

收购杰发科技, 进军“车联网”与“无人驾驶”领域

投资要点

- **站稳数字地图市场, 瞄向车联网业务。**四维图新是国内领先的数字地图供应商, 在对应市场中占据过半江山。在传统数字地图业务基础上, 公司近年来陆续推出涉及动态交通信息、出行服务、车联网、政府与企业 GIS 专业应用等产品与服务, 形成了“数据+软件+硬件”一体化的业务布局。随着车联网和自动驾驶的发展, 公司早已做好战略准备, **在外延方面:** 2013 年增资中寰公司, 2014 年接受腾讯入资, 2015 年入股图吧, 再到 2016 年拟收购杰发科技, 一步步取长补短, 为今后创新业务形式、完善产品线打下坚实基础; **在内生方面:** 从支持 LBS 业务的导航地图产品, 到行人导航地图产品, 从成功开发 NDS 地图产品及编译技术, 到发布整体车载解决方案趣驾 WeDrive, 公司创造多个业内“第一”, 在技术研发和产品革新上稳扎稳打。凭借当下所积累的技术实力和产品经验, 公司将以更自信的姿态进军车联网市场, 业绩亦将迈上新的台阶。
- **杰发科技是后装车载芯片市场的领先企业。**杰发科技是全球知名的 Fabless 芯片设计企业, “背靠”联发科, 技术实力毋庸置疑。公司多年围绕车载电子芯片进行研究, 曾推出 MT3360、AC8317 等革命性产品, 在国内后装车载芯片领域拥有超过 60% 的市场占有率, 覆盖了华阳、飞歌、天派、麦思美、路畅、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, 业绩水平明显高于市场同类企业。
- **以“数据+软件+硬件”三位一体的综合实力迈进车联网、自动驾驶领域。**四维图新已在数字地图业务上拥有同业者难以匹及的优势, 这次对杰发科技的收购将是两家企业整合软件、硬件资源的良机。而且, 收购杰发科技意味着公司可以在前装、后装市场协同推进, 能够在车联网市场中抢占大量份额。此外, 公司还和滴滴在乘车出行领域进行深度合作, 利用海量出行数据完善交通信息服务, 进而具备了“数据+软件+硬件”三位一体的综合实力。放眼未来, 四维图新已经为进军自动驾驶领域加大投研力度, 其针对自动驾驶所研发的高精度地图代表了业内顶尖水平, 是自动驾驶过程中实现道路感知、路径规划所不可或缺的产品。我们认为公司正逐个攻破地图数据、芯片、传感器等难题, 强势进军自动驾驶领域, 看好未来的技术发展与业务布局。
- **估值与评级。**我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.26 元、0.34 元和 0.38 元, 对应 PE 分别为 102 倍、78 倍和 70 倍。参考可比公司以及板块平均估值情况, 2016 年我们给予公司 120 倍 PE 估值, 对应目标价为 31.2 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 车联网业务推进或不达预期; 自动驾驶领域研发进度或不达预期; 并购项目推进或不及预期。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1506.15 | 2128.69 | 2940.00 | 3812.35 |
| 增长率 | 42.22% | 41.33% | 38.11% | 29.67% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 130.16 | 185.37 | 240.78 | 268.03 |
| 增长率 | 10.77% | 42.42% | 29.89% | 11.32% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.18 | 0.26 | 0.34 | 0.38 |
| 净资产收益率 ROE | 4.92% | 5.95% | 7.29% | 7.66% |
| PE | 145 | 102 | 78 | 70 |
| PB | 6.35 | 6.04 | 5.70 | 5.38 |

数据来源: Wind, 西南证券

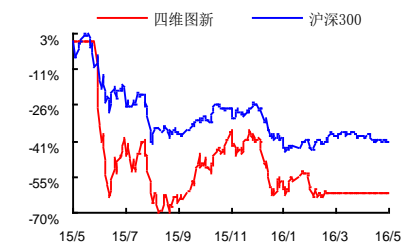
西南证券研究发展中心

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

分析师: 文雪颖
执业证号: S1250514060001
电话: 023-67909731
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@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) | 7.11 |
| 流通 A 股(亿股) | 7.11 |
| 52 周内股价区间(元) | 20.98-70.0 |
| 总市值(亿元) | 188.39 |
| 总资产(亿元) | 37.31 |
| 每股净资产(元) | 3.65 |

相关研究

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1. 公司概况：数字地图龙头，车联网新秀 | 1 |
| 1.1 公司业绩稳健增长..... | 1 |
| 1.2 公司业务概述..... | 2 |
| 2. 深谋远虑，从C端切入车联网市场 | 4 |
| 2.1 车联网市场前景广阔..... | 4 |
| 2.2 公司发力车联网领域，把握先发优势..... | 6 |
| 3. 收购杰发科技，实现强强联合 | 7 |
| 3.1 收购情况概述..... | 7 |
| 3.2 杰发科技：车载芯片领域的优质标的..... | 7 |
| 3.3 “数据+软件+硬件”综合实力形成，进军车联网与无人驾驶领域..... | 9 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 10 |
| 5. 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|---|---|
| 图 1：公司 2011 年以来营业收入及增速 | 1 |
| 图 2：公司 2011 年以来归母净利润及增速 | 1 |
| 图 3：公司 2011 年以来主营业务收入及增速 | 1 |
| 图 4：公司 2011 年以来主营业务毛利及增速 | 1 |
| 图 5：导航电子地图产品示意图 | 2 |
| 图 6：动态交通信息服务示意图 | 2 |
| 图 7：WeDrive 车机端界面示意图 | 3 |
| 图 8：趣驾 WeDrive3.0 生态平台架构 | 3 |
| 图 9：智能交通信息服务产品 | 3 |
| 图 10：行业应用产品 | 3 |
| 图 11：四维图新主要业务及产品分布 | 4 |
| 图 12：前装车载导航市场出货量 | 5 |
| 图 13：2015~2020 年中国车联网市场总需求（单位：欧元） | 5 |
| 图 14：中国汽车保有量（单位：亿辆） | 6 |
| 图 15：中国新注册载客汽车数量（单位：千万辆） | 6 |
| 图 16：半导体企业业务特点与演变模式 | 8 |
| 图 17：杰发科技产品布局与功能结构 | 9 |

表 目 录

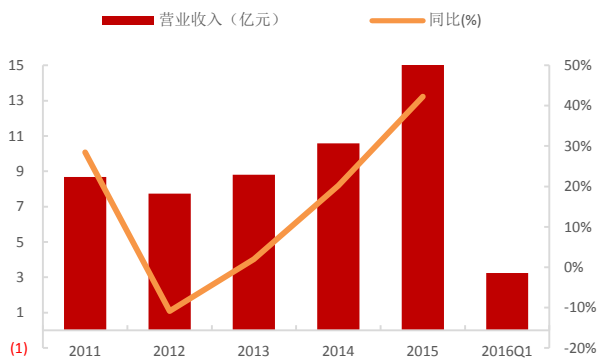
| | |
|-------------------------|----|
| 表 1：公司近期在车联网领域的布局 | 6 |
| 表 2：募集配套资金来源及数额 | 7 |
| 表 3：杰发科技主要产品情况 | 8 |
| 表 4：公司各项业务盈利预测 | 10 |
| 表 5：可比公司估值情况 | 10 |
| 附表：财务预测与估值 | 11 |

1. 公司概况：数字地图龙头，车联网新秀

1.1 公司业绩稳健增长

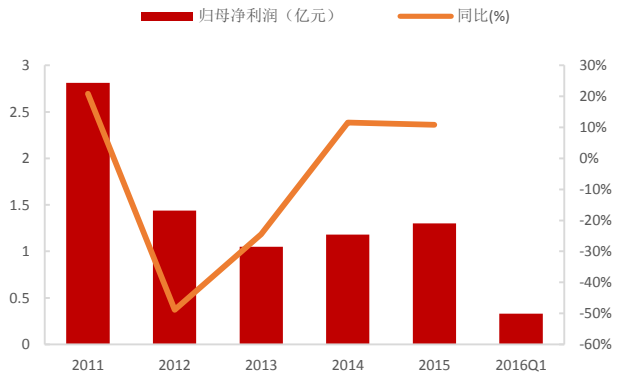
公司 2015 年实现营业收入 15.06 亿元，同比增长 42%；归属于上市公司股东的净利润为 1.3 亿元，同比增长 11%，增速与上一年度基本持平，主要受股权激励费用的影响。2016 年一季度实现营收 3.24 亿元，归母净利润 0.33 亿元。随着公司业务的稳步推荐，近 3 年营收复合增速保持在 12%，在同行业中表现较佳。

图 1：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

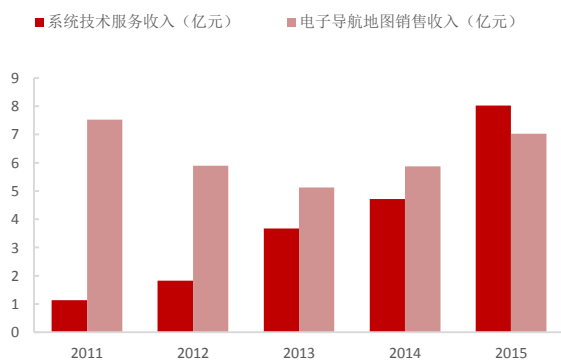
图 2：公司 2011 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

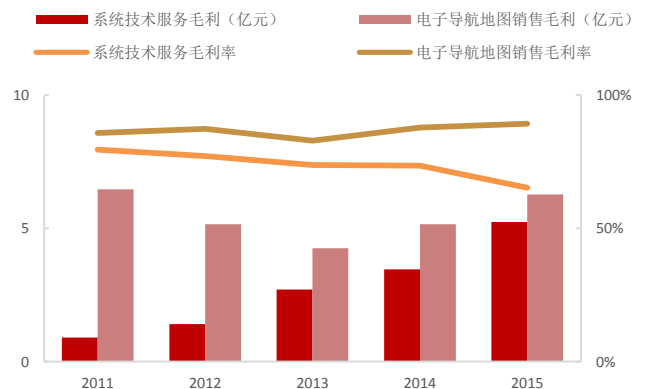
公司业务可划分为电子导航地图销售（数字地图版块）和系统技术服务（车联网版块、交通信息版块）。根据近五年的统计数据，系统技术服务的营收和利润呈现大幅增长态势，这与公司着力发展车联网、交通信息等业务密不可分。我们预测在未来几年，该业务的业绩水平将超过传统业务，成为公司重要的盈利点。

图 3：公司 2011 年以来主营业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司 2011 年以来主营业务毛利及增速



数据来源：公司公告，西南证券

1.2 公司业务概述

四维图新是国内最大、全球第三大数字地图提供商，业务涉及数字地图内容、车联网及动态交通信息服务、基于位置的大数据与移动互联网应用服务等，产品广泛应用于汽车导航、消费电子导航、互联网和移动互联网等行业，是国内外知名车企、互联网企业以及政府机构的重要供应商。公司目前的产品及业务可划分为三大板块：数字地图版块、车联网版块、交通信息服务版块。

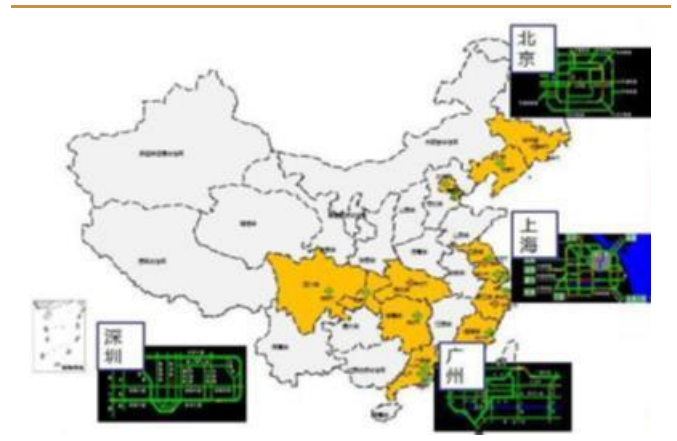
数字地图版块脱胎于公司的传统业务，早期主要包括导航电子地图与动态交通信息业务产品，本质上呈现“地图+服务”的运营模式，并不断引入语音识别、云计算等技术，进一步提升用户体验。随着自动驾驶技术不断成熟，高精度地图成为市场“新宠”。公司将推出面向无人驾驶的高精度地图产品和导航电子地图编译业务产品，将在乘用车和商用车领域创造巨大的商业价值。

图 5：导航电子地图产品示意图



数据来源：公司资料，西南证券

图 6：动态交通信息服务示意图



数据来源：公司资料，西南证券

车联网版块主要分为乘用车联网业务和商用车联网业务两个部分，前者主要服务于个人车主在路线导航、行车通话、道路安全等方面的需求，包括趣驾 WeDrive3.0 生态平台、趣驾 WeLink、WeNav 混合导航等主要产品；商用业务则搭建在寰游天下车辆综合信息服务平台、中寰位置云服务平台和北斗物流云服务平台之上，为客户提供数据采集与处理、金融风险防控、车辆服务等功能。

图 7: WeDrive 车机端界面示意图



数据来源：互联网公开资料，西南证券

图 8: 趣驾 WeDrive3.0 生态平台架构



数据来源：公司资料，西南证券

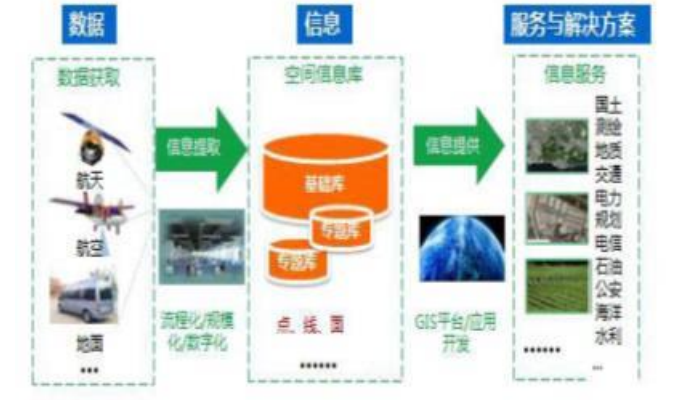
交通信息版块主要面向政府管理机构和公路运营部门，满足交通全行业全生命周期（规划科研、勘察设计、施工建设、运营管理、道路养护、运行监测、路政管理、智慧出行）的各项信息化需求。公司将高精度测绘、高分遥感、真三维参数化建模、地理信息系统服务等融为一体，推出“E 养护（Easy-Maintenance）”系列产品，已被应用于移动通讯、物流、智能交通、城市规划、智慧城市等多个行业。

图 9: 智能交通信息服务产品



数据来源：公司资料，西南证券

图 10: 行业应用产品



数据来源：公司资料，西南证券

从总体上看，四维图新已勾画出从底层地图数据到中层车载系统，再到行业应用的整体业务布局结构。同时，公司业务的切入点恰好顺应了当前自动驾驶、车联网、智能交通等行业概念的发展趋势，因此其业务布局具有很强的融合性和拓展性，可通过内生业务变革或外延收购企业的方式不断跟进市场前沿，成为技术和产品的“多面手”。

图 11：四维图新主要业务及产品分布


数据来源：公司资料，西南证券

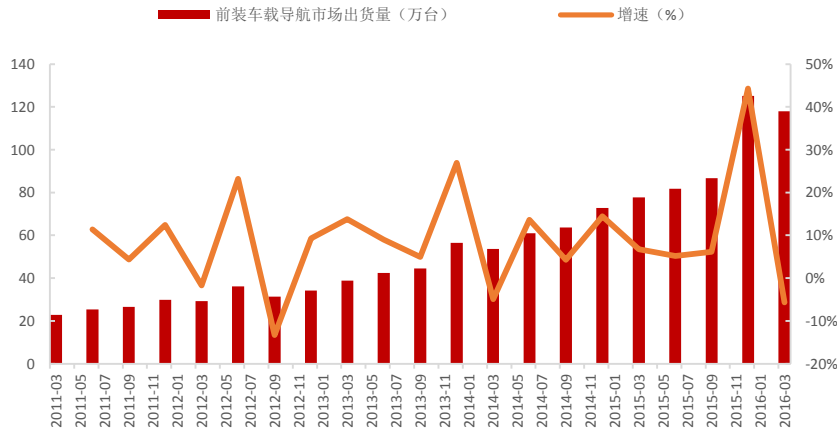
四维图新以数字地图业务起家，正在朝向地图信息服务商转型，业务重心逐渐移向交通信息服务、车联网设备等，并已开始发力自动驾驶这一新兴领域。目前来看，公司的优势仍体现在传统业务上，但该类业务的性质决定了其变现难度较大，因此业务转型即是公司跟进市场发展的明智举措，同时也是摆脱传统业务“束缚”的长远策略。公司收购杰发科技的举动更是表明其站稳数字地图市场后，发力车联网、自动驾驶等新兴领域的战略意图。我们看好公司业务未来的发展。

2. 深谋远虑，从 C 端切入车联网市场

2.1 车联网市场前景广阔

从行业发展趋势来看，车联网技术将是汽车业革命的重要一环。立足于国内的市场环境与技术基础，我们认为车联网市场的竞争态势将在 2016 年进一步加剧，新技术、新资本、新合作将成为推动市场的几股核心力量。单从前装车载导航市场规模来看，近 5 年产品出货量稳增，在 2015 年年末甚至实现了 44% 的增速。

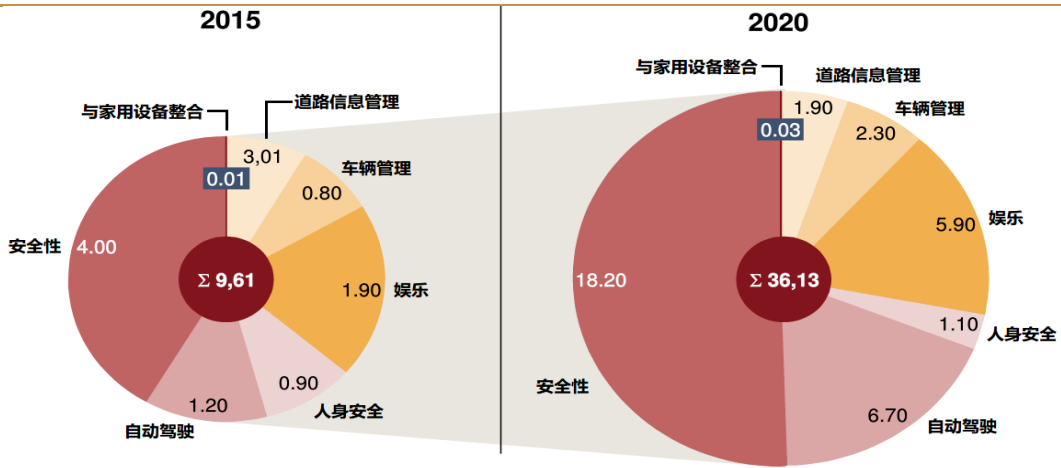
图 12: 前装车载导航市场出货量



数据来源: Wind, 西南证券

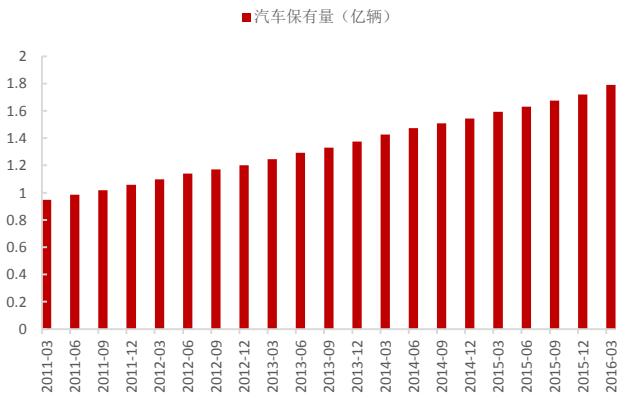
尽管当前的车联网市场整体规模巨大，但细分市场并不能够给众多竞争者留出充足的空间。我们认为，车联网讲求高新技术的融合，需要大数据、云计算、卫星导航、移动互联网、计算机视觉等共同实现，这就对市场新进者提出了极高的要求。结合国内信息技术企业的竞争状况，可以看出如今寡头企业已经立于技术前沿，并通过强大的资本实力对业内黑马企业进行兼并，知识产权、人力资源、销售渠道等正在向几大龙头汇拢。由此可见，市场后入者已难再有赶超机会，在不远的未来，车联网市场中各细分领域或将会被寡头占领，最终完成优胜劣汰的清理过程，形成相对稳定的格局。在细分领域中，车企、互联网企业将会进行深度合作，自动驾驶、车辆大数据及云端计算、智能交通信息等概念和技术会相互融合衍生出新的商业模式。

图 13: 2015~2020 年中国车联网市场总需求 (单位: 欧元)

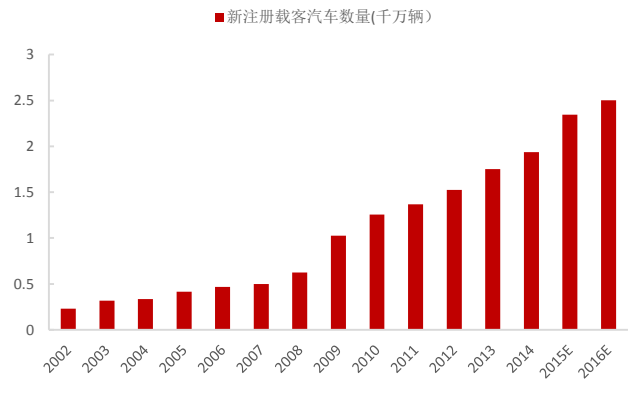


数据来源: Strategy&咨询, 普华永道, 德国机动车管理中心, 西南证券整理

近几年国内汽车保有量呈直线上升趋势，新注册载客汽车量的增速也买上了一个新台阶。庞大的车辆基数为 B、C 端车载设备提供了广阔的市场空间。

图 14: 中国汽车保有量 (单位: 亿辆)


数据来源: 公安部, 西南证券

图 15: 中国新注册载客汽车数量 (单位: 千万辆)


数据来源: 国家统计局, 西南证券

2.2 公司发力车联网领域, 把握先发优势

四维图新作为顶尖的地图供应商, 早已开始在车联网领域的布局。作为地图供应商, 公司面对的主要难题在于地图数据的变现, 这也长期困扰着包括高德、凯立德等在内的企业。早期, 四维图新开拓了两条变现“路径”, 一是为车企提供收费车载地图, 这部分业务曾占公司收入约 60%; 二是为互联网企业、政府等提供专门的地理信息服务。但是, 相比于竞争对手高德, 四维图新的产品在 C 端处于落后状态, 仅有旗下子公司世纪高通的两款移动 App, 但市场占有率较低。所以, 短期内如何在 C 端扩大收入并和未来业务衔接, 成为了公司弯道超车的关键。

近几年四维图新的扩张历程显示出其希望从车机端切入 C 端市场的意图和决心, 四维图新在车联网市场持续发力, 每行进一步都具有长远的意义。

表 1: 公司近期在车联网领域的布局

| 时间 | 事件 | 对公司的意义 |
|------------|---|---|
| 2014 年 | 公司接受腾讯总价 11.7 亿元的入股 | 利用新获资金扩充用户流量, 对战强大对手高德 |
| 2015 年 4 月 | 公司使用自有资金约 2.96 亿元注资图吧(北京图吧先科技有限公司), 并将旗下最优质的资产包括腾瑞万里、骊安和上海趣驾三个公司的全部股权以及自身部分业务部门并入图吧, 组建图吧集团 | 使新图吧拥有了从操作系统、车载导航、手机导航到 TSP 在内的完整的车联网解决方案 |
| 近期 | 发起对杰发科技的收购 | 将硬件技术收入囊中, 实现“数据+软件+硬件”的协同发展 |

数据来源: 西南证券整理

我们认为相较于硬件设备和软件产品, 车联网服务或将成为公司未来重要的创收点, 市场空间极为可观。公司在车联网市场中的潜力体现在两个方面:

1) 公司依托基础地图产品, 进一步打造高清地图、三维地图等新产品, 以此推出各项基于地理数据的服务, 满足 ADAS 发展的需求;

2) 公司在车载电子领域发力, 实现软件硬件联合, 打造系统平台, 并面向车企推广前装, 面向驾驶员推广后装, 将系统平台“固定”在司机身边, 使其成为车联网中的关键节点。

3. 收购杰发科技，实现强强联合

近日，四维图新宣布将以 39 亿元拟收购联发科技旗下的车载电子芯片企业杰发科技。根据四维图新与联发科技双方签署的战略合作与框架协议，前者将取得杰发科技 100% 股权，同时，联发科技拟以投资或者合资的形式与四维图新开展全新的战略合作，共同开拓汽车电子及车联网市场。

3.1 收购情况概述

根据公告，四维图新拟以发行股份及支付现金的方式购买其持有的杰发科技 100% 股权。本次交易标的公司全部股权的评估值为 38.665 亿元。经过各方协商，最终作价为 38.751 亿元，其中现金对价 35.446 亿元，约占交易对价的 91.47%；股份对价 3.305 亿元，约占交易对价的 8.53%。

公司拟通过锁价方式向腾讯产业基金、芯动能基金、天安财险、中信建投证券、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非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 380,000 万元，且不超过本次交易标的资产交易价格。

表 2：募集配套资金来源及数额

| 序号 | 配套资金认购方 | 认购金额（万元） | 发行股份数量（股） |
|----|---------|----------|-------------|
| 1 | 腾讯产业基金 | 18,000 | 7,033,997 |
| 2 | 芯动能基金 | 40,000 | 15,631,105 |
| 3 | 天安财险 | 78,000 | 30,480,656 |
| 4 | 中信建投证券 | 64,000 | 25,009,769 |
| 5 | 华泰资产 | 40,000 | 15,631,105 |
| 6 | 林芝锦华 | 35,000 | 13,677,217 |
| 7 | 华泰瑞联 | 30,000 | 11,723,329 |
| 8 | 安鹏资本 | 20,000 | 7,815,552 |
| 9 | 龙华启富 | 15,000 | 5,861,664 |
| 10 | 员工持股计划 | 40,000 | 15,631,105 |
| 合计 | | 380,000 | 148,495,499 |

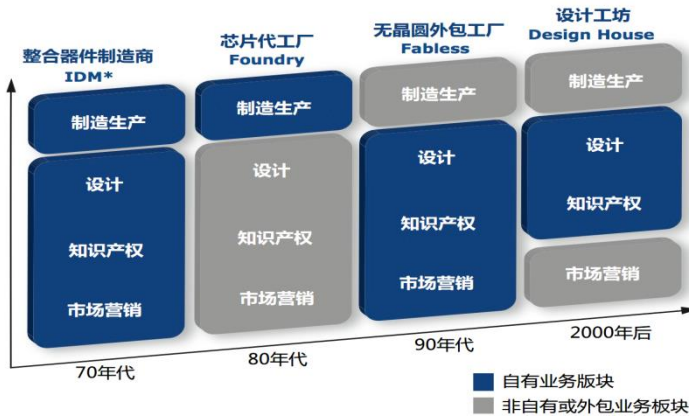
数据来源：公司公告，西南证券

3.2 杰发科技：车载芯片领域的优质标的

杰发科技创建于 2013 年，由雷凌科技（萨摩亚）有限公司（Ralink Technology (Samoa) Corp.）出资设立，是世界顶尖 IC 公司联发科技股份有限公司（MediaTek Inc.）的子公司，前身是联发科技股份有限公司汽车电子事业部。公司长久以来致力于为全球车载信息娱乐市场提供解决方案，拥有显著技术优势。在国内后装芯片市场中，公司具有绝对优势，其高性能芯片产品的市场占有率高达 70%，终端客户覆盖了华阳、飞歌、天派、麦思美、路畅、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。在此次收购中，公司做出业绩承诺，2016-2018 年净利润将分别达到 1.87 亿元、2.28 亿元以及 3.03 亿元。

杰发科技是典型的 Fabless（无晶圆外包工厂）模式，没有自身生产线，仅从集成电路设计与销售。芯片的制造、封装和测试以外包的形式进行，公司取得芯片成品之后，再销售给经销商，经销商再销售给终端客户。这种业务模式在上世纪 90 年代发展成熟，如今仍有大批芯片企业采取这一运营模式。

图 16：半导体企业业务特点与演变模式



数据来源：Yole Développement, 西南证券

杰发科技始终专注于 CAR AP 系统芯片生产销售，经典产品如 MT3351、MT3360、MT3353 等曾创下单月销量破百万颗的成绩。作为 3360 系列的升级版，最新的 AC8317、AC8327 引领车载信息行业真正进入 Android 智能时代，充分能够满足驾驶员在路线导航、交通信息服务、车内娱乐等各方面的需求

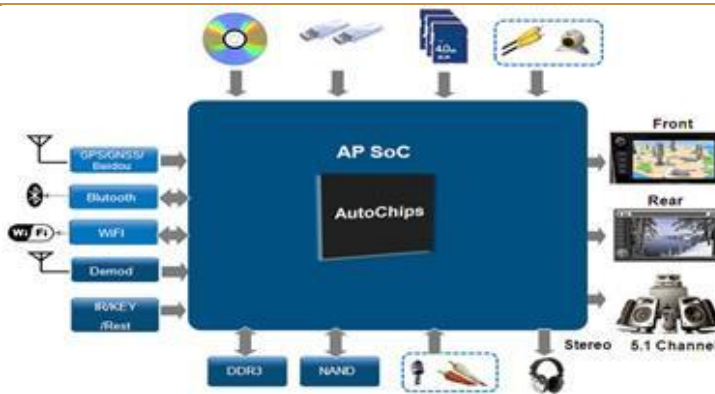
表 3：杰发科技主要产品情况

| 项目 | 产品大类 | 产品类型 | 产品型号 | 用途 | | | |
|---------|------|---------------|------------|----------|--------|--------|--------|
| 自有产品 | 主芯片 | PND（便携式导航设备） | MT3351 | 车载信息娱乐系统 | | | |
| | | | IVI AP（带碟） | | MT3360 | | |
| | | | | | MT3370 | | |
| | | AC8317 | | | | | |
| | | AC8327 | | | | | |
| | | AC8315 | | | | | |
| | | AC8325 | | | | | |
| | | IVI/DA AP（无碟） | MT3353 | | | | |
| | | | MT3373 | | | | |
| | | | AC8217 | | | | |
| | | | AC8227 | | | | |
| | | 适配产品 | GPS | | | MT3336 | 车载导航定位 |
| | | | | | | MT3332 | |
| MT3332I | | | | | | | |
| MT3328 | | | | | | | |
| 3328C | | | | | | | |

| 项目 | 产品大类 | 产品类型 | 产品型号 | 用途 |
|----|-------|------|----------------|---|
| | 蓝牙 | | MT6622 | 车载蓝牙电话语音 |
| | | | MT6622I | |
| | WIFI | | MT5931 | V2X, 车辆接入网络 |
| | | | MT5931I | |
| | Combo | | MT6630(F/T/Q) | 多合一应用： 车载导航定位， 车载蓝牙电话语音， V2X, 车辆接入网络 |
| | | | MT6630(F/T/Q)A | |

数据来源：公司资料，西南证券

图 17：杰发科技产品布局与功能结构



数据来源：公司资料，西南证券

3.3 “数据+软件+硬件”综合实力形成，进军车联网与无人驾驶领域

四维图新已在数字地图数据业务方向拥有显著优势，这次对杰发科技的收购将会加深公司对硬件产品和市场的“理解”。公司此前曾表示前装车厂联网标配市场增幅有限，相比之下，后装车联网发展空间更大，且会诞生围绕大数据的新商业模式，因此公司更倾向于开拓后装市场，而杰发科技能够为公司带来所需的技术成果、市场渠道和客户资源。

从市场关系的角度来看，此次收购是两家企业取长补短的良机：两者在前装、后装市场各自占有的超过 60% 的市场实现连接与融合，更大的市场蛋糕唾手可得。此外，借助此前腾讯的入资，四维图新和滴滴在乘车出行领域进行深度合作，现每日都可获得来自滴滴的海量出行数据，这对完善车载设备功能与服务具有极为重要的意义，也是一道让同业竞争者难以跨过的门槛。在技术层面上，我们发现两家公司的合作还有更深层的意义：

1) 芯片级合作意味着软件将更好地适配硬件功能与性能，进而提升软硬件一体系统的运行效率，这对未来高精度地图数据处理、自动驾驶导航等极具意义；

2) 软硬件相结合能够使产品对使用 Android、iOS 等内核平台的移动端有更广泛的兼容性，也能够缩短下游软件服务商的产品开发周期，是实施“自下而上”“由底至顶”创新研发模式的基础。因此，我们认为四维图新已经具备了“数据+软件+硬件”三位一体的综合实力，在车联网领域的市场地位不容小觑。

从长期战略来看，四维图新已经为进军自动驾驶领域加大投研力度：2015 年公司研发支出金额达到 7 亿元，比上年增长 37%，占公司营业收入的比例为 46.5%；研发人员数量增加至 2382 人，比上年增加 64%。公司为自动驾驶所打造的高精度地图已能够将精确度控制在 20 厘米，业内无出其右。公司计划在 2018 年推出覆盖全国高速公路的高精度地图，并随后推出覆盖国内重点城市且精确度进一步提高的地图产品，这对自动驾驶过程中的道路感知、路径规划等具有极为重要的意义。从此前研发高精度地图，到如今收纳硬件技术，公司正逐个攻破地图数据、芯片、传感器等难题，一套完整的技术解决方案落地值得期待。

4. 盈利预测与投资建议

关键假设：

- 1) 公司电子导航地图等传统主业利润保持每年 10% 以上增长；
- 2) 车联网业务于 2016 年落地，未来三年收入规模每年增长超过 30%。

表 4：公司各项业务盈利预测

| 业务 | 盈利假设 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 系统技术服务 | 营业收入 (万元) | 80,295.43 | 128,472.69 | 192,709.03 | 269,792.64 |
| | 营业成本 (万元) | 27,939.95 | 32,118.17 | 48,177.26 | 67,448.16 |
| | 毛利率 | 65.00% | 75.00% | 75.00% | 75.00% |
| 电子导航地图 | 营业收入 (万元) | 70,261.18 | 84,313.42 | 101,176.10 | 111,293.71 |
| | 营业成本 (万元) | 7,618.28 | 10,117.61 | 12,141.13 | 13,355.25 |
| | 毛利率 | 89.00% | 88.00% | 88.00% | 88.00% |

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.26 元、0.34 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 102 倍、78 倍和 70 倍。参考可比公司以及板块平均估值情况，2016 年大数据板块 PE 中值为 95 倍，由于公司在车联网及无人驾驶领域拥有较多看点，给予公司 25% 溢价，以 120 倍 PE 对公司进行估值，对应目标价为 31.2 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况

| 名称 | 2016 年市盈率 |
|---------|-----------|
| 浪潮信息 | 104 |
| 天源迪科 | 82 |
| 超图软件 | 137 |
| 美亚柏科 | 97 |
| 荣科科技 | 105 |
| 大数据板块中值 | 95 |

数据来源：wind、西南证券整理

5. 风险提示

车联网业务推进或不达预期；自动驾驶领域研发进度或不达预期；并购项目推进或不及预期。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1506.15 | 2128.69 | 2940.00 | 3812.35 | 净利润 | 145.95 | 185.37 | 240.78 | 268.03 |
| 营业成本 | 355.97 | 422.52 | 603.42 | 808.35 | 折旧与摊销 | 234.46 | 81.21 | 81.21 | 81.21 |
| 营业税金及附加 | 13.42 | 23.59 | 31.06 | 39.88 | 财务费用 | -19.09 | -5.92 | -27.45 | -32.91 |
| 销售费用 | 105.03 | 178.04 | 237.14 | 304.34 | 资产减值损失 | 8.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 941.99 | 1363.78 | 1868.62 | 2429.53 | 经营营运资本变动 | 118.45 | 0.99 | 56.70 | 67.28 |
| 财务费用 | -19.09 | -5.92 | -27.45 | -32.91 | 其他 | -191.53 | -0.43 | 0.06 | 0.04 |
| 资产减值损失 | 8.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 296.48 | 261.21 | 351.30 | 383.65 |
| 投资收益 | 22.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -473.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 79.28 | 3.83 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -394.19 | 3.83 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 123.47 | 146.68 | 227.21 | 263.15 | 短期借款 | -57.68 | -34.77 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 75.26 | 87.36 | 87.45 | 85.39 | 长期借款 | 11.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 198.73 | 234.04 | 314.66 | 348.54 | 股权融资 | 218.75 | -0.44 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 52.79 | 48.67 | 73.88 | 80.51 | 支付股利 | -35.27 | -39.07 | -55.64 | -72.28 |
| 净利润 | 145.95 | 185.37 | 240.78 | 268.03 | 其他 | 29.25 | 13.36 | 27.45 | 32.91 |
| 少数股东损益 | 15.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 166.41 | -60.91 | -28.19 | -39.37 |
| 归属母公司股东净利润 | 130.16 | 185.37 | 240.78 | 268.03 | 现金流量净额 | 69.82 | 204.13 | 323.11 | 344.29 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 1779.48 | 1983.61 | 2306.72 | 2651.00 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 506.51 | 677.83 | 935.43 | 1226.47 | 销售收入增长率 | 42.22% | 41.33% | 38.11% | 29.67% |
| 存货 | 50.61 | 60.85 | 87.45 | 117.61 | 营业利润增长率 | 101.47% | 18.80% | 54.90% | 15.82% |
| 其他流动资产 | 44.84 | 57.96 | 80.06 | 103.81 | 净利润增长率 | 12.77% | 27.01% | 29.89% | 11.32% |
| 长期股权投资 | 23.74 | 23.74 | 23.74 | 23.74 | EBITDA 增长率 | 36.35% | -34.49% | 26.58% | 10.85% |
| 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 | 317.13 | 287.05 | 256.98 | 226.91 | 毛利率 | 76.37% | 80.15% | 79.48% | 78.80% |
| 无形资产和开发支出 | 693.90 | 643.12 | 592.33 | 541.54 | 三费率 | 68.25% | 72.15% | 70.69% | 70.85% |
| 其他非流动资产 | 312.01 | 311.65 | 311.30 | 310.95 | 净利率 | 9.69% | 8.71% | 8.19% | 7.03% |
| 资产总计 | 3728.22 | 4045.81 | 4594.00 | 5202.03 | ROE | 4.92% | 5.95% | 7.29% | 7.66% |
| 短期借款 | 34.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.91% | 4.58% | 5.24% | 5.15% |
| 应付和预收款项 | 361.40 | 497.83 | 690.63 | 910.03 | ROIC | 8.09% | 10.76% | 15.32% | 18.85% |
| 长期借款 | 11.36 | 11.36 | 11.36 | 11.36 | EBITDA/销售收入 | 22.50% | 10.43% | 9.56% | 8.17% |
| 其他负债 | 356.41 | 419.04 | 589.30 | 782.17 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 763.94 | 928.23 | 1291.29 | 1703.56 | 总资产周转率 | 0.44 | 0.55 | 0.68 | 0.78 |
| 股本 | 711.44 | 711.00 | 711.00 | 711.00 | 固定资产周转率 | 10.05 | 16.61 | 29.97 | 56.04 |
| 资本公积 | 1181.73 | 1181.73 | 1181.73 | 1181.73 | 应收账款周转率 | 5.10 | 4.76 | 4.91 | 4.74 |
| 留存收益 | 885.19 | 1031.48 | 1216.62 | 1412.38 | 存货周转率 | 6.79 | 7.36 | 7.98 | 7.77 |
| 归属母公司股东权益 | 2541.87 | 2695.17 | 2880.31 | 3076.06 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 91.20% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 422.41 | 422.41 | 422.41 | 422.41 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2964.28 | 3117.58 | 3302.72 | 3498.47 | 资产负债率 | 20.49% | 22.94% | 28.11% | 32.75% |
| 负债和股东权益合计 | 3728.22 | 4045.81 | 4594.00 | 5202.03 | 带息债务/总负债 | 6.04% | 1.22% | 0.88% | 0.67% |
| | | | | | 流动比率 | 3.26 | 3.10 | 2.71 | 2.45 |
| | | | | | 速动比率 | 3.19 | 3.04 | 2.64 | 2.38 |
| | | | | | 股利支付率 | 27.10% | 21.08% | 23.11% | 26.97% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | | | | |
| EBITDA | 338.84 | 221.97 | 280.97 | 311.46 | 每股收益 | 0.18 | 0.26 | 0.34 | 0.38 |
| PE | 144.70 | 101.61 | 78.22 | 70.27 | 每股净资产 | 4.17 | 4.38 | 4.65 | 4.92 |
| PB | 6.35 | 6.04 | 5.70 | 5.38 | 每股经营现金 | 0.42 | 0.37 | 0.49 | 0.54 |
| PS | 12.50 | 8.85 | 6.41 | 4.94 | 每股股利 | 0.05 | 0.05 | 0.08 | 0.10 |
| EV/EBITDA | 49.59 | 74.58 | 57.77 | 51.01 | | | | | |
| 股息率 | 0.19% | 0.21% | 0.30% | 0.38% | | | | | |

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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn