

兴民智通 (002355)

新客户突破在即，平台协同效应凸显

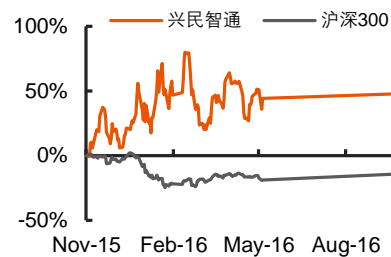
推荐 (维持)

现价: 17.23 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.xingmin.com
大股东/持股	王志成/33.84%
实际控制人/持股	王志成/33.84%
总股本(百万股)	514
流通 A 股(百万股)	342
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	88.51
流通 A 股市值(亿元)	58.95
每股净资产(元)	3.91
资产负债率(%)	39.90

行情走势图



相关研究报告

- 《兴民智通*002355*定增布局车联网，打造硬件+数据完整产业链》 2016-10-18
- 《兴民智通*002355*牵手九五智驾，发力车联网数据服务》 2016-09-26
- 《兴民智通*002355*持续发力车联网，全产业链布局值得期待》 2016-08-31

证券分析师

- 王德安** 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN
- 余兵** 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

- 曹群海** 一般从业资格编号
S1060116080003
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

投资要点

- **车联网全布局，构建硬件+运营+数据变现平台：**公司继 2015 年收购英泰思特 51%股权后，持续在车联网领域布局，拟收购九五智驾 82.9%股权，通过并购基金参股远特科技 10%股权，并且有望在未来收购英泰思特剩余股权，进一步并购远特科技。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，以数据变现为拓展的平台。
- **英泰思特：市占率逐步提高，传统车用户突破在即：**英泰思特是国内 T-BOX 领先供应商，电动车远程信息监控标准起草参与者，是新能源汽车 T-BOX 龙头，在新能源汽车市场占有率接近 40%，并且占有率逐年提升。国内市场车联网功能不断丰富、通讯标准正在提高，T-BOX 产品的硬件模块数量和配置也在升高，高端产品的占比有望进一步提升，其产品的平均价格下行空间很小。英泰思特有望借助在产品优势和协同效应，突破传统车用户，市场空间巨大。
- **九五智驾：客户优质，剥离后装和定增车联网解决方案提振公司盈利：**兴民智通持股九五智驾 82.9%股权，九五智驾是国内车联网运营行业领先者，其服务优质进入丰田、雷克萨斯、本田等国际知名厂商供应链，产品续约率达 50%以上。公司于近期剥离后装业务包袱，公司有望节省费用支出，扭亏为盈，并且 2014 年底开拓智能网联解决方案，拥有团队人才和技术储备，定增 5.8 亿元进一步拓展网联解决方案，在未来会给公司带来新的业绩增量。
- **远特科技：订单饱满，业绩有望持续高速增长：**公司通过并购基金持股远特科技 10%股权，远特科技是国内车载终端领先供应商，产品配套长安、吉利汽车，2015 年产品出货量 30 万台左右，连续两年收入复合增速超过 100%。公司在手客户订单众多，未来有望保持 60%以上收入高增速，并且成本控制能力和规模效应逐渐凸显，其盈利能力有望得到进一步加强。公司未来会在车联网领域与远特科技展开进一步合作，并购预期强烈。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1325	1,106	1,215	1,370	1,625
YoY(%)	3.2	-16.5	9.8	12.8	18.6
净利润(百万元)	49.9	27	71	121	188
YoY(%)	-28.6	-45.3	159.7	70.7	55.1
毛利率(%)	14.0	16.1	25.1	28.4	32.0
净利率(%)	3.8	2.5	5.8	8.8	11.6
ROE(%)	2.5	1.6	5.1	8.6	12.1
EPS(摊薄/元)	0.10	0.05	0.14	0.24	0.37
P/E(倍)	177.2	324.1	124.8	73.1	47.1
P/B(倍)	4.5	4.5	4.3	4.1	3.8

- **盈利预测与投资建议：**公司布局车联网硬件+底层数据运营+TSP 服务，打造车联网全产业链，进一步加强了数据变现能力，看好公司业务整合及长期发展。由于新能源汽车市场不及预期，调整公司业绩预测为 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 0.14、0.24、0.37 元（原业绩预测为 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18、0.31、0.45 元），若 2017 年公司增发股本 1.8 亿股至 6.94 亿股，则 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14、0.17、0.27 元。考虑未来英泰思特和远特科技并购预期，净利润复合增速 74.5%，支撑市值空间 130-140 亿，看好公司长期发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 收购整合不及预期；2) 新能源汽车市场景气度不及预期。

