

四维图新 (002405) \计算机

——杰发整合良好，自动驾驶产品化值得期待

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：25.19元

事件：

公司发布2017年三季报，实现营收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%。其中第三季度实现营收4.91亿元，同比增长45.96%；实现归母净利润0.37亿元，同比增长66.01%。同时公司预计全年实现归母净利润2.19-2.66亿元，同比增长40%-70%。

投资要点：

➤ 营收增长提速，汽车电子芯片业务向好

对比公司营收同比增速情况，17Q1、17Q2、17Q3分别为13.37%、19.65%、45.96%，17Q3营收增长明显提速，而从毛利率情况来看，分别为79.51%、73.66%、71.38%，由于杰发科技的汽车电子芯片业务毛利率低于公司原有业务，综合营收增长提速以及毛利率持续下滑来看，印证公司汽车电子芯片销量呈现持续增长趋势，收入占比不断提升。

➤ 新业务处于投入期，业绩短期承压

公司期间费用方面，17Q1、17Q2、17Q3销售费用分别同比增长-2.17%、27.83%、10.83%，管理费用分别同比增长4.84%、16.20%、44.06%，可以看到三季度销售费用增速有所放缓，管理费用增速大幅提升，同时公司预期全年归母净利润同比增长40%-70%。考虑到公司此前规划在2017年底实现部分城市LV3级别的高精度地图可商用，以及杰发计划在今明两年推出TPMS胎压监测芯片、AMP车载功率电子芯片、MCU车身控制芯片等新产品，公司新业务正处于高投入期，加之杰发面对后装市场竞争加剧，采取更具竞争性的价格策略积极应对，两方面因素导致公司业绩短期承压，但我们仍看好公司后续发展，新产品的推出有望带来新动力。

➤ 面向自动驾驶布局不断深入，产品化值得期待

自去年以来，公司在自动驾驶领域先后与延锋伟世通、威马汽车、蔚来汽车、爱驰亿维等电动车厂以及长城汽车等传统车厂签订战略合作协议，双方将基于核心导航服务、HAD高精地图数据和引擎、计算芯片等优势资源，实现自动驾驶汽车的场景化和产品化落地。近期，公司亦与前百度、乐视无人驾驶负责人倪凯博士创办的禾多科技签订战略合作，禾多科技主攻Level3.5级的自动驾驶技术方案，借助禾多在上层算法和数据处理方面的优势，公司有望将手中海量数据打造成面向自动驾驶市场的可行数据产品。

➤ 维持“推荐”评级

根据公司全年业绩预期情况，我们对前期盈利预测进行了调整，预计公司2017-2019年EPS分别为0.19元、0.28元、0.38元，对应当前股价PE分别为133、

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,283/1,026
流通A股市值 (百万元)	25,885
每股净资产 (元)	5.12
资产负债率 (%)	36.63
一年内最高/最低 (元)	29.13/16.09

一年内股价相对走势



吴金雅 分析师

执业证书编号: S0590517020001

电话: 0510-82833337

邮箱: wujy@glsc.com.cn

相关报告

- 《四维图新 (002405) \计算机行业》
《杰发并表助力成长，自动驾驶布局持续推进》
- 《四维图新 (002405) \计算机行业》
《业绩稳健，车联网及自动驾驶奠定成长基石》
- 《四维图新 (002405) \计算机行业》
《业绩基本符合预期，车联网业务表现靓丽》

88、67 倍。公司作为 A 股唯一的“高精度地图+车规级智能芯片”上市公司，稀缺性明显，后续有望结合高精度地图、人工智能、芯片提供完整的自动驾驶解决方案，中长期成长空间值得期待，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

车联网及自动驾驶业务拓展不及预期；并购整合效果不及预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,506.15	1,585.31	2,246.12	2,701.72	3,106.38
增长率（%）	42.22%	5.26%	41.68%	20.28%	14.98%
EBITDA（百万元）	412.00	384.08	442.52	625.71	797.66
净利润（百万元）	130.16	156.57	242.20	364.10	482.33
增长率（%）	10.77%	20.29%	54.69%	50.33%	32.47%
EPS（元/股）	0.10	0.12	0.19	0.28	0.38
市盈率（P/E）	248.22	206.36	133.40	88.74	66.99
市净率（P/B）	12.71	11.57	10.88	9.98	9.00
EV/EBITDA	40.72	67.07	59.17	42.28	33.22

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,614.92	1,524.62	1,169.23	975.63	1,023.97	营业收入	1,506.15	1,585.31	2,246.12	2,701.72	3,106.38
应收账款+票据	480.51	506.61	581.00	647.28	697.48	营业成本	355.97	366.99	637.54	836.33	991.46
预付账款	26.01	28.60	35.46	43.59	52.18	营业税金及附加	13.42	13.72	22.46	27.02	31.06
存货	50.61	57.91	113.44	122.59	129.72	营业费用	105.03	112.53	134.77	162.10	183.28
其他	35.99	19.26	19.26	19.26	19.26	管理费用	941.99	1,017.77	1,196.28	1,249.28	1,308.41
流动资产合计	2,208.04	2,136.99	1,918.39	1,808.34	1,922.61	财务费用	-19.09	-26.76	-16.72	-14.36	-13.64
长期股权投资	23.74	41.40	41.40	41.40	41.40	资产减值损失	8.25	36.10	23.41	23.41	23.41
固定资产	143.21	139.27	664.57	655.54	638.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	173.92	626.64	0.00	0.00	0.00	投资净收益	6.42	14.66	0.00	0.00	0.00
无形资产	235.37	221.51	639.88	700.03	756.61	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	742.43	718.99	879.79	1,222.08	1,545.70	营业利润	107.01	79.62	248.38	417.94	582.41
非流动资产合计	1,318.66	1,747.82	2,225.64	2,619.05	2,982.53	营业外净收益	91.72	83.98	88.52	88.52	88.52
资产总计	3,526.70	3,884.81	4,144.03	4,427.40	4,905.14	利润总额	198.73	163.61	336.90	506.46	670.92
短期借款	34.77	21.92	0.00	0.00	0.00	所得税	52.79	47.35	70.75	106.36	140.89
应付账款+票据	107.79	115.06	124.64	139.33	150.68	净利润	145.95	116.26	266.15	400.11	530.03
其他	408.50	576.24	647.04	613.92	680.51	少数股东损益	15.79	-40.31	23.95	36.01	47.70
流动负债合计	551.06	713.22	771.68	753.25	831.19	归属于母公司净利润	130.16	156.57	242.20	364.10	482.33
长期带息负债	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	42.22%	5.26%	41.68%	20.28%	14.98%
负债合计	562.42	713.22	771.68	753.25	831.19	EBIT	30.39%	-20.88%	130.50%	53.09%	33.32%
少数股东权益	422.41	378.18	402.13	438.14	485.84	EBITDA	14.69%	-6.78%	15.21%	41.40%	27.48%
股本	711.44	1,066.53	1,066.53	1,066.53	1,066.53	归属于母公司净利润	11.56%	20.29%	54.69%	50.33%	32.47%
资本公积	952.69	725.77	725.77	725.77	725.77	获利能力					
留存收益	877.75	1,001.12	1,177.92	1,443.71	1,795.81	毛利率	76.37%	76.85%	71.62%	69.04%	68.08%
股东权益合计	2,964.28	3,171.60	3,372.35	3,674.15	4,073.95	净利率	9.69%	7.33%	11.85%	14.81%	17.06%
负债和股东权益总计	3,526.70	3,884.81	4,144.03	4,427.40	4,905.14	ROE	5.12%	5.60%	8.15%	11.25%	13.44%
						ROIC	5.40%	2.16%	11.02%	14.07%	15.99%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债	15.95%	18.36%	18.62%	17.01%	16.95%
净利润	133.70	96.25	196.22	330.18	460.10	流动比率	4.01	3.00	2.49	2.40	2.31
折旧摊销	234.46	243.60	118.70	129.97	136.73	速动比率	3.85	2.89	2.31	2.21	2.13
财务费用	-8.30	-8.14	-13.09	-10.72	-10.00	营运能力					
存货减少	1.89	-6.80	-55.53	-9.15	-7.13	应收账款周转率	3.51	3.40	4.20	4.59	4.89
营运资金变动	-104.42	-21.83	-0.86	-92.84	19.15	存货周转率	7.03	6.34	5.62	6.82	7.64
其它	41.25	91.90	23.41	23.41	23.41	总资产周转率	0.43	0.41	0.54	0.61	0.63
经营活动现金流	298.58	394.98	268.85	370.84	622.26	每股指标(元)					
资本支出	307.78	459.56	232.34	200.00	200.00	每股收益	0.10	0.12	0.19	0.28	0.38
长期投资	1,165.51	435.27	387.60	346.79	323.62	每股经营现金流	0.23	0.31	0.21	0.29	0.49
其他	1,079.11	565.77	69.93	69.93	69.93	每股净资产	1.98	2.18	2.32	2.52	2.80
投资活动现金流	-394.19	-329.06	-550.01	-476.86	-453.69	估值比率					
债权融资	-70.87	-25.50	-21.92	0.00	0.00	市盈率	248.22	206.36	133.40	88.74	66.99
股权融资	276.84	0.60	0.00	0.00	0.00	市净率	12.71	11.57	10.88	9.98	9.00
其他	-39.56	34.96	-52.31	-87.58	-120.23	EV/EBITDA	40.72	67.07	59.17	42.28	33.22
筹资活动现金流	166.41	10.06	-74.23	-87.58	-120.23	EV/EBIT	94.50	183.36	80.86	53.37	40.09
现金净增加额	71.92	79.21	-355.39	-193.60	48.34						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

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

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

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064