

分析师: 唐月

执业证书编号: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50588666-8020

签订长期独家供应协议, 再次佐证公司核心地位

——四维图新(002405)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2018-08-28)

发布日期: 2018年08月28日

收盘价(元)	20.04
一年内最高/最低(元)	33.87/17.22
沪深300指数	3400.17
市净率(倍)	3.96
流通市值(亿元)	207.52

投资要点:

公司于8月27日晚间发布公告, 已于近日与戴姆勒签署了导航电子地图销售协议, 公司将为戴姆勒在中国销售的2020年至2024年期间量产上市的旗下所有品牌的全部乘用车提供导航电子地图产品、ADAS产品, 公司将作为戴姆勒地图数据的独家供应商并在未来7年保持独家供应商地位。

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	5.26
每股经营现金流(元)	0.15
毛利率(%)	75.82
净资产收益率-摊薄(%)	2.42
资产负债率(%)	29.98
总股本/流通股(万股)	128242.45/103447.48
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《四维图新(002405)中报点评: 杰发高增长, 改善公司盈利能力》 2018-08-23
- 《四维图新(002405)季报点评: 等待行业的春天》 2018-05-04

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

- **戴姆勒是豪华品牌奔驰的生产商。**戴姆勒旗下包括了梅赛德斯-奔驰汽车、梅赛德斯-奔驰轻型商用车、戴姆勒载重车和戴姆勒金融服务等四大业务单元, 旗下的乘用车品牌包括了奔驰、Smart, 是位于德国的全球最大的商用车制造商, 全球第二大豪华车生产商、第二大卡车生产商。2018年2月, 吉利以90亿美元入股戴姆勒, 并持有9.69%的股权, 成为了其最大股东。
- **至此宝马和奔驰皆成为公司长期订单客户, 是对公司产品和能力的高度认可, 成为了公司新兴业务发展的重要保障。**2017年11月6日, 公司公告将为宝马公司在中国销售的集团所属品牌汽车提供包括2021年量产上市的原有平台及2021年量产上市的新平台在内的导航电子地图产品。2017年2月, 公司与戴姆勒旗下梅赛德斯-奔驰签订合作协议, 奔驰全系车型将全面启用四维图新导航电子地图, 其低端车型前装离线导航地图数据也将逐渐切换为四维图新地图数据。两家公司作为德系的两大高端车型品牌, 此前也曾是高德旗下的重量级用户, 近年来皆在传统导航业务上开展了与公司的合作, 是对公司产品和能力的高度认可。长期合约签订后, 双方的合作关系也更加稳固, 将会在更多新兴业务领域展开进一步的合作。
- **宝马和奔驰为代表的高端品牌在我国的市场占有率持续增长。**2018年上半年奔驰在中国市场销量34.02万台, 同比增长16.2%, 中国是其最大的单一市场。而宝马在上半年共交付了29.98万台宝马和MINI汽车, 同比增长2.2%。两家和计达到64万台, 上半年在我国乘用车销量占比5.4%, 同时近年来我国高端品牌汽车销量持续大幅增长。
- **盈利预测及投资建议。**公司是国内导航地图龙头, 具有重要的行业地位, 技术实力雄厚。近年来通过内生和外生性的发展(特别是对杰发科技的并购), 公司开始向高精度地图、高精度定位以及应用于ADAS和自动驾驶的车规级芯片等方向积极布局, 将成为自动驾驶领域的核心受益标的。预计18-20年公司EPS为0.25元、0.33元、0.45元, 按8月28日收盘价20.04元计算, 对应PE为78.83倍、61.22倍、44.11倍。我们看好公司长期的发展前景, 但考虑到公司目前尚处于新业务的投入期,

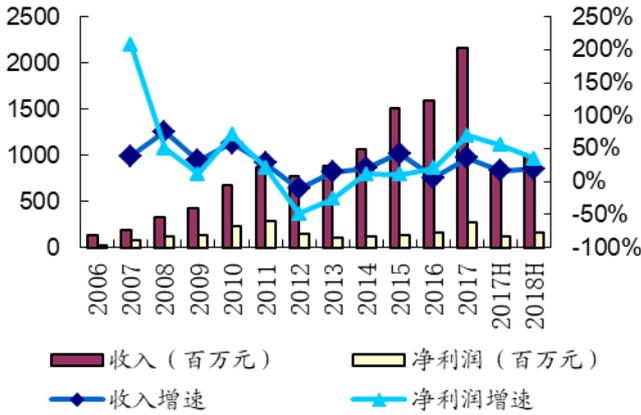
暂时给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：高管减持带来短期股价压力，并购业务不及预期，新业务进展不及预期，车载导航业务受到手机导航的冲击。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1585.3	2156.5	2555.4	3264.8	4972.3
增长比率	5.3%	36.0%	18.5%	27.8%	52.3%
净利润(百万元)	156.6	265.2	326.1	419.9	582.7
增长比率	20.3%	69.4%	23.0%	28.8%	38.8%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.25	0.33	0.45
市盈率(倍)	164.2	96.9	78.83	61.22	44.11

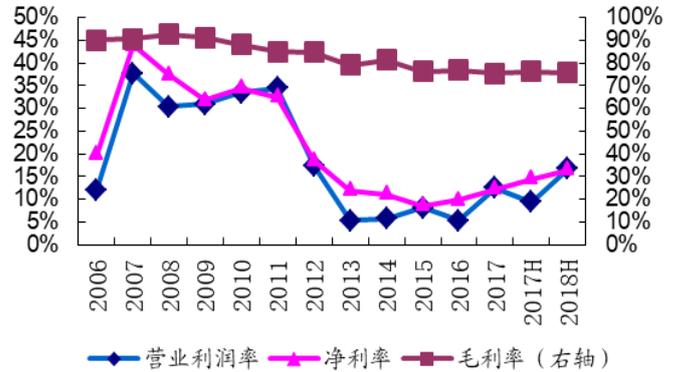
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2006-2018H 公司收入净利润及其增速



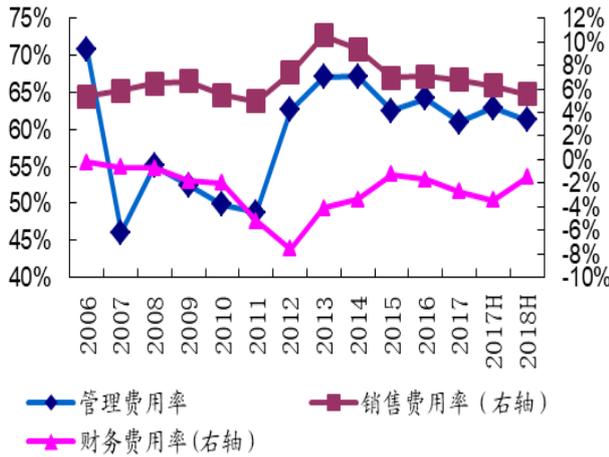
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2006-2018H 公司盈利能力



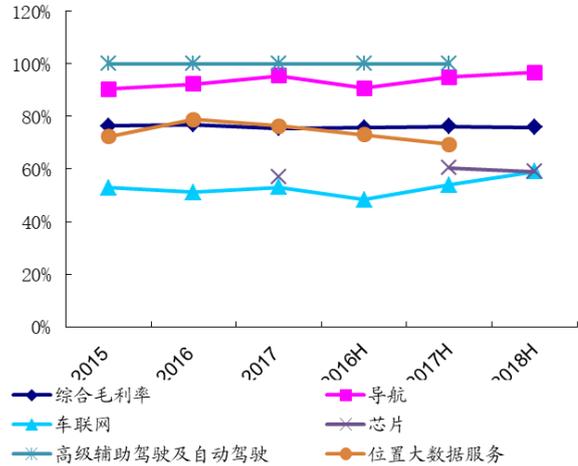
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2006-2018H 公司三项费用率



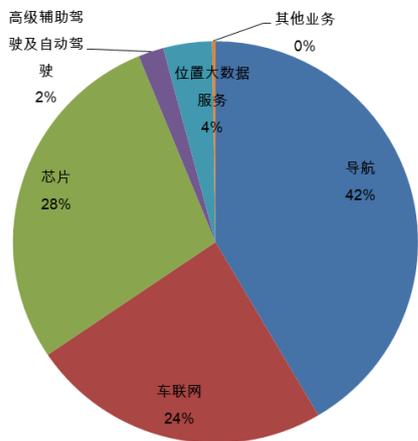
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2016-2018H 公司分项业务毛利率



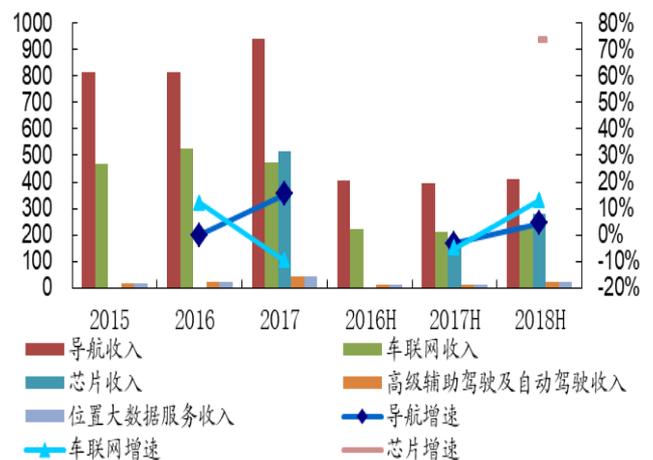
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2018H 公司收入结构



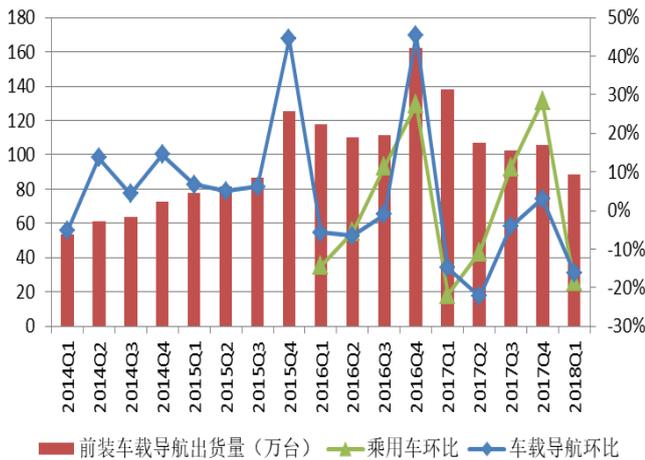
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2015-2018H 公司分项业务收入及增速 (百万)



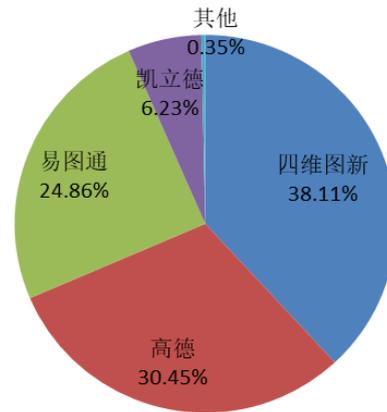
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 2014-2018 年前装车载导航出货量及环比增速



资料来源: 易观国际, 中原证券

图 8: 2018 年 1 季度前装车载导航厂商份额



资料来源: 易观国际, 中原证券

表 1: 公司上市后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持股比例	披露日期	主要产品及业务	业绩承诺
大地保险	0.151159	0.26%	2018.6.28		
中寰卫星	0.622408	51%	2013.2.28	基于卫星导航的车辆监控	
再收购	0.663509	76.32%	2017.12.25	运营服务	
图为先	2.9580195	51%	2015.4.25	互联网导航产品及车联网	
再收购	1.5834523209	100%	2017.4.26	产品	
杰发科技	38.751	100%	2016.5.17	车载信息娱乐系统芯片及解决方案	2016-2018 年净利润分别为 18,665.07 万元、22,798.51 万元和 30,290.37 万元
世纪高通	0.53047	43.5%	2007.12	动态交通信息服务	
再收购	0.9	82.5%	2008.7		
再收购	0.008921	90%	2015.3.26		
海图科技	0.27	51%	2015.3.26	地理信息系统研发与服务	
上海纳维	0.0051 亿美元	51%	2004	导航电子地图 (前期与 Here 的合资公司)	
全资收购	0.798376	100%	2013.11.28		
中交宇科	1.38	51.98%	2011.11.25	交通行业的激光雷达测绘及地理信息服务	
Mapscape	0.6164	100%	2011.1.15	汽车导航解决方案和电子地图编译服务	

资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1585.3	2156.5	2555.4	3264.8	4972.3	成长性					
减: 营业成本	367.0	530.8	636.3	841.3	1,293.8	营业收入增长率	5.3%	36.0%	18.5%	27.8%	52.3%
营业税费	13.7	21.6	23.5	30.3	47.2	营业利润增长率	-30.8%	214.8%	27.7%	32.7%	59.8%
销售费用	112.5	146.1	166.6	209.9	326.9	净利润增长率	20.3%	69.4%	23.0%	28.8%	38.8%
管理费用	1,017.8	1,314.2	1,436.7	1,803.2	2,701.0	EBITDA 增长率	-18.6%	62.4%	102.1%	27.3%	37.8%
财务费用	-26.8	-58.8	50.1	56.0	79.6	EBIT 增长率	-43.8%	91.3%	146.4%	31.0%	60.2%
资产减值损失	36.1	55.6	36.0	38.0	43.2	NOPLAT 增长率	-45.6%	297.2%	90.2%	30.0%	57.9%
加: 投资收益	20.4	24.1	20.0	20.0	20.0	投资资本增长率	32.3%	175.7%	55.7%	-11.3%	-25.4%
其他收益	-	98.9	117.2	149.7	228.0	净资产增长率	7.0%	116.7%	3.3%	4.1%	6.5%
营业利润	85.4	268.9	343.4	455.8	728.6	利润率					
加: 营业外净收支	78.2	0.6	-0.9	0.5	-0.2	毛利率	76.9%	75.4%	75.1%	74.2%	74.0%
利润总额	163.6	269.4	342.5	456.4	728.4	营业利润率	5.4%	12.5%	13.4%	14.0%	14.7%
减: 所得税	47.3	57.1	68.5	91.3	145.7	净利润率	9.9%	12.3%	12.8%	12.9%	11.7%
净利润	156.6	265.2	326.1	419.9	582.7	EBITDA/营业收入	11.6%	13.9%	23.7%	23.6%	21.3%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	3.7%	5.2%	10.8%	11.1%	11.7%
货币资金	1,724.2	3,443.4	4,080.5	5,213.2	7,939.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	32	66	108	100	66
应收帐款	451.9	657.2	655.9	1,076.4	1,507.1	流动营业资本周转天数	-44	-171	-166	-88	-100
应收票据	54.7	101.3	41.4	162.3	153.5	流动资产周转天数	537	573	671	649	608
预付帐款	28.6	35.6	47.4	64.9	101.2	应收帐款周转天数	101	93	92	96	94
存货	57.9	79.9	98.7	135.8	217.4	存货周转天数	12	12	13	13	13
其他流动资产	28.6	197.0	90.1	105.2	130.8	总资产周转天数	891	1,162	1,429	1,247	991
可供出售金融资产	141.4	224.7	171.3	179.1	191.7	投资资本周转天数	206	324	513	461	249
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	41.4	82.8	82.8	82.8	82.8	ROE	5.6%	4.0%	4.7%	5.8%	7.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	2.2%	2.6%	3.0%	3.8%
固定资产	139.3	647.4	890.4	920.3	893.7	ROIC	5.3%	16.0%	11.1%	9.2%	16.4%
在建工程	626.6	-	-	-	-	费用率					
无形资产	221.5	597.1	545.9	408.3	204.3	销售费用率	7.1%	6.8%	6.5%	6.4%	6.6%
其他非流动资产	606.1	3,732.5	3,781.2	3,789.0	3,803.5	管理费用率	64.2%	60.9%	56.2%	55.2%	54.3%
资产总额	4,122.2	9,798.9	10,485.4	12,137.3	15,225.7	财务费用率	-1.7%	-2.7%	2.0%	1.7%	1.6%
短期债务	21.9	-	130.0	256.5	432.7	三费/营业收入	69.6%	65.0%	64.7%	63.4%	62.5%
应付帐款	573.5	2,357.7	1,071.1	2,126.1	3,283.5	偿债能力					
应付票据	0.8	5.7	1.5	3.8	6.2	资产负债率	23.1%	29.8%	32.3%	39.1%	48.3%
其他流动负债	330.3	465.5	457.8	404.9	599.1	负权益比	30.0%	42.6%	47.7%	64.2%	93.5%
长期借款	-	-	1,606.9	1,833.3	2,923.3	流动比率	2.53	1.60	3.02	2.42	2.33
其他非流动负债	24.2	96.1	116.7	122.2	111.7	速动比率	2.47	1.57	2.96	2.37	2.28
负债总额	950.6	2,925.0	3,384.0	4,746.9	7,356.6	利息保障倍数	-2.19	-1.91	5.52	6.47	7.29
少数股东权益	378.2	237.8	185.7	131.0	131.0	分红指标					
股本	1,066.5	1,282.6	1,282.6	1,282.6	1,282.6	DPS(元)	0.03	0.04	0.05	0.07	0.09
留存收益	1,886.2	5,425.6	5,633.1	5,976.8	6,455.5	分红比率	25.2%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,171.6	6,874.0	7,101.4	7,390.4	7,869.1	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	116.3	212.3	326.1	419.9	582.7	EPS(元)	0.12	0.21	0.25	0.33	0.45
加: 折旧和摊销	243.6	304.5	328.3	407.7	480.5	BVPS(元)	2.18	5.17	5.39	5.66	6.03
资产减值准备	36.1	55.6	-	-	-	PE(X)	164.2	96.9	78.83	61.22	44.11
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.2	3.9	3.7	3.5	3.3
财务费用	-8.1	-37.9	50.1	56.0	79.6	P/FCF	-214.4	-16.9	57.8	20.1	9.0
投资收益	-20.4	-24.1	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	16.2	11.9	10.1	7.9	5.2
少数股东损益	-40.3	-52.9	-52.1	-54.8	-	EV/EBITDA	138.7	97.1	38.4	29.1	19.7
营运资金的变动	54.2	-240.0	-864.2	384.9	755.7	CAGR(%)	46.4%	40.0%	23.4%	46.4%	40.0%
经营活动产生现金流量	398.6	390.3	-231.8	1,193.6	1,878.6	PEG	3.5	2.4	3.4	1.3	1.1
投资活动产生现金流量	-329.1	-3,276.9	-738.1	-287.3	-242.1	ROIC/WACC	0.5	1.6	1.1	0.9	1.6
融资活动产生现金流量	10.1	3,210.3	1,606.9	226.4	1,090.0	REP	46.9	6.4	4.8	6.2	4.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。