

# 兴民智通 (002355)

## 持续发力车联网，全产业链布局值得期待

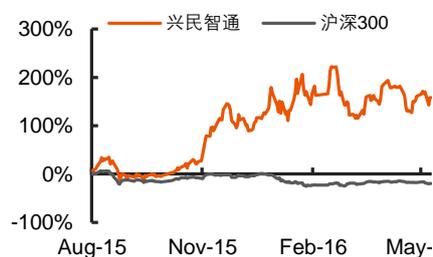
### 推荐 (首次)

现价: 19.34 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)	343
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	99.35
流通 A 股市值(亿元)	66.09
每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	37.10

#### 行情走势图



#### 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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

公司是国内钢制车轮领先供应商，2015 年并购 T-BOX 龙头英泰思特进军车联网，享有高业绩增速+广阔市场空间。拟外延收购远特科技和奥腾电子，发力车联网全产业链，形成硬件+数据服务格局，看好公司未来业绩增长。

- **国内钢制车轮龙头，主业触底。**公司是国内钢制车轮行业龙头企业，产品涵盖乘用车钢制车轮、商用车钢制车轮、工程机械钢制车轮、农林机械钢制车轮等 1000 多个品种，主要配套北汽、重汽等商用车品牌，后续拓展了北京现代和长安等乘用车企，由于汽车行业增速趋缓，主要原材料钢价格持续偏低，钢轮业务营收盈利能力持续下滑，随公司产品升级，国内重卡行业复苏，盈利能力有望提高。
- **并购英泰思特，开启车联网布局。**2015 年 8 月，兴民智通以 2.8 亿元收购武汉英泰思特 51% 股权，武汉英泰思特主要业务为测试与信息化、车机终端、车联网数据 INCOM 平台等，借助其车联网平台，公司积极拥抱互联网+。
- **新能源汽车 T-BOX 龙头，分享市场巨大红利。**英泰思特车机壁垒高，行业护城河深，与车辆 CAN 总线匹配技术行业领先，是国内优质的 T-BOX 行业龙头。前装配套北汽、上汽、中通、东风等超过十家新能源汽车厂商，在国内新能源汽车市场份额占有率第一，2015 年全年出货量 8 万台，占新能源车机市场份额接近 20%。英泰思特产品主要配套中高端市场，单价较高，盈利能力强，同时配套沃特玛等电池厂商，提升出货量。预计随着新能源汽车市场进一步扩大，公司车机销量有望大幅提升，增厚公司业绩。
- **INCOM 平台数据服务潜力高，车辆及功能延展提升价值量。**英泰思特基于车机硬件建立 INCOM 基础数据和应用系统平台，为企业和政府提供新能源汽车数据服务，并且建立标准接口和开放式架构，为接入更多应用系统和服务的延伸奠定了坚实的基础。公司借助 INCOM 平台提前卡位车联网数据，未来功能还将进一步延展，接入车辆逐步增加，收入占比有望进一步提升。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1325	1,106	1,277	1,537	1,866
YoY(%)	3.2	-16.5	15.4	20.4	21.4
净利润(百万元)	49.9	27	91	151	218
YoY(%)	-28.6	-45.3	233.4	66.3	43.7
毛利率(%)	14.0	16.1	28.5	33.1	36.2
净利率(%)	3.8	2.5	7.1	9.9	11.7
ROE(%)	2.5	1.6	6.5	10.4	13.3
EPS(摊薄/元)	0.10	0.05	0.18	0.29	0.42
P/E(倍)	198.94	363.8	109.1	65.6	45.6
P/B(倍)	5.08	5.0	4.8	4.5	4.1

- **T-BOX 是车辆通信关键硬件，未来有望成为智能网联车标配。**现阶段由于强制性安全法规，T-BOX 主要配套新能源汽车，未来智能驾驶和车联网不断成熟，为提升道路交通效率和车辆安全，政府和车企有望制定强制性车联网安全法规，加强 V2X 通信。T-BOX 作为独立的车内外通信关键零部件，对连接车内网、车外网、车载中控、车联网云平台起到重要作用，预计将成为智能网联车标配，分享智能网联巨大红利。
- **车联网布局愈加完善，外延并购可期。**2016 年公司参股广联赛讯 21.4% 股权，广联赛讯是国内领先 TSP 服务运营商，有较强的车联网数据变现能力。公司还拟收购车载智能终端供应商远特科技 100% 股权、汽车电子供应商奥腾电子 56% 股权、测绘系统公司立德空间不低于 10% 股权。公司希望在底层车联网硬件 T-BOX 的基础上外延进入上层车载智能终端、TSP 服务以及其他车联网延伸服务，形成硬件+数据服务的车联网格局，协同效应有望凸显，外延并购值得期待。
- **盈利预测与投资建议：**公司 T-BOX 产品和 INCOM 数据平台业绩高速增长，并且有望成为未来智能车标配，外延布局车联网全产业链，市场前景十分广阔。预测公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 0.9、1.5、2.2 亿元，EPS 分别为 0.18、0.29、0.42 元；若 2017 年起成功收购英泰思特剩余股权，则 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.18、0.52、0.75 元；若 2016 年 10 月起远特科技、奥腾电子、立德空间并表，则 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.20、0.40、0.56 元。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新能源汽车产销不及预期；2) 外延并购不及预期。

# 正文目录

<b>一、国内钢制车轮龙头，主业有望迎来小幅复苏</b>	<b>5</b>
<b>二、并购优质标的，拥抱车联网</b>	<b>5</b>
2.1 布局车联网：从并购英泰思特开始	6
2.2 新能源汽车 T-BOX 龙头，分享市场巨大红利	7
2.3 打造 INCOM 平台，彰显数据服务潜力	9
2.4 T-BOX 有望成为智能网联车标配	11
<b>三、车联网布局更完善，外延并购尚可期</b>	<b>12</b>
3.1 参股广联赛讯，加码车联网服务运营	12
3.2 拟 12.25 亿收购两家新三板公司，卡位车联网	13
<b>四、盈利预测与投资建议</b>	<b>16</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1	钢圈营业收入及同比增长率	单位：亿元	5
图表 2	钢圈净利润及同比增长率	单位：亿元	5
图表 3	英泰思特发展历程		6
图表 4	英泰思特 2015-2018 年收入复合增长率 96%	单位：百万元	7
图表 5	T-BOX 是车联网关键零部件		8
图表 6	英泰思特未来五年 T-BOX 出货量估计	单位：万台	9
图表 7	INCOM 平台车联网结构		10
图表 8	inCOM 数据平台服务		10
图表 9	T-BOX 国内主要供应商		11
图表 10	英泰思特主要财务指标	单位：百万人民币	11
图表 11	智能车载终端产业链地位		14
图表 12	国内自主前装车载终端供应商		15
图表 13	远特科技主要财务指标	单位：百万人民币	15
图表 14	奥腾电子产品		16
图表 15	奥腾电子主要财务指标	单位：百万人民币	16
图表 16	兴民智通主营业务收入预测	单位：百万元	17

## 一、国内钢制车轮龙头，主业有望迎来小幅复苏

### ■ 汽车产销疲软和钢原材料价格下滑，钢轮业绩下降

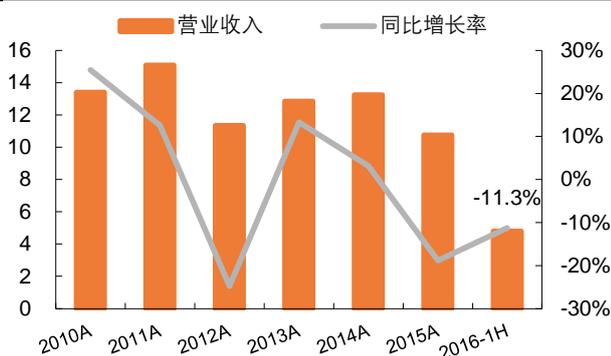
公司是国内钢制车轮龙头企业，主要产品包括乘用车钢制车轮、商用车钢制车轮、工程机械钢制车轮、农林机械钢制车轮等七大系列 1000 多个品种。产品供应前装以及后装市场。前装国内市场直接针对整车制造商，国际市场主要是针对一级供应商，前装销售收入占公司总营收的 70%。后装市场主要采取经销商方式销售，选择各地知名经销商作为公司的长期合作伙伴，一般采用款到付货或者销售合同的方式采取合作，占公司营收 30%。

公司钢制车轮国内市场占有率超过 10%，主要应用于卡车、客车、中低档轿车、工程车辆、农业机械等车辆，产品主要配套北汽、重汽，在此基础上，公司积极拓展乘用车客户，取得长安、北京现代等乘用车厂商一级供应商资质，截至 2015 年底，乘用车市场收入已占营收 40%。

近年来商用车景气度持续下滑，2015 年乘用车产销也现疲软，特别是公司配套客户长安微型车、北京现代等产销表现不及预期，公司钢圈主业收入盈利持续低迷，2015 年钢制车轮收入 9.7 亿元，同比降低 16%，净利润 0.23 亿元，同比下降 54%。

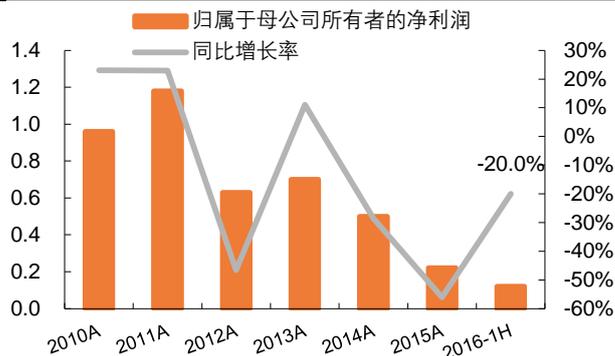
此外，钢材价格多年持续下滑，公司产品价格与钢材价格呈正相关，产品单价持续降低，缩小了公司的单价盈利区间，致使毛利降低加大盈利下滑幅度。

图1 钢圈营业收入及同比增长率 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图2 钢圈净利润及同比增长率 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2016 年汽车景气度小幅回暖，商用车行业阶段性小幅复苏，上半年重卡销量同比增长 15%。公司积极加大研发投入，钢制车轮产品更新换代，积极拓展乘用车客户，提高盈利能力。假设未来钢材价格维持稳定，公司盈利有望迎来触底回升。

## 二、并购优质标的，拥抱车联网

2015 年，公司使用 2.8 亿元人民币收购并增资武汉英泰思特，取得其 51% 股权，武汉英泰思特主要从事车联网关键零部件车机 T-BOX 研发、生产及销售，整车厂商汽车试验信息化以及车联网云平台 INCOM 的运维等业务。

剩余 49% 股权收购在如下条件触发：若英泰思特 2015 年度、2016 年度、2017 年度扣非归母净利润合计达到 9,000 万元，则兴民智通应当以发行股份或支付现金的方式收购英泰思特全部剩余股权，

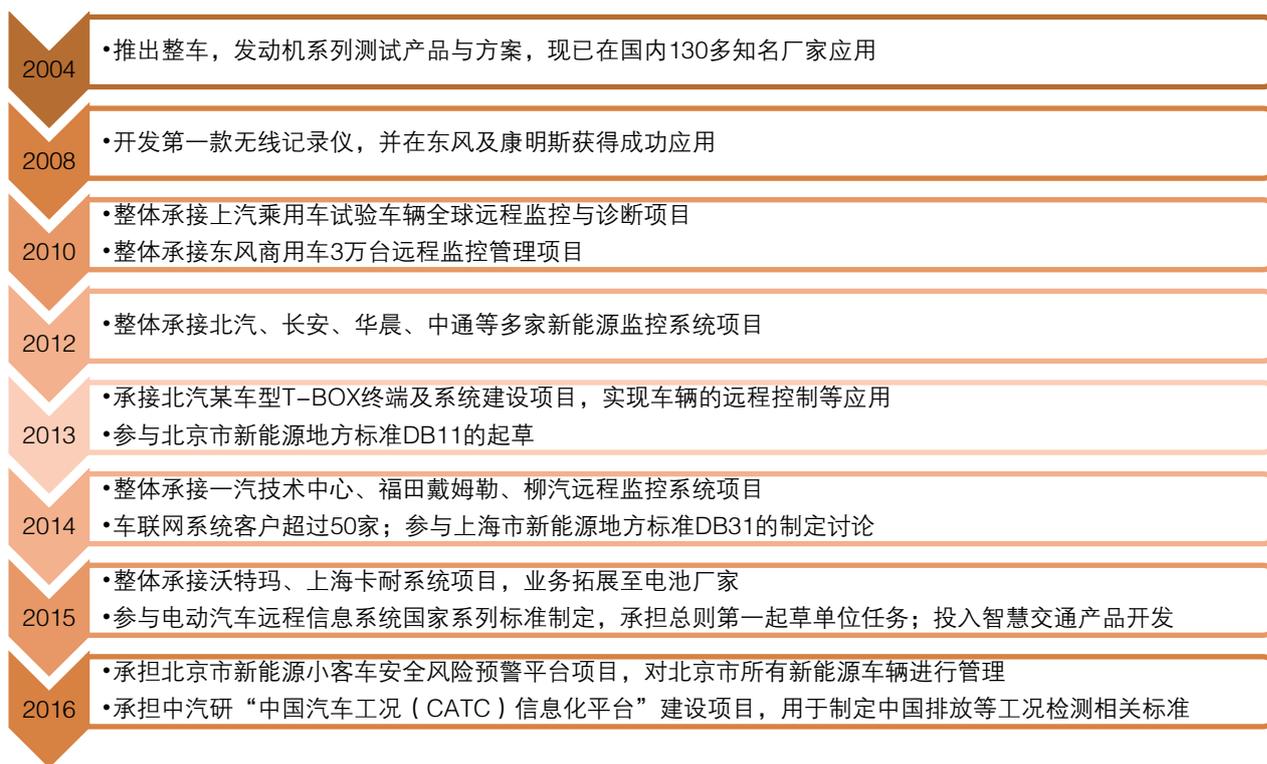
对价支付方式由届时股权转让双方另行协商。预期在 2017 年初英泰思特即可完成合计 9000 万归母净利润目标。

## 2.1 布局车联网：从并购英泰思特开始

### ➤ 武汉英泰思特是车联网优质标的

**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，并且参与了北京市新能源汽车地方标准的起草，最终迎来 2015 年新能源汽车业务的爆发性增长。

图表3 英泰思特发展历程



资料来源：公司网站，平安证券研究所

**业务领先，市场占有率居前。**公司车机业务国内新能源市场占有率第一，INCOM 数据平台营收逐步增长，截至目前，英泰思特共有包括北汽、上汽在内超过 10 家 T-BOX 前装客户，超过 50 家车联网系统客户，并且为 130 多家整车和军工等企业和高效平台提供测试与信息化业务服务。

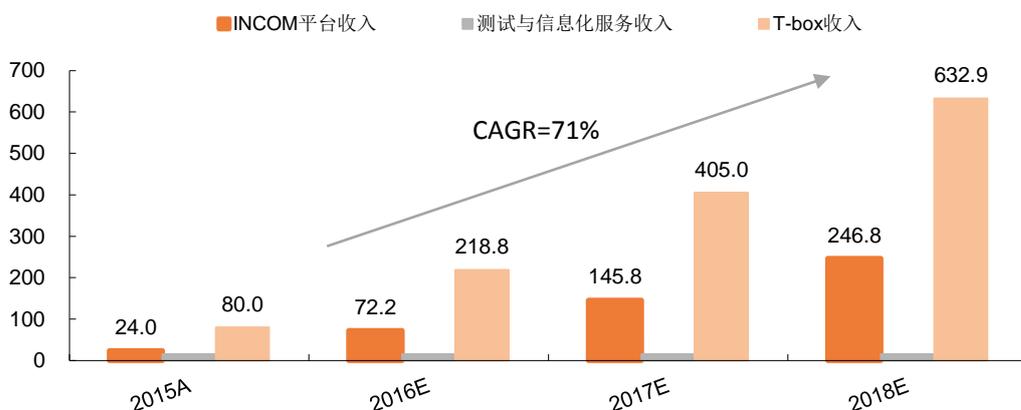
**产品经过多年商业化验证，行业壁垒高。**英泰思特是最早介入车辆数据平台运营的厂商，INCOM 平台的运营非常成熟，产品量产经过整车厂多年的认可和验证，产品中的大数据处理、通信实时性、

数据预处理等模块研发成熟平均需要 1-2 年时间，公司已经具备先发优势；另外长期的测试与信息化技术积累让公司对各家整车厂的 CAN 总线控制技术了解非常深入，是唯一一个在国内可以做到 ECU 远程升级商用化的厂商，并且能够实现对不同整车厂的产品快速匹配开发，技术和服务响应在行业内领先。

**未来业绩增速高，2016-2018 年复合增长率 71%。**英泰思特 2016 上半年实现营业收入 7182 万，净利润 3003 万，车机营收大概占 70%，INCOM 平台营业收入大概占 30%左右，预计随着新能源汽车的继续增长，公司客户的不断拓展，T-BOX 出货量有望继续增加，INCOM 平台随着运维车辆数量的扩容，预计保持与 T-BOX 同样的增速，测试与信息化业务收入未来维持平稳。

图表4 英泰思特 2015-2018 年收入复合增长率 71%

单位：百万元



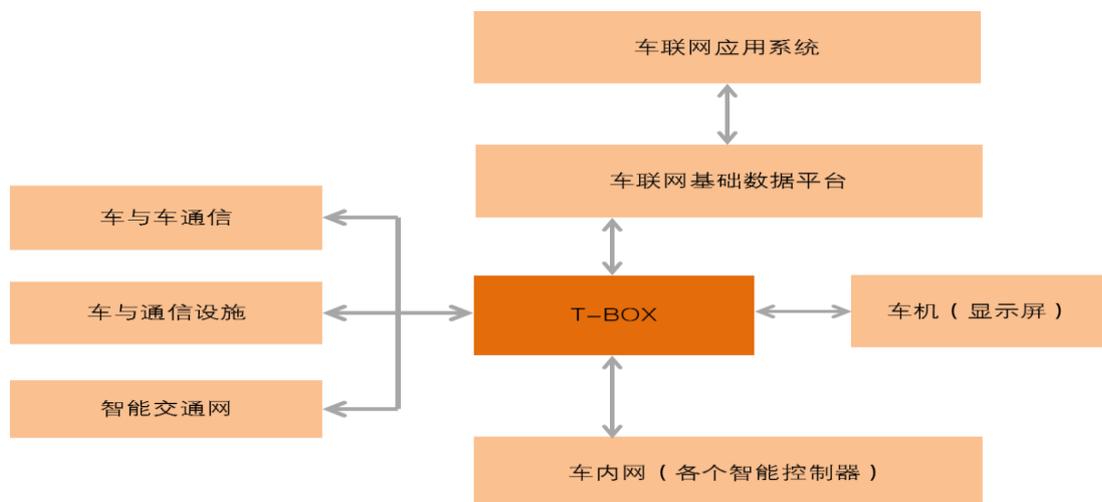
资料来源：平安证券研究所

## 2.2 新能源汽车 T-BOX 龙头，分享市场巨大红利

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，并且具有通信模块，可以与云平台、车辆、基础设施、车内娱乐信息终端进行数据交互，实现 V2X 功能，是车联网信息流中的关键零部件。

T-BOX 内部架构包含通讯模块、GPS 模块、主副微控制单元、标准接口等，T-BOX 可以看做是独立存在的另一块汽车 ECU ( 电子控制单元 )，不过与车内其他控制器不同的是，其具有 V2X 通信功能。

图表5 T-BOX 是车联网关键零部件



资料来源: 平安证券研究所

英泰思特根据新能源汽车、传统乘用车、商用车、工程机械等不同应用车型开发出 INQ-1000、INS-1000、JKC 三个系列产品，产品内配置了高精度 GPS 传感器和 GPRS 传输模块，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），根据需要执行接收指令以执行远程控制、远程监测等。

➤ 产品适配能力和可靠性行业领先

**掌握 T-BOX 核心技术。**公司 T-BOX 中的芯片采购自供应商，但是电子控制单元的上层软件和逻辑刷写由公司负责，并且对 T-BOX 进行最后的电子集成，形成产品出售给终端整车厂或电池厂。

公司由于前期为整车厂提供测试与信息化服务，对各家整车厂的汽车内部控制架构了解比较深入，特别是涉及到与 CAN 总线的数据交互以及安全控制技术，公司极具优势。借助与整车厂的长期合作，**公司率先依托 T-BOX 在国内实现了 ECU 远程升级的商用化**，并且解决方案已经交付给北汽和沃特玛。

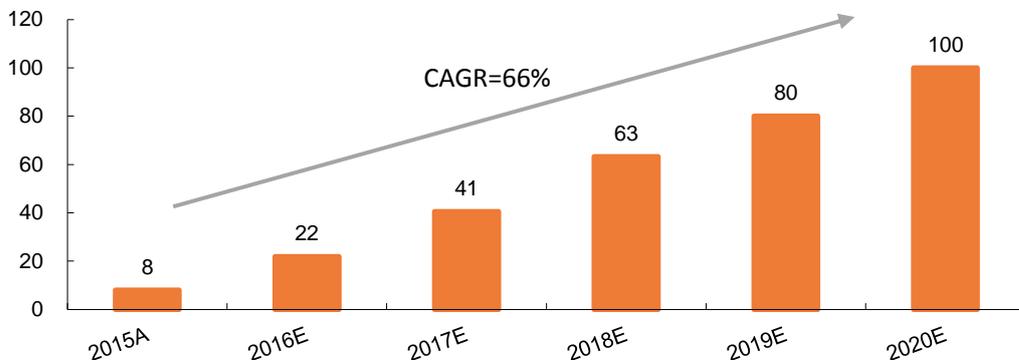
不同的汽车厂商有差异化的电子架构和 CAN 总线通信协议，CAN 总线协议因车型不同而有所变化，所以针对不同的车型，需要不同的适配硬件和通信标准，而英泰思特由于前期的车辆路试与台架试验积累，可以迅速匹配各个整车厂的车型，产品开发与适配速度在行业内领先。

公司在车载硬件产品有接近十年的技术积累，并且对车辆 CAN 总线协议和电子架构的了解提高了产品快速开发响应能力，T-BOX 产品内部多个模块研发到成熟各需要一两年时间，公司在业内已经具备先发优势，盈利能力有望继续提升。

**T-BOX 配套电池厂商和整车厂商，客户较为丰富。**公司车机产品主要定位中高端市场，2015 年出货量 8 万台左右，2016 年上半年出货量约为 5-6 万台，在新能源汽车市场占有率接近 20%，在中高端新能源汽车市场占有率超过 75%。在国内新能源市场，除比亚迪自己生产 T-BOX 之外，其他新能源厂商的 T-BOX 基本外购。配套北汽、上汽、长安、南京金龙、东风汽车、中通客车等超过 10 家整车厂商。公司同时在储备针对低速电动车的产品，已经拿下全生命周期 30 万台的低速电动车项目订单；拓展电池 T-BOX，**产品已经配套沃特玛等电池厂商**，市场得以不断扩大。预计 2016 年 T-BOX 出货量在 20-24 万台左右。

预计随国内新能源汽车产销规模不断增长，T-BOX 出货量还会继续增加，电池作为电动车最核心零部件，地位愈加重要，公司有望进一步拓展电池厂商客户，分享市场机遇。

图表6 英泰思特未来五年 T-BOX 出货量估计 单位：万台



资料来源: 平安证券研究所

### 2.3 打造 INCOM 平台，彰显数据服务潜力

INCOM 是一套车联网系统的基础数据平台软件产品，它将复杂的车辆总线通信、移动通信处理、负载均衡、大数据管理与分析、服务器集群技术等封装在一起，并进行标准化，使得车联网的系统建设变得更加简单，INCOM 的角色定位是企业的车联网数据池，可以将平台内车辆的数据信息传输汇总到平台中，进行数据的管理和服务，可以基于此逐渐建立各种应用系统。

➤ **三层两标准开放式架构，能容纳多类车联网玩家，可拓展性强**

INCOM 平台应用可以分为三层。

第一层是后端的车载硬件即 T-BOX，负责车辆数据的搜集以及传输；

第二层是基础数据平台层（INCOM 数据通信服务平台），通过 OTA 传输协议与 T-BOX 进行通信，并且此接口也可以开放给其他优秀的 T-BOX 供应商；

第三层是前端的应用系统，应用系统与 INCOM 数据平台通过标准数据服务接口连接，两者之间可以对车辆的各种行驶类、安全类、控制类数据进行实时交互，满足包括 TSP 服务商、内容供应商、手机 APP 等多类车联网玩家的需求，为车主和企业提供多种类型的车联网服务。

图表7 INCOM 平台车联网结构



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

INCOM 平台为开放式系统架构, 优秀的 T-BOX 供应商和应用系统供应商只要满足标准协议, 均可以通过协议接口接入 INCOM 数据平台, 有利于 INCOM 平台的车辆扩容和服务的延伸, 在英泰思特的某车联网项目中, 95 智驾、东软、恒誉、乐视等一线厂商均有参与到基于 INCOM 的车联网系统建设中, 预期随着车联网不断成熟, INCOM 平台兼容性还将不断增强, 确保平台的可持续发展。

**开放式架构技术壁垒高, 市场上几乎只有英泰思特实现并且商业化。**开放式架构平台由于接入了更多的硬件和软件应用系统, 对于大数据的处理以及高负载情况下的实时性提出了很高的要求, 英泰思特是最早做数据平台的企业, 其量产能力得到了主机厂的认可, 在市面上的车联网数据平台中几乎只有英泰思特实现了开放式架构的商业化。

➤ **配套客户丰富, 数据服务多样化**

**INCOM 平台配套客户丰富, 延伸服务多样化。**INCOM 平台在国内拥有几十家客户, 包括乘用车整车厂商、商用车整车厂商、电池厂家、政府平台、分时租赁公司等等, 乘用车整车厂商北汽、中通、长安等、电池厂商沃特玛以及商用车整车厂商柳汽、中通、重庆公交等, 车辆在网数 30 余万辆。

服务类型包括针对企业的车辆远程监控系统、售后服务系统、大数据分析系统, 针对车主/大客户的公交管理系统、物流管理系统、TSP 服务, 对外数据服务车辆租赁系统、政府平台、第三方运营平台等等。

图表8 inCOM 数据平台服务

企业内部应用	车主/大客户应用	对外数据服务
车辆远程监控应用系统&监控中心	微信服务号/APP	车辆租赁系统
监控中心系统	通勤管理系统	法规/政府平台
售后服务系统	公交管理系统	零部件企业数据服务
研发数据应用	物流管理系统	第三方运营平台
安全预警应用	TSP 服务 (导航、信息服务、呼叫中心)	
大数据分系统系统(行为、工况等)		

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

➤ 政策推进和平台扩容营造广阔市场空间

**新能源车联网监督管理系统标准有望出台。**未来新能源汽车联网数据平台系统级别的国家标准将颁布，现在已有报批稿，会规定政府、企业等车联网平台系统的基础标准，私人以及运营新能源车数据都必须上传到企业平台，便于政府监督管理新能源车企，现阶段不满足标准的平台可能会被弃除，同时公共平台数量可能会增多，英泰思特是国内现阶段最符合标准的企业之一，未来有望受益。

**车辆扩容和功能延展提升收入。**随着国内新能源汽车保有量逐年增加，现在已经配套的整车企业、政府以及第三方客户旗下车辆数量有望增加，英泰思特会针对已有客户进行增量开发，收取扩容授权费用，并且新增一些功能满足接入车辆过多后的需求。

**收费模式具备可持续性。**INCOM 平台主要收费模式为提供一整套系统，收取授权费用，依据不同的数据和内容来定价，一般会提供两年的免费维护期，两年之后每年的维护费用大约为初次授权费用的 15-20%。授权以及维护费用相结合的商业模式保证了 INCOM 平台的可持续性，存量与增量收入并存。

	2015A 11-12	2016-1H
总资产	120.4	147.8
净资产	77.8	107.8
营业收入	32.1	71.8
营业利润	11.5	32.0
净利润	10.9	30.0

资料来源:公司公告、平安证券研究所

## 2.4 T-BOX 有望成为智能网联车标配

➤ 受益于法规强制安装，新能源汽车 T-BOX 业绩兑现快

T-BOX 由于国家强制法规要求目前主要安装在新能源车。新能源车远程监控系统国家标准、各地方政府出台的地方标准明确要求：所有新能源车辆(包括商用车和乘用车)必须强制安装 T-BOX。插电式混合动力车辆的安装率必须达到 20%，纯电动车辆必须 100%安装。2015 年开始，大部分的整车厂家为了满足法规要求、提高售后服务效率和研发数据采集的诉求，在插电式混动车辆上也都安装 T-BOX。

T-BOX 产品在传统乘用车市场渗透率较低，现阶段渗透率不足 10%，只是一些高端车型或者车联网功能较为丰富的车型上有所运用。目前国内主要车机供应商为慧翰微电子、华为等。

供应商	客户
慧翰股份	上汽集团、奇瑞汽车等，定点客户江淮汽车、大众汽车、东南汽车、北汽
华为	--
日本电装	本田、日产
德国大陆	福特等
马瑞利	标致汽车等
德国博世	长城汽车等

资料来源:公司公告、平安证券研究所

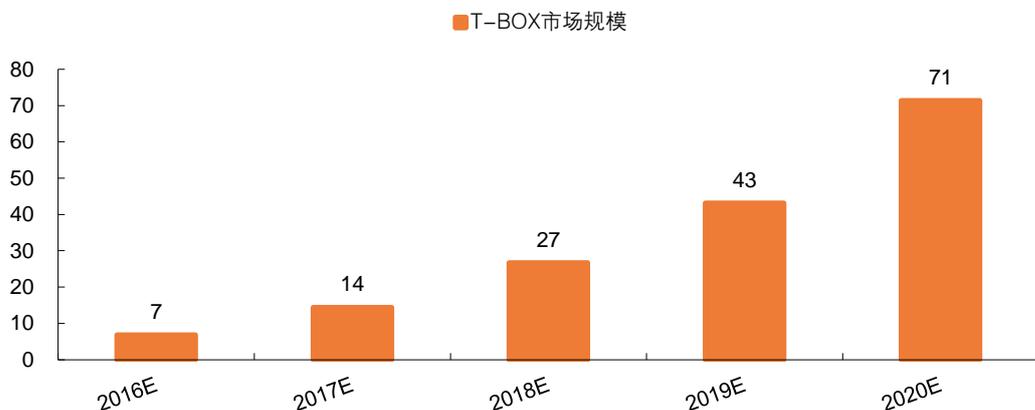
➤ **传统乘用车 T-BOX 五年后市场空间超 70 亿**

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，在安全性上高于一般的通信模块。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。

假设 2020 年 T-BOX 产品在国内传统乘用车市场渗透率提升至 25%，单车配套价值由 600 元提升为 1000 元，则按照传统乘用车年化 6% 的市场增速，预计 2020 年 T-BOX 在传统乘用车市场可达 70 亿的市场规模。

图表11 国内 T-BOX 市场规模



资料来源: 平安证券研究所

➤ **传统乘用车客户有待突破**

英泰思特主打高端化 T-BOX 产品，而现阶段大多数传统乘用车 T-BOX 产品实现功能较为简单，软硬件成本较低，介于自身品牌定位和前装耗费资源考虑，英泰思特之前并没有配套传统乘用车市场。

随着车联网功能的不断丰富，以及车联网安全测试标准的逐步建立，T-BOX 产品单车配套价值有望上升。英泰思特正积极与中高端乘用车整车厂商进行接触，传统乘用车 T-BOX 产品有望在 2018 年量产，分享车联网巨大红利。

### 三、车联网布局更完善，外延并购尚可期

#### 3.1 参股广联赛讯，加码车联网服务运营

2016 年公司 1.7 亿元参股广联赛讯 21.4% 股权。

广联赛讯是国内后装市场领先 TSP 服务供应商，联合汽车经销商、电信运营商、保险、银行等行业领先企业，打造滴滴虎车联网服务系统，为车主提供基于安全、娱乐、社交等智能服务，目前公司的产品和服务覆盖全国超过 20 个省份，有线下 2000 家 4S 店合作资源。

广联赛讯主营业务是前向的 TSP 服务平台和后向 UBI 以及金融贷款服务，前向 TSP 服务平台整合音乐、地图、资讯等多种内容，以车载智能硬件为载体，为消费者提供车联网服务。后向的 UBI 保险和金融贷款通过收集车辆数据和构建数据模型，并与多家保险公司合作，通过收取佣金的方式贡献营业收入。

广联赛讯目前是后装市场 TSP 服务领先供应商，在网用户数量 200 万，数据变现能力国内领先，国内主要竞争对手基本还没有实现商业闭环，数据变现和后向收费还处于积累阶段，后向转化的收入较少。

#### ➤ 服务运营具有独到优势

**1) 数据运营、变现能力强。**公司可以实现客户数据深度运营，平台更新迭带能力强，非常注重平台的持续稳定性和高效的资源整合，现在后向的金融保险和 UBI 的收费已经超过前向内容收入，未来还将进一步挖掘移动媒体的价值，后向收入有望在未来继续增加。

**2) 具备互联网基因，客户体验佳。**TSP 服务中导航和在线娱乐用户使用频率比较高，广联赛讯使用 API 接口，可以做到音乐的二次加工和运营，并且使用正版音乐，使用体验更好，不会造成二次操作；针对地图不够人性化问题，开发一键导航和人工呼叫中心，实现车内扁平化操作；针对高端用户推出了高端节目定制比如千里传音，可以与微信结合定制自己的车载音乐专辑。公司具备产品快速迭代、小步创新的互联网基因，非常注重产品的客户体验，有望在未来吸引更多的入口流量。

**闭环经营打造可持续商业模式。**广联赛讯业务模式主要是通过前端硬件销售和后端提供服务，收取硬件、软件和服务费用。通过前向服务内容整合不断吸引用户流量，完成前向收费，获得的收益会继续补贴用户，从而获取更大流量。通过自建的大数据云端进行数据加工，进行商业变现，目前公司的后向数据服务利润已经有望超过前向内容收费。未来后向业务会继续外延，内容服务更加贴近用户需求，业绩发展可期。

#### ➤ 具备高成长性的 TSP 服务商

广联赛讯盈利能力较强，公司去年实现净利润 800 余万，2016 年上半年净利润同比增长接近 1.5 倍，其中金融贷款和 UBI 收入占公司收入接近 50%，未来 UBI 和金融贷款的营业收入占比还将不断增加，并且会拓展自身的媒体价值。

#### ➤ 兴民智通未来会基于车联网数据深度运营与广联赛讯展开全面合作

由于 TSP 汽车前装配套周期较长，并且产品需要定制化，比较耗费公司资源，广联赛讯目前并没有前装业务，但是由于公司后装产品市场体验较好，公司有望协同兴民智通客户资源，进入前装市场，公司已经与北汽展开合作，未来有望配套。

兴民智通主要车联网产品是前装车端硬件产品、新能源汽车数据监督管理系统，而广联赛讯在车联网服务以及数据运营上具有更强的优势。随车端前装 T-BOX 产品的装载量的提升，两者有望发挥协同效应，车端硬件和软件服务结合更加紧密，塑造更好的用户体验。英泰思特车联网平台运营功能可以由单一的监督管理系统进一步拓展至娱乐、便捷、舒适等一系列延伸服务。提高平台价值量并且拓展更多客户，进一步增厚公司业绩。

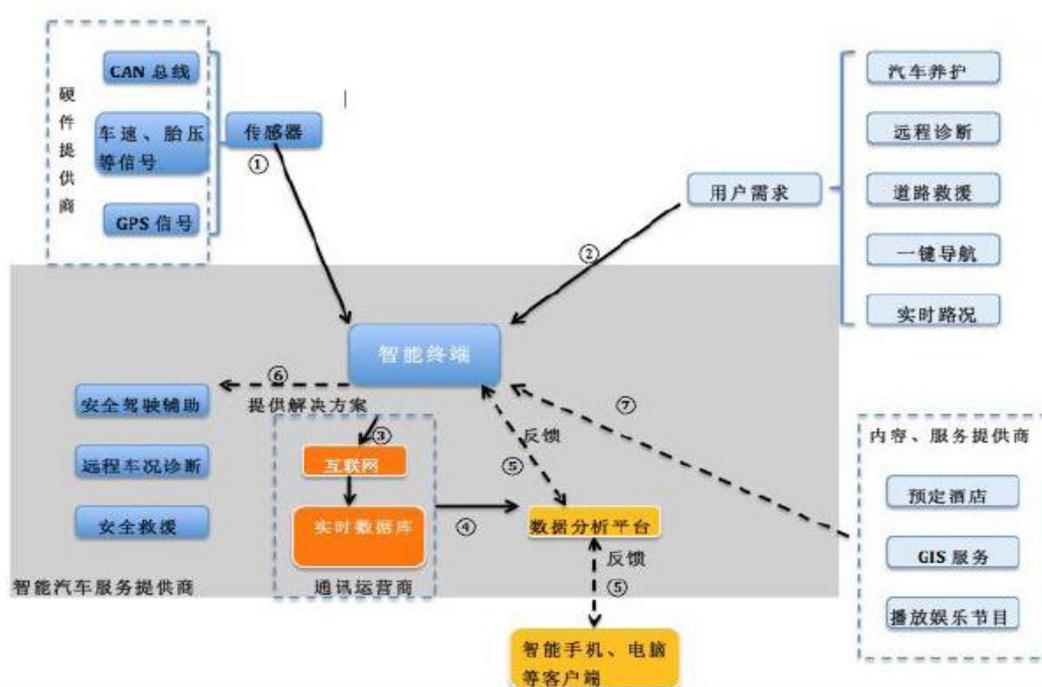
### 3.2 拟 12.25 亿收购两家新三板公司，卡位车联网

公司拟 12.25 亿元收购车载智能终端供应商远特科技 100% 股权，汽车电子供应商奥腾电子 56% 股权，并且 1.1 亿元增资立德空间不低于 10% 股权。至此，公司布局车联网全产业链，在车载硬件及车联网云服务上有望达成协同，占据先发优势。

➤ 远特科技：优质车载一体机前装供应商

远特科技成立于 2007 年，是国内最早一批前装智能终端和 TSP 服务提供商，大股东是华瑞集团，主营业务为智能车载终端的研发、生产、销售及基于智能车载终端、智能汽车服务平台、手机 APP 等载体向用户提供全方位智能汽车服务。

图表12 智能车载终端产业链地位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司主要硬件产品有车载一体机、T-BOX 和 OBD 等产品，公司也提供 TSP 服务，可以实现车辆定位、驾驶行为分析、后市场、资讯、车况监测等一系列车联网服务，并且向用户收取一定的运营费用，与整车厂商、O2O 商户实现了深度合作。

**智能车载终端是公司的主要产品，收入占比达 90% 以上。**目前智能车载终端收入主要是智能车载一体机、T-BOX 和 OBD 的销售收入。服务费收入主要为前装业务服收入、长安知音伙伴手机 APP 运营服务收入、APP 开发收入、用户地图升级等。

目前车联网服务的发展模式根据汽车厂商的主导程度大致可以分为三类，公司属于第三类外包式，相比其他两种具备更健全的车联网服务。

1) 半开放式：厂商对于信息系统的核心应用，特别是与车辆相关的部分保持绝对主导的开发控制权。目前，合资汽车厂商如通用、丰田、日产、本田出于对客户数据保密的考虑，通过自身或子公司建设 Telematics 服务平台的方式提供相应服务，如上海通用的 OnStar 系统、丰田的 G-BOOK 系统等。部分内资车厂也采用自主建设 Telematics 服务平台的方式，如比亚迪云服务系统。

2) 近乎开放式: 汽车厂商请第三方搭建平台、找运营商做运维和呼叫中心、由供应商提供车载终端, 车厂与运营商共同运营。如九五智驾主要提供呼叫中心的服务。在该模式下, 供应商专注于细分领域, 不具备提供一体化服务的能力。

3) 外包式: 汽车厂商提出相应系统设计要求, 由第三方服务提供商提供从软硬件产品、平台运营到呼叫中心的整体解决方案。该类公司的主要代表包括远特科技、上海博泰悦臻电子设备制造有限公司、江苏天安智联科技股份有限公司、武汉蓝星科技股份有限公司、钛马信息技术有限公司。现阶段上述服务提供商主要客户分布情况如下:

**图表13 国内自主前装车载终端供应商**

TSP 供应商	服务主机厂
远特科技	长安汽车、吉利汽车
上海博泰悦臻电子	上汽、北汽、广汽、东风
江苏天安智联	一汽海马
钛马信息	广汽、上汽

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

**远特科技为 6 家车厂定制开发智能车载终端及服务系统平台**, 公司的车载一体机产品已经配套长安汽车、长安马自达等整车厂商, 且为近 30 款车型提供智能终端, 积累了专业的智能车载终端研发、测试、量产、销售等专业经验, 为超过 50 万用户提供主动式智能化的车载服务运营, 公司业务增速位于行业前列。

公司 2015 年实现营业收入 3.79 亿元, 比上年同期增长 127%, 连续第四年营收增速 120% 以上, 并且扭亏为盈, 随着市场的进一步拓展和兴民智通的客户资源共享, 远特科技收入有望进一步增加, 并且实现盈利。

远特科技初步承诺 2016 年度、2017 年度及 2018 年度的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 4,500 万元、5,500 万元、6,800 万元。

**图表14 远特科技主要财务指标**

单位: 百万人民币

	2014A	2015A
资产合计	384.83	427.09
负债合计	333.99	334.99
所有者权益合计	50.84	92.10
归属于母公司的所有者权益	50.84	92.10
营业收入	166.98	378.69
营业成本	127.06	300.21
营业利润	-20.54	-9.00
净利润	-20.28	1.25
归属于母公司股东净利润	-20.28	1.25

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

➤ **奥腾电子: 车载控制器和 CAN 总线供应商**

奥腾电子成立于 2004 年, 是车身电子控制系统一级供应商, 主营业务是包括车身电子控制系统 (网络控制器、车身控制模块 BCM、组合仪表等), 基于自身优势积极拓展智能驾驶领域, 提供汽车先进驾驶辅助系统 (ADAS)、汽车智能 (自动)、驾驶控制系统 (雷达系统、自动刹车等) 产品。

图表15 奥腾电子产品

车体汽车电子控制	车载汽车电子装置
车身电子控制单元	汽车信息系统：车载通讯系统、上网设备、语音信息等
CAN总线关键单元	导航系统娱乐系统：电子导航系统、GPS 定位系统等
CAN总线接口	娱乐系统：数字视频系统、数字音响等

资料来源：公司公告，平安证券研究所

组合仪表和车身控制模块已于 2014 年下半年得到客户的认可并实现量产，客户包括：新大洋、雷丁汽车、东营俊通、绿巨能、吉利汽车、众泰汽车、河南奔马、绿巨能等。多款产品已获得客户的批量订单，未来将持续放大采购量。

CAN 总线产品具有十年的自主研发经验，质量可靠性契合新能源汽车、自主品牌汽车领域的客户需求，有望在新能源汽车行业已经取得先机并将快速扩展。

在 ADAS 产品方面，奥腾电子是国内最早开始研发和推广 ADAS 的厂商之一，2013 年公司与 Mobileye 公司达成战略合作，公司通过引进 Mobileye 的芯片产品通过二次集成加工，根据国内客户的不同需求，开发设计专用的结构件、连接线束以及适用于大批量、流水线生产所需要的装配工艺和设备，实现前装市场的配套，已在东风乘用车、校车、ICU 车、东风柳州重型卡车等车型上试装，未来有望实现量产。

公司会提升自主品牌汽车电子产品的市场占有率，尤其是以新能源车的市场快速增长为契机，充分利用公司目前在新能源汽车中的客户资源、技术优势、奥腾品牌知名度，切入国内知名汽车厂商的供应商体系。

图表16 奥腾电子主要财务指标

单位：百万人民币

	2014A	2015A	2016-1H
资产合计	24.94	64.75	60.20
负债合计	25.06	4.18	5.45
所有者权益合计	-0.12	60.57	54.75
归属于母公司的所有者权益	-1.00	60.57	54.75
营业收入	7.39	16.74	5.19
营业成本	3.37	11.84	4.38
营业利润	-2.61	-6.12	-6.87
净利润	-2.08	-6.11	-5.82
归属于母公司股东净利润	-1.96	-5.72	-5.82

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司拟外延 2 家车联网公司，切入前装车载智能终端、车内神经网络 CAN 总线、车身电子控制单元领域，自上而下布局整条产业链，尤其是在车联网车端硬件领域实现全方位覆盖，未来有望形成协同优势，共享客户资源，分享车联网广阔市场空间。

## 四、盈利预测与投资建议

英泰思特是最纯正的车联网标的。

**钢制车轮业务主业触底。**公司是国内钢制车轮行业龙头企业，主要配套北汽、重汽、北京现代、长安等乘用车和商用车品牌。随公司产品升级，国内重卡行业复苏，钢轮业务盈利能力有望小幅回升。

**并购优质车联网标的英泰思特，分享市场巨大红利。**、英泰思特在国内新能源汽车市场份额占有率第一，同时配套沃特玛等电池厂商，客户种类丰富。同时公司的 INCOM 平台数据服务潜力高，未来功能和接入车辆还将继续延展。预计英泰思特未来三年收入复合增长率 71%。

**T-BOX 是车辆通信关键硬件，市场空间广阔。**现阶段由于强制性安全法规，T-BOX 主要配套新能源汽车，未来随着智能驾驶和车联网不断成熟，政府和车企有望制定车联网法规，T-BOX 作为独立的车内外通信关键零部件，2020 年有约 70 亿的市值空间。英泰思特作为龙头有望分享智能车联巨大红利。

**车联网布局愈加完善，外延并购可期。**2016 年公司参股国内领先 TSP 服务运营商广联赛讯 21.4% 股权，公司还拟收购车载智能终端供应商远特科技 100% 股权、汽车电子供应商奥腾电子 56% 股权、测绘系统公司立德空间不低于 10% 股权。公司车联网布局更加健全，协同效应有望凸显，外延并购值得期待。

公司车联网业绩增速高+市场空间广阔+车联网全布局，有望分享智能网联机遇。预测公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 0.9、1.5、2.2 亿元，EPS 分别为 0.18、0.29、0.42 元；若 2017 年起成功收购英泰思特剩余股权，则 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.18、0.52、0.75 元；若 2016 年 10 月起远特科技、奥腾电子、立德空间并表，则 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.20、0.40、0.56 元；若先后成功收购远特科技、奥腾电子、立德空间及英泰思特剩余股权，则 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.20、0.62、0.89 元。

若只考虑英泰思特剩余股权收购，2017 年车联网业务贡献净利润为 2.25 亿元，给予 50-60 倍动态 PE，钢圈业务贡献净利润 3000 万，给予动态 PE10 倍，合理市值区间预计为 120-140 亿，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表17 兴民智通分业务净利润预测

单位：百万元

业务分类	2015A	2016E	2017E	2018E
钢圈业务	22	22	32	42
英泰思特 100% 股权	11	128	220	322
英泰思特 51% 股权	5.5	65	112	164
收购公司车联网业务	-	45	57	71

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：英泰思特 2015 年 11-12 月并表，收购公司 2017 年起并表

## 五、风险提示

- 1) 新能源汽车产销不及预期；
- 2) 外延并购不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1721	2525	3110	3571
现金	342	1103	1328	1612
应收账款	295	253	406	394
其他应收款	5	3	7	5
预付账款	33	202	81	262
存货	791	721	982	989
其他流动资产	255	244	306	309
<b>非流动资产</b>	1521	1597	1741	1931
长期投资	0	3	8	15
固定资产	875	954	1084	1245
无形资产	87	97	102	105
其他非流动资产	560	543	547	566
<b>资产总计</b>	3242	4123	4851	5502
<b>流动负债</b>	1154	1899	2385	2672
短期借款	902	1659	2077	2354
应付账款	130	119	161	163
其他流动负债	123	121	146	154
<b>非流动负债</b>	52	52	52	52
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	1206	1951	2437	2723
少数股东权益	59	109	208	361
股本	514	514	514	514
资本公积	984	984	984	984
留存收益	479	601	818	1138
<b>归属母公司股东权益</b>	1977	2063	2206	2417
<b>负债和股东权益</b>	3242	4123	4851	5502

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	112	227	106	381
净利润	33	141	251	371
折旧摊销	88	80	96	117
财务费用	26	69	61	72
投资损失	-3	-7	-9	-12
营运资金变动	-54	-56	-292	-167
其他经营现金流	23	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-377	-149	-231	-295
资本支出	98	73	139	182
长期投资	35	-3	0	-8
其他投资现金流	-245	-79	-91	-121
<b>筹资活动现金流</b>	177	-74	-70	-78
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	-74	-70	-78
<b>现金净增加额</b>	-84	4	-194	8

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1106	1277	1537	1866
营业成本	928	912	1028	1190
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	47	54	65	78
管理费用	57	79	95	116
财务费用	26	69	61	72
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	9	12
<b>营业利润</b>	35	166	293	417
营业外收入	9	11	10	10
营业外支出	2	2	1	1
<b>利润总额</b>	42	176	302	426
所得税	9	35	51	55
<b>净利润</b>	33	141	251	371
少数股东损益	5	50	99	153
<b>归属母公司净利润</b>	27	91	151	218
EBITDA	174	313	475	633
EPS(元)	0.05	0.18	0.29	0.42

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-16.5	15.4	20.4	21.4
营业利润(%)	-38.1	372.0	75.9	42.4
归属于母公司净利润(%)	-45.3	233.4	66.3	43.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	16.1	28.5	33.1	36.2
净利率(%)	2.5	7.1	9.9	11.7
ROE(%)	1.6	6.5	10.4	13.3
ROIC(%)	2.3	4.9	7.2	9.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	37.2	47.3	50.2	49.5
净负债比率(%)	27.5	25.6	31.1	26.7
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	1.0	0.9	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.18	0.29	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.44	0.21	0.74
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.02	4.29	4.70
<b>估值比率</b>				
P/E	363.82	109.11	65.61	45.65
P/B	5.03	4.82	4.50	4.11
EV/EBITDA	61.0	34.1	23.1	17.5

## 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有限责任公司（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有限责任公司的立场。

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。

平安证券有限责任公司 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