

分析师: 唐月

执业证书编号: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50588666-8020

## 等待行业的春天

### ——四维图新(002405)季报点评

## 证券研究报告-季报点评

增持(首次)

### 市场数据(2018-05-04)

发布日期: 2018年05月04日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 25.61       |
| 一年内最高/最低(元) | 33.87/16.12 |
| 沪深300指数     | 3774.6      |
| 市净率(倍)      | 4.95        |
| 流通市值(亿元)    | 263.81      |

### 基础数据(2018-3-31)

|              |                    |
|--------------|--------------------|
| 每股净资产(元)     | 5.23               |
| 每股经营现金流(元)   | 0.18               |
| 毛利率(%)       | 76.80              |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 1.09               |
| 资产负债率(%)     | 28.20              |
| 总股本/流通股(万股)  | 128261.5/103009.34 |
| B股/H股(万股)    | 0/0                |

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 投资要点:

公司公布2017年年报、分红预案、2018年1季报和半年度业绩预告。2017年公司收入21.56亿元,同比增长36.03%;净利润2.65亿元,同比增长69.38%;扣非净利润2.20亿元,同比增长51.79%;每股收益0.22元。公司拟每10股派发红利0.42元(含税)。公司1季度营业收入4.53亿元,同比增长23.35%,净利润7331万元,同比增长46.27%,扣非后净利润5596万元,同比增长13.96%,每股收益0.06元。2018年上半年公司预计净利润13347.05万元-16987.15万元,同比增长10%-40%。

- **并表杰发科技给公司带来业绩支撑。**2017年杰发科技净利润20816.95万元,没有完成22798.51万元的业绩承诺(实现率91.31%),主要原因是后装4G车机整机市场竞争激烈,影响了下游厂商的销量,另外公司车载功率电子芯片因为工艺磨合问题生产不够稳定。公司于2016年4月发起了对杰发科技的并购,并与2017年3月开始并表,全年实现并表收入5.17亿元,占合并报表的23.99%,并表净利润1.88亿元,占合并报表的70.97%,扣除并购因素公司收入增长3.40%,净利润增速-50.83%。
- **公司传统导航电子地图业务面临发展瓶颈,公司采取了提升品质和差异化的方向应对市场变化。**我们根据易观国际数据测算,2017年前装车载导航出货量453万台,同比下滑10%,前装车载导航出货量约为18.3%,较上年下滑2.3个百分点,受到手机导航的挤压遇到了发展的瓶颈。2017年4季度公司出货量占比38.6%,较上年同期下滑了0.8个百分点。为此公司聚焦高级地图数据属性的应用产品研发,提供一体化的服务,全年导航业务收入9.41亿元,仍然实现了15.43%的增长。
- **在新业务领域的布局,带来短期业绩压力。**公司的车联网、高精度地图、高精度定位、自动驾驶、车规级芯片、位置大数据等新业务都还处于投入期,2017年公司研发投入9.13亿元,同比增长25.8%,其中费用化的研发投入7.08亿元,同比增长39.63%,已经超过收入增速。新业务的投入难以短期见效,需要等待市场成熟带来行业性爆发的机会。
- **2017年公司继续保持了车载导航领域绝对的领导地位,提出了“智能汽车大脑”的战略愿景。**于8月成为了全球首家发布日更新平台的图商,为卡车提供ADAS地图,高精度地图完成了部分国际车厂的评估。公司成功通过汽车行业软件过程改进和能力评估模型组织级成熟度三级认证审核,成为全球汽车GIS软件和数字地图行业中唯一通过此认证的企业。同时,在完成对杰发科技的并购以后,公司成为国内首家面向自动驾驶在高精度地图、高精度定位、算法、芯片、大数据等关键节点布局的企业,业务协同效应正在显现。

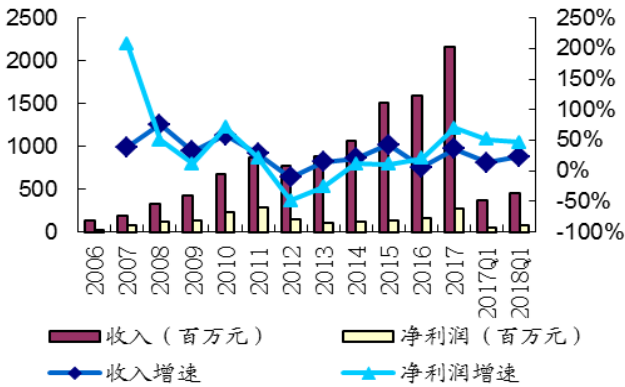
- **中美贸易战**后，杰发科技作为车载娱乐芯片的龙头，将更多地受益于国家政策的推动。杰发科技车载信息娱乐系统芯片已经与多家前装车厂建立起战略合作关系，并连续多年占据国内后装市场 50%以上的市场份额。同时，杰发科技也在积极布局其他汽车电子芯片方向，并将推出智能座舱系统芯片、MCU(BCM) 车身控制芯片、TPMS 胎压监测芯片等新产品，打破国外行业巨头的垄断，并为自动驾驶软硬件一体化解决方案落地奠定基础。
- **车联网和无人驾驶**长期利好公司的发展。近年来随着国家政策的支持和车厂、供应商、科技巨头的跨界合作，国内自动驾驶业务已经呈现出弯道超车的趋势。2020 年前后或将成为主要汽车厂商和科技企业承诺推出部分自动驾驶量产车的时间节点。而高精度地图作为目前自动驾驶解决方案中不可或缺的组成部分，决定了公司作为行业龙头的重要地位。
- **盈利预测及投资建议**。预计 18-20 年公司 EPS 为 0.26 元、0.35 元、0.49 元，按 5 月 4 日收盘价 25.61 元计算，对应 PE 为 99.56 倍、73.46 倍、52.35 倍。我们看好公司长期的发展前景，但考虑到公司目前尚处于新业务的投入期，暂时给予公司“增持”的投资评级。

**风险提示：高管减持带来短期股价压力，并购业务不及预期，新业务进展不及预期。**

|           | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1585.3 | 2156.5 | 2857.3 | 3936.3 | 5995.0 |
| 增长比率      | 5.3%   | 36.0%  | 32.5%  | 37.8%  | 52.3%  |
| 净利润(百万元)  | 156.6  | 265.2  | 329.9  | 447.2  | 627.4  |
| 增长比率      | 20.3%  | 69.4%  | 24.4%  | 35.5%  | 40.3%  |
| 每股收益(元)   | 0.12   | 0.21   | 0.26   | 0.35   | 0.49   |
| 市盈率(倍)    | 209.8  | 123.9  | 99.56  | 73.46  | 52.35  |

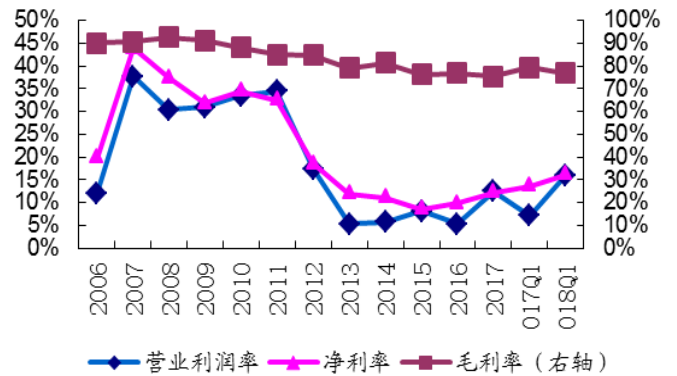
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2006-2018Q1 公司收入净利润及其增速



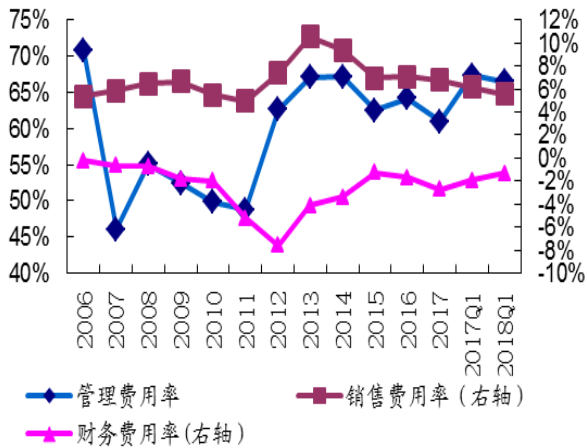
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2006-2018Q1 公司盈利能力



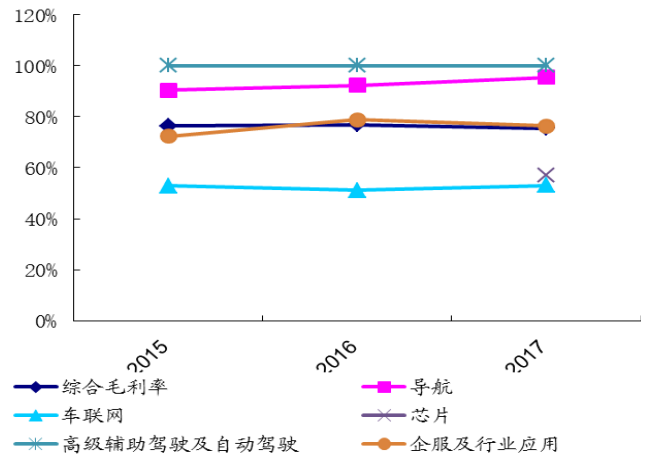
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2006-2018Q1 公司三大费用率



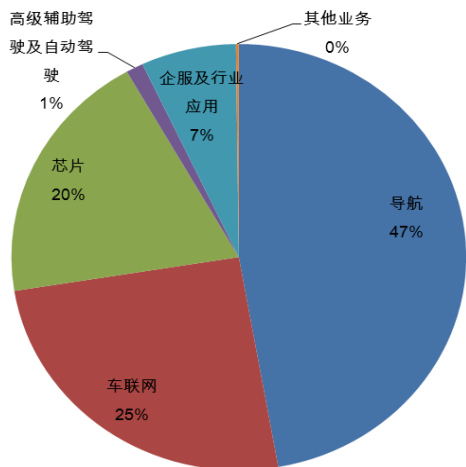
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2016-2017 年公司分项业务毛利率



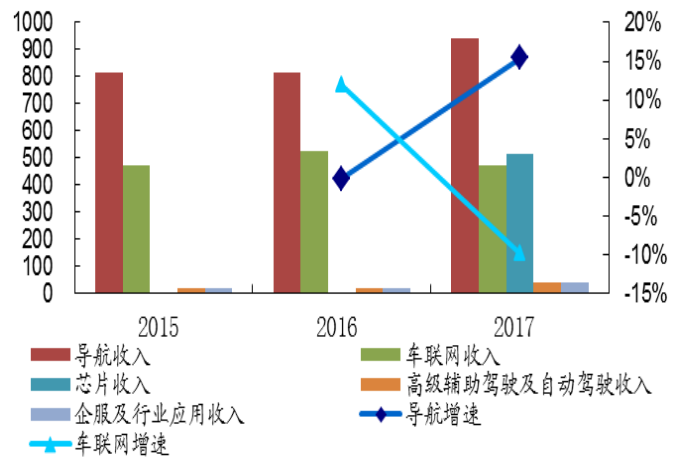
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2017 年公司收入结构



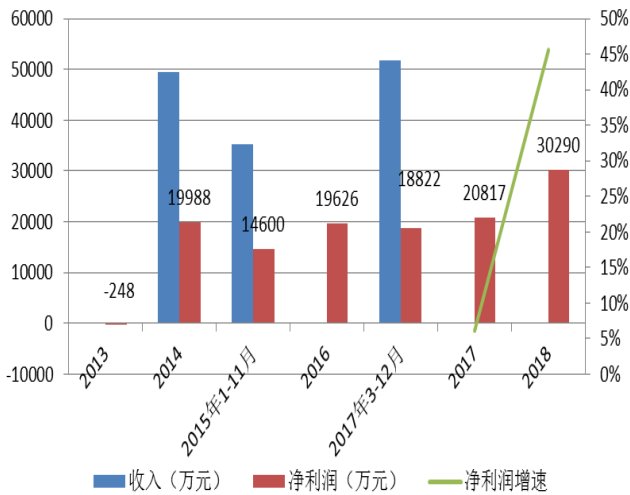
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2015-2017 公司分项业务收入及增速 (百万)



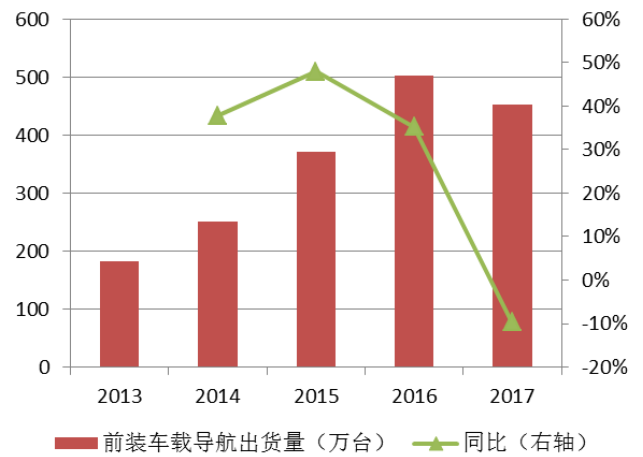
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 杰发科技收入及净利润 (2018 年为业绩承诺)



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 8: 2013-2017 年前装车载导航出货量及增速



资料来源: 易观国际, 中原证券

表 1: 公司上市后资本运作情况

| 标的       | 投入 (亿元)      | 完成后持股比例 | 披露日期       | 主要产品及业务                 | 业绩承诺                                                      |
|----------|--------------|---------|------------|-------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 中寰卫星     | 0.622408     | 51%     | 2013.2.28  | 基于卫星导航的车辆监控             |                                                           |
| 再收购      | 0.663509     | 76.32%  | 2017.12.25 | 运营服务                    |                                                           |
| 图为先      | 2.9580195    | 51%     | 2015.4.25  | 互联网导航产品及车联网             |                                                           |
| 再收购      | 1.5834523209 | 100%    | 2017.4.26  | 产品                      |                                                           |
| 杰发科技     | 38.751       | 100%    | 2016.5.17  | 车载信息娱乐系统芯片及解决方案         | 2016-2018 年净利润分别为 18,665.07 万元、22,798.51 万元和 30,290.37 万元 |
| 世纪高通     | 0.53047      | 43.5%   | 2007.12    | 动态交通信息服务                |                                                           |
| 再收购      | 0.9          | 82.5%   | 2008.7     |                         |                                                           |
| 再收购      | 0.008921     | 90%     | 2015.3.26  |                         |                                                           |
| 海图科技     | 0.27         | 51%     | 2015.3.26  | 地理信息系统研发与服务             |                                                           |
| 上海纳维     | 0.0051 亿美元   | 51%     | 2004       | 导航电子地图 (前期与 Here 的合资公司) |                                                           |
| 全资收购     | 0.798376     | 100%    | 2013.11.28 |                         |                                                           |
| 中交宇科     | 1.38         | 51.98%  | 2011.11.25 | 交通行业的激光雷达测绘及地理信息服务      |                                                           |
| Mapscape | 0.6164       | 100%    | 2011.1.15  | 汽车导航解决方案和电子地图编译服务       |                                                           |

资料来源: 公司公告, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               | 2016A          | 2017A           | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 财务指标              | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>1585.3</b>  | <b>2156.5</b>   | <b>2857.3</b>   | <b>3936.3</b>   | <b>5995.0</b>   | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 367.0          | 530.8           | 711.5           | 1,014.4         | 1,559.9         | 营业收入增长率           | 5.3%         | 36.0%        | 32.5%        | 37.8%        | 52.3%        |
| 营业税费              | 13.7           | 21.6            | 26.3            | 36.6            | 57.0            | 营业利润增长率           | -30.8%       | 214.8%       | 38.5%        | 47.0%        | 59.2%        |
| 销售费用              | 112.5          | 146.1           | 186.3           | 253.1           | 394.2           | 净利润增长率            | 20.3%        | 69.4%        | 24.4%        | 35.5%        | 40.3%        |
| 管理费用              | 1,017.8        | 1,314.2         | 1,606.4         | 2,174.0         | 3,256.5         | EBITDA 增长率        | -18.6%       | 62.4%        | 113.7%       | 32.7%        | 39.7%        |
| 财务费用              | -26.8          | -58.8           | 69.5            | 73.3            | 107.6           | EBIT 增长率          | -43.8%       | 91.3%        | 177.2%       | 41.6%        | 60.0%        |
| 资产减值损失            | 36.1           | 55.6            | 36.0            | 38.0            | 43.2            | NOPLAT 增长率        | -45.6%       | 297.2%       | 113.6%       | 40.5%        | 57.7%        |
| <b>加: 投资收益</b>    | <b>20.4</b>    | <b>24.1</b>     | <b>20.0</b>     | <b>20.0</b>     | <b>20.0</b>     | 投资资本增长率           | 32.3%        | 175.7%       | 69.4%        | -23.9%       | -18.0%       |
| 其他收益              | -              | 98.9            | 131.0           | 180.5           | 274.9           | 净资产增长率            | 7.0%         | 116.7%       | 3.6%         | 5.0%         | 7.8%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>85.4</b>    | <b>268.9</b>    | <b>372.5</b>    | <b>547.5</b>    | <b>871.6</b>    | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 78.2           | 0.6             | -0.9            | 0.5             | -0.2            | 毛利率               | 76.9%        | 75.4%        | 75.1%        | 74.2%        | 74.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>163.6</b>   | <b>269.4</b>    | <b>371.5</b>    | <b>548.0</b>    | <b>871.4</b>    | 营业利润率             | 5.4%         | 12.5%        | 13.0%        | 13.9%        | 14.5%        |
| 减: 所得税            | 47.3           | 57.1            | 74.3            | 109.6           | 174.3           | 净利润率              | 9.9%         | 12.3%        | 11.5%        | 11.4%        | 10.5%        |
| <b>净利润</b>        | <b>156.6</b>   | <b>265.2</b>    | <b>329.9</b>    | <b>447.2</b>    | <b>627.4</b>    | EBITDA/营业收入       | 11.6%        | 13.9%        | 22.4%        | 21.5%        | 19.8%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2016A</b>   | <b>2017A</b>    | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    | EBIT/营业收入         | 3.7%         | 5.2%         | 10.9%        | 11.2%        | 11.7%        |
| 货币资金              | 1,724.2        | 3,443.4         | 4,562.6         | 6,285.4         | 9,572.7         | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -               | -               | -               | -               | 固定资产周转天数          | 32           | 66           | 97           | 83           | 54           |
| 应收帐款              | 451.9          | 657.2           | 930.2           | 1,213.1         | 2,012.9         | <b>流动营业资本周转天数</b> | -44          | -171         | -124         | -67          | -89          |
| 应收票据              | 54.7           | 101.3           | 58.2            | 187.4           | 193.4           | 流动资产周转天数          | 537          | 573          | 651          | 633          | 610          |
| 预付帐款              | 28.6           | 35.6            | 57.2            | 78.2            | 122.0           | 应收帐款周转天数          | 101          | 93           | 100          | 98           | 97           |
| 存货                | 57.9           | 79.9            | 119.7           | 162.9           | 262.9           | 存货周转天数            | 12           | 12           | 13           | 13           | 13           |
| 其他流动资产            | 28.6           | 197.0           | 90.1            | 105.2           | 130.8           | 总资产周转天数           | 891          | 1,162        | 1,316        | 1,112        | 918          |
| 可供出售金融资产          | 141.4          | 224.7           | 171.3           | 179.1           | 191.7           | 投资资本周转天数          | 206          | 324          | 483          | 388          | 201          |
| 持有至到期投资           | -              | -               | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 41.4           | 82.8            | 82.8            | 82.8            | 82.8            | ROE               | 5.6%         | 4.0%         | 4.8%         | 6.1%         | 8.0%         |
| 投资性房地产            | -              | -               | -               | -               | -               | ROA               | 2.8%         | 2.2%         | 2.7%         | 3.3%         | 4.0%         |
| 固定资产              | 139.3          | 647.4           | 890.4           | 920.3           | 893.7           | ROIC              | 5.3%         | 16.0%        | 12.4%        | 10.3%        | 21.3%        |
| 在建工程              | 626.6          | -               | -               | -               | -               | <b>费用率</b>        |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 221.5          | 597.1           | 545.9           | 408.3           | 204.3           | 销售费用率             | 7.1%         | 6.8%         | 6.5%         | 6.4%         | 6.6%         |
| 其他非流动资产           | 606.1          | 3,732.5         | 3,586.7         | 3,596.7         | 3,674.6         | 管理费用率             | 64.2%        | 60.9%        | 56.2%        | 55.2%        | 54.3%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>4,122.2</b> | <b>9,798.9</b>  | <b>11,095.2</b> | <b>13,219.3</b> | <b>17,341.8</b> | 财务费用率             | -1.7%        | -2.7%        | 2.4%         | 1.9%         | 1.8%         |
| 短期债务              | 21.9           | -               | 150.1           | 299.5           | 512.6           | 三费/营业收入           | 69.6%        | 65.0%        | 65.2%        | 63.5%        | 62.7%        |
| 应付帐款              | 573.5          | 2,357.7         | 1,211.5         | 2,643.3         | 3,878.8         | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 0.8            | 5.7             | 1.7             | 4.8             | 7.4             | 资产负债率             | 23.1%        | 29.8%        | 35.8%        | 43.4%        | 53.5%        |
| 其他流动负债            | 330.3          | 465.5           | 249.0           | 350.5           | 538.1           | 负权益比              | 30.0%        | 42.6%        | 55.7%        | 76.7%        | 115.0%       |
| 长期借款              | -              | -               | 2,242.3         | 2,318.4         | 4,228.3         | 流动比率              | 2.53         | 1.60         | 3.61         | 2.44         | 2.49         |
| 其他非流动负债           | 24.2           | 96.1            | 116.7           | 122.2           | 111.7           | 速动比率              | 2.47         | 1.57         | 3.53         | 2.39         | 2.44         |
| <b>负债总额</b>       | <b>950.6</b>   | <b>2,925.0</b>  | <b>3,971.3</b>  | <b>5,738.7</b>  | <b>9,276.9</b>  | 利息保障倍数            | -2.19        | -1.91        | 4.48         | 6.01         | 6.54         |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>378.2</b>   | <b>237.8</b>    | <b>205.1</b>    | <b>196.3</b>    | <b>266.0</b>    | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 股本                | 1,066.5        | 1,282.6         | 1,282.6         | 1,282.6         | 1,282.6         | DPS(元)            | 0.03         | 0.04         | 0.05         | 0.07         | 0.10         |
| 留存收益              | 1,886.2        | 5,425.6         | 5,636.2         | 6,001.7         | 6,516.2         | 分红比率              | 25.2%        | 20.3%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>3,171.6</b> | <b>6,874.0</b>  | <b>7,123.9</b>  | <b>7,480.7</b>  | <b>8,064.9</b>  | 股息收益率             | 0.1%         | 0.2%         | 0.2%         | 0.3%         | 0.4%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2016A</b>   | <b>2017A</b>    | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 净利润               | 116.3          | 212.3           | 329.9           | 447.2           | 627.4           | EPS(元)            | 0.12         | 0.21         | 0.26         | 0.35         | 0.49         |
| 加: 折旧和摊销          | 243.6          | 304.5           | 328.3           | 407.7           | 480.5           | BVPS(元)           | 2.18         | 5.17         | 5.39         | 5.68         | 6.08         |
| 资产减值准备            | 36.1           | 55.6            | -               | -               | -               | PE(X)             | 209.8        | 123.9        | 99.56        | 73.46        | 52.35        |
| 公允价值变动损失          | -              | -               | -               | -               | -               | PB(X)             | 11.8         | 4.9          | 4.7          | 4.5          | 4.2          |
| 财务费用              | -8.1           | -37.9           | 69.5            | 73.3            | 107.6           | P/FCF             | -274.0       | -21.6        | 46.0         | 17.9         | 9.6          |
| 投资收益              | -20.4          | -24.1           | -20.0           | -20.0           | -20.0           | P/S               | 20.7         | 15.2         | 11.5         | 8.3          | 5.5          |
| 少数股东损益            | -40.3          | -52.9           | -32.7           | -8.8            | 69.7            | EV/EBITDA         | 138.7        | 97.1         | 48.1         | 34.5         | 23.7         |
| 营运资金的变动           | 54.2           | -240.0          | -1,060.1        | 1,034.8         | 354.1           | CAGR(%)           | 55.7%        | 48.6%        | 26.8%        | 55.7%        | 48.6%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>398.6</b>   | <b>390.3</b>    | <b>-385.2</b>   | <b>1,934.1</b>  | <b>1,619.4</b>  | PEG               | 3.8          | 2.5          | 3.7          | 1.3          | 1.1          |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-329.1</b>  | <b>-3,276.9</b> | <b>-738.1</b>   | <b>-287.3</b>   | <b>-242.1</b>   | ROIC/WACC         | 0.5          | 1.6          | 1.2          | 1.0          | 2.1          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>10.1</b>    | <b>3,210.3</b>  | <b>2,242.3</b>  | <b>76.0</b>     | <b>1,910.0</b>  | REP               | 46.8         | 6.4          | 5.2          | 7.8          | 4.4          |

资料来源: 贝格数据, 中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。