

## 成长空间巨大的导航电子地图龙头

——四维图新(002405)公司投资价值分析

### 核心观点

**1、车载导航市场空间巨大。**汽车前装导航市场仍是公司业绩成长的主要动力, 由于目前限制车载导航前装渗透率提高的主要仍是价格因素, 未来随着面向小排量汽车的低价前装导航产品的推出, 不仅小排量汽车的海量前装市场将逐渐打开, 而且前装导航特有的性能优势将取代目前部分的改装和 PND 市场, 从而使现有的前装导航市场规模实现大规模扩张, 因此车载市场仍将是公司业绩增长的长久推动力。

**2、手机导航市场高速增长。**手机导航产品超预期增长是公司业绩增长的又一大驱动力。从 ZDC 的市场调查结果来看, 09 和 10 年国内手机用户对 GPS 手机认知度和购买数量明显出现加速扩张的趋势。易观国际预计 10 年国内导航手机将达到 2120 万部, 增速达到 186%, 至 2013 年将达到 1.2 亿部, 4 年复合增速将达到 100%。公司第一大客户诺基亚在国内 GPS 手机市场占有率在 50% 以上, 且公司仍有摩托罗拉、三星等客户, 因此公司将显著受益于产业规模扩张。

**3、Telematics 服务已经进入高速成长前夜。**目前我国汽车工业发展迅速, 以 3G 为代表的移动网络不断完善, 车载导航、动态交通服务需求逐渐提升, 国内 Telematics 产业发展已经箭在弦上。我们认为以安防、动态交通信息指引为主的单项服务将率先得到发展。Frost & Sullivan 预计到 2015 年, 国内动态交通信息用户数将达到 150 万人, 未来 6 年的用户数复合增速有望达到 107%; 而 2012 年整体市场规模将达到近 300 亿元, 3 年复合增速将达到 113%。年内世纪高通的动态交通信息产品有望实现盈亏平衡, 未来拓展速度可能快于市场预期。

**4、移动 LBS 服务、互联网地图应用未来可能成为新的增长点。**按照 Frost & Sullivan 的统计, 国内 LBS 服务未来三年在电信运营商的推动下将出现爆发性的增长, 预计 2012 年个人手机导航市场规模将达到 64.98 亿元。此外随着用户流量的增加, 未来基于地图的 POI 收费标注、广告等增值服务都可能成为新的商业模式, 一旦互联网市场启动, 公司也将形成新的业绩增长点。

**5、维持“短期推荐、长期 A”的投资评级。**我们预计公司 10-12 年 EPS 为 0.58、0.83 和 1.18 元, 维持公司短期推荐、长期 A 的投资评级。

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	428	646	940	1,328
同比增速(%)	31.48%	50.97%	45.48%	41.27%
净利润(百万)	136	232	334	471
同比增速(%)	11.71%	70.35%	44.05%	40.95%
EPS(元)	0.34	0.58	0.83	1.18
P/E	110	64	45	32

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	40022.96
流通A股(万股)	5600.00
52周内股价区间(元)	26.01-54.45
总市值(亿元)	195.83
总资产(亿元)	6.03
每股净资产(元)	1.40
目标价	6个月
	12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-四维图新(002405): 三季度业绩超预期增长》 2010-10-21
- 《国都证券-公司研究-调研简报-四维图新(002405): 享受国内导航市场高速扩张的盛宴》 2010-09-10
- 《国都证券-公司研究-新股研究-四维图新(002405): 四维图新》 2010-04-27

### 研究员: 姜瑛

电话: 010-84183295

Email: jiangying@guodu.com

执业证书编号: S0940210070001

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@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。

## 正文目录

一、公司概况 .....	4
二、车载前装市场：空间巨大的应用领域 .....	5
1、国内乘用车销量依然维持快速增长 .....	5
2、国内汽车前装导航渗透率仍然较低 .....	6
3、潜在的小排量汽车、后装市场将转向前装市场 .....	6
3、自然垄断的行业属性推动公司市场份额上升 .....	8
三、手机及 PND 导航市场：近几年仍将是增长高峰期 .....	9
1、整个 GPS 手机市场快速增长 .....	9
2、公司以 NOKIA 为主的大客户份额明显提升 .....	10
3、PND 市场仍然维持稳定增长 .....	11
四、动态交通信息：未来的蓝海市场 .....	12
1、2009 年是国内 Telematics 服务发展的元年 .....	12
2、动态交通服务将作为国内 Telematics 发展的主要形式 .....	14
3、动态交通服务用户数和市场空间未来 5 年复合增速有望达到 107% 和 113% .....	17
五、移动 LBS、互联网地图：潜在的增长点 .....	18
六、盈利预测与投资评级 .....	19
1、盈利预测 .....	19
2、相对估值 .....	21
七、风险提示 .....	22

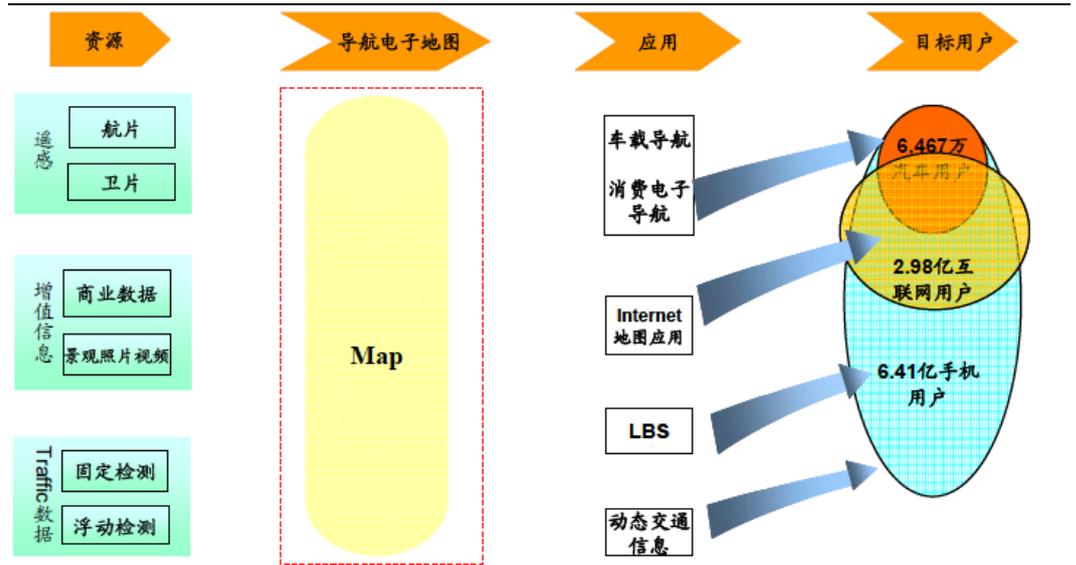
## 图表目录

图 1: 公司的产业链定位 .....	4
图 2: 公司主营业务收入结构变化 .....	4
图 3: 公司主营业务收入和净利润变化 .....	4
图 4: 国内乘用车销量维持快速增长 .....	5
图 5: 主要国家汽车千人保有量比较 .....	5
图 6: 国内乘用车前装导航渗透率 .....	6
图 7: 国内车载导航设备的市场结构 .....	6
图 8: 国内 2.0 排量以下的汽车仍然是乘用车销售主流 .....	7
图 9: 马太效应显现, 公司市场份额逐步提高 .....	9
图 10: 国内 GPS 手机销量预测 .....	9
图 11: 国内 GPS 导航手机市场份额 .....	10
图 12: 近两年国内 GPS 手机需求明显提升 .....	10
图 13: 公司对诺基亚的销售收入快速增长 .....	11
图 14: 国内 PND 市场集中度较低 .....	11
图 15: 四维图新 PND 市场占有率近 20% .....	11
图 16: 国内 PND 市场规模预测 .....	12
图 17: 国内 GPS 导航市场空间 .....	12
图 18: Telematics 服务发展驱动因素 .....	13
图 19: 国内 Telematics 用户数预测 .....	14
图 20: 国内 Telematics 服务需求分类 .....	14
图 21: 国内 Telematics 服务分类 .....	15
图 22: 国内动态交通信息发展历程 .....	16
图 23: 国内动态交通信息产业链 .....	16
图 24: 国内动态交通信息用户数预测 .....	17
图 25: 国内动态交通信息市场空间预测 .....	17
图 26: 国内 LBS 服务产业链 .....	18
图 27: 国内 LBS 服务市场规模预测 .....	18
图 28: 国内 LBS 领域导航电子地图竞争结构分析 .....	19
图 29: 行人导航 .....	19
图 30: 互联网地图导航 .....	19
图 31: 四维图新 PE (TTM) .....	21
图 32: 四维图新 PB (TTM) .....	21
表 1: 公司下属主要子公司及参股公司 .....	5
表 2: 汽车前装导航市场需求测算 .....	8
表 3: Telematics 服务分类 .....	13
表 4: 公司的主营业务收入测算 .....	20
表 5: 公司的主营业务收入测算 .....	20
表 6: 上市公司估值对照表 .....	21

## 一、公司概况

四维图新主营导航电子地图，公司产品的主要应用领域为车载前装领域、手机、PND 等消费电子导航领域以及新兴的移动 LBS 和互联网导航领域。公司目前的盈利模式以产品销售为主，同时提供部分地图更新等收费服务。公司是国内导航电子地图的龙头企业，在车载导航领域和手机导航领域市场占有率连续多年保持在 60%以上，位于行业第一，竞争实力较强。公司的主要客户为诺基亚、丰田、本田、日产等汽车厂商及部分 PND 生产厂商。公司近 3 年收入和净利润复合增速分别为 47.45%和 72.68%。

