

# 前装车载导航业务衰退成为隐忧

## ——四维图新（002405）2011 年半年报点评

分析师：崔健 CFA

SAC NO: S1150511010016

2011 年 8 月 12 日

计算机——软件

联系人

崔健 CFA

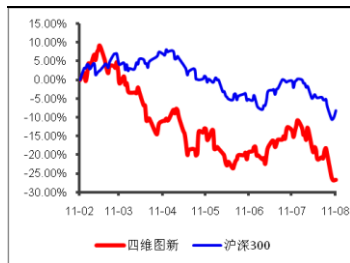
022-28451618

[bhzqcj@hotmail.com](mailto:bhzqcj@hotmail.com)
**评级： 持有**

上次评级： 持有

**目标价格：**

最新收盘价： 27.54

**最近半年股价相对走势**

**相关研究报告**

### 投资要点：

#### ● 业绩增速放缓符合预期

2011 年上半年，公司实现营业收入 4.42 亿元，同比增长 42.28%；利润总额 1.93 亿元，同比增长 53.57%；归属于上市公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 47.99%，对应每股收益为 0.3 元/股，业绩增速放缓符合我们的预期，中期利润分配预案为不分配不转增。公司预计 2011 年 1-9 月，实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 20%-50%。

#### ● 车载导航业务下滑拖累业绩增长

上半年我国汽车销量同比增长 3.22%，而公司前装车载导航业务收入同比减少 3.57%，日本地震导致日系汽车销量下降，致使公司相关业务增速低于行业平均水平。在智能手机迅速推广的带动下，公司消费电子及动态交通信息服务收入同比分别增长 134.65% 和 141.98%，从而带动了公司整体业务的发展。

#### ● 预计下半年公司业绩增速将进一步下滑

公司预计随着日本车系产能的恢复，前装车载导航业务全年会取得一定增长。我们认为由于国内汽车整体市场增速缓慢，预计该业务全年增速在 10% 左右，跌落到个位数的可能性很大。为了应对诺基亚手机在国内市场地位削弱的不利趋势，公司计划下半年加强面向苹果、Android 等操作系统的营销以保证消费电子业务高增长的持续性。由于前装车载导航业务恢复缓慢，手机客户开拓需要一段时间，预计下半年公司业绩增速将进一步下滑。

#### ● 调低业绩预测

我们调低对公司的业绩预测，预计 2011-2013 年，公司将分别实现归属于母公司所有者净利润 3.18、4.32 和 5.7 亿元，同比分别增长 36.61%、35.69% 和 32.1%；对应每股收益分别为 0.66、0.9 和 1.19 元/股。

#### ● 维持“持有”评级

公司目前股价对应 2011 年动态市盈率为 41.58 倍，明显高于软件行业平均水平，在车载导航业务增速滑落至缓慢增长，消费电子业务面临发展瓶颈的情况下，估值水平存在下降的风险，我们维持对公司“持有”的投资评级。

#### ● 风险提示

我国汽车销量在经历了连续两年高增长后进入平稳增长阶段，公司前装车载导航业务增速将因此回落，消费电子业务在经历了飞跃式增长之后如不能开拓新客户将面临增速趋缓的局面，如果技术服务业务不能进入迅速增长期，公司未来 1-2 年业绩增速存在低于预期的可能。

| 财务摘要 (百万元)  | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入        | 428  | 675  | 941   | 1,373 | 1,880 |
| (+/-)%      | 31%  | 58%  | 39%   | 46%   | 37%   |
| 经营利润 (EBIT) | 132  | 211  | 313   | 448   | 612   |
| (+/-)%      | 36%  | 60%  | 48%   | 43%   | 37%   |
| 净利润         | 136  | 233  | 318   | 432   | 570   |
| (+/-)%      | 12%  | 71%  | 37%   | 36%   | 32%   |
| 每股收益 (元)    | 0.40 | 0.58 | 0.66  | 0.90  | 1.19  |

