

投资评级 买入 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	32.00
11 月 03 日收盘价 (元)	26.85
52 周股价波动 (元, 除权后)	16.12-29.13
总股本/流通 A 股 (百万股)	1283/1026
总市值/流通市值 (百万元)	34438/27558

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	220.0	129.8	67.6
市净率	10.3	10.5	8.7
市销率	21.7	13.4	10.2
EV/EBITDA	103.0	117.2	46.8
分红率(%)	—	—	—

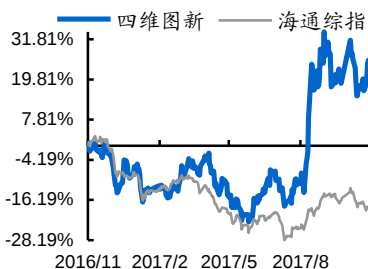
相关研究

《业绩符合预期, 智能驾驶多维布局》
2017.10.25

《17H1 净利增长 55%, “芯片+算法+软件+地图”布局完成》2017.08.28

《四维图新深度研究 (2): 高精度地图: 国内领先, A 股唯一》2017.09.05

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.8	-2.4	41.2
相对涨幅 (%)	0.7	-6.7	34.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 谢春生

Tel: (021) 23154123

Email: xcs10317@htsec.com

证书: S0850516060005

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850517070008

联系人: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@htsec.com

宝马订单落地, 关注对高精度地图的影响

投资要点:

● **与宝马签订导航电子地图许可协议。**公司公告, 公司与宝马(中国)汽车贸易有限公司签署导航电子地图许可协议, 公司将为其在中国销售的宝马集团所属品牌汽车提供包括在 2021 年前量产上市的原有平台及 2021 年量产上市的新平台在内的导航电子地图产品。具体内容包括: (1) 从 2021 年开始, 公司为中华人民共和国境内以宝马集团品牌 (包括宝马、Mini、劳斯莱斯等) 销售的汽车提供导航电子地图及其更新版本, 直到相关车辆的服务周期结束为止。(2) 公司提供的服务包括导航电子地图的开发、验证、交付、许可, 以及将导航电子地图用于相应的车联网服务。(3) 四维图新将在现有产品基础上采用最新技术, 提高精度, 增强、扩展更多的属性, 支持更丰富的功能。

● **短期影响: 提升市场份额+增强业务发展动力。**从短期来看, 我们认为此次与宝马签署的许可协议, 有助于提升公司在现有电子导航地图的市场份额, 增强导航电子地图业务发展动力。根据易观国际数据, 2017 年 Q2, 中国前装车载导航市场份额 (以出货量测算) 的前三位分别为: 四维图新 (38.8%)、高德 (29.6%)、易图通 (26.2%)。虽然今年是四维的市场份额首次降到 40% 以下 (可以看出电子导航市场的竞争还是比较激烈), 但四维领先优势仍然比较明显, 宝马订单协议的落地有望提升四维的市场份额。(2) 根据公司 2017 年中报, 导航电子地图业务同比略微下降, 我们认为主要与个别品牌车销量低于预期有关, 此次与宝马的协议覆盖了宝马原有平台以及 2021 年以后的新平台, 这将为公司电子导航地图业务奠定长期发展动力。(3) 车联网方面的合作有望推动四维乘用车车联网业务的发展。

● **中期影响: 确立高精度地图领导者地位。**从此次协议内容可以看出, 2021 年宝马新平台也将采用四维的导航电子地图。而根据路透社信息, 宝马将在 2021 年推出符合 SAE Level 5 标准定义的自动驾驶汽车。可以看出, 对于宝马而言, 2021 年是一个非常关键的时间节点; 而此次四维与宝马的协议也特别说明了, 宝马 2021 年量产上市的新平台地图也由四维提供。我们认为这基本可以确定, 未来宝马在中国的自动驾驶汽车将搭载四维的高精地图。而自动驾驶达到 Level 3 之后, 高精度地图就有望成为标配, 因此, 我们认为, 2021 年之前, 宝马在中国推出的 Level 5 以下的自动驾驶汽车大概率也将采用四维的高精度地图。目前来看, 宝马是德国 ABB (奥迪、奔驰、宝马) 阵营中, 第一个明确采用四维高精度地图的前装车厂。我们也期待后续奔驰和奥迪高精度地图订单的落地。其中我们认为, 奔驰落地的概率更大, 节奏也更快, 四维和奔驰在传统电子导航地图领域已经合作多年。总体上我们认为, 此次与宝马的订单协议对四维高精度地图意义重大, 四维高精度地图有望逐步在合资高端自动驾驶车型中取得突破, 奠定中国高精度地图领导者地位。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1506.15	1585.31	2566.38	3368.17	4487.84
(+/-)YoY(%)	42.22%	5.26%	61.89%	31.24%	33.24%
净利润(百万元)	130.16	156.57	265.37	509.61	640.45
(+/-)YoY(%)	10.77%	20.29%	69.49%	92.04%	25.67%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.12	0.21	0.40	0.50
毛利率(%)	76.37%	76.85%	74.69%	72.67%	71.53%
净资产收益率(%)	5.12%	5.61%	8.11%	12.92%	13.97%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 长期影响：完善产品，融入全球，打造生态。**（1）对于高精度地图而言，在不同的自动驾驶级别，对高精度地图数据维度、精度、准确度、实时性都有着不同的要求，图商需要根据自动驾驶级别和前装车厂需求不断测试、验证、完善自己的产品。此次四维与宝马的合作，有望让四维的高精度地图产品达到国际一流车厂要求的水准。（2）高精度地图是自动驾驶中不可或缺的一环，属于整个自动驾驶生态。而国际一流车厂纷纷与芯片和算法厂商推出自己的自动驾驶车型，比如宝马就正与 Intel、Mobileye 合作开发自动驾驶汽车。四维的高精度地图有望依靠自己在合资车厂建立的品牌和产品优势，直接融入全球自动驾驶生态体系。（3）在四维自身自动驾驶布局中，高精度地图至关重要，再加上杰发的芯片，这两个基本是自动驾驶都绕不开的环节。可以说，目前四维已经形成“芯片+算法+数据+软件”的自动驾驶布局。我们认为，后续我们更应该关注四维这几个布局中，如何发挥协同作用，比如如何基于四维积累的地图数据和算法，开发高灵敏度、低功耗、低时延、高可靠性等更加符合车载的高性能自动驾驶芯片。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为，此次四维与宝马的订单协议有望进一步奠定公司在传统电子地图领域以及未来高精度地图领域的领先地位。我们预计，公司 2017-2019 年 EPS 为 0.21/0.40/0.50 元。参考同行业可比公司，给予 2018 年动态 PE 80 倍，6 个月目标价 32.00 元，维持“买入”评级。
- 风险提示。**高精度地图业务进展低于预期的风险，传统电子导航地图竞争加剧的风险。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(16-19E) (%)	PEG
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
路畅科技	002813.SZ	36.16	43.4	0.31	0.50	0.85	115.1	72.4	42.7	35.6%	3.24
科大讯飞	002230.SZ	57.00	791.6	0.38	0.53	0.71	150.0	107.3	79.9	26.9%	5.57
汉王科技	002362.SZ	30.69	66.6	0.21	0.30	0.47	148.8	101.8	65.6	68.3%	2.18
中海达	300177.SZ	11.07	49.5	0.11	0.16	0.22	96.4	68.4	50.5	73.1%	1.32
平均				0.25	0.37	0.56	127.6	87.5	59.7	51.0%	3.08
四维图新	002405.SZ	26.85	344.4	0.21	0.40	0.50	129.8	67.6	53.8	59.9%	2.17

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：四维图新采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期，股价为 2017 年 11 月 3 日收盘价。

信息披露

分析师声明

谢春生 计算机行业
郑宏达 计算机行业
黄竞晶 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 万惠金科,润和软件,四维图新,天源迪科,辰安科技,易华录,新开普,数字认证,佳都科技,远方信息,用友网络,雄帝科技,通鼎互联,广联达,云赛智联,东华软件,汉威科技,中科曙光,诚迈科技,恒华科技,航天信息,达实智能,创业软件,创意信息,熙菱信息,同有科技,鼎捷软件,汉得信息,二三四五,奥马电器

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。