

四维图新(002405)/计算机

2017, 从图商向自动驾驶厂商的迈进

评级: 买入(维持)

市场价格: 26.98

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

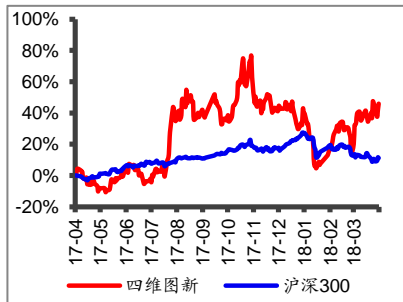
Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

联系人: 陈倩卉

Email: chenqh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1283
流通股本(百万股)	1030
市价(元)	26.98
市值(亿元)	346
流通市值(亿元)	277

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 激励落地, 增长可期
- 2 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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,585.3	2,156.5	2,896.8	3,849.1	4,968.4
增长率 yoy%	5.3%	36.0%	34.3%	32.9%	29.1%
归母净利润(百万元)	156.6	265.2	402.9	542.1	706.8
增长率 yoy%	20.3%	69.4%	51.9%	34.6%	30.4%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.27	0.36	0.47
每股现金流量	0.06	0.25	-0.28	0.92	0.78
净资产收益率	5.6%	4.0%	5.6%	7.1%	8.5%
P/E	221.0	130.5	100.4	74.6	57.2
PEG	4.0	3.3	3.0	1.4	1.4
P/B	12.4	5.2	5.6	5.3	4.9

备注:

投资要点

- 2018H1 净利润增长 10%-40%。**2017 年公司营业收入为 21.56 亿元, 同比增长 36.0%, 归母净利润为 2.65 亿元, 同比增长 69.4%, 扣非后归母净利润为 2.20 亿元, 同比增长 51.8%。2017 年第四季度收入为 8.31 亿元, 同比增长 55.4%, 归母净利润为 1.07 亿元, 同比增长 91.1%。2017 年业绩的增长的主要驱动因素为:(1)杰发的并表, 2017 年 3 月杰发开始并表, 2017 年杰发并表收入为 5.17 亿元, 并表利润为 1.88 亿元。(2)导航和自动驾驶业务的增长。2018 年 Q1, 公司营业收入为 4.52 亿元, 同比增长 23.4%, 归母净利润为 7332 万元, 同比增长 46.3%, 扣非后归母净利润为 5596 万元, 同比增长 14.0%。公司预计, 2018 年上半年, 归母净利润为 1.33-1.70 亿元, 同比增长 10%-40%, 主要来自于芯片业务的增长。
- 研发投入继续加大。**分业务来看, (1)导航业务, 收入为 9.41 亿元, 同比增长 15.4%, 毛利率为 95.47%, 同比提升 3.20 个百分点, 我们认为, 毛利率的提升主要是因为地图编译成本减少。(2)车联网业务, 收入为 4.75 亿元, 同比减少 9.8%, 毛利率为 53.0%, 同比增加 1.81 个百分点。(3)芯片业务, 收入为 5.17 亿元, 毛利率为 57.06%。(4)高级辅助驾驶及自动驾驶, 收入 4264 万元, 同比增长 89.7%。(5)企业及行业应用, 收入为 1.77 亿元, 同比减少 19.7%。2017 年公司研发投入为 9.13 亿元, 研发占收入比例为 42.4%, 研发人员数量为 2691 人, 占比 56.5%, 研发投入资本化率为 22.5%, 同比减少 7.7 个百分点。四维的研发收入比一直是计算机行业比较高的。2018 年公司有望继续在自动驾驶和芯片领域加大投入。
- 导航业务分析。**公司导航业务包括地图数据、数据编译和导航软件业务。对于这三块业务, 我们应该分开来看。(1)受到互联网企业手机导航软件竞争影响的主要是在**导航软件部分**。根据易观国际数据, 2017 年第 4 季度, 前装车载导航市场出货量为 105.7 万台, 四维在前装的市场份额为 38.6%, 市场占率第一(高德市场份额为 30.1%, 易图通市场份额为 24.9%, 凯立德为 6.0%)。相比于 2017 年第 3 季度, 市场份额略微上升。可以看出, 即使在手机导航软件竞争的情况下, 四维在前装导航软件市场一直保持第一。目前车主对地图数据在数据实时性和精度方面的需求提升。2017 年 8 月, 公司 FastMap 日更新生产平台上线, 数据更频率和数据精度进一步提升。(2)导航业务 2017 年上半年收入同比下滑, 2017 年全年实现了同比增长, 我们认为, 其主要影响的变量可能在于**数据编译部分**。四维建立了一套完善的 NDS 编译、测试和出品流程, 实现 NDS、RDF、GDF 等各种数据格式的编译转换, 并面向海外客户如宝马、戴姆勒等提供全球 NDS 数据编译服务。我们认为, 数据编译业务可能在 2017 年实现了一定的增长。2018 年, 公司继续加强新一代导航电子地图生产流程的工艺升级及自动化改造, 提升地图数据快速更新能力、动态服务能力、云端大数据处理能力、编译服务能力及混合导航动态服务能力。
- 自动驾驶业务快速增长。**2017 年四维自动驾驶业务收入同比增长 90%, 四维的自动驾驶布局包括了“高精度地图+高精度定位+芯片+算法+系统平台”。(1)**高精度地图:**基于 HAD 高精度地图数据及导航引擎等产品及技术验证, 正在联合宝马、长城、博世以及其它研究机构快速推进。(2)**ADAS 芯片:**自主研发的支持 ADAS 功能的首款国产芯片开始量产, 针对专用 ADAS 的定制化芯片研发和基于深度学习的图像识别算法也在积极研发当中。(3)**算法:**一般来说, 算法需要测试车队不断积累数据模型, 来对算法进行更新迭代, 目前四维利用仿真模拟平台来持续优化算法。(4)**高精度定位:**基于 RTK 的高精度定位组网和高精度定位接收终端已经完成技术验证和检测, 达到或高于市场同类产品水准, 初步具备量产化能力。

- **芯片业务：前装+新产品。**2017 年杰发净利润为 2.08 亿元，业绩承诺为 2.28 亿元，2017 年杰发业绩低于承诺的主要原因为，后装 4G 车机整机市场因价格竞争激烈，影响了整机厂商的生产销售积极性；车载功率电子芯片产品其封装工艺先进而特殊，由于生产工艺磨合等原因，造成初期生产不够稳定。我们认为，芯片价格竞争正趋于缓和，2018 年以上不利因素有望得到缓解或消除。从芯片业务进展来看，(1)前装稳步增长。2017 年 IVI 芯片在巩固后装市场占有率第一的同时，前装市场稳步增长，多个前装项目陆续量产。我们认为，目前前装收入占比或将接近 30%。(2)新产品：公司新一代汽车信息娱乐系统核心主控芯片及第一代车载功率电子芯片实现了量产出货。(3)AMP 量产：2017 年下半年 AMP 芯片已经量产，2018 年有望开始放量。(4)MCU 芯片：我们认为，该产品也有望在 2018 年开始量产，或将在不同领域进行推广，不只是在车载领域。作为国内稀缺的汽车电子芯片厂商，我们认为，四维杰发的投资价值更加突显，不只是标的稀缺性，而且在国内汽车电子产业链环节中，同样具有稀缺性。
- **投资建议。**我们认为，四维图新是国内自动驾驶龙头和稀缺标的。公司逐步从地图厂商向自动驾驶综合解决方案提供商进行角色转换。我们预计，公司 2017-2019 年归母净利润分别为 4.03/5.42/7.07 亿元，EPS 分别为 0.27/0.36/0.47 元，目前股价对应 2017-2019 年的 PE 分别 32X、24X、18X。维持“买入”评级。
- **风险提示。**导航电子地图价格竞争的风险；自动驾驶业务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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,156.5	2,896.8	3,849.1	4,968.4	净利润	212.3	402.9	542.1	706.8
减:营业成本	530.8	706.5	953.9	1,239.0	加:折旧和摊销	304.5	200.4	200.4	200.4
营业税费	21.6	26.6	35.8	47.2	资产减值准备	55.6	-	-	-
销售费用	146.1	157.5	247.8	259.2	公允价值变动损失	-	-	-	-
管理费用	1,314.2	1,606.9	2,086.5	2,699.8	财务费用	-37.9	-	-	-
财务费用	-58.8	-	-	-	投资收益	-24.1	-22.5	-22.3	-23.0
资产减值损失	55.6	33.3	41.7	43.5	少数股东损益	-52.9	-56.3	-109.4	-128.1
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	营运资金的变动	-155.0	-1,085.8	624.9	297.2
投资和汇兑收益	24.1	22.5	22.3	23.0	经营活动产生现金流量	390.3	-561.3	1,235.7	1,053.3
营业利润	268.9	388.4	505.8	702.6	投资活动产生现金流量	-3,276.9	73.4	15.0	10.9
加:营业外净收支	0.6	51.3	43.4	31.7	融资活动产生现金流量	3,210.3	120.4	-77.8	-67.0
利润总额	269.4	439.8	549.2	734.4	现金净流量	326.0	-365.3	1,175.5	999.5
减:所得税	57.1	93.2	116.4	155.7					
净利润	265.2	402.9	542.1	706.8					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,443.4	3,075.9	4,248.8	5,245.9	成长性				
交易性金融资产	-	-	-	-	营业收入增长率	36.0%	34.3%	32.9%	29.1%
应收帐款	657.2	831.3	1,211.0	1,370.5	营业利润增长率	214.8%	44.5%	30.2%	38.9%
应收票据	101.3	60.4	179.7	135.9	净利润增长率	69.4%	51.9%	34.6%	30.4%
预付帐款	35.6	56.6	70.7	88.3	EBITDA增长率	62.4%	96.8%	19.9%	27.9%
存货	79.9	118.3	147.4	190.7	EBIT增长率	91.3%	246.3%	30.2%	38.9%
其他流动资产	197.0	90.1	105.2	130.8	净资产增长率	116.7%	7.3%	4.7%	6.5%
可供出售金融资产	224.7	171.3	179.1	191.7	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	75.4%	75.6%	75.2%	75.1%
长期股权投资	82.8	82.8	82.8	82.8	营业利润率	12.5%	13.4%	13.1%	14.1%
投资性房地产	-	-	-	-	净利润率	12.3%	13.9%	14.1%	14.2%
固定资产	647.4	629.3	611.3	593.2	EBITDA/营业收入	13.9%	20.3%	18.3%	18.2%
在建工程	-	-	-	-	EBIT/营业收入	5.2%	13.4%	13.1%	14.1%
无形资产	904.3	722.1	539.8	357.5	运营效率				
其他非流动资产	3,425.3	3,270.8	3,249.7	3,254.9	固定资产周转天数	66	79	58	44
资产总额	9,798.9	9,109.0	10,625.5	11,642.2	流动资产周转天数	573	544	477	476
短期债务	-	-	-	-	应收帐款周转天数	93	92	96	94
应付帐款	2,357.7	1,202.1	2,422.8	2,757.7	存货周转天数	12	12	12	12
应付票据	5.7	1.7	4.4	5.3	总资产周转天数	1,162	1,175	923	807
其他流动负债	465.5	483.8	418.9	584.9	投资资本周转天数	368	457	355	227
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	96.1	47.2	55.8	66.4	ROE	4.0%	5.6%	7.1%	8.5%
负债总额	2,925.0	1,734.8	2,901.9	3,414.3	ROA	2.2%	3.8%	4.1%	5.0%
少数股东权益	237.8	181.5	72.1	-56.1	ROIC	13.2%	9.7%	9.5%	16.3%
股本	1,282.6	1,498.7	1,498.7	1,498.7	费用率				
留存收益	5,425.6	5,694.0	6,152.8	6,785.2	销售费用率	6.8%	5.4%	6.4%	5.2%
股东权益	6,874.0	7,374.2	7,723.6	8,227.9	管理费用率	60.9%	55.5%	54.2%	54.3%
负债和股东权益合计	9,798.9	9,109.0	10,625.5	11,642.2	财务费用率	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
					三费/营业收入	65.0%	60.9%	60.6%	59.6%

来源: Wind、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。