

四维图新 (002405.SZ)

软件行业

新股研究

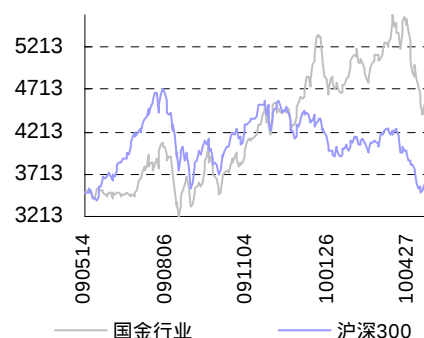
上市定价(人民币): 17.40-26.11 元

导航地图空间大, 商业模式创新多

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	25.60
发行 A 股数量(百万股)	56.00
总股本(百万股)	400.23
国金软件指数	4538.00
沪深 300 指数	2886.91
中小板指数	5581.88



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利(元)	0.354	0.396	0.483	0.591	0.817
净利润增长率	49.98%	11.71%	41.94%	22.27%	38.40%
市盈率(倍)	N/A	N/A	54.04	44.20	31.93
行业优化平均市盈率(倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
净资产收益率	30.99%	28.35%	10.94%	11.89%	14.13%
每股净资产(元)	1.14	1.40	4.42	4.97	5.79
发行股数(百万股)	344.23	344.23	400.23	400.23	400.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 四维图新是国内首家获得导航电子地图制作资质的企业。一直专注于为汽车制造厂商、汽车电子厂商、手机生产商、便携导航设备厂商、移动通信服务商和互联网平台提供专业化、高品质的导航电子地图产品和服务。

公司投资亮点

- 亮点一: 公司居地图、导航领域行业首位, 合作伙伴遍及各大行业。公司在所有涉及业务领域位居行业龙头, 公司在车载导航、手机和 PND、系统服务、互联网四大领域里面拥有行业内最高端的客户。
- 亮点二: 从欧美的产业发展规律来看, 中国地理导航行业将迎来长期高速增长黄金时光。公司位于产业链有利位置, 具有较强的议价能力, 美日车载导航市场发展十余年渗透率较高, 而中国车载导航刚刚起步; 随着北斗、GPS 模块成为消费类电子的标准配置, 未来这一市场增长率达到最高; 随着 LBS、动态交通信息服务解决了个体出行的位置需求问题, 未来将成为第二信息维度。
- 亮点三: 公司具有较强的竞争优势以及良好的成长空间。在国内市场, 国际化、移动互联网新模式冲击与竞争下, 公司由于所处行业具有较强壁垒, 地图领域的先发优势明显, 拥有行业里最完善的商业模式将具有更强的竞争力; 公司各项业务的市场规模增速较大, 通过汽车后装市场的涉及, 以及北斗系统的推广, 公司将面临相关产业的延伸机会。

相对估值

- 通过与行业内同比公司比较, 我们认为四维图新的发行市盈率定位在 09 年 40 倍——60 倍市盈率比较合适, 对应估值为 15.82 元—23.73 元, 对于当前的市场状况, 我们给予 10% 的溢价, 对应估值为 17.40-26.11, 这个价格对应的 2010 年市盈率为 36.1 倍—54.09 倍。

投资风险

- 业务集中风险: 公司的经营业绩很大程度上取决于车载导航产品和消费电子导航产品的需求状况。
- 客户集中风险: 来自前五大客户的销售收入分别占公司当年营业收入的 71.33%、72.88% 和 62.82%。

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130208120262
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

易欢欢 联系人
(8621)61038288
yihh@gjzq.com.cn

内容目录

居地图、导航领域行业首位，合作伙伴遍及各大行业	4
从欧美的产业发展规律来看，中国地理导航行业将迎来长期高速增长 的黄金时光	6
位于产业链有利位置	6
美日车载导航市场发展十余年渗透率较高，中国车载导航刚刚起步	6
随着北斗、GPS 模块成为消费类电子的标准配置，未来这一市场增长率最高	7
随着 LBS、动态交通信息服务解决了个体出行的位置需求问题，未来将成为 第二信息维度	8
行业的严格监管、最丰富的是地图数据库、先发优势、资质齐全将超 越对手，获得北斗系统、后装市场的市场空间机会	9
公司具有多方面的竞争优势	9
竞争对手	10
公司当前和未来可展望的的市场空间	12
通过募投项目打造国内最好的动态地理信息平台	15
企业的战略目标	15
募投项目情况	15
销售预测关键假设	15
相对估值	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

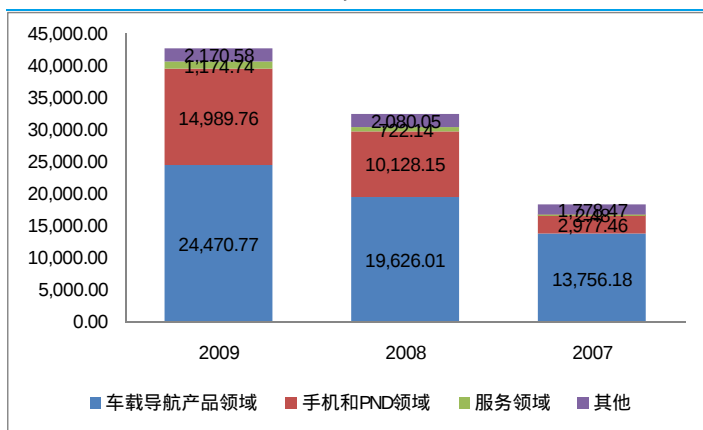
图表 1：业务收入占比	4
图表 2：市场份额	4
图表 3：总收入收入	4
图表 4：净利润	4
图表 5：四大业务领域客户列表	5
图表 6：产业链情况	6
图表 7：北美、西欧、日本车载导航系统销售量	7
图表 8：中国车载导航系统销售量以及渗透率	7
图表 9：北美、西欧消费类电子导航设备销售情况	8
图表 10：中国 PND 消费电子导航市场销售量、渗透率	8
图表 11：日本 VICS 保有量	8
图表 12：动态信息服务领域	8

图表 13：公司竞争优势	10
图表 14：未来的 GIS 新商业模式	11
图表 15：2009-2009 公司分产品收入预测	12
图表 16：2009-2013 中国前装车载导航市场规模	13
图表 17：2009-2013 中国 PND 市场规模	13
图表 18：2009-2013 中国 GPS 手机市场规模	13
图表 19：2009-2013 中国 LBS 市场规模	13
图表 20：2009-2013 中国互联网地图规模	13
图表 21：2009-2013 中国动态交通信息市场规模	13
图表 22：中国汽车后装市场空间（亿元）	14
图表 23：北斗系统规划	14
图表 24：募投项目情况	15
图表 25：募投项目收益与定位	15
图表 26：销售预测	16
图表 27：可比公司市盈率	17

