

2010 年 4 月 25 日

计算机行业

四维图新 (002405)

评级: 无

计算机行业研究员

张广荣

010-88086830-699

zhanggr@rxzq.com.cn

导航电子地图市场领导者

投资要点:

- **导航电子地图市场领导者:** 公司产品包括车载导航、消费电子导航和电子地图服务三大部分, 2009 年占到营业收入的比重分别为 57.17%、35.02%和 2.74%。受益于汽车导航和消费电子导航市场的快速发展, 公司营业收入从 2007 年的 1.85 亿元增长到 2009 年的 4.28 亿元, 年均复合增长率 52.05%, 净利润从 2007 年的 0.81 亿元增长到 2009 年的 1.36 亿元, 年均复合增长率 30%。根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%。
- **导航电子地图市场潜力巨大, 未来将快速增长:** 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, 预计到 2012 年世界导航电子地图市场规模将达到 35 亿美元。2009 年我国导航电子地图市场规模为 8.3 亿元, 公司预测到 2013 年将达到 26.8 亿元, 年均复合增长率达 33.9%。
- **车载导航市场受益于新车装配率的提升和乘用车销量的快速增长:** 2009 年中国乘用车销量达到 1033.13 万辆, 比 2008 年增长 52.93%。预计未来 6 年城镇居民家庭轿车的需求复合增长率将达到 12%。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。公司目前已经成为一汽丰田全系列轿车 (皇冠、花冠、威驰等)、丰田进口全系列车 (雷克萨斯、佳美、陆地巡洋舰、大霸王)、东风日产系列车 (天籁、蓝鸟、阳光、颐达、风雅等)、广州本田 (雅阁)、通用汽车 (凯迪拉克 CTS)、北京现代 (御翔)、大众 (SKODA 明锐), 上汽荣威等汽车厂商的电子地图供应商。还是世界知名导航系统厂商松下、先锋、健伍、导世通、Garmin、三洋等的电子地图供应商。公司车载导航产品营业收入从 2007 年的 1.37 亿元增长到 2009 年的 2.45 亿元, 年均复合增长率 33.7%。
- **GPS 手机普及率的提高推动消费电子导航市场快速增长:** in-Stat 统计中国 GPS 手机从 2006 年的 20 万部增长到 2008 年 340 万部, 年均复合增长率高达 400%, 与 2008 年 1.6 亿部的手机销量相比, 普及率仅为 2.32%。我们判断未来 GPS 手机的普及率将会快速提升, GPS 手机未来五年将处于高速发展时期。公司合资子公司上海纳维的少数股东 NAVTEQ 目前已是 NOKIA 的全资子公司, NOKIA 与公司之间形成了股权上的合作关系, NOKIA 是公司消费电子导航地图产品的主要客户, 2007 年、2008

