

华融证券股份有限公司市场研究部

2010年9月13日

绝对领先地位将助分享行业多数成长成果

公司是国内导航电子地图领域的寡头垄断企业

主要产品包括车载导航、PND 和 GPS 手机的电子导航地图，及基于移动通信技术的 LBS、动态交通信息服务等电子地图服务；2009 年，公司前装车载导航、GPS 手机和 PND 产品的市场份额分别达到 69.29%、71.71% 和 14.39%；2010 年上半年营收和净利同比增长约 70%。

中国导航电子地图市场发展空间巨大，集中度较高

目前国内车载导航渗透率仅约 6.2%，相比日本的 85% 和欧美的 25%，仍有很大发展空间；同时，受成本下降、NOKIA 手机导航渐成标配等推动，未来三年 PND 和 GPS 手机销量年均复合增速或达 15% 和 61%；而随 3G 逐渐普及，尚处导入期的电子地图服务市场亦将很快迎来快速发展，其中尤以动态交通信息服务为迅，预计 2012 年市场规模有望达到 2.7 亿元。

导航电子地图行业具有自然垄断特征，先入企业往往先夺得数据、客户等多方面优势，目前车载导航、电子消费导航等领域最大五家企业合共的市占率均超 80%，且该种态势料将延续。

行业绝对领先地位将助公司未来营业收入保持快速增长

公司 09 年车载导航市场份额为 69.29%，未来目标是维持已有份额，同时，尽管公司亦在涉入低端产品，目前主要仍为中高端系列，根据使用年限、属性等，价格在 500-1,000 元之间；预计 10-12 年国内前装导航汽车销量将达 70、95 和 130 万辆，公司对应业务收入因此有望达到 4.11 亿、5.22 亿和 6.68 亿元。

长期而言，PND 由于功能相对单一，很有可能会被 GPS 手机等功能丰富的移动终端替代；至 09 年底，公司 PND 与 GPS 手机产品市场份额分别为 14.39% 和 71.71%；公司从每部 GPS 手机上获得的收入不足 100 元，PND 估计也在 100 元以下；预计 10-12 年国内 PND 和 GPS 手机销量将分别达到 180 万、230 万、260 万部与 1,500 万、3,000 万和 6,500 万部，公司电子消费导航业务将因此获得 2.05 亿、3.30 亿和 6.06 亿元收入。

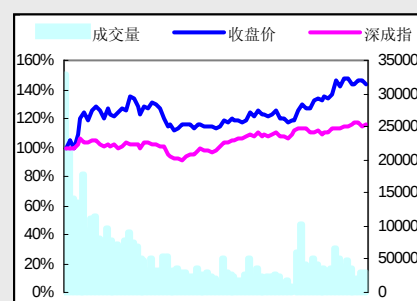
电子地图服务业务中贡献最大的是动态交通信息服务，因盈利模式已初具雏形，凭借公司在车载导航等领域的绝对优势，未来该业务亦有望分享行业规模快速扩张的多数成果。

首次给予“推荐”评级，目标价 49.22 元

预计 2010-12 年公司将实现营收 6.56 亿、9.04 亿和 13.47 亿元，对应每股收益为 0.579、0.816 和 1.192 元，参照当前市场情况，给予 10 年 85 倍市盈率的估值水平，对应目标价 49.22 元。

四维图新 (002405) 投资评级：推荐 (首次)

市场表现 截至 2010.09.10



市场数据 截至 2010.09.10

A 股收盘价 (元)	41.32
10 年预测市盈率	81.5 倍
上市以来最高价 (元)	45.05
上市以来最低价 (元)	26.01
三个月来涨跌幅	+14.30%
相对行业涨跌幅	+8.22%
相对大盘涨跌幅	+2.85%
总市值 (亿元)	165.61
流通 A 股市值 (亿元)	23.17

李振宇

执业证书号：S1490210030001

郑及游

执业证书号：S1490110040004

电话：010-5856 8096

邮箱：zhengjiyou@hrsec.com.cn

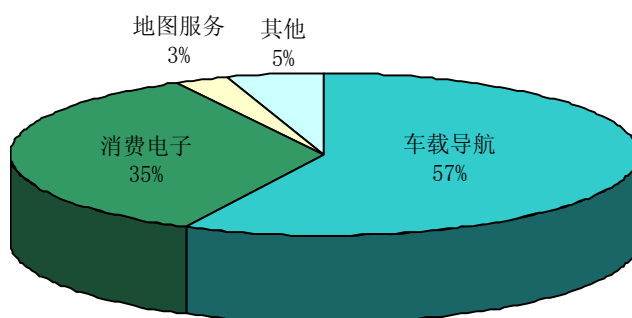
一、国内导航电子地图领域的寡头垄断企业

公司是国内最早从事导航电子地图生产的企业，拥有覆盖全国的高端导航电子地图数据库和本地化的地图采集更新网络体系，是中国首家、全球第三家通过国际汽车工业质量认证的地图企业。公司目前的主要产品包括车载导航产品、便携式导航系统（PND）和 GPS 手机产品，以及基于移动通信技术的移动位置服务（LBS）、动态交通信息服务等电子地图服务产品；2009 年，公司前装车载导航产品市场份额达 69.29%，GPS 手机产品达 71.71%，PND 产品则达到 14.39%。

图表 1：消费电子导航产品

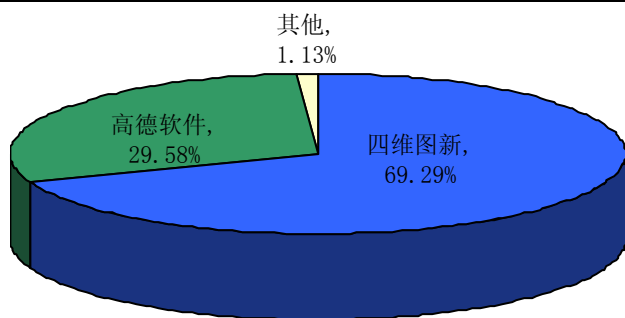


图表 2：2009 年营收结构

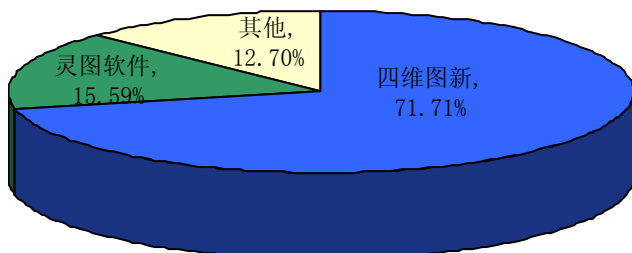


数据来源：公司公告、华融证券

图表 3：前装车载导航地图市场份额



图表 4：GPS 手机导航地图市场份额



数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

1、已与相关领域各顶级企业客户建立稳定合作关系

因精确性、专业性要求及客户对自身产品的质量保证等因素，该行业客户对电子地图的选择十分严格和谨慎，认证时间也因此较长，而一旦建立合作关系，持续时间一般也较长，如汽车领域一般是 3-5 年。

