

2019年02月12日

四维图新 (002405.SZ)

**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**

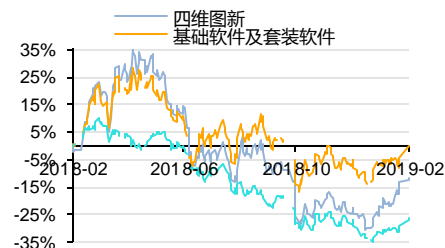
维持评级

12个月目标价: **25元**  
 股价 (2019-02-12) **17.83元**

**交易数据**

总市值 (百万元)	23,347.87
流通市值 (百万元)	18,587.03
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	5.42	7.75	13.38
绝对收益	12.85	10.4	-7.62

**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: 巨变前夜, 大幕将启/胡又文	2019-01-27
四维图新: 发布业绩上修预告, 释放商誉减值风险轻装上阵/胡又文	2019-01-16
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

# 自动驾驶里程碑, 斩获国内第一个 L3 及以上自动驾驶地图量产订单

**事件:** 公司2月12日公告, 与宝马签署自动驾驶地图协议。公司将为宝马在中国销售的 2021-2024 年量产上市的宝马集团所属品牌汽车 (包括宝马、Mini、劳斯莱斯等) 提供 Level3 及以上自动驾驶地图产品及在线发布与更新服务, 直到相关车辆的服务周期结束为止。

**点评:**

**该订单是自动驾驶产业重要的里程碑。** 宝马连续 15 年蝉联全球第一高档汽车制造商 (数据来源: 宝马集团), 其领导地位毋庸置疑, 此次率先在中国启动 L3 及以上自动驾驶量产计划, 标志着中国乃至全球自动驾驶产业正式拉开帷幕, “5G+AI” 新物种——自动驾驶闪亮登场。

**该订单充分印证了公司在自动驾驶地图行业的绝对实力。** 参考前期深度报告《四维图新: 巨变前夜, 大幕将启》, 从数据生态、制作&更新成本以及资质等多个维度考察, 公司均有明显的竞争优势。此次与宝马签订自动驾驶地图协议, 充分印证了公司在自动驾驶地图行业的绝对实力。根据 wind 数据, 公司自上市以来, 每年的研发投入占比均位居 A 股前十, 巨额投入即将迎来丰收。

**自动驾驶地图迎单价与渗透率的双重提升, 仅前装市场空间就具备数量级跃升潜力。** 根据易观数据, 2018 年上半年传统车载导航前装市场渗透率仅为 14.9%, 而随着 L3 级自动驾驶汽车逐步量产普及, 前装导航地图将由给人看的选配品转变为车载系统的标配品, 渗透率存在 6-7 倍提升空间。根据产业链调研, 仅考虑一次性前装收费, 高精度地图单价保守估计在公司传统导航地图 (约 200 元/车) 的 5-10 倍。此外, 由于高精度地图要求“高鲜度”的特点, 地图需要动态甚至实时更新, 这意味着地图将不再是传统导航地图的一锤子数据买卖 (license), 后续更新意味着数据服务收费的模式 (service)。此次订单合同中也明确提及公司将提供自动驾驶地图更新服务, 直到相关车辆的服务周期结束为止。因此, 除了一次性收费的单价提升之外, 后续的数据服务收入同样值得期待。

**不止是地图, 公司的单车价值量成长空间十分广阔。** 地图只是公司智能汽车大脑战略的单个环节。面对即将到来的自动驾驶产业浪潮, 公司的布局已经从“地图”延伸到“云计算”、“自动驾驶决策算法”、“智能芯片”、“定位服务”等领域。除了激光雷达、毫米波雷达等感知层硬件传感器之外, 公司几乎覆盖了所有的自动驾驶关键技术栈。地图是其最成熟的产品, 该订单标志着以自动驾驶地图为核心的整体解决方案取得阶段性成果, 根据四维图新大会介绍, 公司已经实现了 L3 级的自动驾驶能力, 正在城市道路上测试 L4 技术。我们认为, 除了从传统导航地图升级到自动驾驶地图带来的单车价值量提升之外, 公司整体解决方案的单车价值量成长空间十分广阔。

**投资建议:** 此次与宝马签订自动驾驶地图协议, 充分印证了公司在自动驾驶地

图行业的绝对实力，前期巨额投入即将迎来丰收。预计2018-2019年EPS分别为0.39元和0.41元，“买入-A”评级，上调12个月目标价至25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。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,585.3	2,156.5	2,524.1	2,773.1	3,563.2
净利润	156.6	265.2	504.2	542.0	636.3
每股收益(元)	0.12	0.20	0.39	0.41	0.49
每股净资产(元)	2.13	5.07	5.45	5.78	6.17

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	149.1	88.0	46.3	43.1	36.7
市净率(倍)	8.4	3.5	3.3	3.1	2.9
净利润率	9.9%	12.3%	20.0%	19.5%	17.9%
净资产收益率	3.7%	3.1%	5.8%	5.9%	6.6%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
ROIC	9.5%	11.9%	13.0%	9.7%	11.6%

