

## 四维图新(002405)/计算机

## 子公司图吧引进战投，加快车联网布局

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 18.27

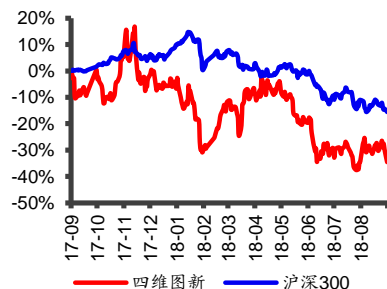
分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1309
流通股本(百万股)	1042
市价(元)	18.27
市值(亿元)	239
流通市值(亿元)	190

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 关注车联网和位置大数据的变现
- 2 股权激励授予完成，几个关注点
- 3 2017，从图商向自动驾驶厂商的迈进

**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	2,873.7	3,792.6	4,872.3
增长率(%)	5.3%	36.0%	33.3%	32.0%	28.5%
净利润(百万元)	156.6	265.2	388.2	518.9	673.9
增长率(%)	20.3%	69.4%	46.4%	33.7%	29.9%
每股收益(元)	0.12	0.20	0.30	0.40	0.51
每股现金流量	0.06	0.25	-0.43	0.84	0.69
净资产收益率	5.6%	4.0%	5.6%	7.1%	8.6%
P/E	152.8	90.2	61.6	46.1	35.5
PEG	2.9	2.4	1.9	0.9	0.9
P/B	8.6	3.6	3.4	3.3	3.0

备注:

**投资要点**

- 图吧引进战略投资者。**公司公告，公司控股子公司 Mapbar Technology Limited (图吧 BVI) 拟进行增资扩股，引进投资者 Image Cyber、Top Grove、蔚来资本、Advantech。其中，(1) Image Cyber 拟以人民币 2 亿元认购图吧 BVI 新发行的 745 万股 A 轮优先股，投后持股比例为 7.488%。Image Cyber 系腾讯的附属公司。(2) Top Grove 拟以人民币 2 亿元，认购图吧 BVI 新发行的 745 万股 A 轮优先股，投后持股比例为 7.488%。(3) Advantech 拟以 2500 万美元，认购图吧 BVI 新发行的 636 万股 A 轮优先股，投后持股比例为 6.397%。(4) 蔚来资本拟以人民币 1 亿元，通过境内可转债方式投资图吧 BVI 的境内 1 亿元人民币的 1 股 A 类优先股和认股权证，在蔚来资本获得境内监管机构批准后，将行使该认股权证，届时，蔚来资本将持有图吧 BVI 的 372 万股 A 类优先股。
- 交易目的和影响。**(1) **交易影响 1:** Image Cyber、Top Grove 和 Advantech 增资完成后，四维图新在图吧 BVI 的持股比例将由 60.33% 降至 46.93%，四维仍为图吧 BVI 的第一大股东，但不再将图吧 BVI 纳入合并范围。在蔚来资本行使对图吧 BVI 的认股权后，四维对图吧 BVI 的持股比例将进一步降至约 45.17%。(2) **交易影响 2:** 在前述交割完成后，四维图新持有图吧 BVI 剩余股权的公允价值高于其自原购买日起计算的净资产份额及商誉之间的差额，将增加四维图新合并报表投资收益，经初步测算约为 10 亿元人民币。(3) **交易目的:** 本次交易的目的是通过图吧集团增发新股引入战略投资者和财务投资者，促使图吧集团获得充分的战略资源和资金支持，在战略和经营决策方面获得独立性和灵活性，加大对图吧集团核心员工的股权激励，提高图吧集团在车联网的竞争力。(4) 图吧是四维图新从事乘用车车联网的子公司。我们认为，此次通过将腾讯、蔚来等相关方引入图吧股东，有望进一步整合各股东方在乘用车车联网相关的优势资源，加快四维在乘用车车联网的业务推进速度。
- 图吧: 国内领先的车联网运营商。**图吧集团是中国领先的移动互联网导航产品及车联网产品的开发商和运营商。其主要产品包括:(1) **导航业务:** 针对乘用车提供导航产品(电子地图数据、导航软件和导航引擎);(2) **车联网业务:** 智能网联平台(包括车联网平台、操作系统及内容服务),如 WeCloud、WeLink、VUI 等;(3) **轻车联网业务:** 包括手机车机互联等产品。2017 年图吧集团营业收入为 4992 万元，净利润为-1.09 亿元，2018Q1，图吧集团营业收入为 571 万元，净利润为-4216 万元。图吧集团包括图吧 BVI、北京图吧及其协议控制的境内公司四维智联以及四维智联子公司北京腾瑞万里科技有限公司、北京腾瑞万里信息技术有限公司、和骊安(中国)汽车信息系统有限公司、上海趣驾信息科技有限公司、大连车为先科技有限公司。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为，此次四维通过引进战投，来加大对乘用车车联网的投入。此次的战略投资者中包括了腾讯、蔚来等在互联网以及汽车领域具有核心竞争力和强大资源的相关股东方，有望进一步加快四维图新乘用车车联网的布局。2017 年四维已经在乘用车车联网的用户规模和商业模式方面获得一定突破，后续有望加快乘用车车联网的商业化落地。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.88 亿元/5.19 亿元/6.74 亿元，EPS 分别为 0.30 元/0.40 元/0.51 元，目前股价对应的 PE 分别为 62 倍、46 倍、36 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示。**交割流程进展低于预期的风险；车联网业务进展低于预期的风险；乘用车销量增速下降对业务带来的影响。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,156.5</b>	<b>2,873.7</b>	<b>3,792.6</b>	<b>4,872.3</b>	净利润	212.3	388.2	518.9	673.9
减:营业成本	530.8	714.5	956.3	1,235.3	加:折旧和摊销	304.5	200.4	200.4	200.4
营业税费	21.6	26.4	35.2	46.3	资产减值准备	55.6	-	-	-
销售费用	146.1	153.7	239.2	248.7	公允价值变动损失	-	-	-	-
管理费用	1,314.2	1,670.4	2,141.1	2,757.6	财务费用	-37.9	-74.6	-80.8	-104.4
财务费用	-58.8	-74.6	-80.8	-104.4	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	-54.3	-104.7	-122.2
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	营运资金的变动	-155.0	-1,062.6	616.3	304.0
投资和汇兑收益	24.1	22.5	22.3	23.0	<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>390.3</b>	<b>-625.4</b>	<b>1,127.7</b>	<b>928.7</b>
<b>营业利润</b>	<b>268.9</b>	<b>372.4</b>	<b>482.3</b>	<b>668.4</b>	<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3,276.9</b>	<b>73.4</b>	<b>15.0</b>	<b>10.9</b>
加:营业外净收支	0.6	51.3	43.4	31.7	<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>3,210.3</b>	<b>-18.0</b>	<b>-40.9</b>	<b>-41.3</b>
<b>利润总额</b>	<b>269.4</b>	<b>423.7</b>	<b>525.6</b>	<b>700.2</b>	<b>现金净流量</b>	<b>326.0</b>	<b>-567.7</b>	<b>1,104.4</b>	<b>900.6</b>
减:所得税	57.1	89.8	111.4	148.4					
<b>净利润</b>	<b>265.2</b>	<b>388.2</b>	<b>518.9</b>	<b>673.9</b>					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>3,443.4</b>	<b>2,873.5</b>	<b>3,975.3</b>	<b>4,873.6</b>	<b>成长性</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	营业收入增长率	36.0%	33.3%	32.0%	28.5%
应收帐款	657.2	819.5	1,192.9	1,338.7	营业利润增长率	214.8%	38.5%	29.5%	38.6%
应收票据	101.3	59.2	177.5	132.0	净利润增长率	69.4%	46.4%	33.7%	29.9%
预付帐款	35.6	57.6	70.0	88.5	EBITDA增长率	62.4%	66.5%	20.8%	27.0%
存货	79.9	120.6	145.8	191.3	EBIT增长率	91.3%	165.5%	34.8%	40.5%
其他流动资产	197.0	90.1	105.2	130.8	净资产增长率	116.7%	4.0%	4.0%	5.4%
可供出售金融资产	224.7	171.3	179.1	191.7	<b>利润率</b>				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	75.4%	75.1%	74.8%	74.6%
长期股权投资	82.8	82.8	82.8	82.8	营业利润率	12.5%	13.0%	12.7%	13.7%
投资性房地产	-	-	-	-	净利润率	12.3%	13.5%	13.7%	13.8%
固定资产	647.4	629.3	611.3	593.2	EBITDA/营业收入	13.9%	17.3%	15.9%	15.7%
在建工程	-	-	-	-	EBIT/营业收入	5.2%	10.4%	10.6%	11.6%
无形资产	904.3	722.1	539.8	357.5	<b>运营效率</b>				
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	80	59	44
<b>资产总额</b>	<b>9,798.9</b>	<b>8,896.8</b>	<b>10,329.4</b>	<b>11,235.0</b>	流动资产周转天数	573	535	460	459
短期债务	-	-	-	-	应收帐款周转天数	93	92	96	94
应付帐款	2,357.7	1,217.2	2,416.8	2,748.3	存货周转天数	12	13	13	12
应付票据	5.7	1.7	4.4	5.2	总资产周转天数	1,162	1,171	912	797
其他流动负债	465.5	482.0	416.8	580.9	投资资本周转天数	368	459	358	231
长期借款	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
其他非流动负债	96.1	47.2	55.8	66.4	ROE	4.0%	5.6%	7.1%	8.6%
<b>负债总额</b>	<b>2,925.0</b>	<b>1,748.1</b>	<b>2,893.8</b>	<b>3,400.9</b>	ROA	2.2%	3.8%	4.0%	4.9%
少数股东权益	237.8	183.5	78.8	-43.4	ROIC	13.2%	7.4%	7.6%	13.2%
股本	1,282.6	1,309.7	1,309.7	1,309.7	<b>费用率</b>				
留存收益	5,425.6	5,655.5	6,047.1	6,567.8	销售费用率	6.8%	5.3%	6.3%	5.1%
<b>股东权益</b>	<b>6,874.0</b>	<b>7,148.6</b>	<b>7,435.6</b>	<b>7,834.1</b>	管理费用率	60.9%	58.1%	56.5%	56.6%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9,798.9</b>	<b>8,896.8</b>	<b>10,329.4</b>	<b>11,235.0</b>	财务费用率	-2.7%	-2.6%	-2.1%	-2.1%
					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。