

2019年09月22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**

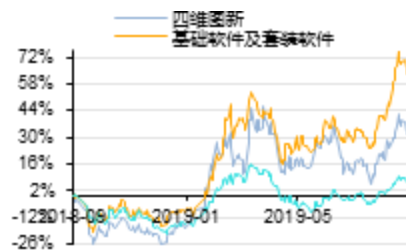
维持评级

12个月目标价: **22元**
股价 (2019-09-20) **17.69元**

交易数据

总市值 (百万元)	34,716.02
流通市值 (百万元)	27,871.48
总股本 (百万股)	1,962.47
流通股本 (百万股)	1,575.55
12个月价格区间	13.31/27.66元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.41	-2.72	31.33
绝对收益	15.7	7.21	42.67

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

一个月四个大订单, 业务进展迅猛

事件: 公司9月22日晚间公告, 与宝马汽车公司签署了 TLP (Telematics Location Platform) 框架协议, 公司将通过 TLP 即车联网位置数据平台为其集成、分析和处理从其在中國销售的 2019 年-2024 年量产上市的宝马集团所属品牌汽车获取的地理位置相关数据。

点评:

与宝马合作持续深化, 打造产业标杆案例。 公司前期与宝马已先后在导航地图、ADAS 地图、高精度地图以及 CNS (汽车互联系统) 服务协议方面合作, 此次与宝马签署服务协议继续深化双方在智能网联领域的合作。宝马作为连续 15 年蝉联全球第一高档汽车制造商, 其产业领导地位毋庸置疑。公司通过与宝马的合作打造标杆性案例, 有望借助强势头部客户的影响力带动更多项目落地, 有利于促进盈利能力和经营业绩的不断提升。

业务全线升级。 在 9 月 17 日举行的 2019 四维图新用户大会上, 公司展示了集团在导航地图、自动驾驶、车联网等业务线的最新进展, 业务全线升级。1) 乘用车车联网: 对外正式发布雅典娜 OS 2.0, 将构建一个安全、智能、开放的新一代车载生态系统, 通过不断的自主学习和进化, 为用户带来更为智能安全的驾驶空间; 2) 商用车车联网: 正式发布公司战略愿景: 打造“智能运力大脑”, 并发布展示多款产品。其中重磅产品包括具有节油特性的量产级商用车智能驾驶控制系统 PCC (预见性巡航), 通过从 ADAS 地图数据中, 提取出坡度、曲率、航向等数据, 结合持续优化的节油算法, 进行车辆的驾驶决策, 可实现平均节油 6-10%; 3) 高精度定位: 与海克斯康签署合作协议, 共同打造地基+星基一体化定位解决方案, 并伴随我国北斗卫星导航系统在 2020 年完成全球组网, 共同拓展全球业务; 4) 自动驾驶解决方案: 近期成功拿下北京市自动驾驶 T3 路测牌照 (也是首个获得此牌照的位置服务提供商), 标志着整体技术方案达到国内第一梯队水平; 5) 高精度地图: FastMap3.0 地图生产平台的上线, AI 大幅提升大数据挖掘、自动识别成图、自动化编辑的效率和准确率, 让平台实现地图更新小时级发布。同时, 高精度地图已经完成了全国 30 万公里的高速公路区域覆盖以及城区 3000 公里区域的覆盖。

公司的单车价值量成长空间广阔。 面对汽车全面智能化、网联化的产业浪潮, 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。除了从传统导航地图升级到高精度地图带来的单车价值量提升之外, 公司在车联网、自动驾驶解决方案等领域的单车价值量成长空间同样值得重视。

投资建议: 公司近一个月连续斩获多个重量级订单, 充分体现了产业领头羊的地位和实力。我们十分看好公司打造“智能汽车大脑”的战略愿景以及行业竞争实力, 预计公司 2019 年、2020 年 EPS 为 0.22、0.32 元, 维持买入-A 评级, 12 个月目标价 22 元。

相关报告

四维图新: 牵头共建国家级智能网联汽车产业生态平台, 彰显产业领头羊地位/胡又文	2019-09-19
四维图新: 捷报频传, 斩获本田长期订单/胡又文	2019-09-02
四维图新: 营收逆势增长, 自动驾驶业务高歌猛进/胡又文	2019-08-25
四维图新: 再度牵手宝马, 智能汽车大脑战略又下一城/胡又文	2019-08-22
四维图新: 牵手航天机电, 合力突破汽车芯片国产化/胡又文	2019-05-30

风险提示：创新业务发展不及预期，行业竞争加剧导致毛利率降低。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,156.5	2,133.7	2,087.5	2,923.2	4,451.0
净利润	265.2	479.1	434.0	624.0	1,012.1
每股收益(元)	0.14	0.24	0.22	0.32	0.52
每股净资产(元)	3.38	3.67	4.36	4.61	5.02

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	111.4	61.7	68.1	47.3	29.2
市净率(倍)	4.5	4.1	3.5	3.3	3.0
净利润率	12.3%	22.5%	20.8%	21.3%	22.7%
净资产收益率	3.1%	5.1%	4.3%	6.0%	9.0%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%
ROIC	11.9%	10.9%	7.9%	12.9%	22.2%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,156.5	2,133.7	2,087.5	2,923.2	4,451.0	成长性					
减:营业成本	530.8	626.2	515.4	710.6	1,014.5	营业收入增长率	36.0%	-1.1%	-2.2%	40.0%	52.3%
营业税费	21.6	20.7	20.9	29.2	44.5	营业利润增长率	214.8%	88.4%	-36.8%	57.0%	74.6%
销售费用	146.1	131.6	125.2	160.8	244.8	净利润增长率	69.4%	80.6%	-9.4%	43.8%	62.2%
管理费用	1,314.2	478.2	1,189.9	1,607.8	2,359.0	EBITDA 增长率	62.4%	542.2%	-78.2%	41.2%	62.1%
财务费用	-58.8	-30.5	-4.3	-8.1	-9.7	EBIT 增长率	91.3%	1363.5%	-80.7%	56.6%	75.4%
资产减值损失	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	71.5%	126.0%	7.7%	43.3%	62.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	148.5%	47.3%	-12.2%	-5.1%	-4.8%
投资和汇兑收益	24.1	1,710.6	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	116.7%	7.7%	17.4%	4.8%	7.4%
营业利润	268.9	506.7	320.3	502.9	877.9	利润率					
加:营业外净收支	0.6	0.0	99.0	100.0	100.0	毛利率	75.4%	70.7%	75.3%	75.7%	77.2%
利润总额	269.4	506.7	419.3	602.9	977.9	营业利润率	12.5%	23.7%	15.3%	17.2%	19.7%
减:所得税	57.1	129.3	41.9	60.3	97.8	净利润率	12.3%	22.5%	20.8%	21.3%	22.7%
净利润	265.2	479.1	434.0	624.0	1,012.1	EBITDA/营业收入	13.9%	90.0%	20.1%	20.2%	21.5%
						EBIT/营业收入	5.2%	76.9%	15.1%	16.9%	19.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	66	110	110	75	47
货币资金	3,443.4	2,304.5	4,403.1	5,076.5	6,063.4	流动营业资本周转天数	-171	-199	-51	-3	-6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	573	671	779	747	589
应收账款	657.2	462.8	600.5	840.9	1,280.4	应收帐款周转天数	87	90	87	85	82
应收票据	101.3	75.3	-	-	-	存货周转天数	12	13	13	11	11
预付帐款	35.6	42.2	42.2	42.2	42.2	总资产周转天数	1,162	1,604	1,672	1,304	945
存货	79.9	77.3	77.7	107.1	152.9	投资资本周转天数	374	667	762	496	310
其他流动资产	197.0	474.0	474.0	474.0	474.0	投资回报率					
可供出售金融资产	224.7	306.5	306.5	306.5	306.5	ROE	3.1%	5.1%	4.3%	6.0%	9.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	4.1%	3.7%	4.9%	7.1%
长期股权投资	82.8	1,298.3	78.4	78.4	78.4	ROIC	11.9%	10.9%	7.9%	12.9%	22.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	647.4	654.4	623.5	592.4	561.3	销售费用率	6.8%	6.2%	6.0%	5.5%	5.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	60.9%	22.4%	57.0%	55.0%	53.0%
无形资产	597.1	1,074.9	917.3	838.1	757.3	财务费用率	-2.7%	-1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
其他非流动资产	3,425.3	2,411.1	2,346.8	2,347.6	2,348.2	三费/营业收入	65.0%	27.1%	62.8%	60.2%	58.3%
资产总额	9,798.9	9,215.1	10,170.0	11,003.7	12,364.6	偿债能力					
短期债务	-	-	47.0	26.6	26.0	资产负债率	29.8%	19.7%	14.5%	17.2%	20.8%
应付帐款	2,357.7	1,145.4	804.9	1,109.7	1,584.3	负债权益比	42.6%	24.5%	17.0%	20.8%	26.3%
应付票据	5.7	25.0	-	-	-	流动比率	1.60	1.98	4.00	3.66	3.32
其他流动负债	412.4	511.4	496.6	598.9	754.7	速动比率	1.57	1.94	3.95	3.60	3.26
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.91	-53.74	-73.80	-61.36	-89.13
其他非流动负债	96.1	81.0	79.4	108.6	162.1	分红指标					
负债总额	2,925.0	1,812.3	1,477.5	1,893.3	2,576.6	DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.06	0.10
少数股东权益	237.8	201.5	144.9	63.5	-68.5	分红比率	17.9%	11.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,282.6	1,309.5	1,962.5	1,962.5	1,962.5	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%
留存收益	5,425.6	6,237.9	6,585.1	7,084.4	7,894.1						
股东权益	6,874.0	7,402.8	8,692.5	9,110.4	9,788.0						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	212.3	377.4	434.0	624.0	1,012.1	EPS(元)	0.14	0.24	0.22	0.32	0.52
加:折旧和摊销	304.5	375.6	102.8	96.4	90.2	BVPS(元)	3.38	3.67	4.36	4.61	5.02
资产减值准备	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	PE(X)	111.4	61.7	68.1	47.3	29.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.1	3.5	3.3	3.0
财务费用	-37.9	2.5	-4.3	-8.1	-9.7	P/FCF	-18.3	-28.6	28.0	36.3	24.6
投资损失	-24.1	-1,710.6	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	13.7	13.8	14.1	10.1	6.6
少数股东损益	-52.9	-101.7	-56.6	-81.4	-132.0	EV/EBITDA	101.6	8.3	60.0	41.3	24.4
营运资金的变动	-304.5	-25.6	-349.5	165.7	198.0	CAGR(%)	36.7%	32.6%	46.9%	48.5%	36.0%
经营活动产生现金流量	390.3	370.7	46.4	716.7	1,078.5	PEG	3.0	1.9	1.5	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-3,276.9	-932.2	1,290.2	80.0	90.0	ROIC/WACC	1.2	1.1	0.8	1.3	2.2
融资活动产生现金流量	3,210.3	915.9	617.5	-137.2	-193.3	REP	8.0	3.1	7.6	4.8	2.8

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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡		
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	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