居地图、导航领域行业首位，合作伙伴遍及各大行业

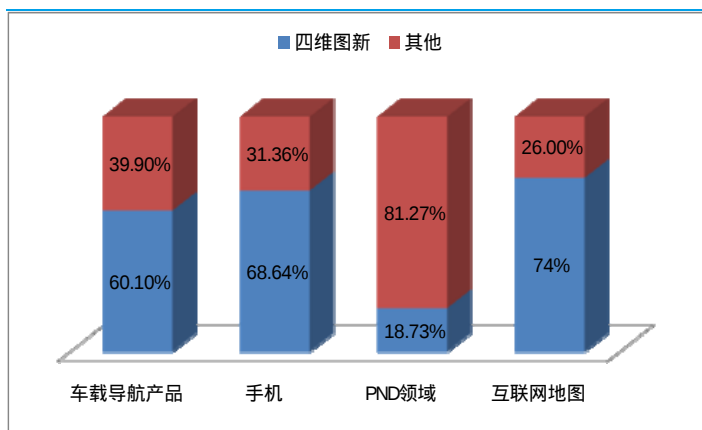
- 四维图新成立于 2002 年 12 月 3 日，是国内首家获得导航电子地图制作资质的企业。成立以来公司一直专注于为汽车制造厂商、汽车电子厂商、手机生产商、便携导航设备厂商、移动通信服务商和互联网平台提供专业化、高品质的导航电子地图产品和服务。目前，四维图新已拥有世界先进的导航电子地图制作核心技术，并建成了以北京为中心、覆盖全国的本地化导航电子地图数据采集更新体系，从而拥有全国最大的高质量导航电子地图数据库以及全国最大规模的更新网络体系
- 公司在所有涉及业务领域位居龙头：国内车载前装导航地图市场份额连续七年超过 60%，连续三年在手机导航地图市场份额超过 50%，并在其他便携导航、LBS 及互联网位置服务、交通信息服务领域保持全面领先。
- 公司总收入自 07 年以来维持 30% 以上的复合增长，净利润长期保持 30% 的符合增速，其中车载导航、手机和 PND 以及系统服务分别占总收入 57%、35%、7%，未来车载导航将稳定增长，手机和 PND 业务增速最大。

图表1：各项业务收入占比，消费电子增速最大

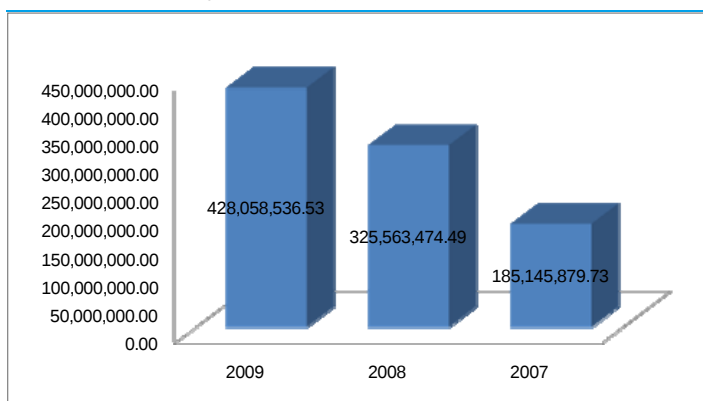


来源：招股说明书、各公司网站资料整理、国金证券研究所

图表2：四项收入市场份额占比非常大

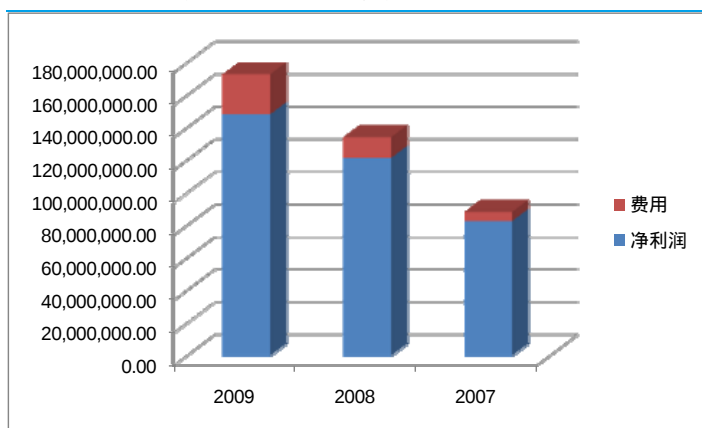


图表3：总收入每年 30% 复合增长



来源：招股说明书、各公司网站资料整理、国金证券研究所

图表4：净利润相对收入上升更快

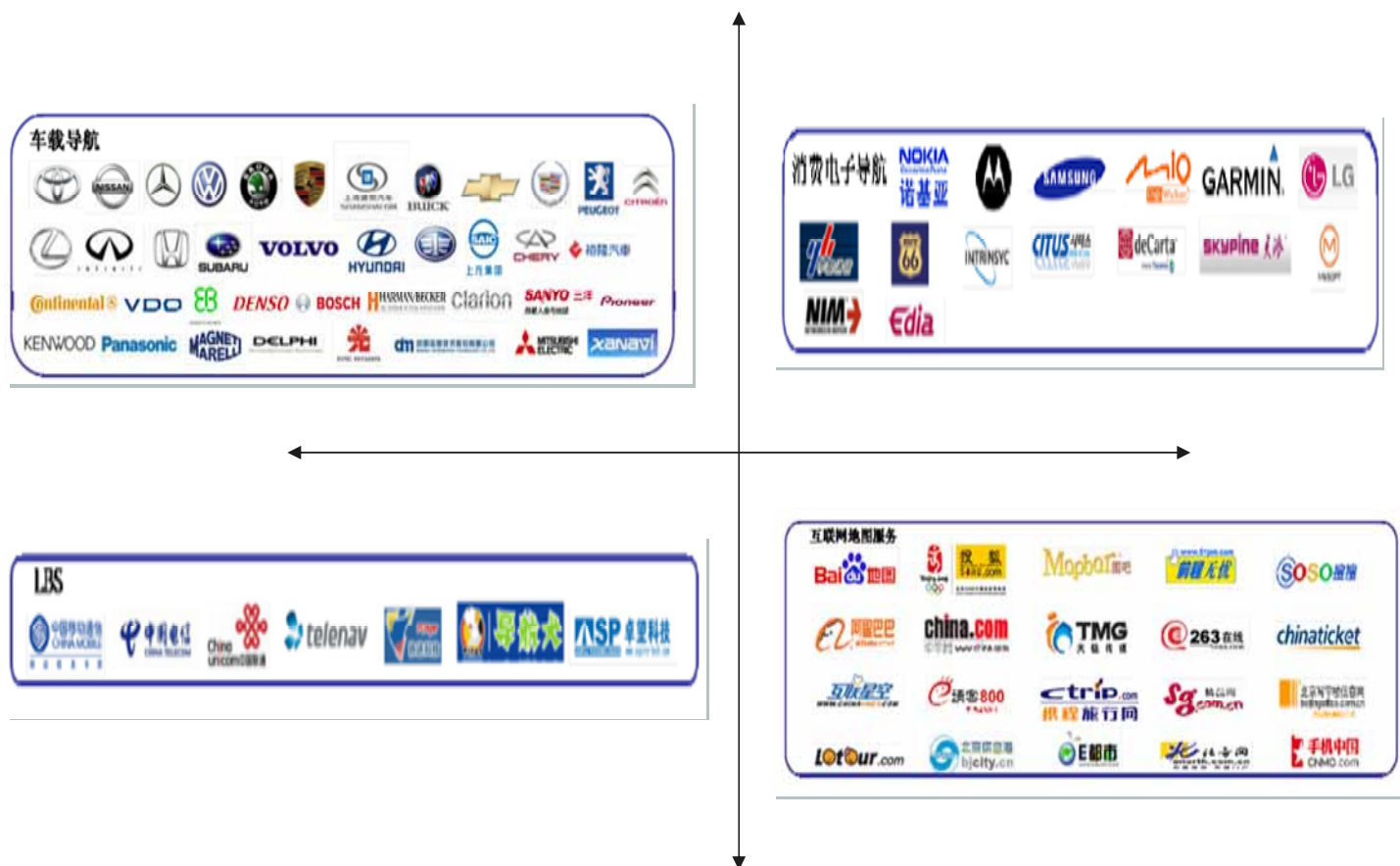


- 公司在车载导航、手机和 PND、系统服务、互联网四大领域里面拥有行业内最高端的客户，同时成为相关行业的重要地图基础数据的提供商。
- 在车载导航：丰田、通用、大众、奔驰、上汽、本田、日产、现代、保时捷、标致雪铁龙、奇瑞、斯巴鲁等主流汽车制造商及其车载导航设备供应商，大部分国内高端车型，如丰田雷克萨斯、保时捷卡宴、