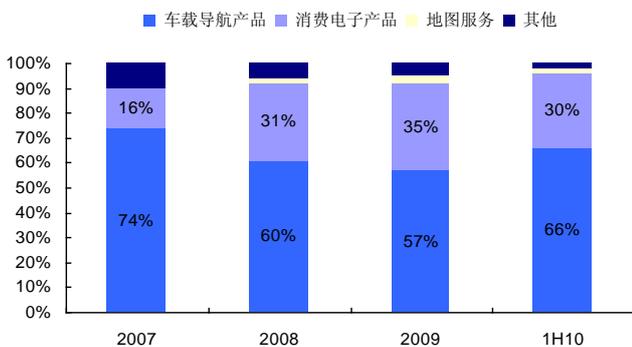
图 1: 公司的产业链定位



数据来源：国都证券

09 年公司车载导航、消费电子导航和地图服务应用分别占公司主营业务收入的 57%、35%和 3%。09 年公司实现营业收入 4.28 亿元，同比增长 31.48%；实现净利润 9941 万元，同比增长 11.71%；10 年前三季度公司实现营业收入 5.05 亿元，同比增长 83.67%；实现净利润 1.7 亿元，同比增长 95.39%；作为软件企业的典型代表，公司的综合毛利率维持在 90%以上，净利润率维持在 35%左右。10 年 3 季度公司业绩超出市场预期，我们认为随着公司各项业务的逐步推进，公司业绩仍将维持快速的增长。

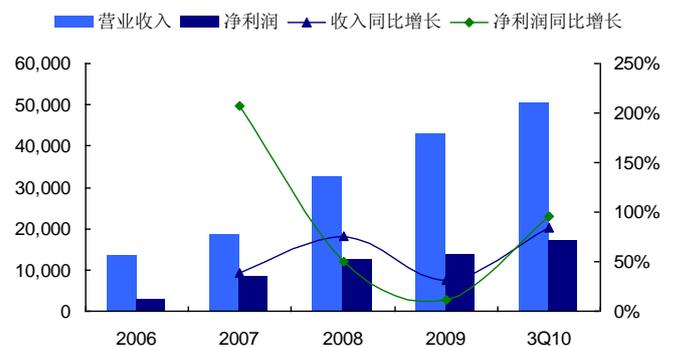
图 2: 公司主营业务收入结构变化



数据来源：国都证券

图 3: 公司主营业务收入和净利润变化

单位：万元



数据来源：国都证券

表 1: 公司下属主要子公司及参股公司

单位: 万元

	主营产品	持股比例	09 年净利润	其他股东
<b>控股子公司</b>				
北京图新经纬	车载导航地图销售	51%	1,313.04	丰田
上海纳维信息	手机、车载导航地图销售	51%	2,021.39	Navteq
北京世纪高通	动态交通信息	82.5%	-2,371.41	于晓、杨伯京
<b>全资子公司</b>				
北京图新科技	导航地图开发	100%	-223.96	
四维图新香港	导航地图销售	100%	-0.05	
<b>参股子公司</b>				
北京瑞思丰通	导航地图销售	30%	-3.84	丰田、图新经纬
北京腾瑞万里	电信增值业务	8.93%	-119.2	

数据来源: 国都证券

## 二、车载前装市场: 空间巨大的应用领域

导航电子地图最早的应用就在车载导航领域, 1985 年丰田率先在皇冠汽车上安装了带有电子地图的导航仪, 目前车载导航领域仍然是电子导航地图最大的应用市场。公司自 2003 年起连续 7 年在车载前装导航地图领域占据市场龙头的地位, 市场占有率保持在 60% 以上且不断提高, 10 年上半年达到 71%。公司的客户此前以日系车为主, 10 年公司与阿尔派签约, 将更好地拓展欧系车市场。

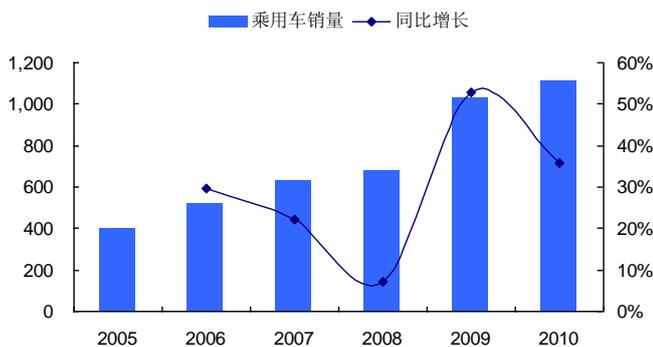
我们认为未来汽车前装市场需求仍将维持较快增速, 主要基于以下理由:

### 1、国内乘用车销量依然维持快速增长

我国汽车销量增速仍然较快, 2005-2009 年国内乘用车销量复合增速达到 27%。09 年国内乘用车销量达到 1032 万辆, 同比增长 52.88%, 10 年 1-10 月乘用车销量达到 1108 万辆, 同比增长 36%; 但我国虽然是汽车消费大国, 但由于我国的人口众多, 因此汽车消费量虽然很大, 但千人保有量只有约 40 辆, 远低于发达国家千人保有量 500 辆的水平, 同时也低于世界千人汽车保有量 140 辆的平均水平, 而我国的经济增长速度又显著高于其他国家, 随着国民收入的提高, 未来汽车销量仍有望维持 20% 左右的增速; 因此未来的汽车消费空间仍然很大, 相应地对导航产品形成直接的需求。

图 4: 国内乘用车销量维持快速增长

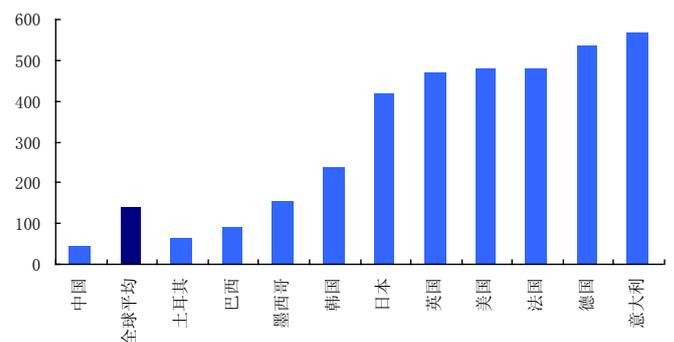
单位: 万辆



数据来源: 国都证券

图 5: 主要国家汽车千人保有量比较

单位: 辆

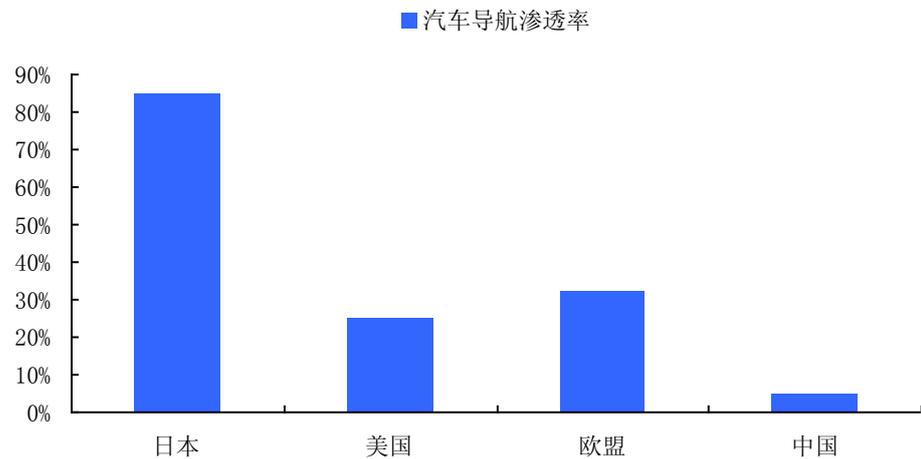


数据来源: 国都证券

## 2、国内汽车前装导航渗透率仍然较低

目前国内的车载导航仪渗透率仍然很低，09 年国内新增车辆前装导航渗透率为 4.8%，10 年上半年提升至 6.3%，而根据公司的数据统计，日本和欧美市场车载导航仪渗透率分别为 85%和 25%，欧盟平均也达到了 30%以上，仅仅简单地对比国内的汽车销量，国内新车渗透率提升市场空间仍然很大。

图 6: 国内乘用车前装导航渗透率



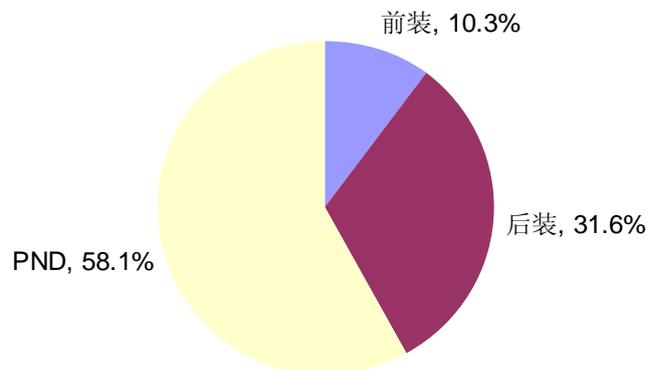
数据来源：国都证券

## 3、小排量汽车市场的拓展将迅速提高新车渗透率

### (1) 前装市场在整个车载导航领域的替代空间很大

按照水木清华的统计数据，国内车载导航市场中，前装导航仅占市场容量的 10%左右，而 PND 和后装市场合计占据了近 90%的市场份额。形成这种市场现象的原因我们认为一方面是由于国内汽车导航产业发展较晚，市场需求的培育需要一定的时间，另一方面主要原因仍然是由于目前前装导航系统仍然价格较高，中低档轿车的需求者对价格变化较为敏感，因此短期内影响新车前装渗透率提高的主要原因仍然是价格因素。

图 7: 国内车载导航设备的市场结构



数据来源：国都证券

从目前车载导航设备的价格体系来看，中高档汽车的前装导航仪一般要 2-3 万元，而后装的导航仪价格约在 5000 元左右，PND 市场竞争则更为激烈，价格从几百到上千元都有。在如此的价格体系下，中低端轿车的消费者很难承受前装的车载导航设备，导致中高档轿车的导航渗透率已经达到近 40%，而中低档轿车的渗透率仍然不足 2%。

而从目前的车载导航产品的应用发展趋势来看，前装在设计上的优势非常明显，由于前装导航设备在整车设计的时候就参与进来，与车辆的兼容性更好，且前装设备一般都安装了陀螺仪、传感器等配件，可以在车辆运行时进行不间断、更为精准的路线导航，还可以实现坡度提示、转弯提示等功能，在性能上明显优于改装车载导航仪，因此我们认为一旦限制前装市场渗透率提高的价格因素得到解决，前装导航市场将取代一部分后装和 PND 导航的市场空间。

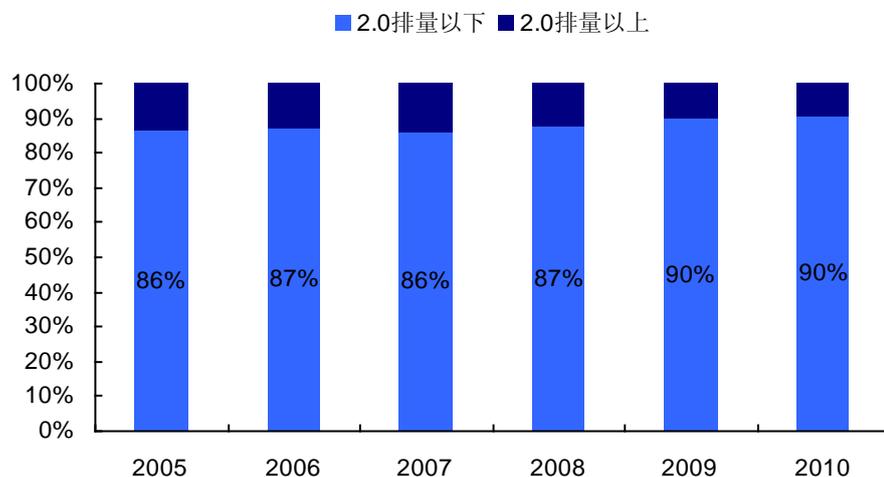
## (2) 小排量汽车的前装导航市场逐渐酝酿

前面提到，目前前装导航仪市场主要集中在 2.0 以上排量的乘用车，2.0 排量以下的乘用车难以承受如此高的成本。但 2.0 排量以下的乘用车导航需求同样存在，目前消费者主要采取单独购买后装导航产品和 PND 导航产品，这些产品以山寨产品为主，问题较多，因此限制了一部分消费者的购买热情。

从目前的国内乘用车销售结构来看，2.0 排量以下的乘用车 09 年销量为 906 万辆，占比在 90%左右，且比例在逐年提高，即国内最大的前装导航领域仍在 2.0 排量以下的乘用车市场。目前国内部分导航设备生产企业已经开始逐步地推进低价导航产品，预计售价在 3000 元左右，公司也在跟进，由于售价较低，将直接对后装市场和 PND 市场形成冲击，按前装导航仅仅取代 50%的后装市场，则目前的前装导航市场规模就将实现翻倍。

如果面向小排量汽车的低价前装产品推广良好，则销量巨大的小排量汽车前装市场空间将逐步打开，从而带动国内新车前装导航渗透率的快速提高。按照低价的小排量汽车导航地图产品售价 500 元、短期内达到 20%的渗透率来计算，新增市场空间也将达到 9 亿元。

图 8: 国内 2.0 排量以下的汽车仍然是乘用车销售主流



数据来源：国都证券

按照汽车销量增速 20%，高档轿车和中低档轿车新车导航渗透率一年分别提高 1 个和 5 个百分点，则未来 3 年车载导航市场规模增速将达到 40% 以上。而从市场空间来看，按照我国的新车出厂的前装导航配套率达到 30% 来计算，每年的导航电子地图需求在 400 万套左右，市场空间将达到 40 亿元，加上每年一次的更新费用，市场容量在 70-80 亿元左右。

**表 2: 汽车前装导航市场需求测算**

单位: 万

	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>汽车前装导航市场需求</b>				
乘用车销量	1,238	1,485	1,782	2,139
2.0 排量以下前装导航渗透率	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
2.0 排量以上前装导航渗透率	40.0%	45.0%	50.0%	55.0%
<b>2.0 排量以下前装导航销量</b>	<b>22</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>95</b>
<b>2.0 排量以上前装导航销量</b>	<b>55</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>116</b>
销量合计	77	110	154	211
同比增速	66.5%	43.7%	39.8%	37.0%
市场规模	65,583	93,493	129,944	177,236
同比增速	66.5%	47.9%	42.7%	39.1%

数据来源: 公司数据、国都证券

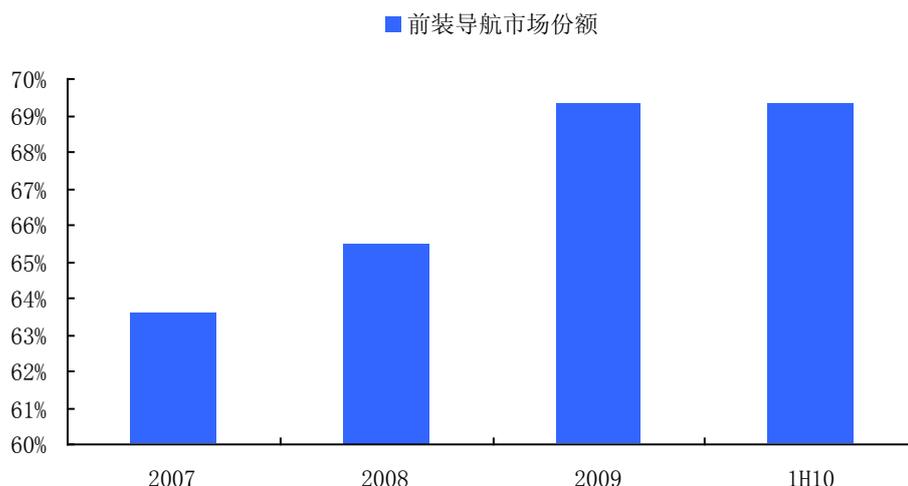
### 3、自然垄断的行业属性推动公司市场份额上升

导航电子地图行业具有明显的自然垄断属性，马太效应体现比较明显。由于导航电子地图的边际成本几乎为 0，而对路线的实际测量、POI 绘制需要较多的资金和人力投入，因此资本实力强，市场先入的公司具有明显的竞争优势。从国外的发展状况来看，除中国市场外，世界上导航电子地图市场基本上由美国的 Navteq、欧洲的 Tele Atlas、日本的 Zenrin、Toyota MapMaster 和 IPC 五家公司垄断，5 家公司的市场份额合计占到全球市场的 95%。

而从国内目前的情况来看，国内拥有电子地图制造资质的公司有 11 家，但仅有 6 家有产品实现推广，而在这 6 家中，四维图新和高德合计的市场占有率在 80% 左右，市场集中度非常高。高德的优势在于高端车和 PND 市场，而从出货量上来看，公司在车载导航领域属于寡头垄断。

截止 2009 年，公司的地图覆盖率已经达到 219 万公里，数据涵盖全国 2848 个区县，并拥有 1340 万条 POI 信息，在国内领先优势明显。此外公司还通过了国际汽车工业质量管理体系认证，是国内第一家通过认证的导航地图企业。按照 Frost & Sullivan 的数据，公司在车载导航领域市场占有率连续 7 年保持在 60% 以上，10 年上半年达到 69.29%，市场份额稳步提高，能够充分享受行业扩张带来的需求增长，且市场份额仍有提升的空间。

图 9: 马太效应显现, 公司市场份额逐步提高



数据来源: 国都证券

### 三、手机及 PND 导航市场: 近几年仍将是增长高峰期

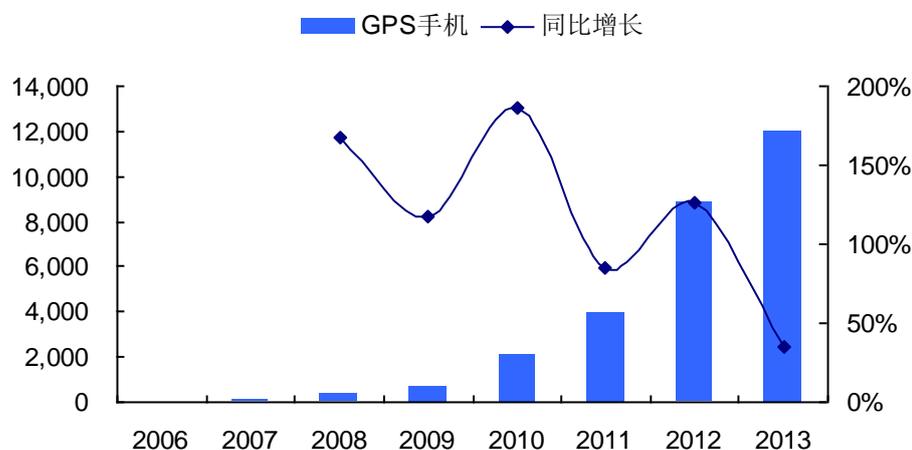
#### 1、国内 GPS 手机未来 4 年复合增速将达 100%

此前国内导航市场主要是以车载导航为主, 但随着智能手机的销量逐渐上升, 消费者对 GPS 手机导航功能的需求逐渐增加, 以手机为主的移动导航市场正在蓬勃崛起。ABI 的预测显示, 全球 GPS 手机今年出货量有望达到 3 亿部, 而到 2014 年, 全球 GPS 手机出货量将达到 7 亿部。

易观国际的数据显示, 09 年国内 GPS 手机销量达到了 739 万部, 环比增长了一倍以上, 在全年 1.57 亿部的手机销量中占比达到近 5%, 显示用户对导航手机的需求不断提高。易观国际同时预计 10 年国内 GPS 导航手机将达到 2120 万部, 增速达到 186%, 至 2013 年将达到 1.2 亿部, 4 年复合增速将达到 100%。

图 10: 国内 GPS 手机销量预测

单位: 万台



数据来源: 易观国际、国都证券

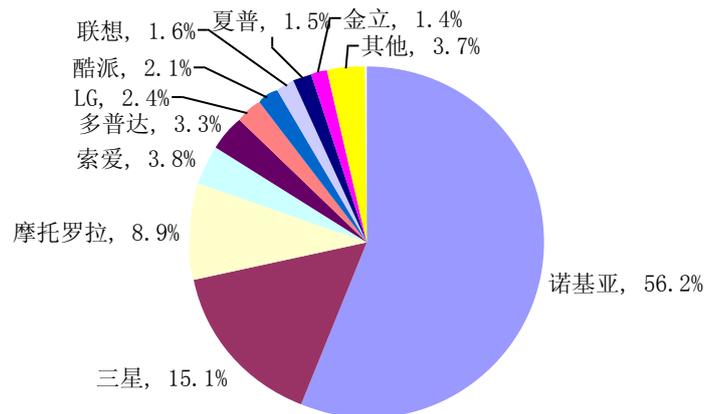
## 2、公司以 NOKIA 为主的大客户份额明显提升

10年上半年消费电子导航产品在公司收入中占比约30%，其中约80%来自手机导航产品。公司在手机导航市场占有率达71.17%，诺基亚的全系列产品都使用公司的导航地图产品，是公司的第一大客户。

按照CCID的统计数据，诺基亚是国内智能手机及GPS导航手机市场份额最大的龙头企业，09年诺基亚在GPS手机市场占有率达到56.2%。根据2010年互联网调研中心ZDC的调查数据，手机用户对GPS的认知度达到了53.2%；用户使用最集中的GPS手机品牌为诺基亚，所占比例达到54.9%；此外，2009、2010年是用户购买GPS手机最集中的两年，这也显示出GPS手机的需求已经体现出加速的趋势。

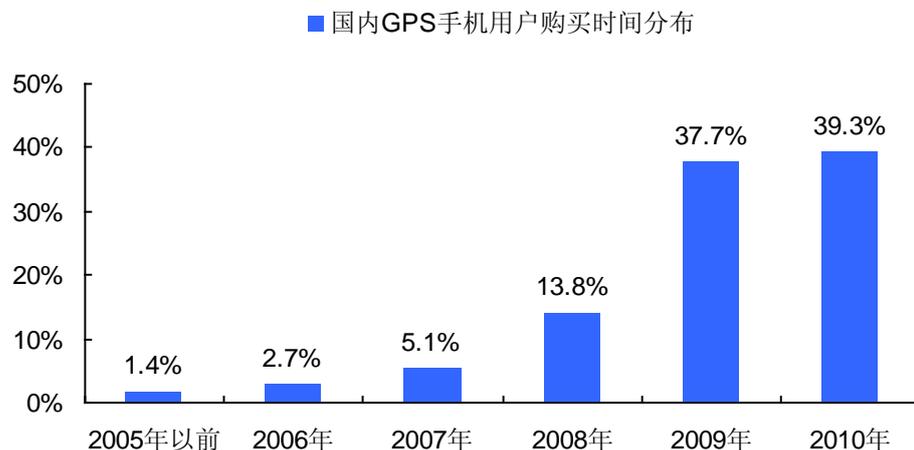
此前诺基亚出于竞争的考虑推出OVI地图全部免费的营销策略，近两年其GPS导航手机销量增速较快。公司对诺基亚销售的手机导航产品近两年也维持了较快增速，08、09年两年收入增速分别达到了5倍和40%。我们认为在诺基亚激进的市场策略下，未来其在GPS导航手机市场中的市场份额将进一步提升，从而对公司的产品形成直接的需求。除诺基亚以外，公司仍有摩托罗拉、三星等品牌手机客户，随着公司未来在其他客户中的份额的逐步提升，公司在GPS手机导航领域的市场份额将进一步提高。

图 11：国内 GPS 导航手机市场份额



数据来源：CCID、国都证券

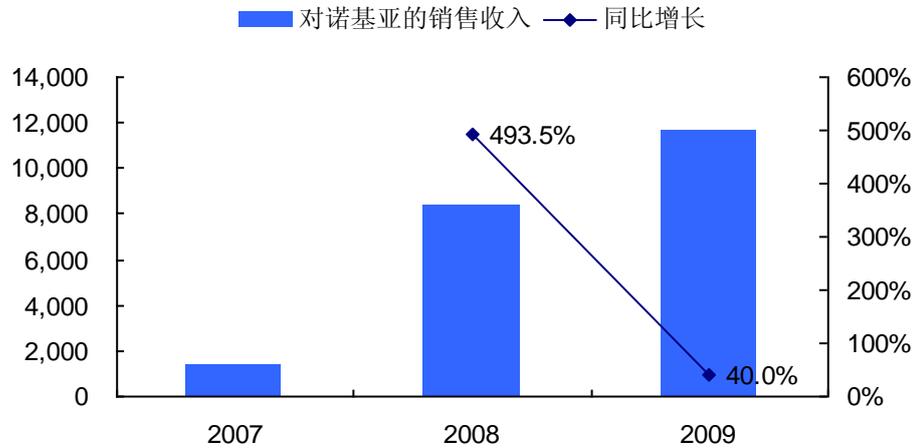
图 12：近两年国内 GPS 手机需求明显提升



数据来源: ZDC、国都证券

图 13: 公司对诺基亚的销售收入快速增长

单位: 万元



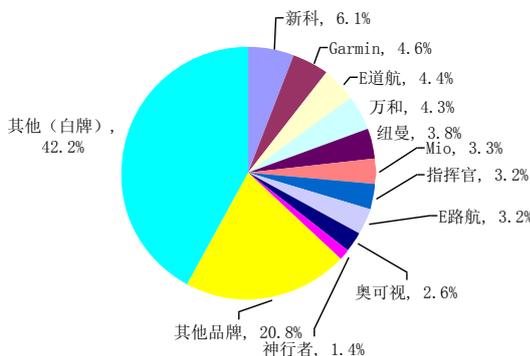
数据来源: 国都证券

### 3、PND 市场仍然维持稳定增长

前面提到, 车载导航领域中 50% 的市场都是 PND 市场, PND 市场属于消费电子市场。目前国内 PND 市场竞争激烈, 市场份额较为分散, 按照 CCID 的统计数据, 国内前十大品牌 PND 厂商市场份额仅有 37%, 属于充分竞争的市场。

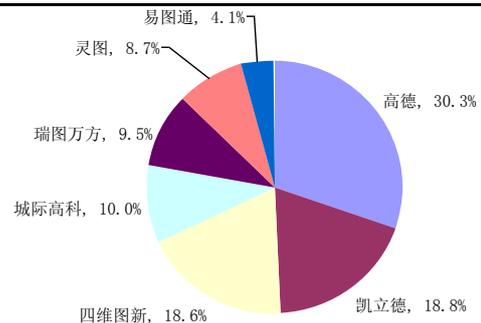
PND 导航电子地图提供商位于产业链上游, 集中度较 PND 市场有所提高, 但仍然竞争激烈, 共有 7 家公司参与市场竞争, 且市场第一的厂商也仅有 30% 的市场占有率。公司在 PND 市场主要同 Garmin、Mio、宇达电通等厂商合作, 按照易观国际的统计数据, 公司在 PND 导航电子地图市场份额居行业第三位, 09 年公司市场占有率为 18.6%, 高德和凯立德分别居一、二位, 市场份额为 30.3% 和 18.8%。

图 14: 国内 PND 市场集中度较低



数据来源: CCID、国都证券

图 15: 四维图新 PND 市场占有率近 20%

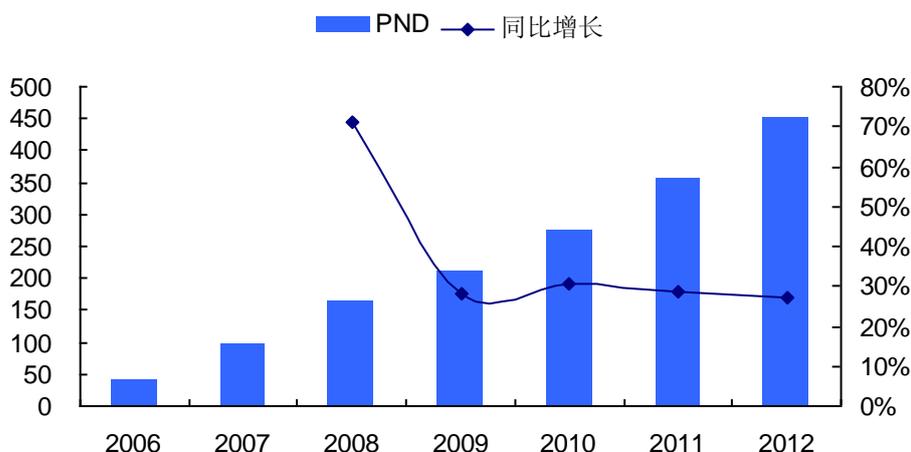


数据来源: 易观国际、国都证券

由于 PND 短期内的价格优势仍然较为明显, 虽然前装导航将对 PND 市场形成一定的冲击, 但预计国内 PND 市场仍将维持较快, CCID 预计 2010-2012 年国内 PND 市场将维持 25% 以上的增速, 公司作为 PND 市场的重要参与者, PND 市场的稳定增长将对公司的业绩形成稳定的支撑。

图 16: 国内 PND 市场规模预测

单位: 万台

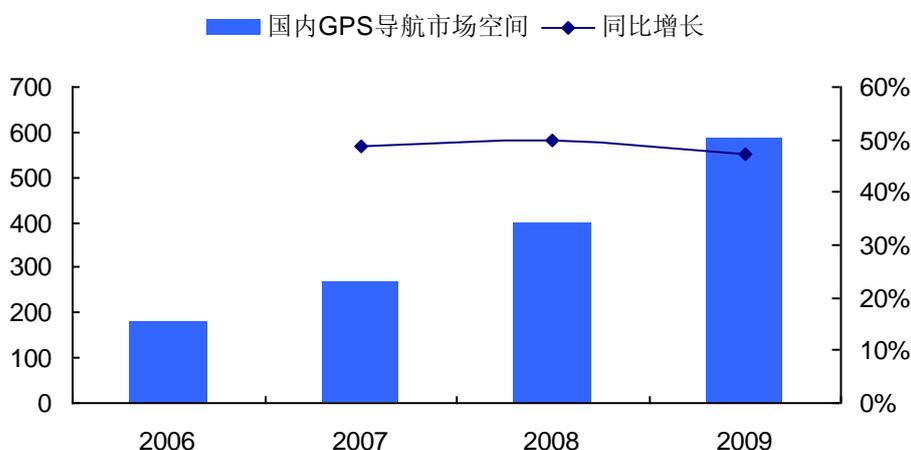


数据来源: CCID、国都证券

按照 CCID 的统计数据, 国内整个 GPS 产业 09 年市场规模已经达到了 587 亿元, 且仍在以每年 40% 以上的速度增长。如果仅考虑导航电子地图的市场空间, 未来汽车、消费电子类的市场总需求也将达到 30 亿元以上。

图 17: 国内 GPS 导航市场空间

单位: 亿元



数据来源: CCID、国都证券

## 四、动态交通信息: 未来的蓝海市场

### 1、2009 年是国内 Telematics 服务发展的元年

Telematics 是由 Telecommunication 和 Informatics 缩合而成, 指远程信息服务, 主要业务模式为通过无线通讯网络为安装在车上的导航平台系统提供多样化的信息服务。按照现有的服务类型划分, Telematics 服务主要包括车前座系统、车后座系统和车况诊断系统。

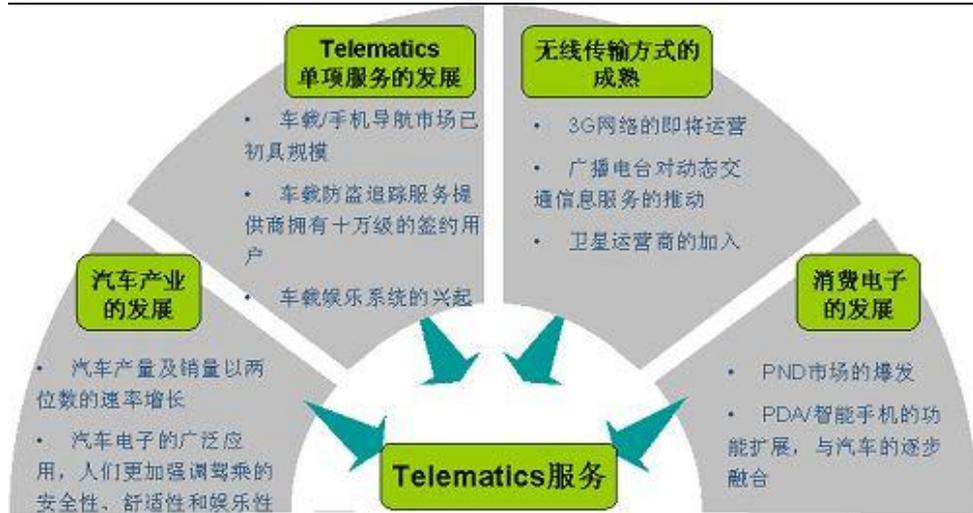
表 3: Telematics 服务分类



数据来源：诺达咨询、ITIF、国都证券

Telematics 产业经过十多年的发展历程，在北美、欧洲、日韩等汽车工业的发达国家得到了较快发展，其中规模较大的有通用的 On Star 系统和丰田的 G-Book 系统。Telematics 服务发展的源动力来自于汽车产业的发展、单项服务需求的提升、通讯网络的完善等多种因素。而目前我国汽车工业发展迅速，以 3G 为代表的移动网络不断完善，车载导航、动态交通服务需求逐渐提升，国内 Telematics 产业发展已经箭在弦上。

图 18: Telematics 服务发展驱动因素

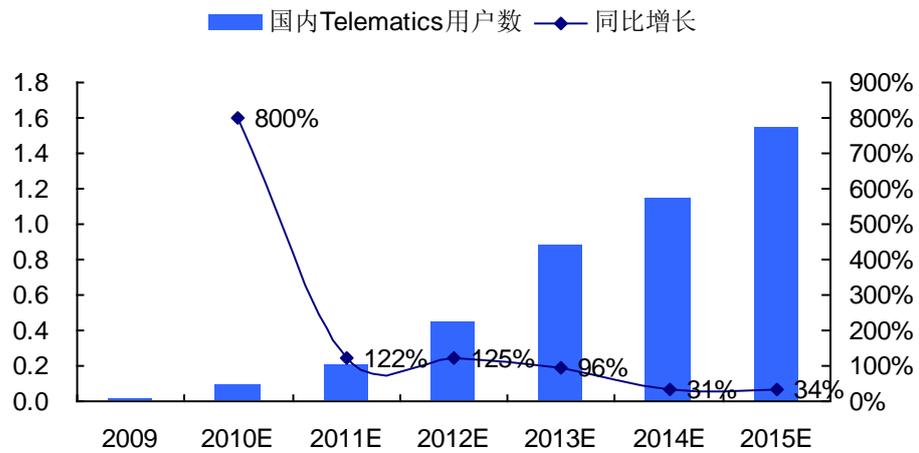


数据来源：Frost & Sullivan、国都证券

随着 2009 年通用 On Star 系统和丰田的 G-Book 系统这两个服务平台在国内推出 Telematics 服务，2009 年被各厂商、ITIF 和众多咨询机构称为 Telematics 在国内发展的元年，预计未来 2-3 年国内 Telematics 市场会迅速启动。Frost & Sullivan 预计未来 5 年内国内 Telematics 用户将出现高速增长，预计到 2015 年，中国的车载 Telematics 服务用户数量将突破 150 万。

图 19: 国内 Telematics 用户数预测

单位: 百万人

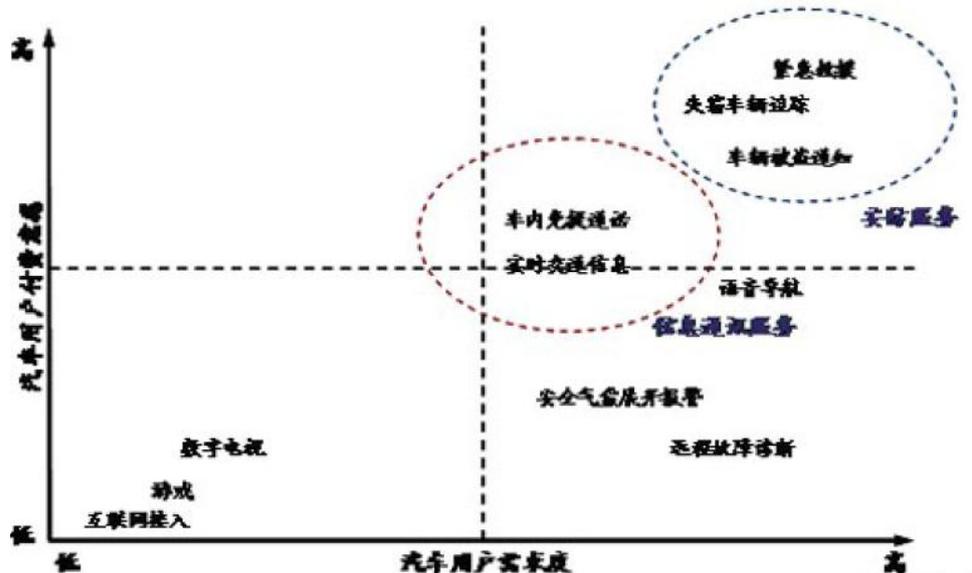


数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

## 2、动态交通服务将作为国内 Telematics 发展的主要形式

从目前的 Telematics 服务种类来看, 欧美市场和日本市场的需求各不相同, 欧美市场更侧重于汽车的安防需求, 如车辆追踪、紧急救援等; 而日本市场更重视路况、天气等动态交通信息需求; ITIF 认为国内需求将是三者的结合, Frost & Sullivan 则认为国内目前的 Telematics 需求仍然是以安防为主, 动态交通信息次之。

图 20: 国内 Telematics 服务需求分类



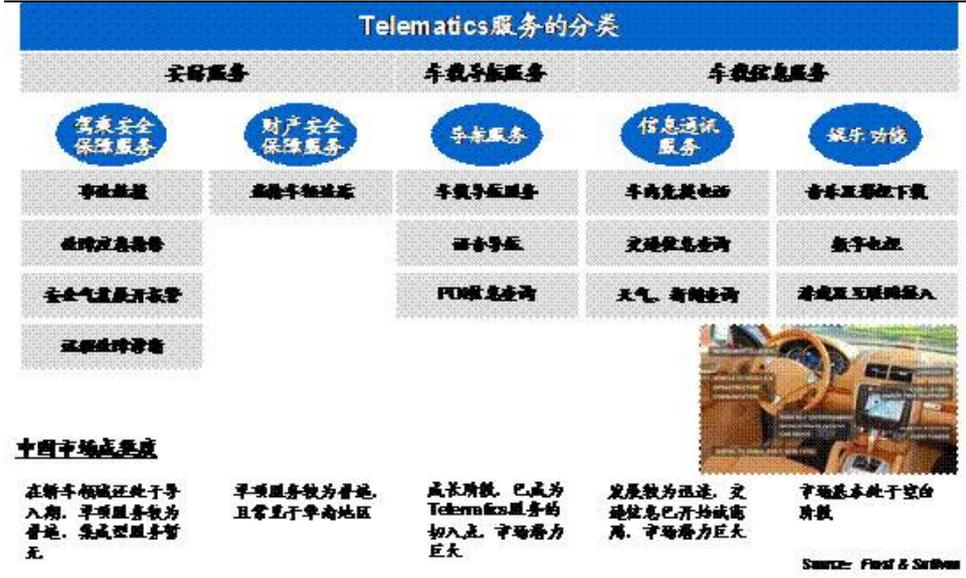
数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

由于国内的 Telematics 服务市场从 09 年才正式启动, 因此目前国内市场仍然处于导入期, 需求种类仍然以单项需求为主, 目前还缺乏足够的市场环境来引导系统集成解决方案的厂商出现, 因此我们认为在未来 3-5 年中, 单项服务的普及仍然是 Telematics 服务发展的主要形式, 我们认为国内的车辆安防需求、动态交通服务需求都将出现明显

的提升，市场规模都将出现高速增长的趋势。

其中最为重要和迫切地，由于国内汽车工业发展迅速，国内主要城市的交通拥堵问题已日趋严重，并因此造成巨大的经济损失，急需有效的解决方案。按照建设部的测算，仅 2003 年因交通拥堵而造成的损失即高达 2500 亿元人民币左右，大约相当于中国 2003 年 GDP 总量的 2%。以北京为例，北京每年因为交通拥堵而造成的直接经济损失高达约 60 亿元人民币。因此，我们认为动态交通信息服务将成为国内 Telematics 服务中极为重要的组成部分和先行成长动力。

图 21: 国内 Telematics 服务分类



数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

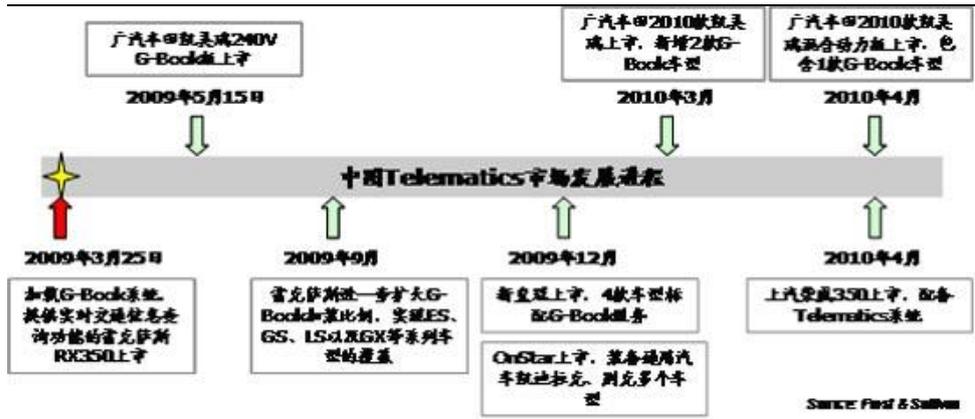
目前，日本、欧美等国家都已经能够提供实时交通信息，丰田的 G-Book、宝马 I-Driver、日产 STARWINGS 及通用的 On Star 等都能够提供包括实时道路信息、救援、报警以及兴趣点查询等多种服务。

四维图新从 07 年起年以增资和收购股权的方式收购世纪高通 82.5% 的股权，进入动态交通信息市场。目前世纪高通的动态交通信息已经实现一定规模收入，目前是公司收入中主要的地图服务收入来源，09 年世纪高通的动态交通信息收入为 1082 万元，占到公司地图服务收入的 92%。

世纪高通是国内首家动态交通信息商业化的企业，09 年丰田在国内推出的 G-Book 平台中的动态交通服务信息就是由世纪高通提供。具体模式为丰田 G-Book 系统接收世纪高通发布的动态交通信息，每 5 分钟更新 1 次，通过红黄绿三种颜色在地图上表现堵塞状态，使驾驶者能够轻松掌握交通路况，动态交通信息的商业运营也意味着我国在交通信息行业的技术研发上已经全面达到世界先进水平。

由于丰田是国内首家推出 Telematics 服务的车厂，继第一辆雷克萨斯第三代 RX350 正式登陆中国市场后，应用范围迅速扩大至雷克萨斯 ES、GS、LS 及 GX 系列及凯美瑞等车型，市场先入优势明显。而世纪高通作为丰田的独家合作伙伴，能给公司带来明显的示范效应，从而将明显受益于国内动态交通信息产业未来的高速发展。

图 22: 国内动态交通信息发展历程

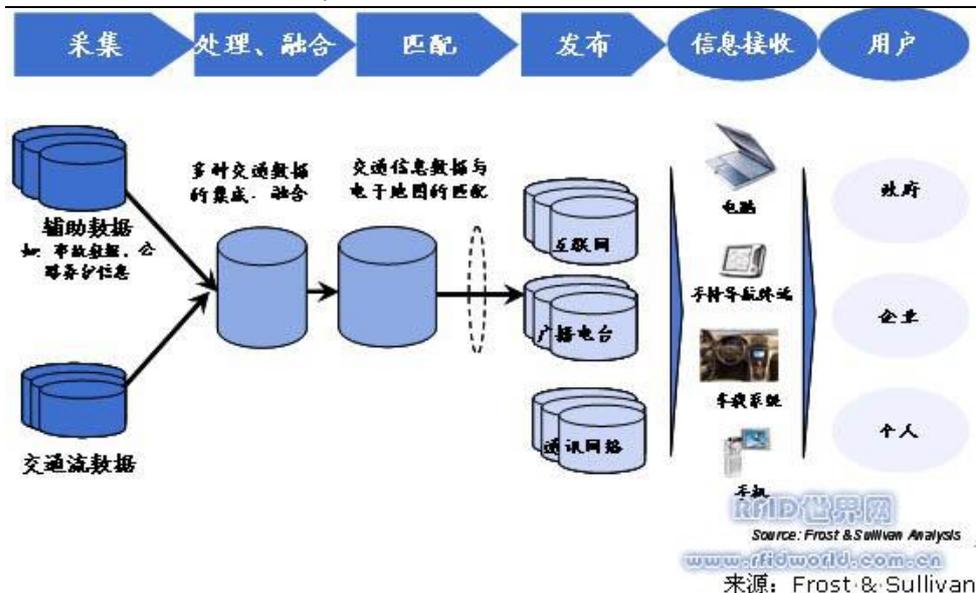


数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

目前世纪高通动态交通的覆盖范围已经达到 25 个城市 (09 年为 16 个), 未来覆盖范围仍将不断扩大。动态交通信息和公司原有的导航地图业务是相辅相成的业务, 动态交通信息的有效提供将明显提高车载导航仪的普及率和消费者接受程度, 以日本为例, 由于日本 VICS 系统提供了全国范围的动态交通服务, 日本的车载导航率达到了 85% 以上, 而欧美普及程度较广的 RDS-TMC 系统也有效地提高了消费者对于车载导航系统的接受程度。

随着目前国内城市道路的拥堵状况不断加剧, 动态交通信息指引的发展已经是大势所趋。而根据诺达咨询的数据, 在成熟的汽车产业中, 整车利润占 20%、零部件占 20%、其余 50%-60% 的利润均在服务环节产生, 因此未来 Telematics 服务提供商将占据产业链的绝大部分利润, 世纪高通作为国内首家运营动态交通信息的厂商, 未来将促使公司在业务结构和发展方向上更为合理和完善。预计世纪高通今年将实现盈亏平衡, 未来将成为公司新的盈利增长点, 公司也将随着国内 Telematics 用户的增长而进入汽车服务领域的蓝海市场。

图 23: 国内动态交通信息产业链



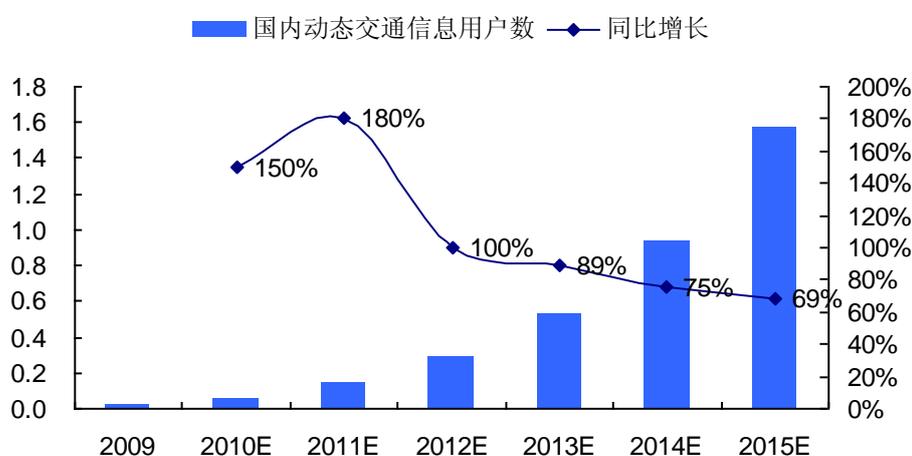
数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

### 3、动态交通服务用户数和市场空间未来 5 年复合增速有望达到 107%和 113%

按照 Frost & Sullivan 的研究，国内动态交通服务将不仅仅局限在汽车导航市场中，个人手持手机、PND 终端和互联网用户也将成为动态交通服务信息的重要需求来源，Frost & Sullivan 预计到 2015 年，国内动态交通信息用户数将达到 150 万人，未来 6 年的用户数复合增速有望达到 107%；而 2012 年整体市场规模将达到近 300 亿元，3 年复合增速将达到 113%。随着动态交通信息用户数的增长，动态交通信息运营厂商将明显受益。

图 24：国内动态交通信息用户数预测

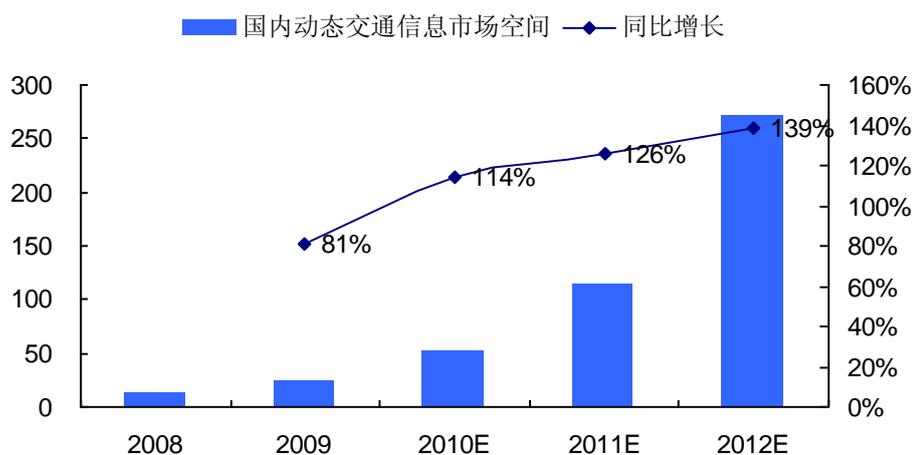
单位：百万人



数据来源：Frost & Sullivan、国都证券

图 25：国内动态交通信息市场空间预测

单位：百万元

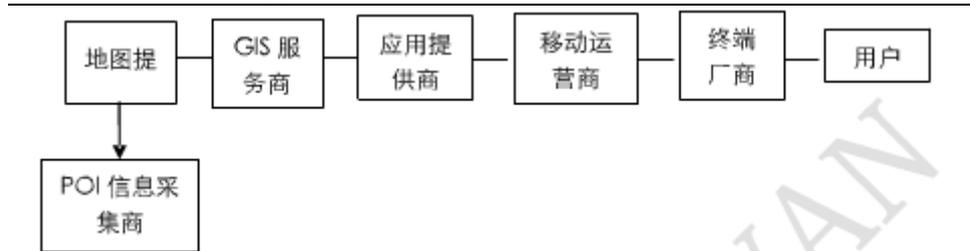


数据来源：Frost & Sullivan、国都证券

## 五、移动 LBS、互联网地图：潜在的增长点

移动 LBS (Location Based Service) 应用是指利用移动网络和移动终端确定用户的地理位置，并提供相应的导航、定位、跟踪、POI 指引等增值服务。移动 LBS 应用主要应用于个人的手机终端使用，并可以在企业的物流、车辆管理等方面应用；此外还可以在政府的数字城市建设和位置应用中提供相应的服务。

图 26: 国内 LBS 服务产业链

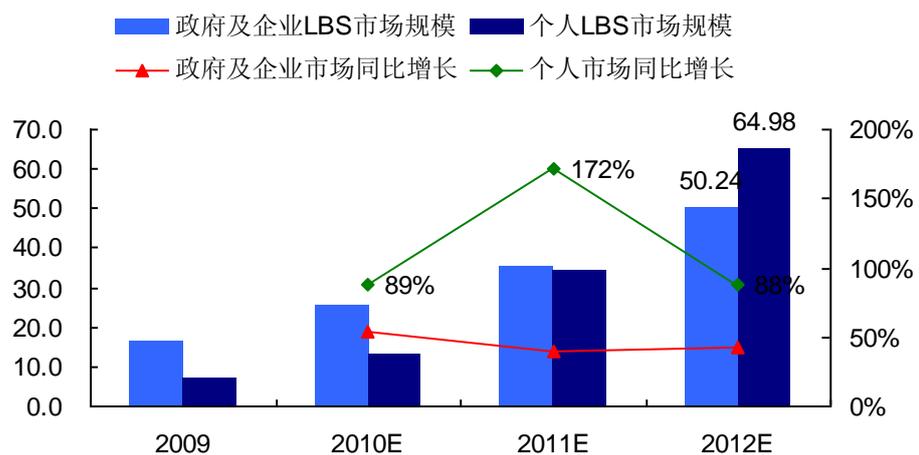


数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

公司目前在政府和企业用户等行业的应用相对较少，主要通过与中国电信、中国移动合作为电信用户提供 LBS 定位等服务。此外，公司还有行人导航业务，并在募投项目中明确了行人导航数据平台的重要性。

按照 Frost & Sullivan 的分析数据，目前的移动 LBS 业务仍然是以手机导航市场为主，市场规模为 6.73 亿元。Frost & Sullivan 预计未来三年在电信运营商的推动下，国内 LBS 市场将引来爆发性的增长，预计 2012 年市场规模将达到 115.22 亿元，其中个人手机导航应用将达到 64.98 亿元。

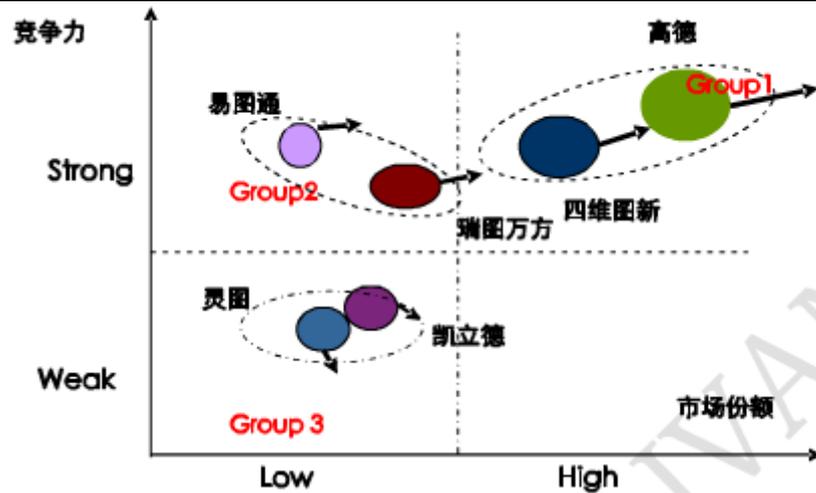
图 27: 国内 LBS 服务市场规模预测



数据来源: Frost & Sullivan、国都证券

在移动 LBS 地图领域，公司产品的应用范围较高德的市场份额和市场广度均有一定差距，但公司同高德都位于移动 LBS 领域的第一梯队，由于电子导航地图的自然垄断性以及国内 LBS 领域即将引来的高速成长期，公司未来的市场份额和业绩都有望实现较快的增长。

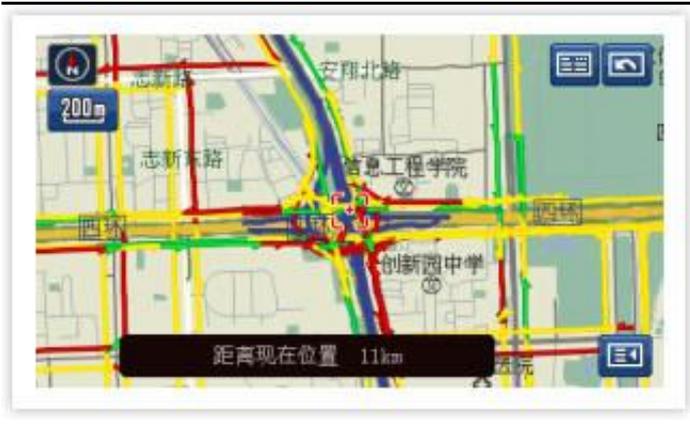
图 28: 国内 LBS 领域导航电子地图竞争结构分析



数据来源: Frost& Sullivan、国都证券

在互联网地图领域,公司目前是百度地图、图吧、搜狐、腾讯等国内大型互联网企业的电子地图提供商,按照 iResearch 的统计,公司在互联网地图应用的市场份额高达 70%,处于绝对领先地位。虽然目前互联网地图的盈利模式还不确定,但随着用户流量的增加,未来基于地图的 POI 收费标注、广告等增值服务都可能成为新的商业模式,由于公司同百度、图吧等公司的合作都是基于探索式的应用,未来仍有参与收入分成的空间和协议,因此一旦互联网市场启动,公司将形成新的业绩增长点。

图 29: 行人导航



数据来源: 国都证券

图 30: 互联网地图导航



数据来源: 国都证券

## 六、盈利预测与投资评级

### 1、盈利预测

公司目前的主营业务仍然是以车载导航、消费电子导航电子地图为主的产品销售模式,短期内国内汽车销量的快速增长、车载导航渗透率的提高、GPS 手机需求量的快速提升等因素仍将是公司业绩上升的主要动力;但从长远来看,公司的动态交通信息服

务、移动 LBS 服务和互联网电子地图服务都已经完成了业务的导入期，即将进入行业的爆发式增长时期，这些新的业务不仅能推动公司进入新的蓝海市场，还将使公司由单纯的导航电子地图提供商向 Telematics 服务提供商、互联网地图服务提供商等综合性的服务提供商转型，有望进一步推高公司的估值水平。

我们对公司各项业务的预测主要基于前面结合行业增速和公司市场占有率变化的量化模型计算，由于公司的移动 LBS 业务和互联网地图业务等目前仍处于市场拓展期，我们在公司的收入预测中暂时没有考虑。公司 10 年前 3 季度实现营业收入 5.05 亿元，同比增长 83.67%；实现净利润 1.7 亿元，同比增长 95.39%；公司预计 10 年全年业绩增速为 50%-80%，对应 EPS 为 0.51-0.61 元，全年业绩高速的成长的态势较为明显。

**表 4: 公司的主营业务收入测算**

单位: 万元

预测项目	2009A	2010E	2011E	2012E
车载导航产品	24,471	36,706	53,224	74,513
YoY	25%	50%	45%	40%
消费电子产品	14,990	23,984	35,975	52,164
YoY	48%	60%	50%	45%
地图服务领域	1,175	1,762	2,643	3,965
YoY	63%	50%	50%	50%
其他	2,171	2,171	2,171	2,171
主营业务收入合计	42,806	64,624	94,015	132,815
YoY	31%	51%	45%	41%

数据来源: 国都证券

**表 5: 公司的主营业务收入测算**

单位: 万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	42,806	64,622	94,013	132,813
营业成本	3,708	5,638	9,184	13,064
营业税金及附加	587	886	1,289	1,822
销售费用	2,852	3,554	5,171	7,305
管理费用	22,439	30,373	43,246	59,766
财务费用	-761	-646	-1,880	-2,656
资产减值损失	744	744	744	744
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	13,236	24,073	36,259	52,769
加: 营业外收入	4,095	4,095	4,095	4,095
减: 营业外支出	32	32	32	32
利润总额	17,300	28,137	40,322	56,832
减: 所得税	2,463	4,220	6,048	8,525
净利润	14,837	23,916	34,274	48,307
减: 少数股东损益	1,219	717	857	1,208
归属于母公司的净利润	13,618	23,199	33,417	47,100
每股收益 (全面摊薄)	0.34	0.58	0.83	1.18

数据来源: 国都证券

## 2、相对估值

我们预测公司 2010-2012 年每股收益为 0.58、0.83 和 1.18 元，对应 10-12 年的动态市盈率为 72、50 和 36 倍，公司 09-12 年的业绩复合增速将达到 51%，目前公司 PB 为 10.29 倍。

从表中可以看出，10 年、11 年可比公司平均动态市盈率为 96 倍和 80 倍，按照我们的业绩预测，公司 10 年和 11 年动态市盈率分别为 89 倍和 62 倍，估值水平低于行业平均水平。从业绩增长的动态角度考虑，公司未来三年的净利润复合增长率为 51%，对应公司目前的 PEG 为 1.53，而我们按照 wind 的一致预期计算，复合增速在 40% 的上市公司其 PEG 也都在 1 以上，我们认为公司目前的 PEG 水平基本可以反映公司未来的成长性。

从公司自身的历史估值水平来看，公司的 PE 和 PB 也处在相对较高的水平，但由于公司上市时间不长，因此历史估值水平可能不能充分反映公司的市场定位，但我们认为公司的业绩成长空间很大，成长速度也很快，且未来不排除动态交通信息领域、移动 LBS 应用领域和互联网领域出现业绩的爆发性增长，因此我们认为以动态的眼光来看待公司目前的估值水平是相对合理的，且随着公司地图服务业务的业绩提升，公司的估值水平有望得到进一步提升。

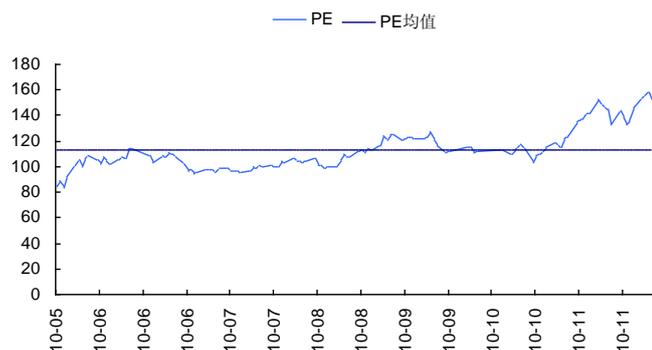
我们认为随着国内车载导航和手机导航渗透率的提高，公司的业绩将维持高速增长。世纪高通预计明年将开始贡献利润，公司与电信运营商、互联网企业的盈利模式虽然还不成熟，但是未来这些业务未来仍然可能出现大幅的增长，暂时维持公司短期推荐、长期 A 的投资评级。

表 6: 上市公司估值对照表

证券简称	收盘价	2009 EPS	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2009 PE	2010 PE	2011 PE	2012 PE	PB	CAGR 09-12	PEG
超图软件	37.42	0.42	0.64	0.90	1.20	88.99	138.27	152.95	126.99	5.73	42%	1.07
合众思壮	61.18	0.70	0.86	1.22	1.61	87.46	71.51	50.06	37.97	5.03	32%	3.20
北斗星通	49.20	0.51	0.57	0.73	0.93	96.51	86.82	67.23	53.03	7.84	22%	7.67
数字政通	64.35	0.74	1.07	1.51	2.07	87.36	60.34	42.60	31.04	4.46	41%	1.36
国腾电子	98.50	0.57	0.80	1.13	1.59	172.81	123.06	87.17	61.90	10.25	41%	3.15
<b>算术平均</b>						<b>106.63</b>	<b>96.00</b>	<b>80.00</b>	<b>62.19</b>	<b>6.66</b>		<b>3.29</b>
四维图新	51.77	0.34	0.58	0.83	1.18	152.13	89.26	62.37	43.87	10.29	51%	1.53

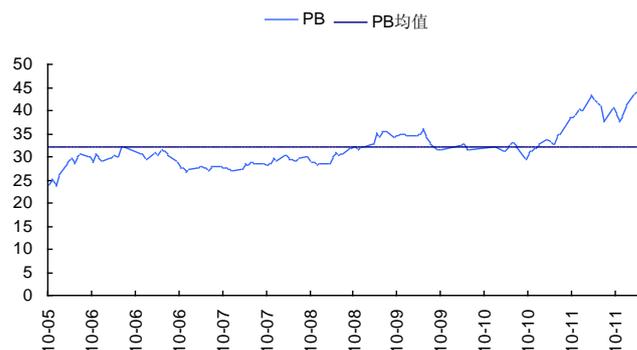
数据来源: Wind, 国都证券

图 31: 四维图新 PE (TTM)



数据来源: Wind, 国都证券

图 32: 四维图新 PB (TTM)



数据来源: Wind, 国都证券

## 七、风险提示

- 1、汽车消费需求波动的风险：若国内汽车消费需求快速下滑，可能对公司的业绩形成较大冲击；
- 2、产品价格大幅下降的风险：随着低端车市场的拓展和下游产品价格的下降，公司产品价格下降速度也可能加快；
- 3、新业务拓展速度低于预期的风险：动态交通信息、移动 LBS 和互联网应用需求可能从 10 年起进入快速成长时期，但拓展速度存在一定的不确定性。

**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**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**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	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	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	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com