

四维图新 (002405)

主业 2017 年 H2 有望触底，新业务蕴含五倍向上弹性空间

事件

公司近期公告，杰发科技完成工商变更登记，成为四维图新的全资子公司。同时，四维图新与杰发科技 2017 年 Q2 将发布国产首款车轨级的 ADAS 芯片。

首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 26 元。

我们认为，市场对于杰发科技业绩超预期和新业务收入空间认识存在不足。我们预计公司 17-18 年净利润分别为 4.12 亿元和 5.23 亿元。基于此，结合全球 ADAS 龙头估值水平，我们给予目标价 26 元，对应 2017 年 68X，2018 年 53X。首次覆盖，给予“增持”评级。

一、杰发在汽车芯片领域经验丰富，业绩有望实现超预期

杰发科技在汽车 IVI 芯片市场份额超过 60%，团队开发经验极为丰富。汽车芯片包括车载、车身和无人驾驶芯片三块。依托强大开发能力，我们判断，公司集成 ADAS、车身芯片等新品 2018 年有望全面放量。同时，值得注意的是，此前联发科已取消不能完成业绩承诺的补偿上限。基于此，考虑新品放量，我们判断公司业绩承诺完成确定性极高，实际业绩有望超出 17~18 年承诺净利润 2.28 和 3.03 亿元。

二、行业龙头地位稳固，我们预计主业在 2017 年 H2 触底

公司传统业务导航电子地图和车联网目前呈现均分格局。公司 2016 年业绩受行业竞争加剧下，导航电子地图价格下降所拖累。考虑 2017 年年初公司在福特、奔驰、宝马等中高端客户份额提升和 Q4 相关车型放量，我们判断导航电子地图业务 2017 年 Q4 有望恢复增长。叠加车联网持续高增长，我们预计公司主业 2017 年 H2 触底，20%左右增长中枢在 2018 年有望重新确立。

三、新业务蕴含五倍向上弹性空间，战略落地进程值得期待

ADAS 环节，我们预计单车价值 2020 年超过 5000 元。考虑公司产品布局，我们预计产品组合（芯片+高精度地图）价值量近 2000 元。考虑 40% 的 ADAS L1 渗透率（第三机构预计）和公司 30% 以上份额（长城等高端自主+BBA），我们判断公司 2020 年收入空间超过 60 亿元，蕴含三~五倍弹性空间。

展望无人驾驶远景，根据产业调研，公司目前已展开无人驾驶芯片领域的研究。全球，目前已形成英伟达和英特尔两大主要阵营。而国内实现无人驾驶，高精度地图无法绕开。考虑国内英伟达已与百度地图达成紧密合作，我们判断公司后续与行业巨头达成深度合作是大概率事件。

风险提示：中高端客户放量进程低于预期；新业务变现进程不及预期。

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	20.08 元
目标价格	26 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,066.53
流通 A 股股本(百万股)	1,008.47
A 股总市值(百万元)	21,415.87
流通 A 股市值(百万元)	20,250.01
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	17.88
一年内最高/最低(元)	36.23/16.97

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,059.01	1,506.15	1,582.67	2,587.66	3,506.28
增长率(%)	20.22	42.22	5.08	63.50	35.50
EBITDA(百万元)	134.04	226.34	185.42	509.97	667.54
净利润(百万元)	117.50	130.16	156.68	411.66	522.83
增长率(%)	11.56	10.77	20.38	162.73	27.01
EPS(元/股)	0.11	0.12	0.15	0.39	0.49
市盈率(P/E)	181.53	163.88	136.22	51.85	40.82
市净率(P/B)	8.67	8.39	6.58	6.04	5.48
市销率(P/S)	20.14	14.16	13.49	8.25	6.09
EV/EBITDA	88.05	114.77	102.63	37.31	27.56

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,731.91	1,779.48	2,544.22	2,583.48	3,289.69
应收账款	256.63	441.64	362.00	755.30	758.65
预付账款	17.31	26.01	41.02	44.79	62.94
存货	51.37	50.61	71.01	105.01	117.30
其他	83.11	83.71	55.62	127.27	84.04
流动资产合计	2,140.34	2,381.44	3,073.88	3,615.84	4,312.62
长期股权投资	17.23	23.74	23.74	23.74	23.74
固定资产	156.47	143.21	224.27	295.50	347.84
在建工程	49.05	173.92	140.35	132.21	109.33
无形资产	372.40	369.82	296.39	222.97	149.54
其他	375.76	636.09	538.68	549.48	539.84
非流动资产合计	970.91	1,346.78	1,223.44	1,223.90	1,170.28
资产总计	3,111.25	3,728.22	4,297.32	4,839.75	5,482.90
短期借款	92.45	34.77	0.00	0.00	0.00
应付账款	127.55	401.63	288.15	415.61	566.63
其他	253.63	294.80	303.74	381.98	438.32
流动负债合计	473.63	731.20	591.89	797.59	1,004.95
长期借款	0.00	11.36	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.58	21.38	16.74	15.23	17.79
非流动负债合计	7.58	32.74	16.74	15.23	17.79
负债合计	481.21	763.94	608.63	812.82	1,022.73
少数股东权益	169.38	422.41	445.08	495.38	562.98
股本	691.60	711.44	1,067.15	1,067.15	1,067.15
资本公积	982.81	1,181.73	1,181.73	1,181.73	1,181.73
留存收益	1,773.56	2,066.91	2,176.45	2,464.39	2,830.03
其他	(987.31)	(1,418.20)	(1,181.73)	(1,181.73)	(1,181.73)
股东权益合计	2,630.04	2,964.28	3,688.68	4,026.93	4,460.16
负债和股东权益总	3,111.25	3,728.22	4,297.32	4,839.75	5,482.90

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	129.42	145.95	156.68	411.66	522.83
折旧摊销	223.08	234.46	85.93	90.34	93.98
财务费用	(20.34)	(8.30)	(29.49)	(36.46)	(41.76)
投资损失	(12.22)	(22.88)	(18.00)	(18.00)	(18.00)
营运资金变动	(74.18)	21.26	56.29	(305.53)	227.89
其它	79.03	(73.99)	22.67	50.30	67.60
经营活动现金流	324.78	296.48	274.09	192.30	852.53
资本支出	250.80	400.13	64.64	81.51	47.45
长期投资	(33.63)	6.51	0.00	0.00	0.00
其他	(297.05)	(800.83)	(106.33)	(144.68)	(78.77)
投资活动现金流	(79.88)	(394.19)	(41.68)	(63.17)	(31.33)
债权融资	92.45	46.12	3.93	1.31	1.75
股权融资	1.03	5.87	621.68	36.46	41.76
其他	(62.76)	114.42	(93.27)	(127.64)	(158.50)
筹资活动现金流	30.72	166.41	532.34	(89.87)	(114.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	275.62	68.71	764.75	39.26	706.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,059.01	1,506.15	1,582.67	2,587.66	3,506.28
营业成本	197.04	355.97	395.19	520.12	708.27
营业税金及附加	13.06	13.42	16.78	27.43	35.76
营业费用	99.09	105.03	109.20	155.26	199.86
管理费用	710.75	941.99	971.76	1,474.97	1,998.58
财务费用	(35.87)	(19.09)	(29.49)	(36.46)	(41.76)
资产减值损失	25.88	8.25	8.25	8.25	8.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.22	22.88	18.00	18.00	18.00
其他	(24.45)	(45.77)	(36.00)	(36.00)	(36.00)
营业利润	61.29	123.47	128.97	456.10	615.32
营业外收入	113.66	88.36	88.36	96.80	91.17
营业外支出	1.56	13.11	5.25	6.64	8.33
利润总额	173.39	198.73	212.08	546.25	698.16
所得税	43.97	52.79	32.73	84.30	107.74
净利润	129.42	145.95	179.36	461.96	590.42
少数股东损益	11.92	15.79	22.67	50.30	67.60
归属于母公司净利润	117.50	130.16	156.68	411.66	522.83
每股收益(元)	0.11	0.12	0.15	0.39	0.49

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	20.22%	42.22%	5.08%	63.50%	35.50%
营业利润	29.58%	101.47%	4.45%	253.63%	34.91%
归属于母公司净利润	11.56%	10.77%	20.38%	162.73%	27.01%
获利能力					
毛利率	81.39%	76.37%	75.03%	79.90%	79.80%
净利率	11.10%	8.64%	9.90%	15.91%	14.91%
ROE	4.78%	5.12%	4.83%	11.66%	13.42%
ROIC	2.94%	10.14%	9.19%	38.15%	39.93%
偿债能力					
资产负债率	15.47%	20.49%	14.16%	16.79%	18.65%
净负债率	-57.04%	-45.31%	-28.78%	-48.16%	-39.73%
流动比率	4.52	3.26	5.19	4.53	4.29
速动比率	4.41	3.19	5.07	4.40	4.17
营运能力					
应收账款周转率	4.08	4.31	3.94	4.63	4.63
存货周转率	25.53	29.54	26.03	29.40	31.54
总资产周转率	0.35	0.44	0.39	0.57	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.12	0.15	0.39	0.49
每股经营现金流	0.30	0.28	0.26	0.18	0.80
每股净资产	2.31	2.38	3.04	3.31	3.65
估值比率					
市盈率	181.53	163.88	136.22	51.85	40.82
市净率	8.67	8.39	6.58	6.04	5.48
EV/EBITDA	88.05	114.77	102.63	37.31	27.56
EV/EBIT	464.30	248.86	191.28	45.34	32.08

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com