

## 收购核心车联网标的, 大数据想象空间大

### 投资要点

- **事件:** 近期我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **传统钢圈业绩下滑趋势收窄。** 公司是国内钢制车轮行业首家上市公司, 随着国内经济形势错综复杂且下行压力大, 公司下游客户市场需求萎缩, 2015年前三季度实现营业收入8.3亿元, 归母净利润2106万元, 相较半年报下滑趋势有所收窄。
- **控股“车联网”、“大数据服务”稀缺标的。** 公司管理层积极寻找新的业绩增长点, 于2015年按照40倍市盈率出资2.8亿元取得英泰斯特51%股权, 将公司的业务范围从原有附加值较低的车轮业务拓展至“车联网”及“大数据服务”领域。
- **与众不同的车联网标的。** 目前市场上很多打着“车联网”大数据旗号的公司, 基本都是通过后装OBD接口接入车载CAN网络, 通过较低速率的诊断协议读取车联网有限的标准定义信息, 在可靠性、实时性、数据可扩展性等方面都受到很大的制约。英泰斯特2015年通过前装渠道为8万辆新能源汽车提供数据采集、后台管理服务, 高端市场市占率超过75%, 前装地位与众不同。
- **英泰斯特业绩复合增速100%。** 公司主要客户包括北汽新能源、长安新能源、中通客车、东风特汽等车厂, 另外盟固利、沃特玛等动力电池厂商以及普天新能源充电服务商也开始配套。在新能源汽车爆发增长及客户类型增加的情况下, 2015-2017年复合增速100%。
- **车联网“大数据服务”想象空间巨大。** 分时租赁、UBI保险、LBS精准广告等各类主体将逐步挖掘到汽车大数据的价值, 英泰斯特依靠现有前装市场的卡位成为各类数据需求者的首选合作者, “大数据服务”市场想象空间巨大。上市公司积极寻求与汽车大数据产生“化学反应”的下游并购标的, 强化协同效应。
- **估值与评级:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.07元、0.15元和0.22元, 以1月15日收盘价17.38元为基准, 对应2015-2017年动态市盈率为246倍、119倍和79倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 中重卡行业景气度或难以恢复的风险; 车联网推进进度或不及预期的风险。

| 指标年度          | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1325.39 | 1133.53 | 1279.78 | 1446.43 |
| 增长率           | 3.16%   | -14.48% | 12.90%  | 13.02%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 49.94   | 36.33   | 74.79   | 112.31  |
| 增长率           | -28.59% | -27.25% | 105.86% | 50.18%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.10    | 0.07    | 0.15    | 0.22    |
| 净资产收益率ROE     | 2.53%   | 2.07%   | 5.37%   | 7.49%   |
| PE            | 179     | 246     | 119     | 79      |
| PB            | 4.52    | 4.44    | 4.21    | 3.91    |

数据来源: Wind, 西南证券

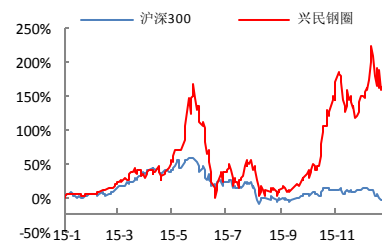
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 简洁  
执业证号: S1250515090001  
电话: 0755-23605294  
邮箱: jjie@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: 西南证券

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 5.14       |
| 流通A股(亿股)    | 3.43       |
| 52周内股价区间(元) | 6.08-21.48 |
| 总市值(亿元)     | 89.28      |
| 总资产(亿元)     | 31.54      |
| 每股净资产(元)    | 3.84       |

### 相关研究

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1 传统钢圈业绩下滑趋势收窄.....              | 1  |
| 2 控股“车联网”、“大数据服务”稀缺标的.....       | 2  |
| 2.1 英泰斯特股权收购方案.....              | 2  |
| 2.2 车联网完整解决方案提供商.....            | 3  |
| 2.3 现有业绩复合增速 100%，新业态更具想象空间..... | 7  |
| 3 盈利预测与投资建议.....                 | 9  |
| 4 风险提示.....                      | 10 |

## 图 目 录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: 公司 2011-2015 年 Q3 营业收入情况 ..... | 1 |
| 图 2: 公司 2011-2015 年 Q3 净利润情况 .....  | 1 |
| 图 3: 近三年中型、重型载货车产量下滑明显（辆） .....     | 1 |
| 图 4: 车联网产业链布局示意图 .....              | 3 |
| 图 5: 英泰斯特核心竞争力 .....                | 4 |
| 图 6: 英泰斯特发展历程 .....                 | 4 |
| 图 7: 英泰斯特主要业务 .....                 | 4 |
| 图 8: 测试与信息化业务 .....                 | 5 |
| 图 9: 新能源车辆信息化系统 .....               | 6 |
| 图 10: 全球车联网产品市场规模预测 .....           | 7 |
| 图 11: 中国车联网用户渗透率预测 .....            | 7 |
| 图 12: 英泰斯特业绩预估 .....                | 8 |

## 表 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 1: 英泰斯特交易对手方股权情况 .....   | 2  |
| 表 2: 公司车辆信息化（无线）解决方案 ..... | 7  |
| 表 3: 分业务收入及毛利率 .....       | 9  |
| 附表: 财务预测与估值 .....          | 11 |

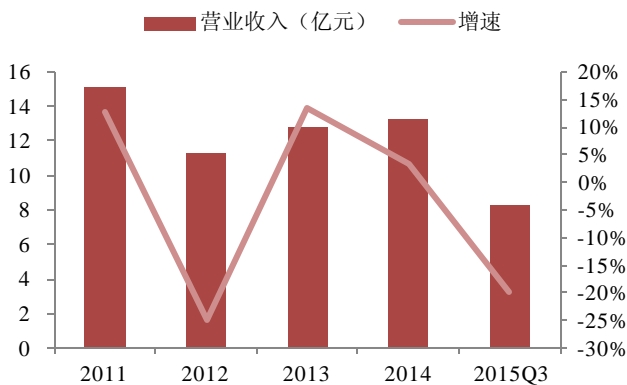
## 1 传统钢圈业绩下滑趋势收窄

公司创建于 1999 年 12 月，2010 年公司股票在深交所挂牌上市，成为国内钢制车轮行业首家上市公司。公司主营业务集汽车钢制车轮的研发、制造和销售，具有与主机厂同步设计开发能力，现拥有三家全资子公司唐山兴民钢圈有限公司、咸宁兴民钢圈有限公司、兴民国际控股有限责任公司，并控股中外合资赛诺特（龙口）车轮制造有限公司。

公司现有产品包括乘用车钢制车轮、商用车钢制车轮、工程机械钢制车轮、农林机械钢制车轮等七大系列 1000 多个品种，是目前国内钢制车轮品种最全的生产企业，主要客户包括福田汽车、长安汽车、金杯汽车、唐骏奥铃、福田雷沃重工等十多家知名整车企业。

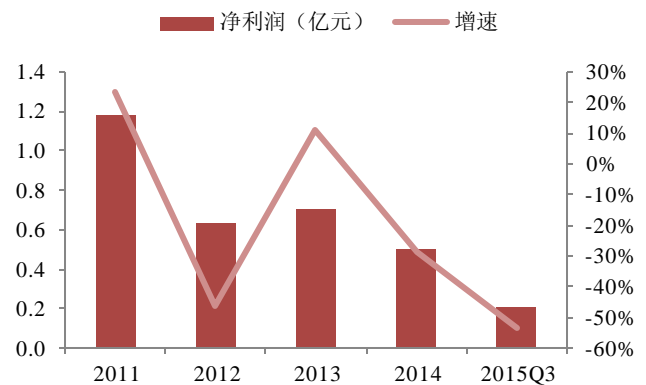
随着国内经济形势错综复杂且下行压力大，公司下游客户市场需求萎缩，尤其是 2015 年产值占比较大的中重卡车产量分别下降 18%、28%，导致公司主营业务出现较大降幅，此外公司唐山、咸宁工厂产能没有充分利用，折旧费用高。2015 年前三季度实现营业收入 8.3 亿元，归母净利 2106 万元，同比分别下降 20%、53%，但相较于半年报 20% 及 60% 的下降幅度，三季度下滑趋势有所收窄，随着第四季度国内整体汽车行业回暖以及收购标的英泰斯特的超预期表现，预计公司 2015 年全年可实现净利润 3633 万元。

图 1: 公司 2011-2015 年 Q3 营业收入情况



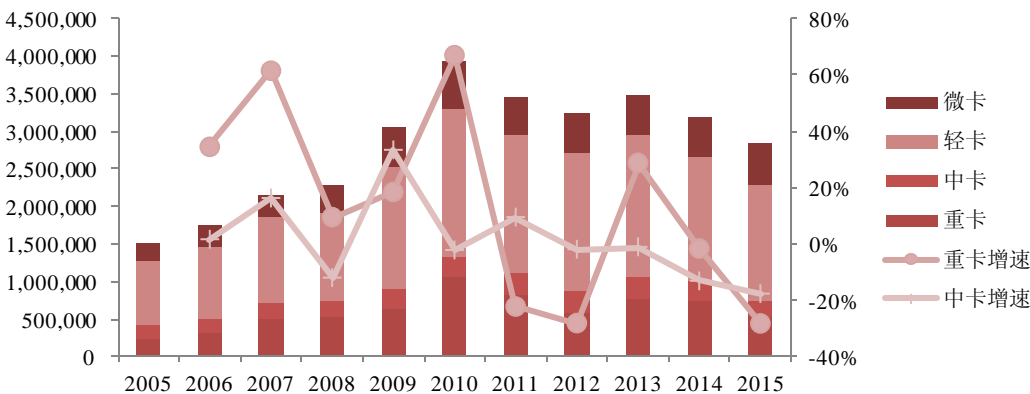
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司 2011-2015 年 Q3 净利润情况



数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 近三年中型、重型载货车产量下滑明显 (辆)



数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2 控股“车联网”、“大数据服务”稀缺标的

在钢圈业务随着国内经济形势下行引起需求萎缩的情况下，公司管理层积极寻找新的业绩增长点，于 2015 年完成武汉英泰斯特电子技术有限公司 51% 的控股收购，将公司的业务范围从原有附加值较低的车轮业务拓展至“车联网”及“大数据服务”领域。

英泰斯特成立 10 年，最早专注于主机厂开发车型阶段的试验信息数据采集与分析工作，随着新能源汽车、车联网、分时租赁、UBI 保险等新业态、新商业模式对汽车大数据的需求爆发，目前市场上很多打着“车联网”大数据旗号的公司，基本都是通过后装 OBD 接口接入车载 CAN 网络，通过较低速率的诊断协议读取车联网有限的标准定义信息，在可靠性、实时性、数据可扩展性等方面都受到很大的制约。英泰斯特为国内 100 个主机厂项目提供整车、发动机测试产品与方案，在技术处理、数据分析管理以及主机厂客户资源方面积累了丰富的经验，我们预计英泰斯特依靠整车核心数据将与新能源汽车、车联网、分时租赁等新商业模式发生“化学反应”，成为“大数据服务”运营商。

### 2.1 英泰斯特股权收购方案

公司现金出资 2.8 亿元取得英泰斯特 51% 股权。2015 年 8 月底，公司以人民币 25428.8 万元收购目标公司 46% 股权，10 月公司向英泰斯特增资 2764 万元，其中 93.4 万元计入注册资本，其余计入资本公积，交易完成后，英泰斯特注册资本由 916 万元增至 1009.4 万元，公司持有英泰斯特 51% 的股权。此次股权转让及增资定价依据按照英泰斯特 2014 年扣非净利润的 40 倍市盈率确定，英泰斯特 2014 年实现净利润 1601.3 万元，公司总计出资 28192.8 万元取得英泰斯特 51% 股权。英泰斯特截止 2014 年 12 月 31 日总资产 5218 万元，净资产 3618 万元，2014 年度营业收入 4173 万元，净利润 1601 万元，净利率达到 38%。

表 1：英泰斯特交易对手方股权情况

| 股东姓名 | 投资金额（万元） | 占注册资本比例（%） | 参与本次股权转让的股权比例（%） |
|------|----------|------------|------------------|
| 易舟   | 327.33   | 35.74      | 16.44            |
| 糜锋   | 245.43   | 26.8       | 12.33            |
| 吴强   | 57.24    | 6.25       | 2.88             |
| 林宏   | 49.05    | 5.35       | 2.46             |
| 曹明阔  | 49.05    | 5.35       | 2.46             |
| 蒋高峰  | 49.05    | 5.35       | 2.46             |
| 其他   | 138.85   | 15.16      | 6.97             |
| 合计   | 916      | 100        | 46               |

数据来源：公司公告，西南证券

剩余 41% 股权以 2016-2017 年净利润均值的 30 倍市盈率收购。为了更好地维护英泰斯特经营战略实施以及激励原有管理团队，英泰斯特不设董事会，经营管理仍由以英泰斯特易舟（总经理）、糜锋（技术总监）决定的管理团队负责，同时公司与英泰斯特约定如后者 2015-2017 年扣非归母净利润合计达到 9000 万元的情况下，公司将以 2016-2017 年扣非净利润平均值的 30 倍市盈率收购剩余 49% 的股权。

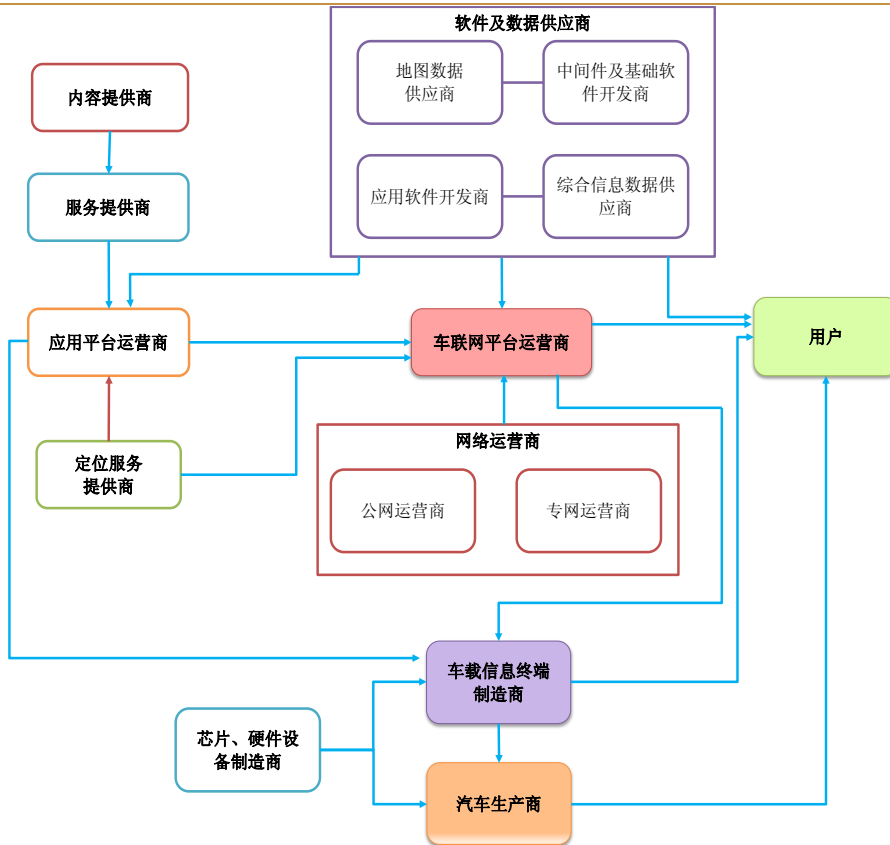
英泰斯特股东购入 250 万股股票，持股均价 7.18 元/股。根据双方协定，英泰斯特持股 5% 以上的股东自收到股权转让款之日起 3 个月内通过股票交易二级市场购入公司股票，购

入金额不低于股权转让款的 10%，并且承诺锁定 12 个月。我们以 8 月 31 日完成 46% 股权过户及工商变更登记手续起，至 9 月 17 日英泰斯特高管完成公司股票购入事宜，期间公司股票交易均价 7.18 元，英泰斯特股东二级市场购入公司股票成本约 7.18 元/股，合计支出金额 1800 万元。

## 2.2 车联网完整解决方案提供商

在车联网产业链中，我们认为汽车生产商、车载信息终端制造商、车联网平台运营商发挥重要的作用。汽车生产商掌握整车所有模块的核心数据，在车联网产业链中发挥着重要支撑作用，如果没有汽车生产商的参与，那么车联网传输的核心内容就无从谈起。车载信息终端制造商是用户与车联网人机交互的枢纽，其 HMI 体验直接影响车联网用户的使用感受。车联网平台运营商是车联网平台的建设者和维护者，它汇聚和利用各方提供的数据和服务通过移动通信网络为车载终端用户提供车联网服务，还可通过互联网络为各类用户提供信息发布、获取和管理监控等功能。

图 4：车联网产业链布局示意图

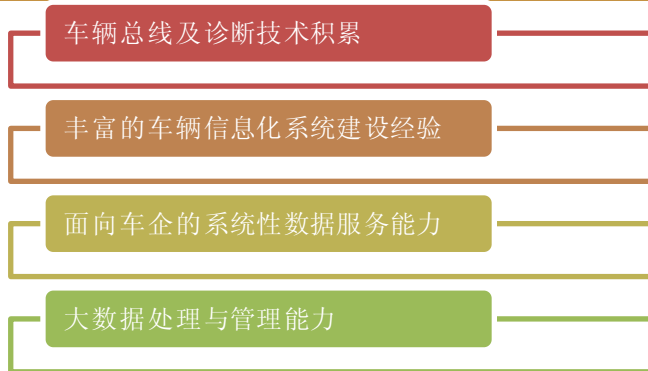


数据来源：中国车联网产业技术白皮书，西南证券

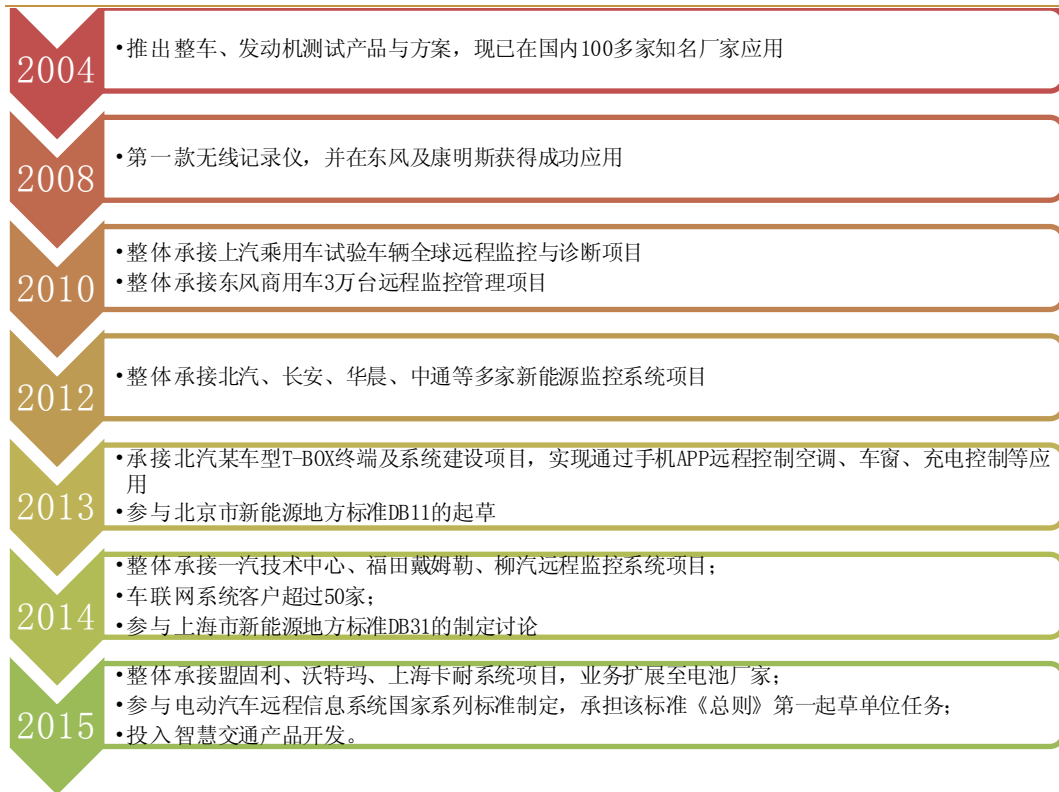
英泰斯特成立于 2004 年，是一家专业从事于数据服务的高科技企业，公司定位于高准确度的数据采集产品及专业数据采集、分析、管理软件，同时为大规模车辆信息化系统建设以及集成测试提供完整的解决方案。

英泰斯特依靠 10 年的整车总线及诊断技术积累，为国内 100 个主机厂项目提供整车、发动机测试产品与方案，积累了丰富的车辆信息化系统建设经验，其开放架构、闭环运行提

供面向车企的系统性数据服务能力，业务定位主要面向为整车厂家提供车载终端、基础数据平台；为分时租赁应用软件开发商提供基础数据平台的数据接口；为整车厂家的大客户（分时租赁运营公司）提供分时租赁完整方案。

**图 5：英泰斯特核心竞争力**


数据来源：公司网站，西南证券

**图 6：英泰斯特发展历程**


数据来源：公司网站，西南证券

英泰斯特主要业务包括三个方面：测试与信息化业务、新能源信息化业务以及 T-BOX 前装业务。随着新能源信息化业务爆发式增长，公司测试与信息化业务收入从 2009 年占比 90%下降至目前 10-15%左右，而新能源信息化业务收入占比达到 80-85%，未来 T-BOX 前装业务将成为另一高速增长点。

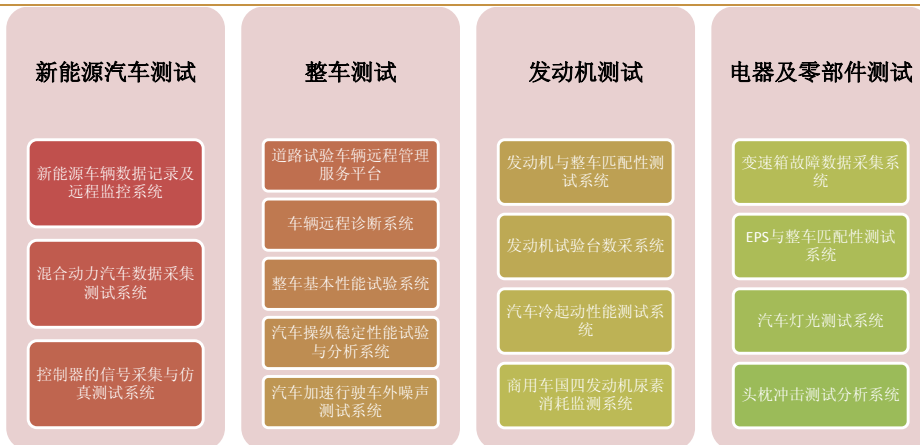
**图 7：英泰斯特主要业务**



数据来源：公司网站，西南证券

**测试与信息化业务：**公司成立之初的主要业务是帮助主机厂在开发试验阶段建立车辆道路试验信息化系统，公司为主机厂提供成熟的集数据采集、传输、处理和业务管理于一体的整体解决方案，主要道路试验客户有 30-40 家，基本涵盖了国内主流主机厂，截止 2015 年 1 月，公司道路试验远程监控系统国内占有率超过 80%。

图 8：测试与信息化业务

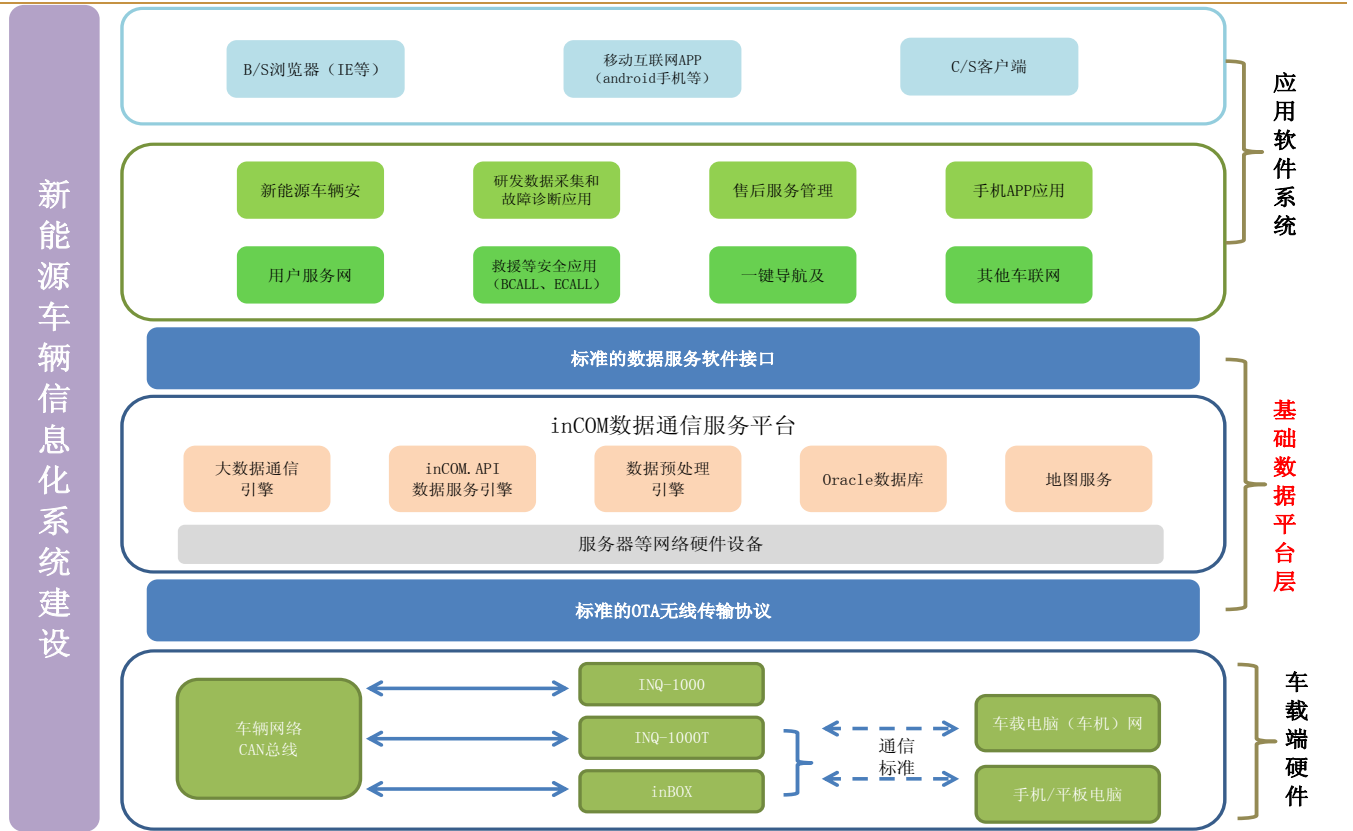


数据来源：公司网站，西南证券

**新能源信息化业务：**针对国内新能源车辆发展过程中安全性及信息化的需要，英泰斯特开发的新能源车辆远程监控系统能为整车厂家研发部门提供数据积累，为售后服务部门提供故障及安全预警等相关数据服务；同时也可以满足政府部门对新能源车辆的监控要求。



图 9：新能源车辆信息化系统



数据来源：公司网站，西南证券

信息化系统主要包括 3 个平台层+2 个协议接口，平台层由车载端硬件、基础数据平台层（inCOM）和应用软件层构成，2 个协议提供衔接三个平台层的软件接口，其中**基础数据平台层 inCOM 是公司最核心的内容**，这里集中了所有的车联数据，这是主机厂、电池厂家、政府等上游客户以及分时租赁运营、UBI 保险、LBS 服务等下游客户所关注的核心数据所在。除了 inCOM 后台外，公司也提供 T-BOX 车载端硬件以及上层 APP 软件，他们与 inCOM 后台共同构成了开放架构、闭环运行的车联信息化系统。

开放架构意味着对于主机厂而言，底层硬件终端、上层应用软件都可以引入英泰斯特以外的供应商，这些供应商的产品可以通过 2 个协议接口接入 inCOM 数据平台层以实现完成的车联系统，这种设计方式很好地解决了主机厂车联数据被整体绑架的行业痛点，可以快速地培育车联数据市场的壮大。

公司新能源信息化业务基本都是前装业务，目前占公司主营收入的 80-85%，主要客户包括北汽、长安、中通、普天，2015 年也开始扩展至动力电池厂家如盟固利、沃特玛。

**T-BOX 前装业务：**英泰斯特车载终端硬件可以通称为 T-BOX 业务，根据新能源汽车、传统乘用车、商用车/工程机械等不同应用车型开发 INQ-1000 系列、INS-7000 系列、JKC 系列等产品，主要的功能是采集车辆各模块 ECU 的运行参数并通过无线技术上传数据到后台（inCOM 数据通信服务平台），根据需要接收指令以执行远程控制操作功能。T-BOX 作为车联网信息流中的基础性硬件，是车内网、后台系统、智能交通等互联互通的关键部件，其角色定位与移动互联中的手机终端一样，逐步将成为每台汽车的必须模块。

**表 2: 公司车辆信息化（无线）解决方案**

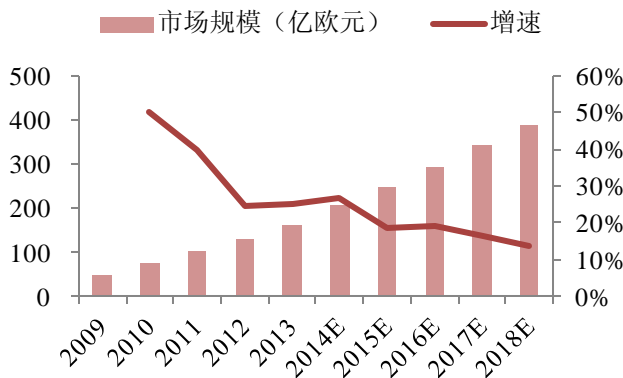
| T-BOX       | 应用车型    | 股东名称  |
|-------------|---------|---|
| INQ-1000 系列 | 新能源汽车   | 可对车辆长时间行驶过程中电池电压、电池温度、车速、行驶轨迹、ECU 总线相关参数的监测及存储。记录仪中内置了车辆总线通信协议栈，并配置了高精度 GPS 传感器和 GPRS/3G 传输模块，用户可以实时对车辆进行远程监测，并可以对采集到的数据进行分析处理。   |
| INS-7000 系列 | 传统乘用车   | 主要用于汽车长时间行驶过程中 ECU 总线数据、车辆故障码、车速、行驶轨迹等参数的监测及存储。记录仪中内置了车辆总线通信协议栈，并配置了高精度 GPS 传感器和 GPRS/3G 传输模块，用户可以实时对车辆进行远程监测，并可以对采集到的数据进行分析处理。   |
| JKC 系列      | 商用车、工程车 | 在商用车应用中，JKC 系列终端结合应用软件，可以提供整车物流监控，发动机及整车研发数据调查，售后故障诊断、车队物流管理、金融消费等服务。JKC 系统产品都具有智能锁车功能，可以与车辆 ECU 实现唯一性绑定，起到防拆、防换、防破解等锁车效果。<br>在工程机械应用中，JKC 系列终端能够为工程机械厂家提供资产安全管理、工况数据积累和售后效率提升等服务。并可为机械租赁公司、工程公司及最终客户，提供资产安全、工程进度、机械使用率、机械故障及资源配置方面的管理功能。 |

数据来源：公司网站，西南证券

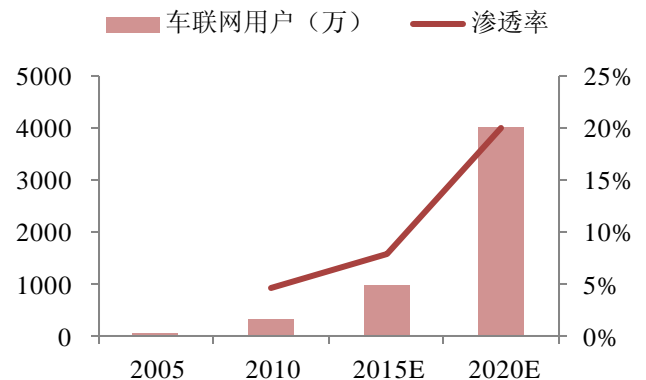
## 2.3 现有业绩复合增速 100%，新业态更具想象空间

作为全球下一个万亿元级规模的战略性新兴产业之一，物联网已被列入我国“十二五”规划。车联网依托于汽车行业规模效应和产业带动作用，结合云计算、大数据技术、通信技术、导航、支付等互联网工具，围绕用户的车生活，整合线上与线下资源，为用户提供完整和全面的智慧出行服务，因此车联网是物联网最有发展前景的应用领域，开展车联网建设将有助于推动交通运输从传统产业向现代服务业的快速转型，消除信息不对称所带来的不必要的成本。

根据亚洲移动通信博览会（GSMA）和市场研究公司 SBD 对车联网市场的联合调查数据显示，2012 年全球车联网市场的总体规模约 131 亿欧元，2013 年该市场规模达 164 亿欧元，同比增长 25%；同时，相关机构预测，近五年车联网市场规模仍将快速增长，2018 年该市场规模较 2012 年有望增长 3 倍，达到 390 亿欧元。其中，交通信息、呼叫中心、在线娱乐等服务带来的收入将达到 245 亿欧元，硬件销售带来的收入为 69 亿欧元。

**图 10: 全球车联网产品市场规模预测**


数据来源：智研数据中心，西南证券

**图 11: 中国车联网用户渗透率预测**


数据来源：物联网产业发展研究（2010），西南证券

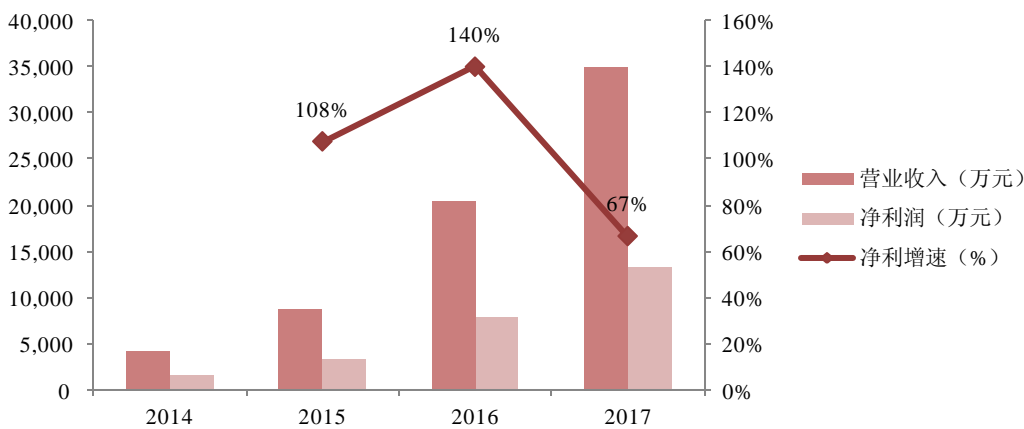
据统计，2005年中国的车联网用户仅为5万，到2010年这一数据增长到350万，车联网用户渗透率约为4.67%，仍然远低于欧美和日本的平均水平。市场普遍预计未来十年中国车联网将迎来一个快速发展的黄金期。《物联网产业发展研究（2010）》则预测，车联网2015年市场规模将达到2,000亿元，2020年达到1万亿元。

英泰斯特2014年度营业收入4173万元，净利润1601万元。据我们调研了解，公司在1000元/辆以上的车联网高端市场市占率超过75%，2016年公司也将推出700元以下的中低端产品，进一步扩大市场份额。公司主要客户包括北汽新能源、长安新能源、华晨、上汽、力帆等乘用车厂商，中通客车、东风特汽、金龙客车、福田汽车等商用车厂商，另外盟固利、沃特玛等动力电池厂商以及普天新能源充电服务商也开始采购英泰斯特车载机终端及车联网数据服务。

公司2015年新能源汽车信息化服务车辆数超过8万辆，占2015年全年新能源汽车38万辆产量的21%，如果剔除比亚迪内部配套的影响（2015年新能源汽车产量6万辆），我们预计英泰斯特市占率达到25%左右（考虑还有相当一部分新能源汽车暂未安装车联网服务，实际市占率更高）。

**2015-2017年复合增速100%**。我们预计2015年公司营业收入达到8750万元，净利润3300万元，2016年车载端硬件产品销售20万台，营业收入2亿元，实现净利润8000万元，增速140%，2017年实现净利润1.3亿元，增速67%。我们的依据主要来自以下四点：

**图 12：英泰斯特业绩预估**



数据来源：西南证券

**1) 行业整体增速达到60%**。2015年我国新能源汽车产量同比增长4倍，在2017年补贴20%退坡政策倒逼以及物流电动化经济效益驱动下，我们保守预计2016年新能源汽车产量将达到60万辆，同比增速58%。

**2) 强大优势拓展中低端市场**。公司作为车联网信息化服务龙头，在1000元以上的市占率达到75%，2016年公司针对700元左右的中低端市场进行延伸，依托现有前装优势、开放架构+闭环运行的技术方案优势，只要公司产能给予支持，进军中低端市场将呈现摧枯拉朽的态势。

**3) 参与标准制定，积极推进地方信息管理平台**。公司结合十多家主流新能源车厂提供远程监控系统的建设经验，以及参与北京市《电动汽车远程服务与管理平台技术规范》和上

海市《新能源汽车及充电设施公告数据采集技术规范》标准制定经验，针对性地开发了复合新能源推广运营需求的“新能源汽车运营信息管理平台”系统，为政府在新能源汽车推广中摸索新的商业运营模式（如分时租赁）提供数据支撑。公司已与 4-5 个地方政府开展信息平台合作事项，平台的建设将为公司在合作地区车联网布局提供近乎垄断的市场地位。

**4) 现有客户结构合理，新增客户类型拓宽市场空间。**公司是北汽新能源的唯一供应商，2015 年北汽贡献 1.5 万辆车载端硬件销售收入，但仅占公司全年收入的 15% 左右，公司前五大客户营收占比相差不大，不容易受到单一客户销量影响波动。

**车联网“大数据服务”想象空间巨大。**英泰斯特现有业务主要来源于新能源汽车，但除了主机厂以外，动力电池厂商、充电服务商、分时租赁、UBI 保险、LBS 精准广告等各类主体将逐步挖掘到汽车大数据的价值，很多商业模式、盈利水平虽然现在无法给予清晰的判断，但英泰斯特依靠现有前装市场的卡位，相较于目前市场通过 OBD 接口获取车辆信息的后装供应商而言，在可靠性、实时性、数据可扩展性等方面都有明显优势，必然是各类数据需求者的首选合作者，因此英泰斯特“大数据服务”市场想象空间巨大。

### 3 盈利预测与投资建议

#### 关键假设:

**钢圈业务:**国内经济形势下行压力大，政府会加大投入以提振经济，我们预计 2015-2017 年增速为 -17%、-5% 和 0%，毛利率分别为 15%、15% 和 14.5%。

**英泰斯特车联网服务:**公司控股的英泰斯特凭借前装渠道、核心数据服务优势赶上新能源汽车行业爆发期，我们预计 2015-2017 年增速 92%、134% 和 71%，毛利率分别为 55%、54% 和 51%，其中 2015 年按并表 4 个月计算。

公司主营业务受国内经济下行影响出现较大下滑，但三季度开始有所回升，随着海外市场扩张以及复合材料车轮不断取得突破，我们认为公司钢圈主业将开始呈现积极现象。控股英泰斯特是公司积极寻求转型发展的典型例子，我们预计英泰斯特依靠整车核心数据将与新能源汽车、车联网、分时租赁等新商业模式发生“化学反应”，成为“大数据服务”运营商，业绩复合增速 100%。在英泰斯特核心数据基础上，预计公司将寻求与其产生“化学反应”的下游标的，如新能源汽车分时租赁、ADAS、UBI 保险等标的的进行收购，进一步强化协同效应。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.07 元、0.15 元和 0.22 元，以 1 月 15 日收盘价 17.38 元为基准，对应 2015-2017 年动态市盈率为 246 倍、119 倍和 79 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 3: 分业务收入及毛利率**

| 百万元         | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>合计</b>   |         |         |         |         |
| 营业收入        | 1,155.5 | 988.2   | 1,115.8 | 1,261.0 |
| 增速          | -1.16%  | -14.48% | 12.90%  | 13.02%  |
| 毛利率         | 16.05%  | 16.19%  | 22.22%  | 24.64%  |
| <b>钢制车轮</b> |         |         |         |         |

| 百万元         | 2014A   | 2015E    | 2016E   | 2017E  |
|-------------|---------|----------|---------|--------|
| 营业收入        | 1,155.5 | 959.1    | 911.1   | 911.1  |
| 增速          | -1.16%  | -17.00%  | -5.00%  | 0.00%  |
| 毛利率         | 16.05%  | 15.00%   | 15.00%  | 14.50% |
| <b>英泰斯特</b> |         |          |         |        |
| 营业收入        | -       | 29.2 (*) | 204.6   | 349.9  |
| 增速          | -       | -        | 133.86% | 71.00% |
| 毛利率         | -       | 55.43%   | 54.34%  | 51.06% |

\*: 英泰斯特 2015 年按照并表 4 个月计算。数据来源: 西南证券

## 4 风险提示

中重卡行业景气度或难以恢复的风险；车联网推进进度或不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2014A          | 2015E          | 2016E          | 2017E          | 现金流量表 (百万元)        | 2014A         | 2015E          | 2016E          | 2017E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 1325.39        | 1133.53        | 1279.78        | 1446.43        | 净利润                | 50.02         | 41.72          | 113.99         | 171.11         |
| 营业成本          | 1140.14        | 949.97         | 995.46         | 1089.97        | 折旧与摊销              | 84.15         | 115.84         | 115.84         | 115.84         |
| 营业税金及附加       | 3.63           | 2.85           | 3.30           | 3.74           | 财务费用               | 31.19         | 23.58          | 12.62          | 5.69           |
| 销售费用          | 46.64          | 39.93          | 45.54          | 51.20          | 资产减值损失             | 2.12          | 1.69           | 1.69           | 1.69           |
| 管理费用          | 48.41          | 73.68          | 83.19          | 79.55          | 经营营运资本变动           | 174.51        | 170.07         | -67.31         | -98.76         |
| 财务费用          | 31.19          | 23.58          | 12.62          | 5.69           | 其他                 | -266.73       | -6.75          | -5.93          | -6.16          |
| 资产减值损失        | 2.12           | 1.69           | 1.69           | 1.69           | <b>经营活动现金流净额</b>   | <b>75.26</b>  | <b>346.16</b>  | <b>170.90</b>  | <b>189.41</b>  |
| 投资收益          | 3.72           | 4.04           | 4.41           | 4.56           | 资本支出               | -79.19        | -281.93        | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                 | 164.03        | 9.38           | 0.18           | 0.20           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>   | <b>84.84</b>  | <b>-272.55</b> | <b>0.18</b>    | <b>0.20</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>56.97</b>   | <b>45.87</b>   | <b>142.39</b>  | <b>219.13</b>  | 短期借款               | 31.00         | -360.19        | -145.32        | -164.69        |
| 其他非经营损益       | 10.13          | 9.99           | 10.27          | 10.05          | 长期借款               | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>67.10</b>   | <b>55.86</b>   | <b>152.66</b>  | <b>229.18</b>  | 股权融资               | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 17.08          | 14.14          | 38.67          | 58.07          | 支付股利               | -7.71         | -5.50          | -4.00          | -8.24          |
| 净利润           | 50.02          | 41.72          | 113.99         | 171.11         | 其他                 | -42.28        | -15.54         | -7.14          | -0.01          |
| 少数股东损益        | 0.08           | 5.39           | 39.20          | 58.80          | <b>筹资活动现金流净额</b>   | <b>-18.99</b> | <b>-381.23</b> | <b>-156.46</b> | <b>-172.94</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 49.94          | 36.33          | 74.79          | 112.31         | <b>现金流量净额</b>      | <b>140.32</b> | <b>-307.62</b> | <b>14.62</b>   | <b>16.67</b>   |
|               |                |                |                |                |                    |               |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2014A          | 2015E          | 2016E          | 2017E          | 财务分析指标             | 2014A         | 2015E          | 2016E          | 2017E          |
| 货币资金          | 420.98         | 113.35         | 127.98         | 144.64         | <b>成长能力</b>        |               |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 439.10         | 385.96         | 421.63         | 470.59         | 销售收入增长率            | 3.16%         | -14.48%        | 12.90%         | 13.02%         |
| 存货            | 746.60         | 624.74         | 656.81         | 717.57         | 营业利润增长率            | -32.50%       | -19.49%        | 210.43%        | 53.89%         |
| 其他流动资产        | 71.44          | 61.10          | 68.98          | 77.97          | 净利润增长率             | -28.58%       | -16.59%        | 173.23%        | 50.11%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率         | -2.46%        | 7.53%          | 46.17%         | 25.78%         |
| 投资性房地产        | 12.80          | 4.27           | 4.84           | 5.31           | <b>获利能力</b>        |               |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1151.76        | 1045.69        | 939.63         | 833.56         | 毛利率                | 13.98%        | 16.19%         | 22.22%         | 24.64%         |
| 无形资产和开发支出     | 88.57          | 360.72         | 350.95         | 341.17         | 三费率                | 9.52%         | 12.10%         | 11.04%         | 9.43%          |
| 其他非流动资产       | 13.68          | 16.87          | 20.53          | 24.42          | 净利率                | 3.77%         | 3.68%          | 8.91%          | 11.83%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>2944.92</b> | <b>2612.70</b> | <b>2591.34</b> | <b>2615.23</b> | ROE                | 2.53%         | 2.07%          | 5.37%          | 7.49%          |
| 短期借款          | 673.00         | 312.81         | 167.49         | 2.80           | ROA                | 1.70%         | 1.60%          | 4.40%          | 6.54%          |
| 应付和预收款项       | 229.39         | 214.80         | 222.88         | 242.06         | ROIC               | 2.77%         | 2.24%          | 5.07%          | 7.43%          |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入        | 13.00%        | 16.35%         | 21.16%         | 23.55%         |
| 其他负债          | 67.70          | 74.00          | 79.88          | 86.41          | <b>营运能力</b>        |               |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>970.09</b>  | <b>601.60</b>  | <b>470.26</b>  | <b>331.27</b>  | 总资产周转率             | 0.45          | 0.41           | 0.49           | 0.56           |
| 股本            | 513.70         | 513.70         | 513.70         | 513.70         | 固定资产周转率            | 1.75          | 1.58           | 2.10           | 2.87           |
| 资本公积          | 983.72         | 983.72         | 983.72         | 983.72         | 应收账款周转率            | 7.29          | 6.57           | 7.37           | 7.47           |
| 留存收益          | 456.44         | 487.27         | 558.06         | 662.13         | 存货周转率              | 1.53          | 1.38           | 1.55           | 1.58           |
| 归属母公司股东权益     | 1953.82        | 1984.70        | 2055.48        | 2159.55        | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 49.93%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 21.01          | 26.40          | 65.60          | 124.40         | <b>资本结构</b>        |               |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1974.83</b> | <b>2011.09</b> | <b>2121.08</b> | <b>2283.95</b> | 资产负债率              | 32.94%        | 23.03%         | 18.15%         | 12.67%         |
| 负债和股东权益合计     | 2944.92        | 2612.70        | 2591.34        | 2615.23        | 带息债务/总负债           | 69.37%        | 52.00%         | 35.62%         | 0.85%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率               | 1.84          | 2.21           | 3.19           | 5.54           |
|               |                |                |                |                | 速动比率               | 1.02          | 1.05           | 1.55           | 2.72           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率              | 15.43%        | 15.15%         | 5.35%          | 7.34%          |
| 业绩和估值指标       | 2014A          | 2015E          | 2016E          | 2017E          | <b>每股指标</b>        |               |                |                |                |
| EBITDA        | 172.32         | 185.29         | 270.85         | 340.66         | 每股收益               | 0.10          | 0.07           | 0.15           | 0.22           |
| PE            | 178.78         | 245.76         | 119.38         | 79.49          | 每股净资产              | 3.84          | 3.91           | 4.13           | 4.45           |
| PB            | 4.52           | 4.44           | 4.21           | 3.91           | 每股经营现金             | 0.15          | 0.67           | 0.33           | 0.37           |
| PS            | 6.74           | 7.88           | 6.98           | 6.17           | 每股股利               | 0.02          | 0.01           | 0.01           | 0.02           |
| EV/EBITDA     | 52.97          | 49.10          | 32.98          | 25.67          |                    |               |                |                |                |
| 股息率           | 0.09%          | 0.06%          | 0.04%          | 0.09%          |                    |               |                |                |                |

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

邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn