

享受国内导航市场高速扩张的盛宴

——四维图新(002405)调研简报

核心观点

1、车载导航市场前景广阔。车载导航产品短期内仍是公司的主要赢利点，10年上半年收入占比在66%左右，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：1)我国汽车销量增速仍然较快，09年国内乘用车销量达到1032万辆，同比增长52.88%，10年1-7月乘用车销量达到767万辆，同比增长43.15%；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；2)国内的车载导航仪渗透率仍然很低，09年国内新增车辆渗透率为4.8%，10年上半年提升至6.3%，而对比日本和欧美市场车载导航仪渗透率分别为85%和25%，提升市场空间仍然很大；3)公司在车载导航领域属于寡头垄断，公司在车载导航领域市场占有率连续7年保持在60%以上，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。按照汽车销量增速20%，渗透率一年提高1.5个百分点，则未来3年车载导航市场规模增速将达到50%。

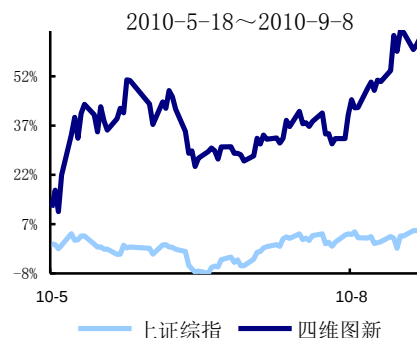
2、低价导航产品将打开小排量汽车的市场空间。目前前装导航仪市场主要集中在2.0以上排量的乘用车，由于前装导航仪售价约为2万元，2.0排量以下的乘用车难以承受如此高的成本。但2.0排量以下的乘用车导航需求同样存在，由于成本问题，目前主要为后装导航产品和PND，以山寨产品为主，问题较多。在国内乘用车销售结构中，2.0排量以下的乘用车09年销量为906万辆，占比在90%左右，且比例逐渐提高。目前部分导航设备生产企业已经在逐步地推进低价导航产品，预计售价在3000元左右，公司也在跟进，若产品推广良好，则销量巨大的小排量汽车前装市场空间将逐步打开。按照产品售价500元、20%的渗透率来计算，新增市场空间也将达到9亿元。

3、手机导航市场高速增长。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%，诺基亚是公司的第一大客户。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，近两年其导航手机销量增速较快，且诺基亚全系列手机都采用公司的地图产品，因此公司手机导航产品近两年也将维持较快的增速。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%，诺基亚在国内GPS手机市场占有率约近30%，此外公司仍有摩托罗拉、三星等客户，将显著受益于产业规模扩张。

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	123	72	50	36

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)	26.01-45.05
总市值(亿元)	167.90
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-新股研究-四维图新(002405)》 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。

4、动态交通信息是公司下一个盈利增长点。通过收购公司目前持有世纪高通 82.5% 的股权，世纪高通是国内首家将动态交通信息商业化的企业，目前公司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。随着国内城市道路的拥堵状况不断加剧，未来动态交通信息指引将是发展方向。日本正是在车载导航仪中提供了覆盖全国的 VICS 动态交通信息系统，才获得了 85% 的车载导航渗透率，这也从侧面说明了动态交通服务和公司自身导航电子地图存在相互推动的作用。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。

5、给予公司“短期推荐、长期 A”的投资评级。公司上半年收入和净利润分别增长 69.35% 和 74.27%，预计前三季度业绩增长幅度为 55%-85%。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。此外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。我们预计公司 10-12 年 EPS 为 0.58、0.83 和 1.18 元，对应的 PE 分别为 72、50 和 36 倍，给予公司短期推荐、长期 A 的投资评级。

表 1 预测公司利润表

	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

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	吴煊	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	王招华	钢铁	wangzhaohua@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
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@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
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com