

2018年08月28日

四维图新 (002405.SZ)

# 提前锁定戴姆勒长期订单，产品实力持续获得高端车厂认可

**事件：**公司公告与 Daimler AG 即戴姆勒股份公司签署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属品牌的全部乘用车提供导航电子地图产品、ADAS（高级辅助驾驶）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。

### 点评：

**提前锁定车企客户长期订单。**公司之前于2017年2月已经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。此次与戴姆勒签订销售协议，一方面是传统导航电子地图产品的长期续签；另一方面，公司也将在传统导航电子地图的基础上，为戴姆勒提供ADAS（高级辅助驾驶）产品。

**先后与宝马、戴姆勒签订长期订单，彰显公司行业地位。**公司之前公告与宝马公司签订协议，为其在中国销售的宝马集团所属品牌汽车提供包括在2021年前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。先后与两大德系车厂提前签订长期订单，彰显公司在高端车企的行业地位，将进一步扩大其产品车载导航领域的市场占有率，巩固公司产品在智能汽车位置服务领域的领先地位，并表明公司产品在汽车全面智能化、网联化、电气化、迈向自动驾驶的创新变革中持续获得市场的高度认可。

**自动驾驶业务进展顺利。**1) 商业化变现加快脚步。根据公司公告，ADAS地图2017年产出量成倍增长，此次提前锁定戴姆勒长期订单，ADAS业务后续有望加速增长；2) 核心能力持续提升：公司持续加大研发及投入力度，高精度地图+高精度定位+芯片+算法+系统平台的自动驾驶核心能力持续提升。在2017年用户大会上，公司展示了业务布局的阶段性成果。根据自动驾驶负责人马周介绍，公司已经实现准L3级的自动驾驶能力（即实现在除收费站、服务区以外的高速路上进行完全自动驾驶，包括自主上下匝道等），L4级别全自动驾驶相关技术解决方案正在搭建和测试验证。

**投资建议：**公司自动驾驶业务继续高速增长，随着自动驾驶的日益临近，公司前期的大量研发投入，有望在不久的将来获得丰厚的市场回报。此外，我们同样看好公司在车联网、位置大数据服务等领域的业务的创新，有望加速变现，成为公司未来重要的增长极。预计2018-2019年EPS分别为0.3元和0.37元，“买入-A”评级，6个月目标价26元。

**风险提示：**芯片业务发展不及预期；高精度地图行业竞争加剧；车联网业务变现速度低于预期；自动驾驶业务变现速度不及预期；商誉减值风险。

## 公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**

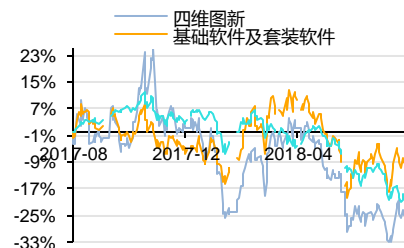
维持评级

6个月目标价：**26元**  
 股价（2018-08-27）**20.06元**

### 交易数据

总市值(百万元)	26,267.99
流通市值(百万元)	20,751.57
总股本(百万股)	1,309.47
流通股本(百万股)	1,034.47
12个月价格区间	17.43/32.64元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.67	1.91	-3.48
绝对收益	1.31	-14.39	-19.82

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

凌晨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120005

lingchen@essence.com.cn

021-35082059

### 相关报告

四维图新：业绩符合预期，创新业务多点发力/胡又文	2018-08-22
四维图新：发布股权激励草案，自动驾驶业务成长可期/胡又文	2018-03-20
四维图新：成功纳入杰发，协同效应显现——四维图新2017三季度报点评/胡又文	2017-10-24
四维图新：“芯片+算法+软件+地图”布局完成——四维图新2017中报点评/胡又文	2017-08-27

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,585.3	2,156.5	2,582.7	3,177.4	3,995.2
净利润	156.6	265.2	386.6	479.4	548.3
每股收益(元)	0.12	0.20	0.30	0.37	0.43
每股净资产(元)	2.13	5.07	5.47	5.77	6.11
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	167.8	99.0	66.5	53.7	46.9
市净率(倍)	9.4	4.0	3.7	3.5	3.3
净利润率	9.9%	12.3%	15.0%	15.1%	13.7%
净资产收益率	3.7%	3.1%	4.5%	5.3%	5.8%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	9.5%	11.9%	10.0%	8.5%	10.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,585.3	2,156.5	2,582.7	3,177.4	3,995.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	367.0	530.8	664.3	841.9	1,086.0	营业收入增长率	5.3%	36.0%	19.8%	23.0%	25.7%
营业税费	13.7	21.6	25.8	31.8	40.0	营业利润增长率	-30.8%	214.8%	3.8%	30.4%	17.5%
销售费用	112.5	146.1	155.0	190.6	239.7	净利润增长率	20.3%	69.4%	45.8%	24.0%	14.4%
管理费用	1,017.8	1,314.2	1,472.1	1,763.5	2,217.4	EBITDA 增长率	-18.6%	62.4%	15.7%	23.5%	13.9%
财务费用	-26.8	-58.8	-3.6	-4.3	-5.4	EBIT 增长率	-43.8%	91.3%	145.5%	30.6%	17.4%
资产减值损失	36.1	55.6	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	-29.5%	71.5%	107.8%	24.0%	14.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.3%	148.5%	45.1%	-3.9%	-4.9%
投资和汇兑收益	20.4	24.1	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	7.0%	116.7%	4.6%	4.2%	4.6%
<b>营业利润</b>	85.4	268.9	279.0	363.9	427.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	78.2	0.6	79.0	80.0	80.0	毛利率	76.9%	75.4%	74.3%	73.5%	72.8%
<b>利润总额</b>	163.6	269.4	358.0	443.9	507.6	营业利润率	5.4%	12.5%	10.8%	11.5%	10.7%
减:所得税	47.3	57.1	35.8	44.4	50.8	净利润率	9.9%	12.3%	15.0%	15.1%	13.7%
<b>净利润</b>	156.6	265.2	386.6	479.4	548.3	EBITDA/营业收入	11.6%	13.9%	13.4%	13.4%	12.2%
						EBIT/营业收入	3.7%	5.2%	10.7%	11.3%	10.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	32	66	88	68	51
货币资金	1,724.2	3,443.4	2,603.0	3,114.8	3,744.4	流动营业资本周转天数	-44	-171	-132	-20	-26
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	537	573	571	457	436
应收账款	451.9	657.2	743.0	914.1	1,149.3	应收帐款周转天数	91	87	93	89	89
应收票据	54.7	101.3	-	-	-	存货周转天数	13	12	13	13	13
预付帐款	28.6	35.6	35.6	35.6	35.6	总资产周转天数	891	1,162	1,294	1,030	885
存货	57.9	79.9	100.1	126.9	163.6	投资资本周转天数	253	374	546	515	392
其他流动资产	28.6	197.0	197.0	197.0	197.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	141.4	224.7	224.7	224.7	224.7	ROE	3.7%	3.1%	4.5%	5.3%	5.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	2.2%	3.7%	4.2%	4.5%
长期股权投资	41.4	82.8	78.4	78.4	78.4	ROIC	9.5%	11.9%	10.0%	8.5%	10.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	139.3	647.4	617.0	586.2	555.4	销售费用率	7.1%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%
在建工程	626.6	-	-	-	-	管理费用率	64.2%	60.9%	57.0%	55.5%	55.5%
无形资产	221.5	597.1	509.5	473.8	431.9	财务费用率	-1.7%	-2.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	383.8	3,425.3	3,358.0	3,358.8	3,359.4	三费/营业收入	69.6%	65.0%	62.9%	61.4%	61.4%
<b>资产总额</b>	4,122.2	9,798.9	8,766.2	9,410.2	10,239.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	21.9	-	48.3	28.0	27.6	资产负债率	23.1%	29.8%	18.0%	20.4%	23.4%
应付帐款	573.5	2,357.7	855.5	1,084.1	1,398.4	负权益比	30.0%	42.6%	21.9%	25.6%	30.6%
应付票据	0.8	5.7	-	-	-	流动比率	2.53	1.60	2.51	2.46	2.36
其他流动负债	270.4	412.4	507.5	618.7	758.5	速动比率	2.47	1.57	2.44	2.39	2.29
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-2.19	-1.91	-76.76	-84.26	-77.92
其他非流动负债	24.2	96.1	111.0	131.8	160.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	950.6	2,925.0	1,575.4	1,915.7	2,398.1	DPS(元)	0.03	0.04	0.06	0.07	0.09
少数股东权益	378.2	237.8	173.4	93.5	2.1	分红比率	25.0%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,066.5	1,282.6	1,282.6	1,282.6	1,282.6	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
留存收益	1,886.2	5,425.6	5,734.9	6,118.4	6,557.0						
<b>股东权益</b>	3,171.6	6,874.0	7,190.9	7,494.5	7,841.7						
						<b>现金流量表</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	116.3	212.3	386.6	479.4	548.3	EPS(元)	0.12	0.20	0.30	0.37	0.43
加:折旧和摊销	243.6	304.5	70.6	67.7	64.4	BVPS(元)	2.13	5.07	5.47	5.77	6.11
资产减值准备	36.1	55.6	20.0	20.0	20.0	PE(X)	167.8	99.0	66.5	53.7	46.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.4	4.0	3.7	3.5	3.3
财务费用	-8.1	-37.9	-3.6	-4.3	-5.4	P/FCF	-125.0	-16.3	-25.6	40.2	33.6
投资损失	-20.4	-24.1	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	16.6	12.2	10.0	8.1	6.4
少数股东损益	-40.3	-52.9	-64.4	-79.9	-91.4	EV/EBITDA	103.8	101.6	67.5	53.3	45.5
营运资金的变动	109.1	-304.5	-1,335.2	162.0	210.1	PEG	3.3	3.4	3.7	3.6	3.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	398.6	390.3	-956.0	614.9	716.0	CAGR(%)	50.9%	29.1%	17.9%	14.9%	15.5%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-329.1	-3,276.9	34.6	10.0	20.0	REP	15.7	8.0	5.0	6.0	5.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	10.1	3,210.3	-25.4	-111.9	-104.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文、凌晨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034