



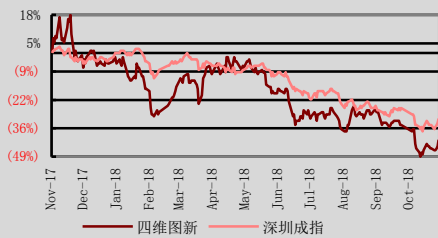
002405.SZ

**增持**

市场价格：人民币 16.24

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(38.5)	(11.5)	(10.0)	(39.3)
相对深证成指	(8.9)	(5.2)	0.4	(9.0)

发行股数(百万)	1,309
流通股(%)	80
流通股市值(人民币百万)	16,930
3个月日均交易额(人民币百万)	519
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国四维测绘技术有限公司	10

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年11月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

## 四维图新

### 卡位智能驾驶全产业链

公司是智能驾驶全产业链解决方案商。传统的地图导航业务领先优势明显，向上通过收购杰发科技切入车载芯片领域，向下提供智能驾驶解决方案，并与腾讯、HERE及国内外高端车企形成联盟。智能驾驶变革人们出行方式，公司卡位优势显著。给予**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- 芯片业务是中期增长重心。并购原属联发科旗下的杰发科技，IVI芯片后装市占率达70%，从车载IVI芯片走向功放、胎压监测和车身控制芯片领域，借助公司渠道从后装走向前装，是公司中期业绩增长的重要驱动力。
- 智能驾驶远期市场广阔。以高精度地图为核心，高研发投入打造基于多传感器融合的智能驾驶解决方案，搭建BBA等高端车企合作网络，携手腾讯、HERE等厂商为智能驾驶及海内外市场铺路。尽管智能驾驶市场距离商用还有待时日，但预计将从高端车开始落地，公司的先发优势明显。
- 地图导航业务贡献稳定收益。公司前装车载导航市占率近40%，处于绝对领先地位。受手机导航和互联网厂商免费策略冲击，公司产品售价增长受限，但能够为公司贡献稳定利润，目前保持平稳态势。

#### 评级面临的主要风险

- 导航业务下滑；智能驾驶业务成熟进程不及预期。

#### 估值

- 预计2018~2020年实现净利润分别为3.6亿、4.5亿和5.8亿元，EPS分别为0.27元、0.34元和0.44元，当前股价对应估值为59倍、48倍和37倍。公司车载芯片业务放量落地，智能驾驶是变革出行方式的创新方向，公司卡位优势明显，给予**增持**评级。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币百万)	1,585	2,156	2,664	3,407	4,499
变动(%)	5	36	24	28	32
净利润(人民币百万)	157	265	358	446	577
全面摊薄每股收益(人民币)	0.120	0.203	0.273	0.341	0.441
变动(%)	(34.6)	69.4	34.9	24.6	29.4
全面摊薄市盈率(倍)	135.8	80.2	59.4	47.7	36.8
价格/每股现金流量(倍)	53.3	54.5	(39.0)	22.0	16.4
每股现金流量(人民币)	0.30	0.30	(0.42)	0.74	0.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.4	45.4	30.2	34.3	24.9
每股股息(人民币)	0.036	0.042	0.082	0.103	0.133
股息率(%)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,585	2,156	2,664	3,407	4,499
销售成本	(381)	(552)	(668)	(869)	(1,176)
经营费用	(923)	(1,212)	(1,379)	(2,011)	(2,633)
息税折旧前利润	282	393	616	527	691
折旧及摊销	(244)	(304)	(491)	(346)	(446)
经营利润 (息税前利润)	38	88	126	182	245
净利息收入/(费用)	27	59	72	69	86
其他收益/(损失)	99	123	166	202	255
税前利润	164	269	364	453	586
所得税	(47)	(57)	(77)	(96)	(124)
少数股东权益	(40)	(53)	(71)	(89)	(115)
净利润	157	265	358	446	577
核心净利润	179	265	361	450	581
每股收益 (人民币)	0.120	0.203	0.273	0.341	0.441
核心每股收益 (人民币)	0.137	0.203	0.276	0.343	0.444
每股股息 (人民币)	0.036	0.042	0.082	0.103	0.133
收入增长(%)	5	36	24	28	32
息税前利润增长(%)	(53)	131	43	44	35
息税折旧前利润增长(%)	(11)	39	57	(14)	31
每股收益增长(%)	(35)	69	35	25	29
核心每股收益增长(%)	(35)	48	36	24	29

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	164	269	364	453	586
折旧与摊销	244	304	491	346	446
净利息费用	(27)	(59)	(72)	(69)	(86)
运营资本变动	(22)	(203)	(1,176)	408	568
税金	(88)	(110)	(77)	(96)	(124)
其他经营现金流	128	188	(75)	(73)	(90)
经营活动产生的现金流	399	390	(546)	968	1,300
购买固定资产净值	74	460	325	396	354
投资减少/增加	12	(3,027)	26	29	32
其他投资现金流	(415)	(710)	(649)	(793)	(709)
投资活动产生的现金流	(329)	(3,277)	(298)	(367)	(322)
净增权益	(47)	(55)	(108)	(134)	(174)
净增债务	(24)	(22)	0	0	0
支付股息	47	55	108	134	174
其他融资现金流	34	3,232	63	(65)	(88)
融资活动产生的现金流	10	3,210	63	(65)	(88)
现金变动	80	324	(781)	536	890
期初现金	1,779	1,724	3,443	2,663	3,198
公司自由现金流	70	(2,887)	(844)	601	978
权益自由现金流	19	(2,967)	(916)	532	892

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,724	3,443	2,663	3,198	4,088
应收帐款	507	758	759	1,262	1,362
库存	58	80	100	133	176
其他流动资产	29	36	48	63	82
流动资产总计	2,346	4,514	3,657	4,744	5,796
固定资产	766	647	755	846	802
无形资产	444	904	864	835	802
其他长期资产	102	153	175	202	232
长期资产总计	1,311	1,705	1,794	1,883	1,836
总资产	4,122	9,799	8,784	9,933	10,908
应付帐款	115	122	213	224	337
短期债务	22	0	0	0	0
其他流动负债	789	2,706	1,279	2,194	2,769
流动负债总计	926	2,829	1,492	2,418	3,105
长期借款	0	50	50	50	50
其他长期负债	24	46	90	90	90
股本	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309
储备	1,886	5,426	5,676	5,987	6,391
股东权益	3,196	6,735	6,985	7,297	7,700
少数股东权益	378	238	166	78	(38)
总负债及权益	4,122	9,799	8,784	9,933	10,908
每股帐面价值 (人民币)	2.44	5.14	5.33	5.57	5.88
每股有形资产 (人民币)	2.10	4.45	4.67	4.93	5.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	(2.63)	(2.03)	(2.44)	(3.12)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.8	18.2	23.1	15.5	15.3
息税前利润率(%)	2.4	4.1	4.7	5.3	5.4
税前利润率(%)	10.3	12.5	13.7	13.3	13.0
净利率(%)	9.9	12.3	13.4	13.1	12.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.5	1.6	2.5	2.0	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	1.6	2.4	1.9	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	135.8	80.2	59.4	47.7	36.8
核心业务市盈率(倍)	118.7	80.2	58.8	47.3	36.6
市净率(倍)	6.7	3.2	3.0	2.9	2.8
价格/现金流(倍)	53.3	54.5	(39.0)	22.0	16.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.4	45.4	30.2	34.3	24.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	52.0	45.5	49.2	48.9	47.9
应收帐款周转天数	113.6	107.1	104.0	108.2	106.4
应付帐款周转天数	25.7	20.1	23.0	23.4	22.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	30.3	20.7	30.1	30.1	30.1
净资产收益率(%)	5.2	5.3	5.2	6.2	7.7
资产收益率(%)	0.7	1.0	1.1	1.5	1.9
已运用资本收益率(%)	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测