

2016年02月29日

兴民钢圈 (002355.SZ)

智能汽车生态圈构建，利润迎来高速增长期

■ **公告：**业绩快报营业收入 11.01 亿元，同比下滑 16.9%，营业利润 4415.66 万元，同比下滑 22.5%，归属于上市公司股东的净利润 2992.51 万元，同比下滑 40.08%。

■ **点评：**公司业绩符合三季报的经营业绩预测，公司占据智能汽车的核心制高点--数据，intest 前装数据平台，公司以此加速构建“服务圈+智能驾驶圈”两大生态圈。虽然主体业绩因为下游客户市场需求变化和重卡等大型钢圈销售减少所致，但是 10 月完成控股的武汉英泰斯特电子技术有限公司 2015 年实现净利润，归属于上市公司股东的所有者权益 197,931.44 万元，较上年末增加 1.31%，增值 2550 万元，公司未来增长以 intest 为基础的智能汽车方向为主，一季度出货量持续放量，看好 16 年持续高速增长。

■ **数据是最核心竞争力，不仅仅是前装 TBOX 供应商，软件将成为竞争护城河。**兴民钢圈收购 intest 后全面转型智能汽车大方向，而 intest 将成为兴民钢圈构建智能汽车生态圈的战略基石！

■ **公司与车厂合作紧密，国家级平台将通过商业模式创新与自身优质解决方案迅速切入与整车厂的数据合作。**公司深度参与了北汽、长安、长城、广汽等十余家主力车厂的基础数据平台承建。

■ **主业下滑难敌智能汽车万亿级产业空间，业绩有望超预期，增量+存量有望加速成长。**1) 增量，intest 增量超预期，公司网站资料显示，2014 年公司出货 1.6 万个 T-box，净利润达到 1600 万。2) 存量，公司服务生态圈构建完，T-box 保有量在未来三年至少保持翻倍，随着数据运营商业模式的不断成熟，单台汽车的 ARP 逐步提升，空间巨大！

■ **投资建议：**可以说在智能汽车两个大方向的核心底层基础就是前装的全面深度数据，数据为王，基于此产业逻辑延伸我们去寻找行业龙头，那一定是从数据端切入、全面卡位的龙头企业，具体来说应该具备四个关键能力“前装硬件+软件平台+数据+服务圈”，A 股具备此能力的即是兴民钢圈。公司已经具备了自动驾驶标准的内外部制高点：tbox+v2x。智能汽车行业重大变革的起始点，未来五年科技行业的显著大变革，我们持续坚定推荐公司！予以买入-A 评级，6 月目标价 30 元，对应中期 150 亿市值。

■ **风险提示：**行业发展不达预期，公司 T-box 安装数量不达预期，新客户拓展不达预期

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	1,284.8	1,325.4	1,101.4	2,863.6	4,753.6
净利润	69.9	49.9	29.9	120.4	194.9
每股收益(元)	0.14	0.10	0.06	0.23	0.38
每股净资产(元)	3.72	3.80	3.85	4.06	4.40

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	148.8	208.4	348.1	86.4	53.4
市净率(倍)	5.4	5.3	5.3	5.0	4.6
净利润率	5.4%	3.8%	2.7%	4.2%	4.1%
净资产收益率	3.7%	2.6%	1.5%	5.8%	8.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
ROIC					

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

汽车零部件

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

30.00 元

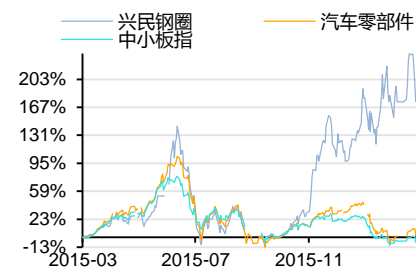
股价 (2016-02-29)

18.23 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,364.75
流通市值 (百万元)	6,245.74
总股本 (百万股)	513.70
流通股本 (百万股)	342.61
12 个月价格区间	6.51/24.16 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.06	41.75	188.94
绝对收益	2.69	15.84	185.04

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

郑震湘

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

安永平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515010002
anyp@essence.com.cn
010-66581600

潘暕

报告联系人

panjian@essence.com.cn
021-68763580

相关报告

兴民钢圈：智能汽车行业制高点，“硬件+软件平台+服务模式”行业龙头 2016-01-18

公告:

业绩快报营业收入 11.01 亿元,同比下滑 16.9%,营业利润 4415.66 万元,同比下滑 22.5%,归属于上市公司股东的净利润 2992.51 万元,同比下滑 40.08%。

点评:

公司业绩符合三季报的经营业绩预测,公司占据智能汽车的核心制高点--数据, **intest** 前装数据平台,公司以此加速构建“服务圈+智能驾驶圈”两大生态圈。虽然主体业绩因为下游客户市场需求变化和中重卡等大型钢圈销售减少所致,但是 10 月完成控股的武汉英泰斯特电子技术有限公司 2015 年实现净利润,归属于上市公司股东的所有者权益 197,931.44 万元,较上年末增加 1.31%,增值 2550 万元,公司未来增长以 **intest** 为基础的智能汽车方向为主,一季度出货量持续放量,看好 16 年持续高速增长,而以 **intest** 为基础构建智能汽车完整生态圈,服务将成为公司利润的另一增量来源,随着公司入口的翻倍增长, **ARP** 值逐步提升,公司利润有望高速增长,业绩弹性恒大。从产业市场、产业周期、公司制高点卡位、管理层战略格局等来看,兴民钢圈不输给历史上的优质明星成长股,持续坚定推荐!

数据是最核心竞争力,不仅仅是前装 **TBOX** 供应商,软件将成为竞争护城河。兴民钢圈收购 **intest** 后全面转型智能汽车大方向,而 **intest** 将成为兴民钢圈构建智能汽车生态圈的战略基石!智能汽车信息化系统架构: **CAN** 总线数据是整车的的核心数据,唯一的通信出口是由 **T-box**,介入基础数据平台,最后提供给企业、车主、第三方平台。市场研究有一个误区, **intest** 的前装 **tbox** 是主要业务,而软件平台没有引起足够重视。公司 12 年来在汽车行业的数据积累与软件算法的不断迭代改进构成了公司的强大行业壁垒,而基础数据平台是整车厂研发、服务的核心平台,需要强大的数据处理能力以及对整车厂需求的深度把握,粘性极高。“软件平台+硬件”能力,使公司的业务的盈利能力明显强于行业对手,占据了新能源车 60% 的市场份额,未来的业绩增长有望实现快速突破。根据公司官网,从 2014 年 1.6 万个入口出货量,到 2015 年近 10 万个,预计 2016 年超过 20 万个,远超市场预期,硬件+软件的粘性和盈利点将被引爆,预计公司将以 **intest** 为支撑,补齐包括车载雷达、**adas** 等相关辅助硬件,包括保险平台、汽车租赁等下游应用则将同步展开。

公司与车厂合作紧密,国家级平台将通过商业模式创新与自身优质解决方案迅速切入与整车厂的数据合作。**intest** 成立于 2004 年,从事的业务为整车、发动机的测试,在 08 年开发出无线记录仪,但是测试需要整车厂商完全开放底层数据。从 10 年开始,公司整体承接东风商用车 3 万台远程监控管理项目,具备了车联网管理能力,而服务费一直持续到现在。2012 年整体承接北汽、长安、华晨、中通等多家新能源监控系统项目;2014 年车联网系统客户超过 50 家。公司分别制定了北京新能源汽车信息化地方标准,上海新能源汽车信息化地方标准,并于参与国家标准制定,起草总则!公司深度参与了北汽、长安、长城、广汽等十余家主力车厂的基础数据平台承建。

主业下滑难敌智能汽车万亿级产业空间,业绩有望超预期,增量+存量有望加速成长。1) 增量, **intest** 增量超预期,公司网站资料显示,2014 年公司出货 1.6 万个 **T-box**,净利润达到 1600 万,被兴民钢圈收购后,客户资源得到极大补充,行业也加速发展,从测算数据看,公司预计原有订单的基础上进一步大幅提升。2) 存量,公司服务生态圈构建完, **T-box** 保有量在未来三年至少保持翻倍,随着数据运营商业模式的不断成熟,单台汽车的 **ARP** 逐步提升,空间巨大!

投资建议

可以说在智能汽车两个大方向的核心底层基础就是前装的全面深度数据，数据为王，基于此产业逻辑延伸我们去寻找行业龙头，那一定是从数据端切入、全面卡位的龙头企业，具体来说应该具备四个关键能力“前装硬件+软件平台+数据+服务圈”，A 股具备此能力的即是兴民钢圈。公司已经具备了自动驾驶标准的内外部制高点：**tbox+v2x**。智能汽车行业重大变革的起始点，未来五年科技行业的显著大变革，我们持续坚定推荐公司！予以买入-A 评级，6 月目标价 **30 元**，对应中期 **150 亿** 市值。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,284.8	1,325.4	1,101.4	2,863.6	4,753.6	成长性					
减:营业成本	1,092.0	1,140.1	948.7	2,278.0	3,781.5	营业收入增长率	13.3%	3.2%	-16.9%	160.0%	66.0%
营业税费	3.3	3.6	3.2	8.6	15.2	营业利润增长率	19.8%	-32.5%	-22.6%	472.7%	63.4%
销售费用	45.8	46.6	48.1	122.0	196.3	净利润增长率	11.0%	-28.6%	-40.1%	302.7%	61.9%
管理费用	47.3	48.4	48.2	132.6	208.7	EBITDA 增长率	13.8%	-2.5%	-13.2%	192.1%	57.2%
财务费用	20.7	31.2	11.7	74.1	141.9	EBIT 增长率	-1.0%	-16.1%	-36.7%	485.5%	69.8%
资产减值损失	-0.2	2.1	1.3	1.1	1.5	NOPLAT 增长率	-0.9%	-16.4%	-36.7%	488.7%	69.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.8%	-3.9%	-18.2%	152.4%	-3.8%
投资和汇兑收益	8.4	3.7	4.0	5.4	4.4	净资产增长率	3.1%	2.2%	1.6%	9.0%	13.3%
营业利润	84.4	57.0	44.1	252.6	412.8	利润率					
加:营业外净收支	9.2	10.1	6.3	6.3	6.3	毛利率	15.0%	14.0%	13.9%	20.5%	20.5%
利润总额	93.6	67.1	50.4	258.9	419.1	营业利润率	6.6%	4.3%	4.0%	8.8%	8.7%
减:所得税	23.6	17.1	12.8	64.7	104.8	净利润率	5.4%	3.8%	2.7%	4.2%	4.1%
净利润	69.9	49.9	29.9	120.4	194.9	EBITDA/营业收入	13.7%	13.0%	13.6%	15.3%	14.4%
						EBIT/营业收入	8.2%	6.7%	5.1%	11.4%	11.7%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	190	205	253	100	65
货币资金	280.7	421.0	186.7	229.1	380.3	流动营业资本周转天数	274	300	266	246	242
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	490	467	444	342	333
应收账款	189.5	181.6	157.4	699.1	706.1	应收账款周转天数	56	50	55	54	53
应收票据	128.1	87.3	104.4	380.9	420.8	存货周转天数	186	202	185	177	178
预付账款	132.4	170.3	86.9	487.4	506.7	总资产周转天数	793	796	858	503	435
存货	738.9	746.6	384.7	2,435.3	2,270.5	投资资本周转天数	560	610	654	399	337
其他流动资产	291.3	71.4	120.9	161.2	117.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	3.0	1.0	1.3	1.8	ROE	3.7%	2.6%	1.5%	5.8%	8.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.4%	1.7%	1.6%	3.4%	5.4%
长期股权投资	3.0	-	-	-	-	ROIC	4.6%	2.9%	1.9%	13.6%	9.2%
投资性房地产	-	12.8	12.8	12.8	12.8	费用率					
固定资产	742.3	768.9	777.4	819.5	889.8	销售费用率	3.6%	3.5%	4.4%	4.3%	4.1%
在建工程	330.3	382.8	382.8	382.8	382.8	管理费用率	3.7%	3.7%	4.4%	4.6%	4.4%
无形资产	75.3	88.6	86.4	84.2	82.1	财务费用率	1.6%	2.4%	1.1%	2.6%	3.0%
其他非流动资产	4.7	10.7	6.6	7.3	8.2	三费/营业收入	8.9%	9.5%	9.8%	11.5%	11.5%
资产总额	2,916.4	2,944.9	2,308.0	5,701.0	5,779.8	偿债能力					
短期债务	642.0	673.0	-	88.5	253.6	资产负债率	33.7%	32.9%	13.1%	61.6%	57.1%
应付账款	114.7	127.5	79.4	405.9	405.5	负债权益比	50.9%	49.1%	15.0%	160.7%	133.2%
应付票据	157.0	75.3	151.0	376.1	473.0	流动比率	1.90	1.84	4.22	4.67	3.65
其他流动负债	14.3	36.7	16.3	70.2	74.4	速动比率	1.10	1.02	2.66	2.08	1.77
长期借款	-	-	-	2,517.4	2,039.2	利息保障倍数	5.08	2.83	4.77	4.41	3.91
其他非流动负债	55.8	57.5	54.6	56.0	56.0	分红指标					
负债总额	983.9	970.1	301.3	3,514.0	3,301.7	DPS(元)	0.02	0.01	0.01	0.03	0.04
少数股东权益	20.9	21.0	28.3	100.9	217.7	分红比率	11.0%	10.3%	11.2%	10.8%	10.8%
股本	513.7	513.7	513.7	513.7	513.7	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
留存收益	1,397.9	1,440.2	1,464.7	1,572.4	1,746.8						
股东权益	1,932.6	1,974.8	2,006.8	2,187.0	2,478.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.14	0.10	0.06	0.23	0.38
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	BVPS(元)	3.72	3.80	3.85	4.06	4.40
净利润	70.0	50.0	29.9	120.4	194.9	PE(X)	148.8	208.4	348.1	86.4	53.4
加:折旧和摊销	71.6	84.2	93.7	110.0	131.8	PB(X)	5.4	5.3	5.3	5.0	4.6
资产减值准备	-0.2	2.1	-	-	-	P/FCF	-23.5	61.3	-42.9	-634.4	185.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	8.1	7.9	9.4	3.6	2.2
财务费用	39.0	41.3	11.7	74.1	141.9	EV/EBITDA	23.1	21.2	68.4	29.4	18.2
投资损失	-8.4	-3.7	-4.0	-5.4	-4.4	CAGR(%)	40.5%	84.5%	-15.8%	40.5%	84.5%
少数股东损益	0.1	0.1	7.7	73.8	119.5	PEG	3.7	2.5	-22.0	2.1	0.6
营运资金的变动	-443.9	146.9	410.4	-2,703.1	241.8	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	4.5	75.3	549.4	-2,330.1	825.5	REP					
投资活动产生现金流量	-474.8	84.8	-94.0	-144.9	-196.1						
融资活动产生现金流量	17.2	-19.0	-689.7	2,517.4	-478.2						

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光、郑震湘、邵洁、安永平声明, 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。

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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034