截至 2008 年末，公司已与全球十大主流车厂建立客户合作关系，其中五家更

为独家合作关系，所有车型全部预装公司的导航电子地图。消费电子导航地图市场方面，公司已与 Nokia、Garmin、Magellan、Mi 和 Destinator 等国际顶级企业建立了全面合作。

图表 5：公司主要客户



数据来源：公司公告、华融证券

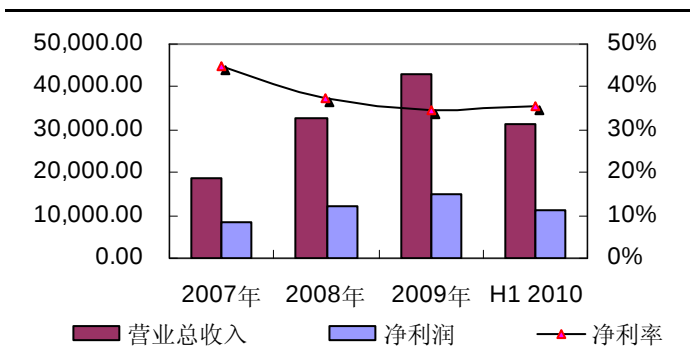
2010 年上半年，公司来自前五大客户（天津电装、诺基亚、博士、上汽、先锋）的收入合计占比达到 72%。

2、近年营收与净利快速增长，期间费用率稳步下降

得益于导航需求攀升、国内汽车销量增多，及前装车载导航系统渗透率仍较低等因素，公司近年营收呈持续高速增长态势，2007-2009 年年均复合增长率达到 32.23%，今年上半年营收同比更获得 69.35% 增长。

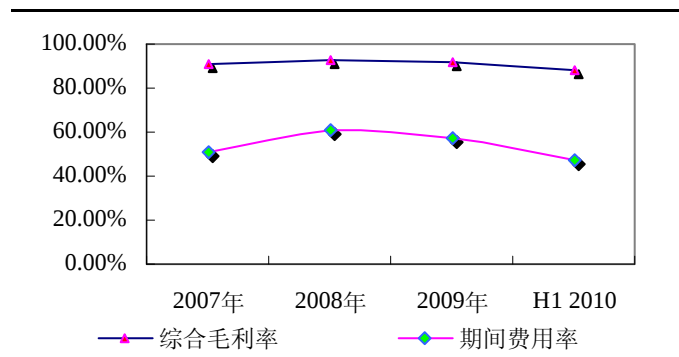
同时，公司近三年的净利率一直维持在 35% 左右的较高位水平，今年上半年达到 11,086.28 万元，同比增长约 74%；期间费用率则稳中有降，至今年上半年降至 47.60% 水平。

图表 6：营收及净利率（单位：万元）



数据来源：公司公告、华融证券

图表 7：近年毛利与期间费用率水平

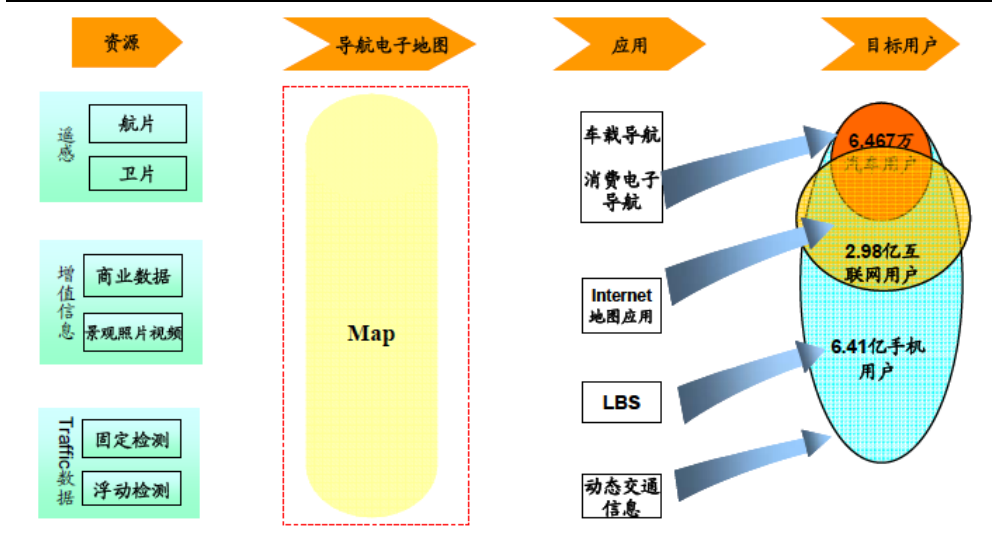


二、中国导航电子地图市场发展空间巨大，且集中度较高

导航电子地图产业链的主要环节包括：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。

图表 8：导航电子地图产业链



数据来源：招股说明书、华融证券

而根据应用领域的不同，导航电子地图市场可以细分为车载导航市场、消费电子导航市场和电子地图服务市场等。

车载导航系统是汽车厂商建于车内的嵌入式导航系统，通过车上的屏幕来显示相关导航信息，完成 GPS 导航的设备。消费电子导航设备包括 PND 和 GPS 手机两大类，PND 屏幕尺寸一般为 4 英寸左右，不需要与车内其他电子系统链接，携带方便、安装简单、选择多样和价格低廉。电子地图服务市场则包括基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图服务、动态交通信息服务等，其中动态交通信息服务可为用户提供交通路况信息，并结合实时路况进行动态导航，帮助用户避开拥堵路段。

1、发达国家导航产品市场规模持续稳步增长

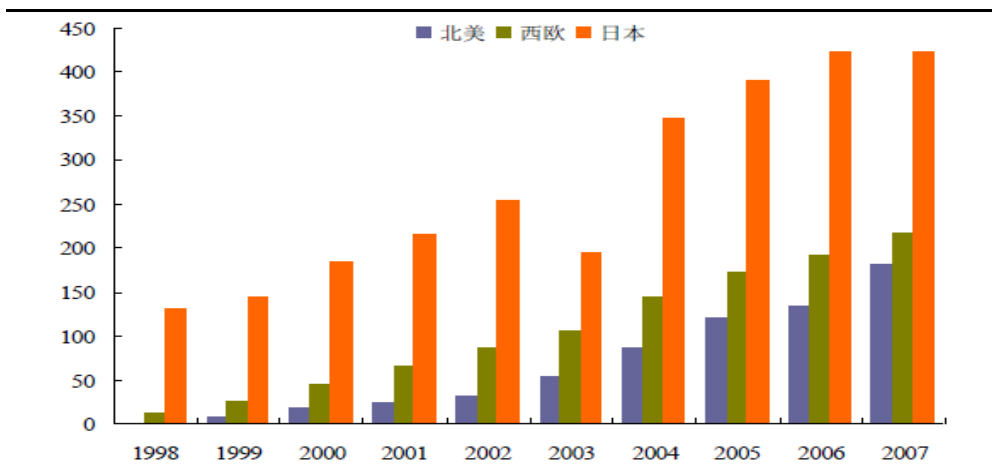
中国的电子导航产业起步于 2002 年，较日本、欧美等发达国家落后数年时间，因此当前普及程度也仍在日本、欧美之后。

日本于 1992 年开始在汽车中装配车载导航系统，之后新车导航系统装配率持续稳步提升，1992 年为 0.4%，2007 年升至 79%，到目前则进一步增长至约 85% 水平，车载导航系统市场规模亦因此稳步增大；起步稍晚的西欧和北美，2007 年装配率已稳步增长至 13% 和 10.2%，目前则约为 25%。

装配车载导航系统的起步时间不同，意味着未装配汽车存量的不同，这导致与车载导航系统存在替代关系的消费电子导航设备的市场规模增长不同。受车载系统普及程度较高影响，日本的消费电子导航设备的市场发展空间较小；而西欧和北美

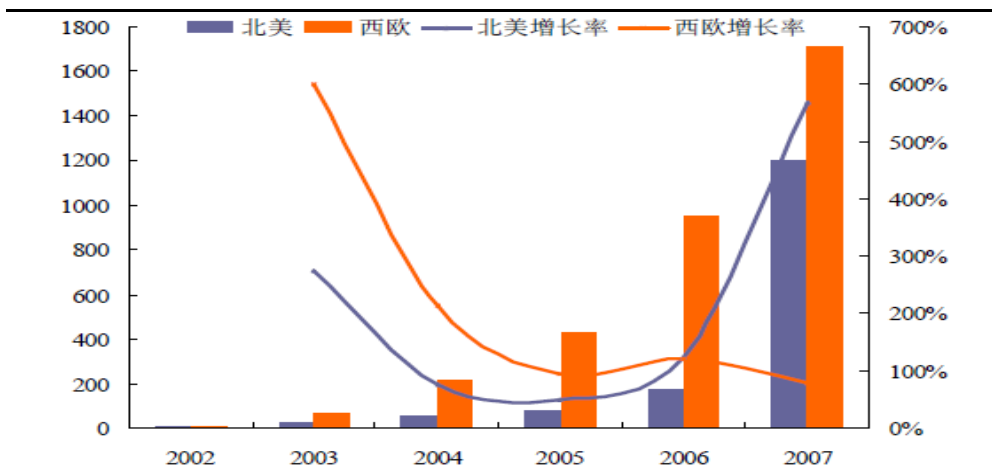
较大，西欧市场消费电子导航设备销量从 2002 年的 11 万台猛增到 2007 年的 1800 万台，美国市场也从 2002 年的 8 万台增加到 2007 年的 1200 万台。

图表 9：日本、欧美车载导航系统销售情况



数据来源：招股说明书、华融证券

图表 10：西欧和北美消费电子导航设备销售情况



数据来源：招股说明书、华融证券

市场集中度方面，导航电子地图行业具有较强的自然垄断特征。日本 1992 年开始发展导航电子地图产业时，行业内竞争企业多达数十家，但到 2001 年，该行业内只剩下 Zenrin、Toyota MapMaster 和 IPC 三家企业；欧美市场发展情况也与此类似，经过市场洗礼后，最后仅余 NAVTEQ 和 Tele Atlas 两家。

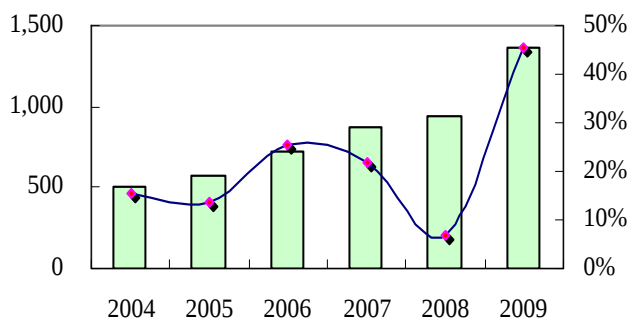
2、中国导航电子地图市场发展较快，且潜力巨大

中国导航产业起步于 2002 年，因存量汽车数量巨大，且销售增速持续维持高位，目前车载导航市场处于快速增长阶段，消费电子导航市场处于爆发增长期，基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图服务、动态交通信息服务市场则处于市场导入期。

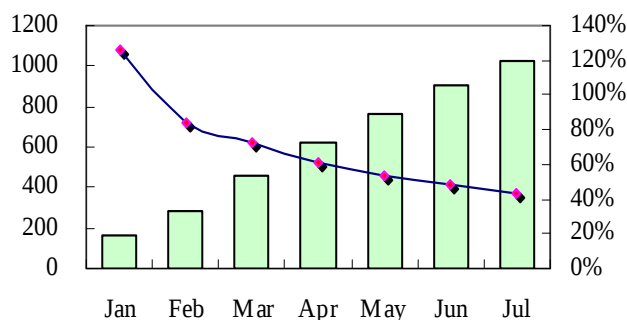
(1) 车载导航渗透率 6.2%，远低于日本的 85%和欧美的 25%，发展空间巨大

中国汽车工业协会数据显示，中国自 2003 年以来汽车销量持续增长，2009 年在“汽车下乡”等政策推动下，更获得 45.46% 的增长，达到 1,364.48 万辆，进入 2010 年，汽车销量继续延续快速增长态势，至 7 月已达到 1,026.02 万辆，同比增长 42.81%。截至 7 月，全国汽车保有量已达到约 7,490.11 万辆水平。

图表 11：中国汽车销量及增速（单位：万辆）



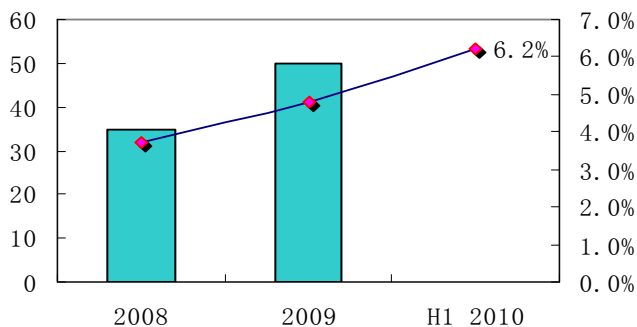
图表 12：今年来汽车销量（单位：万辆）



数据来源：中国汽车工业协会、华融证券

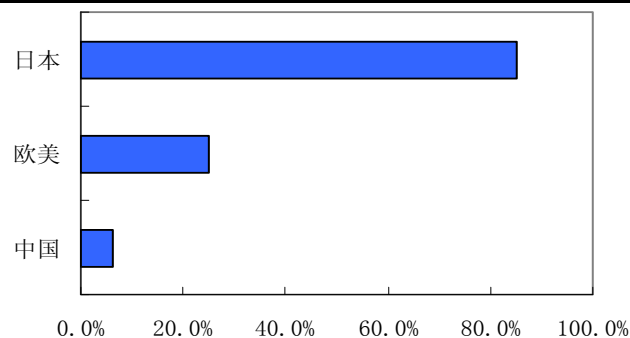
尽管如此，中国汽车前装导航渗透率依然很低。根据 Frost & Sullivan 调查数据，2003 年以来，我国导航车销量和新车装配率逐年快速增长，2008 年导航车销售量达 34.65 万辆，但新车装配率仍然只有 3.7%，2009 年小幅增至 4.8%。今年上半年，国内新车装配率继续上升至约 6.2%，呈加速普及态势，但相比目前日本的约 85% 和欧美的约 25% 渗透率，增长空间仍十分巨大。未来随汽车导航走向低端，导航应用的普及率料将进一步提升，四维图新预计，到 2013 年国内汽车车载导航系统销售量将达到 132 万台。