年和 2009 年分别实现销售收入 1406.33 万元，8346.15 万元和 11684.84 万元，成为消费电子导航业务增长的主要驱动力。

- **LBS、互联网地图与动态交通信息服务市场具备想象空间：**LBS(Location Based Services)是指通过移动终端和移动网络的配合，确定移动用户的实际地理位置，从而提供用户所需要的与位置相关的服务信息的一种移动通信与导航融合的服务形式；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，公司预计到 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；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、行业项目营收、企业标注营收和其他广告收入等，iResearch 统计显示 2008 年中国互联网地图服务市场规模达 3 亿元，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。公司在上述两个市场占有率分别高达 52%和 74%，领先优势明显。动态交通信息服务市场尚处于起步阶段，公司子公司世纪高通是国内首家动态交通信息服务提供商，可以提供动态路况查询服务、语音式中心导航服务和动态自导航服务，目前已经与 PND 领导厂商 Mio，北京移动、日产汽车合作推出了相关产品。预计到 2013 年，动态交通信息服务市场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%。
- **导航电子地图行业具备自然垄断特点：**地图数据库建设周期长，投入资金大，形成产品后边际销售成本很低，这决定了导航电子地图产业具备自然垄断的特点。欧美日导航产业发展也都经历了从多家并存到市场高度集中的竞争历程。目前我国共有 11 家单位获得了国家测绘局的资质，其中有 6 家推出了自有品牌的导航电子地图产品，前三家市场份额在车载导航地图市场和 GPS 手机导航市场分别高达 98.7%和 93.02%。
- **公司研发投入比例高、盈利能力突出：**公司 2007 年到 2009 年研发费用总投入高达 2.58 亿元，占历年营收的比例一直维持在 27.5%左右，我们认为未来随着市场的快速发展规模效应的显现，该比重会逐步下降并趋于稳定。公司 2008 年和 2009 年销售净利率高达 37.3%和 34.7%，远高于软件类上市公司 2008 年 18.1%的平均水平，盈利能力突出。
- **募投项目分析：**公司未来发展目标是成为中国最大的综合地理信息服务提供商，募投项目主要投入第二代导航电子地图生产平台开发，行人导航数据产品开发项目，高现势性、高精度、精细化车载导航电子地图开发项目三大项目，可大幅提高公司的技术水平和生产效率，产品内容更丰富精细、现势性更强，产品种类从汽车导航扩展到行人导航领域，为公司未来推出多模态导航地图产品奠定了基础。这将极大的提升公司的核心竞争力，使公司在即将到来的行业竞争中占据有利地位。
- **盈利预测：**我们预计公司 2010-2012 年净利润分别为 1.73 亿元、2.43 亿元和 3.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 元、0.61 元和 0.84 元，结合二级市场可比公司估值情况，我们认为其合理价格为 19.35 元，对应 2010 年市盈率为 45 倍。

单位（万元、元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	42805.85	59103.70	82914.46	116724.71
增长率	31.48%	38.07%	40.29%	40.78%
归属于母公司的净利润	13618.19	17298.91	24313.48	33542.36
增长率	11.7%	27.0%	40.5%	38.0%
每股收益(摊薄)	0.40	0.43	0.61	0.84

表 1: 分项业务预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
车载导航	19626.01	24470.77	30588.46	39765.00	53682.75
增长率	42.67%	24.69%	25.00%	30.00%	35.00%
消费电子	10128.15	14989.76	21735.15	31515.97	45698.16
增长率	240.16%	48.00%	45.00%	45.00%	45.00%
服务领域	722.14	1174.74	3524.22	7400.86	11841.38
增长率	29018.55%	62.67%	200.00%	110.00%	60.00%
其他	2080.05	2170.58	3255.87	4232.63	5502.42
增长率	17%	4%	50%	30%	30%

表 2: 利润表预测

利润表预测 (单位: 万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	42805.85	59103.70	82914.46	116724.71
增长 (YOY)	31.48%	38.07%	40.29%	40.78%
减: 营业成本	3708.46	5307.67	7453.91	10069.73
毛利率	91.3%	91.0%	91.0%	91.4%
营业税金及附加	587.10	810.63	1137.20	1600.93
销售费用	2851.57	3937.28	5523.47	7775.79
管理费用	22439.37	30982.91	43381.90	60955.13
EBIT	13219.35	18065.21	25417.98	36323.15
增长率 (YOY)	36.3%	36.7%	40.7%	42.9%
财务费用	-761.39	-500	-600	-700
资产减值损失	744.41	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00			
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00			
汇兑收益	0.00			
营业利润	13236.34	18565.21	26017.98	37023.15
增长 (YOY)	33.64%	40.26%	40.14%	42.30%
加: 营业外收入	4095.45	4500	6400	7700
减: 营业外支出	31.80	0	0	0
其中: 非流动资产处置损失	30.76			
税前利润	17299.98	23065.21	32417.98	44723.15
减: 所得税	2462.92	5766.3	8104.5	11180.8
实际税率	14.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	14837.07	17298.91	24313.48	33542.36
归属于母公司所有者的净利润	13618.19	17298.91	24313.48	33542.36
增长 (YOY)	11.7%	27.0%	40.5%	38.0%
销售净利率	31.81%	29.27%	29.32%	28.74%
少数股东损益	1218.87	0.00	0.00	0.00
每股收益				
基本每股收益	0.40	0.43	0.61	0.84
稀释每股收益	0.40	0.43	0.61	0.84

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。