

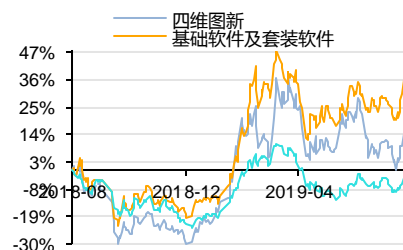
2019 年 08 月 25 日
四维图新 (002405.SZ)
公司快报

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 (2019-08-23) 15.05 元
交易数据

总市值 (百万元)	29,535.11
流通市值 (百万元)	23,712.03
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	-0.88	-9.13	13.37
绝对收益	1.9	0.35	15.96

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: 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
四维图新: 携手 5G, 智能“位”来/胡又文	2019-04-27
四维图新: “华为+四维”, 智能汽车产业大有可为/胡又文	2019-04-17
四维图新: 业绩符合预期, 大踏步迈入自动驾驶新时代/胡又文	2019-04-16

营收逆势增长, 自动驾驶业务高歌猛进

业绩符合预期。公司 2019 年上半年实现营收 10.84 亿元, 同比增长 9.43%; 净利润 8560.03 万元, 同比下降 47.56%; 扣非净利润 6154.9 万元, 同比下降 54.37%。业绩下降的主要原因是: 1) 杰发科技受上半年汽车销量下滑和后装市场需求下降以及加大新产品研发投入的影响, 上半年利润与去年同期相比出现下滑, 上半年实现净利润 3,178 万, 去年同期为 1 个亿; 2) 乘用车联网子公司四维智联分拆不再并表, 由于仍处于投入期, 亏损继续加大 (上半年净利润亏损 2.35 亿), 导致以权益法核算的长期股权投资收益录得亏损。公司上半年整体投资收益录得亏损 8622 万元。需要强调的是, 考虑到 2019 年上半年国内乘用车整体销量下滑 12.9% 的背景, 公司营收逆势增长殊为不易, 孵化的自动驾驶、车联网、位置大数据服务等新兴业务正在快速成长, 成为重要的增长极。

芯片业务承压, 自动驾驶业务高歌猛进。分业务来看, 1) 导航业务: 实现营收 4.41 亿, 同比增长 7.36%; 毛利率 94.98%, 较上年同期下降 1.58 个百分点; 2) 车联网业务: 在上半年乘用车联网子公司四维智联已经不再并表的背景下, 取得良好的成绩。实现营收 3.29 亿, 同比增长 38.16%; 毛利率为 49.42%, 较上年同期下降 9.58 个百分点; 3) 芯片业务: 实现营收 1.84 亿, 同比下降 34.44%; 毛利率 57.02%, 较去年同期减少 1.94 个百分点; 4) 位置大数据服务业务: 实现营收 0.69 亿, 同比增长 80.34%; 5) 自动驾驶业务: 实现营收 0.48 亿, 同比增长 140.83%。整体来看, 除了芯片业务承压之外, 公司其他业务均保持了良好的增长势头, 其中代表未来的自动驾驶业务继续保持高歌猛进的发展势头。

与华为自动驾驶合作项目正式落地。公司建立战略合作关系, 双方在云服务平台、智能驾驶、车联网、车路协同等领域展开合作, 未来会在全球范围, 为全行业打造“华为+四维”智能汽车科技整体解决方案。2019 年 8 月, 公司与华为签署高精度地图测试数据采购协议, 标志着公司与华为自动驾驶合作项目正式落地。

持续推进完善自动驾驶综合服务能力。围绕打造智能汽车大脑的战略目标, 公司以高精度地图为核心形成了“地图+定位+云+深度学习+智能芯片+算法+仿真”的完整自动驾驶解决方案, 公司上半年继续推进完善自动驾驶综合服务能力。1) 高精度地图: 获得全国首个 L3 级乘用车自动驾驶量产订单, 拉开商业化变现序幕。自动驾驶地图生产工艺和品质控制流程顺利通过 ISO9001 标题体系审核认证, 是国内第一家通过该标准的地图供应商。2) 高精度定位。加速推进高精度定位产品和服务的验证测试和商业化落地推广。上半年, 公司高精融合定位方案已经完成 POC 验证和工具链开发, 具备了在高速公路上的稳定定位能力。3) 自动驾驶整体解决方案。公司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。

投资建议: 公司上半年营收逆势增长, 前期孵化的自动驾驶、车联网、位置大数据服务等新兴业务正在快速成长, 成为重要的增长极, 继续朝着世界级的汽车科技企业的目标大步迈进。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。

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						
加:营业外净收支	0.6	0.0	99.0	100.0	100.0	利润率					
利润总额	269.4	506.7	419.3	602.9	977.9	毛利率	75.4%	70.7%	75.3%	75.7%	77.2%
减:所得税	57.1	129.3	41.9	60.3	97.8	营业利润率	12.5%	23.7%	15.3%	17.2%	19.7%
净利润	265.2	479.1	434.0	624.0	1,012.1	净利润率	12.3%	22.5%	20.8%	21.3%	22.7%
						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
应收帐款	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						
可供出售金融资产	224.7	306.5	306.5	306.5	306.5	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	3.1%	5.1%	4.3%	6.0%	9.0%
长期股权投资	82.8	1,298.3	78.4	78.4	78.4	ROA	2.2%	4.1%	3.7%	4.9%	7.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	11.9%	10.9%	7.9%	12.9%	22.2%
固定资产	647.4	654.4	623.5	592.4	561.3	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	6.8%	6.2%	6.0%	5.5%	5.5%
无形资产	597.1	1,074.9	917.3	838.1	757.3	管理费用率	60.9%	22.4%	57.0%	55.0%	53.0%
其他非流动资产	3,425.3	2,411.1	2,346.8	2,347.6	2,348.2	财务费用率	-2.7%	-1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
资产总额	9,798.9	9,215.1	10,170.0	11,003.7	12,364.6	三费/营业收入	65.0%	27.1%	62.8%	60.2%	58.3%
短期债务	-	-	47.0	26.6	26.0	偿债能力					
应付帐款	2,357.7	1,145.4	804.9	1,109.7	1,584.3	资产负债率	29.8%	19.7%	14.5%	17.2%	20.8%
应付票据	5.7	25.0	-	-	-	负债权益比	42.6%	24.5%	17.0%	20.8%	26.3%
其他流动负债	412.4	511.4	496.6	598.9	754.7	流动比率	1.60	1.98	4.00	3.66	3.32
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.57	1.94	3.95	3.60	3.26
其他非流动负债	96.1	81.0	79.4	108.6	162.1	利息保障倍数	-1.91	-53.74	-73.80	-61.36	-89.13
负债总额	2,925.0	1,812.3	1,477.5	1,893.3	2,576.6	分红指标					
少数股东权益	237.8	201.5	144.9	63.5	-68.5	DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.06	0.10
股本	1,282.6	1,309.5	1,962.5	1,962.5	1,962.5	分红比率	17.9%	11.5%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	5,425.6	6,237.9	6,585.1	7,084.4	7,894.1	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%
股东权益	6,874.0	7,402.8	8,692.5	9,110.4	9,788.0						
现金流量表						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
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
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	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