

## 四维图新(002405)/计算机

## 激励落地, 增长可期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 24.16

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

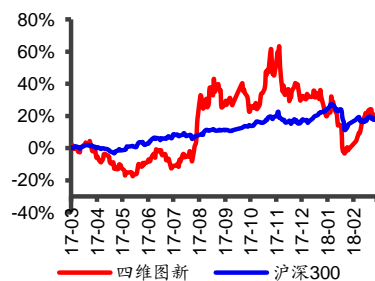
Email: xiecs@r.qizq.com.cn

联系人: 陈倩卉

Email: chenqh@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1283
流通股本(百万股)	1026
市价(元)	24.16
市值(亿元)	310
流通市值(亿元)	310

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 你(NI)我(ME)合作, 加快自动驾驶本土商业化

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,506.2	1,585.3	2,154.3	3,086.5	4,048.1
增长率(%)	42.2%	5.3%	35.9%	43.3%	31.2%
归母净利润(百万元)	130.2	156.6	265.3	403.6	550.5
增长率(%)	10.8%	20.3%	69.5%	52.1%	36.4%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.21	0.31	0.43
每股现金流量	0.05	0.06	0.25	0.65	0.06
净资产收益率	5.1%	5.6%	8.0%	11.1%	13.7%
P/E	238.1	197.9	116.8	76.8	56.3
PEG	6.6	3.3	4.7	2.1	0.9
P/B	12.2	11.1	9.3	8.5	7.7

备注:

**投资要点**

- 股权激励方案落地。**公司披露股权激励方案, 计划拟授予限制性股票 3100 万股, 占总股本 2.42%, 激励对象为 391 人, 授予价格 12.15 元/股。业绩考核指标为: 以 2017 年净利润为基数, 2018-2020 年增速不低于 15%/25%/35%。我们认为, 本次股权激励有助于四维在智能驾驶领域留住核心技术人才, 驱动业务快速增长。
- 杰发并表和地图编译驱动业绩快速增长。**根据公司业绩快报, 2017 年公司营业收入为 21.55 亿元, 同比增长 35.9%, 归属于上市公司股东净利润为 2.65 亿元, 同比增长 64.7%。业绩增长的驱动因素包括: (1)杰发科技的并表, 2017 年 3 月份杰发开始并表; (2)地图编译业务的快速增长。各个业务方面进展方面, 根据 2017 年半年报中各业务发展特点来看, 我们认为, 2017 年前装车载导航电子地图面临需求和价格竞争的压力, 主要来自于车厂成本控制和图商竞争。但相对而言, 合资品牌车企(四维主要客户)在成本和价格敏感度方面低于国内车企, 因此我们认为, 四维受到的影响相对小一些。车联网方面, 我们认为, 国内商用车车联网业务正在快速发展, 四维在该领域也深耕多年。2017 年 12 月 25 日, 四维收购寰卫星 37.4% 股权, 收购完成后四维将持有中寰卫星 76.32% 的股权, 本次收购将强化四维在商用车车联网业务布局。中寰卫星是商用车车联网行业具有重要影响的高新技术企业, 目前在 16 个省分支机构, 包括 9 家全资及控股子公司、5 家分公司, 截至 2017 年 7 月, 总员工数 726 人。
- 高精度地图进展。**高精度地图领域, 无论是在采集车数量还是在覆盖的路程方面, 四维图新均处于国内领先水平。按照公司此前规划, 2017 年高精度地图覆盖全国 25% 的高速公路, 覆盖城市包括北京、上海、杭州等, 2018 年高精度地图覆盖全国 80% 的高速公路, 2019 年覆盖全国 100% 的高速公路。我们认为, 目前国内高精度地图的商业模式正在逐步形成, 高精度地图的产品需要不断与车载辅助驾驶产品进行反复打磨和适配。在高精度地图产品初期, 地图厂商需要跟 Tier1 以及车厂进行产品的测试和完善, 因此我们认为, 拥有大量 B 端车厂客户的图商在高精度地图的产品试错和完善方面更加具有优势, 其产品迭代速度也会更快。目前四维在前装车载导航市场领域居于国内市场份额第一, 拥有大量优质的合资车厂客户, 其有望在高精度地图的产品成熟度方面走在行业前列。
- 芯片进展。**芯片的业务主体为杰发科技, 目前在卖产品及在研产品包括: IVI 芯片、ADAS 芯片、V2X 芯片、AMP 车载功率电子芯片、TPMS 胎压监测芯片、MCU(BCM)车身控制芯片等。后面三款芯片作为公司新的产品线有望不断为公司产生新的收入贡献。在 2017 年 CES Asia 展会上, 杰发推出了其自主研发的国内首个车身控制 MCU 芯片, 可以控制车窗下降、雨刷调节、尾灯开关, 而且在此基础上有望推出车身控制模块(BCM)的整体解决方案。我们认为, 杰发三款新的产品有望在 2019 年产生明显的收入贡献。
- 盈利预测及投资建议。**我们认为, 四维图新是国内智能驾驶领域核心标的, “高精度地图+车载芯片”的布局具有一定稀缺性。我们预计, 公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.65/4.04/5.50 亿元, EPS 分别为 0.21/0.31/0.43 元, 目前股价对应 2017-2019 年的 PE 分别 117X、77X、56X。维持“买入”评级。
- 风险提示。**前装导航电子地图价格竞争的风险; 高精度地图进展低于预期的风险。

图表 1: 公司财务报表分析与预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,585.3	2,154.3	3,086.5	4,048.1	净利润	116.3	265.3	403.6	550.5
减:营业成本	367.0	511.0	773.3	1,023.4	加:折旧和摊销	243.6	133.9	133.9	133.9
营业税费	13.7	21.5	28.3	37.5	资产减值准备	36.1	-	-	-
销售费用	112.5	146.2	168.3	220.4	公允价值变动损失	-	-	-	-
管理费用	1,017.8	1,248.9	1,740.3	2,253.9	财务费用	-8.1	-26.9	-36.2	-42.9
财务费用	-26.8	-26.9	-36.2	-42.9	投资收益	-20.4	-18.5	-20.6	-19.9
资产减值损失	36.1	23.4	22.6	27.4	少数股东损益	-40.3	-12.4	-35.3	-77.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	营运资金的变动	142.0	-341.0	446.0	-362.6
投资和汇兑收益	20.4	18.5	20.6	19.9	<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>398.6</b>	<b>0.4</b>	<b>891.4</b>	<b>181.5</b>
<b>营业利润</b>	<b>85.4</b>	<b>248.8</b>	<b>410.5</b>	<b>548.2</b>	<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-329.1</b>	<b>56.8</b>	<b>-7.2</b>	<b>25.6</b>
加:营业外净收支	78.2	88.5	80.7	82.5	<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>10.1</b>	<b>261.0</b>	<b>-57.1</b>	<b>-129.2</b>
<b>利润总额</b>	<b>163.6</b>	<b>337.3</b>	<b>491.1</b>	<b>630.7</b>	<b>现金净流量</b>	<b>82.8</b>	<b>318.9</b>	<b>828.8</b>	<b>79.9</b>
减:所得税	47.3	84.3	122.8	157.7					
<b>净利润</b>	<b>156.6</b>	<b>265.3</b>	<b>403.6</b>	<b>550.5</b>					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,724.2	2,042.4	2,869.5	2,947.5	<b>成长性</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	营业收入增长率	5.3%	35.9%	43.3%	31.2%
应收帐款	451.9	638.1	939.3	1,193.6	营业利润增长率	-30.8%	191.2%	65.0%	33.6%
应收票据	54.7	29.4	108.7	84.1	净利润增长率	20.3%	69.5%	52.1%	36.4%
预付帐款	28.6	52.2	58.3	95.1	EBITDA增长率	-18.6%	93.1%	42.8%	25.8%
存货	57.9	113.0	123.3	195.9	EBIT增长率	-43.8%	278.3%	68.7%	35.0%
其他流动资产	28.6	47.0	40.1	38.6	净资产增长率	7.0%	16.0%	7.5%	7.6%
可供出售金融资产	141.4	101.9	130.4	124.6	<b>利润率</b>				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	76.9%	76.3%	74.9%	74.7%
长期股权投资	41.4	41.4	41.4	41.4	营业利润率	5.4%	11.5%	13.3%	13.5%
投资性房地产	-	-	-	-	净利润率	9.9%	12.3%	13.1%	13.6%
固定资产	139.3	97.9	56.5	15.0	EBITDA/营业收入	11.6%	16.5%	16.5%	15.8%
在建工程	626.6	626.6	626.6	626.6	EBIT/营业收入	3.7%	10.3%	12.1%	12.5%
无形资产	443.8	351.3	258.9	166.4	<b>运营效率</b>				
其他非流动资产	383.8	296.9	275.3	262.2	固定资产周转天数	32	20	9	3
<b>资产总额</b>	<b>4,122.2</b>	<b>4,438.1</b>	<b>5,528.3</b>	<b>5,791.0</b>	流动资产周转天数	537	440	412	387
短期债务	21.9	-	-	-	应收帐款周转天数	101	91	92	95
应付帐款	573.5	345.6	1,186.0	1,009.5	存货周转天数	12	14	14	14
应付票据	0.8	0.2	0.5	0.7	总资产周转天数	891	715	581	503
其他流动负债	330.3	394.0	365.0	503.1	投资资本周转天数	246	234	148	99
长期借款	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
其他非流动负债	24.2	17.7	21.1	21.0	ROE	5.6%	8.0%	11.1%	13.7%
<b>负债总额</b>	<b>950.6</b>	<b>757.5</b>	<b>1,572.7</b>	<b>1,534.4</b>	ROA	2.8%	5.7%	6.7%	8.2%
<b>少数股东权益</b>	<b>378.2</b>	<b>365.8</b>	<b>330.5</b>	<b>253.1</b>	ROIC	4.6%	13.3%	18.1%	38.2%
股本	1,066.5	1,282.6	1,282.6	1,282.6	<b>费用率</b>				
留存收益	1,886.2	2,032.1	2,342.5	2,720.9	销售费用率	7.1%	6.8%	5.5%	5.4%
<b>股东权益</b>	<b>3,171.6</b>	<b>3,680.6</b>	<b>3,955.7</b>	<b>4,256.6</b>	管理费用率	64.2%	58.0%	56.4%	55.7%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,122.2</b>	<b>4,438.1</b>	<b>5,528.3</b>	<b>5,791.0</b>	财务费用率	-1.7%	-1.2%	-1.2%	-1.1%
					三费/营业收入	69.6%	63.5%	60.7%	60.1%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。