

四维图新 (002405.SZ)

杰发科技完成并表，全产业链生态布局值得期待

核心观点:

● 公司中报财务数据分析

公司 2017 年上半年实现营业收入 8.33 亿，同比增长 16.8%；实现归属母公司净利润 1.21 亿，同比增长 54.85%；扣非后归属母公司净利润为 1.14 亿，同比增长 61.56%。杰发科技自 2017 年 3 月起开始并表，当期并入收入 1.61 亿元，其他传统业务线中导航业务实现收入 3.94 亿，同比下降 3.14%；车联网业务实现收入 2.1 亿，同比下降 5.14%；高级辅助驾驶及自动化驾驶实现营业收入 1023 万，同比增长 18.19%。费用方面，管理费用率和销售费用率均有一定程度下降，主要为并表口径变更影响。报告期研发投入为 3.83 亿元，占收入比重为 45.98%。公司预计 2017 年 1-9 月净利润区间为 1.31 亿~1.61 亿，变动幅度为 30%~60%。

● 战略布局落地，各业务有序推进

今年上半年公司完成“芯片+算法+软件+地图”的业务战略布局落地，成功纳入原联发科子公司杰发科技，实现汽车电子芯片资源的整合。公司在专业垂直化战略的驱动下，依托在车联网服务领域多年积累的坚实基础，已然实现对整个车联网产业链的全面布局。报告期，公司的导航地图业务、车联网业务、自动驾驶业务、企事业服务及其他业务有序发展，同时公司也持续加大研发投入，在自动驾驶、车联网业务线多个产品取得重要进展。

考虑到杰发科技 2017 年 3 月 2 日完成工商变更登记，且 17、18 年业绩承诺分别 2.28 亿、3.02 亿，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.29 元/股、0.38 元/股、0.46 元/股，按最新收盘价计算 PE 分别为 88、66、55 倍。公司目前基本实现车联网产业链的全面布局，在相关技术、产品持续加大研发投入，看好公司中长期价值，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

公司与杰发科技整合不达预期的风险；杰发科技在前装市场面临激烈竞争。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,506.15	1,585.31	2,317.48	3,005.13	3,578.91
增长率(%)	42.22%	5.26%	46.18%	29.67%	19.09%
EBITDA(百万元)	324.20	317.90	432.38	554.84	644.28
净利润(百万元)	130.16	156.57	366.70	487.91	585.10
增长率(%)	10.77%	20.29%	134.21%	33.06%	19.92%
EPS(元/股)	0.183	0.147	0.286	0.380	0.456
市盈率(P/E)	212.07	131.81	87.68	65.90	54.95
市净率(P/B)	10.86	7.39	4.70	4.39	4.07
EV/EBITDA	79.80	59.56	60.78	46.80	39.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

25.07 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-08-28

分析师:

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

四维图新(002405.SZ): 合 2017-04-26
纵连横, 打造全产业链生态

四维图新(002405.SZ): 优 2017-04-20
势互补, 战略合作伟世通及北斗星通

四维图新(002405.SZ): 发 2016-12-27
力全球市场、参股 HERE 获海外强援

联系人: 郑楠

zhengnan@gf.com.cn

公司 2017 上半年财报数据分析

公司2017年上半年实现营业收入8.33亿，同比增长16.8%；实现利润总额1.05亿元，同比增长29.41%；实现归属母公司净利润1.21亿，同比增长54.85%；扣非后归属母公司净利润为1.14亿，同比增长61.56%。

- ✓ 营业收入同比增长16.8%，杰发科技自2017年3月起开始并表，当期并入收入1.61亿元。其他传统业务线中导航业务实现收入3.94亿，同比下降3.14%；车联网业务实现收入2.1亿，同比下降5.14%；高级辅助驾驶及自动化驾驶实现营业收入1023万，同比增长18.19%。
- ✓ 综合毛利率为76.24%，同比小幅提升0.54个百分点，分产品看，导航业务毛利率提升4.32%，车联网业务毛利率提升5.59%。
- ✓ 费用方面，管理费用率和销售费用率均有一定程度下降，主要为并表口径变更影响。
- ✓ 研发投入为3.83亿元，占收入比重为45.98%，继续保持较高的研发投入水平。
- ✓ 杰发科技上半年实现营业收入2.27亿元，实现净利润6920万。
- ✓ 公司预计2017年1-9月净利润区间为1.31亿~1.61亿，变动幅度为30%~60%。

表1：近三年中报数据对比（单位：百万元）

财报数据（百万元）	2015 年 H1	2016 年 H1	2017 年 H1
营业收入	675.76	713.87	833.82
营业成本	164.80	173.44	198.15
销售费用	42.60	46.44	52.42
管理费用	419.63	474.68	524.79
财务费用	-6.50	-12.66	-28.67
投资净收益	5.13	10.54	5.73
营业利润	50.88	33.72	78.50
归母公司所有者的净利润	71.19	78.36	121.34
扣非净利润	61.50	70.66	114.16
主要比率	2015 年 H1	2016 年 H1	2017 年 H1
毛利率	75.61%	75.70%	76.24%
销售费用率	6.30%	6.51%	6.29%
管理费用率	62.10%	66.49%	62.94%
营业利润率	7.53%	4.72%	9.41%
净利率	10.29%	8.80%	11.06%
YOY	2015 年 H1	2016 年 H1	2017 年 H1
营业收入	49.70%	5.64%	16.80%
净利润	21.36%	10.07%	54.85%
扣非净利润	41.08%	14.89%	61.56%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入	323.83	390.04	336.62	534.82	367.12	466.70
营业成本	70.08	103.36	80.53	113.02	75.23	122.92
销售费用	23.17	23.27	25.72	40.37	22.67	29.75
管理费用	235.71	238.97	216.13	326.96	247.11	277.68
财务费用	-7.16	-5.50	-5.83	-8.28	-7.12	-21.55
投资净收益	3.16	7.38	4.23	5.68	0.07	5.66
营业利润	3.12	30.60	20.83	30.86	26.35	52.15
归母公司所有者的净利润	33.11	45.25	22.33	55.88	50.13	71.21
扣非净利润	30.68	39.98	19.31	54.68	49.11	65.05
主要比率	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
毛利率	78.36%	73.50%	76.08%	78.87%	79.51%	73.66%
销售费用率	7.15%	5.97%	7.64%	7.55%	6.18%	6.37%
管理费用率	72.79%	61.27%	64.21%	61.13%	67.31%	59.50%
净利润率	5.43%	11.61%	5.11%	6.77%	7.93%	13.53%
YoY	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入	11.83%	1.00%	8.02%	3.09%	13.37%	19.65%
归母公司所有者净利润	8.52%	11.26%	10.65%	44.02%	51.40%	57.36%
扣非净利润	16.30%	13.84%	1811.88%	38.64%	60.07%	62.69%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

战略布局落地, 各业务有序推进

2017 年上半年公司完成“芯片+算法+软件+地图”的业务战略布局落地, 成功纳入原联发科子公司杰发科技, 实现汽车电子芯片资源的整合。公司明确提出要实现“智能汽车大脑”的战略愿景, 目标发展成为中国领先的高品质端到端自动驾驶解决方案供应商。报告期内, 公司的导航地图业务、车联网业务、自动驾驶业务、企事业服务及其他业务有序发展。

导航电子地图及导航服务:

- ✓ 公司进一步推进 Fastmap 生产平台日生产能力的提升及上线进度。
- ✓ 今年 2 月份, 公司与长安福特签署实时交通信息采购合同, 用以支持福特全球 SYNC 导航上基于车载通信单元的实时交通信息开发计划在中国市场的落实; 该项目将涵盖到中国市场的福特进口车型, 以及由福特在中国的合资公司生产的车辆。

车联网业务:

- ✓ 加快推进智能车载操作系统、手机车机互联方案、车内语音/语义识别方案、云服务平台、智能硬件、车载芯片等车联网系列产品的开发及商用进度。
- ✓ 前装领域: 北汽、东风、福田、一汽、上汽等项目陆续量产, 长城 WEY、日产等车联网服务正式上线, 与爱驰亿维等下一代汽车科技企业建立合作

关系。

- ✓ 后装领域：搭载芯片级解决方案的掌讯、飞歌等十多家后装车机产品陆续发布。
- ✓ 商用车联网业务，公司面向卡车市场，积极打造可以同时提供前后装智能车联网终端设备、互联网应用及技术服务、车联网数据平台及在线服务的全案服务能力，并成为一汽解放青岛汽车定点供应商。

自动驾驶业务：

- ✓ 公司继续加大 ADAS 地图及 HAD 高精度地图智能采集、自动化生产的研发及投入力度。
- ✓ ADAS 应用产品“安行 API”V1.0 成功发布并可支持 C 端使用。
- ✓ 公司自主研发的支持 ADAS 功能的首款国产芯片开始量产，针对专用 ADAS 的定制化芯片研发和基于深度学习的图像识别算法也在积极研发当中。
- ✓ 基于高精度地图数据及导航引擎等与多家车厂/研究机构的联合验证正在快速推进，自主搭建的自动驾驶原型车已经实现车道保持、车道变换、跟车、超车等科目的完整闭环及演示

风险提示

公司与杰发科技整合不达预期的风险；杰发科技在前装市场面临激烈竞争。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2381	2346	6674	7241	7852
货币资金	1779	1724	5873	6186	6557
应收及预付	507	535	695	921	1130
存货	51	58	106	134	165
其他流动资产	45	29	0	0	0
非流动资产	1347	1776	1542	1810	2061
长期股权投资	24	41	41	41	41
固定资产	143	139	93	48	5
在建工程	174	627	915	1286	1616
无形资产	697	767	351	293	257
其他长期资产	308	202	141	141	141
资产总计	3728	4122	8216	9050	9913
流动负债	731	926	1049	1440	1771
短期借款	35	22	0	0	0
应付及预收	655	845	1049	1440	1771
其他流动负债	41	60	0	0	0
非流动负债	33	24	0	0	0
长期借款	11	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	24	0	0	0
负债合计	764	951	1049	1440	1771
股本	711	1067	1283	1283	1283
资本公积	1182	884	4344	4344	4344
留存收益	885	1003	1369	1857	2442
归属母公司股东权	2542	2793	6836	7324	7909
少数股东权益	422	378	330	286	233
负债和股东权益	3728	4122	8216	9050	9913

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	296	399	336	567	584
净利润	146	116	319	444	532
折旧摊销	234	244	122	85	61
营运资金变动	-69	33	-37	137	90
其它	-15	6	-68	-99	-98
投资活动现金流	-394	-329	183	-254	-214
资本支出	-303	-458	159	-276	-235
投资变动	-157	-3	24	21	21
其他	66	131	0	0	0
筹资活动现金流	168	13	3630	0	0
银行借款	0	0	-22	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	277	1	3676	0	0
其他	-109	13	-24	0	0
现金净增加额	70	83	4149	313	371
期初现金余额	1732	1779	1724	5873	6186
期末现金余额	1802	1862	5873	6186	6557

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	42.2	5.3	46.2	29.7	19.1
营业利润增长	101.5	-30.8	288.8	47.9	23.1
归属母公司净利润增长	10.8	20.3	134.2	33.1	19.9
获利能力(%)					
毛利率	76.4	76.9	72.6	70.8	70.5
净利率	9.7	7.3	13.8	14.8	14.9
ROE	5.1	5.6	5.4	6.7	7.4
ROIC	6.2	4.1	21.8	29.5	32.4
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	23.1	12.8	15.9	17.9
净负债比率	-0.6	-0.5	-0.8	-0.8	-0.8
流动比率	3.26	2.53	6.36	5.03	4.43
速动比率	3.15	2.44	6.21	4.89	4.29
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.40	0.38	0.35	0.38
应收账款周转率	5.10	3.96	4.60	4.50	4.33
存货周转率	6.98	6.76	5.98	6.55	6.41
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.15	0.29	0.38	0.46
每股经营现金流	0.42	0.37	0.26	0.44	0.46
每股净资产	3.57	2.62	5.33	5.71	6.17
估值比率					
P/E	212.1	131.8	87.7	65.9	55.0
P/B	10.9	7.4	4.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	79.8	59.6	60.8	46.8	39.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1506	1585	2317	3005	3579
营业成本	356	367	636	877	1057
营业税金及附加	13	14	20	26	31
销售费用	105	113	146	189	225
管理费用	942	1018	1205	1442	1682
财务费用	-19	-27	0	0	0
资产减值损失	8	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	20	22	21	21
营业利润	123	85	332	491	605
营业外收入	88	81	85	83	84
营业外支出	13	3	8	5	7
利润总额	199	164	409	569	682
所得税	53	47	90	125	150
净利润	146	116	319	444	532
少数股东损益	16	-40	-48	-44	-53
归属母公司净利润	130	157	367	488	585
EBITDA	324	318	432	555	644
EPS(元)	0.18	0.15	0.29	0.38	0.46

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 分析师, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。