| 资产负债表   | 2009 | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 利润表 (百万元)  | 2009   | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金    | 340  | 1988  | 2217  | 2523  | 2956  | 营业收入       | 428    | 675   | 941    | 1373   | 1880   |
| 应收票据    | 0    | 2     | 1     | 1     | 1     | 营业成本       | 37     | 80    | 128    | 203    | 299    |
| 应收账款    | 63   | 26    | 97    | 130   | 180   | 营业税金及附加    | 6      | 10    | 15     | 21     | 29     |
| 预付款项    | 9    | 10    | 22    | 42    | 71    | 销售费用       | 29     | 37    | 39     | 55     | 73     |
| 其他应收款   | 17   | 16    | 29    | 43    | 54    | 管理费用       | 224    | 337   | 447    | 647    | 867    |
| 存货      | 1    | 1     | 2     | 4     | 5     | 财务费用       | -8     | -13   | -26    | -29    | -34    |
| 其他流动资产  | 0    | 4     | 4     | 4     | 4     | 资产减值损失     | 7      | -1    | 1      | 1      | 1      |
| 长期股权投资  | 3    | 35    | 35    | 35    | 35    | 投资收益       | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产    | 41   | 56    | 73    | 105   | 141   | 汇兑收益       | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 在建工程    | 0    | 0     | 40    | 60    | 71    | 营业利润       | 132    | 226   | 338    | 476    | 646    |
| 工程物资    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业外收支净额    | 41     | 61    | 67     | 74     | 82     |
| 无形资产    | 32   | 46    | 37    | 28    | 18    | 税前利润       | 173    | 287   | 406    | 551    | 727    |
| 长期待摊费用  | 4    | 5     | 4     | 3     | 2     | 减：所得税      | 25     | 32    | 57     | 77     | 102    |
| 资产总计    | 603  | 2289  | 2612  | 3029  | 3589  | 净利润        | 148    | 255   | 349    | 474    | 625    |
| 短期借款    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司的净利润 | 136    | 233   | 318    | 432    | 570    |
| 应付票据    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益     | 12     | 22    | 31     | 42     | 55     |
| 应付账款    | 13   | 17    | 30    | 51    | 78    | 基本每股收益     | 0.40   | 0.58  | 0.66   | 0.90   | 1.19   |
| 预收款项    | 8    | 30    | 42    | 60    | 97    | 稀释每股收益     | 0.40   | 0.58  | 0.66   | 0.90   | 1.19   |
| 应付职工薪酬  | 29   | 46    | 46    | 46    | 46    | 财务指标       | 2009   | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 应交税费    | 15   | 0     | 0     | 0     | 0     | 成长性        |        |       |        |        |        |
| 其他应付款   | 28   | 33    | 33    | 33    | 33    | 营收增长率      | 31.5%  | 57.7% | 39.3%  | 46.0%  | 36.9%  |
| 其他流动负债  | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | EBIT 增长率   | 36.3%  | 59.8% | 48.1%  | 43.1%  | 36.8%  |
| 长期借款    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率     | 11.7%  | 71.0% | 36.6%  | 35.7%  | 32.1%  |
| 负债合计    | 105  | 163   | 188   | 227   | 291   | 盈利性        |        |       |        |        |        |
| 股东权益合计  | 498  | 2125  | 2474  | 2852  | 3348  | 销售毛利率      | 91.3%  | 88.2% | 86.4%  | 85.2%  | 84.1%  |
| 现金流量表   | 2009 | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 销售净利率      | 31.8%  | 34.5% | 33.8%  | 31.4%  | 30.3%  |
| 净利润     | 148  | 255   | 349   | 474   | 625   | ROE        | 27.3%  | 11.0% | 12.9%  | 15.1%  | 17.0%  |
| 折旧与摊销   | 71   | 79    | 33    | 39    | 45    | ROIC       | 22.27% | 8.79% | 10.83% | 13.45% | 15.68% |
| 经营活动现金流 | 209  | 399   | 283   | 453   | 610   | 估值倍数       |        |       |        |        |        |
| 投资活动现金流 | -136 | -1582 | -80   | -81   | -82   | PE         | 69.6   | 47.3  | 41.6   | 30.6   | 23.2   |
| 融资活动现金流 | -59  | 1378  | 26    | -66   | -96   | P/S        | 22.1   | 16.3  | 14.1   | 9.6    | 7.0    |
| 现金净变动   | 14   | 194   | 229   | 306   | 433   | P/B        | 19.02  | 5.19  | 5.35   | 4.64   | 3.95   |
| 期初现金余额  | 305  | 340   | 1988  | 2217  | 2523  | 股息收益率      | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%   | 0.7%   | 1.0%   |
| 期末现金余额  | 320  | 534   | 2217  | 2523  | 2956  | EV/EBITDA  | 45.1   | 31.3  | 32.0   | 22.2   | 15.9   |

**投资评级说明**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 强烈推荐 | 未来 6 个月内绝对收益率 > 50%                 |
|        | 推荐   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 30%                 |
|        | 持有   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 10%                 |
|        | 回避   | 未来 6 个月内绝对收益率 < 10%                 |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明 1:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: [zhuyanjun@bhzq.com](mailto:zhuyanjun@bhzq.com)

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: [wuhuihui09@gmail.com](mailto:wuhuihui09@gmail.com)

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: [helen.newday@gmail.com](mailto:helen.newday@gmail.com)

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewwww.com.cn](http://www.ewwww.com.cn)

请务必阅读正文之后的免责条款部分