

2019年12月10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**

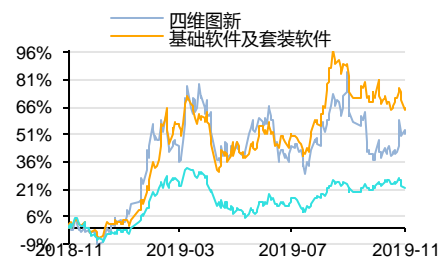
维持评级

 12个月目标价: **22元**
 股价 (2019-12-10) **16.88元**

交易数据

总市值 (百万元)	30,614.46
流通市值 (百万元)	24,578.58
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	8.79	0.54	29.09
绝对收益	8.03	4.84	50.38

六分科技获新一轮投资, 旗下优质资产快速升值

事件: 公司12月10日晚间公告, 旗下负责高精度定位业务的子公司六分科技拟进行增资扩股, 引进投资者洪鑫源、北京北斗通、南方工业、四维互联基金。增资完成后, 公司仍为六分科技的第一大股东, 持有40.18%的股权, 但不再并表。六分科技此次融资的投前估值为10亿元(上一轮估值为5000万元), 交易完成后将带来投资收益约4亿人民币。

点评:

高精度定位是5G产业的基础应用能力, 六分科技发展前景广阔。六分科技孵化于四维图新, 是公司面向自动驾驶、智慧城市等未来布局的重要构成部分, 核心战略愿景是实现“万物精准互联”, 致力成为国际一流的“车规级高精度定位”软硬一体化解决方案提供商。目前六分科技依托自主研发的核心设备, 正在建设北斗地基增强系统“全国一张网”, 组成高精度定位能力的基础设施, 并已完成核心算法突破、核心设备研发、产品验证等, 2020年开始将面向市场为用户提供全国范围的高精度定位服务。高精度定位是5G产业的基础应用能力, 在万物智联时代, 精准位置将赋能无人驾驶、智慧城市、智慧农业等众多应用场景, 六分科技未来发展前景广阔。

高强度研发突破质变拐点, 不断有旗下资产裂变进化为独角兽。根据wind统计, 公司自上市以来, 研发投入占比常年位列全A股前十, 是不折不扣的“研发王”。围绕打造“智能汽车大脑”的战略愿景, 在持续高强度研发投入之下, 公司的业务边界早已突破传统图商的范畴, 在芯片、车联网、高精度定位、智能位置大数据、云平台等领域均孵化了业内顶尖的独角兽。通过分拆融资, 公司旗下优质资产本身升值的潜力正在加速释放。

多项业务拐点来临, 为明年业绩奠定基础。1) 核心地图业务。根据华尔街见闻报道, 特斯拉上海工厂投产在即, 项目完全建成后的年产量规划在50万辆电动车。上海工厂的投产将使得特斯拉交付量的大幅增长, 同时, 显著降低销售价格。考虑到国产版特斯拉的高性价比, 极有可能成为国内车市的爆款车型。公司作为特斯拉地图独家供应商将全面受益。此外, 公司前期公告拿下本田长期的核心地图订单, 也将带来不小的增量; 2) 车联网业务: 公司陆续中标宝马CNS(汽车互联系统)服务协议、TLP(车联网位置数据平台)服务协议、本田实时交通信息数据、奔驰车联网服务, 上述新锁定的中长期合同有望助力车联网业务增长; 3) 位置大数据业务: 公司上半年位置大数据业务同比增长超80%, 表现亮眼, 在手订单充裕, 有望保持高速增长; 4) 芯片: 根据《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》要求, 2020年1月1日起在所有车辆上强制安装, 胎压监测芯片市场需求量将迎来大幅增长。杰发科技的胎压监测芯片已经成功研发, 有望全面受益。

投资建议: 六分科技的估值快速增长, 正是公司长期以来高强度研发投入的必然成果, 也是公司围绕打造“智能汽车大脑”的战略愿景再度孵化出的又一业内顶尖的独角兽。我们继续看好公司未来发展前景, 暂不考虑此次融资带来的投资收益, 预计公司2019年、2020年EPS为0.22、0.32元, 维持买入-A评级,

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: 华为正式采购, 订单丰收预示业务拐点来临/胡又文	2019-11-19
四维图新: 牵手奔驰, 车联网再下一城/胡又文	2019-11-04
四维图新: 短期业绩承压, 成长趋势无虞/胡又文	2019-10-23
四维图新: 短期业绩承压, 不改长期势头/胡又文	2019-10-17
四维图新: 携手中再产险, 商用车联网开启数据变现探索/胡又文	2019-09-24

12 个月目标价 22 元。

风险提示：芯片业务进展低于预期；六分科技发展低于预期，创新业务发展低于预期。

(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	应收账款周转天数	87	90	87	85	82
应收票据	101.3	75.3	-	-	-	存货周转天数	12	13	13	11	11
预付账款	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%
应付账款	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		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	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
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