

强烈推荐-A (维持)

四维图新 002405.SZ

当前股价: 25.07 元
2017年08月27日

芯片成亮点, 数据筑优势

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	128262
已上市流通股(万股)	101650
总市值(亿元)	322
流通市值(亿元)	255
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	3.0
资产负债率	%
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	40	35	6
相对表现	38	26	-9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《四维图新(002405)——自动驾驶, 攻城拔寨》2017-04-19
- 2、《四维图新(002405)——扩大统治地位、深耕研发外延》2017-02-22
- 3、《四维图新(002405)——资本大手笔、深挖护城河、辐射全世界》2016-12-26

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

公司 2017 年中报业绩, 收入 8.34 亿元, 同比增长 16.8%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 54.85%, 芯片业务并表导致业绩高增长并成为亮点, 公司完成“芯片+算法+软件+地图”的业务战略布局, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **业绩符合预期, 芯片成 2017 上半年亮点。**公司上半年完成了对杰发科技的并表, 成为 A 股唯一的“高精度地图+车规级智能芯片”上市公司。上半年虽然传统的电子地图和车联网等业务收入小幅下降, 但并表的芯片业务为公司新增贡献 1.61 亿元, 成为拉动公司收入和业绩的主要驱动力。市场不少投资者对公司的业务和估值有所疑虑, 认为公司的技术领先性和变现能力有待考验, 但我们认为在智能汽车的大浪潮中, 公司的卡位优势已非常明显, 无论从数据、产品还是市场方面, 公司都在国内具备了不可替代的领先优势, 未来依托于大产业的变革有望创造出新的辉煌成绩。
- **智能化来袭, 公司重心向更大的自动驾驶市场倾斜。**面对智能化的大产业机会, 公司的战略也进行了及时的调整, 从传统的地图数据服务商, 向高精度地图、车联网解决方案、芯片解决方案、自动驾驶解决方案、大数据应用等领域不断拓展。我们认为公司现阶段重点落在芯片和自动驾驶解决方案上。芯片方面, 杰发已与多家前装车厂建战略合作, 并将陆续推出 TPMS 胎压监测芯片、AMP 车载功率电子芯片、MCU 车身控制芯片等一些列新产品; 自动驾驶方面, 与众多车厂共同打造的高级辅助驾驶产品系列正在加快推向产品化及量产, 并积极搭建和测试 L4 级别的全自动驾驶解决方案。
- **数据依旧是公司的强大护城河。**我们认为公司从成立到现在以及未来, 数据的获取和处理都是公司赖以生存和商业变现的主要能力。无论是手机导航、汽车导航、还是车联网等业务, 都是公司的数据变现方式。面对智能驾驶时代的到来, 公司通过多方位合作保持了数据获取的强大能力和护城河, 并有望通过芯片及自动驾驶等新业务再次实现数据变现的商业模式转变。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 我们认为公司在智能驾驶时代拥有强大的数据护城河, 并通过芯片以及自动驾驶系统等新业务再次实现商业变现, 并迎来新的业绩高速增长期。考虑到芯片业务对公司业绩的持续拉动, 维持公司 2017-19 年 EPS 为 0.39/0.51/0.68 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 自动驾驶进度低于预期; 芯片业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1506	1585	2854	3710	4900
同比增长	42%	5%	80%	30%	32%
营业利润(百万元)	123	85	375	515	720
同比增长	101%	-31%	339%	37%	40%
净利润(百万元)	130	157	418	543	728
同比增长	11%	20%	167%	30%	34%
每股收益(元)	0.18	0.15	0.39	0.51	0.68
PE	137.1	170.8	64.0	49.2	36.7
PB	7.0	9.6	10.0	8.6	7.3

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2381	2346	2347	2785	3372
现金	1779	1724	1264	1376	1511
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	39	55	99	128	169
应收款项	390	411	706	918	1212
其它应收款	51	41	73	95	126
存货	51	58	99	128	170
其他	71	57	107	139	184
非流动资产	1347	1776	1749	1726	1705
长期股权投资	24	41	41	41	41
固定资产	143	139	136	134	132
无形资产	235	222	199	179	161
其他	944	1374	1372	1371	1370
资产总计	3728	4122	4097	4510	5077
流动负债	731	926	1124	1259	1448
短期借款	35	22	0	0	0
应付账款	108	114	222	289	382
预收账款	74	57	112	145	192
其他	515	733	790	825	875
长期负债	33	24	24	24	24
长期借款	11	0	0	0	0
其他	21	24	24	24	24
负债合计	764	951	1148	1284	1472
股本	711	1067	1067	1067	1067
资本公积金	945	724	724	724	724
留存收益	885	1003	887	1305	1870
少数股东权益	422	378	271	131	(57)
归属于母公司所有者权益	2542	2793	2678	3096	3661
负债及权益合计	3728	4122	4097	4510	5077

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	296	399	100	243	303
净利润	130	157	418	543	728
折旧摊销	234	244	64	61	58
财务费用	(8)	(8)	(11)	(11)	(12)
投资收益	(23)	(20)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(50)	70	(262)	(204)	(284)
其它	13	(43)	(88)	(126)	(168)
投资活动现金流	(394)	(329)	(16)	(16)	(16)
资本支出	(308)	(460)	(37)	(37)	(37)
其他投资	(86)	131	20	20	20
筹资活动现金流	166	10	(544)	(115)	(151)
借款变动	493	202	(22)	0	0
普通股增加	20	355	0	0	0
资本公积增加	(33)	(221)	0	0	0
股利分配	(346)	(356)	(533)	(125)	(163)
其他	33	30	11	11	12
现金净增加额	69	80	(460)	112	135

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1506	1585	2854	3710	4900
营业成本	356	367	713	927	1225
营业税金及附加	13	14	25	32	42
营业费用	105	113	203	263	348
管理费用	942	1018	1569	2003	2597
财务费用	(19)	(27)	(11)	(11)	(12)
资产减值损失	8	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	20	20	20	20
营业利润	123	85	375	515	720
营业外收入	88	81	81	81	81
营业外支出	13	3	3	3	3
利润总额	199	164	453	593	798
所得税	53	47	143	189	257
净利润	146	116	310	403	541
少数股东损益	16	(40)	(108)	(140)	(188)
归属于母公司净利润	130	157	418	543	728
EPS (元)	0.18	0.15	0.39	0.51	0.68

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	42%	5%	80%	30%	32%
营业利润	101%	-31%	339%	37%	40%
净利润	11%	20%	167%	30%	34%
获利能力					
毛利率	76.4%	76.9%	75.0%	75.0%	75.0%
净利率	8.6%	9.9%	14.6%	14.6%	14.9%
ROE	5.1%	5.6%	15.6%	17.6%	19.9%
ROIC	2.4%	1.2%	8.3%	10.5%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	20.5%	23.1%	28.0%	28.5%	29.0%
净负债比率	1.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	2.5	2.1	2.2	2.3
速动比率	3.2	2.5	2.0	2.1	2.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.8	1.0
存货周转率	7.0	6.8	9.1	8.2	8.2
应收帐款周转率	5.1	4.0	5.1	4.6	4.6
应付帐款周转率	4.0	3.3	4.2	3.6	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.18	0.15	0.39	0.51	0.68
每股经营现金	0.42	0.37	0.09	0.23	0.28
每股净资产	3.57	2.62	2.51	2.90	3.43
每股股利	0.50	0.50	0.12	0.15	0.20
估值比率					
PE	137.1	170.8	64.0	49.2	36.7
PB	7.0	9.6	10.0	8.6	7.3
EV/EBITDA	-51.8	-79.5	-18.5	-14.0	-10.3

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。

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。