

强烈推荐-A (上调)

高新兴 300098.SZ

当前股价: 12.7 元
2017 年 07 月 05 日

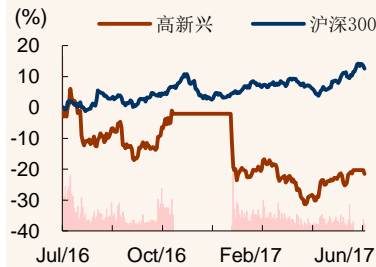
收购中兴物联, 物联网布局扬帆起航

基础数据

上证综指	3183
总股本(万股)	110659
已上市流通股(万股)	56737
总市值(亿元)	141
流通市值(亿元)	72
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	8.4
资产负债率	20.5%
主要股东	刘双广
主要股东持股比例	35.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-20	-21
相对表现	-2	-27	-34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《高新兴(300098)——聚焦公共安全的大数据领导者》2015-12-15

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

7月2日, 公司发布公告, 公司发行股份购买中兴物联并募集配套资金事项获证监会无条件通过。本次收购使公司成功切入物联网无线通信模块和车联网两大物联网核心受益领域, 未来随着物联网的快速发展, 公司业绩有望实现爆发式增长。此外公司原有业务也正处于快速的上升期, 为公司业绩持续增长奠定了良好基础。我们预计, 不考虑并表情况下, 公司 2017~2019 年净利润分别为 4.04 亿、5.21 亿和 6.79 亿。考虑收购中兴物联之后, 2017~2019 年净利润分别为 4.52 亿、5.90 亿和 7.72 亿, 摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.67 元, 对应当前股价 PE 为 32x/24x/18x, 给予“强烈推荐-A”评级。

□ **收购中兴物联无条件过会, 物联网布局正式启幕。** 公司通过发行股份及支付现金相结合的方式并购中兴物联, 同时募集配套资金用于投资中兴物联包括“自适应与高安全车联网智能终端”与“超低损耗与高安全 NB-IoT”在内的物联网产业研发中心。此外中兴物联业绩承诺未来三年净利润总额不低于 2.1 亿元, 具有较高安全边界。未来公司在物联网的布局将随着本次收购完成正式启幕。

□ **物联网模块受益行业爆发, 车联网终端切中市场。** 全球物联网产业处于爆发前夜, 万物互联, “网”、“端”先行, 物联网无线通信模块与车联网后装市场将成为直接受益领域。中兴物联在无线通信模块和车联网领域具备较强实力:

- 无线通信模块方面。根据 TSR 预测, 到 2020 年物联网无线通信模块总量将从 2015 年的 9800 万片增长至 1.9 亿片。中兴物联作为国内无线通信模块的领军企业, 近年来不断开拓日、韩、欧美等市场, 有望跻身物联网通信模块产品全球第一阵营。
- 车联网方面, 中兴物联是国内少数具有通信技术和车载技术深度融合能力的车联网产品提供商, 并通过不断与国际顶尖运营商的深度合作, 满足车联网后装市场多样化需求。此外中兴物联还布局百亿级卫星移动通信市场, 建立国产卫星移动通信手持终端第一品牌, 并打造物联网终端连接管理平台, 实现一揽子物联网产品、服务、解决方案的提供能力。

□ **投资建议:** 我们看好公司在物联网领域的布局, 物联网作为通信行业未来的发展趋势, 市场空间广阔。收购中兴物联使公司成功切入物联网移动通信模块和车联网领域, 随着物联网的蓬勃发展公司未来业绩具备较高弹性。我们预计, 不考虑并表情况下, 公司 2017~2019 年净利润分别为 4.04 亿、5.21 亿和 6.79 亿。考虑收购中兴物联之后, 2017~2019 年净利润分别为 4.52 亿、5.90 亿和 7.72 亿, 摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.67 元, 对应当前股价 PE 为 32x/24x/18x, 给予“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 业绩承诺未达预期、物联网行业发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1081	1308	1765	2348	3123
同比增长	47%	21%	35%	33%	33%
营业利润(百万元)	136	282	429	582	784
同比增长	88%	108%	52%	36%	35%
净利润(百万元)	140	316	452	590	772
同比增长	9%	125%	43%	31%	31%
每股收益(元)	0.13	0.29	0.39	0.52	0.67
PE	97.0	43.2	32.2	24.6	18.8
PB	4.0	3.6	2.9	2.7	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、收购中兴物联无条件过会，物联网布局正式启幕	4
二、物联网模块受益行业爆发，车联网终端切中市场	6
1、中兴物联是国内领先的物联网企业，近年保持快速增长	6
2、中兴物联布局物联网通信模组百亿市场，冲击全球第一梯队	7
3、车联网领域达成国际深度合作，满足后市场多样化需求	11
4、国产卫星移动通信手持终端第一品牌；打造物联网终端连接管业平台	13
1) 物联网终端依托卫星领域，填补国内应用空缺	13
2) 物联网管理平台，实现产品整合，提供行业解决方案	14
三、投资建议	16
1、核心逻辑	16
2、投资建议	16

图表目录

图 1：中兴物联股权变动情况	4
图 2：中兴物联营业收入（单位：万元）	6
图 3：中兴物联净利润（单位：万元）	6
图 4：2016 年中兴物联主营构成（单位：万元）	6
图 5：中兴物联综合毛利率及各项业务毛利率情况	7
图 6：国内相关公司研发费及占收入比例横向对比	7
图 7：中兴物联研发人员占比超过 60%	7
图 8：全球物联网行业投资预测	8
图 9：物联网网络架构及产业链结构	8
图 10：2013-2020 年物联网无线通信模块市场规模及预测（单位：万）	9
图 11：模块产品持续稳定，目标跻身物联网通信模块产品全球第一阵营	9
图 12：近两年中兴物联模块产品收入情况（单位：万元）	10
图 13：近两年中兴物联模块产品平均销售单价情况（元/个）	10
图 14：近两年中兴物联模块产品销售量情况（单位：万个）	10
图 15：中兴物联拥有丰富多样的物联网无线通信模块产品	11
图 16：车联网行业规模预测（亿元）	11
图 17：车联网行业用户规模预测（万户）	11
图 18：中兴物联车联网终端产品应用示意图	12
图 19：中兴物联具有满足车联网后市场的多样化需求	12

