

英泰斯特业绩靓丽, 现金增持彰显成长信心

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司控股子公司英泰斯特其他股东拟将合计持有的英泰斯特 49% 股权以约 3.8 亿元转让给宁波兴圣(公司关联方), 交易对方收到股权转让款后将于 3 个月内通过二级市场购入 2 亿元市值股票, 其中廉锋(公司副总经理) 锁定期三年。公司计划于 2018 年向宁波兴圣收购英泰斯特剩余 49% 的股权, 完全 100% 控股英泰斯特。
- **英泰斯特——国内最优质的 TBOX 标的, 掌握车联网核心数据。** 公司于 2015 年 10 月底累计出资 2.8 亿元取得英泰斯特 (INTEST) 51% 股权。英泰斯特 15 年 11-12 月、16 年、17 年 Q1 营业收入 3214 万、15257 万、6964 万; 净利润 1087 万、5727 万、2708 万; 净利率 34%、38%、39%; 15 年、16 年及 17 年 H1 (预计) TBOX 出货量分别为 8 万套、14 万套和 9 万套, 市场份额分别为 21%、27% 和 45% (假设 17 年 H1 新能源汽车产量 20 万辆), 英泰斯特继续抓住智能汽车和新能源汽车快速发展契机, 不断提升市场竞争力和盈利能力, 净利率、市场份额迅速提升。
- **2 亿元增持, 18 年注入, 战略节奏极大提振信心。** 此次交易先有产业基金 3.8 亿元收购英泰斯特 49% 剩余股权, 交易对方基于看好公司现有股价及未来成长空间, 将会购入 2 亿元公司股票, 由于交易对方主要人员也是公司董事、高管, 相当于公司进行股票增持, 此外, 公司也将计划于 2018 年完成 49% 股权收购实现 100% 控股。
- **10 亿规模产业基金快速出击, 后续进一步运作值得期待。** 宁波兴圣系宁波梅山保税港区兴民汽车产业投资合伙企业参与设立, 后者于 16 年四季度成立, 出资额规模 10 亿元, 其中公司、高赫男(董事长) 出资比例分别为 10%、50%。该基金为公司的资本运作提供有效支持, 有助于公司加快车联网生态圈建设步伐, 成功整合并购优质资源。
- **盈利预测与投资建议。** 公司车联网业务先由英泰斯特攻城拔寨布下 TBOX 获得核心数据, 后续九五智驾在规模数据基础上挖掘数据变现应用, 空间广阔。假设公司 17 年完成 21.65 亿非公开发行(增发 1.8 亿股) 及 18 年完成英泰斯特 49% 股权收购(假设 4 亿元对价、发行 3333 万股), 采用 18 年股本摊薄处理后, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.14 元、0.26 元、0.33 元, 对应 PE 为 65 倍、34 倍和 26 倍, 对应 PB 为 1.45 倍、1.28 倍和 1.22, 低 PB 小市值(45 亿) 提供良好安全边际, 2 亿现金增持彰显公司成长信心, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车及车联网发展增速或不及预期的风险, 传统钢圈业务或下滑的风险, 非公开发行及 18 年收购英泰斯特 49% 股权不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1295.15	1581.05	1728.17	1902.81
增长率	17.10%	22.07%	9.31%	10.11%
归属母公司净利润(百万元)	50.82	99.29	189.90	243.35
增长率	86.09%	95.39%	91.26%	28.14%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.14	0.26	0.33
净资产收益率 ROE	3.91%	3.54%	4.10%	5.02%
PE	126	65	34	26
PB	3.03	1.45	1.28	1.22

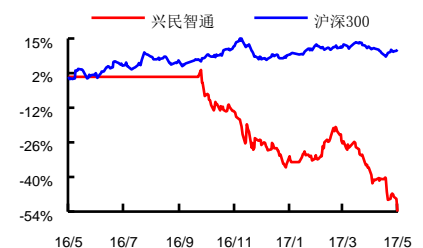
数据来源: Wind, 西南证券。假设 17-18 年股本分别为 6.94 亿股、7.27 亿股。

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.14
流通 A 股(亿股)	3.42
52 周内股价区间(元)	8.82-19.89
总市值(亿元)	45.31
总资产(亿元)	41.15
每股净资产(元)	3.99

相关研究

1. 兴民智通(002355): 业绩基本符合预期, 深耕车联网挖掘价值 (2016-10-27)
2. 兴民智通(002355): 传统业务稳定, “智能互联、大数据运营” 战略加速前进 (2016-08-21)

关键假设：

假设 1：车用无线及集成产品，英泰斯特 17-19 年 TBOX 销量分别为 25 万套、35 万套和 43 万套，单价分别为 850 元、850 元和 800 元。毛利率分别为 53%、50%和 50%。

假设 2：钢制车轮业务，受益于重卡行情持续回暖，17 年收入增长 10%，18-19 年持平，毛利率水平略微提升至 16.5%。

假设 3：智驾设计及服务，随着 TBOX 装车渗透率的提升，车联数据应用将于 19 年快速增长，预计该业务 17-19 年收入分别为 1.3 亿、1.7 亿和 2.5 亿。毛利率维持 52%。

假设 4：公司 17 年完成 21.65 亿非公开发行（假设增发 1.8 亿股）、18 年完成英泰斯特 49%股权收购（假设 4 亿元对价、全部发股、发行 3333 万股）。16-19 年 EPS 计算采用 18 年摊薄后股本 7.27 亿股计算。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
钢制车轮	收入	1,004.28	1,104.71	1,104.71	1,104.71
	增速	3.44%	10.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.18%	16.50%	16.50%	16.50%
车用无线及集成产品	收入	149.10	223.33	330.45	425.09
	增速	387.65%	49.78%	47.97%	28.64%
	毛利率	56.38%	52.62%	49.24%	48.32%
智驾设计及服务	收入	18.76*	130.00	170.00	250.00
	增速	-	-	30.77%	47.06%
	毛利率	54.05%	52.00%	52.00%	52.00%
其他业务	收入	123.02	123.02	123.02	123.02
	增速	17.58%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	11.65%	11.65%	11.65%	11.65%
合计	收入	1,295.16	1,581.05	1,728.18	1,902.82
	增速	17.10%	22.07%	9.31%	10.11%
	毛利率	20.93%	24.14%	25.91%	27.96%

*：智驾设计及服务由九五智驾实施，16 年数据仅为 11-12 月份。数据来源：公司公告，西南证券

盈利预测与投资建议：

公司车联网业务先由英泰斯特攻城拔寨布下 TBOX 获得核心数据，后续九五智驾在规模数据基础上挖掘数据变现应用，空间广阔。假设公司 17 年完成 21.65 亿非公开发行（增发 1.8 亿股）及 18 年完成英泰斯特 49%股权收购（假设 4 亿元对价、发行 3333 万股），采用 18 年股本摊薄处理后，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.14 元、0.26 元、0.33 元，对应 PE 为 65 倍、34 倍和 26 倍，对应 PB 为 1.45 倍、1.28 倍和 1.22，低 PB 小市值（45 亿）提供良好安全边际，2 亿现金增持彰显公司成长信心，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1295.15	1581.05	1728.17	1902.81	净利润	82.66	156.36	205.30	263.08
营业成本	1024.15	1199.34	1280.45	1370.81	折旧与摊销	105.25	154.21	166.86	176.51
营业税金及附加	18.89	13.58	16.55	19.18	财务费用	42.85	44.62	37.20	38.04
销售费用	52.78	66.40	71.89	78.02	资产减值损失	11.53	0.00	0.00	0.00
管理费用	68.91	79.05	86.41	91.33	经营营运资本变动	-95.08	-203.94	-145.95	-124.38
财务费用	42.85	44.62	37.20	38.04	其他	25.22	-3.49	-2.35	-2.97
资产减值损失	11.53	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	172.41	147.75	261.05	350.29
投资收益	2.84	2.84	2.84	2.84	资本支出	-150.10	-70.00	-970.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-244.02	4.23	2.72	2.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-394.12	-65.77	-967.28	-67.14
营业利润	78.90	180.89	238.51	308.27	短期借款	383.55	-285.63	0.00	0.00
其他非经营损益	19.46	13.66	14.44	15.01	长期借款	137.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	98.36	194.55	252.95	323.28	股权融资	0.00	2165.20	400.00	0.00
所得税	15.70	38.18	47.65	60.20	支付股利	-5.14	-9.56	-18.68	-35.72
净利润	82.66	156.36	205.30	263.08	其他	-79.96	-57.12	-37.20	-38.04
少数股东损益	31.84	57.07	15.40	19.73	筹资活动现金流净额	435.46	1812.89	344.13	-73.77
归属母公司股东净利润	50.82	99.29	189.90	243.35	现金流量净额	216.90	1894.88	-362.10	209.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	601.77	2496.65	2134.55	2343.93	成长能力				
应收和预付款项	614.16	675.71	758.38	833.06	销售收入增长率	17.10%	22.07%	9.31%	10.11%
存货	856.38	974.53	1060.43	1131.02	营业利润增长率	123.69%	129.27%	31.86%	29.25%
其他流动资产	129.49	150.92	171.47	186.36	净利润增长率	153.06%	89.17%	31.30%	28.14%
长期股权投资	0.77	0.77	0.77	0.77	EBITDA 增长率	52.07%	67.29%	16.55%	18.13%
投资性房地产	14.19	13.97	14.08	14.06	获利能力				
固定资产和在建工程	1130.08	1056.43	970.13	874.18	毛利率	20.92%	24.14%	25.91%	27.96%
无形资产和开发支出	512.75	502.34	1391.92	1381.51	三费率	12.70%	12.02%	11.31%	10.90%
其他非流动资产	112.05	111.91	111.77	111.62	净利率	6.38%	9.89%	11.88%	13.83%
资产总计	3971.65	5983.22	6613.51	6876.52	ROE	3.91%	3.54%	4.10%	5.02%
短期借款	1285.63	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	2.08%	2.61%	3.10%	3.83%
应付和预收款项	361.35	349.64	390.79	426.10	ROIC	3.64%	6.00%	6.25%	6.91%
长期借款	137.00	137.00	137.00	137.00	EBITDA/销售收入	17.53%	24.02%	25.61%	27.48%
其他负债	73.94	73.34	75.85	76.19	营运能力				
负债合计	1857.92	1559.98	1603.64	1639.30	总资产周转率	0.36	0.32	0.27	0.28
股本	513.70	693.70	727.03	727.03	固定资产周转率	1.47	1.76	1.96	2.32
资本公积	983.72	2968.92	3335.59	3335.59	应收账款周转率	4.03	4.29	4.15	4.09
留存收益	524.29	614.02	785.25	992.88	存货周转率	1.23	1.30	1.25	1.24
归属母公司股东权益	2024.21	4276.65	4847.87	5055.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.82%	—	—	—
少数股东权益	89.52	146.59	161.99	181.72	资本结构				
股东权益合计	2113.73	4423.24	5009.86	5237.22	资产负债率	46.78%	26.07%	24.25%	23.84%
负债和股东权益合计	3971.65	5983.22	6613.51	6876.52	带息债务/总负债	76.57%	72.89%	70.90%	69.36%
					流动比率	1.32	3.12	2.91	3.09
					速动比率	0.80	2.42	2.16	2.31
					股利支付率	10.11%	9.63%	9.84%	14.68%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.14	0.26	0.33
					每股净资产	2.91	6.08	6.89	7.20
					每股经营现金	0.24	0.20	0.36	0.48
					每股股利	0.01	0.01	0.03	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	226.99	379.72	442.57	522.82					
PE	126.19	64.58	33.77	26.35					
PB	3.03	1.45	1.28	1.22					
PS	4.95	4.06	3.71	3.37					
EV/EBITDA	22.95	12.13	11.89	9.66					
股息率	0.08%	0.15%	0.29%	0.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn