

证券研究报告—动态报告

信息技术

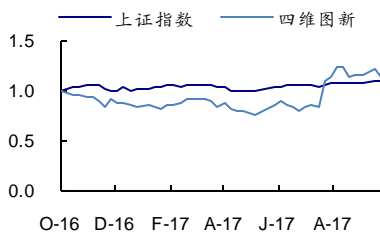
软件与服务

四维图新(002405)
增持

2017年三季度点评

(调低评级)

2017年10月25日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,283/1,026
总市值/流通(百万元)	32,065/25,659
上证综指/深圳成指	3,388/11,339
12个月最高/最低(元)	29.13/16.09

相关研究报告:

《四维图新-002405-车联网和芯片到自动驾驶,火箭启动》——2017-10-12

《四维图新-002405-2017年半年报点评:布局芯片营收长,主营向好净利增》——2017-08-29

《四维图新-002405-车载导航市场寡占增长确定,手持导航空间广阔》——2010-08-26

证券分析师: 高耀华

电话: 010-88005312

E-MAIL: gaoyaohua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060001

证券分析师: 何立中

电话: 010-88005322

E-MAIL: helz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516110003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

收入加速增长, 利润低于预期

● 并表收入加速增长, 整体业绩低于预期

四维图新前三季度实现营业收入 13.25 亿元, 同比增长 26.15%, 实现归母净利润 1.58 亿元, 同比增长 57.33%; 3Q 单季度实现收入 4.91 亿元, 同比增长 45.7%, 单季度净利润 0.37 亿元, 同比增长 66.01%; 公司的并表收入加速增长。从母公司的报表看, 3Q 单季收入 0.83 亿元, 同比下滑 50.6%; 母公司当季亏损 0.54 亿元。母公司的主要业务收入来自于车厂, 可能是车厂结算导致。公司预告 2017 全年净利润增长 40%-60%, 即 2.19-2.66 亿元, 低于市场预期。

● 收购杰发科技, 布局汽车芯片并显著增厚业绩

四维图新今年完成了对杰发科技的收购。杰发科技起源于 MTK, 收购后, 将从车载信息娱乐系统向车辆控制系统发展, 在车载功放系统 AMP、胎压监测系统 TPMS、车身控制系统 BCM 领域发力, 目标是成为中国领先的汽车集成电路提供商。杰发从 2017 年 3 月份开始并表, 承诺 17/18 年净利润 2.28/3.03 亿元; 如果杰发可以完成业绩目标, 将贡献上市公司全年大部分利润。

● A 股无人驾驶高精度地图的第一标的并完善产业链优势

四维图新是 A 股无人驾驶高精度地图的第一标的, 也是国内最好的高精度地图供应商之一。业务布局从传统的车载导航到车联网和车载芯片、再到未来的无人驾驶, 公司正在完善无人驾驶的业务布局。

● 风险提示

如果发生商誉减值将对未来利润产生较大影响; 导航业务存在价格下降和市场竞争的风险。

● 关注芯片产品进展和车联网变现, 下调评级至“增持”

当前公司主要的业务突破来自于杰发的车载前装芯片以及商用车的车联网业务变现, 需要持续关注杰发的车载芯片产品进度以及车联网的变现进展, 这两部分业务仍有较大潜力贡献业绩增长。

预计公司 17-19 年的收入分别是 21.78/27.33/34.02 亿元, 同比增长 37.4%/25.5%/24.5%, 归母净利润分别是 2.49/3.47/4.22 亿元, 同比增长 58.7%/39.6%/21.5%, EPS 分别为 0.19/0.27/0.33 元, 对应 PE 为 132/95/78 倍。公司短期业绩下调, 基于业绩因素, 我们暂时下调评级至“增持”。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,506	1,585	2,178	2,733	3,402
(+/-%)	42.2%	5.3%	37.4%	25.5%	24.5%
净利润(百万元)	130	157	248.52	346.85	421.54
(+/-%)	10.8%	20.3%	58.7%	39.6%	21.5%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.12	0.19	0.27	0.33
EBIT Margin	8.1%	4.7%	6.2%	9.2%	9.3%
净资产收益率(ROE)	5.1%	2.4%	3.7%	5.0%	5.8%
市盈率(PE)	246.4	209.6	132.1	94.7	77.9
EV/EBITDA	79.3	184.4	140.5	87.1	70.3
市净率(PB)	12.6	5.00	4.87	4.70	4.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

并表收入加速增长，整体业绩低于预期

四维图新前三季度实现营业收入 13.25 亿元，同比增长 26.15%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 57.33%；3Q 单季度实现收入 4.91 亿元，同比增长 45.7%，单季度净利润 0.37 亿元，同比增长 66.01%；公司的并表收入加速增长。

从母公司的报表看，3Q 单季收入 0.83 亿元，同比下滑 50.6%；母公司当季亏损 0.54 亿元。母公司的主要业务收入来自于车厂，可能是车厂结算导致。

公司预告 2017 全年净利润增长 40%-60%，即 2.19-2.66 亿元，低于市场预期。

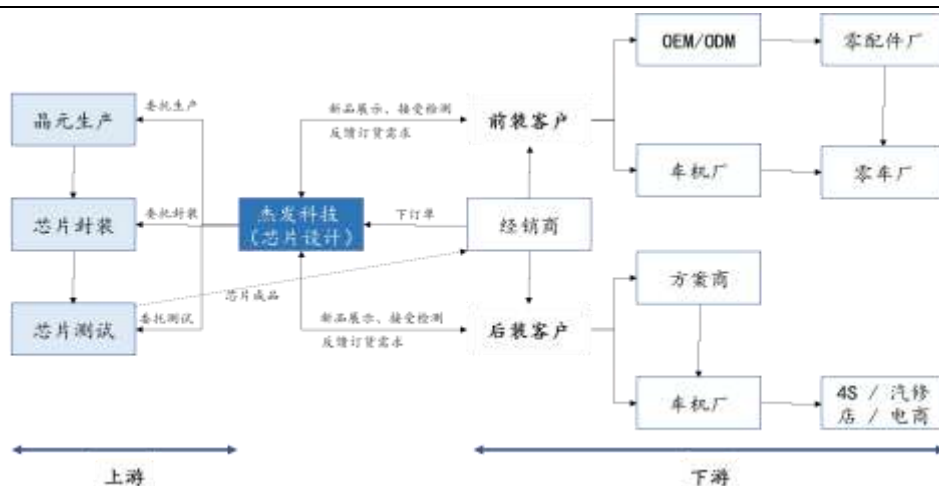
收购杰发科技，布局汽车芯片，业绩显著增厚

2017 年 3 月 2 日，四维图新正式完成了对杰发科技（合肥）有限公司 100% 的股权收购。本次收购价格 38.8 亿元人民币，其中四维图新现金支付 35.5 亿元，发行股份支付 3.3 亿元。杰发从 2017 年 3 月份开始并表，承诺 17/18 年净利润 2.28/3.03 亿元；如果杰发可以完成业绩目标，将贡献上市公司全年大部分利润。

杰发科技设立于 2013 年 10 月 31 日，前身是在汽车电子芯片设计领域有多年积累的联发科的汽车电子事业部。2010 年联发科设立了由四十多名资深人员组成的专门小组，开始车载信息娱乐系统产品的研发，在明确发展方向后，联发科于 2011 年正式成立了汽车电子事业部，员工达到 80 多人。2013 年 10 月，杰发科技正式成立，成为联发科旗下定位于以车载信息娱乐系统为主的汽车电子芯片专业子公司，原汽车电子事业部人员则转入杰发科技。

杰发科技主要从事汽车电子芯片的研发、设计，主要产品为车载信息娱乐系统芯片及解决方案。杰发科技已经与多家前装车厂建立起战略合作关系，包括丰田、吉利、奇瑞等国内外知名汽车厂商。但是，未来杰发科技计划从车载信息娱乐系统向车辆控制系统发展，在车载功放系统 AMP、胎压监测系统 TPMS、车身控制系统 BCM 领域发力，最终成为中国领先的汽车集成电路提供商。

图 1：杰发科技总体业务流程图



资料来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，国信证券经济研究所整理

我们认为，需要密切关注杰发科技的业绩情况，否则，四维图新以 800%+ 的高溢价收购杰发科技所形成的高达 30 亿元+ 的商誉若发生减值，会对四维图新的净利润产生严重影响。

公司仍是 A 股无人驾驶高精度地图的第一标的

无人驾驶需要高精度地图

无人驾驶车辆需要了解自身的位置，及其周围的情况。尽管无人驾驶车辆已经有了感知技术，但是由于光波是直线传播的，因而其会受到各种物体的遮挡。同时，传感器作用距离较近，一般激光雷达最远也就几百米，摄像头在特殊路况下可能只有几米的有效视野（如前车扬尘、北京严重雾霾等），这在高速公路上提供不了足够大的缓冲，会造成很严重的安全问题。最重要的是，远距离高精度的传感器造价惊人，其所需配备的软件和处理器复杂度高，耗能严重，并且价格昂贵，因此，能够提供先验信息的、实时的高精度地图是必须的。一般而言，高精度地图有两大性能指标要求：1) 需要达到±10cm 的精度；2) 需要实时更新信息。高精度地图的成功的关键在于高效率、低成本地完成信息的采集。

四维图新正处于从传统地图到 ADAS 地图到 HAD 高精度地图的发展阶段

公司从 2002 年开始提供中国最早的商用导航地图产品，拥有超过 10 年的经验及积累。四维图新数字地图产品已全面覆盖所有高速公路，国省道，县乡道路，实现全国（含港、澳）所有城县村乡的无间断引导，POI 数量近 2000 万；采用全实地采集作业方式，保证数据可靠性；已先后通过 TS 16949 及 Automotive SPICE 等权威认证。针对全球客户的多样化需求，四维图新可以提供满足欧、美、日等全球客户的不同标准与规格的产品。

但是，随着免费的移动端导航对车载导航市场的挤压，及百度、阿里的强势入局（百度收购长地万方、阿里收购高德地图），传统地图等领域的盈利十分有限。我们注意到，四维图新已经展开了 ADAS 地图及 HAD 高精度地图的布局。

ADAS 地图建立在传统导航地图上，与传统地图相比，其精度更高（达到米级），包含了较多的信息，如道路的曲率与坡度等，可以有效支持更多的应用场景（如上文提到的发动机实时调教）。一般来说，ADAS 可以应用于 L3 级别的自动驾驶。目前四维图新 ADAS 地图已经达到了 20cm 的精度，总覆盖里程达到 55 万公里。2017 年底，四维图新可以支持至少 20 个城市 L3 级别的高精度地图；2019 年，四维图新将完成全国高速公路道路 L3 级别高精度地图采集。

HAD 高精度地图则在 ADAS 地图上更进了一步，其精度达到 10cm 级，同时增加了对地图数据的实时性的要求。HAD 高精度地图包含着细致到每个车道的坡度、曲率、航向、高程、车道线、限速、道路交通标志等信息。目前，四维图新已经完成了 3 万多公里的高速公路 HAD 地图绘制。与传统地图相比，HAD 高精度地图的盈利模式也会有显著的改变。在传统导航地图时代，图商卖的其实是地图的 license，属于一次性收费，之后的更新是免费提供的服务；但是到了 HAD 高精度地图时代，地图的实时性信息是不可或缺的，因而图商会改为服务费的收费方式，这会对收入的确认、收入在产品生命周期的分配产生较大影响。

图 2: 三类导航地图对比

传统导航地图	ADAS地图	自动驾驶地图
小	地图大小	大
低	采集成本	高
10m级	精确度	10cm级
月	信息更新速度	实时
高	人类可读性	无
低	价格	高
一次性	销售方式	服务费

资料来源: 国信证券经济研究所研究

关注芯片产品进展和车联网变现, 下调评级至“增持”

当前公司主要的业务突破来自于杰发的车载前装芯片以及商用车的车联网业务变现, 需要持续关注杰发的车载芯片产品进度以及车联网的变现进展, 这两部分业务仍有较大潜力贡献业绩增长。

预计公司 17-19 年的收入分别是 21.78/27.33/34.02 亿元, 同比增长 37.4%/25.5%/24.5%, 归母净利润分别是 2.49/3.47/4.22 亿元, 同比增长 58.7%/39.6%/21.5%, EPS 分别为 0.19/0.27/0.33 元, 对应 PE 为 132/95/78 倍。公司短期业绩下调, 基于业绩因素, 我们暂时下调评级至“增持”。

风险提示

如果发生商誉减值将对未来利润产生较大影响; 导航业务存在价格下降和市场竞争的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2328	1968	1128	1000	营业收入	4800	2178	2733	3402
应收款项	2694	716	898	1118	营业成本	3954	546	650	829
存货净额	1250	106	123	157	营业税金及附加	25	22	25	31
其他流动资产	1327	109	137	170	销售费用	243	137	169	204
流动资产合计	7688	2905	2296	2461	管理费用	440	1337	1637	2022
固定资产	492	1066	1453	1869	财务费用	84	(50)	(23)	(4)
无形资产及其他	532	618	603	577	投资收益	50	20	20	20
投资性房地产	982	3846	3846	3846	资产减值及公允价值变动	(74)	(23)	(23)	(23)
长期股权投资	402	56	65	75	其他收入	0	0	0	0
资产总计	10095	8491	8264	8829	营业利润	30	182	272	317
短期借款及交易性金融负债	398	0	0	542	营业外净收支	19	70	80	110
应付款项	2377	160	193	245	利润总额	49	252	352	427
其他流动负债	1031	1161	703	437	所得税费用	9	66	91	111
流动负债合计	3806	1320	896	1225	少数股东损益	4	(62)	(87)	(105)
长期借款及应付债券	898	0	0	0	归属于母公司净利润	36	249	347	422
其他长期负债	110	51	65	80					
长期负债合计	1007	51	65	80	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4813	1371	962	1305	净利润	36	249	347	422
少数股东权益	496	383	323	249	资产减值准备	29	(6)	9	11
股东权益	4786	6737	6979	7274	折旧摊销	117	108	137	169
负债和股东权益总计	10095	8491	8264	8829	公允价值变动损失	74	23	23	23
					财务费用	84	(50)	(23)	(4)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1214)	(2374)	(628)	(475)
每股收益	0.12	0.19	0.27	0.33	其它	(40)	(38)	(69)	(85)
每股红利	0.03	0.06	0.08	0.10	经营活动现金流	(999)	(2038)	(182)	65
每股净资产	5.12	5.25	5.44	5.67	资本开支	93	(540)	(540)	(594)
ROIC	2%	2%	3%	3%	其它投资现金流	4	(2)	(4)	(6)
ROE	2%	4%	5%	6%	投资活动现金流	(77)	(552)	(553)	(609)
毛利率	77%	75%	76%	76%	权益性融资	2440	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	14%	14%	支付股利、利息	(134)	(78)	(104)	(126)
收入增长	5%	37%	25%	24%	其它融资现金流	(309)	0	0	542
净利润增长率	20%	59%	40%	22%	融资活动现金流	1863	(78)	(104)	416
资产负债率	40%	21%	16%	18%	现金净变动	787	(2668)	(840)	(128)
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	1541	4636	1968	1128
P/E	209.6	132.1	94.7	77.9	货币资金的期末余额	2328	1968	1128	1000
P/B	5.0	4.9	4.7	4.5	企业自由现金流	(891)	(2706)	(845)	(665)
EV/EBITDA	184.4	140.5	87.1	70.3	权益自由现金流	(1200)	(2669)	(828)	(120)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		