

公司研究/公告点评

2019年10月18日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 14.65

合理价格区间(元): -

谢春生 执业证书编号: S0570519080006  
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003  
研究员 010-56793965  
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005  
研究员 021-28972067  
guoliangliang@htsc.com

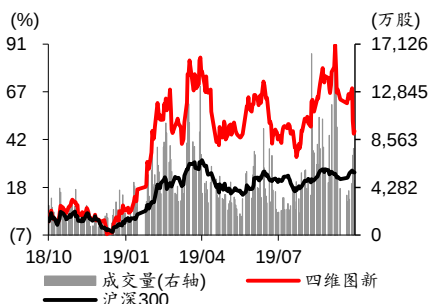
金兴  
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

1《四维图新(002405 SZ,买入): 短期业绩承压, 静待行业拐点》2019.08

2《四维图新(002405,买入): 前瞻布局智能驾驶迎来收获期》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股)     | 1,962       |
| 流通 A 股 (百万股)  | 1,576       |
| 52 周内股价区间 (元) | 13.31-27.66 |
| 总市值 (百万元)     | 28,750      |
| 总资产 (百万元)     | 9,087       |
| 每股净资产 (元)     | 3.71        |

资料来源: 公司公告

## 短期转型阵痛, 长期依旧稀缺

### 四维图新(002405)

#### 前三季度业绩下滑 86.31%~90.88%, 低于市场预期

公司前三季度实现净利润 2000-3000 万元, 同比下滑 86.31%~90.88%, 19Q3 净利润亏损 5560.03-6560.03 万元, 同比下滑 199.34%~217.21%, 低于市场预期。公司业绩低于预期的原因主要有三点: 1) 国内乘用车销量下滑, 导致导航业务不振; 2) 芯片业务受国内车市影响, 收入或不及预期; 3) 图吧亏损扩大, 降低投资收益。放眼长期, 高精度地图和智能驾驶业务的成熟有望使公司成长提速。我们认为公司依旧具备稀缺属性, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.18/0.24/0.28 元, 维持“买入”评级。

#### 乘用车销量不振拖累导航地图业务

根据中汽协数据, 国内乘用车销量 1-9 月同比下降 11.7%。1-9 月单月销量增速分别为 -18%、-17%、-7%、-18%、-17%、-8%、-4%、-8%、-6%。公司前装导航地图业务客户主要为中高档合资品牌车厂, 近年来本土车厂客户占比有所提升, 而本土品牌 1-9 月销量同比下滑 18.6%, 下滑幅度超过乘用车整体。2018 年前装导航业务收入占公司总收入的 36%, 是各项业务中收入贡献最大的一块。前装导航地图的出货量又与国内乘用车销量息息相关, 国内车市不振是拖累公司业绩的重要原因。

#### 芯片业务新产品放量仍需时日

公司芯片业务主体杰发科技目前主要产品包括 IVI 芯片、AMP 芯片、MCU 芯片、TPMS 芯片。2018 年 IVI 芯片产品收入在杰发收入占比在 90%以上。杰发科技客户以国内自主品牌车厂为主, 预计受乘用车销量下滑冲击较大。AMP 和 MCU 仍处于出货后的优化和完善阶段, TPMS 芯片计划于 2019 年底量产。我们认为新产品放量需要过程, 短期内新产品业绩贡献对整体的影响仍将较小。在高精度地图和智能驾驶业务成熟以前, 传统导航地图业务和芯片业务仍将受到国内车市不佳的冲击, 对业绩形成一定压制。

#### 车联网业务持续投入, 图吧投资收益拖累业绩

公司此前乘用车车联网业务主要以图吧为主。2018 年公司引入战投, 将图吧持股比例从 60.32%降至 46.93%, 2019 年不再并表, 相关损益计入投资收益。剥离之后车联网业务投入继续加大, 上半年图吧亏损 2.35 亿元, Q3 或续亏, 导致投资收益减少, 拖累公司业绩。

#### 看好公司高精度地图和芯片业务中长期发展前景, 维持“买入”评级

公司短期业绩受乘用车销量下滑冲击较大, 而高精度地图和芯片新产品收获期尚未到来, 处于青黄不接的成长阵痛。下调盈利预测, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.18/0.24/0.28 元 (下调幅度 22%、11%、13%)。但公司未来成长逻辑依然不改, 上半年 ADAS 及无人驾驶业务收入增长 141%, 与华为签署高精度地图测试数据采购协议。我们预计未来随着 L3 级智能驾驶车辆商用落地, 公司业绩或将迎来拐点。考虑到公司在无人驾驶领域的稀缺性和技术领先性, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内乘用车销量增速继续放缓的风险, 高精度地图应用时间低于预期的风险, 芯片产品放量时间低于预期的风险, 减持、商誉减值风险。

#### 经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2017   | 2018   | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 2,156  | 2,134  | 2,069   | 2,513  | 3,054  |
| +/-%           | 36.03  | (1.06) | (3.05)  | 21.48  | 21.51  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 265.20 | 479.07 | 345.54  | 462.11 | 551.18 |
| +/-%           | 69.38  | 80.65  | (27.87) | 33.74  | 19.27  |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.14   | 0.24   | 0.18    | 0.24   | 0.28   |
| PE (倍)         | 108.41 | 60.01  | 83.20   | 62.21  | 52.16  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表

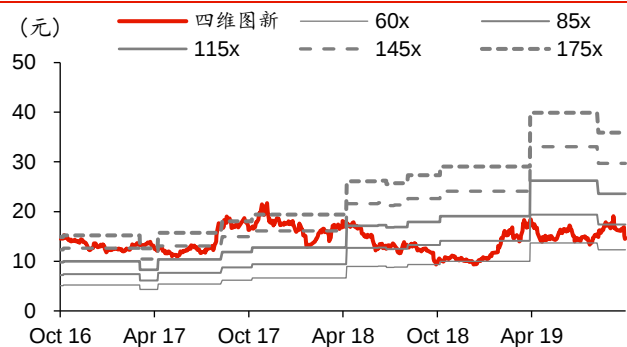
| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价        | 总市值    | EPS  |       |       |       | PE   |       |       |       |
|-----------|------|------------|--------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|           |      | 2019/10/17 |        | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 002410.SZ | 广联达  | 33.99      | 383.25 | 0.39 | 0.38  | 0.51  | 0.72  | 87   | 90    | 67    | 47    |
| 600570.SH | 恒生电子 | 74.00      | 594.33 | 0.80 | 1.18  | 1.44  | 1.85  | 92   | 63    | 51    | 40    |
| 600588.SH | 用友网络 | 30.86      | 767.22 | 0.25 | 0.35  | 0.45  | 0.58  | 125  | 89    | 69    | 53    |
|           | 平均   |            | 581.60 | 0.48 | 0.63  | 0.80  | 1.05  | 102  | 81    | 62    | 47    |
| 002405.SZ | 四维图新 | 14.65      | 287.50 | 0.24 | 0.18  | 0.24  | 0.28  | 60   | 83    | 62    | 52    |

注: 四维图新 EPS 为华泰预测, 可比公司为 Wind 一致预期

资料来源: Wind、华泰证券研究所

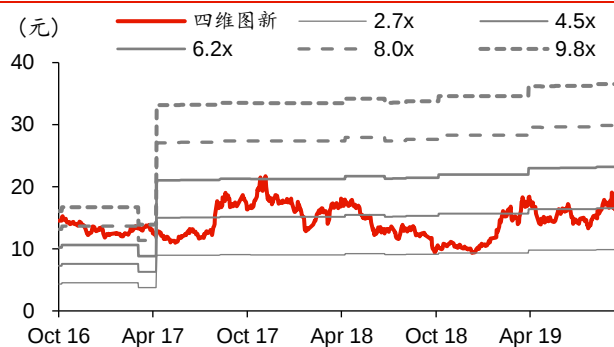
## PE/PB - Bands

图表2: 四维图新历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 四维图新历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产       | 4,514  | 3,436  | 4,000  | 4,265  | 4,142   |
| 现金         | 3,443  | 2,304  | 2,911  | 2,928  | 2,700   |
| 应收账款       | 626.95 | 437.59 | 519.70 | 624.63 | 716.91  |
| 其他应收账款     | 89.68  | 33.04  | 56.69  | 70.30  | 72.07   |
| 预付账款       | 35.65  | 42.19  | 44.99  | 55.07  | 66.99   |
| 存货         | 79.89  | 77.31  | 91.45  | 112.05 | 131.85  |
| 其他流动资产     | 238.83 | 541.50 | 376.86 | 474.72 | 454.68  |
| 非流动资产      | 5,284  | 5,779  | 6,106  | 6,526  | 6,996   |
| 长期投资       | 82.77  | 1,298  | 1,428  | 1,571  | 1,728   |
| 固定投资       | 647.44 | 654.36 | 598.97 | 547.36 | 491.82  |
| 无形资产       | 597.06 | 1,075  | 1,329  | 1,590  | 1,847   |
| 其他非流动资产    | 3,957  | 2,751  | 2,750  | 2,818  | 2,928   |
| 资产总计       | 9,799  | 9,215  | 10,106 | 10,791 | 11,138  |
| 流动负债       | 2,829  | 1,731  | 2,019  | 2,349  | 2,284   |
| 短期借款       | 0.00   | 0.00   | 7.31   | 2.44   | 79.17   |
| 应付账款       | 122.38 | 131.01 | 159.05 | 185.06 | 223.57  |
| 其他流动负债     | 2,706  | 1,600  | 1,853  | 2,161  | 1,981   |
| 非流动负债      | 96.10  | 81.00  | 83.77  | 86.95  | 83.91   |
| 长期借款       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 其他非流动负债    | 96.10  | 81.00  | 83.77  | 86.95  | 83.91   |
| 负债合计       | 2,925  | 1,812  | 2,103  | 2,436  | 2,368   |
| 少数股东权益     | 237.80 | 201.55 | 124.31 | 25.05  | (94.48) |
| 股本         | 1,283  | 1,309  | 1,962  | 1,962  | 1,962   |
| 资本公积       | 4,206  | 4,594  | 3,939  | 3,939  | 3,939   |
| 留存公积       | 1,220  | 1,644  | 1,971  | 2,420  | 2,954   |
| 归属母公司股东权益  | 6,636  | 7,201  | 7,879  | 8,330  | 8,865   |
| 负债和股东权益    | 9,799  | 9,215  | 10,106 | 10,791 | 11,138  |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 390.31   | 370.75   | 969.40   | 806.80   | 535.47   |
| 净利润        | 212.32   | 377.42   | 268.30   | 362.85   | 431.65   |
| 折旧摊销       | 304.45   | 375.55   | 374.48   | 401.66   | 402.61   |
| 财务费用       | (58.84)  | (30.55)  | (107.68) | (120.49) | (113.45) |
| 投资损失       | (24.09)  | (1,711)  | (22.27)  | (22.27)  | (22.27)  |
| 营运资金变动     | (145.40) | 354.79   | 428.45   | 174.40   | (170.89) |
| 其他经营现金     | 101.86   | 1,004    | 28.12    | 10.66    | 7.83     |
| 投资活动现金     | (3,277)  | (932.23) | (810.24) | (894.66) | (936.60) |
| 资本支出       | 426.67   | 383.69   | 150.00   | 225.00   | 275.00   |
| 长期投资       | (94.55)  | 1,497    | 129.83   | 142.81   | 157.09   |
| 其他投资现金     | (2,945)  | 948.52   | (530.41) | (526.85) | (504.51) |
| 筹资活动现金     | 3,210    | 915.90   | 447.13   | 104.88   | 173.36   |
| 短期借款       | (21.92)  | 0.00     | 7.31     | (4.87)   | 76.74    |
| 长期借款       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加      | 216.09   | 26.86    | 653.00   | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 3,322    | 388.28   | (654.74) | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (305.71) | 500.76   | 441.56   | 109.75   | 96.62    |
| 现金净增加额     | 326.01   | 391.82   | 606.29   | 17.02    | (227.77) |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2017    | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入        | 2,156   | 2,134    | 2,069    | 2,513    | 3,054    |
| 营业成本        | 530.84  | 626.18   | 635.20   | 804.46   | 972.52   |
| 营业税金及附加     | 21.60   | 20.70    | 19.57    | 24.44    | 29.40    |
| 营业费用        | 146.12  | 131.56   | 127.55   | 154.95   | 188.29   |
| 管理费用        | 440.75  | 478.16   | 372.35   | 439.78   | 503.86   |
| 财务费用        | (58.84) | (30.55)  | (107.68) | (120.49) | (113.45) |
| 资产减值损失      | 55.58   | 945.89   | 45.84    | 45.84    | 45.84    |
| 公允价值变动收益    | 0.00    | 0.00     | (20.00)  | 3.30     | 4.40     |
| 投资净收益       | 24.09   | 1,711    | 22.27    | 22.27    | 22.27    |
| 营业利润        | 268.89  | 506.68   | 333.81   | 478.16   | 567.70   |
| 营业外收入       | 3.60    | 1.33     | 28.56    | 11.16    | 13.68    |
| 营业外支出       | 3.05    | 1.30     | 2.15     | 2.17     | 1.87     |
| 利润总额        | 269.44  | 506.71   | 360.21   | 487.15   | 579.51   |
| 所得税         | 57.12   | 129.29   | 91.91    | 124.30   | 147.86   |
| 净利润         | 212.32  | 377.42   | 268.30   | 362.85   | 431.65   |
| 少数股东损益      | (52.88) | (101.65) | (77.23)  | (99.26)  | (119.53) |
| 归属母公司净利润    | 265.20  | 479.07   | 345.54   | 462.11   | 551.18   |
| EBITDA      | 514.51  | 851.68   | 600.61   | 759.32   | 856.86   |
| EPS (元, 基本) | 0.21    | 0.37     | 0.18     | 0.24     | 0.28     |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2017   | 2018   | 2019E   | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|---------|-------|-------|
| 成长能力          |        |        |         |       |       |
| 营业收入          | 36.03  | (1.06) | (3.05)  | 21.48 | 21.51 |
| 营业利润          | 216.44 | 88.43  | (34.12) | 43.24 | 18.73 |
| 归属母公司净利润      | 69.38  | 80.65  | (27.87) | 33.74 | 19.27 |
| 获利能力 (%)      |        |        |         |       |       |
| 毛利率           | 75.38  | 70.65  | 69.29   | 67.99 | 68.15 |
| 净利率           | 12.30  | 22.45  | 16.70   | 18.39 | 18.05 |
| ROE           | 4.00   | 6.65   | 4.39    | 5.55  | 6.22  |
| ROIC          | 5.31   | 10.23  | 5.20    | 8.00  | 8.91  |
| 偿债能力          |        |        |         |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 29.85  | 19.67  | 20.81   | 22.57 | 21.26 |
| 净负债比率 (%)     | 0      | 0      | 0.35    | 0.10  | 3.34  |
| 流动比率          | 1.60   | 1.98   | 1.98    | 1.82  | 1.81  |
| 速动比率          | 1.57   | 1.94   | 1.94    | 1.77  | 1.76  |
| 营运能力          |        |        |         |       |       |
| 总资产周转率        | 0.31   | 0.22   | 0.21    | 0.24  | 0.28  |
| 应收账款周转率       | 3.83   | 3.64   | 3.90    | 3.99  | 4.12  |
| 应付账款周转率       | 4.49   | 4.94   | 4.38    | 4.68  | 4.76  |
| 每股指标 (元)      |        |        |         |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.14   | 0.24   | 0.18    | 0.24  | 0.28  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.20   | 0.19   | 0.49    | 0.41  | 0.27  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.38   | 3.67   | 4.01    | 4.24  | 4.52  |
| 估值比率          |        |        |         |       |       |
| PE (倍)        | 108.41 | 60.01  | 83.20   | 62.21 | 52.16 |
| PB (倍)        | 4.33   | 3.99   | 3.65    | 3.45  | 3.24  |
| EV_EBITDA (倍) | 48.61  | 29.37  | 41.64   | 32.94 | 29.19 |

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com