正文目录

一、武汉英泰思特是车联网优质标的	5
1.1 英泰思特是新能源汽车 T-BOX 龙头	5
1.2 公司 T-BOX 产品结构有望上移.....	5
1.3 突破传统车用户在即，市场空间巨大	6
二、九五智驾-车联网运营解决方案供应商	7
三、远特科技-领先的车载终端供应商	8
四、盈利预测与投资建议	9
五、风险提示	10

图表目录

图表 1	国内 T-BOX 市场规模	单位：亿元6
图表 2	英泰思特净利润	单位：百万元6
图表 3	九五智驾营业收入	单位：百万元7
图表 4	九五智驾毛利率	7
图表 5	远特科技营业收入	单位：百万元 %8
图表 6	远特科技净利润	单位：百万元8
图表 7	2016 年国内前装导航出货量份额	9
图表 8	2016 年国内前装车联网终端市场份额	9
图表 9	兴民智通各业务净利润预测	单位：百万元10

公司已经初步形成车联网全布局，构建硬件+运营+数据变现平台。

继 2015 年收购新能源汽车市场 T-BOX 龙头英泰思特 51% 股权后，公司持续在车联网领域布局，拟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 82.9% 股权，并通过并购基金参股国内领先车机终端供应商远特科技 10% 股权。

公司有望在未来继续收购英泰思特剩余股权，进一步并购远特科技预期强烈，业务控制能力得到加强。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。

一、 武汉英泰思特是车联网优质标的

1.1 英泰思特是新能源汽车 T-BOX 龙头

2004 年接触整车控制，2008 年开始 T-BOX 业务，具备多年的技术积累。英泰思特历史悠久，技术沉淀深。英泰思特成立于 2004 年，成立伊始与整车厂合作，从事整车、发动机系列测试产品与方案的开发，应用于整车的路试和台架试验。测试与信息类业务的研发让公司积累了一定的整车控制技术，并且与部分整车厂家建立了良好的合作关系，为公司之后开展的车机和数据平台业务奠定了基础，也提高了公司的零部件匹配能力。2010 年公司开始承接整车企业平台数据远程监控服务，2012 年承接新能源汽车监控系统项目，公司逐渐积累项目实绩，最终迎来 2015 年新能源汽车业务的爆发性增长。

电动车远程信息监控标准起草参与者，公司于 2015 年参与电动汽车远程信息系统国家系列标准制定，承担总则第一起草单位任务，投入智慧交通产品开发，这也为公司在新能源汽车市场积累了先发优势。

在新能源汽车市场占有率逐年提升。公司 2015 年 T-BOX 出货量大概为 7-8 万台，2015 年新能源汽车产量约为 37 万辆，而 2016 年上半年公司 T-BOX 出货量约为 5-6 万台，2016 年上半年新能源汽车销量为 15 万台左右，公司市场占有率得到了显著的提升，由 20% 提升至 30-40%。

1.2 公司 T-BOX 产品结构有望上移

T-BOX 一般是指车联网系统中的智能车载终端，直接与汽车 CAN 总线通信，可以实时获取车况信息、行驶状态、行驶轨迹、ECU 总线相关参数，这是 T-BOX 最基本的功能。

随着车联网的发展，赋予了 T-BOX 更多的属性。

- 1) 具有通信模块，可以通过蓝牙、wifi 等模块与车内网进行互联互通，并且实现手机远程控制功能。
- 2) T-BOX 可以看做是独立存在的另一块汽车 ECU (电子控制单元)。与云平台相连，实现远程空中升级和远程诊断等功能。
- 3) T-BOX 通讯能力的增加，从 2G 通讯模块到 4G 甚至更高级的通讯模块。。

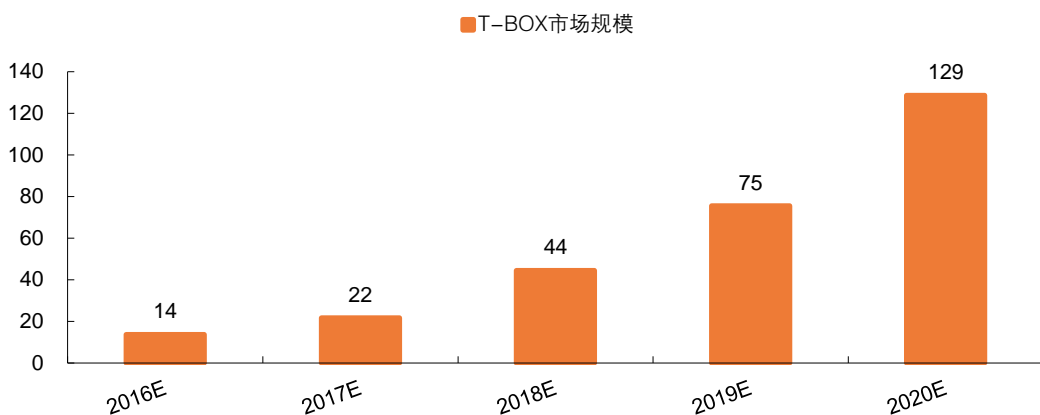
随功能丰富，T-BOX 产品价格进一步提高。只具备基本通讯功能的 T-BOX 产品价格约为几百元，而高阶的 T-BOX 产品是基本产品价格的 3-5 倍左右，车联网的蓬勃发展使得车辆联网功能更为丰富多彩，对 T-BOX 的数据处理能力和硬件模块提出了更高的要求，T-BOX 的高价格产品有望进一步增多，带动公司产品结构上移，提振公司业绩和盈利。

1.3 突破传统车用户在即，市场空间巨大

T-BOX 产品在传统乘用车市场渗透率会逐渐提升。T-BOX 产品可以实现车与手机、车与其他通信设备的数据交互，并且可以实现车辆的远程遥控、远程防盗、远程监控等功能，在安全性上更高于一部分的通信模块。主机厂近几年加大了对 T-box 产品的投资力度，现阶段已经有大众、奇瑞、长安、广汽等整车品牌正逐渐在其新车上搭载 T-BOX，预期 T-BOX 在传统乘用车上的渗透率在未来几年将会逐步提升。

T-BOX 产品通过 CAN 总线连接了车内网各个智能控制器，并且也与车机屏幕相连，可以实现整个车辆的数据采集，在未来的车联网应用中可以实现车车、车路、车人之间的信息交汇，是车联网的关键零部件，有望成为智能网联车标配。

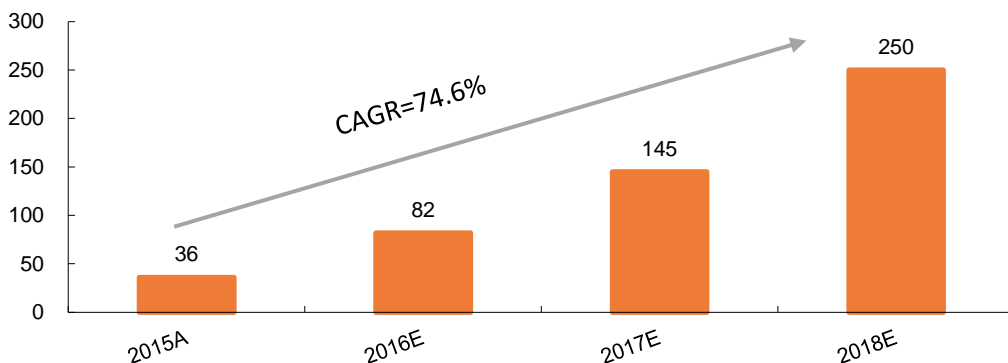
图表1 国内 T-BOX 市场规模 单位：亿元



资料来源: 平安证券研究所

公司明年有望取得传统乘用车 T-BOX 配套突破。公司在 T-BOX 产品具有较长时间的积累，技术积淀比较深厚，有望借助兴民的客户优势，形成协同效应，进一步拓展传统车市场。北汽、长安、吉利都是远特科技的 OEM 客户，公司预计有望在这几个主机厂产品配套取得先行突破。我们估计 2017 年公司有望拓展传统乘用车市场的客户，为公司带来业绩增量。

图表2 英泰思特净利润 单位：百万元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二、 九五智驾-车联网运营解决方案供应商

■ 九五智驾是国内车联网运营行业领先者

九五智驾为中国车联网运营服务的龙头企业，与包括丰田、雷克萨斯、现代、起亚、本田、奥迪、福特、林肯、奔驰、大众、捷豹路虎、保时捷、北汽等国内国际知名车企全球知名汽车厂商合作，服务用户已超过 100 万，市场占有率为国内第一。公司车联网产品续约率处于行业较高水平，达 50% 以上。

公司主要业务包括 Callcenter 车联网呼叫中心的服务运营、车联网端到端解决方案、后装业务，后装业务最近已经被公司剥离。

■ 构建车联网端到端解决方案，进一步开拓数据变现业务

车联网端到端解决方案主要是为车联网搭建了一个第三方平台，为消费者提供定制化的服务，目前已经搭载在吉利、本田讴歌、北汽等品牌车型上。

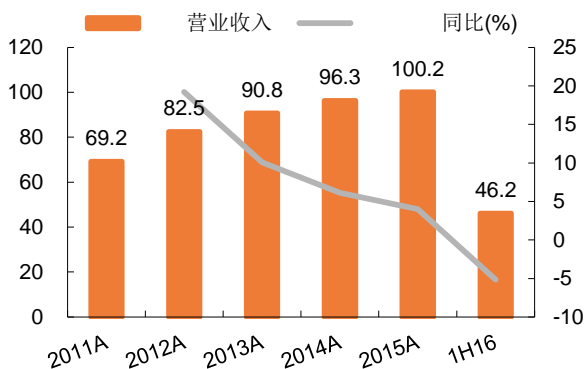
公司于 2014 年年底开始研发车联网解决方案，拥有一定的团队人才和技术储备。主要的形式和功能是在云平台上搭建了很多商店，类似于苹果 APP Store，供一级供应商和整车厂、消费者进行自由选择，并且车机可以从云端直接下载 APP，手机和车机连接实现手机映射功能。

未来还会进一步拓展 LBS、汽车后市场、维修保养等数据变现业务，加强与主机厂的合作，基于主机厂的需求，为车辆和消费者提供全生命周期的关怀。

■ 公司盈利有望恢复性提升

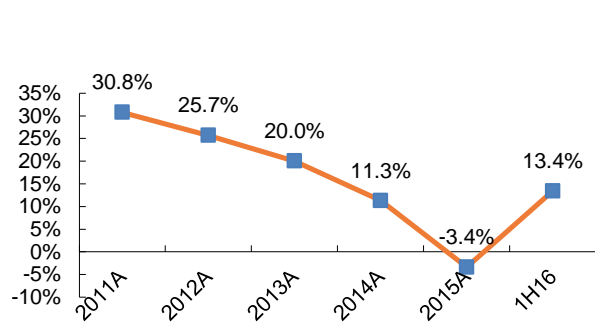
公司毛利率、盈利有望恢复提升。公司近几年毛利率下滑、业务亏损，主要原因是由于研发投入了 Y-connect 车联网解决方案，费用支出较高，但是这一板块的收入在慢慢增加，未来将会释放业绩增量，另一方面是由于发展后装业务，每年的成本支出较高。预计随后装业务的剥离和车联网解决方案的提振，公司盈利能力将恢复性提升，预计 2017-2019 年可以实现净利润 2000 万，3000 万，4000 万。

图表3 九五智驾营业收入 单位：百万元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 九五智驾毛利率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 与兴民协同提供车联网产品打包服务，客户拓展可期

公司联合英泰思特、远特科技，未来将会以一体化平台的形式为整车厂提供一揽子服务，增强其在车企供应链上的话语权和竞争力。三家公司在客户上有望形成协同效应，从而带来新的客户增量，提升公司的业绩。

三、远特科技-领先的车载终端供应商

■ 自主品牌龙头车载终端供应商

远特科技专业从事前装智能信息服务终端的研发、生产和销售以及智能网联汽车服务平台的开发和运营。隶属于华瑞世纪集团，员工人数 350 人，其中研发人员占 50%以上。公司总部位于北京，在全国具有 3 个研发中心和 2 家分公司，销售网络遍布全国各地。

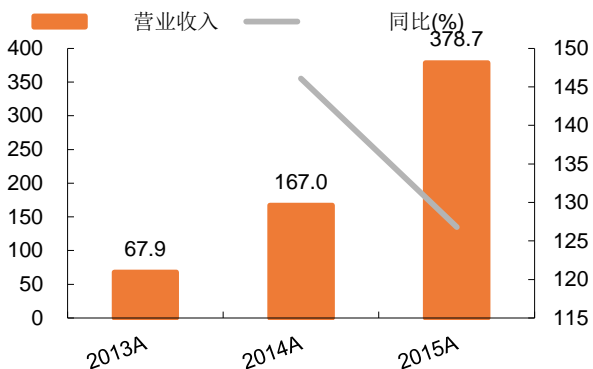
公司平均每年拓展一家新客户，连续 5 年复合收入增速超过 100%

公司累计为 9 家知名车厂提供智能网联汽车服务平台、前装智能车载终端，有超过 60 万台的前装智能终端量产经验，研发超过 50 款的前装车机，积累了专业的、全面的车联网行业经验。长安 InCall 系统、吉利 G-netlink 系统都是公司的经典之作。

公司于 2009 年成立并推出第一款车载智能终端，2010 年与一汽、长安合作，并且推出了车联网产品 in Call，2011 年公司成为长安汽车独家 TSP 服务供应商，与吉利、广汽达成了战略合作协议。2014 年公司与长安马自达签署了 TSP 服务战略合作协议，2016 年公司中标吉利博越、江铃、北汽的车联网项目。

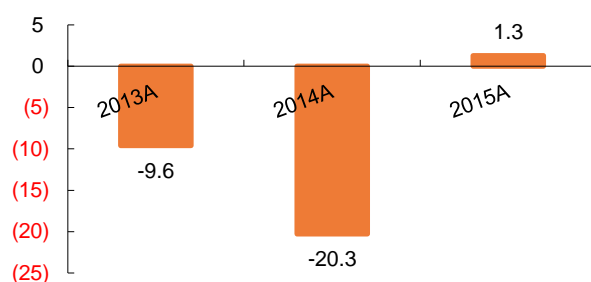
公司近几年收入复合增速超过 100%，但是由于处于前期的市场扩张期，公司以较低的毛利率追求更快的市场扩张速度，所以毛利率有所下行，净利润为负。

图表5 远特科技营业收入 单位：百万元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表6 远特科技净利润 单位：百万元

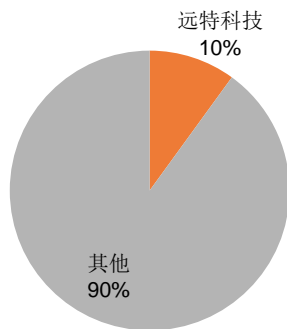


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

前装车联网终端市场占有率位居全国第二

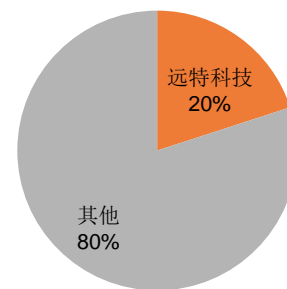
公司 2014 年产品出货量 10 万台左右，2015 年前装车载终端出货量 30 万台，出货量位居国内第二位，占国内前装车联网终端市场份额的 20%左右，仅次于较早进入国内市场，依托于通用汽车的外资企业安吉星。

图表7 2016年国内前装导航出货量份额



资料来源: 易观国际, 水木清华, 平安证券研究所

图表8 2016年国内前装车联网终端市场份额



资料来源: 易观国际, 水木清华, 平安证券研究所

■ 订单饱满, 利润率、盈利能力有望加强

公司现在在手订单较为饱满, 产品基本为全系标配和独家供货, 预计未来会基于现有客户拓展新的车型, 并且进入其他整车厂供应链, 与英泰思特、九五智驾形成客户协同效应, 未来两年产品出货量复合增速有望达 60%左右。

随行业洗牌期的结束和规模效应的凸显, 公司的成本和费用控制能力有望加强。

■ 加深产品优势, 进军数字仪表

公司打算进一步加强在人机交互产品方面的优势, 进军虚拟仪表产品。公司在车载终端人机交互领域具备技术上的储备和优势, 在与整车厂的配套和产品一致性上位于行业领先地位。在安全性上也得到了多家整车厂的认可, 而传统仪表厂家并没有这个方面的积累。

公司计划研发生产单车配套价值 1000 元以上的产品, 已经有 demo 试制样品, 预计 2017 年技术团队规模有望进一步扩大, 产品有望在 2018 年量产, 与车机产品形成人机交互平台, 增厚公司的收入和利润。

■ 进一步收购预期强烈

兴民智通现在通过并购基金的方式参股远特科技 10% 股权, 远特科技新三板退市工作已完成, 未来不排除上市公司进一步并购股权的预期。

四、盈利预测与投资建议

公司布局车联网硬件+底层数据运营+TSP 服务, 打造车联网全产业链, 进一步加强了数据变现能力, 看好公司业务整合及长期发展。由于新能源汽车市场不及预期, 调整公司业绩预测为 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 0.14、0.24、0.37 元 (原业绩预测为 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18、0.31、0.45 元), 若 2017 年公司新增股本 1.8 亿股至 6.94 亿股, 则 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14、0.17、0.27 元。考虑公司未来英泰思特和远特科技并购预期, 净利润复合增速 74.5%, 支撑市值空间 130-140 亿, 看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。

业务分类	2015A	2016E	2017E
钢圈	22	22	22
同比增幅		0%	0%
英泰思特	36	82	145
同比增幅		128%	85%
九五智驾	-31.3	8	20
同比增幅			150%
远特科技	1.3	15	45
同比增幅			200%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、风险提示

- 1) 收购整合不及预期。
- 2) 新能源汽车市场景气度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1721	2416	2807	3185
现金	342	1050	1184	1404
应收账款	295	226	361	336
其他应收款	5	3	6	4
预付账款	33	190	62	237
存货	791	716	909	922
其他流动资产	255	232	286	282
非流动资产	1521	1548	1613	1758
长期投资	0	3	15	33
固定资产	875	919	983	1098
无形资产	87	97	102	105
其他非流动资产	560	529	513	522
资产总计	3242	3964	4420	4943
流动负债	1154	1771	2035	2246
短期借款	902	1533	1749	1947
应付账款	130	118	149	152
其他流动负债	123	120	137	146
非流动负债	52	52	52	52
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	52	52	52	52
负债合计	1206	1823	2087	2297
少数股东权益	59	98	177	309
股本	514	514	514	514
资本公积	984	984	984	984
留存收益	479	574	748	1023
归属母公司股东权益	1977	2043	2155	2337
负债和股东权益	3242	3964	4420	4943

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	112	245	117	314
净利润	33	110	200	320
折旧摊销	88	79	90	105
财务费用	26	65	52	57
投资损失	-3	-7	-17	-22
营运资金变动	-54	-2	-209	-146
其他经营现金流	23	0	0	0
投资活动现金流	-377	-98	-139	-229
资本支出	98	23	53	127
长期投资	35	-3	0	-18
其他投资现金流	-245	-78	-85	-120
筹资活动现金流	177	-70	-61	-64
短期借款	229	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-52	-70	-61	-64
现金净增加额	-84	77	-82	22

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1106	1215	1370	1625
营业成本	928	909	981	1105
营业税金及附加	3	3	4	4
营业费用	47	51	55	57
管理费用	57	66	63	65
财务费用	26	65	52	57
资产减值损失	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	7	17	22
营业利润	35	127	232	359
营业外收入	9	11	10	10
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	42	137	241	368
所得税	9	27	41	48
净利润	33	110	200	320
少数股东损益	5	39	79	132
归属母公司净利润	27	71	121	188
EBITDA	174	269	397	546
EPS(元)	0.05	0.14	0.24	0.37

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	-16.5	9.8	12.8	18.6
营业利润(%)	-38.1	261.3	82.3	54.4
归属于母公司净利润(%)	-45.3	159.7	70.7	55.1
获利能力				
毛利率(%)	16.1	25.1	28.4	32.0
净利率(%)	2.5	5.8	8.8	11.6
ROE(%)	1.6	5.1	8.6	12.1
ROIC(%)	2.3	4.2	6.4	8.8
偿债能力				
资产负债率(%)	37.2	46.0	47.2	46.5
净负债比率(%)	27.5	22.6	24.2	20.5
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.8	1.0	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.14	0.24	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.48	0.23	0.61
每股净资产(最新摊薄)	3.85	3.98	4.20	4.55
估值比率				
P/E	324.13	124.82	73.10	47.14
P/B	4.48	4.33	4.11	3.79
EV/EBITDA	54.8	35.2	24.3	17.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033