图表 13：中国新车装配率加速走高



数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

图表 14：与日本、欧美新车装配率差距

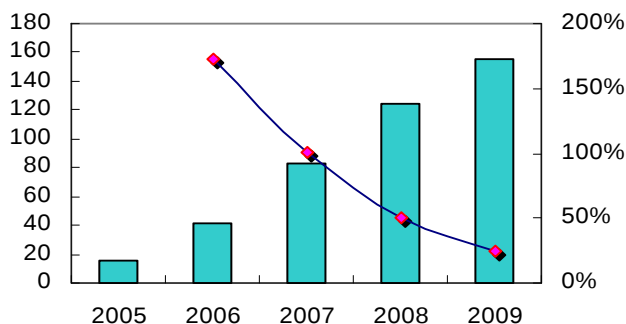


（2）未来三年 PND 和 GPS 手机销量年均复合增速或达 15% 和 61%

消费电子导航设备包括 PND 和 GPS 手机两大类，从日本和欧美的发展情况看，消费电子导航设备与车载导航设备存在较强的替代关系，但目前我国存量汽车和新车销售均处高位，从而亦给消费电子导航设备带来很大的发展空间。

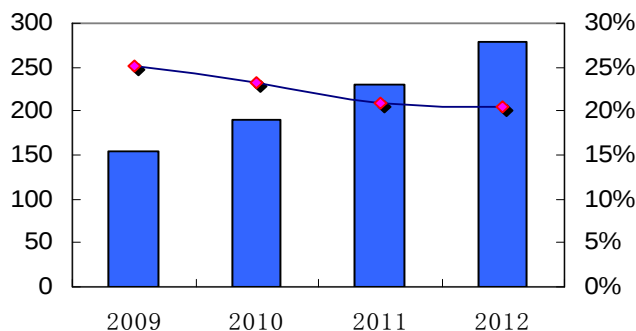
2006 年之前，国内 PND 受生产成本限制，价格让多数消费者望而却步，但后随民用导航发展，PND 生产成本大幅下降，并逐渐进入广阔的日常消费领域。易观国际数据显示，2005 年我国 PND 销售量仅 15 万台，但到 2009 年达到约 150 万台，年均复合增长率高达 59%。在价格不断走低，且消费习惯逐渐深入人心背景下，预计国内 PND 销量仍将延续增长，2010 年全年销量有望达到 180 万台，到 2012 年则将进一步达到约 250 万台，年均复合增长率约 15%。

图表 15：国内 PND 销量（单位：万台）



数据来源：易观国际、华融证券

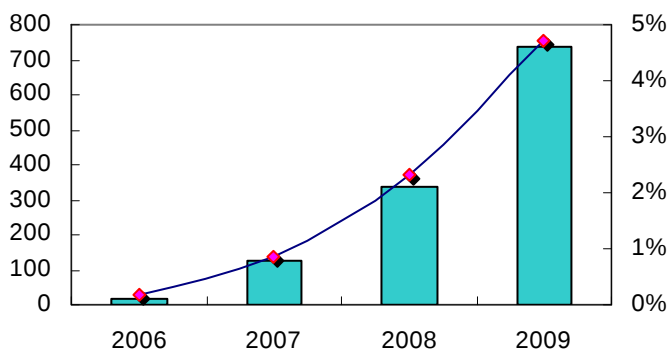
图表 16：国内 PND 销量预测



尽管如此，面对越来越多配备电子地图功能智能手机的竞争，以及消费者需求不断提升，单纯提供导航功能的 PND 生存空间正不断缩小，PND 推出增值服务已势在必行，且未来或将决定其存亡，从 2009 年看，搭载 CMMB、游戏、GPRS 等是 PND 产品的重要增值服务手段，但这或将拖累 PND 行业毛利率进一步走低。

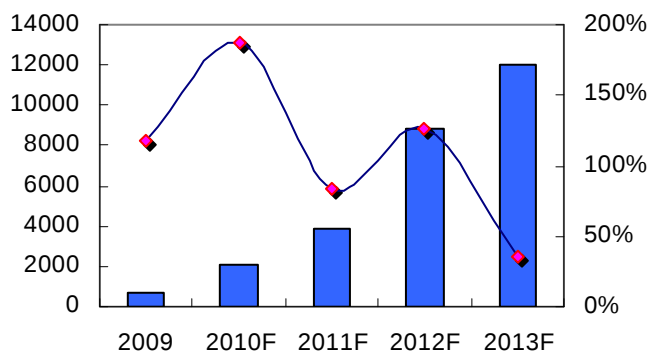
GPS 手机方面，2005 年之前，中国 GPS 手机产品尚处于概念性产品阶段，后随集成化 GPS 芯片技术的成熟，GPS 应用从 PND 逐渐移植到手机上；2007 年，GPS 开始作为一个支持导航服务的特色功能被许多厂商应用于手机产品中，比如 Nokia 推出了带导航功能的 N95 和 6110。

图表 17：GPS 手机销量与占比（单位：万台）



数据来源：In-Stat、易观国际、华融证券

图表 18：国内 GPS 手机销量预测（单位：万台）



作为一个刚刚兴起的市场，中国 GPS 手机市场正以惊人的速度成长。据 In-Stat

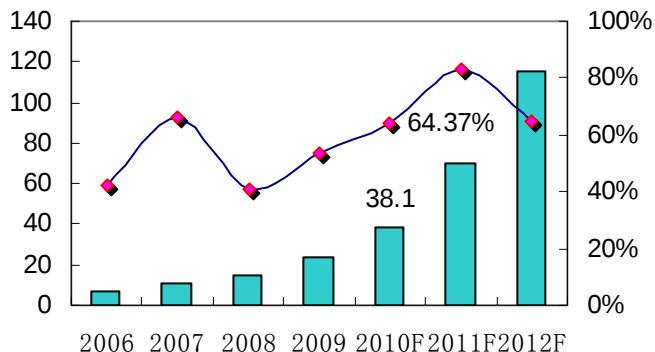
统计，2006 年中国 GPS 手机销售量为 20 万部，2007 年达到 127 万部，2008 年进一步增长到 340 万部，2009 年预计超过 500 万部，易观国际估算为 739 万部，但占当年手机销量比例仅 4.72%，尚有巨大发展空间。易观国际预计，2010 年国内 GPS 手机销量将达 2120 万部，至 2013 年复合增长率或高达 54.17%。

（3）电子地图服务市场处于导入期，将迎来快速发展

目前国内电子地图服务市场主要包括基于移动通信技术的 LBS 服务、互联网地图市场和动态交通信息服务市场，且均处于导入期。

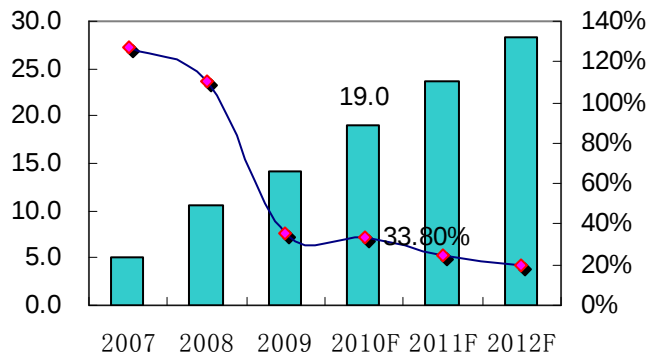
伴随全球 3G 热潮，LBS 以其鲜明的移动性、实用性、及时性和认证性，成为移动增值服务新的亮点，2005 年中国联通利推出语音导航业务后，又推出“导航犬”业务，中国移动则在 2007 年推出了手机地图业务，同年底又推出了手机导航业务。Frost & Sullivan 调查数据显示，2009 年我国 LBS 市场规模 23.18 亿元。预计在 3G 带来的无线传输速度大幅提升及用户使用习惯逐渐建立推动下，LBS 市场规模仍将延续快速发展。Frost & Sullivan 预计，2010 年中国 LBS 市场规模将达 38.1 亿元，同比增长 64.37%，至 2012 年将达 115.22 亿元，年均复合增速 49.32%。

图表 19：中国移动位置服务市场规模（单位：亿元）



数据来源：Frost & Sullivan、iResearch、华融证券

图表 20：中国互联网地图市场规模（单位：亿元）



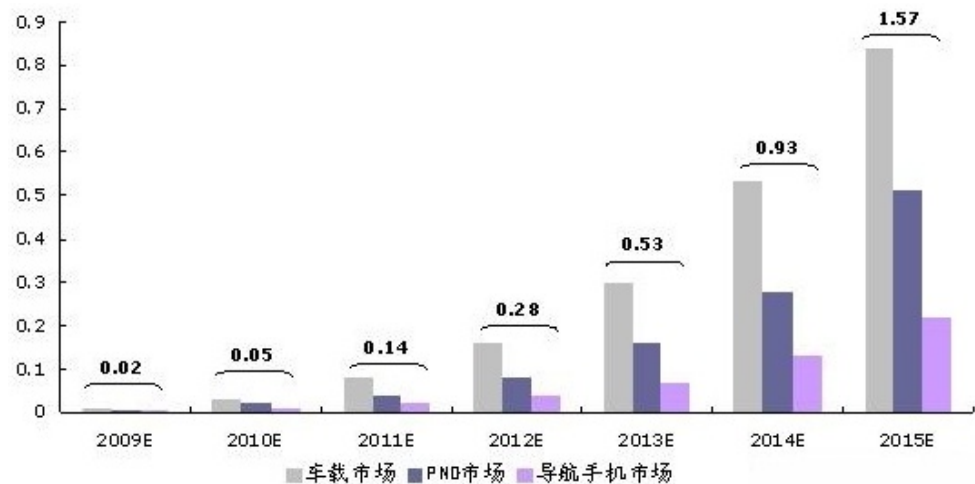
2005 年开始，国内互联网地图市场逐渐形成，各大网站纷纷推出了地图搜索服务。国内第一家专业地图搜索网站 Mapbar 于 2005 年 1 月投入运营，其后百度和谷歌于同年 9 月份推出基于地图的本地服务。目前，互联网地图市场的收入模式主要包括地图服务运营商为互联网服务商提供地图获得营收、行业项目（定制地图）营收、企业标注营收和其他广告收入。据 iResearch 统计，2009 年中国互联网地图服务市场规模达 14.2 亿元，预计至 2012 年将达 28.4 亿元，年均复合增速 18.92%。

动态交通信息服务方面，中国目前的城市化发展及汽车销量高速增长不断造成城市交通拥堵，尽管政府加大道路交通投资，交通拥堵问题仍持续恶化，并因此造成巨大经济损失，在该种环境下，动态交通信息服务市场有望获得良好发展契机。

从信息来源来看，目前浮动车、手机信号等已开始作为动态交通信息服务的重要交通信息源；从信息接收来看，车载导航、手持导航仪以及导航手机、互联网等

都已成为接收载体。随国内动态交通信息产业商业化的开始，Frost & Sullivan 预计，2012 年中国动态交通信息服务市场规模有望达到 2.7 亿元；用户数量方面，Frost & Sullivan 预计，2009 年中国动态交通信息服务用户为 2 万人，但到 2015 年将增至 157 万人，年均复合增速增长率 86.51%。

图表 21：中国动态交通信息服务用户规模预测（单位：百万人）



数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

3、导航电子地图行业具有自然垄断特征，集中度较高

因地图数据库建设周期长，投入资金大，且主要客户如汽车制造厂商等的导航系统设计周期很长、认证复杂，更换电子地图供应商比较困难等因素，导航电子地图存在明显的自然垄断特征，先入的地图供应商有较为明显的优势。

图表 22：具备甲级测绘资质企业名单

单位名称	资质等级	证书编号	发证日期
北京四维图新导航信息技术有限公司	甲	1111024	2001-1-1
高德软件有限公司	甲	11001004	2004-6-14
北京灵图软件技术有限公司	甲	11001006	2005-5-13
北京长地友好制图技术有限公司	甲	11001002	2005-5-13
深圳市凯立德计算机系统技术有限公司	甲	44001020	2005-6-24
易图通科技（北京）有限公司	甲	11001005	2005-7-18
北京城际高科信息技术有限公司	甲	11001037	2007-4-29
国家基础地理信息中心	甲	11001029	2006-1-12
北京科菱航睿空间信息技术有限公司	甲	11001039	2007-6-15
武汉立得空间信息技术发展有限公司	甲	42001037	2007-6-15
浙江省第一测绘院	甲	33001001	2008-6-30

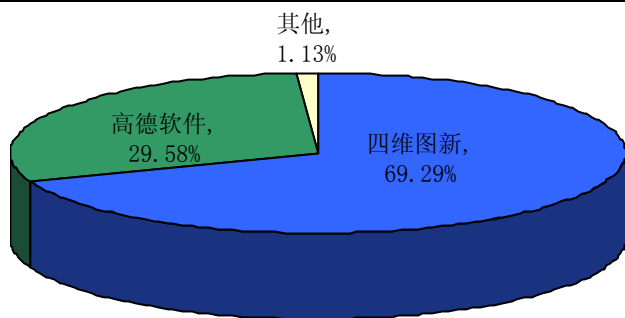
数据来源：国家测绘局、华融证券

此外，根据《中华人民共和国测绘法》规定，从事测绘活动企业应依法取得由国家测绘局颁发的包括导航电子地图制作业务范围在内的甲级测绘资质。国家测绘

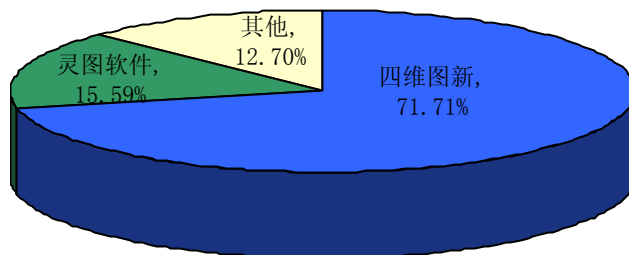
局资料显示，目前国内取得甲级资质的企业共有 11 家，而其中从事电子地图绘制的企业仅有 7 家，且只有四维图新等两家单位能够提供高端的导航电子地图产品，这又进一步导致国内电子地图行业的较高集中度。

Frost & Sullivan 调查数据显示，2009 年，国内前装车载导航地图行业四维图新和高德软件两家独大，共占据 98.87% 的市场份额；GPS 手机导航地图行业则由四维图新、灵图软件、高德软件和凯立德分据，其中四维图新占据 71.71% 份额。

图表 23：前装车载导航地图行业集中度



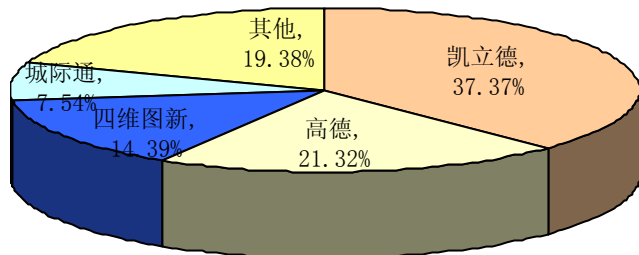
图表 24：GPS 手机导航地图行业集中度



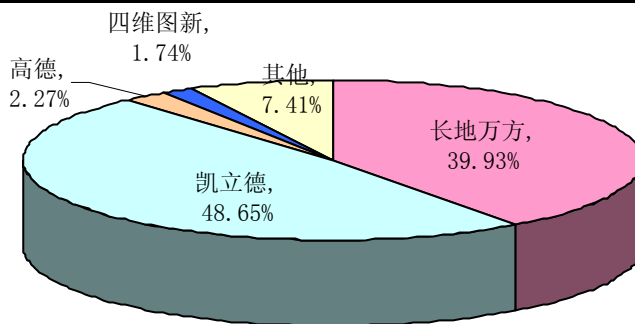
数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

Frost & Sullivan 数据并显示，PND 导航地图行业前四大企业——凯立德、高德软件、四维图新和城际通共占据行业 80.62% 的市场份额。赛迪顾问数据则显示，国内后装 GPS 导航地图行业前四大企业——凯立德、长地万方、高德软件和四维图新，共占据市场 92.59% 的市场份额。

图表 25：PND 导航地图行业集中度



图表 26：后装 GPS 导航地图行业集中度



数据来源：Frost & Sullivan、赛迪顾问、华融证券

我们认为，在品牌、数据、规模、客户渠道等多个因素作用下，国内导航电子地图行业的高集中度情况将得到延续，尽管各应用领域的份额分配将随各企业的发展战略差异而产生变化。

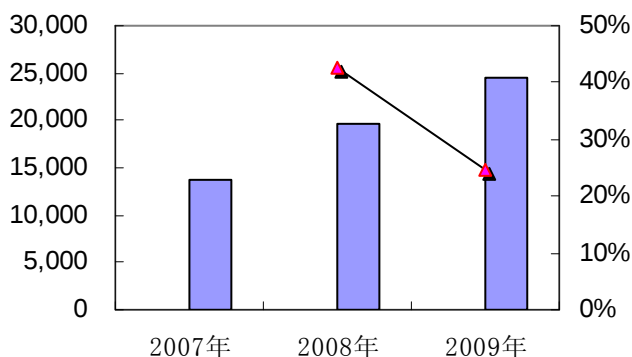
三、未来公司电子导航产品收入仍将快速增长

四维图新主要从事的是导航电子地图的研发、生产、销售和服务，目前产品主要应用于车载导航、消费电子导航和电子地图服务三大领域；其中，消费电子导航产品包括 PND 和 GPS 手机用导航电子地图，电子地图服务则包括基于移动通信技术的位置服务、互联网地图服务以及动态交通信息服务。

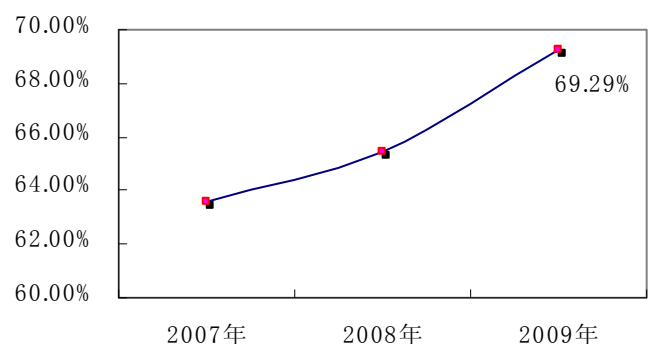
1、2010-12 年车载导航业务收入有望达到 4.11、5.22 和 6.68 亿元

在车载导航市场，导航电子地图作为汽车零部件，需要满足国际主流车厂的全球采购品质要求，因此能进入到车厂供应商短名单的企业非常少，生产工艺和品质要求也非常严格，但形成合作关系后，基本合同期限一般能在 5 年以上。截至 2008 年末，全球十大主流车厂都已经与公司合作在中国市场推出了导航车型，且其中有 5 家与公司是独家合作，所有车型均预装公司的导航电子地图，受此推动，公司近年的前装车载导航业务营收持续增长，2007 年为约 1.38 亿元，至 2009 年达到 2.45 亿元，年均复合增长 21.17%，对应市场占有率亦从 2007 年的 63.55% 上升至 2009 年的 69.29%，系连续七年超过 60%。

图表 27：车载导航业务收入与增速（单位：万元）



图表 28：公司前装车载导航业务市场占有率



数据来源：Frost & Sullivan、赛迪顾问、华融证券

目前国内随新车购买延续高位及汽车厂商竞争加剧，新车的导航产品标配率不断提升，公司的前装车载导航电子地图业务收入也因此持续快速增长，对此公司的战略目标是，维持已有前装车载导航市场份额，站稳市占率第一席位；价格方面，尽管公司亦在涉入低端产品，目前主要产品仍为中高端系列，根据使用年限、属性等的不同，价格大约在 500-1,000 元之间。凭借公司在该领域的地位、品牌及技术优势，我们认为，短期内公司市占率第一的位置难以被动摇，根据我们的估算，10-12 年国内前装导航汽车销量将达 70 万辆、95 万辆和 130 万辆，公司相应业务收入因此有望达到 4.11 亿、5.22 亿和 6.68 亿元。

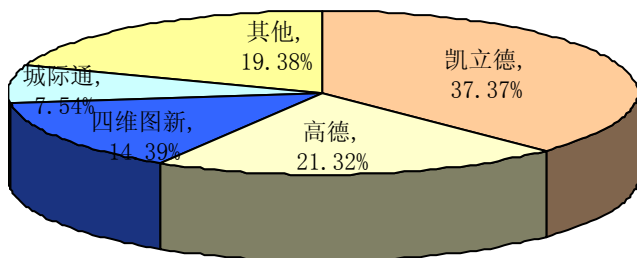
2、GPS 手机出货剧增将推动公司消费电子导航产品收入大幅增长

目前在全球消费电子导航设备及软件市场格局中，10% 的关键企业占据了 90% 的市场份额。而公司已与 Nokia、Garmin、Magellan、Mio、Route66、Destinator

等国际顶级企业建立了全面合作，与许多国内新兴企业也建立了合作关系。截至 2009 年末，公司在国内 PND 和 GPS 手机导航地图行业的市场占有率分别为 14.39% 和 71.71%。

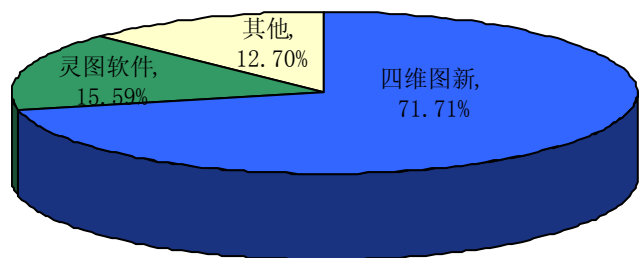
我们认为，长期而言，PND 由于功能相对单一，且增值应用潜力小于手机和平板电脑，市场价格和销量将不断走低，直至被其他移动终端设备所替代；而随着触摸屏、GPS 模块等相关零部件成本稳步下降，以及移动设备电池续航能力不断提升，将有越来越多的手机和平板电脑具备导航功能，从而加速电子地图导航的普及；公司在 GPS 手机上的绝对领先地位将确保公司获得消费电子导航产品行业的绝大多数增长。目前公司 GPS 手机产品收入很大部分来源于与 NOKIA 的合作，该项合作 2007 年实现了销售收入 1,406.33 万元，2008 年增至 8,346.15 万元，2009 年进一步放大，至 11,684.84 万元。导航电子地图在消费电子领域尤其是手机领域的应用起步较晚，预计在 NOKIA 引领下，未来市场规模将迅速增长，而凭借最大的市场占有率，公司有望获益最多。

图表 29：公司 PND 导航地图市场份额

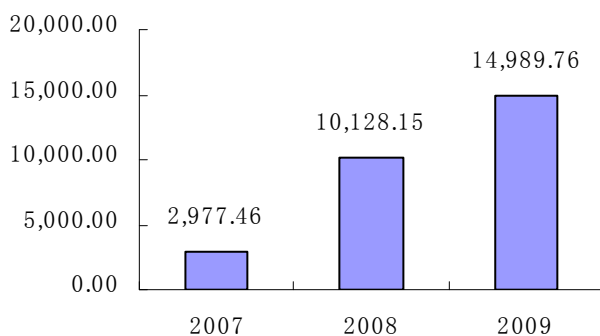


数据来源：Frost & Sullivan、华融证券

图表 30：公司 GPS 手机导航地图市场份额

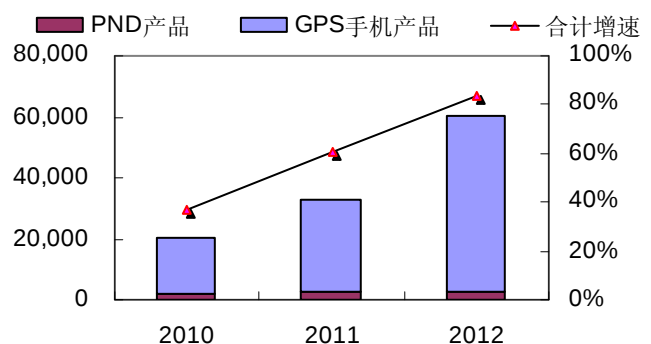


图表 31：公司消费电子导航产品收入（单位：万元）



数据来源：公司公告、华融证券

图表 32：消费电子导航产品收入预测（单位：万元）



单价方面，目前公司从每部 GPS 手机上获得的收入不足 100 元，而随一般 PND 价格逐渐走低至 1,500 元下方，预计其为导航地图厂商带来的收入也在 100 元以下。

根据我们的预测，2010-12 年国内 PND 和 GPS 手机的销量将分别达到 180 万、230 万、260 万部与 1,500 万、3,000 万和 6,500 万部，对应公司的 PND 产品将有望实现 2,025 万、2,432 万和 2,584 万元的收入，GPS 手机产品有望实现 1.85 亿、3.06 亿和 5.80 亿元收入。

3、电子地图服务业务有望成为公司未来的另一增长极

公司的电子地图服务业务近年发展迅猛，2007 年收入仅 2.48 万元，至 2009 年则已达到 1,174.74 万元。目前，公司该类业务收入中贡献最大的是动态交通信息服务业务，后者的盈利模式已初具雏形，正处于市场培育阶段；而 LBS 增值服务、互联网地图信息服务业务的盈利模式尚处于探索阶段，相应的营业收入较低。

动态交通信息服务方面，公司是中国首家支持动态交通信息发布和导航应用的地图厂商，拥有自主知识产权的 RTIC（Real-Time Traffic Information of China）动态交通信息标准，旗下北京世纪高通科技有限公司是专业的动态交通信息服务提供商，可为用户提供交通路况信息，并结合实时路况进行动态导航，帮助用户避开拥堵路段。世纪高通于 2008 年 1 月发布了面向 PND 的 RDS-TMC 服务，以及具有动态交通信息接收功能的 PND 产品 Mio C320t，至目前已扩展至车载前装、智能手机、互联网等领域，如丰田 G-BOOK、中国移动等运营商的 LBS 服务等。