图 20: 中兴物联车联网主要产品及国际销售状况	12
图 21: 中兴物联卫星终端产品及产业介绍	14
图 22: 中兴物联物联网整体解决方案示意图	15
图 23: 高新兴历史 PE Band	17
图 24: 高新兴历史 PB Band	17
表 1: 发行股份及支付现金方式收购中兴物联股权方案	4
表 2: 公司发行股份募集配套资金方案	5
表 2: 中兴物联车联网产品在手订单情况 (单位: 万元)	12
表 3: 公司在车联网领域的发展战略	13
表 4: 中兴物联物联网行业终端发展战略	14
表 5: 中兴物联的物联网整体解决方案的应用	15
附: 财务预测表	18

一、收购中兴物联无条件过会，物联网布局正式启幕

收购中兴物联及配套募资无条件过会，中兴物联成为公司控股子公司。7月2日，公司发布公告，经过证监会并购重组委员会审核，公司发行股份购买中兴物联并募集配套资金事项获得无条件通过。

具体交易方案，高新兴将通过发行股份及支付现金相结合的方式，购买凯腾投资、亿倍投资、亿格投资、亿泰投资持有的中兴物联合计 84.07% 股权，交易价格为 6.81 亿元。其中，现金支付金额为 1 亿元，其余以股份支付，合计支付 4361.6 万股，每股价格为 13.32 元。

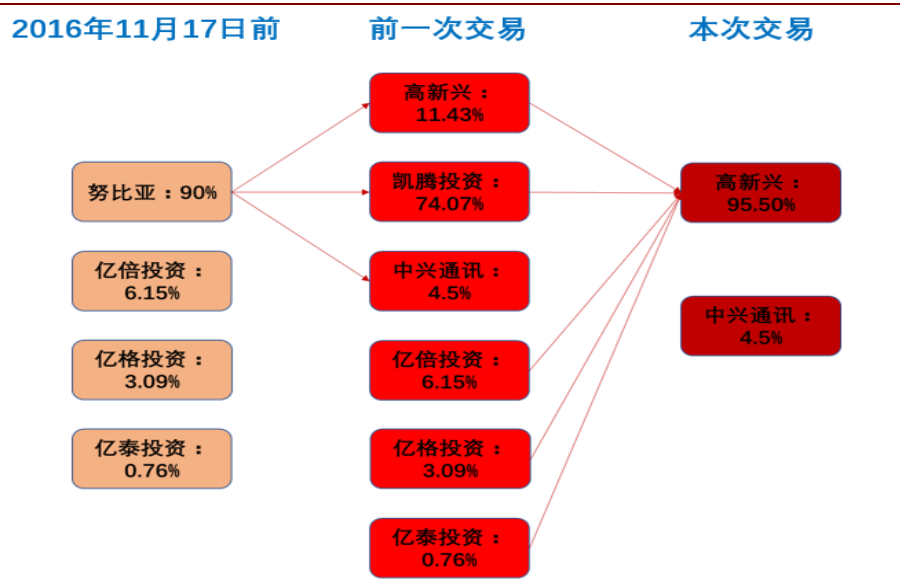
表 1：发行股份及支付现金方式收购中兴物联股权方案

交易对方	持有中兴物联 股权比例	获取对价 (万元)	现金支付 (万元)	股份支付 (股)
凯腾投资	74.07%	59996.7	10000	37535060
亿倍投资	6.15%	4981.5	0	3739864
亿格投资	3.09%	2502.9	0	1879054
亿泰投资	0.76%	615.6	0	462162
合计	84.07%	68096.7	10000	43616140

资料来源：公司公告、招商证券整理

本次收购完成之后，高新兴将合计持有中兴物联 95.5% 的股份，中兴物联成为公司控股子公司并纳入合并报表范围。

图 1：中兴物联股权变动情况



资料来源：公司公告，招商证券

此外，公司拟向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 3.3 亿元。本次发行股份募集配套资金主要用于支付本次交易的现金对价、本次交易的中介机构费用以及投资中兴物联物联网产业研发中心项目。对于中兴物联物联网产业研发中心项目，其具体内容包括“自适应与高安全车联网智能终端”与“超低损耗与高安全 NB-IoT”领域。

表 2: 公司发行股份募集配套资金方案

用途	金额 (万元)
支付本次交易的现金对价	10000
支付本次交易的中介机构费用	3000
中兴物联物联网产业研发中心项目	20000
合计	33000

资料来源: 公司公告、招商证券整理

业绩承诺未来三年净利润总额不低于 2.1 亿元, 具备较高安全边际。业绩承诺方面, 在利润承诺期即 2017 年度、2018 年度和 2019 年度, 中兴物联实现的合计净利润不低于 2.1 亿元。

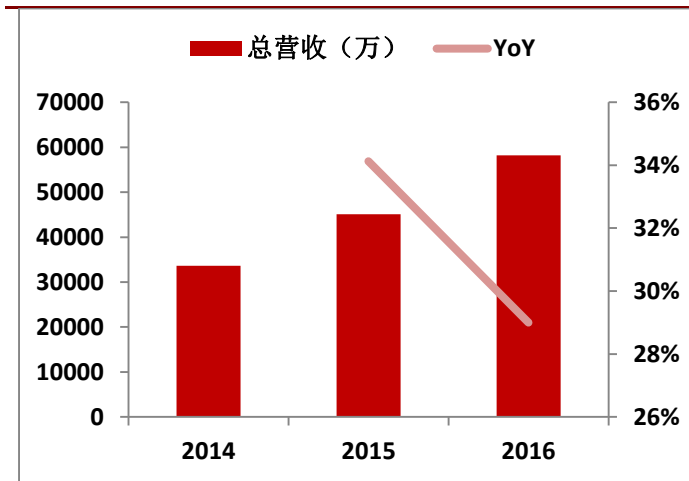
二、物联网模块受益行业爆发，车联网终端切中市场

1、中兴物联是国内领先的物联网企业，近年保持快速增长

中兴物联是国内领先的物联网企业，乘物联网之风，近年来公司主营实现快速持续增长。2014年至2016年，营业收入分别为3.4亿、4.5亿和5.8亿元，同比增速基本保持在30%左右。净利润方面，2016年实现净利润4147万元，同比增长26.3%。

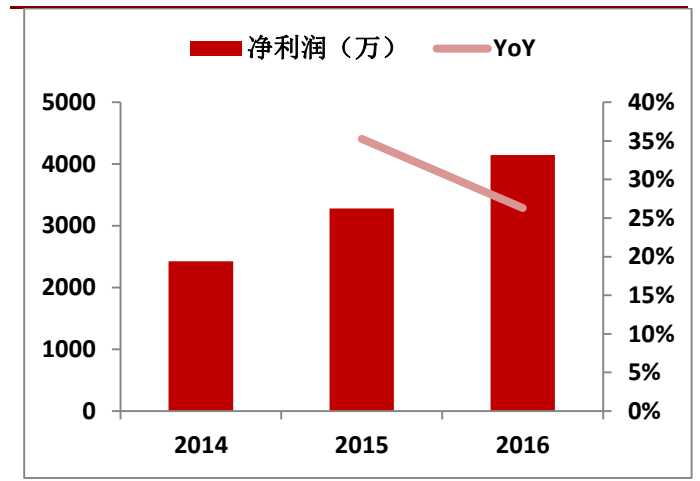
主营构成上，2016年公司物联网无线通信模块及其集成产品、物联网行业终端及组件以及车联网产品营收分别为40308万、8037万和9098万，对应占比为69.25%、13.81%和15.63%。

图 2：中兴物联营业收入（单位：万元）



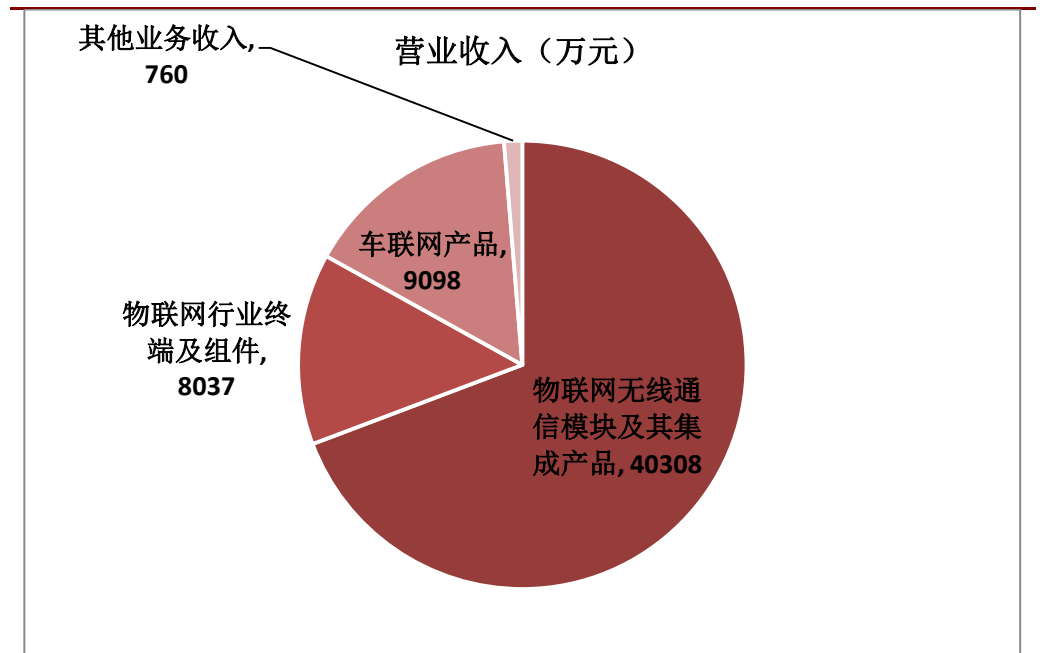
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：中兴物联净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，招商证券

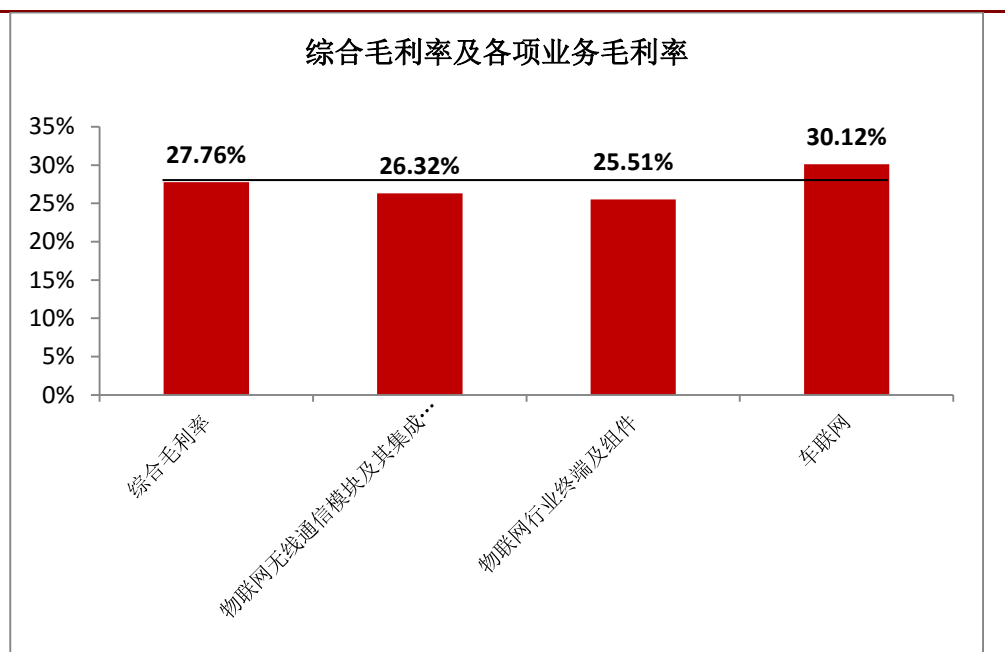
图 4：2016 年中兴物联主营构成（单位：万元）



资料来源：公司公告，招商证券

综合毛利率方面，公司 2015 年和 2016 年综合毛利率分别为 29.17% 和 27.76%。分业务来看，车联网产品是公司主营业务中毛利率最高达到业务。2016 年物联网无线通信模块及集成产品毛利率为 26.32%，物联网行业终端及组件业务毛利率为 25.51%，车联网产品毛利率为 30.12%。

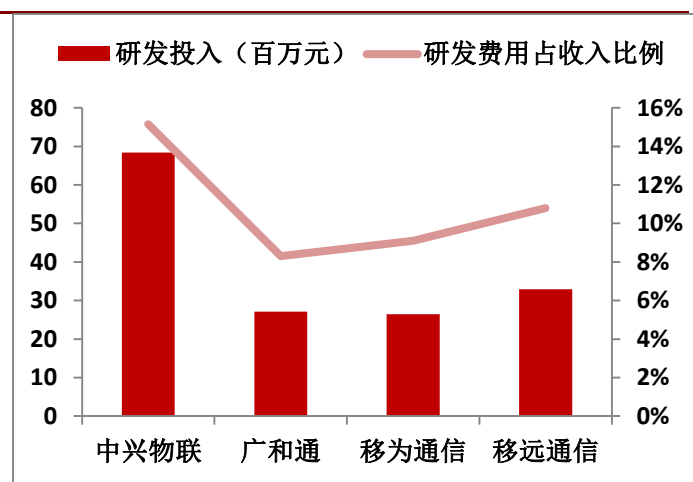
图 5：中兴物联综合毛利率及各项业务毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

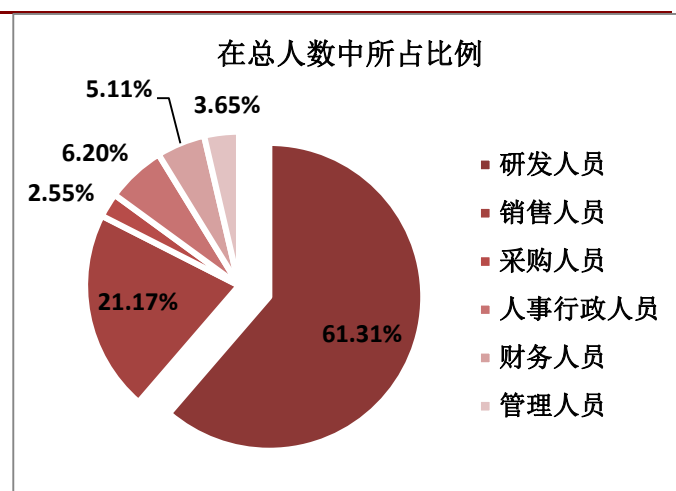
公司具备较强研发实力，研发费用率高于国内其他相关公司。中兴物联具有深厚的物联网通信技术积累与强大的研发能力，研发投入占比常年保持在 15%左右，高于行业内其他相关公司。此外公司拥有超过 160 人的研发团队，占公司总人数的 60%以上。

图 6：国内相关公司研发费及占收入比例横向对比



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 7：中兴物联研发人员占比超过 60%

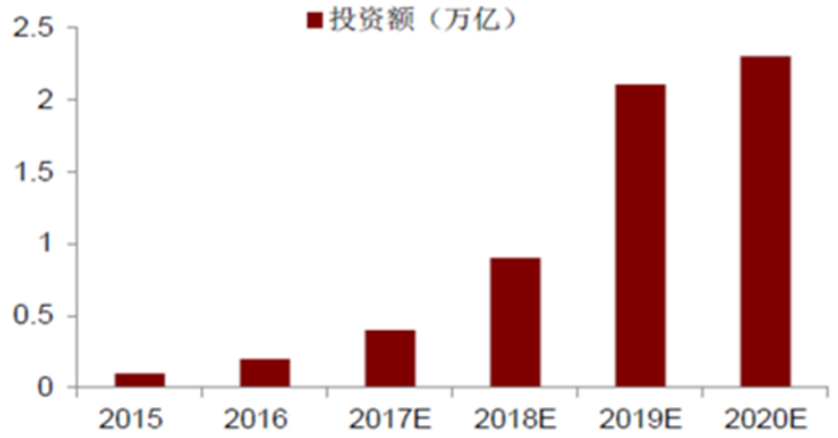


资料来源：公司公告，招商证券

2、中兴物联布局物联网通信模组百亿市场，冲击全球第一梯队

物联网是通信行业新兴应用产业，孕育巨大商机。物联网已成为通信行业重点发展的新兴应用领域，谷歌执行董事 Eric Schmidt 曾宣称，互联网即将成为历史，物联网将取而代之，成为生活的重要部分。从物联网终端的数量看，Gartner 预计到 2020 年全球智能连接数量将达到 1000 亿，其规模是 2016 年的 3 倍以上，带来的潜在增量市场超过 10000 亿美元，所产生的产业价值比互联网大三十倍。

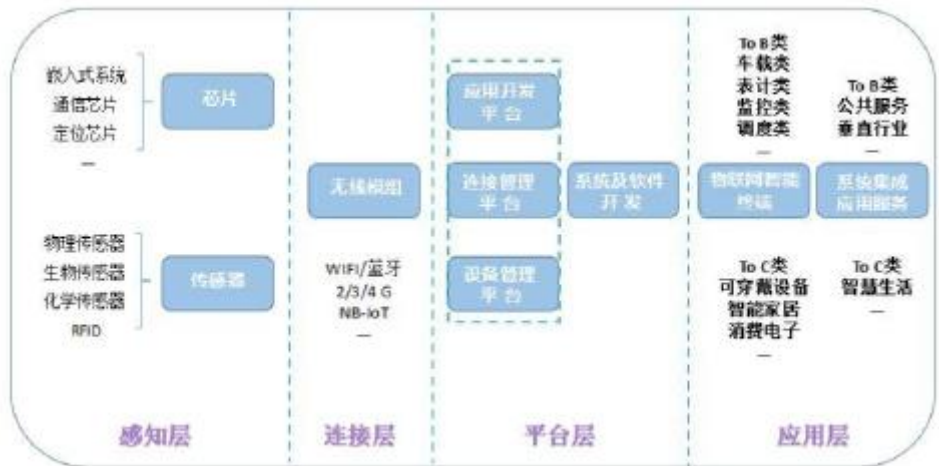
图 8: 全球物联网行业投资预测



资料来源: BI Intelligence, 招商证券

物联网无线通信模块是物联网网络层核心组件, 市场空间超过百亿。物联网的系统架构可以划分为感知层、网络层、平台层和应用层四个层次。物联网无线通信模块起着将终端设备接入物联网通信网络, 并将终端设备记录的数据上传到网络系统的作用, 是物联网的体系架构中, 网络层的重要载体和关键设备之一。相较于其他类型的物联网连接设备, 物联网无线通信模块凭借着优良的技术优势, 可以广泛应用于各行各业。

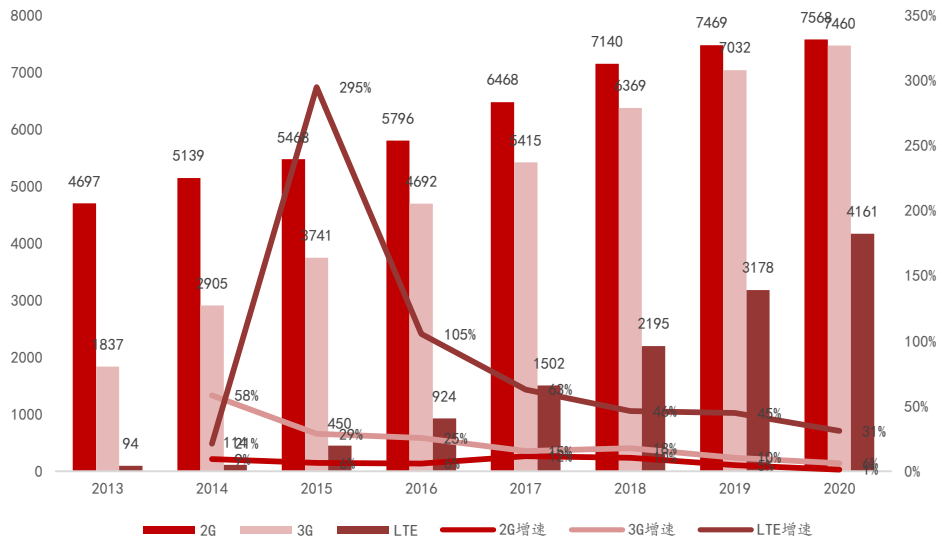
图 9: 物联网网络架构及产业链结构



资料来源: 公司公告, 招商证券

根据 TSR 预测, 2015-2020 年, 物联网无线通信模块应用的主要垂直市场包括智能交通、远程监测与控制、智能电表、安防以及移动支付等。总量从 9,800 万片增长至 1.9 亿片, 其中 LTE 产品会从 2015 年的 450 万片, 增长至大约 4,200 万片。

图 10: 2013-2020 年物联网无线通信模块市场规模及预测 (单位: 万)



资料来源: TSR, 招商证券

中兴物联是国内物联网通信模块领军企业，冲击全球第一阵营。目前，中兴物联物联网无线通信模块产品已累计发货超过 3200 万片，产品位居国内领先地位，同时已向日韩、欧美等国家和地区批量发货。在全球范围内，中兴物联物联网无线通信模块及集成产品业务规模仅次于 Sierra Wireless、Gemalto、Telit、U-blox 以及华为公司等国际一流厂商，位居全球第二梯队前列。

图 11: 模块产品持续稳定，目标跻身物联网通信模块产品全球第一阵营

中兴物联模块已在国内、外各类行业得到应用验证



模块产品成长历程

- 2003年，开始模块产品研发
- 2009年，第一个批量进入国内电力抄表市场
- 2010年，布局日韩；国内首推LGA封装模块
- 2012年，进入车载前装市场
- 2013年，中国首家推出LTE模块
- 2014年，推出业界最薄TD-LTE模块
- 2015年，发布全系列LTE模块产品
- 2016年，与高通、中国电信共同发布全网通模块ME3630
- 2016年，与中国电信联合发布CAT-1模块ME3610

模块产品成就

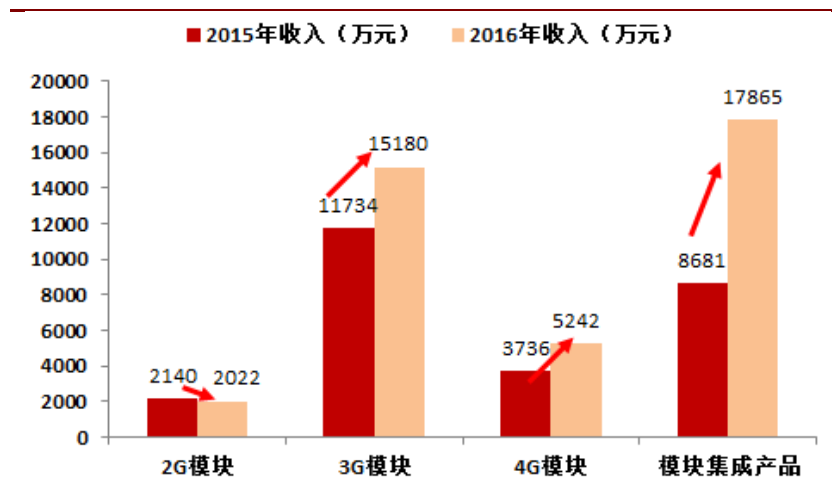
- 独创WeFoTa和OpenLink功能
- 累计发货超过2500万片
- 中国国网3G、4G份额第一
- 欧洲第一大电力公司Enel招标第一份额
- 日韩、欧洲、美国批量发货
- 4G产品上的先发优势和技术积累

三十年的技术沉淀，全系列智能模块

资料来源: 中兴物联, 招商证券

模块业务收入保持持续稳定增长，销量提升弥补产品平均售价下滑带来的影响。2016年中兴物联物联网无线通信模块业务收入为 4.03 亿元，同比增长 53.2%。进一步细分来看，2G、3G、4G 无线通信模块及通信模块集成产品收入分别为 0.20 亿，1.51 亿，0.52 亿以及 1.79 亿，较 2015 年同比增长-5.5%、29.4%、40.3%和 105.8%。

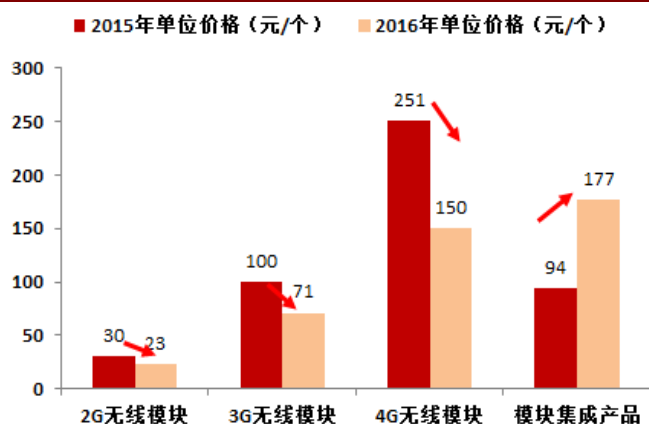
图 12: 近两年中兴物联模块产品收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

