

四维图新（002405）“图资源”属性是未来提升估值的关键

行业分类：电子信息

2010.09.26

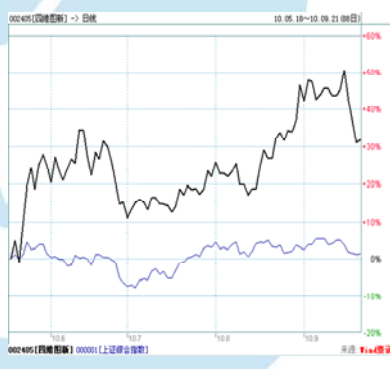
研究员：薄小明
执业证书编号：S0640208090088
电话：0755-83689042

联系人：刁志学
电话：0755-83520492
Email: diaozhixue@163.com

12月目标价	50元
当前股价	37.98元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2591.55
总市值(百万元)	15200.72
流通市值(百万元)	2126.88
总股本(百万股)	400.23
ROE (09A)	28%
市盈率 (TTM)	112
市净率	7.8

近一年公司股价表现



投资要点:

- **市场龙头地位有利于分享行业成长空间。**导航及位置服务的应用日益与日常生活紧密相关，促使电子地图产业在汽车、手机及互联网市场中得到迅速成长。根据机构测算未来3年行业成长率达到36%，公司在3大应用市场中份额均超过50%，具备分享高成长性的现实因素，未来业绩增长有较强的确定性。
- **充裕资金使得成为行业横向整合者称为可能。**由于边际成本为0的特征使得地图行业具有趋向寡头乃至垄断的倾向，公司已经具备了较高的技术水平、较大的市场占有优势，以及较强的股东背景，形成了公司的先发优势。而通过上市打通融资渠道并坐拥10亿级现金更加使得在未来竞争中拥有较强的横向整合并购能力，有利于提升市场占有率进而超越行业整体成长性成为可能。
- **移动互联网时代“图资源”属性有提升公司价值空间。**新应用将会催生新的商业模式，移动互联网时代的到来将会使得智能手机平台与汽车、传统互联网之间的融合更深化。基于地图应用的商业模式兴起将会使得各方更重视地图的来源，而行业洗牌将会使得市场仅存留下少数地图企业，“图资源”的稀缺性将显现。因此这类存活的企业参与到产业链垂直整合或深度合作的可能性将极大，此时公司的价值有进一步的激发的可能性，这也是我们对公司未来估值较有信心的重要原因。
- **买入评级。**我们认为公司的估值逻辑是短期关注市场成长带来的估值水平下降趋势，长期关注市场整合带来的价值发现，因此判断公司的价值应更具穿透力。我们预计未来三年（2010~2012）销售收入分别将达到6.35、8.69、12.03亿元，复合增长率为41%。每股收益分别为0.54、0.70、0.92元，对应PE 71、54、41倍。公司未来极有可能通过行业的横向整合及与下游的深度合作产生股价的催化剂和新的利润增长点，业绩存在超预期可能，因此给予“买入”的投资评级。

财务数据简表

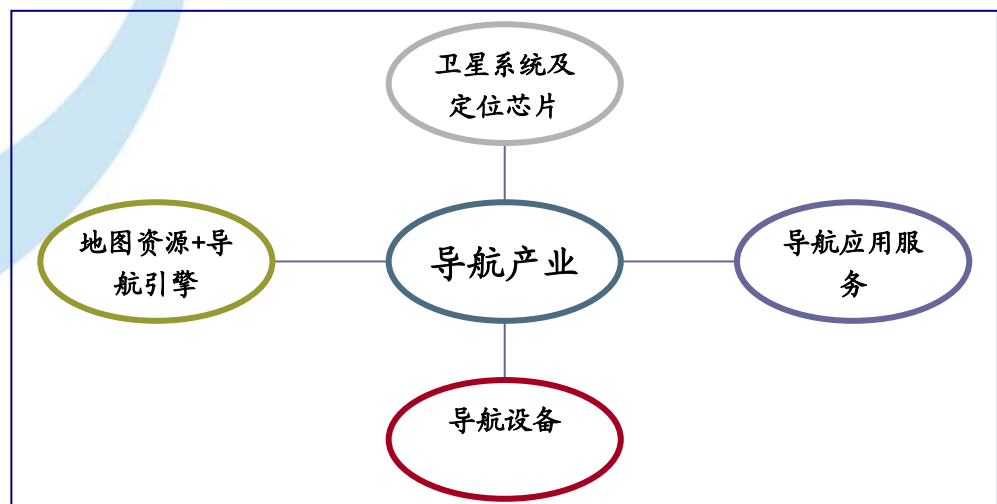
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	428	635	869	1203
收入同比 (%)	31%	48%	37%	38%
归属母公司净利润	136	215	281	367
净利润同比 (%)	12%	58%	31%	31%
每股收益 (元)	0.34	0.54	0.70	0.92
市盈率	112	71	54	41
市净率	32	8	7	6

一、 导航产业各环节投资价值分析

作为改变人们的生活方式的手段之一，导航及位置服务（LBS）已经渐渐进入我们的生活。目前民用导航应用的主要领域在汽车导航（前装及改装市场）、便携导航设备（PND）、智能手机（GPS手机）及互联网，而未来基于动态交通服务、物流定位服务等方向的应用已经为我们展现出了更广阔的画面。导航相关应用将会成为生活的重要部分，因此在这一具有孕育新兴商业模式可能性的产业中存在着巨大的投资机会，而目前各应用市场的高成长性使得如四维图新等细分行业龙头企业具备较为确定的业绩成长动力。