图表 33：动态交通信息服务

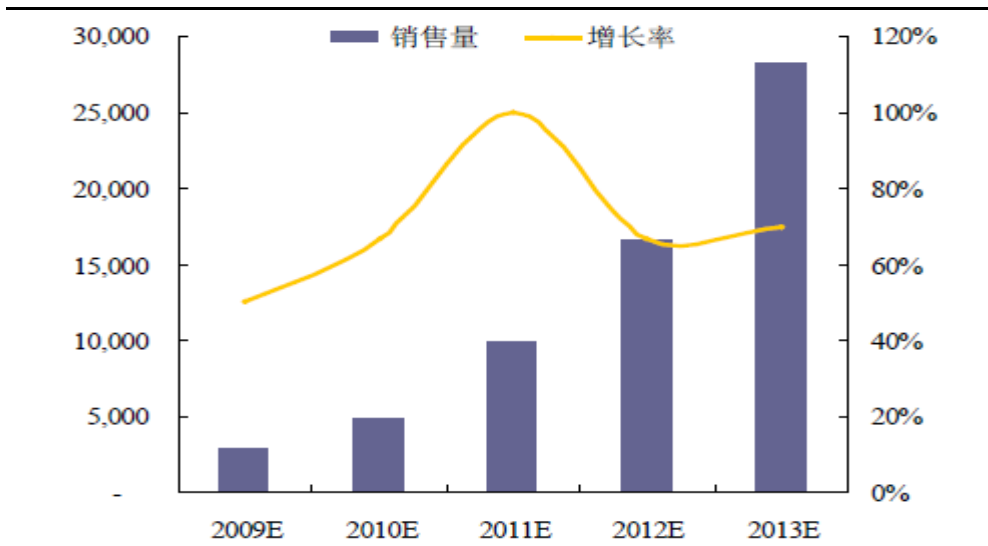


数据来源：华融证券

动态交通信息服务的接收依附于原有的信息发布平台及车载导航等接收终端，但服务的收费则独立于电子地图导航。2008 年，世纪高通动态交通信息服务收入为 651.25 万元，2009 年为 1,081.82 万元，2010 年上半年为 650 万元，同比增长 82%。凭借公司在前装车载导航与 GPS 手机领域的绝对领先地位，我们认为，公司在动态交通信息服务领域亦有望取得绝对领先地位，从而将分享该行业规模扩张的多数成果。四维图新预计，2010 年中国动态交通信息服务市场规模有望达到约 5,000

万元，至 2013 年将达约 2.7 亿元。

图表 34：中国动态交通信息服务市场规模预测



数据来源：招股说明书、华融证券

4、研发投入与募投项目助保技术优势

中国快速的城镇化及经济发展，对导航电子地图的研制与更新工作带来了很大的挑战，为确保电子地图覆盖范围的不断扩大及及时更新，思维图新对研发的投入作了细致规划，每年研发投入占营收维持在 27% 左右。

图表 35：公司的研发投入水平

研发费用占比	2007年	2008年	2009年
研发费用	5,090.95	8,967.11	11,795.65
占营收比例	27.50%	27.54%	27.56%

数据来源：公司公告、华融证券

此外，公司 IPO 募投项目为第二代导航电子地图生产平台开发项目、高现势性、高精度、精细化车载导航电子地图开发项目和行人导航数据产品开发项目，这些项目将助公司技术达到国际先进水平，并大幅提升产品竞争力和客户满意度。

图表 36：IPO 募投项目

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

数据来源：招股说明书、华融证券

四、盈利预测与估值

预计 2010-12 年公司将实现营收 6.56 亿、9.04 亿和 13.47 亿元，对应每股收益为 0.579、0.816 和 1.192 元，参照当前市场情况，给予 10 年 85 倍市盈率的估值水平，对应目标价 49.22 元。

盈利预测的关键假设

- 1、车载导航业务收入全部来源于前装车载导航产品，且每年降价幅度在 5%-10%；
- 2、消费电子导航业务收入全部来源于 PND 和 GPS 手机产品，产品每年降价幅度 5%-10%，且 GPS 手机产品不收取地图更新费用；
- 3、电子地图服务收入主要来源于动态交通信息服务，LBS 与互联网地图服务项目贡献微小。

图表 37：财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	185.15	325.56	428.06	655.81	904.42	1347.07
增长率(%)	38.65%	75.84%	31.48%	53.21%	37.91%	48.94%
归属母公司股东净利润	81.29	121.91	136.18	231.55	326.62	477.18
增长率(%)	207.37%	49.98%	11.71%	70.03%	41.06%	46.10%
每股收益(EPS)	0.203	0.305	0.340	0.579	0.816	1.192
每股经营现金流	0.255	0.443	0.514	0.493	0.578	0.841
销售毛利率	90.76%	92.74%	91.34%	91.61%	91.61%	91.61%
销售净利率	44.75%	37.35%	34.66%	38.47%	39.35%	38.59%
净资产收益率(ROE)	23.24%	30.99%	28.35%	10.93%	13.58%	16.89%
投入资本回报率(ROIC)	163.89%	121.68%	122.93%	86.06%	48.35%	51.58%
市盈率(P/E)	203.45	135.65	121.44	71.42	50.63	34.66

数据来源：华融证券

五、风险提示

- 1、GPS 手机产品发展未如预期，以及产品降价幅度扩大；
- 2、动态交通信息服务业务发展未如预期；
- 3、高德软件等竞争对手超预期发展，导致公司市场份额被蚕食。

附录：报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	185.15	325.56	428.06	655.81	904.42	1347.07
减：营业成本	17.11	23.64	37.08	55.01	75.87	113.00
营业税金及附加	2.93	4.81	5.87	8.99	12.40	18.48
营业费用	10.81	20.94	28.52	43.69	60.25	89.74
管理费用	85.31	179.16	224.39	333.55	459.99	685.12
财务费用	-1.22	-2.22	-7.61	-22.48	-39.22	-45.03
资产减值损失	0.34	0.19	7.44	2.66	2.66	2.66
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	234.39	332.48	483.12
加：其他非经营损益	18.61	35.32	40.64	62.40	86.18	128.51
利润总额	88.48	134.36	173.00	296.79	418.65	611.63
减：所得税	5.63	12.77	24.63	44.52	62.80	91.74
净利润	82.85	121.59	148.37	252.27	355.85	519.89
减：少数股东损益	1.56	-0.32	12.19	20.72	29.23	42.71
归属母公司股东净利润	81.29	121.91	136.18	231.55	326.62	477.18
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	243.29	267.46	292.74	1645.88	1758.14	2122.35
应收和预付款项	34.55	43.38	88.43	110.33	163.77	244.48
存货	0.34	0.70	0.80	1.96	1.85	3.83
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	2.66	2.66	2.66
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	356.10	537.68	595.86
无形资产和开发支出	87.79	121.11	119.65	100.06	80.47	65.27
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	2218.98	2544.57	3034.44
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	60.17	68.99	96.06
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	62.49	71.31	98.38
股本	90.36	344.23	344.23	400.23	400.23	400.23
资本公积	182.90	0.00	0.00	1377.60	1377.60	1377.60
留存收益	76.45	49.12	136.09	339.93	627.47	1047.56
归属母公司股东权益	349.71	393.35	480.32	2117.76	2405.30	2825.39
少数股东权益	10.36	10.47	18.00	38.73	67.96	110.67
股东权益合计	360.07	403.82	498.32	2156.49	2473.26	2936.06
负债和股东权益合计	390.42	470.71	549.57	2218.98	2544.57	3034.44
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	102.24	177.19	205.76	197.40	231.50	336.71
投资性现金净流量	-58.64	-217.59	-135.94	-271.86	-118.45	40.94
筹资性现金净流量	186.05	-2.25	-58.54	1427.60	-0.78	-13.44
现金流量净额	229.73	-45.15	14.35	1353.14	112.26	364.21

数据来源：Wind 资讯、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn