

四维图新(002405)/计算机

2018年业务拆解分析

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.80

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

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	2,380.2	3,154.4	4,047.4
增长率(%)	5.3%	36.0%	10.4%	32.5%	28.3%
净利润(百万元)	156.6	265.2	482.8	449.8	550.0
增长率(%)	20.3%	69.4%	82.1%	-6.8%	22.3%
每股收益(元)	0.12	0.20	0.37	0.34	0.42
每股现金流量	0.06	0.25	-0.38	0.75	0.69
净资产收益率	5.6%	4.0%	6.9%	6.1%	7.0%
P/E	132.1	78.0	42.9	46.0	37.6
PEG	2.9	2.7	1.0	1.0	1.3
P/B	7.4	3.1	2.9	2.8	2.7

备注:

投资要点

■ **2018年净利润同比增长70%-100%**。公司发布业绩预告修正公告,公司预计2019年归母净利润为4.5-5.3亿元,同比增长70%-100%(公司在三季报预计2019年归母净利润为2.9-3.7亿元,同比增长10%-40%)。业绩的主要影响因素包括:1)汽车电子芯片和导航业务的增长。2)2018年11月23日,公司完成子公司图吧BVI增资扩股交割事项,至此,公司对图吧BVI的持股比例降至45.17%,图吧BVI及其相关公司将不再纳入公司合并范围。本次交易在交割完成后一次性增加公司合并报表投资收益约10亿元。3)2016-2018年期间,子公司杰发未完成业绩承诺。这带来两方面影响,第一,四维减少向杰发原股东支付的对价,增加净利润;第二,计提商誉减值,减少净利润。

■ 按照收购协议,杰发在2016-2018年的业绩承诺分别为1.87亿元、2.28亿元、3.03亿元,2016-2017年实际完成业绩为1.96亿元、2.08亿元。四维对杰发原股东分四期进行现金支付(现金对价合计33亿元,其中第四期支付5.5亿元),第四期现金对价将在完成杰发科技2018年审计后,按照杰发2016-2018年三年累计实现净利润相对于三年累计预测净利润的比例,对杰发股权转让的对价(38.75亿元)进行调整后再支付。

■ **业务分析一:导航电子地图业务,仍有望保持正增长**。该业务主要包括:地图数据、数据编译以及导航软件。该业务与前装车厂销量有一定相关性。根据乘联会数据,2018年中国乘用车销量为2235万辆,同比下降5.8%,产量为2309万辆,同比下降5.0%。虽然2018年中国乘用车整体销量情况出现了一定的下滑,但我们认为,四维的导航电子地图业务并不会受到太大影响。原因包括:

1)四维导航电子地图的客户主要是合资品牌以及中高端车型,包括宝马、奔驰、丰田、本田、通用、日产、保时捷等。而根据中国乘用车销售细分数据,2018年高档轿车的整体增速在20%以上,例如宝马5系销量为15.02万辆,同比增长25%,奔驰C级销量为14.78万辆,同比增长18%,奔驰E级销量为14.23万辆,同比增长26%等。

2)根据2018年半年报,四维导航电子地图业务仍保持了4.4%的增速,高于乘用车整体3.8%的增速。而2018年上半年,中国高端车销量增速在10%多一些,低于2018全年的增速,可见2018年下半年国内高端车销量增速更快一些。

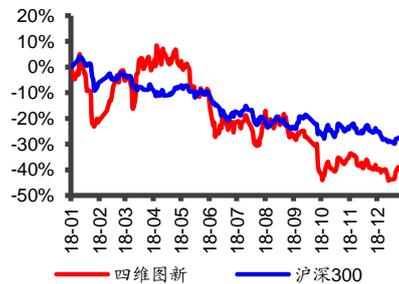
3)2018年7月份开始,中国乘用车销量数据已开始出现负增长,7/8/9月份同比下滑5.3%/4.6%/12.0%,但我们看到四维2018年前三季度收入增速仍保持了15.0%的增速,相比2018年上半年18.8%的增速回落并不是明显。因此,虽然2018年中国乘用车整体销量增速出现了下滑,但四维的主要客户群体中高端车,特别是高端车销量增速仍较为强劲。因此,我们认为,2018年四维的导航电子地图业务仍有望保持正增长。

业务展望:1)导航电子地图业务是四维最传统的业务,从商业模式来看,该业务已经比较成熟,其更多的是与前装车厂的销量数据相关。2)前装车载导航渗透率仍有一定提升空间。根据易观数据,2018Q2中国乘用车前装车载导航渗透率14.9%,随着车内娱乐需求增加,智能驾驶渗透率提升,以及中高端汽车销量提升,前装车载导航渗透率仍有望提升。3)面对竞争(包括手机端竞争和其他图商的价格竞争),传统导航电子地图需求的时候或将已过。而智能辅助驾驶地图(包括ADAS地图和高精度地图)需求的提升,手机导航地图将无法实现以上功能,龙头图商的优势会更加明显。

基本状况

总股本(百万股)	1309
流通股本(百万股)	1042
市价(元)	15.80
市值(亿元)	207
流通市值(亿元)	165

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 子公司图吧引进战投,加快车联网布局
- 2 关注车联网和位置大数据的变现
- 3 股权激励授予完成,几个关注点

- **业务分析二：车联网业务，有望迎来数据变现。**四维的车联网业务包括：乘用车车联网、商用车车联网、以及动态交通信息产品及服务。乘用车车联网，主要提供：WeLink 手机车机互联方案、WeCloud 应用平台及解决方案、智能网联操作系统、Call-Center 系统及云服务、车载硬件。商用车车联网，提供可以同时面向前装、后装市场的智能车联网终端设备、车联网运营系统及大数据平台、移动端应用产品及一体化解决方案。动态交通信息产品及服务，面向不同领域客户的需求提供应用产品及定制化服务，主要包括高精度路况信息、事件信息、简易图形、交通预测、文字语音等多种形式的交通信息服务。

承接以上三个业务的主要子公司包括：Mapbar technology (图吧)、中寰卫星、世纪高通等。而我们需要注意的是，2018 年 8 月和 2018 年 9 月，公司分别对中寰卫星和图吧引进战略投资者。四维对中寰卫星的股权比例从 70.98% 降至 43.68%，四维对图吧的持股比例从 60.32% 降至 45.17%。根据公司公告信息，2017 年中寰卫星收入为 1.79 亿元，净利润为 225 万元。2017 年图吧收入为 4992 万元，净利润为 -1.09 亿元。图吧完成增资扩股交割的时间为 2018 年 11 月 23 日，且图吧 2019 年不再并表。对于动态交通信息业务，2018 年上半年，世纪高通收入为 9361 万元，同比增长 27%，净利润为 3882 万元，同比增长 60%，业务快速增长。

业务展望：车联网并不是一个新的业务模式，但目前来看，真正打通车联网数据，对数据进行商业模式变现的厂商并不多。四维目前的车联网收入构成中，主要是以传统的车联网解决方案为主，但我们看到从 2017 年开始，四维更多的以互联网思维来推进车联网业务的发展：1) 2017-2018 年，公司商用车和乘用车车联网用户数实现快速增长。2) 与保险公司合作。2018 年 6 月公司参与中国大地保险增资，持股 0.26%，有望为车联网数据寻找变现出口。3) 两大业务公司主体（中寰卫星和图吧）引进战投，包括蔚来、腾讯等相关关联公司。我们认为，未来两年，四维的车联网业务通过外部资源引入，有望在数据变现方面获得一定进展。

- **业务分析三：高级辅助驾驶及自动驾驶业务，产品不断成熟。**该业务主要包括高精度地图、高精度定位、ADAS 解决方案及包括自动驾驶相关数据、芯片、算法在内的整体解决方案及相关前沿技术研发。我们认为该业务目前贡献收入的主要来自于 ADAS 地图数据，ADAS 解决方案等。该业务占公司收入比例还比较小，但增速非常快。根据 2018 年中报数据，该业务收入占比 2.0%，收入增速为 96.1%。我们认为，从未来智能驾驶发展趋势来看，该业务有比较大的发展空间。

业务展望：1) 产品：ADAS 地图已经逐步成熟，L3 以上的高精度地图产品也逐步完善。根据 2017 年年报信息，2017 年四维的高精度地图已经在于 Tier1 厂商进行产品测试。2) 应用：ADAS 地图或将随着智能辅助驾驶车型渗透率的提升而逐步放量。高精度地图的应用需要 L3 以上车型的放量作为前提。我们认为，全球传统车厂有望在 2020 年推出 L3 车型，其放量的时间点有望在 2020 年底或 2021 年。3) 高精度地图变现需要解决的问题包括车企技术路线的统一、研发及数据更新成本、行业标准的统一，以及相关的政策法规的完善。4) 对于四维而言，高精度地图只是该业务之一，我们更应该关注四维在智能驾驶整体解决方案的提供，该整体解决方案是融合了四维的高精度地图、算法、以及芯片相关核心产品。

- **业务分析四：芯片业务，新产品不断放量。**该业务主体是子公司杰发科技，产品线包括：IVI 芯片、AMP 芯片、MCU 芯片、TPMS 芯片（研发中）、智能座舱以及 ADAS 芯片（研发中）。目前杰发的大部分收入来自于 IVI 芯片。2018 年新一代 IVI 芯片出货量和第一代车载功率电子芯片 (AMP) 出货量持续提升，新一代智能座舱系统主控芯片、MCU (BCM) 车身控制芯片、TPMS 胎压监测系统芯片等研发工作在持续推进。

MCU 开始量产。2018 年 12 月，根据四维官网信息，杰发研发的国内首款通过 AEC-Q100 Grade 1，工作温度 -40℃-125℃ 的车规级 MCU (车身控制芯片) 在客户端量产，并获得首批订单。在汽车领域，MCU 应用非常广泛，从车载信息娱乐产品，到雨刷、车窗、电动座椅等车身控制，每一个车辆功能的实现背后都需要复杂的芯片组支撑。在一辆车装备的所有半导体器件中，MCU 大概占三成，平均下来每辆车要使用 70 颗以上的 MCU 芯片，这一数字在高端豪华车上还要高出一倍多。

业务展望：1) IVI 芯片有望继续加大在前装车厂的渗透，后装的 IVI 芯片价格竞争有望缓和；2) 新产品 AMP 和 MCU 有望逐步放量，特别关注 MCU 产品，其市场规模更大，而且下游应用不只包括汽车领域，还包括工业级和消费级的产品，这些都有可能成为杰发 MCU 的目标客户。我们认为，目前杰发的 MCU 产品主要应用在雨刷、车窗等，未来有望覆盖更多的汽车控制环节。3) TPMS 有望在 2019 逐步量产。4) 对于杰发的未完成业绩承诺的看法。我们认为，其主要原因来自于行业层面，第一，国内乘用车销量的下滑，随着杰发 IVI 芯

片在前装车场的渗透，使得其与车厂的销售数据相关性提升。第二，IVI 芯片后装价格竞争的影响。展望 2019 年，杰发新产品 AMP 和 MCU 有望逐步放量；国内乘用车销量数据有望前低后高，全年有望同比持平；而后装 IVI 芯片价格竞争也有望缓解。我们认为，2019 年杰发的业务有望继续保持稳健增长。

- **盈利预测与投资建议。**我们认为，2019 年四维的业务增速有望边际向上。导航电子地图业务有望在下游乘用车销量触底回升中迎来增速拐点。2019 年 5G 作为最大的外部技术变量，有望带来车联网相关应用的渗透。高精度地图产品继续成熟，有望逐步植入应用。杰发芯片业务在新产品带动下，有望继续保持稳健增长。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.83 亿元/4.50 亿元/5.50 亿元，EPS 分别为 0.37 元/0.34 元/0.42 元，目前股价对应的 PE 分别为 43 倍、46 倍、38 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**技术转化周期低于预期的风险；高精度地图产品的落地进程低于预期的风险；导航业务进展低于预期的风险。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,156.5	2,380.2	3,154.4	4,047.4
减:营业成本	530.8	556.3	838.8	1,100.4
营业税费	21.6	21.9	29.3	38.5
销售费用	146.1	127.3	154.8	181.2
管理费用	1,314.2	1,383.6	1,780.8	2,270.3
财务费用	-58.8	-75.4	-81.0	-103.1
资产减值损失	55.6	33.3	41.7	43.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-
投资和汇兑收益	24.1	142.5	22.3	23.0
营业利润	268.9	475.7	412.3	539.7
加:营业外净收支	0.6	51.3	43.4	31.7
利润总额	269.4	527.1	455.7	571.4
减:所得税	57.1	111.7	96.6	121.1
净利润	265.2	482.8	449.8	550.0

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,443.4	2,942.3	3,917.1	4,815.7
交易性金融资产	-	-	-	-
应收帐款	657.2	565.9	1,107.8	995.1
应收票据	101.3	31.6	165.2	91.9
预付帐款	35.6	37.0	75.0	66.2
存货	79.9	76.2	157.5	142.8
其他流动资产	197.0	90.1	105.2	130.8
可供出售金融资产	224.7	171.3	179.1	191.7
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	82.8	82.8	82.8	82.8
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	647.4	629.3	611.3	593.2
在建工程	-	-	-	-
无形资产	904.3	722.1	539.8	357.5
其他非流动资产	3,425.3	3,270.8	3,249.7	3,254.9
资产总额	9,798.9	8,619.4	10,190.5	10,722.7
短期债务	-	-	-	-
应付帐款	2,357.7	921.8	2,265.7	2,335.2
应付票据	5.7	1.3	4.0	4.6
其他流动负债	465.5	444.5	410.7	534.7
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	96.1	47.2	55.8	66.4
负债总额	2,925.0	1,414.9	2,736.2	2,940.9
少数股东权益	237.8	170.3	79.5	-20.2
股本	1,282.6	1,309.7	1,309.7	1,309.7
留存收益	5,425.6	5,724.5	6,065.1	6,492.4
股东权益	6,874.0	7,204.5	7,454.3	7,781.8
负债和股东权益合计	9,798.9	8,619.4	10,190.5	10,722.7

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	212.3	482.8	449.8	550.0
加:折旧和摊销	304.5	200.4	200.4	200.4
资产减值准备	55.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	-37.9	-75.4	-81.0	-103.1
投资收益	-24.1	-142.5	-22.3	-23.0
少数股东损益	-52.9	-67.5	-90.8	-99.7
营运资金的变动	-155.0	-1,049.6	526.4	375.4
经营活动产生现金流量	390.3	-651.8	982.6	900.0
投资活动产生现金流量	-3,276.9	193.4	15.0	10.9
融资活动产生现金流量	3,210.3	-42.8	-22.8	-12.2
现金净流量	326.0	-498.9	977.4	901.0

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	36.0%	10.4%	32.5%	28.3%
营业利润增长率	214.8%	76.9%	-13.3%	30.9%
净利润增长率	69.4%	82.1%	-6.8%	22.3%
EBITDA增长率	62.4%	100.8%	-11.5%	19.8%
EBIT增长率	91.3%	256.9%	-17.2%	31.8%
净资产增长率	116.7%	4.8%	3.5%	4.4%
利润率				
毛利率	75.4%	76.6%	73.4%	72.8%
营业利润率	12.5%	20.0%	13.1%	13.3%
净利润率	12.3%	20.3%	14.3%	13.6%
EBITDA/营业收入	13.9%	25.2%	16.9%	15.7%
EBIT/营业收入	5.2%	16.8%	10.5%	10.8%
运营效率				
固定资产周转天数	66	97	71	54
流动资产周转天数	573	624	529	523
应收帐款周转天数	93	92	96	94
存货周转天数	12	12	13	13
总资产周转天数	1,162	1,393	1,073	930
投资资本周转天数	368	553	434	281
投资回报率				
ROE	4.0%	6.9%	6.1%	7.0%
ROA	2.2%	4.8%	3.5%	4.2%
ROIC	13.2%	10.0%	6.3%	10.0%
费用率				
销售费用率	6.8%	5.3%	4.9%	4.5%
管理费用率	60.9%	58.1%	56.5%	56.1%
财务费用率	-2.7%	-3.2%	-2.6%	-2.5%
三费/营业收入	65.0%	60.3%	58.8%	58.0%

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。