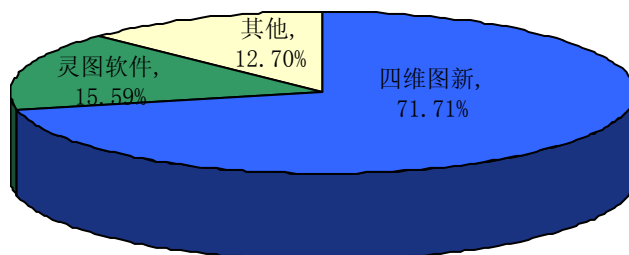
Frost & Sullivan 调查数据显示，2009年，国内前装车载导航地图行业四维图新和高德软件两家独大，共占据98.87%的市场份额；GPS手机导航地图行业则由四维图新、灵图软件、高德软件和凯立德分据，其中四维图新占据71.71%份额。

图表 8：前装车载导航地图行业集中度

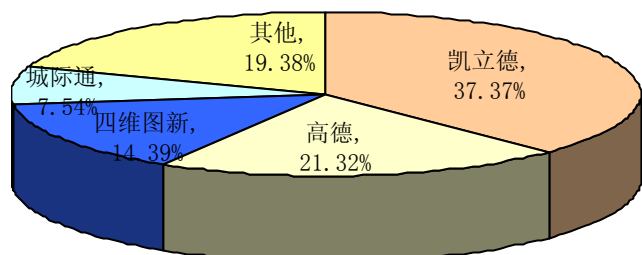


数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

图表 9：GPS手机导航地图行业集中度

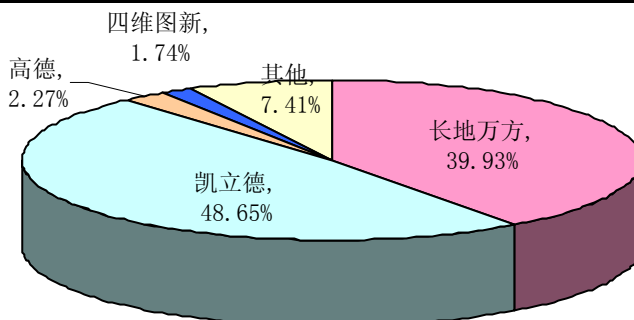


图表 10：PND 导航地图行业集中度



数据来源：Frost & Sullivan、赛迪顾问、华融证券

图表 11：后装 GPS 导航地图行业集中度



Frost & Sullivan 数据并显示，PND 导航地图行业前四大企业——凯立德、高德软件、四维图新和城际通共占据行业80.62%的市场份额。赛迪顾问数据则显示，

国内后装 GPS 导航地图行业前四大企业——凯立德、长地万方、高德软件和四维图新，共占据市场 92.59% 的市场份额。

我们认为，在品牌、数据、规模、客户渠道等多个因素作用下，国内导航电子地图行业的高集中度情况将得到延续，尽管各应用领域的份额分配将随各企业的发展战略差异而产生变化，而四维图新的绝对领先地位也将继续保持。

附录：报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	185.15	325.56	428.06	670.06	923.86	1377.05
减：营业成本	17.11	23.64	37.08	56.21	77.50	115.51
营业税金及附加	2.93	4.81	5.87	9.19	12.67	18.89
营业费用	10.81	20.94	28.52	42.29	58.31	86.91
管理费用	85.31	179.16	224.39	342.91	472.80	704.72
财务费用	-1.22	-2.22	-7.61	-22.51	-39.37	-45.36
资产减值损失	0.34	0.19	7.44	2.66	2.66	2.66
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	69.86	99.05	132.36	239.32	339.30	493.72
加：其他非经营损益	18.61	35.32	40.64	63.76	88.03	131.38
利润总额	88.48	134.36	173.00	303.07	427.34	625.10
减：所得税	5.63	12.77	24.63	45.46	64.10	93.77
净利润	82.85	121.59	148.37	257.61	363.24	531.34
减：少数股东损益	1.56	-0.32	12.19	21.16	29.84	43.65
归属母公司股东净利润	81.29	121.91	136.18	236.45	333.40	487.69
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	243.29	267.46	292.74	1647.41	1768.29	2138.26
应收和预付款项	34.55	43.38	88.43	114.65	165.34	251.99
存货	0.34	0.70	0.80	2.02	1.87	3.93
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.33	0.63	2.66	2.66	2.66	2.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	24.12	37.43	41.32	356.10	537.68	595.86
无形资产和开发支出	87.79	121.11	119.65	100.06	80.47	65.27
其他非流动资产	0.00	0.00	3.98	1.99	0.00	0.00
资产总计	390.42	470.71	549.57	2224.89	2556.32	3057.97
短期借款	3.00	6.00	0.10	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	17.71	56.51	48.83	61.33	69.41	98.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	9.65	4.37	2.32	2.32	2.32	2.32
负债合计	30.36	66.88	51.25	63.65	71.73	100.39
股本	90.36	344.23	344.23	400.23	400.23	400.23
资本公积	182.90	0.00	0.00	1377.60	1377.60	1377.60
留存收益	76.45	49.12	136.09	344.25	637.76	1067.10
归属母公司股东权益	349.71	393.35	480.32	2122.08	2415.59	2844.92
少数股东权益	10.36	10.47	18.00	39.17	69.01	112.66
股东权益合计	360.07	403.82	498.32	2161.24	2484.59	2957.58
负债和股东权益合计	390.42	470.71	549.57	2224.89	2556.32	3057.97
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	102.24	177.19	205.76	198.35	239.22	340.99
投资性现金净流量	-58.64	-217.59	-135.94	-270.71	-116.87	43.37
筹资性现金净流量	186.05	-2.25	-58.54	1427.03	-1.46	-14.40
现金流量净额	229.73	-45.15	14.35	1354.67	120.88	369.97

数据来源：Wind 资讯、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn