

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8020

tangyue@ccnew.com

并购车载芯片翘楚，强强联合实力大增

——四维图新（002405）点评报告

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期: 2016年5月25日

报告关键要素:

公司拟38.751亿元收购杰发科技100%的股权。作为国内车载导航芯片后装市场的领先企业，杰发科技可以在前后装市场上与公司形成很好的协同效应，同时能够增强公司在产业链上的布局能力，实现软硬件一体化，并进一步打通产品变现通道。此外，收购完成后公司的经营规模和盈利能力也将获得极大的提升。假设募资顺利实施，同时对杰发科技的并购在4季度完成。预测公司16-17年EPS分别为0.26元和0.56元，按停牌前收盘价计算，对应市盈率分别为102.63倍和47.26倍，维持对公司的“买入”评级。

事件:

- 公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购杰发科技100%的股权，作价38.751亿元。

点评:

- 公司拟 38.751 亿元收购杰发科技 100%的股权。其中新发行的股份支付 3.305067 亿元，现金支付 35.445933 亿元。对于股份对价的部分，公司拟以 25.59 元的价格向杰发科技的股东高新创投、杰康投资、杰浩投资、杰朗投资和杰晟投资发行 12,915,460 股。同时，公司还将发行股份募集配套资金不超过 38 亿元，股票发行价格 25.59 元，发行股份数量不超过 14849.5499 万股。参与认购的对象包括腾讯产业基金、芯动能基金、天安财险（或将与公司开启基于驾驶行为的保险领域合作）、中信建投、华泰资产、林芝锦华、华泰瑞联、安鹏资本、龙华启富和员工持股计划，股份锁定期 36 个月。募集的 38 亿资金中，35.445933 亿元用于支付标的资产的现金对价，2.2 亿元用于建设趣驾 Welink 项目，3540.67 万元用于支付相关费用。

表 1: 公司募集配套资金的认购情况

	认购方	认购金额 (亿元)	发行股份数量 (万股)	背景
1	腾讯产业基金	1.8	703	公司原有股东
2	芯动能基金	4	1563	出资方包括国家集成电路产业投资基金、京东方等
3	天安财险	7.8	3048	
4	中信建投	6.4	2501	
5	华泰资产	4	1563	
6	林芝锦华	3.5	1368	
7	华泰瑞联	3	1172	华泰证券等
8	安鹏资本	2	781	北汽集团控股
9	龙华启富	1.5	586	山西证券控股
10	员工持股计划	4	1563	
	合计	38	14850	

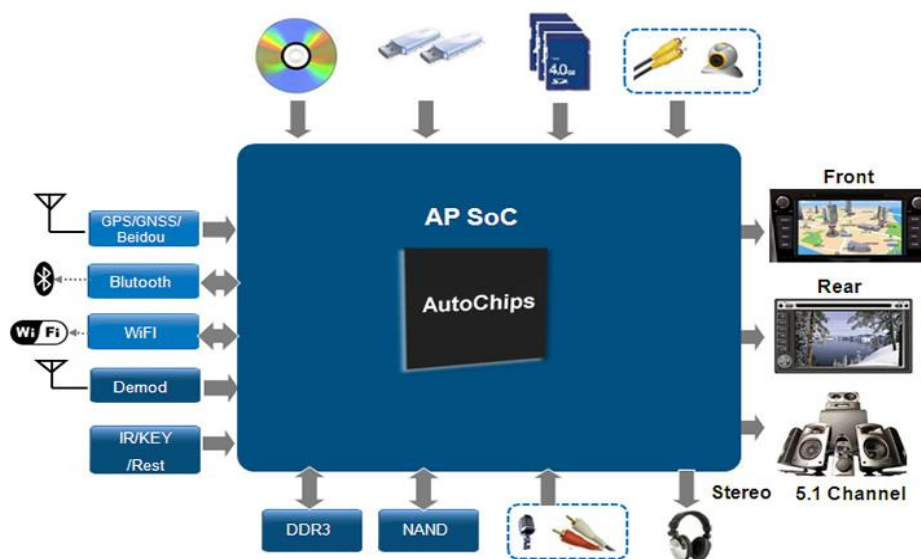
资料来源: 公司公告, 中原证券

本次交易完成后, 如配套融资足额完成发行, 公司总股本将变更为87284.7469万股, 其中中国

四维持有10.09%的股权，腾讯将持有公司9.74%的股权，总经理程鹏拥有公司0.36%的股权和14.78%的表决权（由于公司股权比较分散，为防止恶意收购，部分本次配套融资发行对象将表决权委托程鹏），成为公司表决权比例最高的股东。公司仍为无控股股东和实际控制人的上市公司。

- **杰发科技实力强劲，在车载导航芯片后装市场处于领先地位。**其主要从事汽车电子芯片的研发和设计，主要产品为车载信息娱乐系统芯片及解决方案，来源于国际顶级芯片设计企业联发科旗下的汽车电子事业部。近两年杰发科技的主力芯片产品年出货量均在 600 万颗以上，在车载导航芯片后装市场处于领先地位，在前装市场也有较高的占有率，终端客户覆盖了华阳、飞歌、路畅、天派、麦思美、朗光、阿波罗等后装市场客户以及比亚迪、华阳、阿尔派等前装市场客户。

图 1：杰发科技的车载信息娱乐系统芯片的应用



资料来源：公司公告，中原证券

- **公司与杰发科技市场布局各有侧重，将形成很好的协同效应。**未来杰发科技在后装领域的优势将为公司产品的快速拓展打开通道，同时公司在前装领域成熟的客户渠道也将有利于杰发科技开拓前装市场，从而实现业务的协同效应，提升公司的整体盈利能力。

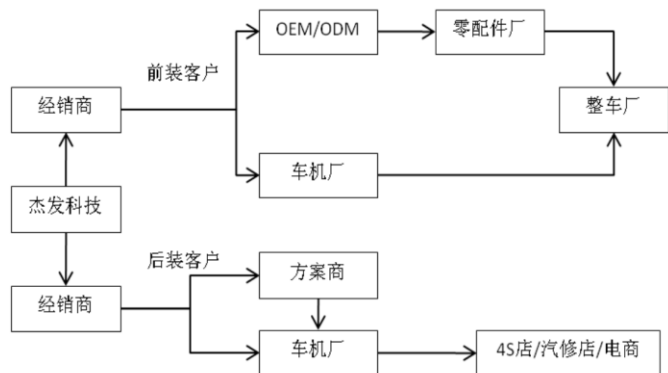
从前装车载导航市场格局来看，截止2016年1季度前三大厂商中，四维图新、高德、易图通分别占比40.3%、30.2%和28.2%，高利润来源的外资车厂市场仍然被公司和高德所占据。公司的客户包括了宾利、玛莎拉蒂、保时捷、奔驰、宝马、特斯拉等豪华汽车品牌，大众、沃尔沃、标致、通用、福特、丰田、本田、马自达、日产、现代等大众汽车品牌。同时随着前装车载导航向中低端车险市场的渗透，公司也积极开展了与长城、五菱等多家本土厂商的全面合作。

表 2：公司车载导航地图主要合作厂商

	品牌
豪华汽车品牌	宾利、玛莎拉蒂、保时捷、奔驰、 宝马、特斯拉
大众汽车品牌	大众、沃尔沃、标致、通用、福特、丰田、本田、马自达、日产、现代
国产车品牌	上汽、北汽、长城、奇瑞、五菱

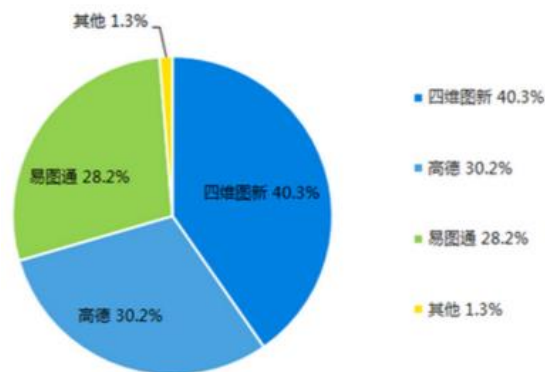
资料来源：中原证券

图 2：杰发科技产品终端应用情况



资料来源：公司公告，中原证券

图 3：2016 年 1 季度前装车载导航出货量市场份额



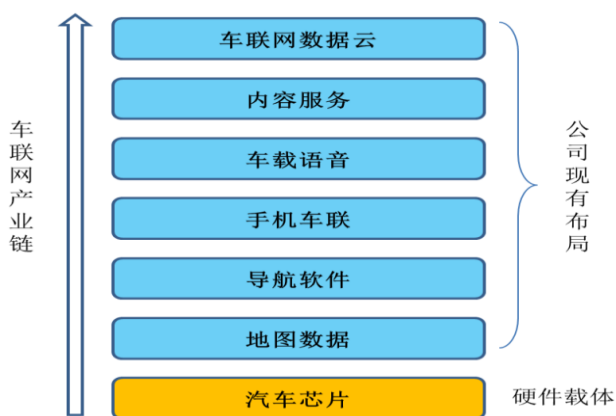
资料来源：易观国际，中原证券

- 本次并购完成后，公司在车联网产业链的布局得到进一步完善，将借助软硬件一体化的整合提升产品竞争力，打通变现通道。在并购完成后，公司在车联网领域的产业链布局得到进一步的完善，延伸到关键的汽车芯片环节，实现了从地图、软件、服务、平台到芯片的全覆盖，形成了在国内最完整的车联网产业链布局。在实现软硬一体化的整合以后，公司可以缩短汽车客户的开发定制周期，大幅降低车机厂和方案公司的集成难度和成本，同时芯片级集成更能让整合产品在性能和表现力上达到最优，从而形成差异化的竞争优势。

从长远布局角度来看，未来自动驾驶解决方案的实现，需要结合高精度地图、智能导航规划、传感器技术、人工智能、深度学习和实时数据处理等关键环节，需要数据、传感器、芯片等硬件的高度融合，因而收购杰发科技符合公司在车联网和主动驾驶领域的长远布局的需要。

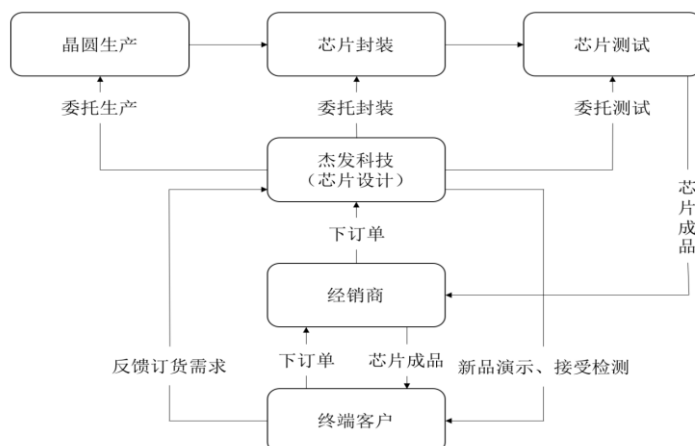
公司目前通过主流车厂和滴滴出行等服务商的合作可以获取海量、动态用户数据，而并购杰发科技可以帮助公司进一步提升获取汽车车身数据、驾驶行为、用户驾驶偏好等大数据的能力，从而构建基于车主、车辆位置服务及自动驾驶相关大数据的能力，再基于驾驶行为的保险、车辆诊断、维修保养、汽车金融、汽车电子商务等领域实现数据变现。

图 4：公司在车联网产业链中的布局



资料来源：公司公告，中原证券

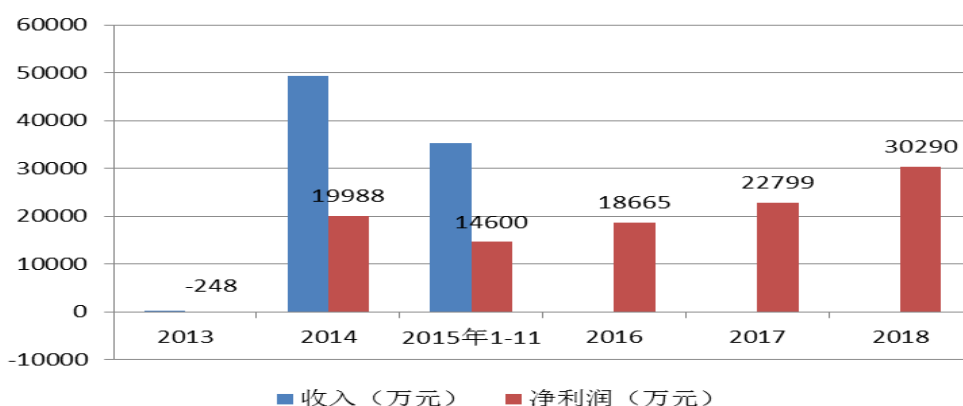
图 5：杰发科技与上下游企业的关系示意图



资料来源：公司公告，中原证券

- **收购杰发科技将极大地提升公司的经营规模和盈利能力。**杰发科技于2013年10月31日成立（前身为联发科的汽车电子事业部），成立后第二年就达到了4.94亿元的收入规模，同时还表现出极强的盈利能力，2014年实现净利润总计2.00亿元，净利率高达40%。2015年1-11月，受到实施股权激励的影响，杰发科技出现了业绩亏损，但是除去该因素以后，前11个月仍实现净利润14599万元。在本次收购中，杰发科技给出业绩承诺为2016-2018年净利润分别为18,665.07万元、22,798.51万元和30,290.37万元，3年累计净利润为7.175394亿元。对比前期盈利状况来看，预计杰发科技完成该业绩承诺的难度不大。从2014年备考合并财务报告来看，杰发科技的收入和净利润将分别占到合并报表的31.8%和67.6%，对公司业绩增强相应将非常显著。

图 6: 杰发科技业绩状况 (2015 年 1-11 月净利润去除股权支付费用影响, 2016-2018 为承诺业绩)



资料来源：公司公告，中原证券

- **募投资金中 2.2 亿元将投入趣驾 Welink 项目，解决跨平台的手机、车机互联问题。**时下国外主流的 Link 产品（智能手机与车机互联）包括依附于苹果手机的 CarPlay 和依附于 Android 手机的 Android Auto，各自依托的系统不兼容。因而公司致力于推出跨平台的 Link 产品，以解决手机操作系统不通配给车主造成的困扰。同时，Link 产品中的 APP 可以为车主提供更多定制化的服务，并通过车险、二手车买卖、车辆保养维修等环节为公司实现产品的变现。趣驾 Welink 项目计划投资 2.2 亿元，全部使用募集资金，计划于 2018 年下半年进入达产状态，成为公司车联网产品重要的组成部分。

图 7: 公司趣驾 WeDrive3.0 生态平台



资料来源：公司公告，中原证券

- **公司将在汽车电子领域与联发科展开更多深入的合作。**作为杰发科技原控股股东联发科(通过雷凌科技持有杰发科技 82.9%的股权),是全球前三大 IC 设计公司之一,是一家台湾上市公司(2454.TW),提供横跨电脑资讯科技、消费性电子及无线通信领域的 IC 解决方案,同时也为杰发科技进行车载导航芯片仿真及驱动开发、车载导航芯片验证及 SLT 开发的技术开发服务。早在 2015 年 10 月公司的新用户大会上,就宣布了与杰发科技达成一系列的战略合作。而在本次收购过程中,公司、联发科、杰发科技三方同时签署战略合作协议,拟共同拓展车载信息娱乐系统、汽车电子、车联网及自动驾驶领域市场。此外,公司与联发科约定将在 1 亿美元的投资范围内,与公司合作展开车联网及汽车电子业务。
- **员工持股计划耗资 4 亿参与配套资金募集,助力公司长远发展。**员工持股计划的参与对象 24 人,包括公司董事孙玉国,公司董事、总经理程鹏,公司财务总监唐伟,公司副总经理金水祥、赖丰福、毕垒、曹晓航,以及公司副总经理、董事会秘书雷文辉,其他核心骨干 11 人,杰发科技核心员工 5 人,即彰显出公司骨干高管对长远发展的信心,同时有助于激励管理者的工作积极性。
- **盈利预测与投资建议:**假设募资顺利实施,同时对杰发科技的并购在 4 季度完成。预测公司 16-17 年 EPS 分别为 0.26 元和 0.56 元,按 5 月 24 日收盘价 26.49 元计算,对应市盈率分别为 102.63 倍和 47.26 倍。我们看好此次并购对公司业务和业绩的促进作用,维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:**杰发科技的并购受阻;车联网发展低于预期;车载导航加装率不及预期。

盈利预测 (含杰发科技及募资后的股本稀释)

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入 (亿元)	10.59	15.06	20.37	32.00
增长比率 (%)	20.22%	42.22%	35.24%	57.11%
净利润 (亿元)	1.18	1.30	2.25	4.89
增长比率 (%)	11.56%	10.77%	73.08%	117.17%
每股收益 (元)	0.13	0.15	0.26	0.56
市盈率 (倍)	196.78	177.64	102.63	47.26

市场数据 (2016年5月24日)

收盘价 (元)	26.49
一年内最高/最低 (元)	70.68/20.51
沪深300 指数	3275.83
市净率 (倍)	7.41
流通市值 (亿元)	175.34

基础数据 (2016年3月31日)

每股净资产 (元)	3.65
每股经营现金流 (元)	0.06
毛利率 (%)	78.36
净资产收益率 (%)	1.29
资产负债率 (%)	19.44
总股本/流通股 (万股)	71115/66642
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势

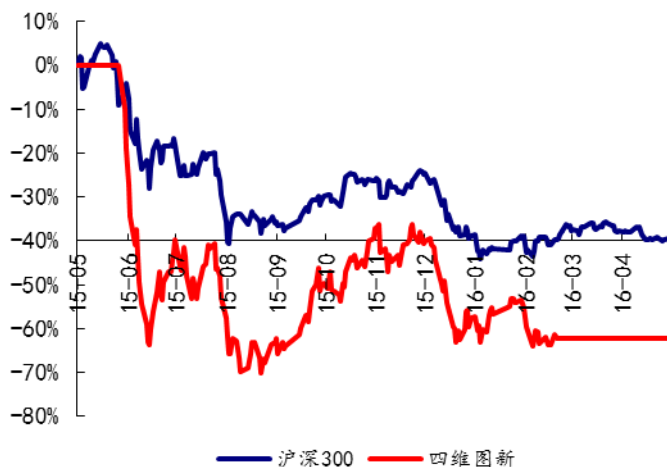


表 3: 公司上市后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持股比例	公告日期	主要产品及业务
Mapscape	0.6164	100%	2011.1.15	导航软件产品、导航解决方案和地图编译服务, NDS 的主要成员和相关技术的重要承担者
中交宇科	1.38	51.98%	2011.11.25	交通行业的测绘及地理信息增值行业应用
中寰卫星	0.6224	51%	2013.2.28	商用车车联网业务
上海纳维		51%	2004	提供导航电子地图的销售和技术支持 (与 Here 的合资公司)
再收购	0.7984	100%	2013.11.28	
世纪高通	0.5305	43.5%	2007.12.11	动态交通信息服务
再收购	0.9	82.5%	2008.7.10	
再收购	0.0089	90%	2013.12.31	
海图科技	0.27	51%	2014.7.29	为智慧城市、数字城市、城市规划、勘测设计等行业提供专业的信息化整体解决方案
中寰卫星	0.6224	51%	2013.2.28	商用车车联网业务 (大股东资产注入)
增资	0.102	51%	2014.10.28	
和骊安	0.7	51%	2015.3.5	车规级车联网 OS 开发领导者 (前身是诺基亚汽车电子部成员在芬兰成立的公司)
腾瑞万里		8.929%	2008	手机导航软件的研发和销售, 核心产品导航犬
增资	0.147	19.5%	2010.9.10	
再收购	0.15	100%	2015.3.24	
图吧集团	2.9593	51%	2015.4.25	国内领先的互联网导航产品及车联网产品的开发商和运营商, 核心产品有图吧导航、图吧汽车卫士等
好帮手	1.08	3%	2015.11.25	智能车载电子系统的研发、生产和销售, 以及车联网服务
杰发科技	38.751	100%	2016.5.17	车载信息娱乐系统芯片及解决方案

资料来源: 公司公告, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。