

2017年09月25日

公司研究

评级：买入（上调）

研究所

证券分析师：宝幼琛 S0350517010002
baoyc@ghzq.com
证券分析师：周绍倩 S0350516070001
zhousq01@ghzq.com.cn
021-50873259
联系人：刘浩 S0350116040007

新能源车联网平台龙头脱颖而出 ——兴民智通（002355）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
兴民智通	25.7	24.7	-33.1
沪深300	1.1	5.9	17.2

市场数据	2017-09-22
当前价格（元）	12.93
52周价格区间（元）	8.44 - 19.97
总市值（百万）	6642.14
流通市值（百万）	3829.31
总股本（万股）	51370.01
流通股（万股）	29791.95
日均成交额（百万）	104.56
近一月换手（%）	110.32

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **全面布局车联网产业链，新能源汽车领域优势显著。**公司控股英泰斯特(上市公司51%，旗下产业基金49%)，英泰斯特在新能源汽车前装T-BOX市场占有率超过30%，客户包括北汽、上汽、长安等。控股九五智驾(58.23%股权)，自主研发的车联网运营TSP服务被丰田、福特、奔驰、宝马等十余家高端车企所应用，拥有成熟的运营模式、丰富的行业经验和较高的市场占有率。参股广联赛讯(9.17%股权)和彩虹无线(2.22%股权)，聚焦车联网服务应用、UBI车险。参与设立兴民汽车产业基金，全面实施车联网转型升级战略，实现“T-BOX--车机--车联网运营”的智能网联全布局。
- **卡位新能源车联网入口，可变现价值广阔。**公司拥有在新能源汽车T-BOX终端领先的市场份额，入口价值十分明显，建设新能源汽车国家三级监测体系(企业监测平台、地方监测平台和国家监测平台)，有望打造出全新的新能源车联网平台。车联网时代正在来临，2017年我国车联网行业市场规模将达到2696亿元，未来五年年均复合增长率约为15.43%。公司仅考虑T-Box设备渗透到40%新售车辆前装市场的空间每年近100亿元，对应车联网平台运营的市场空间同样每年近100亿元。
- **预计公司2018-2020未来三年CAGR近81%，有望高成长。**T-BOX、智能车载终端、自驾服务运营中心是公司未来三年重要利润增长点，UBI保险、数据运营等车联网平台生态变现业务将往纵深发展，扩大市场空间。根据协议约定顺利执行，2018年公司持股英泰斯特股份将由51%上升到100%，定增顺利完成后，2018年公司持股九五智驾股份将由58.23%上升到82.89%，控股子公司股份并表范围将扩大。考虑定增完成后，预计兴民智通2018-2020年实现净利分别为1.59亿元、2.09亿元、5.25亿元，三年CAGR近81%，公司有望高成长。
- **盈利预测和投资评级：**基于审慎性原则，在非公开发行未最终完成时，不考虑增发对股本的摊薄及对业绩的影响因素，不考虑英泰斯特2018年继续并表49%股权对应业绩的影响因素，预估公司2017/2018/2019年EPS分别为0.17/0.23/0.33元，对应的PE分别为75/56/40倍。公司在新能源汽车产业高速发展、车联网时代来临的两大趋势下，打造车联网数据入口优势，建设车联网平台生态，看好公司发展，上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**T-box产品渗透率低于预期；车联网发展进度低于预期，非公开

发行不能顺利完成，英泰斯特剩余 49% 股权收购进度低于预期的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1295	1567	1781	2098
增长率(%)	17%	21%	14%	18%
净利润（百万元）	51	89	118	167
增长率(%)	86%	75%	32%	42%
摊薄每股收益（元）	0.10	0.17	0.23	0.33
ROE(%)	2.40%	4.09%	5.21%	7.01%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 全面布局车联网产业链，新能源汽车领域优势显著	5
1.1、 控股、参股车联网产业链企业，开启车联网战略布局	5
1.2、 T-box 卡位新能源车数据入口，构建新能源车联网平台	5
2、 新能源汽车产业高速发展	9
3、 车联网时代来临	11
4、 战略进一步落地，增持彰显管理层信心	15
4.1、 非公开发行获准通过，产业链布局进一步加速	15
4.2、 高管增持、员工持股，利益绑定、彰显信心。	16
5、 盈利预测	17
5.1、 存量业务下，盈利预测	17
5.2、 考虑定增完成后、2018 年英泰斯特全面并表下，盈利预测	17
5.3、 公司评级	18
6、 风险提示	19

图表目录

图 1: 兴民智通控股或参股的车联网企业.....	5
图 2: T-Box 功能一览.....	5
图 3: T-Box 在车联网产业链中的地位.....	6
图 4: 英泰斯特 2014-2017H1 营收.....	7
图 5: 英泰斯特 2014-2017H1 净利润.....	7
图 6: 新能源汽车国家、地方、企业三级监测体系.....	7
图 7: 英泰斯特新能源车数据监测与管理系统.....	8
图 8: 新能源汽车三级监测体系可开发的增值盈利模式.....	9
图 9: 2017-2020 年我国新能源汽车产量及增速.....	10
图 10: NEV 积分计算方式 (新能源车产量与对应积分乘积).....	10
图 11: 移动互联网影响下的车联网产业链得到扩充.....	11
图 12: 2017-2021 中国车联网市场规模.....	12
图 13: 至 2025 年, 新售车辆将全面步入车联网时代.....	13
图 14: UBI 为主机厂/经销商带来的额外收益.....	13
图 15: 2017-2021 年 UBI 车险市场规模预测.....	14
图 16: 九五智驾“平台+联接+数据+应用”智驾业务模式.....	15
图 17: 彩虹无线 UBI 车险创新服务.....	15
图 18: 兴民智通未来智能网联汽车产业链布局.....	16
表 1: 2017-2020 年 T-BOX 市场规模预计.....	7
表 2: 我国车联网相关推动政策.....	12
表 3: 2017 年 6 月以来公司高管相继增持、设立第一期员工持股计划.....	17
表 4: 兴民智通盈利预测表.....	20

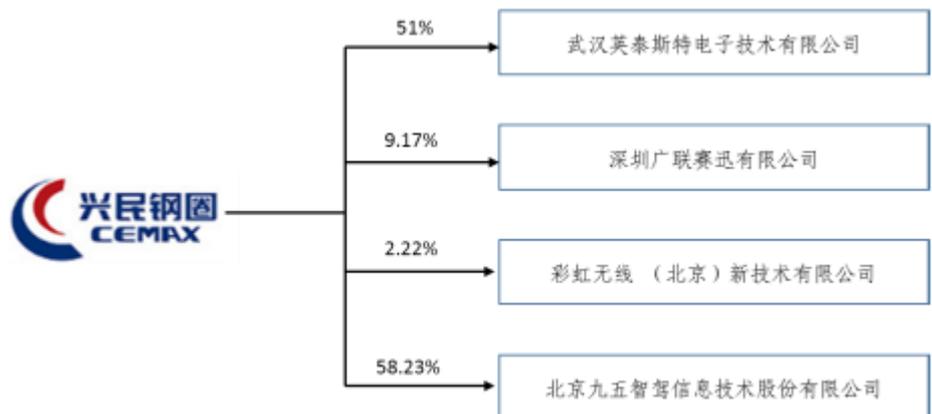
1、全面布局车联网产业链，新能源汽车领域优势显著

1.1、控股、参股车联网产业链企业，开启车联网战略布局

兴民智通 2015 年开启车联网战略转型，同年收购新能源汽车市场 T-BOX 龙头英泰斯特 51% 股权（同时公司产业基金持有英泰斯特剩余 49% 股权，按照协议表述，约定 2018 年将向兴民智通转让），公司持续在车联网领域布局，2016 年收购国内历史最悠久的领先车联网运营 TSP 服务商九五智驾 58.23% 股权（截至 2017 年 9 月，公司非公开发行获得证监会批准，增资完成后公司将合计增加持有九五智驾 82.89% 的股份），参股广联赛讯和彩虹无线，参与设立兴民汽车产业基金。

公司已经在车载终端-T-BOX-车联网运营方面实现了全布局，形成了以车联网硬件为基础，以数据变现为路径的平台。

图 1：兴民智通控股或参股的车联网企业



资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.2、T-box 卡位新能源车数据入口，构建新能源车联网平台

T-Box 作为无线网关为整车提供远程通讯接口，可以提供行车数据采集、行驶轨迹记录、车辆故障监控、车辆远程控制（开闭锁、空调控制、车窗控制、发送机扭矩限制、发动机启停）、驾驶行为分析、4G 无线热点分享等服务。

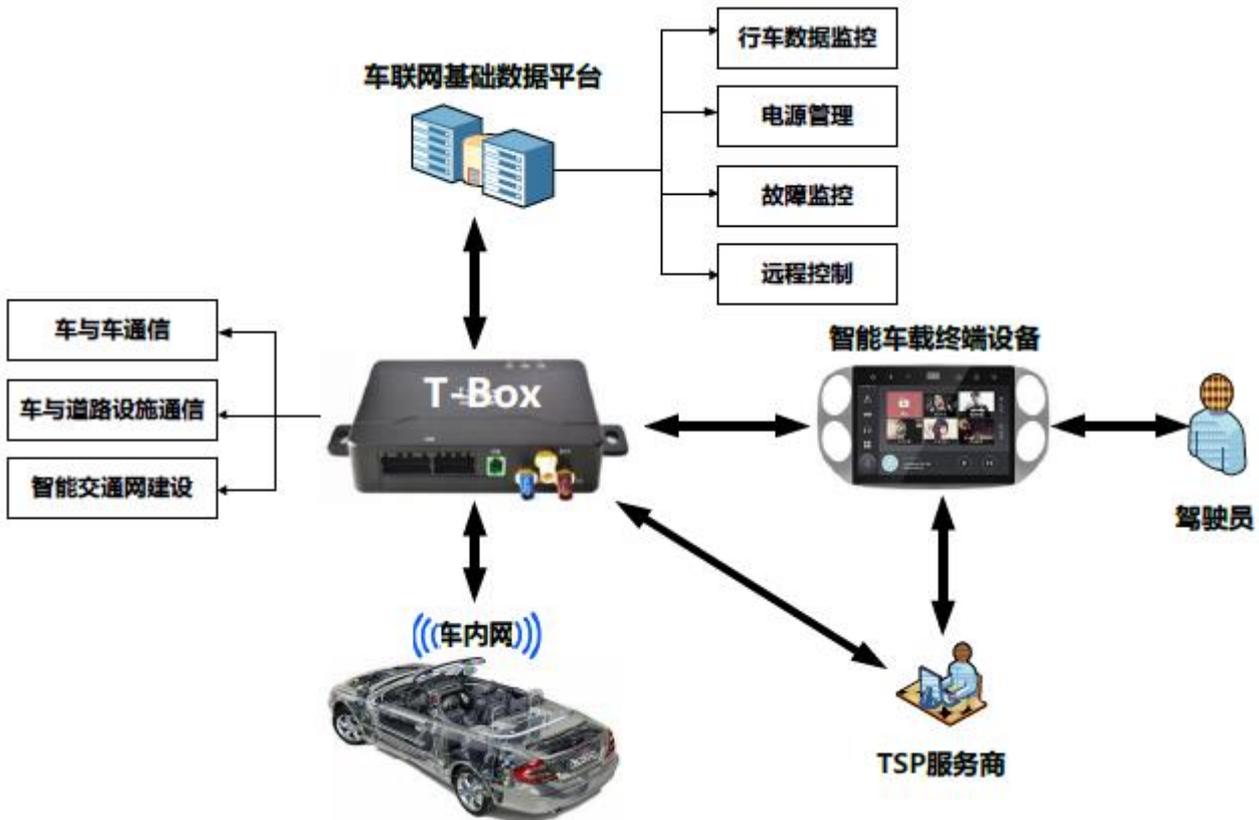
图 2：T-Box 功能一览



资料来源：汽车电子，国海证券研究所

T-Box 作为车联网信息流中的基础硬件，车辆数据运营服务等服务需要基于 T-Box 提供相关数据的收集、传输而实现对车辆安全运行的实时监测，以及介入车辆控制等功能，为主机厂对车辆的安全监测和车联网服务落地提供了技术可能。

图 3: T-Box 在车联网产业链中的地位

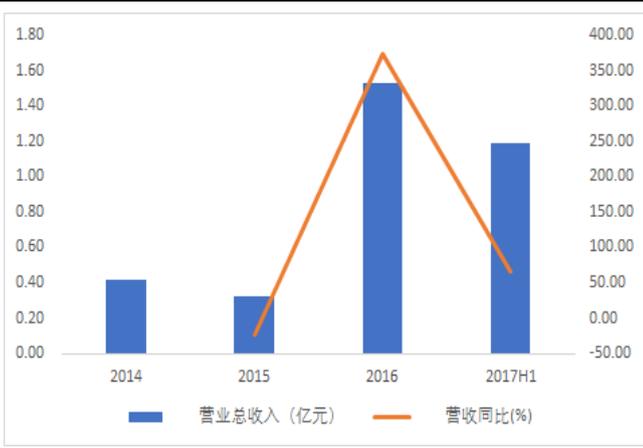


资料来源：公司公告，国海证券研究所

兴民智通控股子公司英泰斯特战略前瞻，在新能源汽车 T-BOX 前端市场提前积极布局，占据超过 30% 市场份额，处于绝对第一龙头地位，2017 同比增速仍超 100%。英泰斯特营业收入从 2014 年 4173 万元增长至 2016 年 15256 万元，

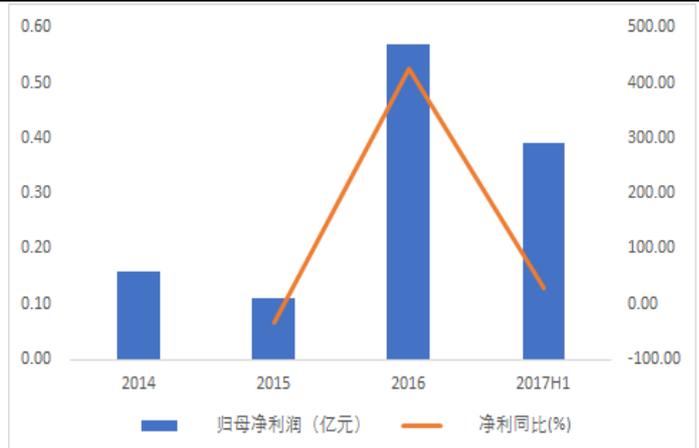
呈现大幅增长的态势，年复合增长率达 91.21%。今年 1-6 月，英泰斯特共销售 13.14 万台 T-BOX，同比增长 1.5 倍，根据公司与客户就 T-Box 产品采购意向初步沟通情况，2017 年客户 T-Box 产品需求量约为 31.4 万台，较 2016 年 13.24 万台的出货量将增加约 137.16%。参考公司 T-Box 产品现有主要载体纯电动汽车在 2016 年度的生产量 41.7 万辆计算，公司在纯电动汽车 T-Box 领域市场占有率已达 30%以上，客户包括北汽、上汽、长安等。

图 4: 英泰斯特 2014-2017H1 营收



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 英泰斯特 2014-2017H1 净利润



资料来源: wind, 国海证券研究所

新能源汽车和传统燃料汽车在未来数十年时间里仍将处于共存阶段, 新能源汽车销量处于逐年上升趋势, 并大幅取代传统燃料汽车。当前我们按照整体汽车销量和前装车联网设备渗透率测算市场规模: 预计整体汽车销售量维持个位数年增速, 前装 T-BOX 设备渗透率从 2016 年 14% 逐步提升到 2020 年 30% 水平, 测算 2020 年市场容量约为 74 亿元。

表 1: 2017-2020 年 T-BOX 市场规模预计

项目	2015E	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F
汽车销售量 (万辆)	2460	2604	2771	2942	3119	3300
前装车联网设备渗透率 (%)	10	14	18	22	26	30
汽车 T-Box 需求量 (万台)	246	365	499	647	811	990
T-Box 终端价格 (元)	1000	950	900	850	800	750
前装 T-Box 市场份额 (亿元)	25	35	45	55	65	74

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

参与建设新能源汽车国家三级监测体系, 构建新能源车联网平台。2016 年 11 月 15 日工信部发布了《工业和信息化部关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的通知》, 明确了新能源汽车国家三级监测体系, 即企业监测平台、地方监测平台和国家监测平台。以 GB/T 32960-2016《电动汽车远程服务与管理系统技术规范》为支撑, 实现新能源汽车数据向政府平台逐级上报。

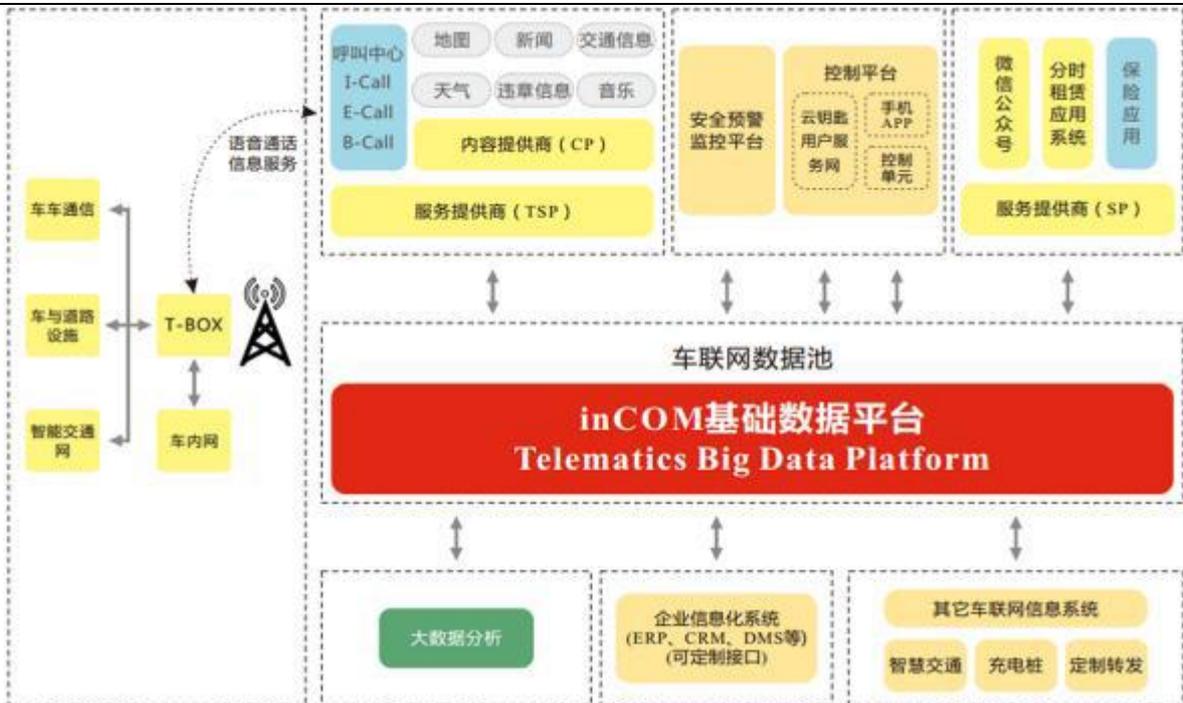
图 6: 新能源汽车国家、地方、企业三级监测体系



资料来源：工信部，国海证券研究所

英泰斯特在国内较早切入数据运营服务市场，为主机厂、车队等客户提供的车辆数据存储与分析服务，接受主机厂、车队等客户委托，基于 inCOM 基础数据平台、Dataview 数据分析软件等软件技术，为其建立、维护车辆数据监测与管理系统。该系统获取的信息流由前装在车内的 T-Box 进行采集和传输，同时该系统也兼容其他厂商生产的 T-Box 产品。同时为了解决平台配置和接入方式的兼容性，保证主机厂、地方政府、国家平台三级监管系统的安全稳定运行，英泰斯特还为不同平台间的协调、兼容等提供全方位、符合国家标准的全套数据运营服务解决方案业务。

图 7：英泰斯特新能源车数据监测与管理系统



资料来源：公司公告，国海证券研究所

依托在新能源汽车 T-BOX 前端市场占据 30% 市场份额的显著入口优势，建设新能源汽车国家三级监测体系，公司逐步构建新能源车联网平台，夯实“T-BOX--车机--车联网运营”智能网联布局，后续将扩展多种以数据为核心的应用增值服

务，完成平台变现。

图 8：新能源汽车三级监测体系可开发的增值盈利模式

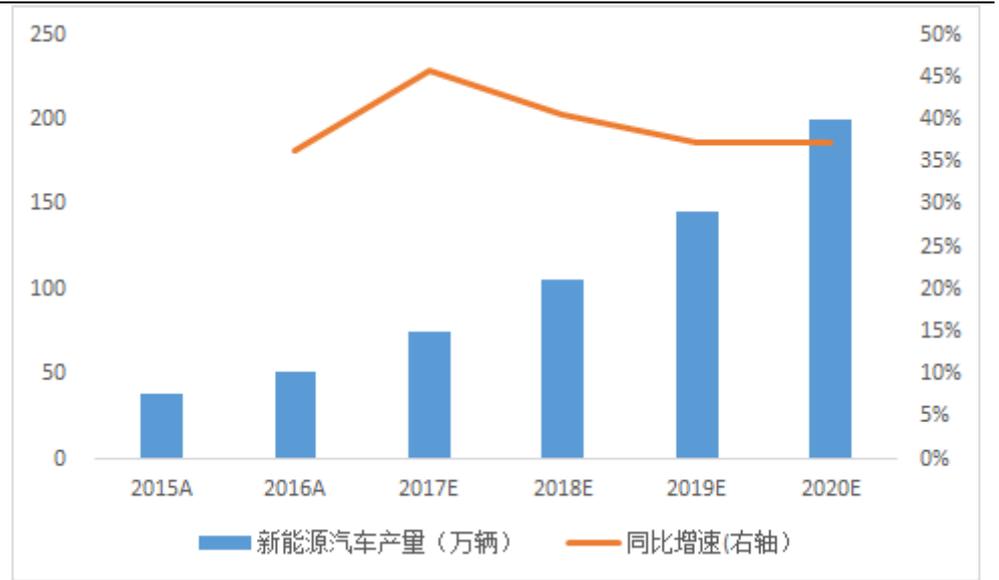


资料来源：国海证券研究所

2、新能源汽车产业高速发展

新能源汽车的发展已经成为势不可挡的趋势。2017年1月，工信部部长苗圩表示，2020年国内新能源汽车产量要达到200万辆，2025年在新车销量中的份额要达到20%。

图 9：2017-2020 年我国新能源汽车产量及增速



资料来源：中国产业发展研究网，国海证券研究所

国家层面不断出台政策支持新能源汽车产业的发展，从补贴扶持产业，到即将发布实施针对车企的“双积分管理办法”，以此来考核传统汽车节能水平和鼓励发展新能源汽车。

“双积分管理办法”是工信部对“车企油耗积分和新能源积分并行管理”的简述，今年6月13日工信部发布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法(征求意见稿)》。在“意见稿”中，工信部明确规定，汽车制造商除了需要降低燃油消耗来获取油耗正积分，还必须出售足够数量的新能源汽车才能获得相应的新能源积分。生产或者进口量大于5万辆的乘用车企业，2018年至2020年新能源汽车积分比例要求分别为8%、10%、12%。乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让。

图 10：NEV 积分计算方式（新能源车产量与对应积分乘积）

$$\text{NEV积分} = \text{NEV实际值} - \text{NEV目标值}$$

➤ NEV实际值：新能源乘用车产量与对应车型分值的乘积之和

车辆类型	纯电动续航里程R(工况法、公里)				
	50≤R<80	80≤R<150	150≤R<250	250≤R<350	R≥350
纯电动	/	2	3	4	5
插电混	2				
燃料电池	/	/	/	4	5

➤ NEV目标值：传统燃油乘用车产量与积分比例的乘积

年份	2016~2017	2018	2019	2020
5万辆以上企业	不考核比例	8%	10%	12%
其他企业	不考核比例，意味着目标值为零			

资料来源：工信部，国海证券研究所

今年9月10日，工信部副部长辛国斌在2017中国汽车产业发展（泰达）国际论坛上表示，工信部已启动传统能源车停产停售时间表研究。继挪威、德国、荷兰等国明确宣布停产燃油汽车时间后，中国政府首次透露表示对于燃油汽车停产的态度。**新能源汽车产销量拥有极大替代空间：2016年我国新能源汽车产销近50万辆（汽车产销量近2600万辆），新能源汽车保有量近100万辆（汽车保有量接近2亿辆）。**

3、车联网时代来临

车联网通过无线通信技术、传感器技术以及互联网技术实现人-车-路（环境）的交互，是物联网的一个重要组成部分。互联网化的汽车是一个集环境感知、规划决策、多等级辅助驾驶等功能于一体的综合系统，它集中运用了计算机、现代传感、信息融合、通讯、人工智能及自动控制等技术。

图 11：移动互联网影响下的车联网产业链得到扩充



资料来源：易观，国海证券研究所

根据中投顾问发布的《2017-2021年中国车联网行业深度调研及投资前景预测报告》预计，2017年我国车联网行业市场规模将达到2696亿元，未来五年（2017-2021）年均复合增长率约为15.43%，2021年市场规模将达到4014亿元。

图 12: 2017-2021 中国车联网市场规模



资料来源: 中投顾问, 国海证券研究所

国务院、发改委、工信部、交通运输部相继出台支持汽车智能网联政策。到 2017 年 9 月发改委准备启动《国家智能汽车创新发展战略》起草工作, 从 1. “强化顶层设计, 制定总体战略”, 2. “集中优势资源, 构建创新平台”, 3. “聚焦核心技术, 加强科研攻关”, 4. “优化制度供给, 完善法规标准”, 5. “创造使用条件, 推进测试应用” 五个方面全面全力支持智能汽车产业发展, 我国支持车联网的政策进入一个新的国家高度。

表 2: 我国车联网相关推动政策

时间	事件	简介
2012 年 8 月	第三届智能运输大会(ITSCC)在京召开, 第一次公开解析了《2012-2020 年中国智能交通发展战略》	到 2020 年, 中国智能交通发展的总体目标是: 基本形成适应现代交通运输业发展要求的智能交通体系, 实现跨区域、大规模的智能交通集成应用和协同运行
2013 年 12 月	国家交通运输部第 13 次会议通过《道路运输车辆动态监督管理办法》	规定已经进入运输市场的重型载货汽车和半挂牵引车, 确保于 2015 年 12 月 31 日前全部安装、使用卫星定位装置, 并接入道路货运车辆公共平台。旅游客车、包车客车、三类及以上班线客车和危险货物运输车辆、重型载货汽车和半挂牵引车要在出厂前安装符合标准的卫星定位装置。
2015 年 7 月	国务院发布《中国制造 2025》	再次提出到 2020 年要掌握智能辅助驾驶总体技术及各项关键技术, 初步建立智能网联汽车自主研发体系及生产配套体系。
2015 年 12 月	工信部发布贯彻落实《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》的行动计划(2015-2018 年)的通知	首次提出要出台《车联网发展创新行动计划(2015-2020 年)》, 要求推动车联网技术研发和标准制定, 组织开展车联网试点、基于 5G 技术的车联网示范。
2016 年 8 月	工信部发布“智能网联汽车发展路线图”	与车对车的信息交换技术相关的通信技术正在加速成熟, 特别是我国拥有自主知识产权的 LTE-V(专门针对车间通讯的协议)通信技术, 得到了国内各方的加速布局。
2017 年 3 月	工信部、国家标准化管理委员会形成《国家车联网产业标准体系建设	明确通信技术和产品并相应增补标准项目, 细化车辆与信息通信部分接口、协议及安全标准, 提高与信息通信及智能交通等标准体系的兼容性,

	指南《智能网联汽车》(2017年)》 (征求意见稿)	对标准体系框架结构及标准项目做了优化调整,并积极考虑与其他相关领域标准的协调,旨在加快推动我国智能网联汽车产业发展,发挥技术标准的引导和规范作用。
2017年9月	发改委启动《 国家智能汽车创新发展战略 》起草工作	1.“强化顶层设计,制定总体战略”,2.“集中优势资源,构建创新平台”,3.“聚焦核心技术,加强科研攻关”,4.“优化制度供给,完善法规标准”,5.“创造使用条件,推进测试应用”五个方面全面全力支持智能汽车产业发展。

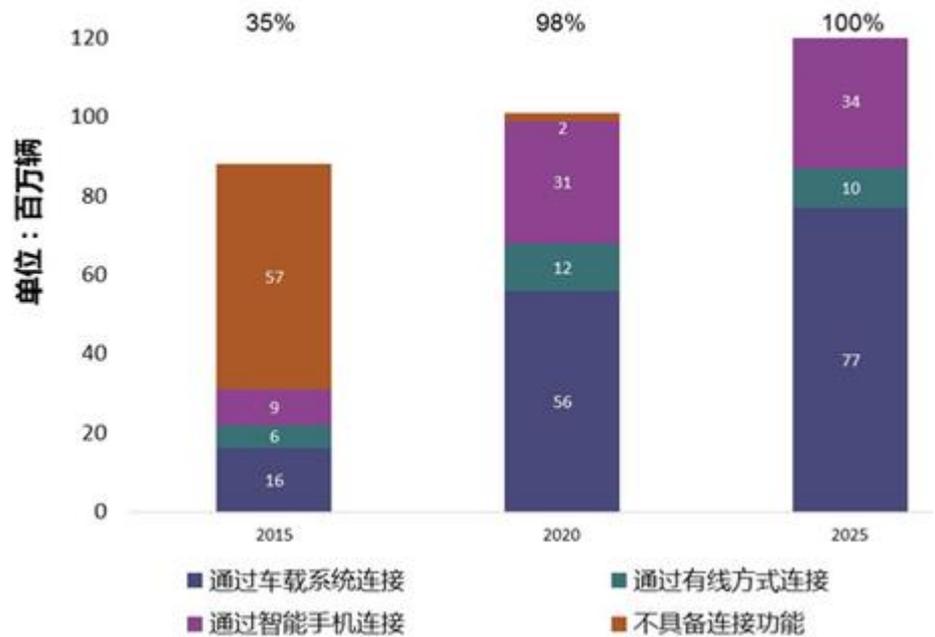
资料来源:国海证券研究所整理

消费者乐意为车联网付费,达到整车价格10%比例。据埃森哲调研,消费者愿意为心仪的车联网服务,额外支付最高达新车价格的10%的费用。超过七成(71%)的受访者愿意最高支付新车价格的10%,为了获取便捷性服务,美国驾驶者的额外付费意愿平均为车价的16%,其次是中国消费者(15%),再次是德国受访者(11%)。

新售车辆联网比例将快速提升,最主要通过车载系统连接。2015年全球新销售约8800万辆车中,联网汽车份额约为35%;预计到2020年新售车辆到1亿辆,联网汽车份额接近98%,到2025年新售车辆1.21亿辆,所有新售车辆都将联网,其中通过车载系统连接的占比最高(约为64%),通过有线方式连接占比约8%,通过智能手机连接占比约28%。

图 13: 至 2025 年, 新售车辆将全面步入车联网时代

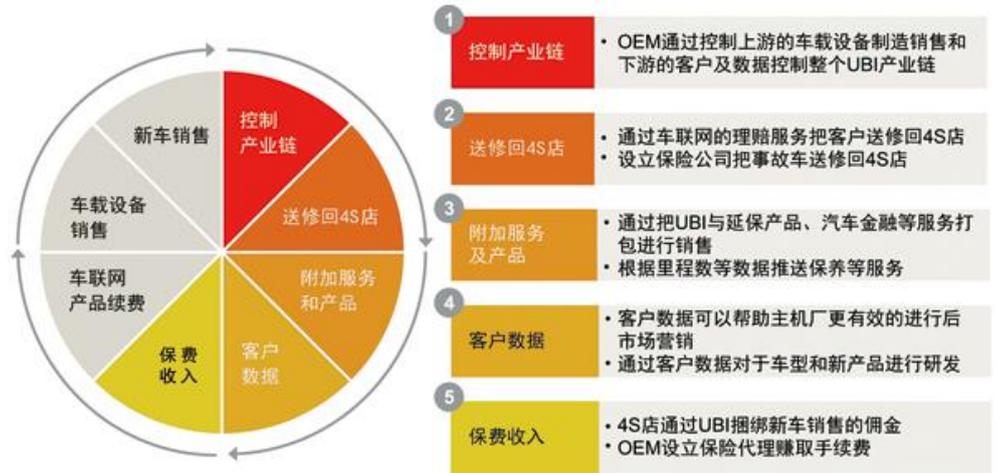
联网汽车份额:



资料来源:埃森哲,国海证券研究所

UBI 保险是车联网运营里,最先落地且空间较大的市场领域。受益于政策驱动、互联网发展、保险业内在需求,UBI 保险成为未来发展趋势。目前在全球有 17 家主机厂实施了 UBI 项目和试点,UBI 可以带来除传统销售之外的额外收益。

图 14: UBI 为主机厂/经销商带来的额外收益

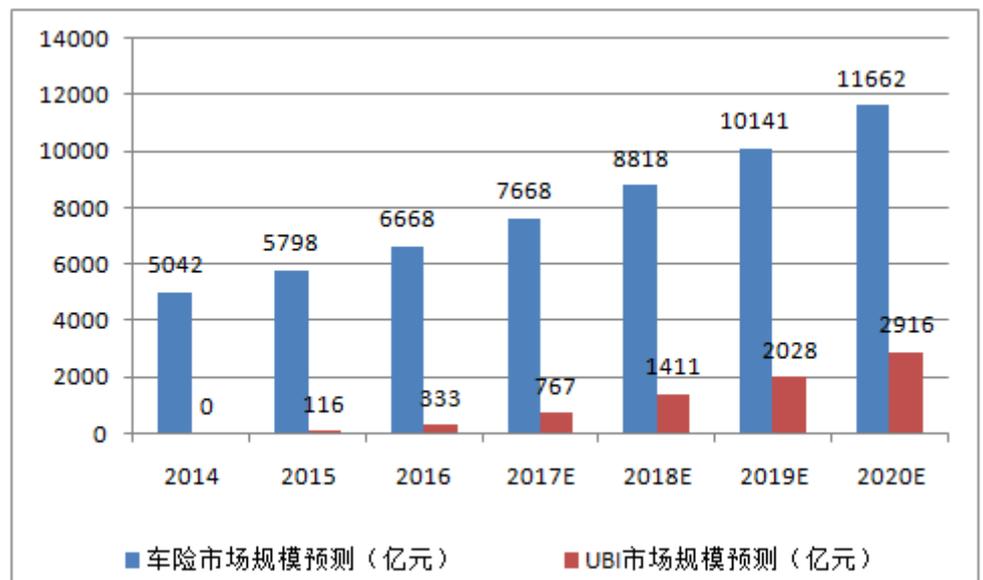


资料来源：普华永道，国海证券研究所

保险新“国十条”中提到，到 2020 年，保险深度(保费收入/GDP)要达到 5%。根据测算，要达到这一目标，整个保险行业保费收入要达到 15.5%的年复合增长率。过去五年，财产保险业保费收入都保持着至少 15%的增长率，而车险作为产险业的主要部分(平均占比大于 70%)，增速将大于 15%。预计到 2020 年，整个车险市场规模约为 12000 亿。

车险费率市场化定价完全放开后，考虑到车联网 50% 的渗透率预期，预计 UBI 的渗透率在 2020 年可以达到 20%-25%，UBI 市场面临着 3000 亿市场空间。

图 15: 2017-2021 年 UBI 车险市场规模预测

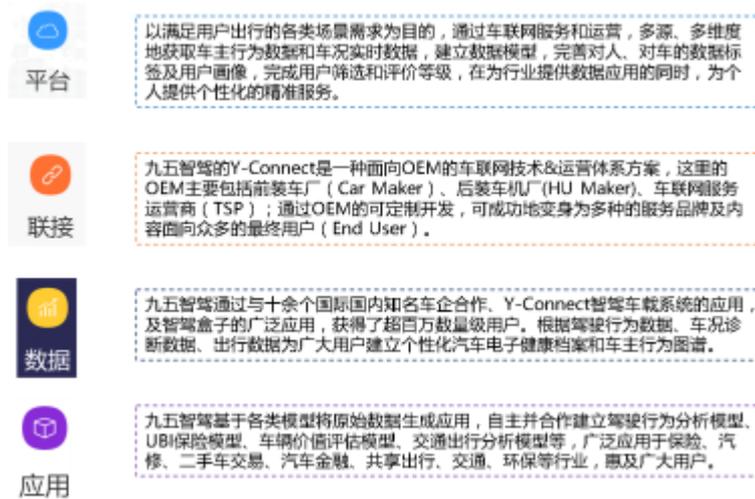


资料来源：智研咨询，国海证券研究所

兴民智通控股子公司九五智驾，打造“平台+联接+数据+应用”智驾业务模式。通过与丰田、福特、奔驰、宝马等十余家高端车企合作、Y-Connect 智驾车载系统的应用及智驾盒子的广泛应用，获得了超百万数量级客户。根据驾驶行为数据、车况诊断数据、出行数据，建立 UBI 保险模型，生成应用。兴民智通车联网平台布局的日趋完善，协同效应将进一步显现，数据维度将进一步丰富，数据-UBI

闭环变现将进一步加速。

图 16: 九五智驾 “平台+联接+数据+应用” 智驾业务模式



资料来源：公司官网，国海证券研究所

参股彩虹无线，“车联网大数据平台”和“保险撮合交易平台”是公司的核心资产，数据来源聚焦于车联网前装市场。公司整合前装车厂及第三方数据提供商的数据资源，通过大数据分析和挖掘建模，向车厂、保险公司及第三方机构提供创新型产品及个性化服务——UBI车险。彩虹无线作为兴民智通车联网布局的战略拼图，将积极补充UBI车险的创新。

图 17: 彩虹无线 UBI 车险创新服务



资料来源：公司官网，国海证券研究所

4、战略进一步落地，增持彰显管理层信心

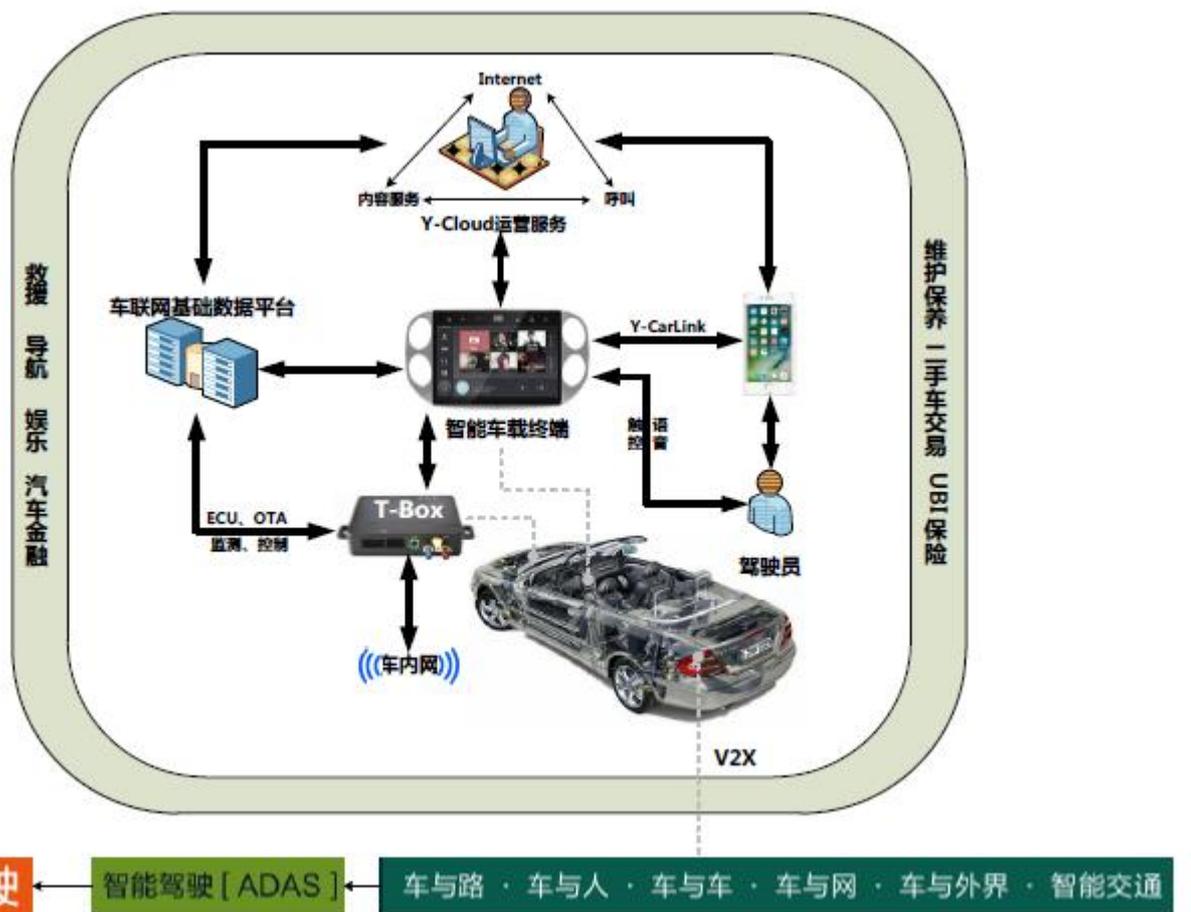
4.1、非公开发行获准通过，产业链布局进一步加速

兴民智通非公开发行约 14.6 亿元于 2017 年 9 月 6 日获得证监会通过，募集资金将加大投入到“T-box 自动化生产及数据运营中心”、“智能车载终端设备生产建设”、“车联网研发及评测中心”、“智驾服务运营中心”等重点项目，并将持有九五智驾股份进一步提升至 82.89%。

非公开发行的顺利实施，将对公司短中长期产生积极的影响。公司短期内，解决 T-Box 产能瓶颈和扩大智驾运营规模；中期内，完善产业链条，增强一揽子产品的竞争力；长期来看，进一步提升自主研发实力，以“内生+外延”方式不断强化公司在车联网领域的市场地位。

公司将推动产业整合，形成以用户为中心，以硬件为端点，以服务为纽带的智能网联汽车产业链。为客户提供以 T-Box 为数据核心、以数据运营服务、数据增值服务为基础、以智能车载终端为硬件入口、以 TSP 服务为窗口的全系列智能网联汽车产品与服务，实现公司智能网联汽车业务销售规模与市场占有率的扩张。

图 18：兴民智通未来智能网联汽车产业链布局



资料来源：公司公告，国海证券研究所

4.2、 高管增持、员工持股，利益绑定、彰显信心。

2017年5月以来，董事长、董事、高管持续增持公司股票，截止9月18日，董事长增持股份超30万股，董事易舟增持超过3400万元，副总经理糜锋增持超过3100万元。今年8月公司公告第一期员工持股计划(草案)，员工持股资金总额约为6200万元。高管和员工同公司利益深度绑定，彰显信心。

表 3: 2017 年 6 月以来公司高管相继增持、设立第一期员工持股计划

时间	增持人	内容
2017/5/31-2017/6/2	董事长	连续 3 日增持股份超过 30 万股。
2017 年 8 月	董事、副总经理	董事易舟先生和副总经理糜锋先生分别以不低于 3997 万元、3446 万元由个人从二级市场增持公司股票，并且承诺其按本条所述购入的全部股票均自购入之日起锁定 12 个月。
2017 年 8 月	第一期员工持股计划	员工持股资金总额约为 6200 万元。

资料来源：wind 资讯，国海证券研究所

公司在战略不断推进的过程中，同时积极引入管理人才，助力公司成长。公司 7 月引入全球汽车操作系统龙头 QNX 中国区总经理张人杰。根据产业调研，其在 QNX 任职期间，推动公司业务实现了在中国区几十倍的增长。

5、盈利预测

5.1、存量业务下，盈利预测

在非公开发行未最终完成时，不考虑增发对股本的摊薄及对业绩的影响因素。不考虑英泰斯特 2018 年继续并表 49%股权对应业绩的影响因素。预估公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.17/0.23/0.33 元，对应的 PE 分别为 75/56/40 倍。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1295	1567	1781	2098
增长率(%)	17%	21%	14%	18%
净利润(百万元)	51	89	118	167
增长率(%)	86%	75%	32%	42%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.17	0.23	0.33
ROE(%)	2.40%	4.09%	5.21%	7.01%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

5.2、考虑定增完成后、2018 年英泰斯特全面并表下，盈利预测

前提 1: 当前公司非公开发行预案已获得证监会通过, 假设非公开发行顺利 2017 年底前完成, 2018 年募投项目开启运转, 后续给公司业绩带来实质影响。我们结合公司《关于 2016 年度非公开发行股票申请文件二次反馈意见的回复》对募投项目营收、利润测算。预计到 2020 年“T-box 自动化生产及数据运营中心”项目贡献利润 6300 万元、“智能车载终端设备生产”项目贡献利润 7300 万元、“智驾服务运营中心”项目贡献利润 2000 万元。

此外定增后, 按照方案, 公司持有控股子公司九五自驾股分提升 24 个百分点, 由 58.23% 上升到 82.89%。同时股本将增加, 我们假设按照 9 月 22 日收盘价 12.93 元为基准发行价 (实际按照发行期首日前 20 个交易日均价的 90% 以上确定发行价), 预计发行 1.13 亿股, 总股本由 5.14 亿股上升至 6.27 亿股。

前提 2: 产业基金持有英泰斯特剩余 49% 股权, 按照基金协议约定 2018 年将向兴民智通全部转让, 届时英泰斯特将全面并表 (2016 年实现净利润 5704 万元, 2017 年上半年实现净利润 3855 万元, 同比增长 28%)。

综合前提 1 和 2, 预估公司 2017/2018/2019/2020 年摊薄 EPS 分别为 0.17/0.25/0.33/0.84 元。

预测指标 (单位: 百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
定增前预测净利		89	118	167	210
加: 定增项目创造净利					
募投 T-BOX 及数据运营创造净利			-6	3	63
募投智能车载终端创造净利			-10	-21	73
募投智驾服务运营中心创造净利				-50	20
加: 控股子公司权益增加——对应净利					
英泰斯特 2018 年全面并表 (增加 49% 股份) 预计增厚			50	100	145
九五自驾股权提升 24 个百分点 由 58.23% 到 82.89%			7	10	14
净利合计	51	89	159	209	525
净利同比增速 (%)		75%	78%	32%	151%
总股本 (百万股)		514	627	627	627
摊薄每股收益 (元)		0.17	0.25	0.33	0.84

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

5.3、公司评级

预计公司 2018-2020 未来三年 CAGR 近 81%, 有望高成长。T-BOX、智能车载终端、自驾服务运营中心是公司未来四年重要利润增长点, UBI 保险、数据运营等车联网平台生态变现业务将往纵深发展, 扩大市场空间。根据协议约定顺利执行, 2018 年公司持股英泰斯特股份将由 51% 上升到 100%, 定增顺利完成后, 2018 年公司持股九五智驾股份将由 58.23% 上升到 82.89%, 控股子公司股份并表范围将扩大。考虑定增完成后, 预计兴民智通 2018-2020 年实现净利分别

为 1.59 亿元、2.09 亿元、5.25 亿元，三年 CAGR 近 81%，公司有望高成长。

上调至“买入”评级。公司在新能源汽车产业高速发展、车联网时代来临的两大趋势下，打造车联网数据入口优势，建设车联网平台生态，看好公司发展，上调公司至“买入”评级。

6、风险提示

- 1) T-box 产品渗透率低于预期;
- 2) 车联网发展进度低于预期;
- 3) 非公开发行不能顺利完成;
- 4) 英泰斯特剩余 49%股权收购进度低于预期的风险。

表 4: 兴民智通盈利预测表 (不考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	002355.SZ				股价:	12.93	投资评级:	买入	日期:	2017-09-22
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2%	4%	5%	7%	EPS	0.10	0.17	0.23	0.33	
毛利率	21%	25%	26%	28%	BVPS	3.94	3.96	3.98	4.01	
期间费率	14%	14%	13%	13%	估值					
销售净利率	4%	6%	7%	8%	P/E	130.71	74.59	56.32	39.76	
成长能力					P/B	3.28	3.27	3.25	3.22	
收入增长率	17%	21%	14%	18%	P/S	5.13	4.24	3.73	3.17	
利润增长率	86%	75%	32%	42%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.33	0.38	0.42	0.48	营业收入	1295	1567	1781	2098	
应收账款周转率	2.53	2.53	2.53	2.53	营业成本	1024	1183	1318	1506	
存货周转率	1.20	1.20	1.20	1.20	营业税金及附加	19	23	26	31	
偿债能力					销售费用	53	63	71	84	
资产负债率	47%	47%	46%	46%	管理费用	69	83	94	111	
流动比	1.32	1.38	1.45	1.53	财务费用	43	46	46	46	
速动比	0.80	0.79	0.82	0.84	其他费用/(-收入)	(9)	(7)	(7)	(7)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	79	162	218	313	
现金及现金等价物	602	479	437	339	营业外净收支	19	10	10	10	
应收款项	512	620	705	830	利润总额	98	172	228	323	
存货净额	856	1008	1124	1285	所得税费用	16	28	36	52	
其他流动资产	231	279	317	374	净利润	83	145	192	272	
流动资产合计	2202	2385	2581	2827	少数股东损益	32	56	74	105	
固定资产	892	832	777	725	归属于母公司净利润	51	89	118	167	
在建工程	239	239	239	239	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	92	92	83	74	经营活动现金流	172	(98)	46	29	
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	83	145	192	272	
资产总计	3972	4096	4227	4412	少数股东权益	32	56	74	105	
短期借款	1286	1286	1286	1286	折旧摊销	105	69	65	60	
应付款项	300	353	393	450	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	33	40	45	53	营运资金变动	(47)	(368)	(284)	(408)	
其他流动负债	55	55	55	55	投资活动现金流	(394)	59	55	52	
流动负债合计	1673	1733	1779	1844	资本支出	23	59	55	52	
长期借款及应付债券	137	137	137	137	长期投资	(1)	0	0	0	
其他长期负债	47	47	47	47	其他	(416)	0	0	0	
长期负债合计	184	184	184	184	筹资活动现金流	99	(81)	(107)	(151)	
负债合计	1858	1918	1964	2028	债务融资	521	0	0	0	
股本	514	514	514	514	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2114	2178	2263	2384	其它	(421)	(81)	(107)	(151)	
负债和股东权益总计	3972	4096	4227	4412	现金净增加额	(123)	(119)	(5)	(71)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

【计算机组介绍】

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业OEM四年工作经验，证券行业A+H股两年研究经验，2016年加入国海证券研究所。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

周绍倩、宝幼琛，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。