通用凯迪拉克、别克林荫大道、日产英菲尼迪、本田讴歌、现代劳恩斯等都选择预装四维图新导航地图；

- 在手机和便携导航领域：诺基亚、摩托罗拉、三星、宇龙酷派、宇达电通、Garmin、合众思壮、新科等手机和便携导航设备厂商都预装了四维图新导航地图；
- 互联网地图服务领域：百度、腾讯、携程、搜狐、图吧等上千家门户和专业网站使用了四维图新导航地图；
- 移动位置服务：由辽宁移动建设的中国移动全网位置服务平台、中国电信移动位置服务一致选择了四维图新导航地图；
- 行人导航地图产品：四维图新在中国市场率先研发成功，已经与Nokia公司展开深度合作，近期将全面推广；

图表5：拥有四大业务领域最高端客户



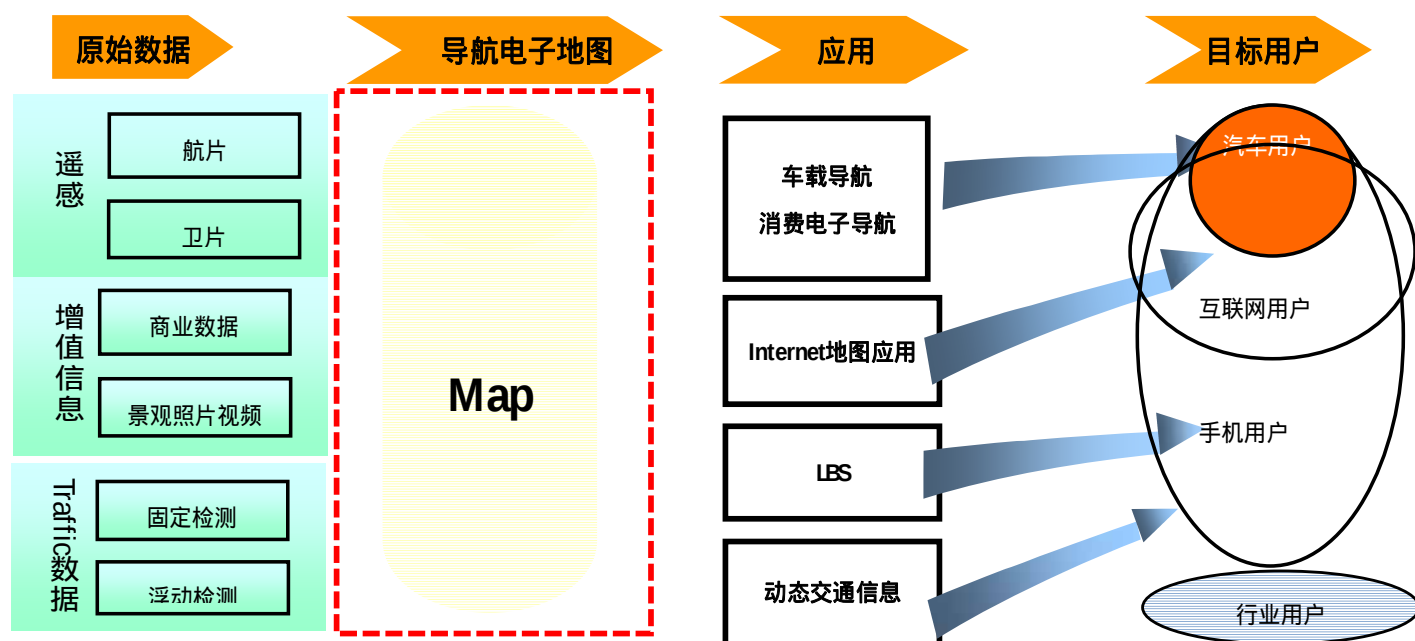
来源：公司网站、国金证券研究所

从欧美的产业发展规律来看，中国地理导航行业将迎来长期高速增长的黄金时光

位于产业链有利位置

- 基于位置空间的地理信息系统是继时间之后，人类一个重要维度。手表解决了人类的时间问题，互联网和搜索解决了信息的传递和寻找问题，但对于个人的定位以及周边地理信息的整合发布将长期成为热点话题。
- GIS、GPS、遥感、增值信息、实时交通数据处理和传递等关键技术出现之后，地理信息系统领域迎来的全新发展空间。经过转化和添加更多业务特性的地图应用，对汽车行业、互联网行业、手机、以及其他各行各业得到蓬勃发展，基于在这样的背景，已经形成相关产业链。

图表6：公司处于产业链终端，面向最终用户，具有较强的议价能力



来源：招股说明书、国金证券研究所

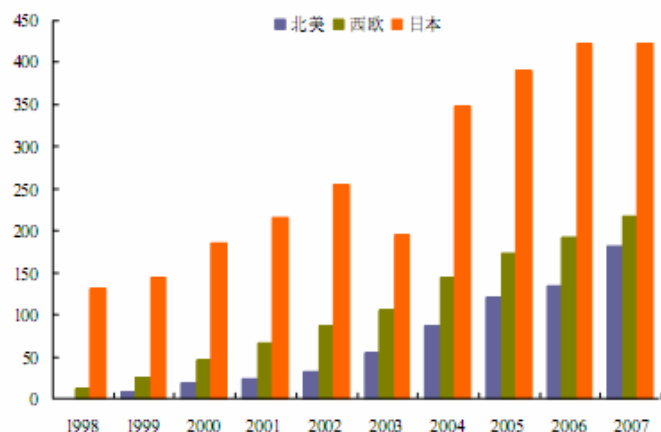
- 在整个导航电子地图产业链上主要有地图测绘和 POI 信息采集商、导航电子地图制作商、导航电子地图软件和系统方案解决商、GPS 芯片等零件生产商、终端设备制造商和最终消费者。在整个产业链上，导航电子地图是导航产业的基础和支撑。目前，公司的主营业务集中在下图红色虚线框内部分，主要从事导航电子地图产品的研发、生产、销售和服务。
- 公司处于整个产业链的中游，衔接上游基础数据提供商，衔接下游目标客户，能够快速响应客户需求，拥有长期的客户合作关系，同时公司自有部分中国地区的原始数据，在对上游供应商具有强大的议价能力。

美日车载导航市场发展十余年渗透率较高，中国车载导航刚刚起步

- 车载导航市场是带动导航产业发展的龙头，从世界范围看，导航市场的发展都是从车载导航开始的，然后新车的导航系统装配率逐渐提高，最终绝大部分汽车厂商都会将导航系统作为汽车的标准配置。
 - 日本的车载导航市场始于 1992 年，新车中装配车载导航仪的比例，即新车装配率，由 1992 年的 0.4%，提高到 1996 年的 12.2%，2001 年达到 36%，到 2007 年则达到 79%。继日本之后，欧洲市场于 1998 年启动，美国市场则于 2000 年启动。据不完全统计，2007 年，西欧车载导航系统的销售量达到 218 万台，按当年新车销量 1674 万辆计算，新车装配率为 13%；同期北美车载导航系统的销售量为 181 万台，新车销量 1772 万辆，新车装配率为 10.2%。

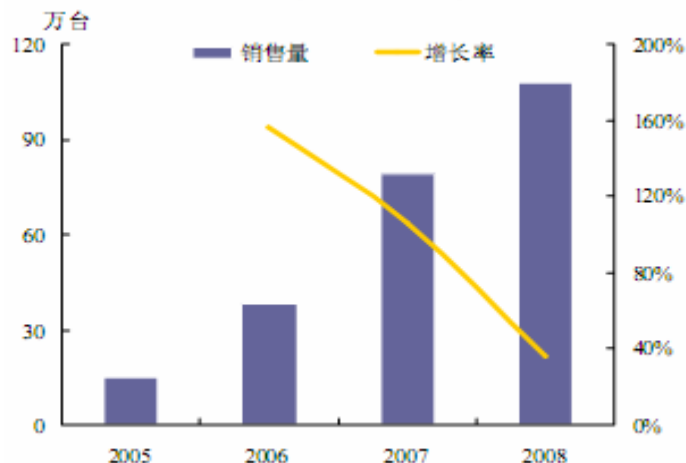
- 2003 年以来，我国导航车销量和新车装配率逐年快速增长。2008 年我国导航车销售量达 34.65 万辆，但是新车装配率仍然只有 3.7%，据不完全统计，使用过导航系统的客户，97%以上会购置车载导航。用户粘度大，增长空间大。

图表7：北美、西欧、日本车载导航销量递增（万台）



来源：招股说明书、国金证券研究所

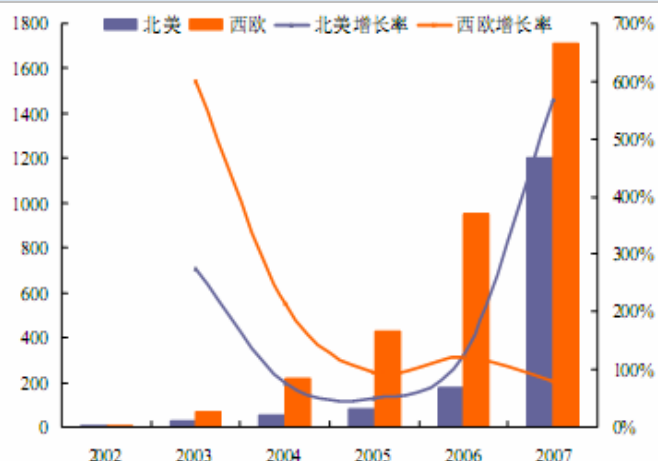
图表8：中国车载系统渗透率提升空间大（万台）



随着北斗、GPS 模块成为消费类电子的标准配置，未来这一市场增长率最高

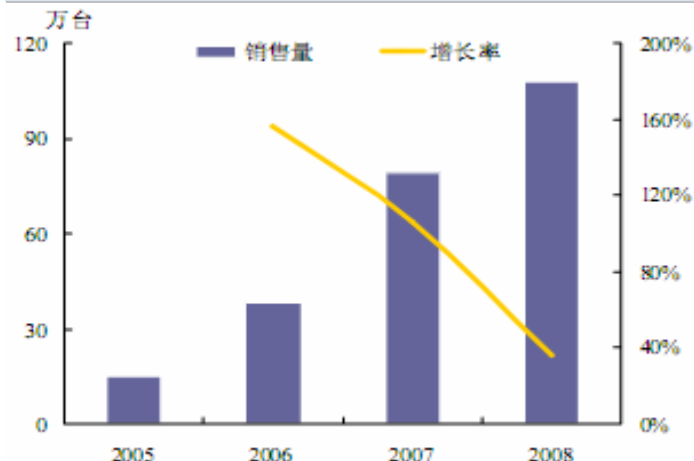
- 近年以来手机逐渐成为消费电子导航市场的重要力量。这一方面是由于美国的 E911 法案、欧洲的 E112 法案和日本自 2007 年 4 月开始执行“新生产的 3G 手机必须支持 GPS 功能”的相关政府安全法规的促进；另一方面是由于 GPS 集成芯片技术的发展，使得体积较小的手机也能够便宜地集成和使用 GPS 芯片。同时在中国 2012 年北斗系统将覆盖全国，中国移动 TD 系统预留了北斗系统的标准接口，未来北斗+GPS 模块将有望成为中国智能手机的国标。
- 目前，全球各大主流手机制造商都已经将目光瞄准了 GPS 手机市场。瑞典市场调研公司 Berg Insight 在 2009 年 4 月发布的一份报告称，2008 年全球具有 GPS 全球定位功能的 GSM/WCDMA 手机的出货量较 2007 年猛涨 178.6%，至 7800 万部；预计到 2014 年，出货量可达 7.7 亿部。2008 年全球 PND 出货量较 2007 年增长 18%，达到 4100 万台，美国成为全球最大单一市场。
- 2008 年中国手机销售量达到 1.6 亿部，GPS 手机所占比例仅为 2.32%，尚有极大的发展空间。2008 年中国 PND 达到了 107.8 万台，近四年的年均复合增长率达到了 93%。中国成为拉动全球 PND 市场增长的重要引擎

图表9：北美、西欧消费类电子导航增长迅猛（万台）



来源：招股说明书、国金证券研究所

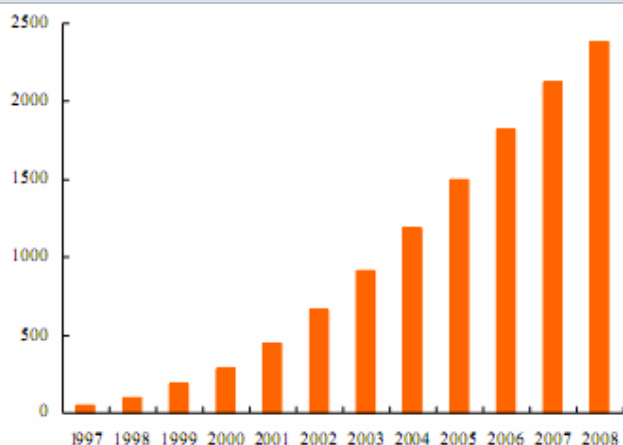
图表10：中国消费电子导航60%年复合增长（万台）



随着 LBS、动态交通信息服务解决了个体出行的位置需求问题，未来将成为第二信息维度

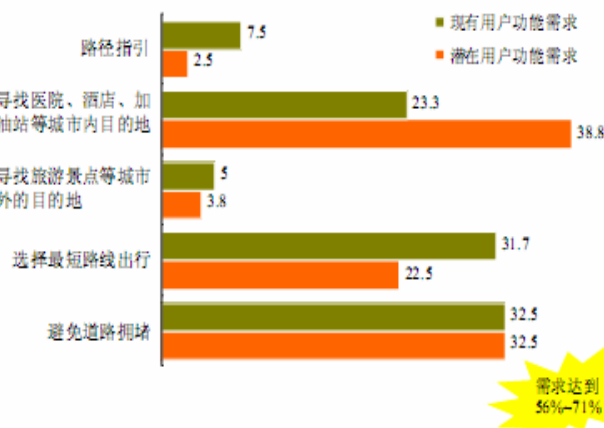
- 基于移动通信技术的 LBS、动态交通服务、移动互联网交通服务是一种移动通信与导航融合的服务形式，这类服务一般都具备非常强的位置相关性，根据用户提出的地理信息需求，通过自动搜索、人工查询、在线交流等方式为用户提供方便、快捷、准确的地图信息、周边景物场所信息及出行交通指引资讯的在线信息服务。未来通过 LBS、动态交通服务、移动互联网交通服务的协同实现继时钟外的第二维度。
- 根据美国 Pew Internet & American Life Project 的调查显示，全球 87% 的互联网用户有通过互联网来查找地图或驾驶路线的经历。
- 随着基础导航产品和服务在发达国家的普及，更加丰富的位置信息服务将走向前台，而首当其冲的便是动态交通信息服务，到 2012 年全球将有超过 8300 万的用户使用该服务。世界上动态交通服务比较发达的地区是日本和欧美，日本的交通信息通信系统 VICS 从 1996 年开始投入市场，到 2008 年装载 VICS 系统的导航仪保有量达到 2381 万台。
- 中国动态交通信息服务市场尚处于导入阶段，据商务部研究院估计，2008 年市场规模 2,000 万元，2010 年市场规模将增加到 1 亿元。

图表11：日本 VICS 保有量逐步提升（万台）



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表12：动态信息服务领域需求达到70%



行业的严格监管、最丰富的是地图数据库、先发优势、资质齐全将超越对手，获得北斗系统、后装市场的市场空间机会

公司具有多方面的竞争优势

- 行业壁垒以及地图领域的先发优势：我国政府规定只有具备导航电子地图制作资质的企业才能合法制作导航电子地图，尤其是《导航电子地图制作资质标准（试行）》的出台，对从事导航电子地图生产的企业提出了包括注册资金、技术、设备、人员等多方面的要求，提高了行业的准入门槛，并考虑到国家安全，限制国外地图企业在国内搜集提供地图服务。在汽车、手机领域企业制定了大量的资质认证标准，只有通过这些标准的地图企业才能够被采用。
- 四维图新是全球第三家、中国首家通过 TS16949（国际汽车工业质量管理体系）认证的地图企业，四维图新通过了欧洲 Automotive SPICE 认证，相对行业内其他企业资质最全。
- 完善的商业模式：公司主要通过 B2B、B2C、按照服务分成三种商业模式。
 - 一是正常的 B2B 模式，即面向汽车生产商、车载导航系统提供商、GPS 手机和便携式导航电子设备厂商以其销售的终端数量按件收取许可费。这种模式由于下游客户大部分均有雄厚实力以及信誉作保证，相对来说盗版现象较少，公司正常的收入来源得以保证
 - 二是收费从厂商延伸至客户，即通过 B2B 模式延伸至 B2C 模式，下游厂商安装时一次性收取许可费，而电子导航地图的直接使用者更新时则向其另收取更新服务费，从而能够给公司带来持续的收益
 - 三则是直接的 B2C 模式，按服务与运营商进行收入分成，目前，面向 LBS、互联网及动态信息服务运营商主要采取按服务收取导航电子地图使用费或按服务与运营商进行收入分成的模式。这种商业模式将会给公司带来广阔的客户蓝海。
- 规模优势以及最完整的数据库：由于先期成本投入、市场容量以及下游客户严格质量控制等因素，导航电子地图行业是一个在集中度提升后逐步趋于自然垄断的行业。而先进入者在占据较高的市场份额后，规模效应让其具有明显优势。
 - 地图产品所具有的边际成本很低的特点，因此，如果产品的质量和规模相近，生产技术相近，年销售十万张和年销售十张的总成本几乎一样。这一特点决定了如果有一家企业的市场份额大于 50% 时，其他企业几乎很难有赢利的能力；由于电子导航产业先期投入大，一般开发初期销售收入难以覆盖其成本。不过随着产品的研发和导航地理数据库的初步完成、客户规模及销售量的逐步扩大，亏损逐步缩小并达到盈亏平衡点，并最终实现盈利。
 - 公司拥有了全国最为完备的地图数据库和可靠性强的产品，并且与丰富的优质客户建立了紧密的合作关系四维图新建成了覆盖全国的信息量最大、品质最高的高端导航电子地图数据库，建成了覆盖全国的高质量导航电子地图数据库及其更新体系，使得中国导航电子地图数据库的生产能力能够充分满足产业应用和发展所需。
 - 公司 2009 年冬季版导航电子地图产品已覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市，道路里程达 225 万公里，在国内首家突破 200 万公里；覆盖了全国 2297 个县、市中的 2280 个县、市，实现了全国范围内省道等级以上道路的百分之百无缝覆盖、沿海和发达地区县级和乡级以上道路的百分之百无缝覆盖；POI 数量达到 800 万个，分为 208 个类别，如政府机关、科研院所、商业网点、餐饮、休闲娱乐、文化教育、写字楼、宾馆、旅游风景名胜等，是全国最高质量、信息量最丰富的导航电子地图产品。同时公司不断加强新产品的开发，在国内率先推出

行人导航电子地图产品，此外公司还提供国内覆盖区域最广的实时交通信息，可以支持导航系统实现基于实时交通信息的动态导航应用。

图表13：公司三大竞争优势



来源：国金证券研究所整理

竞争对手

- 公司已经在国内地图领域做到了 NO.1，当前的主要是面临国内地图企业的竞争，公司战略未来是成为地图领域的国际化企业，必然面临着国外地图龙头公司的竞争；长期来看随着移动互联网领域的不断发展，google、apple 将以免费形式进入此领域，它们将成为公司未来潜在的竞争对手。
- **近期的国内发展面临竞争对手**
- **高德软件**：高德软件成立于 2001 年，于 2004 年获得导航电子地图制作资质，开始从事导航电子地图的生产与销售。该公司主营业务为导航电子地图的生产与销售，下设三家子公司：北京艾迪菲导航科技有限公司，主要从事导航电子地图销售；上海高德软件有限公司，主要从事导航电子地图研发及销售；北京图盟科技有限公司，主要从事在线地图服务产品的销售，网络地图的经营与开发。
- **北京灵图**：灵图软件成立于 1994 年，于 2005 年获得导航电子地图制作资质，是一家以自主知识产权的软件产品为核心，集软件研发、地图生产相关服务为一体的企业。目前，灵图软件的主要收入来源是地图及相关应用软件的销售。
- **国际化战略过程中面临的竞争对手：**
- **NAVTEQ**：总部设在美国芝加哥的 NAVTEQ 创立于 1985 年，是全球最大的导航电子地图企业，2008 年 7 月被全球最大的手机制造商 Nokia 公司以 81 亿美元收购。该公司提供的电子地图广泛应用于车载导航系统、移动导航设备以及互联网服务。NAVTEQ 的市场主要在北美和欧洲，2008 年该公司营业收入达 5.02 亿美元。
- **Tele Atlas**：总部设在荷兰的 Tele Atlas 成立于 1984 年，在全球 24 个国家设有分支机构。公司主要从事电子地图的开发、生产和销售，2008 年 6

月被欧洲最大的 PND 制造商 TomTom 公司以 42 亿美元收购。 , 2008 年其营业收入达 2.89 亿欧元。

- 未来移动互联网时代将面临 Google 和苹果免费模式的竞争。
- 以搜索起家的 Google 和终端起家的苹果都看重了未来 GIS 领域的巨大潜力，都希望通过更多的地图服务能够增加其在移动互联网时代的用户粘性和话语权。在它们的商业模式下，未来面向客户提供的是免费的地图产品，通过广告服务来实现盈利。同时通过移动互联网的交互性来实现动态地理信息。
- 然而由于中国对地图领域的限制，这两类企业只能通过与国内地图厂家合作的模式来提供服务，在这意义上与公司既是竞争者，又是合作者。同时现有的免费数据还远远没有达到商用、精确信息的需求，未来公司在该领域依然具有很强的竞争力。

图表14：未来的GIS新商业模式

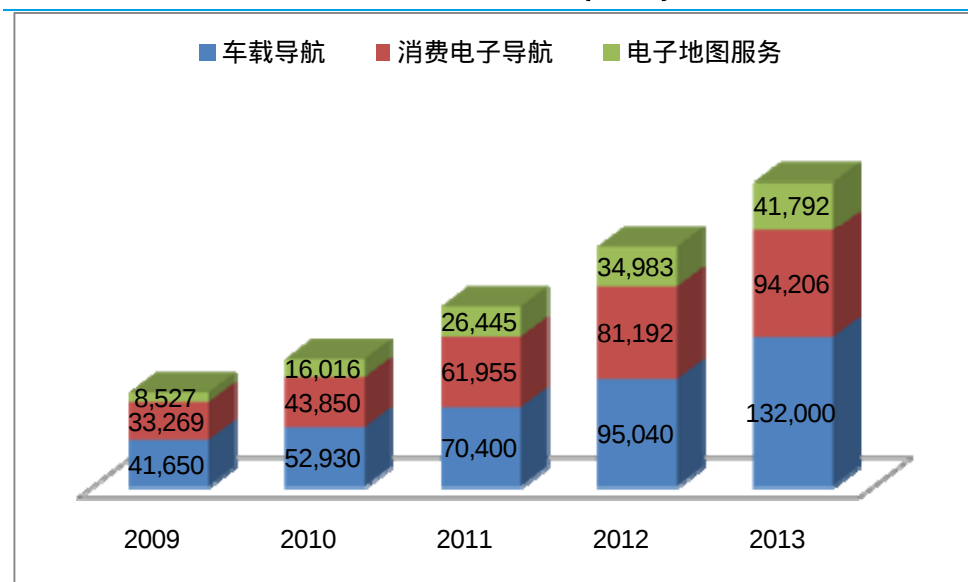


来源：Google 年报、网站、国金证券研究所

公司当前和未来可展望的的市场空间

- 随着全球特别是国内地面交通的日新月异以及人们出行需求的增加，电子导航正在全球得到广泛应用。而同已经发展起来的日、欧、美市场一样，国内导航电子地图也正呈现出快速发展态势。

图表15：2009-2013 公司分产品市场空间预测（万元）



来源：招股说明书、国金证券研究所

■ 现有市场空间

- 预计从 2009 年到 2013 年，车载导航市场规模和 GPS 手机市场规模的年复合增长率均能保持在 30%左右，而动态交通信息服务市场规模的年复合增长率将会达到 75.39%。
 - 车载导航领域复合增速 30%：公司预计到 2013 年，国内汽车车载导航系统销售量将达到 132 万台，较 2009 年增长近 2 倍，年均复合增长率将达到 30.15%。
 - PND 市场复合增速 17.72%：预计 2009~2013 年，中国 PND 市场年均复合增长率将达到 17.72%，到 2013 年，中国 PND 市场总体规模将达到 265 万台。到 2013 年，中国 GPS 手机市场总体规模将达到 1400 万部，2009-2013 年年均复合增长率将达到 32.81%。
 - 互联网地图领域：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
 - LBS 领域复合增速 56.15%：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 亿元左右的规模，2009-2013 年年均复合增长率高达 56.15%。
 - 动态交通信息领域年复合增速 75%以上：随着整车厂商、PND 生产厂商、车载导航系统生产商等各方的介入，动态交通信息服务用户数量将高速增长，预计到 2013 年，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%。

图表16：2009-2013 中国前装导航市场规模（万台）



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表17：2009-2013 中国PND 市场规模（万台）

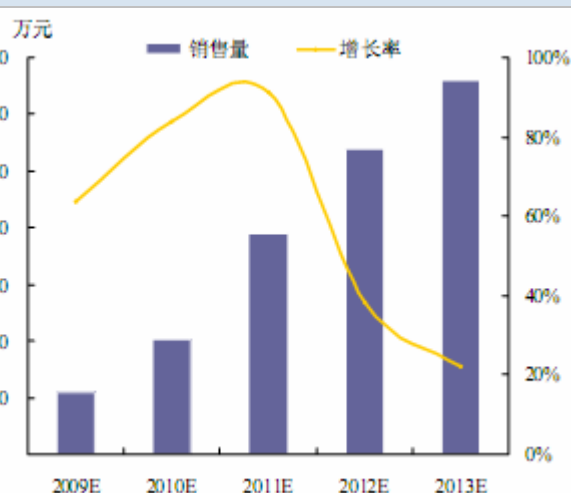


图表18：2009-2013 中国GPS 手机市场规模（万部）

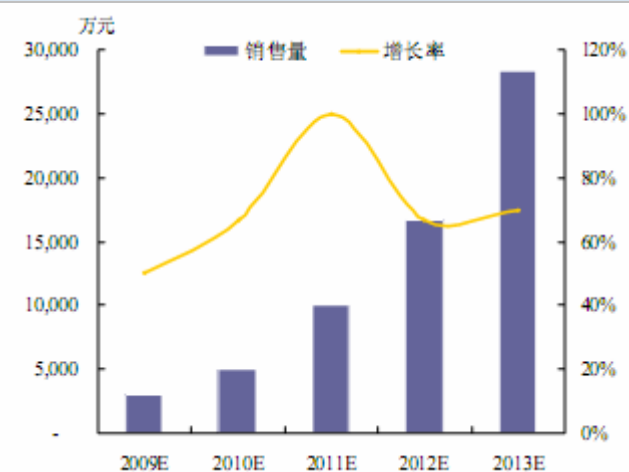


来源：招股说明书、国金证券研究所

图表19：2009-2013 中国LBS 市场规模（万元）



图表20：2009-2013 中国在线地图市场规模（万元）



来源：招股说明书、国金证券研究所

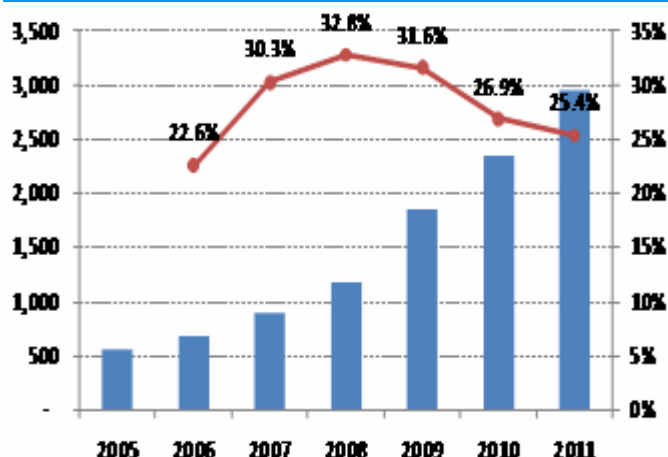
图表21：2009-2013 中国动态信息市场规模（万元）



■ 可拓展的市场空间

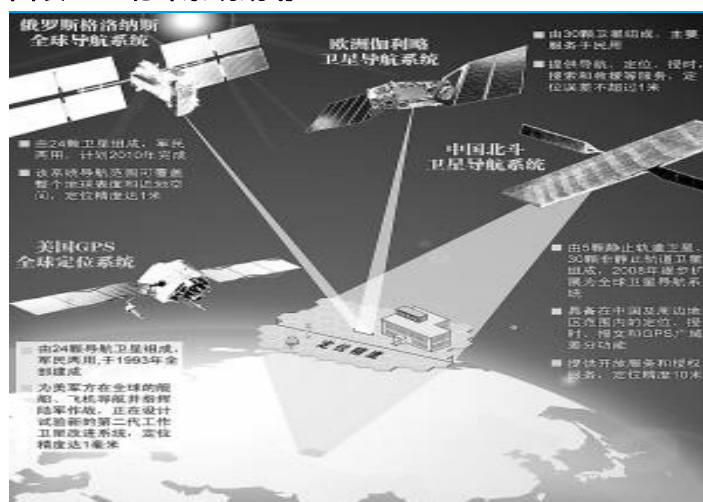
- 后装市场：后装车载电子，是汽车出厂之后再安装或替换上去的产品，主要在零售市场进行销售。由于后装车载电子技术要求较低，因此我国本土企业均把后装市场作为“敲门砖”。目前后装市场已经比较成熟，厂商分散且竞争激烈，但高端产品依然被国外厂商所垄断，未来随着汽车的价格不断下降，国产化的将成为趋势，公司未来将和国内主要厂商合作，提供低端的地图产品，现有厂家主要以启明信息、赛格导航、奇华通讯、大三通、航盛电子、麦士威、合众思壮等。
- 新技术的趋势：北斗系统作为中国自由的导航系统近期正加大力度建设，预计 2012 年信号覆盖全国。未来 GPS+北斗将成为标准配置，从而能够提供更加精确的定位以及实时反馈信息，在硬件上为公司扩张了更大的市场空间。

图表22：中国汽车后装市场空间（亿元）



来源：汽车电子行业协会、北斗系统网站、国金证券研究所

图表23：北斗系统规划



通过募投项目打造国内最好的动态地理信息平台

企业的战略目标

- 公司将通过打造国内最好的动态地理信息平台，巩固在行业内的绝对领先地位，借助现有优势快速获取核心技术，为汽车、互联网和手机用户提供动态信息服务，谋取在综合地理信息服务领域的领先地位，用五年的时间成为中国最大的综合地理信息服务提供商。

募投项目情况

- 公司本次拟发行 5,600 万股，募投项目总投资额 5.85 亿元。本次发行募集资金投资项目成功实施后，可大幅提高公司的技术水平与生产效率，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式导航电子地图产品奠定了基础。这将极大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。
- 根据募集资金投资项目总体进度安排，项目实施第一年，首版行人导航数据产品即可投放市场，而首版高现势性、高精度、精细化车载导航电子地图产品将于第二年投放市场。预计项目实施前五年，募集资金投资项目对公司销售收入的贡献将分别为 412 万元、8,711 万元、23,310 万元、35,355 万元和 46,980 万元；在 15% 的企业所得税率下，净利润贡献分别为 -1,663 万元、-3,122 万元、8,676 万元、24,658 万元和 35,251 万元。项目投资内部收益率达到 26.6%，经济效益良好。

图表24：募投项目情况（万元）

项目名称	第一年	第二年	第三年	总投资
第二代导航电子地图生产平台开发项目	6,300	2,830	2,320	11,450
高现势性、高精度、精细化车载导航电子地图开发项目	17,820	10,590	3,350	31,760
行人导航数据产品开发项目	8,370	5,750	1,160	15,280
合计	32,490	19,170	6,830	58,490

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表25：募投项目收益与定位

项目名称	与现有业务的关系	项目进展
第二代导航电子地图生产平台开发项目	公司现有平台的全面升级	已投入 1,125 万元
高现势性、高精度、精细化车载导航电子地图开发项目	电子地图产品的重大更新	已经投入 2,011 万元
行人导航数据产品开发项目	车载导航产品的扩展与补充	已投入 1,116 万元

股票估值和定价

销售预测关键假设

- 我们根据导航电子地图市场发展前景和公司的竞争地位预测公司各项业务的未来收入：
- 车载导航市场：公司 2009 年实现收入 24470 万元，同比增长 24.68%，我们预测车载导航市场公司 2010 年、2011 年、2012 年收入增长率分别为 23%、25%、22%。
- 收入和服务市场：公司 2009 年实现收入 14989 万元，同比增长 48%，我们预测今后三年的收入增长率分别为 62.4%、40%、30%。
- 系统服务和其他市场：公司 2009 年实现收入 3340 万元，同比增长 62.60%，我们预测今后三年的增长率分别为 83.35%、40%、40%。

图表26：销售预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
车载导航					
销售收入（百万元）	196.26	244.70	301.32	376.65	459.51
增长率（Y0Y）	42.67%	24.68%	23.14%	25.00%	22.00%
毛利率	93.23%	91.45%	90.33%	92.30%	91.23%
销售成本（百万元）	13.29	20.92	29.14	29.00	40.30
增长率（Y0Y）	42.67%	57.46%	39.27%	-0.47%	38.95%
毛利（百万元）	182.97	223.78	272.18	347.65	419.21
增长率（Y0Y）	42.67%	22.30%	21.63%	27.73%	20.59%
占总销售额比重	60.12%	57.17%	52.40%	49.57%	47.56%
占主营业务利润比重	60.57%	57.22%	54.15%	52.12%	50.40%
手机和PND					
销售收入（百万元）	101.28	149.89	212.36	297.30	386.50
增长率（Y0Y）	240.21%	48.00%	62.24%	40.00%	30.00%
毛利率	93.23%	91.45%	88.31%	90.00%	88.00%
销售成本（百万元）	6.86	12.82	24.82	29.73	46.38
增长率（Y0Y）	240.21%	86.91%	93.71%	19.76%	56.00%
毛利（百万元）	94.42	137.07	187.54	267.57	340.12
增长率（Y0Y）	240.21%	45.17%	36.81%	42.68%	27.11%
占总销售额比重	31.03%	35.02%	36.93%	39.13%	40.00%
占主营业务利润比重	31.26%	35.05%	37.31%	40.12%	40.89%
系统服务和其他					
销售收入（百万元）	28.82	33.40	61.24	85.74	120.03
增长率（Y0Y）	61.91%	15.89%	83.35%	40.00%	40.00%
毛利率	85.52%	90.41%	70.00%	60.35%	60.35%
销售成本（百万元）	4.17	3.20	18.37	33.99	47.59
增长率（Y0Y）	61.91%	-23.25%	473.58%	85.03%	40.00%
毛利（百万元）	24.65	30.20	42.87	51.74	72.44
增长率（Y0Y）	61.91%	22.52%	41.96%	20.70%	40.00%
占总销售额比重	8.83%	7.80%	10.65%	11.28%	12.42%
占主营业务利润比重	8.16%	7.72%	8.53%	7.76%	8.71%
销售总收入（百万元）	326.42	428.05	575.01	759.78	966.13
销售总成本（百万元）	24.36	36.98	72.39	92.79	134.33
毛利（百万元）	302.06	391.07	502.61	666.99	831.80
平均毛利率	92.54%	91.36%	87.41%	87.79%	86.10%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们选取同四维图新业务类似的软件公司进行比较，我们选择了超图软件、神州泰岳、科大讯飞、川大智胜、石基信息和远光软件。这些公司的股价和市盈率情况如下表：

图表27：可比公司市盈率

股票名	股 价 (2010.5.9)	09年EPS	10年EPS	09PE	10PE
超图软件	35.12	0.44	0.52	79.82	67.54
神州泰岳	56.11	0.828	1.392	67.77	40.31
科大讯飞	37.58	0.5	0.85	75.16	44.21
川大智胜	38.44	0.53	0.98	72.53	39.22
石基信息	36.68	0.59	1.05	62.17	34.93
远光软件	24.35	0.58	0.7	41.98	34.79
汉王科技	137.8	0.8	1.2	172.25	114.83
平均PE				63.52	41.76

来源：国金证券研究所

- 这些公司 09 年的平均市盈率是 63.52 倍，2010 年的平均市盈率是 41.76 倍，我们认为四维图新的发行市盈率定位在 09 年 40 倍——60 倍市盈率比较合适。合理估值为 15.82 元—23.73 元，对于当前的市场状况，我们给予 10% 的溢价，对应估值为 17.40-26.11，这个价格对应的 2010 年市盈率为 36.1 倍—54.09 倍。

风险提示

- 业务集中风险：公司的经营业绩很大程度上取决于车载导航产品和消费电子导航产品的需求状况。如果公司的客户不能成功地开发和推销内置公司地图数据的新产品和服务，或者不能够开发和推销出在功能、价格和质量等方面满足消费者需求的产品和服务，导致车载导航产品和消费电子导航产品的需求减少或停止增长，则公司的收入和未来发展前景将受到负面影响。
- 客户集中风险：2007 年、2008 年和 2009 年，来自前五大客户的销售收入分别占公司当年营业收入的 71.33%、72.88% 和 62.82%。公司在车载导航产品领域的主要客户是丰田、本田和大众等汽车制造商及其车载导航设备供应商，在消费电子产品领域的主要客户是 Nokia 等移动通信终端制造商及 Garmin 等 PND 生产厂商。虽然近年来公司的客户基础逐步扩大，但预期未来收入仍将主要集中于有限的客户。如果公司损失一名或多名此类客户，或此类客户减少对公司的订单，则可能会对本公司的业务、营运及财务状况产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	185	326	428	575	760	966
增长率	N/A	75.8%	31.5%	34.3%	32.1%	27.2%
主营业务成本	-17	-24	-37	-72	-93	-134
% 销售收入	9.2%	7.3%	8.7%	12.6%	12.2%	13.9%
毛利	168	302	391	503	667	832
% 销售收入	90.8%	92.7%	91.3%	87.4%	87.8%	86.1%
营业税金及附加	-3	-5	-6	-8	-10	-13
% 销售收入	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-11	-21	-29	-38	-50	-63
% 销售收入	5.8%	6.4%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%
管理费用	-85	-179	-224	-301	-410	-464
% 销售收入	46.1%	55.0%	52.4%	52.4%	54.0%	48.0%
息税前利润 (EBIT)	69	97	132	155	196	292
% 销售收入	37.3%	29.8%	30.9%	27.0%	25.9%	30.2%
财务费用	1	2	8	22	39	46
% 销售收入	-0.7%	-0.7%	-1.8%	-3.8%	-5.2%	-4.7%
资产减值损失	0	0	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%
营业利润	70	99	132	177	236	338
营业利润率	37.7%	30.4%	30.9%	30.8%	31.0%	34.9%
营业外收支	19	35	41	40	30	30
税前利润	88	134	173	217	266	368
利润率	47.8%	41.3%	40.4%	37.8%	35.0%	38.0%
所得税	-6	-13	-25	-24	-29	-40
所得税率	6.4%	9.5%	14.2%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	83	122	148	193	236	327
少数股东损益	2	0	12	0	0	0
归属于母公司的净利润	81	122	136	193	236	327
净利率	43.9%	37.4%	31.8%	33.6%	31.1%	33.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	81	122	136	193	236	327
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	6	6	6
非经营收益	0	0	0	-45	-30	-30
营运资金变动	0	0	0	68	22	33
经营活动现金净流	81	122	136	223	235	336
资本开支	-51	-80	-87	122	24	23
投资	-29	-62	-31	-3	-2	-2
其他	21	-75	-18	1	0	0
投资活动现金净流	-59	-218	-136	119	22	21
股权募资	217	0	0	1,094	-15	0
债权募资	3	3	-6	1	3	2
其他	-34	-8	-50	0	0	0
筹资活动现金净流	186	-5	-55	1,094	-12	2
现金净流量	209	-100	-55	1,437	245	359

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	276	305	340	1,776	2,021	2,380
应收款项	34	39	79	78	103	131
存货	0	1	1	1	2	2
其他流动资产	1	5	9	21	27	39
流动资产	311	349	429	1,877	2,153	2,552
% 总资产	73.2%	68.1%	71.1%	95.8%	96.3%	96.7%
长期投资	0	1	3	5	5	6
固定资产	24	37	41	44	46	48
% 总资产	5.7%	7.3%	6.8%	2.3%	2.1%	1.8%
无形资产	88	121	124	31	31	30
非流动资产	114	164	175	83	84	86
% 总资产	26.8%	31.9%	28.9%	4.2%	3.7%	3.3%
资产总计	425	513	603	1,959	2,237	2,638
短期借款	3	6	1	0	0	0
应付款项	18	57	49	99	131	163
其他流动负债	32	33	44	72	93	133
流动负债	53	95	94	171	224	296
长期贷款	0	0	0	2	4	5
其他长期负债	12	14	11	1	2	3
负债	65	109	105	174	230	304
普通股股东权益	350	393	480	1,767	1,988	2,316
少数股东权益	10	10	18	18	18	18
负债股东权益合计	425	513	603	1,959	2,237	2,638

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.900	0.354	0.396	0.483	0.591	0.817
每股净资产	3.870	1.143	1.395	4.415	4.968	5.786
每股经营现金净流	1.136	0.509	0.607	0.558	0.587	0.839
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.24%	30.99%	28.35%	10.94%	11.89%	14.13%
总资产收益率	19.10%	23.76%	22.57%	9.87%	10.57%	12.40%
投入资本收益率	17.65%	20.92%	22.27%	7.72%	8.69%	11.11%
增长率						
主营业务收入增长率	38.65%	75.84%	31.48%	34.33%	32.13%	27.16%
EBIT增长率	N/A	40.63%	36.27%	17.27%	26.73%	48.74%
净利润增长率	N/A	49.98%	11.71%	41.94%	22.27%	38.40%
总资产增长率	N/A	20.57%	17.61%	224.71%	14.16%	17.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.4	30.9	39.3	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	14.7	8.0	7.4	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	42.4	64.1	88.7	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	47.6	42.0	35.2	26.2	19.8	15.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.94%	-74.10%	-67.91%	-99.39%	-100.52%	-101.77%
EBIT利息保障倍数	-56.7	-43.6	-17.4	-7.1	-5.0	-6.4
资产负债率	15.38%	21.28%	17.41%	8.88%	10.29%	11.53%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室