

2019年01月12日

四维图新 (002405.SZ)

发布业绩上修预告，释放商誉减值风险轻装上阵

事件：公司1月11日晚间发布业绩上修预告，预计2018年业绩为4.51-5.3亿，同比增长70%-100%。此前公司预计业绩同比增长10-40%。业绩上修源于图吧在四季度完成增资扩股带来的一次性投资收益。

点评：

商誉减值风险释放，2019年轻装上阵。公司在业绩修正公告中披露，对收购杰发科技时形成的商誉进行减值测试计提相应的资产减值准备。市场此前担忧公司子公司杰发科技业务受下游整车市场销量下滑造成负面冲击。此次公司拟计提杰发科技商誉减值，市场所顾虑的商誉减值风险靴子落地。对于公司来说，通过商誉减值将有效减轻资产负债表的包袱，2019年将轻装上阵。

整车市场有望迎来政策托底，公司有望全面收益。1月8日国家发改委副主任宁吉喆在接受央视系列专访时表示今年将制定出台促进汽车消费的措施，整车市场有望迎来政策托底。此外，针对智能网联汽车产业，工信部近期印发《车联网(智能网联汽车)产业发展行动计划》，提出2020年实具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和5G-V2X逐步实现规模化商业应用。我们判断，在政策保驾护航之下，公司有望全面受益于整车销量回暖以及智能化渗透率加速提升的产业发展趋势。

车规级MCU如期量产，有望实现国产替代。根据上证报报道，18年12月底，公司国内首款车规级MCU(车控电子芯片)在客户端达成量产并获得首批订单。此前车规级MCU芯片领域一直被国外大厂所垄断，公司车规级MCU芯片量产是国内自主创新芯片打破国外垄断的一次重大突破。经过3年的研发和测试，公司车规级MCU如期量产，我们看好后续厚积薄发，加速实现国产替代。

投资建议：释放商誉减值风险之后，公司2019年有望轻装上阵，加速前行。预计2018、2019年EPS分别为0.39, 0.42元，维持买入-A评级，6个月目标价20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。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,585.3	2,156.5	2,530.9	2,717.3	3,397.1
净利润	156.6	265.2	506.9	554.9	636.5
每股收益(元)	0.12	0.20	0.39	0.42	0.49
每股净资产(元)	2.13	5.07	5.45	5.79	6.18

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	132.1	78.0	40.8	37.3	32.5
市净率(倍)	7.4	3.1	2.9	2.7	2.6
净利润率	9.9%	12.3%	20.0%	20.4%	18.7%
净资产收益率	3.7%	3.1%	5.8%	6.0%	6.6%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.6%
ROIC	9.5%	11.9%	13.1%	9.9%	11.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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

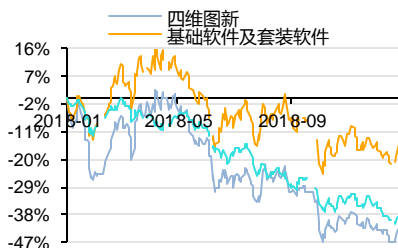
6个月目标价：**20元**

股价(2019-01-11) **15.80元**

交易数据

总市值(百万元)	20,689.64
流通市值(百万元)	16,470.84
总股本(百万股)	1,309.47
流通股本(百万股)	1,042.46
12个月价格区间	14.03/27.25元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.48	3.38	-3.63
绝对收益	3.27	-0.32	-39.41

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：四维图新：业绩符合预期，静待前瞻布局释放潜力/胡又文 2018-10-24
- 四维图新：创新业务进展顺利，未来成长可期/胡又文 2018-10-13
- 四维图新：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/胡又文 2018-08-27
- 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 2018-03-20

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
营业收入	1,585.3	2,156.5	2,530.9	2,717.3	3,397.1	成长性					
减:营业成本	367.0	530.8	654.5	629.6	810.0	营业收入增长率	5.3%	36.0%	17.4%	7.4%	25.0%
营业税费	13.7	21.6	25.3	27.2	34.0	营业利润增长率	-30.8%	214.8%	45.2%	11.1%	17.4%
销售费用	112.5	146.1	151.9	163.0	203.8	净利润增长率	20.3%	69.4%	91.1%	9.5%	14.7%
管理费用	1,017.8	1,314.2	1,442.6	1,508.1	1,885.4	EBITDA 增长率	-18.6%	62.4%	52.8%	8.7%	14.4%
财务费用	-26.8	-58.8	-3.7	-4.4	-5.4	EBIT 增长率	-43.8%	91.3%	244.7%	11.1%	17.4%
资产减值损失	36.1	55.6	850.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	-29.5%	71.5%	173.0%	9.4%	14.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.3%	148.5%	45.0%	-1.5%	-3.7%
投资和汇兑收益	20.4	24.1	980.0	60.0	60.0	净资产增长率	7.0%	116.7%	6.1%	4.8%	5.3%
营业利润	85.4	268.9	390.3	433.8	509.4	利润率					
加:营业外净收支	78.2	0.6	79.0	80.0	80.0	毛利率	76.9%	75.4%	74.1%	76.8%	76.2%
利润总额	163.6	269.4	469.3	513.8	589.4	营业利润率	5.4%	12.5%	15.4%	16.0%	15.0%
减:所得税	47.3	57.1	46.9	51.4	58.9	净利润率	9.9%	12.3%	20.0%	20.4%	18.7%
净利润	156.6	265.2	506.9	554.9	636.5	EBITDA/营业收入	11.6%	13.9%	18.1%	18.3%	16.7%
						EBIT/营业收入	3.7%	5.2%	15.3%	15.8%	14.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	32	66	90	80	60
						流动资产周转天数	537	573	589	530	493
						应收账款周转天数	91	87	94	95	89
						存货周转天数	13	12	13	13	11
						总资产周转天数	891	1,162	1,327	1,199	1,022
						投资资本周转天数	253	374	557	609	474
						投资回报率					
						ROE	3.7%	3.1%	5.8%	6.0%	6.6%
						ROA	2.8%	2.2%	4.8%	5.0%	5.3%
						ROIC	9.5%	11.9%	13.1%	9.9%	11.5%
						费用率					
						销售费用率	7.1%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%
						管理费用率	64.2%	60.9%	57.0%	55.5%	55.5%
						财务费用率	-1.7%	-2.7%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	69.6%	65.0%	62.9%	61.3%	61.3%
						偿债能力					
						资产负债率	23.1%	29.8%	17.6%	17.4%	19.8%
						负债权益比	30.0%	42.6%	21.4%	21.0%	24.6%
						流动比率	2.53	1.60	2.60	2.84	2.76
						速动比率	2.47	1.57	2.53	2.77	2.69
						利息保障倍数	-2.19	-1.91	-104.69	-98.05	-92.76
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	0.04	0.08	0.08	0.10
						分红比率	25.0%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.6%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	116.3	212.3	506.9	554.9	636.5	EPS(元)	0.12	0.20	0.39	0.42	0.49
加:折旧和摊销	243.6	304.5	70.6	67.7	64.4	BVPS(元)	2.13	5.07	5.45	5.79	6.18
资产减值准备	36.1	55.6	850.0	20.0	20.0	PE(X)	132.1	78.0	40.8	37.3	32.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	3.1	2.9	2.7	2.6
财务费用	-8.1	-37.9	-3.7	-4.4	-5.4	P/FCF	-98.5	-12.8	-23.4	34.2	25.7
投资损失	-20.4	-24.1	-980.0	-60.0	-60.0	P/S	13.1	9.6	8.2	7.6	6.1
少数股东损益	-40.3	-52.9	-84.5	-92.5	-106.1	EV/EBITDA	103.8	101.6	39.8	35.5	29.9
营运资金的变动	109.1	-304.5	-1,335.1	18.9	151.6	CAGR(%)	58.4%	35.7%	13.4%	15.3%	16.0%
经营活动产生现金流量	398.6	390.3	-975.8	504.6	701.1	PEG	2.3	2.2	3.1	2.4	2.0
投资活动产生现金流量	-329.1	-3,276.9	984.6	40.0	50.0	ROIC/WACC	1.0	1.2	1.3	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	10.1	3,210.3	-22.6	-126.9	-122.3	REP	15.6	8.0	3.0	3.9	3.3

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
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	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