

四维图新 (002405.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

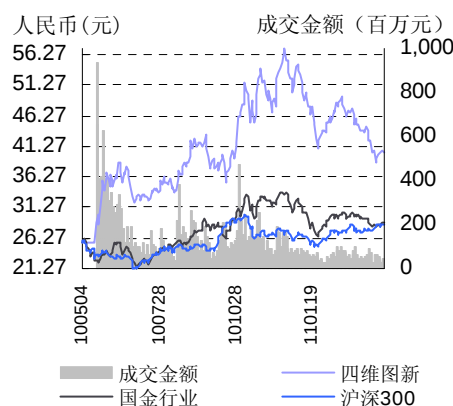
市价(人民币): 40.32 元

目标(人民币): 60.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	56.00
总市值(百万元)	19,364.71
年内股价最高最低(元)	57.25/25.60
沪深 300 指数	3353.56
中小板指数	7210.93



相关报告

1. 《大地理行业风起云涌,四维图新王者依旧;》, 2011.3.2
2. 《实施跨国收购对竞争对手釜底抽薪;》, 2011.1.17
3. 《四维图新-依托天地图的新百度》, 2010.12.2

易欢欢 联系人

(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

力排众议, 四维图新一季度超预期

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.354	0.396	0.580	0.853	1.296
每股净资产(元)	49.98%	11.71%	41.94%	47.00%	52.00%
每股经营性现金流(元)	N/A	N/A	81.47	55.42	36.46
市盈率(倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
行业优化市盈率(倍)	30.99%	28.35%	10.94%	11.89%	14.13%
净利润增长率(%)	1.14	1.40	4.42	4.97	5.79
净资产收益率(%)	0.51	0.61	0.56	0.59	0.84
总股本(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

业绩简评

- 四维图新 2011 年一季度实现营业收入、净利润同比增长 55.33% 和 58.07%，对应 EPS 为 0.18 元，符合预期。

经营分析

- **营业收入和净利润继续保持快速增长:** 公司导航电子地图业务规模持续放大, 市场龙头效应明显, 产品边际成本低; 公司在汽车电子领域产品将不断完善, 形成高中低端完善的产品线, 未来将实现稳定的增长速度。
- **智能终端、动态交通以及增值业务:** 智能手机终端单价急速下降将带来移动互联网领域的地图应用爆炸性的增长, 四维图新已经具有 2000 万台终端覆盖率, 未来终端数不断增长, 公司将提供更多的如广告、LBS 等增值服务; 同时公司通过参股天地图、收购 Mapscape 的举动实现从企业应用端以及汽车电子端挤压竞争对手空间。
- **受益大地理信息产业:** 整个产业链孕育着广阔的投资机会, 其中上游卫星导航领域随着北斗系统的日趋成熟, 系统应用逐渐推广, 业务逐渐成熟; 下游应用提供 GIS 软件和电子地图制作, 处于高速发展期; 针对个体用户提供的 GIS 服务的新商业模式浮出水面, 增长将在未来展现。

盈利调整

- 11-12 年 EPS 为 0.87,1.23 元, 我们维持买入评级以及 60 元目标价, 对应 PE 为 68X11 年,47X12 年。

投资建议

- 四维图新是整个行业中商业模式最好、可复制性最强, 未来广告等商业模式最多的公司, 在行业中具有垄断性的优势, 理应享受高估值。

公司竞争优势及行业愿景

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。

图表1：公司三大竞争优势



来源：国金证券研究所

GIS 新商业模式层出不穷

- GIS 创新的是商业模式。GIS 通过提供位置信息出发未来通过与其他技术手段如搜索、Twitter、实景等结合提供统一体验信息服务；GPS 终端芯片成为标准服务；NASA 和 Google 提供的卫星地图以及高效的地图引擎成为行业发展驱动力；使用免费、后向计费的模式发展了互联网领域的商业模式。
- 现在的互联网地图服务，已经不是单纯的搜索线路，查询公交就可以满足。位置服务越来越多样，位置点的信息程度也更加纵深。成熟的互联网地图网站，你会发现衣食住行，音画说唱各种信息一应俱全。在海量信息的背后，我们可以感受到一点：地理信息、互联网与各行各业优势资源的整合时代，已经悄然到来。

图表2：未来的 GIS 新商业模式



来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	2	9	14	17
买入	1	1	4	5	9
持有	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.40	1.42	1.43	1.54

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-02	买入	50.46	N/A
2 2011-01-17	买入	47.67	60.00 ~ 60.00
3 2011-03-02	买入	46.49	60.00 ~ 60.00

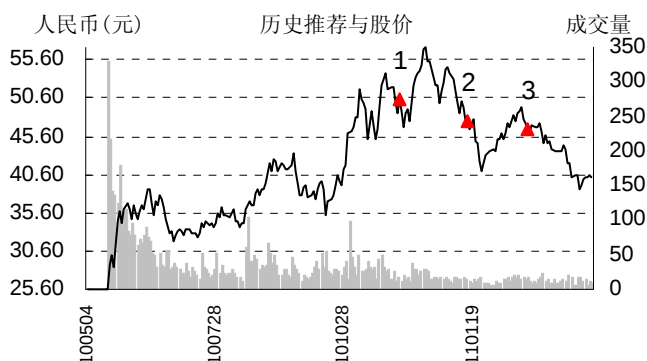
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室