

杰发科技并表, 产业布局完善

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 2017年上半年营业收入8.3亿元, 同比提升16.8%, 归母净利润1.2亿元, 同比增长54.9%, 扣非归母净利润1.1亿元, 同比增长61.6%; 其中第二季度营业收入4.7亿元, 同比增长19.7%, 归母净利润为0.7亿元, 同比增长57.4%。公司预计前三季度净利润变动区间为+30%~+60%, 对应1.3亿元~1.6亿元。
- **公司盈利能力提升。** 报告期公司内生业务持续稳健增长, 杰发科技并表增厚公司业绩, 公司业绩符合预期。公司收入结构有所改变, 主营业务毛利率为76.2%, 同比提升0.54个百分点, 导航和车联网业务向高端市场拓展, 毛利率分别提升4.3和5.6个百分点, 整体盈利能力持续提升。
- **杰发科技并表, “芯片+算法+软件+地图”布局完善。** 报告期内, 杰发科技并表, 芯片业务实现营收1.6亿元, 增厚公司业绩, 完善了公司布局, 使公司形成了国内最全面的数据云、内容服务、车载语音、手机互联、导航软件、地图数据的车联网全产业链布局。杰发科技车载信息娱乐系统芯片连续多年占据国内后装市场50%以上的市场份额, 重组完成后, 杰发科技与公司形成客户群和渠道互补, 杰发科技借助公司渠道渗透至前装市场, 公司在杰发科技的协助下将地图、车联网产品推广至后装等更大的市场。同时, 公司高精度地图、人工智能和芯片结合, 形成A股唯一的“高精度地图+车规级智能芯片”的上市公司。
- **持续加强自动驾驶业务布局和科研投入。** 报告期内, 高级辅助驾驶和自动驾驶业务营收达1023万元, 同比增长18.2%。公司不断推进ADAS地图、高精度地图及导航引擎、ADAS芯片等自动驾驶相关产品商用进度, 同时持续加大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。报告期, 公司ADAS应用产品“安行API”V1.0成功发布并可支持C端使用, 目前已与部分车厂开始进行联合调试; 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。
- **加速推动车联网技术升级及产品商业化应用。** 报告期内, 车联网业务营收2.1亿元, 同比下降5.14%。在乘用车联网方面, 公司全面落实产业链上下游以及软硬件一体化整合战略, 在前装领域, 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; 在后装领域, 搭载芯片级解决方案的后装车机产品陆续发布, 加速推进TSP项目成果物产品化进程。在商用车联网方面, 公司加强业务整合, 进一步拓展商用车厂前装渠道, 并面向汽车后服务市场探索以大数据为基础的新型车联网业务模式; 面向卡车市场, 公司积极打造全案服务能力, 并成为一汽解放青岛汽车定点供应商, 在车联网大数据应用方面, 与大地等保险公司建立合作关系, 共同探索与保险结合盈利模式。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到市场竞争激烈, 适当调低盈利预测。预计公司2017-2019年营业收入年复合增速为25.8%, 归母净利润年复合增速为46.8%, EPS分别为0.28元、0.33元、0.39元, 对应的PE分别为91倍、76倍和65倍。考虑到公司战略布局完善, 发展向好, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 自动驾驶发展或不及预期, 并购企业业绩或不及承诺的风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1585.31	2350.20	2741.54	3156.57
增长率	5.26%	48.25%	16.65%	15.14%
归属母公司净利润(百万元)	156.57	355.01	421.60	495.19
增长率	20.29%	126.74%	18.76%	17.46%
每股收益EPS(元)	0.12	0.28	0.33	0.39
净资产收益率ROE	3.67%	10.28%	11.21%	12.02%
PE	205	91	76	65
PB	10.14	9.23	8.45	7.69

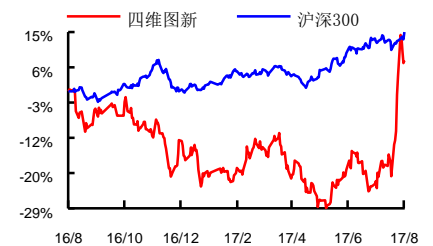
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxaya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.83
流通A股(亿股)	10.17
52周内股价区间(元)	16.55-26.57
总市值(亿元)	321.55
总资产(亿元)	110.35
每股净资产(元)	5.12

相关研究

1. 四维图新(002405): 重组方案过会, 业绩增速稳健 (2016-10-25)

关键假设:

1、假设杰发科技 2017 年完成业绩对赌 2.27 亿元，2017 年三月开始纳入合并报表，2018-2019 年订单仍维持稳健增速，但考虑到公司市占率超过 50%，未来订单增长趋缓；考虑到市场竞争激烈，假设毛利率有所下滑，2017-2019 年毛利率分别为 61.3%、60.3%和 59.3%。

2、公司主业导航业务向高端发展，假设订单增速趋缓，毛利率提升后维稳，2017-2019 年毛利率分别为 94%、95%、95%。

3、高级辅助驾驶及自动驾驶业务符合技术发展趋势，订单高速释放，增速呈上升趋势，公司拥有技术壁垒，毛利率有望随规模扩大提升，假设未来三年毛利率分别为 60%、61%和 62%。

4、公司业务具有季节性特征，第四季度业绩占比较大。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
导航	收入	815.2	896.7	977.4	1,055.6
	增速	16.0%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	92.3%	94.0%	95.0%	95.0%
车联网	收入	526.3	579.0	654.2	758.9
	增速	-	10.0%	13.0%	16.0%
	毛利率	51.2%	54.0%	55.0%	55.0%
企服及行业应用	收入	220.7	231.7	243.3	255.5
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	78.9%	76.0%	75.0%	75.0%
高级辅助驾驶及自动驾驶	收入	22.5	29.2	38.6	51.7
	增速	-	30.0%	32.0%	34.0%
	毛利率	0.0%	60.0%	61.0%	62.0%
芯片	收入	0.0	611.5	825.6	1,032.0
	增速	-	-	35.0%	25.0%
	毛利率	0.0%	61.3%	60.3%	59.3%
其他业务	收入	0.6	2.0	2.4	2.9
	增速	-2.7%	250.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
合计	收入	1,585.3	2,350.2	2,741.5	3,156.6
	增速	5.3%	48.2%	16.7%	15.1%
	毛利率	76.9%	73.4%	72.7%	71.5%

数据来源: 西南证券

预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 25.8%，归母净利润年复合增速为 46.8%，EPS 分别为 0.28 元、0.33 元、0.39 元，对应的 PE 分别为 91 倍、76 倍和 65 倍。考虑到公司战略布局完善，发展向好，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1585.31	2350.20	2741.54	3156.57	净利润	116.26	358.01	426.60	502.19
营业成本	366.99	625.78	748.96	900.30	折旧与摊销	243.60	90.92	90.92	90.92
营业税金及附加	13.72	18.80	24.16	26.98	财务费用	-26.76	-0.16	-0.44	-0.82
销售费用	112.53	152.76	164.49	173.61	资产减值损失	36.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	1017.77	1233.85	1370.77	1546.72	经营营运资本变动	183.00	261.87	126.27	186.67
财务费用	-26.76	-0.16	-0.44	-0.82	其他	-153.58	0.10	0.03	-0.03
资产减值损失	36.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	398.62	710.73	643.37	778.92
投资收益	20.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-624.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	295.39	-16.55	-30.00	-40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-329.06	-16.55	-30.00	-40.00
营业利润	85.42	319.17	433.60	509.78	短期借款	-12.85	-21.92	0.00	0.00
其他非经营损益	78.19	82.87	80.04	80.67	长期借款	-11.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	163.61	402.03	513.64	590.45	股权融资	57.04	0.00	0.00	0.00
所得税	47.35	44.03	87.05	88.26	支付股利	-39.11	-47.05	-106.68	-126.69
净利润	116.26	358.01	426.60	502.19	其他	16.33	11.57	8.44	6.82
少数股东损益	-40.31	3.00	5.00	7.00	筹资活动现金流净额	10.06	-57.40	-98.24	-119.87
归属母公司股东净利润	156.57	355.01	421.60	495.19	现金流量净额	82.85	636.78	515.13	619.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1724.25	2361.03	2876.16	3495.21	成长能力				
应收和预付款项	535.22	812.98	950.14	1091.72	销售收入增长率	5.26%	48.25%	16.65%	15.14%
存货	57.91	96.66	117.11	140.64	营业利润增长率	-30.82%	273.67%	35.85%	17.57%
其他流动资产	28.60	61.01	61.37	70.32	净利润增长率	-20.34%	207.94%	19.16%	17.72%
长期股权投资	41.40	41.40	41.40	41.40	EBITDA 增长率	-10.80%	35.62%	27.85%	14.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	765.91	729.20	692.48	655.77	毛利率	76.85%	73.37%	72.68%	71.48%
无形资产和开发支出	758.36	705.05	651.74	598.43	三费率	69.61%	58.99%	55.98%	54.47%
其他非流动资产	210.61	229.71	258.81	297.91	净利率	7.33%	15.23%	15.56%	15.91%
资产总计	4122.24	5037.03	5649.22	6391.42	ROE	3.67%	10.28%	11.21%	12.02%
短期借款	21.92	0.00	0.00	0.00	ROA	2.82%	7.11%	7.55%	7.86%
应付和预收款项	385.44	633.75	743.79	890.42	ROIC	3.43%	22.94%	35.86%	54.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.07%	17.44%	19.12%	19.00%
其他负债	543.28	919.32	1101.56	1321.62	营运能力				
负债合计	950.65	1553.07	1845.35	2212.05	总资产周转率	0.40	0.51	0.51	0.52
股本	1066.53	1282.62	1282.62	1282.62	固定资产周转率	11.22	19.44	32.56	66.46
资本公积	883.68	667.59	667.59	667.59	应收账款周转率	3.96	4.61	4.15	4.13
留存收益	1002.52	1310.48	1625.39	1993.89	存货周转率	6.57	7.95	6.91	6.91
归属母公司股东权益	2793.42	3102.78	3417.69	3786.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.57%	—	—	—
少数股东权益	378.18	381.18	386.18	393.18	资本结构				
股东权益合计	3171.60	3483.96	3803.87	4179.37	资产负债率	23.06%	30.83%	32.67%	34.61%
负债和股东权益合计	4122.24	5037.03	5649.22	6391.42	带息债务/总负债	2.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.53	2.19	2.22	2.22
					速动比率	2.47	2.13	2.16	2.15
					股利支付率	24.98%	13.25%	25.30%	25.58%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	302.25	409.92	524.08	599.88	每股收益	0.12	0.28	0.33	0.39
PE	205.37	90.58	76.27	64.94	每股净资产	2.47	2.72	2.97	3.26
PB	10.14	9.23	8.45	7.69	每股经营现金	0.31	0.55	0.50	0.61
PS	20.28	13.68	11.73	10.19	每股股利	0.03	0.04	0.08	0.10
EV/EBITDA	82.16	72.14	55.39	47.29					
股息率	0.12%	0.15%	0.33%	0.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn