

四维图新 (002405) \计算机

——杰发并表助力成长，自动驾驶布局持续推进

事件:

公司发布2017年半年报，实现营收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%。同时公司预计前三季度归母净利润的增速在30%-60%。

投资要点:

► 业绩基本符合预期，各业务线有序发展

报告期内，公司导航业务、车联网业务、高级辅助驾驶及自动驾驶业务、企服及行业应用业务分别实现营收3.94亿元、2.10亿元、0.10亿元、0.56亿元，同比变动-3.14%、-5.14%、18.19%、-26.13%，同时杰发科技并表新增芯片业务收入1.61亿元。其中，剔除导航电子地图业务后，以车联网、汽车电子芯片、自动驾驶为核心的新兴成长业务占比65.47%（16H1为52.83%），主营业务结构持续优化。

► 杰发科技顺利过户，芯片业务贡献业绩弹性

杰发科技于上半年3月份完成工商变更登记，公司顺利实现汽车电子芯片资源的整合。报告期内，杰发科技芯片产品借助公司与众多前装车厂的深入合作关系，正被越来越多的车厂包括合资品牌车厂所选择使用，目前在前装市场渗透率呈现稳步扩大趋势，并同时协助将公司的导航电子地图、车联网产品VUI、WeLink等产品推向包括后装市场在内的更多市场。

目前，公司自主研发的支持ADAS功能的首款国产芯片开始量产，正在与多家知名的汽车零部件厂商进行产品化设计合作，同时也在其他汽车电子芯片方向积极布局，预计将在未来一两年内分别推出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。杰发科技承诺2016年、2017年和2018年实现税后净利分别为1.87亿元、2.28亿元和3.03亿元，从16年实际完成1.96亿元的情况来看，略超预期，预计后续随着新品不断推出，业绩贡献仍然乐观。

► 面向自动驾驶加速布局，打造“智能汽车大脑”

报告期内，公司面向自动驾驶领域继续加大产业布局力度和科研攻关投入，最新发布的ADAS应用产品“安行API” V1.0结合先进的智能导航引擎和高精度ADAS数据的融合，让车厂能够实现对车辆的有效控制，如调节发动机的喷油量、调节大灯方向、控制车速等功能，在节油减排和驾驶安全方面作用显著，目前已经和部分车厂开始进行联合调试。此外，公司针对专用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

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：26.15元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,283/1,018
流通A股市值 (百万元)	25,484
每股净资产 (元)	5.12
资产负债率 (%)	36.63
一年内最高/最低 (元)	26.90/16.09

一年内股价相对走势



吴金雅 分析师

执业证书编号: S0590517020001

电话: 0510-82833337

邮箱: wujy@glsc.com.cn

陈晓晨 联系人

电话: 0510-85607875

邮箱: chenxc@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《四维图新 (002405) \计算机行业》
《业绩稳健，车联网及自动驾驶奠定成长基石》
- 2、《四维图新 (002405) \计算机行业》
《业绩基本符合预期，车联网业务表现靓丽》
- 3、《四维图新 (002405) \计算机行业》
《携手腾讯、GIC 入股 HERE，国际化新征程开

换、跟车、超车等科目的完整闭环及演示。随着公司基于高精度地图+芯片+算法+系统平台的自动驾驶核心能力持续提升，公司有望成为自动驾驶时代的“智能汽车大脑”。

➤ 维持“推荐”评级

杰发科技已于 17 年 3 月份并表，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.69 亿、5.09 亿、6.27 亿，摊薄后的 EPS 分别为 0.29 元、0.40 元、0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 91、66、53 倍。公司目前是 A 股唯一的“高精度地图+车规级智能芯片”上市公司，稀缺性明显，后续有望结合高精度地图、人工智能、芯片提供完整的自动驾驶解决方案，拓展成长空间，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

车联网及自动驾驶业务拓展不及预期；并购整合效果不及预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,506.15	1,585.31	2,363.70	3,076.51	3,792.07
增长率（%）	42.22%	5.26%	49.10%	30.16%	23.26%
EBITDA（百万元）	412.00	384.08	635.34	859.17	1,043.89
净利润（百万元）	130.16	156.57	369.21	509.42	627.90
增长率（%）	10.77%	20.29%	135.82%	37.97%	23.26%
EPS（元/股）	0.10	0.12	0.29	0.40	0.49
市盈率（P/E）	257.68	214.22	90.84	65.84	53.42
市净率（P/B）	13.20	12.01	10.95	9.76	8.62
EV/EBITDA	42.38	69.73	42.72	32.01	26.34

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,614.9	1,524.6	1,259.6	1,017.7	1,155.8	营业收入	1,506.1	1,585.3	2,363.7	3,076.5	3,792.0
应收账款+票据	480.51	506.61	581.00	717.28	847.48	营业成本	355.97	366.99	646.55	903.63	1,140.1
预付账款	26.01	28.60	35.46	43.59	52.18	营业税金及附加	13.42	13.72	23.64	30.77	37.92
存货	50.61	57.91	63.44	68.29	74.67	营业费用	105.03	112.53	141.82	184.59	227.52
其他	35.99	19.26	19.26	19.26	19.26	管理费用	941.99	1,017.7	1,120.3	1,329.0	1,592.6
流动资产合计	2,208.0	2,136.9	1,958.7	1,866.1	2,149.4	财务费用	-19.09	-26.76	-17.18	-15.03	-14.51
长期股权投资	23.74	41.40	41.40	41.40	41.40	资产减值损失	8.25	36.10	23.41	23.41	23.41
固定资产	143.21	139.27	963.22	1,156.8	1,290.5	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	173.92	626.64	0.00	0.00	0.00	投资净收益	6.42	14.66	0.00	0.00	0.00
无形资产	235.37	221.51	415.84	387.86	359.88	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	742.43	718.99	879.79	1,222.0	1,545.7	营业利润	107.01	79.62	425.06	620.09	784.90
非流动资产合计	1,318.6	1,747.8	2,300.2	2,808.2	3,237.5	营业外净收益	91.72	83.98	88.52	88.52	88.52
资产总计	3,526.7	3,884.8	4,259.0	4,674.4	5,386.9	利润总额	198.73	163.61	513.58	708.61	873.42
短期借款	34.77	21.92	0.00	0.00	0.00	所得税	52.79	47.35	107.85	148.81	183.42
应付账款+票据	107.79	115.06	124.64	139.33	250.68	净利润	145.95	116.26	405.73	559.80	690.00
其他	408.50	576.24	656.76	635.19	715.95	少数股东损益	15.79	-40.31	36.52	50.38	62.10
流动负债合计	551.06	713.22	781.40	774.52	966.63	归属于母公司净利润	130.16	156.57	369.21	509.42	627.90
长期带息负债	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	562.42	713.22	781.40	774.52	966.63						
少数股东权益	422.41	378.18	414.69	465.08	527.18						
股本	711.44	1,066.5	1,066.5	1,066.5	1,066.5						
资本公积	952.69	725.77	725.77	725.77	725.77						
留存收益	877.75	1,001.1	1,270.6	1,642.5	2,100.8						
股东权益合计	2,964.2	3,171.6	3,477.6	3,899.8	4,420.3						
负债和股东权益总	3,526.7	3,884.8	4,259.0	4,674.4	5,386.9						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	133.70	96.25	335.80	489.87	620.07
折旧摊销	234.46	243.60	135.29	161.95	181.33
财务费用	-8.30	-8.14	-13.54	-11.39	-10.87
存货减少	1.89	-6.80	-5.53	-4.85	-6.38
营运资金变动	-104.42	-21.83	8.86	-151.29	53.31
其它	41.25	91.90	23.41	23.41	23.41
经营活动现金流	298.58	394.98	484.30	507.70	860.88
资本支出	307.78	459.56	323.54	346.54	310.43
长期投资	1,165.5	435.27	387.60	346.79	323.62
其他	1,079.1	565.77	69.93	69.93	69.93
投资活动现金流	-394.19	-329.06	-641.21	-623.40	-564.12
债权融资	-70.87	-25.50	-21.92	0.00	0.00
股权融资	276.84	0.60	0.00	0.00	0.00
其他	-39.56	34.96	-86.15	-126.16	-158.67
筹资活动现金流	166.41	10.06	-108.07	-126.16	-158.67
现金净增加额	71.92	79.21	-264.99	-241.85	138.10

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	42.22%	5.26%	49.10%	30.16%	23.26%
EBIT	30.39%	-20.88%	255.95	39.43%	23.71%
EBITDA	14.69%	-6.78%	65.42%	35.23%	21.50%
归属于母公司净利润	11.56%	20.29%	135.82	37.97%	23.26%
获利能力					
毛利率	76.37%	76.85%	72.65%	70.63%	69.93%
净利率	9.69%	7.33%	17.17%	18.20%	18.20%
ROE	5.12%	5.60%	12.05%	14.83%	16.13%
ROIC	5.40%	2.16%	19.28%	20.79%	20.06%
偿债能力					
资产负债	15.95%	18.36%	18.35%	16.57%	17.94%
流动比率	4.01	3.00	2.51	2.41	2.22
速动比率	3.85	2.89	2.40	2.30	2.13
营运能力					
应收账款周转率	3.51	3.40	4.42	4.67	4.83
存货周转率	7.03	6.34	10.19	13.23	15.27
总资产周转率	0.43	0.41	0.55	0.66	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.12	0.29	0.40	0.49
每股经营现金流	0.23	0.31	0.38	0.40	0.67
每股净资产	1.98	2.18	2.39	2.68	3.04
估值比率					
市盈率	257.68	214.22	90.84	65.84	53.42
市净率	13.20	12.01	10.95	9.76	8.62
EV/EBITDA	42.38	69.73	42.72	32.01	26.34
EV/EBIT	98.35	190.65	54.27	39.45	31.88

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064