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	2,524.1	2,773.1	3,563.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	367.0	530.8	654.5	662.5	872.5	营业收入增长率	5.3%	36.0%	17.0%	9.9%	28.5%
营业税费	13.7	21.6	25.2	27.7	35.6	营业利润增长率	-30.8%	214.8%	44.2%	8.8%	20.7%
销售费用	112.5	146.1	151.4	166.4	213.8	净利润增长率	20.3%	69.4%	90.1%	7.5%	17.4%
管理费用	1,017.8	1,314.2	1,438.7	1,539.1	1,977.6	EBITDA 增长率	-18.6%	62.4%	52.0%	6.7%	17.1%
财务费用	-26.8	-58.8	-3.7	-4.4	-5.5	EBIT 增长率	-43.8%	91.3%	242.5%	8.7%	20.7%
资产减值损失	36.1	55.6	850.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	-29.5%	71.5%	171.6%	7.4%	17.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.3%	148.5%	45.0%	-2.0%	-3.9%
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%	4.7%	5.3%
<b>营业利润</b>	85.4	268.9	387.8	421.8	509.2	<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%	74.1%	76.1%	75.5%
<b>利润总额</b>	163.6	269.4	466.8	501.8	589.2	营业利润率	5.4%	12.5%	15.4%	15.2%	14.3%
减:所得税	47.3	57.1	46.7	50.2	58.9	净利润率	9.9%	12.3%	20.0%	19.5%	17.9%
<b>净利润</b>	156.6	265.2	504.2	542.0	636.3	EBITDA/营业收入	11.6%	13.9%	18.0%	17.5%	15.9%
						EBIT/营业收入	3.7%	5.2%	15.2%	15.1%	14.1%
<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	90	78	58
货币资金	1,724.2	3,443.4	2,705.1	3,140.6	3,785.4	流动营业资本周转天数	-44	-171	-135	-19	-20
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	537	573	590	521	477
应收账款	451.9	657.2	726.1	797.8	1,025.0	应收帐款周转天数	91	87	94	94	88
应收票据	54.7	101.3	-	-	-	存货周转天数	13	12	13	13	12
预付帐款	28.6	35.6	35.6	35.6	35.6	总资产周转天数	891	1,162	1,330	1,178	981
存货	57.9	79.9	98.6	99.8	131.5	投资资本周转天数	253	374	558	595	449
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%	5.8%	5.9%	6.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	2.2%	4.7%	4.9%	5.2%
长期股权投资	41.4	82.8	78.4	78.4	78.4	ROIC	9.5%	11.9%	13.0%	9.7%	11.6%
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%	-0.2%	-0.2%
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%	61.3%	61.3%
<b>资产总额</b>	4,122.2	9,798.9	8,849.9	9,292.7	10,124.3	<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%	17.6%	17.8%	20.5%
应付帐款	573.5	2,357.7	842.8	853.1	1,123.5	负债权益比	30.0%	42.6%	21.4%	21.7%	25.8%
应付票据	0.8	5.7	-	-	-	流动比率	2.53	1.60	2.60	2.78	2.68
其他流动负债	270.4	412.4	505.4	602.5	727.2	速动比率	2.47	1.57	2.53	2.71	2.61
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-2.19	-1.91	-104.05	-94.94	-91.80
其他非流动负债	24.2	96.1	109.0	117.7	145.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	950.6	2,925.0	1,558.5	1,654.3	2,076.7	DPS(元)	0.03	0.04	0.08	0.08	0.10
少数股东权益	378.2	237.8	153.8	63.4	-42.6	分红比率	25.0%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,066.5	1,282.6	1,309.5	1,309.5	1,309.5	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
留存收益	1,886.2	5,425.6	5,828.9	6,262.5	6,771.6						
<b>股东权益</b>	3,171.6	6,874.0	7,292.2	7,635.4	8,038.4						

## 现金流量表

2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标
净利润	116.3	212.3	504.2	542.0	EPS(元)
加:折旧和摊销	243.6	304.5	70.6	67.7	BVPS(元)
资产减值准备	36.1	55.6	850.0	20.0	PE(X)
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)
财务费用	-8.1	-37.9	-3.7	-4.4	P/FCF
投资损失	-20.4	-24.1	-980.0	-60.0	P/S
少数股东损益	-40.3	-52.9	-84.0	-90.3	EV/EBITDA
营运资金的变动	109.1	-304.5	-1,333.6	42.4	CAGR(%)
<b>经营活动产生现金流量</b>	398.6	390.3	-976.6	517.3	PEG
<b>投资活动产生现金流量</b>	-329.1	-3,276.9	984.6	40.0	ROIC/WACC
<b>融资活动产生现金流量</b>	10.1	3,210.3	-22.0	-124.3	REP

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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	夏坤	15210845461	xiakun@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