

四维图新 (002405)

“芯片+算法+软件+地图” 战略落地，卡位优势明显

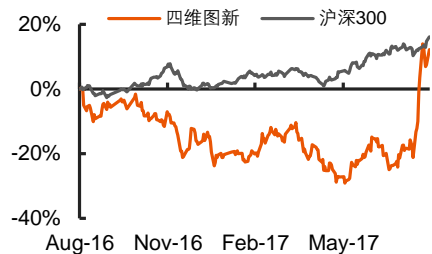
推荐 (维持)

现价: 26.15 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.navinfo.com
大股东/持股	中国四维测绘技术有限公司 /10.16%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,283
流通 A 股(百万股)	1,018
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	335.40
流通 A 股市值(亿元)	266.19
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	36.60

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公告 2017 年半年报, 2017 年上半年实现营业收入 8.34 亿元, 同比增长 16.80%, 实现归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 54.85%, EPS 为 0.105 元。公司同时发布 2017 年前三季度业绩预告, 预计 2017 年前三季度归母净利润变动幅度为 30%至 60%, 归母净利润变动区间为 1.31 亿元至 1.61 亿元。

平安观点:

- **公司上半年业绩高速增长:** 根据公司 2017 年半年报, 公司 2017 年上半年实现营业收入 8.34 亿元, 同比增长 16.80%, 实现归母净利润为 1.21 亿元, 同比增长 54.85%。公司上半年营收实现较快增长, 主要得益于杰发科技营收并表。公司归母净利润实现高速增长, 增幅明显高于营收增幅, 我们判断, 主要是因为杰发科技并表后, 公司期间费用率有所下降。2017 年上半年, 公司期间费用率为 65.79%, 相比去年同期下降 5.44 个百分点。在毛利率方面, 公司上半年毛利率为 76.24%, 相比去年同期小幅提高 0.54 个百分点。
- **公司在车联网领域深入布局:** 今年上半年, 公司持续在车联网领域深入布局。在乘用车车联网业务方面, 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, 针对用户痛点, 对智能网联方案进行重构和升级, 加速推进 TSP 项目成果产品化进程。在商用车车联网业务方面, 公司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, 共同探索与保险相结合的车联网业务盈利模式。我们认为, 公司在车联网领域的持续深入布局, 将进一步提升公司在车联网领域的核心竞争力, 随着车联网领域核心产品竞争优势与方案解决能力的提升, 公司车联网业务未来发展值得期待。
- **杰发科技并购完成, 将产业链延伸至车载芯片领域:** 2017 年 3 月, 公司完成杰发科技的收购, 将产业链延伸到关键的汽车芯片环节。截至目前,

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1506	1585	2439	3033	3791
YoY(%)	42.2	5.3	53.9	24.4	25.0
净利润(百万元)	130	157	389	497	638
YoY(%)	10.8	20.3	148.3	27.9	28.3
毛利率(%)	76.4	76.9	79.2	78.7	78.3
净利率(%)	8.6	9.9	15.9	16.4	16.8
ROE(%)	4.9	3.7	4.1	4.9	6.0
EPS(摊薄/元)	0.10	0.12	0.30	0.39	0.50
P/E(倍)	257.7	214.2	86.3	67.5	52.6
P/B(倍)	13.2	12.0	4.9	4.6	4.2

杰发科技车载信息娱乐系统芯片已与多家前装车厂建立起战略合作关系，并连续多年占据国内后装市场 50%以上的市场份额。杰发科技也在积极布局其他汽车电子芯片方向，预期将在未来一两年分别推出 TPMS 胎压监测芯片、AMP 车载功率电子芯片、MCU (BCM) 车身控制芯片等新产品。公司通过收购杰发科技，具备了为车厂提供高性能汽车电子芯片的能力，为面向自动驾驶等应用领域进行新产品研发，打造从软件到硬件的自动驾驶整体解决方案的服务能力奠定了基础。公司也成为目前国内首家面向自动驾驶在高精度地图、算法、芯片几处关键节点布局的企业。另外，杰发科技 2016-2018 年的承诺净利润分别为 1.87 亿元、2.28 亿元和 3.03 亿元，杰发科技承诺净利润的达成将显著增厚公司业绩。

- **大力拓展自动驾驶业务，自动驾驶业务未来成长空间巨大：**在自动驾驶业务方面，公司继续加大产业布局力度和科研攻关投入。今年上半年，公司“高精度地图+芯片+算法+系统平台”的自动驾驶核心能力持续提升，ADAS 应用产品“安行 API” V1.0 成功发布并可支持 C 端使用。结合先进的智能导航引擎和高精度 ADAS 数据的融合，公司能将道路的曲率、坡度、弯道信息等关键数据输出给车载运算单元，让车厂能根据运算结果实现对车辆的有效控制。目前，公司已经和部分车厂开始进行联合调试。此外，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。同时，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。公司今年上半年高级辅助驾驶及自动驾驶业务的收入为 1023.02 万元，考虑到我国巨大的汽车市场，我国 ADAS 未来的市场规模将在千亿量级，公司自动驾驶业务未来成长空间巨大。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持对公司 2017-2019 年的盈利预测，EPS 分别为 0.30 元、0.39 元、0.50 元，对应 8 月 28 日收盘价的 PE 分别约为 86.3、67.5、52.6 倍。公司是我国最大的数字地图提供商，连续十多年领先中国前装车载导航市场。公司借助自身在数字地图领域的领先优势，在车联网和自动驾驶领域深入布局。在车联网领域，公司积极完善产业链，未来发展可期；在自动驾驶领域，公司完成了“芯片+算法+软件+地图”战略的落地，在自动驾驶领域卡位优势明显，未来发展前景广阔。维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**导航电子地图市场竞争进一步加剧；车联网业务拓展不达预期；自动驾驶业务拓展不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2346	6449	6985	7877
现金	1724	5261	5932	6138
应收账款	411	822	711	1206
其他应收款	41	101	75	145
预付账款	29	55	49	82
存货	58	92	99	145
其他流动资产	83	118	118	163
非流动资产	1776	1869	1855	1821
长期投资	41	74	106	138
固定资产	139	303	379	419
无形资产	444	398	341	276
其他非流动资产	1152	1095	1028	988
资产总计	4122	8318	8839	9698
流动负债	926	1191	1343	1728
短期借款	22	22	22	22
应付账款	114	192	198	300
其他流动负债	790	977	1123	1406
非流动负债	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	24	24	24	24
负债合计	951	1215	1367	1753
少数股东权益	378	278	150	-14
股本	1067	1283	1283	1283
资本公积	884	4349	4349	4349
留存收益	1003	1291	1660	2134
归属母公司股东权益	2793	6825	7322	7959
负债和股东权益	4122	8318	8839	9698

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	399	16	679	233
净利润	116	289	369	473
折旧摊销	244	153	209	260
财务费用	-27	-103	-167	-180
投资损失	-20	-20	-20	-20
营运资金变动	-29	-302	288	-301
其他经营现金流	115	0	0	0
投资活动现金流	-329	-225	-175	-206
资本支出	460	60	-46	-66
长期投资	-2	-32	-32	-32
其他投资现金流	129	-198	-253	-305
筹资活动现金流	10	3746	167	180
短期借款	-13	0	0	0
长期借款	-11	0	0	0
普通股增加	355	216	0	0
资本公积增加	-298	3466	0	0
其他筹资现金流	-23	64	167	180
现金净增加额	83	3537	671	206

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1585	2439	3033	3791
营业成本	367	506	645	823
营业税金及附加	14	21	26	33
营业费用	113	171	212	227
管理费用	1018	1512	1865	2282
财务费用	-27	-103	-167	-180
资产减值损失	36	24	30	38
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	20	20	20
营业利润	85	328	441	588
营业外收入	81	81	81	81
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	164	406	519	666
所得税	47	118	150	193
净利润	116	289	369	473
少数股东损益	-40	-100	-128	-164
归属母公司净利润	157	389	497	638
EBITDA	357	456	562	747
EPS (元)	0.12	0.30	0.39	0.50

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	5.3	53.9	24.4	25.0
营业利润(%)	-30.8	284.1	34.5	33.3
归属于母公司净利润(%)	20.3	148.3	27.9	28.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	76.9	79.2	78.7	78.3
净利率(%)	9.9	15.9	16.4	16.8
ROE(%)	3.7	4.1	4.9	6.0
ROIC(%)	2.8	3.1	3.4	4.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	23.1	14.6	15.5	18.1
净负债比率(%)	-53.7	-73.8	-79.1	-77.0
流动比率	2.5	5.4	5.2	4.6
速动比率	2.5	5.3	5.1	4.5
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.30	0.39	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.01	0.53	0.18
每股净资产(最新摊薄)	2.18	5.32	5.71	6.21
估值比率	-	-	-	-
P/E	214.2	86.3	67.5	52.6
P/B	12.0	4.9	4.6	4.2
EV/EBITDA	90.4	62.7	49.5	36.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033