纵观整个导航产业链的投资价值，我们可以从四个层面来理解：（1）导航卫星系统及相应芯片：导航离不开卫星系统的支撑，这一产业属于国家垄断的范畴。目前国内乃至全球导航产业绝大多数都是基于美国GPS系统进行的研发和应用，而伴随着欧洲伽利略计划和我国北斗计划的完善，可以预见的将来导航产业美国GPS一家独大的局面将会有所改观。因此基于导航卫星产业链具有显著的进入壁垒，因此属于具有较高投资价值的区域（北斗相关产业链）。（2）导航地图+导航引擎：导航及定位离不开精确的导航电子地图及导航引擎，这一产业具有自然垄断属性，通常具备全球或者全国地图提供能力的厂商数量十分稀少，因此在产业链中居于较高位置，具有获得高额收益的基础。在下游应用市场高速增长背景下，行业中核心厂商具备较高的投资价值。（3）导航应用与服务：导航应用的丰富性是决定产业发展速度的核心因素之一，从普通导航到动态交通指示，单一的位置服务到智能化定位及搜索，新应用承载了孕育新兴商业模式的基础。因此投资的关键点在于发现具有新兴商业模式的厂商，其中地图厂商和下游平台厂商之间的合作及业务开发成为核心关注点。（4）导航设备：目前导航设备最常见的还是车载、PND及手机。我们认为未来市场格局中将会是车载和智能手机（平板电脑）的天下，PND市场将会呈现萎缩的态势。因此仅仅依赖设备征战市场的厂商，其投资价值最低。

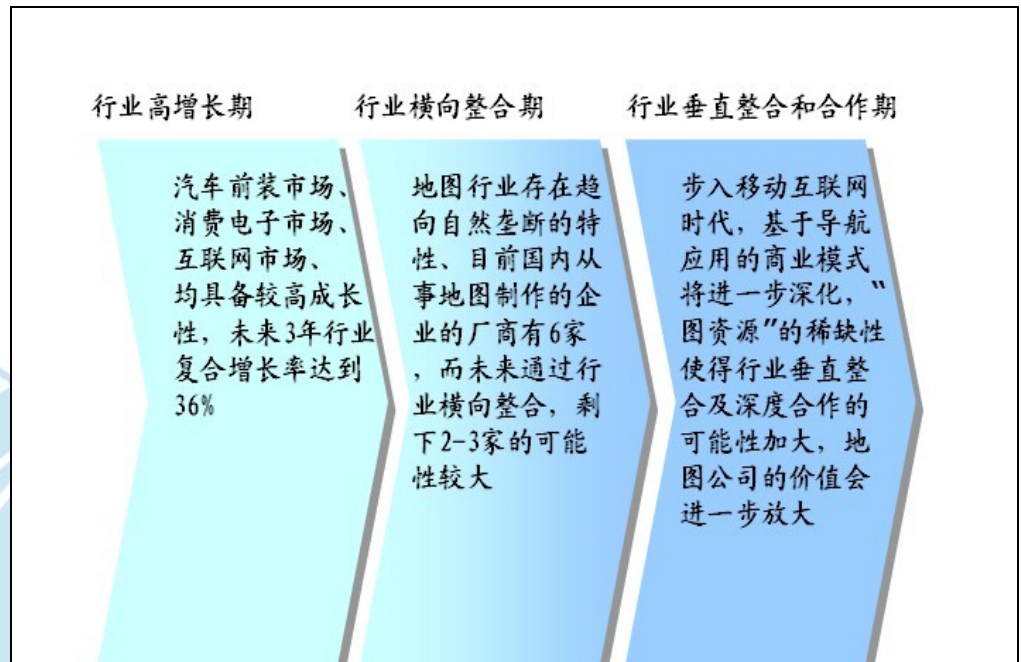
图表 1 导航产业各组成部分示意图



资料来源：中航证券金融研究所

因此基于对导航产业的研究，我们认为目前是对国内导航地图厂商投资的最佳时期，理由如下：（1）下游应用及产品正处于高速增长期，可支撑未来3年以上收入的高增长性，化解目前高估值特性。（2）中期行业横向整合的趋势明显，业内公司竞争有望提升行业集中度，使得优势公司具备超越行业增长率的特性，业绩有超预期空间。（3）长期来看地图公司“资源”属性或引发产业链垂直整合的可能，进一步提升估值空间。

图表 2 导航电子地图产业运行趋势分析图

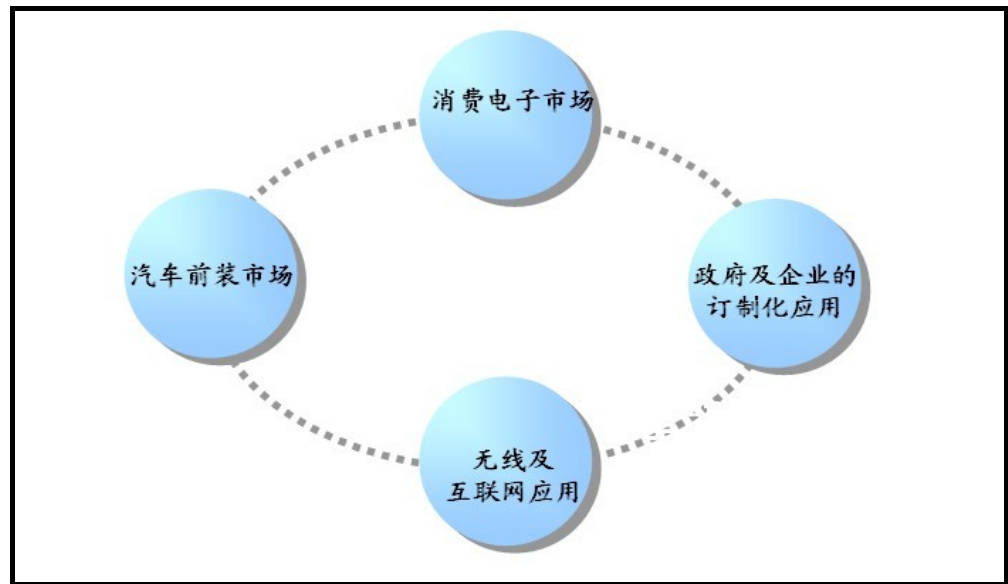


资料来源：中航证券金融研究所

二、 导航电子地图市场需求及商业模式分析

首先，目前国内导航电子地图厂商面对的需求来源于：车载导航市场、消费电子市场（便携导航仪、智能手机等）、无线及互联网市场，以及一些政府和企业用户的定制化需求。

图表 3 导航地图需求来源



资料来源：中航证券金融研究所

车载导航市场是目前最大的应用市场，预计10年末市场规模达到5.3亿，其中前装汽车市场占据主要部分，而未来3年复合增长率有望达到35%以上。在未来国内道路变化率增强及对实时交通信息的依赖度提升的大背景下，增长的主要驱动因素来源于（1）我国汽车市场特别是预装导航仪的中高端乘用车市场的高增长；（2）硬件成本的降低导致的国产品牌汽车前装导航装配率的增加。

根据资料显示，09年我国前装市场装配率不足6%，而日本的装配率在70%以上，欧美的装配率15%以上。我国装配前装导航仪的车辆多为合资及进口车型（排量在2.0以上，价格在12万以上的居多），国产车由于价格相对偏低因此配置上多忽略此项功能。由于导航设备的硬件成本逐渐下降，加上未来汽车娱乐化、3G化的趋势对车内显示屏的需求趋旺，因此车厂在追求成本的情况下亦会更多的考虑车辆本身配置丰富性对用户的吸引，而国内用户消费偏好也倾向于在汽车宽大的情况下电子化水平的提高，因此可以预见国产车的装配率在未来将会提升，而随着国内动态交通服务的展开也会对前装车载市场有一定的促进作用。由于导航电子地图厂商在前装车载市场采用授权模式确认收入，而这一领域对盗版的屏蔽作用较其他市场更强（后装车载市场稍显混乱），因此对厂商营收的增长是积极利好的。

在消费电子市场中，我们认为PND市场和智能手机市场将会出现不同趋势。PND市场的增长率将会下降。过去由于前装或改装设备的价格偏高（通常前装设备万元以上，改装设备数千元），便携导航仪（PND）的成为了一个性价比较高的解决方案，但随着手机智能化的冲击，预计地图厂商在PND市场未来3年的增长率将会放缓到20%左右。而另一个值得专注的因素是，在PND市场中虽然地图商仍旧采取授权模式确认收入，但授权数量与实际产量多不匹配，并且由于设备厂商过度价格竞争也使得无法绝对地图盗版的的行为，因此这一块市场对地图厂商的实际贡献度还需要看未来加密技术的应用及设备商的整合程度。

在智能手机领域，作为新兴的战略平台使得智能手机相关应用成为兵家必争之地。而本年度GPS在智能手机中的普及使得手机导航成为了新一个热点应用之一。在这里我们提醒关注的是智能手机中导航应用的收费模式。目前虽然市场上有很多导航软件是收费的，但是免费导航已经成为大的方向。免费阵营里最大的两个代表是google的google map和诺基亚的ovi map。而这两者也代表了两个特点鲜明的模式：前者面对的对象几乎涵盖了整个智能手机操作系统，采取的是在线实时下载地图方式，是典型的以网络优势厂商为主导的模式，而后者针对其旗下多种机型乃至symbian系统开放，采取预装地图配合在线或离线搜索的方式，是典型的传统设备商主导的模式。我们认为google所主导的网络模式应该值得地图乃至导航引擎商警惕，这种模式后面更深层次代表的是云计算的理念，虽然未来有望孕育新的商业模式，但地图厂商的作用将有被边缘化的倾向。由于该模式基于网络但对网度要求较高，并客观要求资费水平下降盛大时方显示优势，因此国内在短期盛行该模式显然不成熟，具有一定的时间缓冲。

整体来看由于目前的免费模式是强势网络商或设备上所主导的，其地图资源的取得是通过向正规渠道获得的，是一种设备商或运营商对“图资源”付费而针对用户免费的行为，因而在此时地图厂商的收益还是较有保障的。例如诺基亚的ovi map中中国的地图就是由诺基亚向四维图新采购的，而未来预装导航成为主流厂商的必选之时，预计将会有更多的设备厂商向国内地图商采购地图，促使这个市场获得成长。市场中另一个新的看点在于目前非智能机预装导航及地图的趋势也在形成之中，这一点对地图厂商同样也是较大的利好。特别是以诺基亚为大客户的四维图新，依托诺基亚在传统手机上的优势地位预计亦能获得更多的增长空间。根据了解，地图商在手机领域采取的授权模式通常是按照机器出货量计算，在设备的生命周期中免费的形式。因此作为非耐用消费品的手机来说更新速度决定了厂商在该领域的收益增速。预计本年度整个消费电子市场电子地图的市场规模在4.5亿左右，未来3年复合增长率35%左右，智能手机将会成为导航市场应用的主战场。

在无线及互联网中，电子地图主要是基于位置服务、地理位置搜索及动态交通服务等应用，地图厂商的所扮演的角色相对于运营商来说较为弱化，商业模式尚未有明显的形成，通常在这些领域采取的是固定年费或收入分成的模式，因此对电子地图厂商目前营收贡献度普遍偏低，大约在10%左右。预计整个无线及互联网电子地图服务市场10年末规模为16亿，未来3年复合增长率为37%，如果商业模式可能逐渐明晰，预计电子地图厂商能够更多的分享这一领域的高增长态势。

电子地图厂商还面对一些政府及企业的定制化业务，包括区域规划建模、城市后勤系统应用辅助及物流运输定位业务，这些业务采用的一般为合同结算的方式。由于中国城市化建设步伐的加快，预计该市场将会持续成为支撑厂商营收来源的一个方面。目前在一些厂商中该项业务占比在10%左右。

综合来看未来3年电子地图市场整体增长率达到35%以上，行业高增长的态势十分明显，因此目前处于行业业绩爆发前期，具备高增长消化高估值的可能性，是较为理想的投资时点。

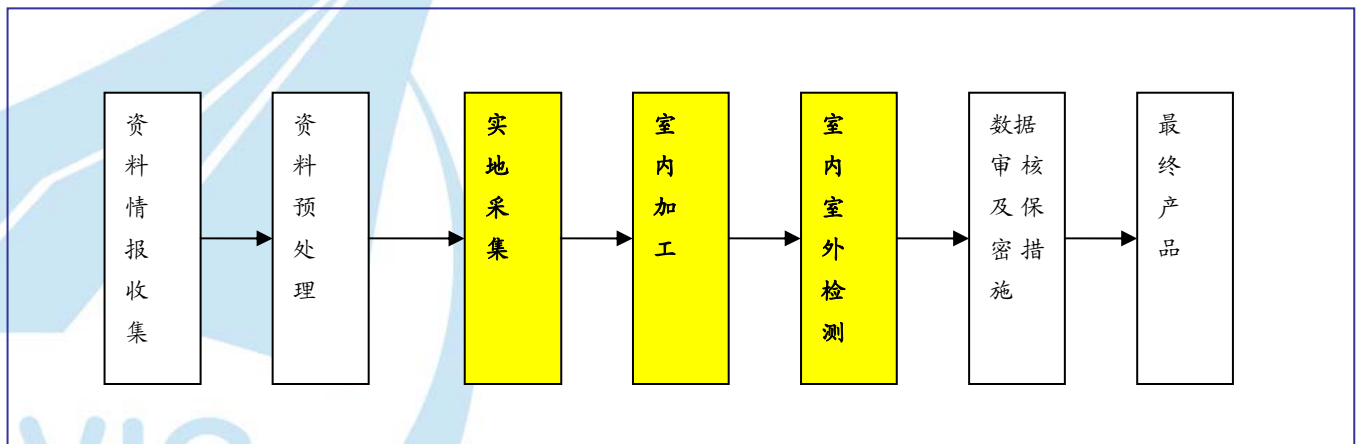
图表 4 电子地图厂商在各市场中的商业模式

应用领域	商业模式
汽车前装市场（后装市场）	授权方式，地图商收入能较可靠计量
便携式导航仪	授权方式、授权量与设备出货量存在不匹配
手机	授权方式、收入计量基本可靠，但缺失后需服务收入
互联网应用	分成模式、目前占地图商收入比重较小
政府及企业定制化服务	合同方式，收入能可靠计量

资料来源：中航证券金融研究所

三、 横向整合是电子地图行业必然的趋势

在未来的5年，我们认为国内导航电子地图厂商之间将会开始出现横向整合的趋势。这种判断的依据来源于国外行业的历史经验以及行业营运本质特征所决定的。导航电子地图的制作需要经历：资料情报收集-资料预处理-实地采集-室内加工-室内室外检测-数据审核及保密措施-最终产品几个过程。其中实地采集、加工、检测等几个步骤属于高资金投入的环节。

图表 5 导航电子地图制作的主要环节


资料来源：中航证券金融研究所

由于我国处于城市化进程的加速期，道路、建筑的变动率每年都高达30%以上，而地图又具有极强的实效性，因此厂商通常每年至少发布2个版本的地图，并在每个季度要进行升级处理，也就意味着每一个版本的地图几乎都是全新制作的。即使厂商拥有了全国的地图数据库，每年至少2次的版本的固定支出都在2亿以上，并随道路变化率的不同、新数据的加入（道路的坡度、实景图象等）有增长趋势，因此对于厂商的资金实力是个考验。

而当对应版本的地图确立之后，其销售的增长并不会带来成本的增加，也就是说边际成本为0，因此对地图厂商来说市场的占有率是核心的指标，表征企业能够

在弥补相对固定支出的情况下获得最大的收益。所以地图行业明显的具有趋于寡头垄断的特性：当市场中厂商过多时必然会有一些企业不能弥补更新数据库的成本而倒闭，而当趋于单一厂商垄断的时候，由于下游需求端的实力更为庞大使得其具有力量去维持1-2个竞争厂商的存在。因此从国外的情况来看，最终市场的格局是由2-3个厂商形成垄断，当然这种格局也将会在国内厂商中重演。

根据09年的资料显示，目前国内具有导航电子地图制作资质的企业有11家，其中6家具有进行了商业化的运作并拥有自身的品牌及产品，这一厂商数量还是略显较多。国家在该领域的政策是阻止外资进入测绘领域，但并不排除国内其他有意愿的企业进入，因此可以说行业的进入壁垒还是偏弱。我们认为，目前已经介入的企业所拥有的优势是在先入优势，即已经圈定了相关的应用范围。如四维图新和高德软件在汽车前装市场和品牌手机就拥有较高的份额，两者市场占有率相加应超过85%，而凯立德在PND和改装市场的份额又领先于前两者。因此对于后进者来说，这种先发优势是很明显的。毕竟设备商选取地图的时候，一方面要考虑是否具有全国数据的覆盖能力，还有考虑厂商是否具有后续更新服务能力。

进一步分析，我们认为后续的竞争，不仅是技术实力的竞争，更来自于资金实力的竞争。而拥有资金的企业对于提升技术的可能性就更加的大，因此在导航电子地图的厂商中，打通融资渠道的企业又进一步占优。目前国内上市的导航电子地图厂商有两家：四维图新在A股上市，几乎同一时点高德软件在纳斯达克上市，两者均进入了资本市场。而四维图新通过上市获得了十多亿的资金，为后续的平台建设，乃至在横向并购的实力上得到了极大的加强。

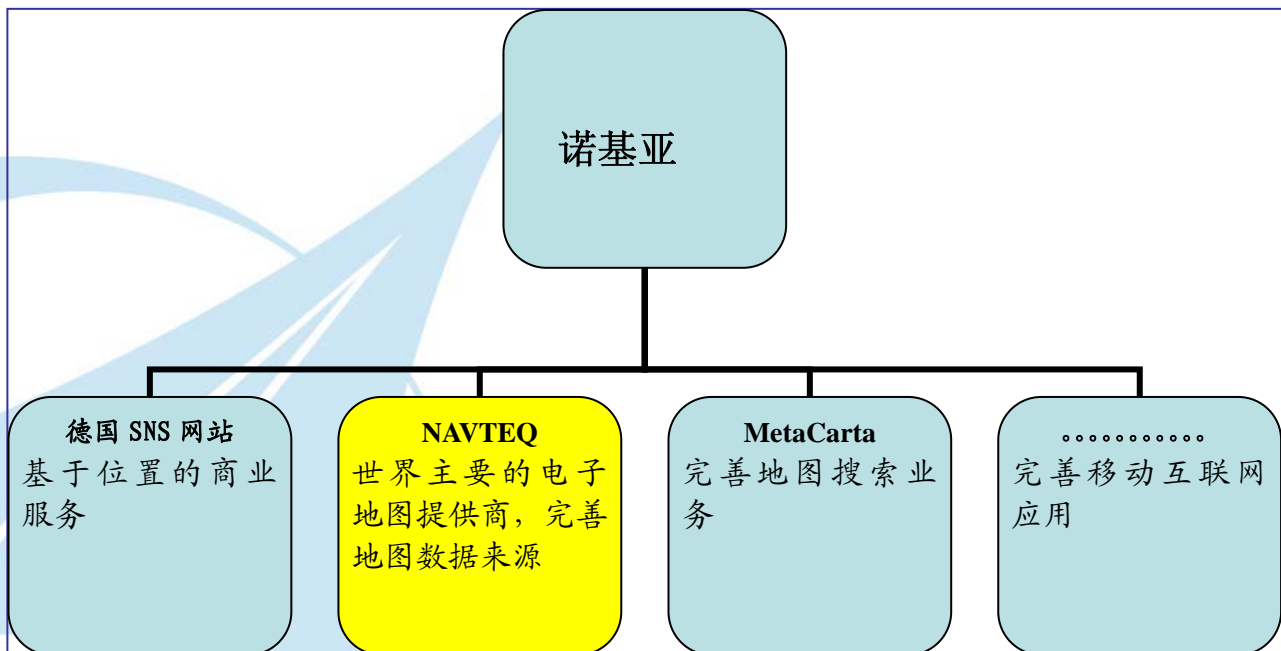
因此我们认为接下来的5年是行业整合的时期，从技术到应用到客户的全方位竞争，而在这种竞争中特定市场的集中度将会进一步提升，使得公司获得快于行业的增长。也就意味这目前对于优势企业的把握成为投资成败的关键。

四、“图资源”的价值在移动互联网时代将会得到激发

我们认为，导航产业在未来的演化过程中，特别是进入移动互联网时代，地图公司将会具有重要的“资源”属性，成为产业链垂直整合过程中的重要目标。未来基于智能手机的导航应用将会是最大的应用领域，导航不仅仅是指引路径、显示交通状态、寻找感兴趣的地点等等应用，而会被嵌入更多的商业模式。基于导航界面衍生出的地点搜索可能会产生出类似于网络的搜索排名的商业模式，而基于用户对兴趣点的添加评价以及个人位置信息将有可能演化成具有SNS（社交网络）的功能，使用户群体具有自我复制性和强烈的用户粘性。更重要的是，在移动互联网时代，当网络足够强大，资费足够便宜之时，导航地图可以通过网络实时下载，后台搜索和处理基于网络背后强大的服务器（类似目前google的模式）。这种采用“云计算”概念的导航应用将会是免费的，正如目前诺基亚和google阵营所推崇的一样，到那个时候导航应用已经化生为一个新的平台，而精确的地图资源将会是这种新型商业模式的基石，因此地图公司的价值将会凸现。

透过近年来诺基亚和google的一系列并购我们就可以看出一些未来的这种端倪。作为全球手机巨头的诺基亚，在智能手机领域受到各路诸侯挑战之后，开始重新审视以智能手机为核心的移动互联网时代。根据资料显示，在08年中旬，诺基亚相继收购了一家德国的sns网站和美国的地图公司navteq，前者的核心业务是位置服务，客户可以利用位置信息安排社交活动，而后者是全球最大的电子地图厂商之一，为后来诺基亚ovi map提供全球的导航电子地图。而在近期，诺基亚又收购了家名为MetaCarta的公司，其核心技术依然是地图内容搜索。因此我们可以看到诺基亚在这方面的布局显然预谋已久。诺基亚最近更新的ovi map已经开始推出类似于google 网络纵横的个人位置信息服务，我们认为诺基亚已经在这一领域开始对google做出回应。

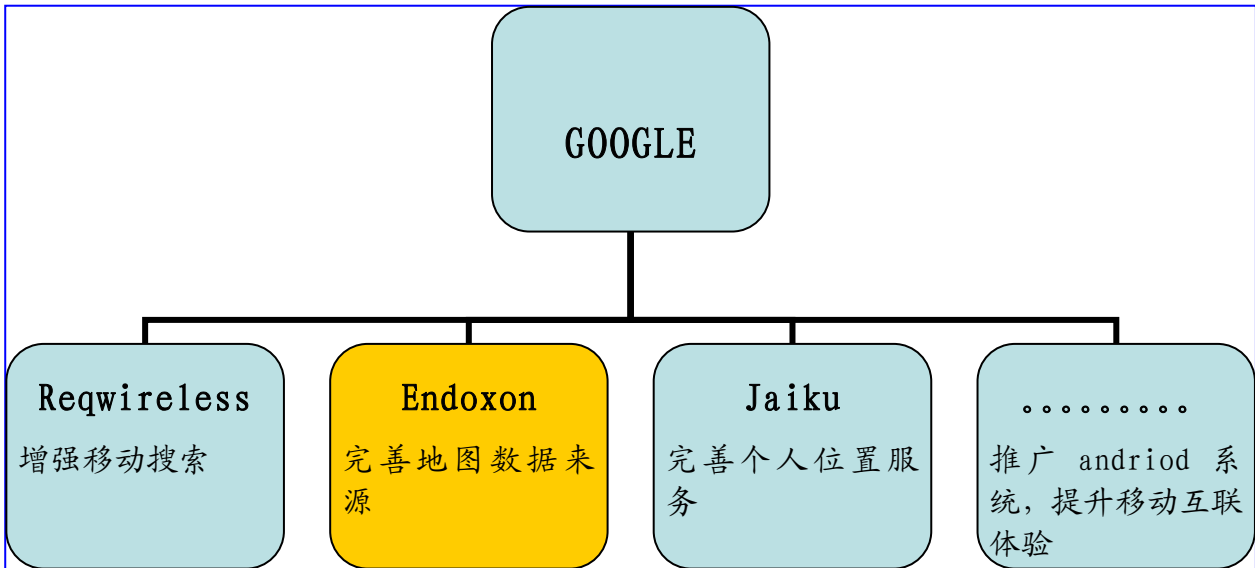
图表 6 诺基亚并购导航相关企业情况图



资料来源：中航证券金融研究所

而作为网络搜索巨头google，布局移动互联网的战略早已十分明显。06年google收购了移动应用程序编译技术公司Reqwireless，并强调移动搜索将是google未来方向，接下来google有收购了瑞士地图服务商Endoxon公司部分股份，该公司可以向全欧洲提供卫星地图和电子地图，google将其核心业务整合Google Maps和Google Earth服务中。更加值得注意的是这家公司最有名的产品名为Blue，通过该服务可以把不同来源的信息整合到一起并支持手机等移动应用程序，实现跨平台的搜索功能。而在手机定位服务上，07年google收购了芬兰公司jaiku，为用户提供实时知道好友位置信息的服务，形成了未来google网络纵横的应用。通过这一系列的运作，google 相关的产业布局就已经开始清晰， google map基于实时更新移动搜索的平台已经在北美地区较为流行。

图表 7 GOOGLE 并购导航相关企业情况图



资料来源：中航证券金融研究所

因此基于以上案例，我们认为在国内厂商横向整合之后（或整合之时）新一轮的产业链垂直整合不可避免，而主导垂直整合的力量来源于下游的可能性较大。因为在产业链的不均衡地位决定了在多家地图厂商并存的局面下，一家地图公司的模式创新将会引来下游厂商对竞争对手的扶持，毕竟电子地图厂商缺乏足够的规模和广阔的应用平台，而无论是手机巨头如诺基亚，或是网络巨头如google，他们的实力对于地图企业来说显得过于强大。因此这种产业链的垂直整合可能发生在地图厂商横向整合之后（或整合之时）并有下游厂商主导。而免费导航盛行使得“图资源”的稀缺性更加明显，也会加速整合的力度和速度。鉴于中国的国情，外资想完全垄断这个资源将会困难巨大，但内资并购或外资参股等方式将会成为可能。地图公司的价值将会在那个时点被更大的发掘出来，因此我们认为长期布局地图行业的企业将是具有远见的举动。

五、 四维图形及其同类公司比较

四维图新作为在国内上市唯一一家导航电子地图公司（直接竞争对手高德软件在纳斯达克上市），我们认为公司最核心的优势来源于 3 个方面：（1）股东优势；（2）市场优势；（3）资金优势。

股东优势-系出名门：从公司的股权结构可以看出，目前公司最大的股东是四维测绘技术总公司，是由国家测绘局于92年创建的唯一专业从事测绘的国家级公司，现为中国卫星通信集团公司的全资子公司，也就意味着公司属于航天科技集团控制企业之一，因此公司在测绘领域具有天然的优势，强烈的政府背景对公司进一步拓展与政府相关的业务提供了便利的渠道，同时也在政策的扶持上应占有先机。

市场优势-先入为主：公司目前在汽车前装市场和手机导航地图市场占有率均

超过50%，是国内导航电子地图企业无可质疑的龙头。主要客户主要为bosch、电装、诺基亚等行业巨头。因此公司在这类市场的先发优势是十分明显的。如在前装车载导航领域，供应商不仅需要地图商具备长期更新能力，更会配合汽车厂新车型定制化的地图，因此一旦供应商确立了合作伙伴之后，后来者将极难再切入该供应链体系，因此产业链闭合的态势使得公司能够长期依托该市场有效盈利。

资金优势-资金雄厚：通过上市，公司极大的丰富了自身的资金实力，目前账面上的现金余额高达18亿之多，不仅对募集项目形成有效支撑，还为公司后续持续提升地图品质，整合并购提供了资金实力。由于未来导航电子地图所需采集的数据更为细致，国内道路建筑变化的频率更加快速，因此充裕的资金使得后续升级及拓展业务极其重要，而未打通上市渠道的企业在未来的竞争中资金短缺将会是致命的，这种态势也为公司后续可能采取的整合提供了空间

由于国内上市的电子地图厂商仅有2家，四维图新在A股上市，直接竞争对手在纳斯达克上市，抛开两家公司略有冲突的市场占有率数据，我们可以仅从财务数据上对两家公司进行比较，值得注意的是，四维图新是纯粹的导航电子地图厂商，导航引擎由合作伙伴提供，而高德软件业务涵盖了导航电子地图及导航引擎。（由于美国财务准则与国内略有不同，我们对四维图新的相关科目进行了一些调整）

两家公司均以汽车前装市场作为最大的收入来源，根据数据显示四维图新07-09年汽车前装市场的收入占比分别达到74.3%、60.28%、57.17%，而高德对应数据为72.5%、64.8%、63.3%。两者在收入绝对数额高速增长的情况下均呈现比重下降的趋势，表征两家公司在原有利基市场的稳步推进下均开辟了新的增长点。四维图新在消费电子市场（主要是手机导航图）获得了不错的成绩，公司成功进入诺基亚的供应渠道是最主要原因。而高德依托面对政府及企业地理数据应用的同样获得了业务的新支撑。而从无线及互联网地图服务的收入来看，对两家公司的营收贡献均非常小，主要原因还是由于这个市场的主导并不是地图公司，而相应的商业模式没有明确的形成，因此这一块未来的空间对于两家企业来说都将是广阔的。

虽然两家企业业务存在较高的重叠，但是两者还是具有显著化的差异。四维图新走的是专业地图厂商的道路，公司并不提供导航引擎（有合作伙伴从事这一块的业务），而高德所秉承的理念是做一站式解决方案的提供商，具备直接向硬件上提供全套服务的能力。这一点的不同在目前的环境中的优劣尚不明显。原因在于针对汽车及大型品牌手机商而言，导航引擎通常由专门的合作伙伴或者自身的企业做研发，仅向地图商采购地图而已。但是一旦智能手机或平板电脑山寨化的趋势之后，高德在这一领域的竞争能力可能会优于四维，同时导航引擎对地图格式制约也是一个明显的问题。而**四维的显著优势是已经建立起来的市场规模，先发优势可以使得公司在盈利稳定性上要优于高德**，四维通过上市募集到的资金总量要远高于高德，因此公司能够很轻易的通过并购等方式切入导航引擎领域，因此在目前来看两者尚不存在明显差距。而包括四维、高德、凯立德等厂商均把动态交通服务作为了战略性的业务配置，从这一点看出未来该领域的争夺未来将呈现白热化的趋势，我们认为这领域竞争的核心是硬件+服务。也就是说凯立德在这一领域的先发优势较为明显，四维和高德的突破则将来源于其与下游平台厂商的更深度合作。

图表 8 四维图新及高德软件财务数据分析

单位：百万

	四维图新	高德软件
10 年中报收入	311	148
同比增长率	69%	61%
10 年中报销售净利率	18.2%	27.43%
10 年中报归属母公司净利润	56	42
09 营业收入	428	383
08 营业收入	325	305
07 营业收入	185	199
近 3 年增长率	52%	39%
09 年销售净利率	21.70%	18.20%
09 年资产周转率	0.77	0.54
09 年权益乘数	1.28	2.11
09 年 ROE	21.39%	20.74%
09 年净利润	93	69.6

*美元汇率按照 6.7 折算

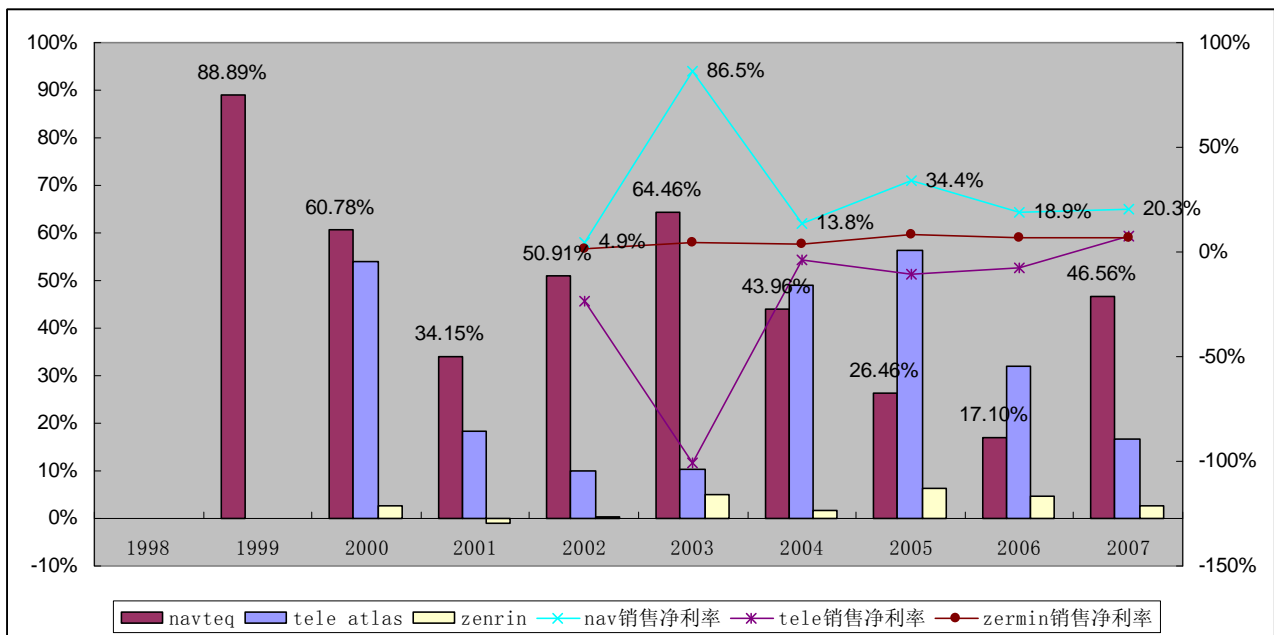
*四维图新的研发支出直接计入成本

资料来源：中航证券金融研究所

通过数据可以看出，两家厂商销售额都呈现出了较高的增长态势。四维图新由于上半年研发费用支出较大，并在由于人民币升值形成的汇兑损失等因素的干扰下致使销售净利率有所下滑，我们认为这仅是短期现象。而从历史数据上看，公司无论从销售增长率还是周转效率上都具有明显的优势，这依旧来源于先发优势。由于行业存在边际成本为 0 的特征，高于对手的占有率意味着更多的销售收入将直接转化为净利润，因此公司的净利润数据一直占优。

而要理解企业未来的盈利能力变动趋势，我们可以根据美国市场和日本市场领先的地图公司数据作出分析，（这两个市场分属于增长市场和成熟市场，是目前国内市场发展的后面两个阶段），一个明显的特征就是当龙头企业处于高增长期之时，利润率通常可以维持高位，大约值在 20% 附近，而当企业处于稳步期之后，增长率下降到 5% 附近，销售净利率下降到 7% 左右。中国市场与其显著的不同点在于市场处于初期，还多余多头竞争时代，因此各个企业通过各自的优势市场的先发优势都能维持高盈利。因此我们认为在下游应用的高增长的时候这个格局还将会维系，而打破这个格局的最关键的因素是大环境下企业优势市场的改变，更确切的说**是新兴应用市场替代原有市场的时候哪家企业会能在这个模式切换中更为平滑。**正如前面的分析，我们认为智能手机和互联网应用的市场规模未来可能成为要远大于汽车前装市场和 PND 市场，而在这个切换中时候有哪家企业能够脱颖而出，那才是问题的关键。**我们认为四维图新具有这样的优势，无论是与诺基亚还是与腾讯之类的“平台”公司，公司已经建立起了良好的合作关系，接下来就要看这种合作关系将如何深化了。**

图表 9 国际导航地图大厂营收增长率及利润率走势图



资料来源：中航证券金融研究所

六、 估值逻辑分析

从公司估值特性上，我们认为应该把握两个关键点：（1）下游市场的高成长空间在未来3年为公司带来的化解估值压力的特性。（2）市场进入整合时点之后横向或纵向的整合并购将会成为驱动公司价值成长的新催化剂，公司“图资源”的特性有利于进一步提升股东价值。

图表 10 四维图新细分行业销售收入预测表

单位：亿元

	2009A	2010E	2011E	2012E	复合增长率
车载导航	2.45	3.68	4.78	6.21	36%
消费电子	1.50	2.10	2.94	4.12	40%
地图服务	0.12	0.24	0.48	0.96	100%
其他	0.22	0.33	0.50	0.74	50%
合计	4.29	6.35	8.69	12.03	41%
净利润	1.36	2.15	2.81	3.67	39%

资料来源：中航证券金融研究所

作为国内导航电子地图的龙头企业，公司在前装市场及智能手机市场的高占有率是分享下游高成长性的现实因素，我们认为在前装市场10-12年复合增长增长率将会达到36%，而手机领域的复合增长率将会达到40%。因此这两个市场将会为公司业绩带来有力的支撑。而由于通过上市融资，公司坐拥的10亿级的现金更是我们所看重能产生“未来价值”的源动力之一，不仅在行业洗牌中能够巩固领先地位，通

过充裕的现金流去整合并购周边企业完善数据及服务，更能在成为炙手可热的“图资源”。

我们认为未来导航领域的发展最终将是基于智能手机平台与汽车及网络平台相交汇的应用扩展，新兴应用的催生必将导致新兴商业模式的兴起。目前互联网地图的兴起已经为新商业模式埋下了种子，而步入移动互联网时代结合智能手机应用更会为新的模式托波逐澜。当我们的生活与位置更加紧密之时，下游的平台会更加依赖精确的地图，此时公司“图资源”的属性使得和下游的合作乃至整合将会升级，公司的价值也将获得激发。

因此判断公司的价值应更具穿透力，把握公司长期价值发现的路径。预计未来3年公司销售收入分别为6.35、8.69、12.03亿元，复合增长率为41%。每股收益分别为0.54、0.70、0.92元，对应PE71、54、41倍，予以买入评级。

风险提示：公司业务较依赖有限的大客户，存在风险点较为集中的特性。



附：财务预测表

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	185.15	325.56	428.06	635.00	869.00	1203.00
减: 营业成本	17.11	23.64	37.08	63.50	86.90	120.30
营业税金及附加	2.93	4.81	5.87	9.53	13.04	18.05
营业费用	10.81	20.94	28.52	44.45	60.83	84.21
管理费用	85.31	179.16	224.39	260.00	383.00	546.00
财务费用	-1.22	-2.22	-7.61	-17.99	-34.89	-36.52
资产减值损失	0.34	0.19	7.44	0.00	0.00	0.00
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	275.52	360.12	470.96
加: 其他非经营损益	18.61	35.32	40.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.48	134.36	173.00	275.52	360.12	470.96
减: 所得税	5.63	12.77	24.63	41.33	54.02	70.64
净利润	82.85	121.59	148.37	234.19	306.11	400.32
减: 少数股东损益	1.56	-0.32	12.19	19.24	25.15	32.89
归属母公司股东净利润	81.29	121.91	136.18	214.95	280.96	367.43
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	243.29	267.46	292.74	1751.22	1794.50	1895.88
应收和预付款项	34.55	43.38	88.43	110.20	161.62	214.68
存货	0.34	0.70	0.80	1.78	1.75	3.13
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	52.66	102.66	152.66
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	60.86	90.39	115.93
无形资产和开发支出	87.79	121.11	119.65	145.45	228.79	348.79
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	2124.16	2379.71	2731.06
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	64.32	69.95	94.48
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	66.64	72.27	96.79
股本	90.36	344.23	344.23	400.23	400.23	400.23
资本公积	182.90	0.00	0.00	1312.00	1312.00	1312.00
留存收益	76.45	49.12	136.09	308.05	532.82	826.76
归属母公司股东权益	349.71	393.35	480.32	2020.28	2245.05	2538.99
少数股东权益	10.36	10.47	18.00	37.24	62.39	95.27
股东权益合计	360.07	403.82	498.32	2057.52	2307.44	2634.27
负债和股东权益合计	390.42	470.71	549.57	2124.16	2379.71	2731.06

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄小明，SAC 执业证书号 S0640208090088。工学硕士、经济学硕士，2007 年 8 月加入中航证券金融研究所，从事 TMT 行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83689524

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查阅之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使其独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。