

强烈推荐-A (维持)

四维图新 002405.SZ

当前股价: 18.83 元
2017年04月19日

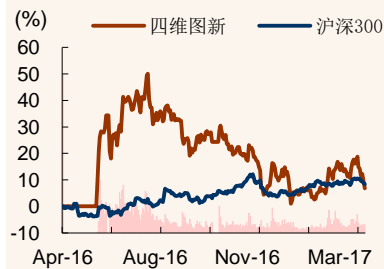
自动驾驶, 攻城拔寨

基础数据

上证综指	3171
总股本(万股)	128287
已上市流通股(万股)	100847
总市值(亿元)	242
流通市值(亿元)	190
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	5.1
资产负债率	17.9%
主要股东	中国四维测绘技术有
主要股东持股比例	10.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-12	10
相对表现	-7	-16	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《四维图新(002405)一扩大统治地位、深耕研发外延》2017-02-22
- 2、《四维图新(002405)一资本大手笔、深挖护城河、辐射全世界》2016-12-26
- 3、《四维图新(002405)一自动驾驶落地速度、合作深度再次超预期》2016-12-19

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

周楷宁

010-57601791
zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001

徐文杰

010-57601853
xuwenjie@cmschina.com.cn
S1090516090005

四维图新与伟世通、北斗星通签署战略合作协议, 自动驾驶、车联网、汽车电子芯片与产业链的全面合作的深度再超市场预期, 与腾讯、杰发的业绩、市场、未来路径上的三位一体的协同效应再超市场预期, 考虑到公司在无人驾驶黄金赛道的金牌赛手地位, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

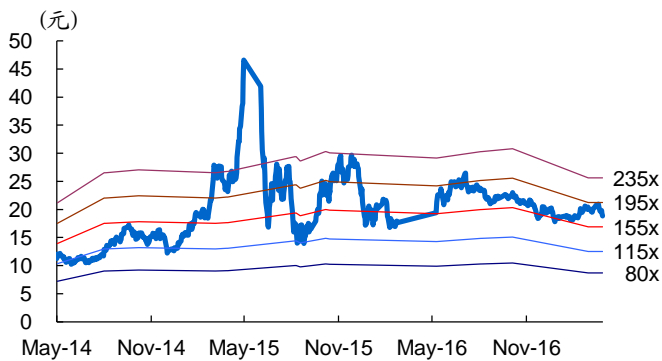
- **事件:** (1) 四维图新与伟世通旗下伟世通亚太(上海)有限公司签署战略合作协议, 双方将通过研究和提供道路测试技术合作来探索潜在的自动驾驶领域的商业机遇, 以确定适用于中国市场的高精度地图。(2) 四维图新与北斗星通签署战略合作协议, 在导航引擎、车联网、自动驾驶、交通大数据在线服务系统、新一代导航系统及其他汽车电子产品之全球业务等方面合作。
- **自动驾驶、车联网、汽车电子芯片的全面合作的深度再超市场预期: 四维图新的自动驾驶地图和云端大数据再一次被用于自动驾驶系统的研发和测试。** 在公司协助下, 伟世通进行自动驾驶 DEMO 车辆测试, 伟世通向四维图新提供自动驾驶系统传感器收集的信息, 供四维图新验证和更新沿途地图信息, 推进公司自动驾驶地图等的更广泛应用。
- **与腾讯、杰发的业绩、市场、未来路径上的三位一体的协同效应再超市场预期: 四维图新的①导航引擎、②旗下及股东腾讯的车联网资源、③ADAS 及自动驾驶技术、④交通大数据、⑤子公司杰发的汽车电子芯片全面与北斗星通合作, 多点开花共同推进自动驾驶技术的尽早商用, 凸显了四维图新强大的资源整合能力, 凸显了公司与股东腾讯、子公司杰发科技的业绩、市场、未来路径上的三位一体的协同。**
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 四维图新致力于将高精度地图、人工智能和芯片等相结合, 提供完整的自动驾驶解决方案。自动驾驶、车联网、汽车电子芯片与产业链的全面合作的深度再超市场预期, 考虑到公司在无人驾驶黄金赛道的金牌赛手地位, 预估 EPS 2017-2018 年 0.39 元、0.51 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示: 1、产业进度不及预期; 2、政策环境低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1059	1506	1583	2849	3703
同比增长	20%	42%	5%	80%	30%
营业利润(百万元)	61	123	167	724	970
同比增长	30%	101%	35%	334%	34%
净利润(百万元)	117	130	157	505	658
同比增长	12%	11%	21%	221%	30%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.12	0.39	0.51
PE	110.8	102.9	153.8	47.9	36.7
PB	5.3	5.3	10.3	8.6	7.3

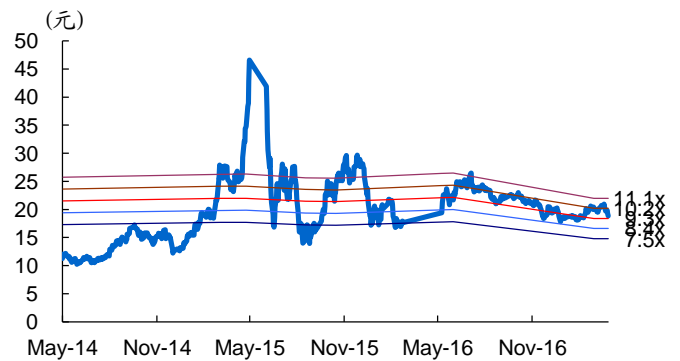
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 四维图新历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 四维图新历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《无人驾驶 60 页重磅深度: 无人驾驶, 驶向未来》2016-06
- 2、《无人驾驶: 又前进一步: 算法+芯片, 与车厂深度合作》2016-07
- 3、《四维图新、延锋伟世通强强联合、共创双赢》2016-07
- 4、《四维图新: 从渐进的到完全的无人驾驶, 高精度地图是刚需》2016-07
- 5、《四维图新: 算法+芯片的无人驾驶路线坚定前行》2016-07
- 6、《四维图新: 短期看 Tier 1, 中期看无人驾驶解决方案》2016-08
- 7、《无人驾驶+共享经济降低 70%的出行成本——无人驾驶之三》2016-08
- 8、《更高的安全冗余需要智能+网联——无人驾驶之四》2016-08
- 9、《重点关注智能网联汽车、共享经济、交通大数据——无人驾驶之五》2016-08
- 10、《四维图新 52 页重磅深度: 黄金赛道, 金牌赛手》2016-08
- 11、《感知系统的升级是无人驾驶发展的内在要求——无人驾驶之六》2016-09
- 12、《四维图新: 无人驾驶帝国版图逐步扩张》2016-10
- 13、《Tesla 升级 Autopilot, 吹响无人驾驶冲锋号——无人驾驶之七》2016-10
- 14、《四维图新: 业绩、市场、未来路径的三位一体的协同》2016-10
- 15、《四维图新: 自动驾驶落地速度、合作深度再次超预期》2016-12
- 16、《四维图新: 资本大手笔、深挖护城河、辐射全世界》2016-12
- 17、《从 CES 看无人驾驶大变革——无人驾驶系列之八》2017-01
- 18、《四维图新: 扩大统治地位、深耕研发外延》2017-02
- 19、《游戏门槛高了! 无人驾驶近了! ——无人驾驶系列之九》2017-03

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2140	2381	2235	2972	3717
现金	1732	1779	1623	1875	2291
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	16	39	41	74	96
应收款项	201	390	390	703	914
其它应收款	56	51	54	97	126
存货	51	51	50	87	114
其他	85	71	77	137	178
非流动资产	971	1347	1312	1283	1259
长期股权投资	17	24	24	24	24
固定资产	156	143	133	126	121
无形资产	238	235	212	191	172
其他	559	944	944	943	943
资产总计	3111	3728	3548	4256	4976
流动负债	474	731	730	919	1053
短期借款	92	35	0	0	0
应付账款	68	108	124	216	280
预收账款	76	74	85	147	192
其他	237	515	521	556	581
长期负债	8	33	33	33	33
长期借款	0	11	11	11	11
其他	8	21	21	21	21
负债合计	481	764	763	952	1086
股本	692	711	1283	1283	1283
资本公积金	978	945	373	373	373
留存收益	791	885	687	1144	1651
少数股东权益	169	422	441	503	583
归属于母公司所有者权益	2461	2542	2343	2801	3308
负债及权益合计	3111	3728	3548	4256	4976

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	325	296	234	298	563
净利润	117	130	157	505	658
折旧摊销	223	234	71	65	60
财务费用	(20)	(8)	(12)	(13)	(16)
投资收益	(12)	(23)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	8	(50)	23	(318)	(210)
其它	9	13	18	82	94
投资活动现金流	(80)	(394)	(35)	(35)	(35)
资本支出	(399)	(308)	(35)	(35)	(35)
其他投资	319	(86)	0	0	0
筹资活动现金流	31	166	(356)	(11)	(113)
借款变动	378	470	(35)	0	0
普通股增加	0	20	572	0	0
资本公积增加	(35)	(33)	(572)	0	0
股利分配	(346)	(346)	(356)	(47)	(151)
其他	34	56	35	36	39
现金净增加额	276	69	(157)	252	416

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1059	1506	1583	2849	3703
营业成本	197	356	410	712	926
营业税金及附加	13	13	14	25	33
营业费用	99	105	110	199	258
管理费用	711	942	916	1225	1555
财务费用	(36)	(19)	(12)	(13)	(16)
资产减值损失	26	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	23	23	23	23
营业利润	61	123	167	724	970
营业外收入	114	88	88	88	88
营业外支出	2	13	13	13	13
利润总额	173	199	242	799	1045
所得税	44	53	66	233	307
净利润	129	146	176	566	738
少数股东损益	12	16	19	61	80
归属于母公司净利润	117	130	157	505	658
EPS (元)	0.17	0.18	0.12	0.39	0.51

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	20%	42%	5%	80%	30%
营业利润	30%	101%	35%	334%	34%
净利润	12%	11%	21%	221%	30%
获利能力					
毛利率	81.4%	76.4%	74.1%	75.0%	75.0%
净利率	11.1%	8.6%	9.9%	17.7%	17.8%
ROE	4.8%	5.1%	6.7%	18.0%	19.9%
ROIC	0.7%	2.4%	3.9%	15.0%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	15.5%	20.5%	21.5%	22.4%	21.8%
净负债比率	3.0%	1.2%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	4.5	3.3	3.1	3.2	3.5
速动比率	4.4	3.2	3.0	3.1	3.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.7	0.7
存货周转率	4.8	7.0	8.1	10.4	9.2
应收帐款周转率	4.9	5.1	4.1	5.2	4.6
应付帐款周转率	2.6	4.0	3.5	4.2	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	0.18	0.12	0.39	0.51
每股经营现金	0.47	0.42	0.18	0.23	0.44
每股净资产	3.56	3.57	1.83	2.18	2.58
每股股利	0.50	0.50	0.04	0.12	0.15
估值比率					
PE	110.8	102.9	153.8	47.9	36.7
PB	5.3	5.3	10.3	8.6	7.3
EV/EBITDA	15.5	7.0	4.8	1.4	1.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

周楷宁：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，5 年证券从业经验。

徐文杰：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM，VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。