

四维图新(002405)/计算机

2018 业务拆解

评级: 买入(维持)

市场价格: 27.44

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

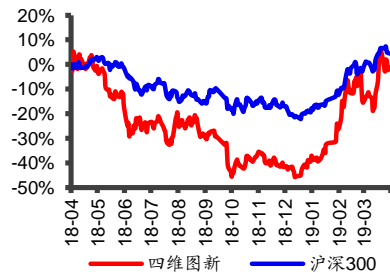
研究助理: 杨亚宇

Email: yangyy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1309
流通股本(百万股)	1042
市价(元)	27.44
市值(亿元)	359
流通市值(亿元)	286

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,156.5	2,133.7	2,421.2	2,914.0	3,522.4
增长率(%)	36.0%	-1.1%	13.5%	20.4%	20.9%
净利润(百万元)	265.2	479.1	428.0	506.8	609.3
增长率(%)	69.4%	80.6%	-10.7%	18.4%	20.2%
每股收益(元)	0.20	0.37	0.32	0.38	0.46
每股现金流量	0.25	0.27	1.22	1.00	0.28
净资产收益率	4.0%	6.7%	5.5%	6.1%	6.9%
P/E	126.4	70.0	79.9	67.5	56.2
PEG	5.4	8.6	1.9	2.9	6.9
P/B	5.1	4.7	4.4	4.1	3.9

备注:

投资要点

2018&19Q1 业绩分析

2018 年公司营业收入 21.34 亿元, 同比减少 1.1%, 归母净利润为 4.79 亿元, 同比增长 80.7%, 扣非归母净利润为 -10.57 亿元, 同比减少 581.6%。业绩的主要影响因素包括: (1) 国内乘用车销量增速下滑导致下游需求同比减少。(2) 公司原控股子公司图吧 BVI 进行增资扩股, 2018 年 11 月 23 日完成交割手续, 自此不再并表。此次交易一次性增加投资收益为 10.77 亿元。(3) 子公司杰发科技未完成业绩承诺, 一方面公司减少对杰发原股东支付的对价, 杰发股权转让业绩补偿金额 6.16 亿元。另一方面, 公司对杰发计提商誉减值 8.86 亿元。

2019Q1, 公司营业收入为 5.22 亿元, 同比增长 15.3%, 归母净利润为 4203 万元, 同比减少 42.7%, 扣非归母净利润为 3522 万元, 同比减少 37.0%。该季度业绩下滑主要原因包括: 1) 2018 年同期利润中包括了杰发科技 1 月和 2 月的并表。2) 联营子公司图吧科技投入较大, 19Q1 或将亏损, 母公司按照权益法计入到投资收益, 带来一定业绩拖累。

业务拆解一: 导航业务, 或将回暖

导航电子地图业务主要包括: 主要包括地图数据、数据编译以及导航软件。导航业务与前装车厂车销量数据存在一定的相关性。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%。

2018 年导航电子地图业务收入为 7.75 亿元, 同比减少 17.6%, 毛利率为 91.3% (说明该产品的标准化程度比较高)。2018 年导航业务收入增速略低于我们此前预期, 我们认为, 主要原因包括:

第一, 大的行业背景。2018 年 6 月, 中国年乘用车销量出现负增长, 下游需求暂时回落。

第二, 随着国内乘用车大屏渗透率的提升, 我们认为, 四维导航电子地图对国内自主品牌渗透率或将已提升。而 2018 年乘用车销量的下滑主要发生国内自主品牌车, 部分合资高端品牌车的销量仍保持了两位数的增长。

第三、国内车销量增速转负发生在 2018 年 6 月份, 后续几个月份仍是负增长。四维 2018 年前三季度收入仍有 15% 的增长, 公司收入增速的回落主要发生在 2018Q4。我们认为, 与乘用车销量增速相比, 公司导航业务可能存在 2-3 个月的滞后期。

业务展望:

1、我们认为 2019 年中国车销量增速或将呈现前低后高的情形 (即下半年增速好于上半年增速), 公司导航业务下游需求或将逐步回暖。2019 年 1-3 月份, 中国乘用车销量增速分别为 -4.0%、-18.5%、-12.0%。与 2018 年年底的降幅相比, 19Q1 总体的下降趋势有所缓解。

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，以及中高档汽车销量提升，前装车载导航渗透率仍有望提升。

3、本土品牌渗透率提升。随着国内自主品牌大屏占比提升，四维对国内自主车型的覆盖率或将增加。

■ 业务分拆二：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。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%。图吧完成增资扩股交割的时间为 2018 年 11 月 23 日。至此，图吧将成为公司的联营子公司，2019 年不再并表。

2018 年图吧营业收入为 1.05 亿元，净利润为-1.70 亿元(2017 年图吧收入 4992 万元，净利润为-1.09 亿元)。中寰卫星营业收入 2.30 亿元，净利润为-0.64 亿元(2017 年收入为 1.79 亿元，净利润为 225 万元)。世纪高通营业收入为 2.48 亿元，净利润为 0.79 亿元(2017 年收入为 2.11 亿元，净利润为 0.66 亿元)。

业务展望：

通过以上几个业务收入增速情况，我们可以看出，2018 年四维的车联网业务出现了快速增长。

1、车联网业务有望是未来两年公司商业模式逐步落地的业务。乘用车车联网在不断圈用户，商用车车联网在寻找不同的商业落地场景。

2、乘用车车联网通过以四维智联为主体，引进腾讯基金、蔚来资本、尚珉资本等战略投资者，来加大商用车车联网产品对下游客户的覆盖。因此，短期来看，乘用车车联网的覆盖用户值得关注。

3、商用车车联网，我们认为更多的是寻找数据变现的渠道和场景，相关的产业链环节包括：主机厂、车主司机、物流公司、后市场服务提供商、金融保险、无车承运人等。商业化场景的落地或将是这个业务值得关注的地方。

■ 业务分拆三：高级辅助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。另外值得关注的是四维 HD 地图（高精度地图）的进展情况。

2018 年高级辅助辅助驾驶及自动驾驶业务收入为 5293 万元，同比增长 24.1%。结合产品迭代和下游产品需求升级来看，我们认为，该业务有望继续保持快速增长。

业务展望：

1、产品：公司的 ADAS 地图已经逐步成熟，并在特斯拉、蔚来等车型得到广泛应用。面对 L3 以上的 HD 地图也在逐步完善，在不断与 Tier1 厂商和车厂

不断进行测试。

2、客户（商业化落地）：2019年，我们看到四维的高精度地图订单已经开始落地，首个高精度订单锁定宝马。我们认为，四维传统电子导航地图的客户包括奔驰、丰田、特斯拉等中高端车企，有望依然会选择四维的高精度地图产品。

3、关键时间节点 2020&2021。我们看目前欧洲三大车厂 ABB（奥迪、奔驰、宝马）以及日系主要车厂（丰田、本田、日产）都已经开始宣布自己 L3 车辆量产计划。我们预计，传统车厂 L3 车型量产的时间大概在 2021 年左右。由此可以推算，高精度地图订单落地的时间就是在 2019-2020 年。

4、高精度地图只是四维在智能驾驶领域的布局之一，是公司从传统电子地图向 HD 地图天然的产品迭代升级。除此之外，我们更应该关注四维在智能驾驶整体解决方案的布局，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。2018 年，我们已经看到，四维的智能驾驶解决方案已经搭载到长城汽车上进行测试。

■ 业务分拆三：芯片业务，新产品不断落地

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）。

2018 年杰发收入为 5.79 亿元，净利润为 1.99 亿元。我们认为，2018 年贡献收入的芯片主要来自于 IVI 芯片，可能也包括少量的 AMP 芯片。2018 年 12 月，杰发的 MCU 芯片也开始量产。

业务展望：

1、新产品的量产节奏。AMP 已经于 2017 年底量产，MCU 也于 2018 年 12 月开始量产。两款新产品有望逐步贡献收入，但真正放量需要有个时间过程，特别是目前 MCU 产品主要是车窗和雨刷两款控制单元芯片。随着产品数量的增加以及入选车型的增加，有望逐步贡献收入。

2、老产品 IVI 的竞争力。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。杰发 IVI 芯片在前装车厂仍有加大业务拓展的空间。

3、TPMS 有望在 2019-2020 年逐步进入量产；关注智能驾驶座舱和 ADAS 芯片的量产节奏。

■ **盈利预测与投资建议。**我们预计，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.28 亿元/5.07 亿元/6.09 亿元，EPS 分别为 0.32 元/0.38 元/0.46 元，目前股价对应的 PE 分别为 80 倍、67 倍、56 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示。**下游需求回暖低于预期风险；新产品落地低于预期风险。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,133.7	2,421.2	2,914.0	3,522.4
减:营业成本	626.2	672.4	866.2	1,035.2
营业税费	20.7	22.9	28.3	33.9
销售费用	131.6	156.7	188.6	224.3
管理费用	478.2	1,105.9	1,283.4	1,580.1
财务费用	-30.5	-	-	-
资产减值损失	945.9	45.8	45.8	45.8
加:公允价值变动收益	-	-20.0	3.3	4.4
投资和汇兑收益	1,710.6	22.3	22.3	22.3
营业利润	506.7	419.7	527.2	629.6
加:营业外净收支	0.0	26.3	8.9	11.7
利润总额	506.7	446.0	536.2	641.3
减:所得税	129.3	113.8	136.8	163.6
净利润	479.1	428.0	506.8	609.3

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,304.5	3,898.6	5,208.9	5,566.7
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	462.8	830.8	697.6	1,161.8
应收票据	75.3	97.5	122.5	147.1
预付账款	42.2	46.2	62.6	68.9
存货	77.3	103.4	121.6	147.4
其他流动资产	474.0	233.2	301.4	336.2
可供出售金融资产	306.5	224.2	251.8	260.8
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	1,298.3	1,298.3	1,298.3	1,298.3
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	654.4	585.2	516.0	446.8
在建工程	-	-	-	-
无形资产	1,108.7	877.8	646.8	415.8
其他非流动资产	2,411.1	2,266.5	2,278.2	2,290.4
资产总额	9,215.1	10,461.5	11,505.8	12,140.4
短期债务	-	-	-	-
应付账款	1,145.4	1,941.6	2,593.4	2,728.0
应付票据	25.0	7.1	16.7	17.0
其他流动负债	560.9	492.6	498.0	576.0
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	81.0	67.1	81.4	76.5
负债总额	1,812.3	2,508.5	3,189.5	3,397.5
少数股东权益	201.5	105.8	-1.6	-133.3
股本	1,309.5	1,336.5	1,336.5	1,336.5
留存收益	6,237.9	6,510.8	6,981.4	7,539.6
股东权益	7,402.8	7,953.0	8,316.2	8,742.9
负债和股东权益合计	9,215.1	10,461.5	11,505.8	12,140.4

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	377.4	428.0	506.8	609.3
加:折旧和摊销	375.6	300.1	300.1	300.1
资产减值准备	945.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-20.0	3.3	4.4
财务费用	2.5	-	-	-
投资收益	-1,710.6	-22.3	-22.3	-22.3
少数股东损益	-101.7	-95.8	-107.4	-131.6
营运资金的变动	37.0	699.1	659.4	-362.4
经营活动产生现金流量	370.7	1,289.3	1,340.0	397.6
投资活动产生现金流量	-932.2	103.4	-4.6	13.1
融资活动产生现金流量	915.9	201.4	-25.1	-52.9
现金净流量	356.7	1,596.3	1,312.9	360.2

财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	-1.1%	13.5%	20.4%	20.9%
营业利润增长率	88.4%	-17.2%	25.6%	19.4%
净利润增长率	80.6%	-10.7%	18.4%	20.2%
EBITDA增长率	542.2%	-62.5%	14.9%	12.4%
EBIT增长率	1363.5%	-74.4%	25.6%	19.4%
净资产增长率	7.7%	7.4%	4.6%	5.1%
利润率				
毛利率	70.7%	72.2%	70.3%	70.6%
营业利润率	23.7%	17.3%	18.1%	17.9%
净利率	22.5%	17.7%	17.4%	17.3%
EBITDA/营业收入	90.0%	29.7%	28.4%	26.4%
EBIT/营业收入	76.9%	17.3%	18.1%	17.9%
运营效率				
固定资产周转天数	110	92	68	49
流动资产周转天数	671	643	724	713
应收账款周转天数	94	96	94	95
存货周转天数	13	13	14	14
总资产周转天数	1,604	1,463	1,357	1,208
投资资本周转天数	660	631	413	294
投资回报率				
ROE	6.7%	5.5%	6.1%	6.9%
ROA	4.1%	3.2%	3.5%	3.9%
ROIC	11.2%	6.7%	10.3%	16.4%
费用率				
销售费用率	6.2%	6.5%	6.5%	6.4%
管理费用率	22.4%	45.7%	44.0%	44.9%
财务费用率	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	27.1%	52.1%	50.5%	51.2%

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。