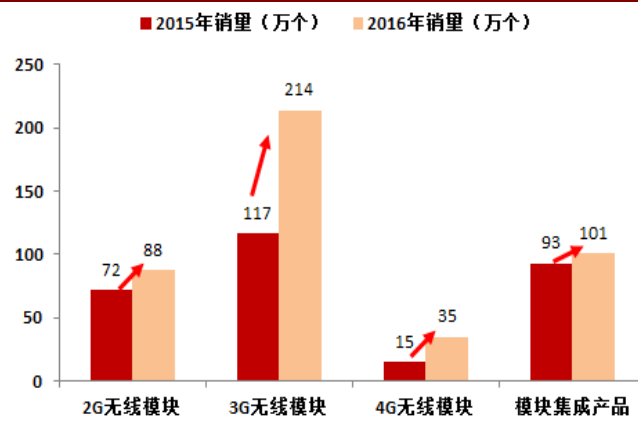
模块销售总量上, 2016 年模块产品销售总量达 438 万个, 同比增长 148%。产品平均售价方面, 2G、3G、4G 无线通信模块以及行业终端组件产品的销售平均价格呈下降趋势, 这主要由于中兴物联所处的行业产品更新换代较快, 新产品销售价格较高, 产品销售价格随时间下降较快所致。而无线通信模块集成产品价格上升, 主要是因为中兴物联为铁塔股份深度定制的通信模块, 技术含量高, 因此价格上升。

图 13: 近两年中兴物联模块产品平均销售单价情况 (元/个)



资料来源: 公司公告, 招商证券

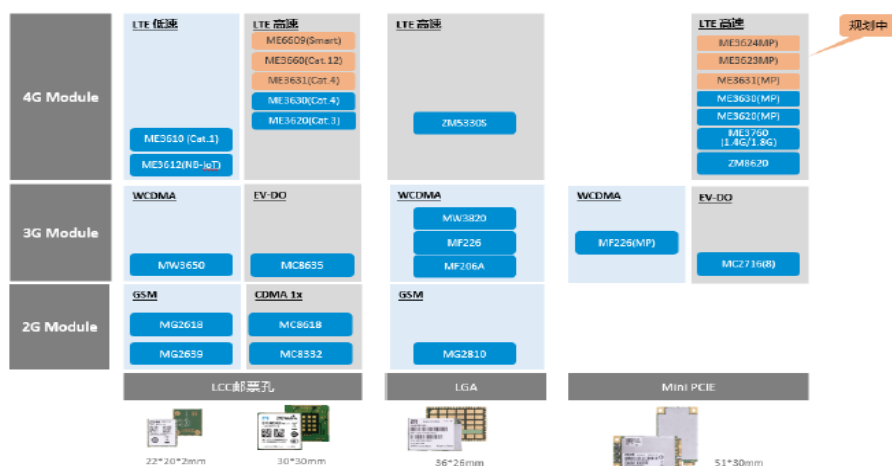
图 14: 近两年中兴物联模块产品销售量情况 (单位: 万个)



资料来源: 公司公告, 招商证券

聚焦 4G 高速产品, 战略布局 NB-IoT、LPWAN 及 LoRa 模块产品。目前公司可以提供 2G/3G/4G/各种通信网络制式的物联网无线通信模块产品。其中 4G 网络的 LTE 模块自 2013 年在国内首家推出以来取得了快速的发展, 并具备产品上的先发优势。在产品战略上, 中兴物联将继续聚焦 4G 高速产品, 并同时积极布局 LPWAN 模块及 NB-IoT 和 LoRa 模块。目前 NB-IoT 模块已经推出工程样片, 并与中国三大运营商完成了试点, 未来有望成为物联网无线通信模块的重要利润增长点。

图 15: 中兴物联拥有丰富多样的物联网无线通信模块产品

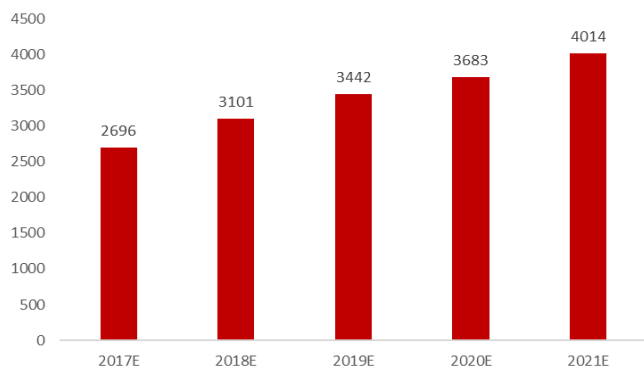


资料来源: 中兴物联, 招商证券

3、车联网领域达成国际深度合作, 满足后市场多样化需求

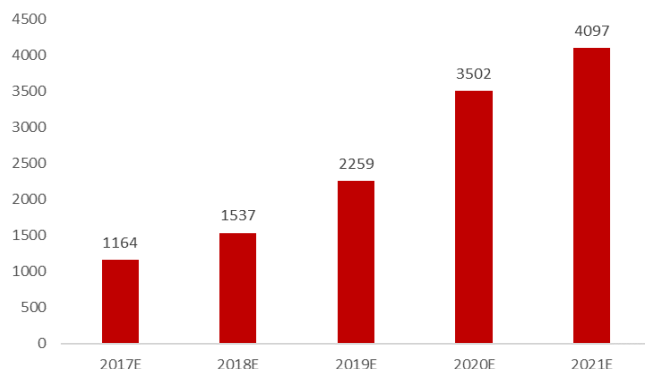
我国车联网市场规模超过千亿, 行业发展空间巨大。中国是全球汽车消费大国, 根据公安部交管局和国家信息中心数据, 2015 年中国汽车保有量达到 1.72 亿辆, 根据中国汽车产业的发展速度, 预计 2020 年我国汽车保有量将达到 2.50 亿辆。庞大的汽车市场为中国的车联网产业的增长提供了强有力的基础, 中国车联网正面临着全产业链的爆发性发展机会。根据中国产业信息网预测, 今年车联网规模将达到 2696 亿元, 到 2021 年市场规模将达 4014 亿元, 复合增长率约为 14.43%。此外, 在用户规模方面, 今年将达到 1164 万户, 到 2021 年用户规模将超过 4000 万户, 复合增长率约为 34.87%。

图 16: 车联网行业规模预测 (亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

图 17: 车联网行业用户规模预测 (万户)



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

车联网产品从无到有, 业绩实现的快速增长。中兴物联顺应行业发展趋势、终端市场应用情况在 2016 年开始大力开发的车联网产品, 并通过与欧美多家国际顶级运营商在车联网领域达成的深度合作关系, 实现了业绩的从无到有, 取得了快速增长, 2016 年车联网产品全年共计销售 49.02 万个, 平均售价 185.6 元/个, 实现总营收 9098.32 万元。

车联网产品在手订单充足, 毛利率较高。由于中兴物联车联网产品的技术集成性和复杂性相对较高, 市场需求旺盛, 目前公司 2017 年 1-4 月车联网产品在手订单约为 1.7 亿元。此外, 中兴物联提供的车联网产品主要根据特定需求进行定制化研究开发, 产品利润空间较高, 2016 年实现了 30.12% 的综合毛利润, 对中兴物联的毛利率保持稳定发挥了积极推动作用。

表 2: 中兴物联车联网产品在手订单情况 (单位: 万元)

车联网产品型号	在手订单
VM6200S	11,965.81
ZM5330S	3,803.42
AT21	854.70
VM6300	341.88
合计	16,965.81

资料来源: 公司公告, 招商证券

中兴物联具有通信和车载技术融合能力, 满足车联网后装市场的多样化需求。中兴物联以独创的模块化车联网产品设计理念为基础, 具备了车联网领域的通信技术和车载技术的深度融合能力, 填补了车载智能终端的通信技术应用空白。凭借在通信领域的专业能力和对嵌入式系统的深度理解, 中兴物联具备面向车联网应用市场的快速定制能力, 可以快速实现通信技术和汽车电子的跨界融合, 推出面向车载应用的差异化产品。

图 18: 中兴物联车联网终端产品应用示意图



资料来源: 中兴物联, 招商证券

目前中兴物联可以提供前装类的车规级通信模块与后装类的 UBI、OBD、T-BOX 车联网终端产品等各种基于车联网行业的技术与服务。其中, 公司的前装类车规级通信模块具有抗震性、故障率、电磁兼容、适应温度范围广等特点, 相比传统的通信模块具有更强的可靠性和适应性, 是国内少数能够提供车规级通信模块产品的厂商之一; 后装类车联网终端产品则可以提供驾驶信息监控、车辆自我诊断、车队智能管理、车载热点等信息化管理功能。目前与 AT&T、T-Mobile、TeliaSonera、Mojio、Octo 多家国际顶级运营商与 TSP 厂商达成了深度合作关系, 是国内为数不多能够与国际车联网市场达成多维度合作的车联网后装产品与服务提供商之一。

图 19: 中兴物联具有满足车联网后市场的多样化需求



资料来源: 中兴物联, 招商证券

图 20: 中兴物联车联网主要产品及国际销售状况



资料来源: 公司公告, 招商证券

未来公司双手紧抓车联网前装与后装市场，开展车联网平台运营服务。公司未来继续围绕车联网的前装市场和后装市场，深度拓展车联网领域的应用，同时基于自身在车联网智能终端技术的积累以及与运营商的良好合作关系，打造自有的车联网云平台。

表 3: 公司在车联网领域的发展战略

发展方向	发展战略
车联网前装市场	在车联网前装市场，中兴物联的发展为以车规级通信模块为基础，提升标的公司为汽车、交通设施实现无线通信提供必要的支撑产品和解决方案的能力，立足国内，获得行业经验并树立品牌形象，未来向国内外中高端汽车厂商拓展。
车联网后装市场	在车联网后装市场，中兴物联的发展战略为以国际示范项目为基础，以国际顶级运营商和 TSP 为目标客户与合作伙伴，顺应其拓展有效用户数量、提供多样化服务、加强专车监控等需要，向其提供端到端的定制化产品和解决方案，并借助大客户示范效应，打造中兴物联的车联网品牌，向更多的国际和国内运营商、TSP 进行拓展。
车联网平台运营业务	基于自身的车联网智能终端技术以及与业内一流运营商的深度合作关系，中兴物联将在未来大力发展车联网云平台运营业务，针对中国 UBI 和 OBD 市场打造自有云平台，基于用户驾驶行为习惯和车辆状态诊断信息，提供丰富增值服务，并开放平台共享，构建业务生态。

资料来源：公司公告，招商证券

4、国产卫星移动通信手持终端第一品牌；打造物联网终端连接管业平台

1) 物联网终端依托卫星领域，填补国内应用空缺

卫星通信终端孕育百亿级市场。根据规划，“十三五”期间，我国将建起一个全天候、安全可靠、自主可控的全球卫星通信系统。在我国从“卫星大国”向“卫星强国”迈进过程中，市场空间将进一步打开，卫星通信终端设备将充分收益。根据中国卫星通信集团预测，未来 10 年内，我国的卫星终端用户将超过 300 万，参照海外的情况，我国卫星移动通信行业的运营业务未来有望达到每年数十亿元的规模，市场潜力在百亿元以上。

中兴物联基于多年来在积攒的物联网智能终端产品设计能力，成功进入了卫星通信终端市场，并在卫星领域确立了较为明显的优势。目前已经开发出 T900 卫星手持机、T950 卫星便携式终端等卫星通信产品，该系列产品能够同时支持卫星和地面全网通的卫星通信产品，可以兼容大 S 波段卫星通信、国产北斗定位等技术，具有增强三防设计，并可以根据用户的需求完成进一步的深度定制，弥补了我国地面网和卫星通信融合产品领域的空白。此外中兴物联还一直致力于打造更高品质卫星终端产品，同时积极将卫星终端向多个行业延伸，未来有望成为中兴物联收入的重要利润来源。

图 21: 中兴物联卫星终端产品及产业介绍

产品型号	产品简介	主要应用及客户	图片
T900 手持机	支持卫星移动通信和地面网全网通通信，支持双路定位功能，并增强了三防设计，能够提供卫星语音电话、卫星短消息、卫星上网等卫星通信服务，并具备地面网消费类电子终端的常用业务功能，是国内唯一一个同时支持卫星和地面全网通的产品。	可以提供移动的卫星通信终端，可应用于渔业、林业、抗震救灾、科考等多种环境，代表性客户如中国通用技术研究院。	
T950 终端	支持卫星移动通信和地面网全网通通信，支持双路定位功能，并增强了三防设计，能够提供卫星语音电话、卫星短消息、卫星上网等卫星通信服务，相对于 T900 卫星手持机，特别增强了卫星上网的能力。	可以提供移动的卫星通信终端，可应用于渔业、林业、抗震救灾、科考等多种环境。	
N988Z	N988Z 是一款用于物联网通讯安全防护的无线通信组件，内置安全通信机制，防止外部恶意窃取及修改通讯信息，用户可随身携带并操作使用。该产品集成在面向政务、警务、商务行业应用的用户终端设备中，为行业客户提供信息传输保障能力。	适用于 CDMA 网络制式的各类终端产品，代表性客户如成都卫士通信息产业股份有限公司。	

资料来源：中兴物联，招商证券

表 4: 中兴物联物联网行业终端发展战略

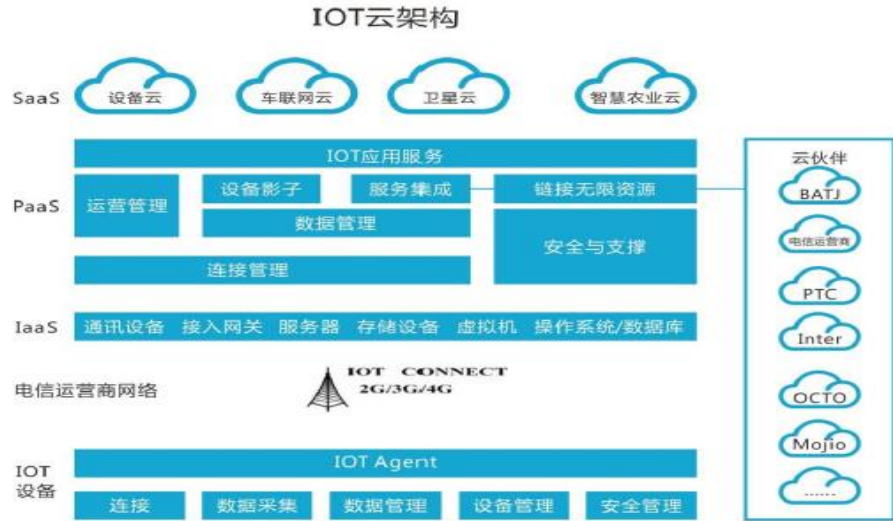
发展方向	发展战略
打造高品质卫星终端产品	在卫星终端产品市场，中兴物联致力于实现从手持机终端到卫星便携式终端、卫星 uFi、卫星车载终端、卫星船载终端等重点行业细分场景应用的完整覆盖，并通过增加产品对移动通信卫星制式的支持，有效提升产品的适用性和市场竞争力。
卫星终端向多个行业延伸	通过夯实卫星终端业务，中兴物联的物联网行业终端应用有望向渔业、林业、户外、应急救援等卫星通信的典型应用领域进行延伸和拓展，快速抢占空白市场，有效提升产品队列宽度，并持续加强行业终端的定制能力和面向农业、铁路、巡检等细分行业市场的产品竞争力，强化业务领先优势。

资料来源：公司公告，招商证券

2) 物联网管理平台，实现产品整合，提供行业解决方案

中兴物联通过物联网终端连接平台实现一揽子物联网产品、服务、解决方案的提供能力。中兴物联通过自主研发的物联网终端连接平台，实现对其物联网无线通信模块和终端产品的云端资源整合，为客户提供信息采集、设备连接、数据管理和应用创建等物联网云服务及物联网整体解决方案。目前已经广泛应用在农业、市政等多个领域。

图 22: 中兴物联网整体解决方案示意图



资料来源: 公司公告, 招商证券

中兴物联在畜牧、市政等细分领域更具优势。中兴物联基于对物联网连接技术多年的开发经验与对细分领域客户需求的深度理解, 在 NB-IoT 的连接能力 (可以同时连接 50000+ 的海量单元)、覆盖能力 (10km)、待机能力 (10 年)、成本压缩能力 (单个终端 5 美元以内) 以及系统与平台的运作可靠性等方面, 居于行业一流水准。未来公司将继续聚焦 LoRa 和 NB-IoT 解决方案, 在提升智慧畜牧业、市政资产管理整体解决方案的同时, 将业务逐步扩展到其他行业领域和细分市场。

表 5: 中兴物联的物联网整体解决方案的应用

产品型号	方案简介	主要应用	主要客户
智慧畜牧	向客户提供基于位置监控的牛羊生命周期分析解决方案, 通过牛羊养殖大数据智能分析系统, 帮助客户提高养殖质量和经济效益。	畜牧业养殖场的牲畜位置信息和状态信息采集, 管理以及养殖大数据分析等。	北京京东世纪贸易有限公司
智慧市政	中兴物联的无线智慧地井监测系统依托蜂窝通讯连接方式, 为井盖提供端到端的解决方案, 协助政府和相关运营单位实现对辖区井盖的移动和安全等管理。	井盖的移动信息采集和井盖管理, 后台监控, 大数据分析等。	市政部门

资料来源: 公司公告, 招商证券

三、投资建议

1、核心逻辑

万物互联，“网”、“端”先行。当前正处于物联网爆发前夜，行业未来几年有望保持 20% 以上的增长，到 2020 年我国物联网产业规模将达到 2 万亿，**通信模块最具确定性，在细分行业应用领域，车联网作为附加值最高的行业，前景明晰。**其中，通信模块作为物联网领域连接层最核心的设备之一，未来必将随着连接数的增加迎来爆发，根据 TSR 预测，到 2020 年，物联网无线通信模块总量将从 2015 年的 9,800 万片增长至 1.9 亿片。此外，我国作为全球第一汽车大国，随着政策和技术的推动，车联网已经是最具确定性的应用方向。公司通过收购中兴物联，成功切入物联网无线通信模块和车联网前装/后装产品市场，为公司带来从通信连接模块、终端、网关到云平台的技术升级的同时，还补充完善了公司物联网架构的版图。未来随着物联网无线通信模块与车联网相关产品的放量，公司业绩快速增长将得到长期保障。

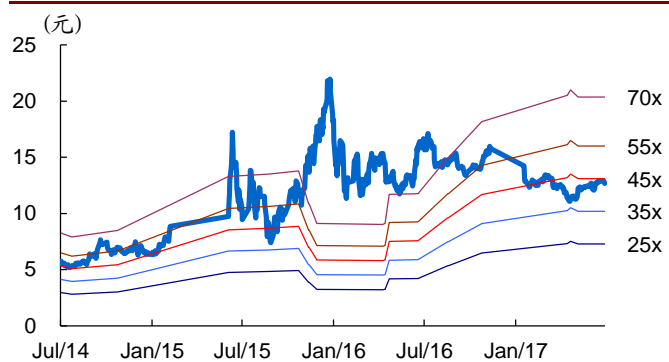
主营业务向好，业绩具有确定性。目前高新原有业务智慧城市大数据、综合监控系统、铁路行车安全系统、公安执法监督等产品保持高速增长，订单量饱满。2017 年上半年，智慧城市大数据业务及铁路行车安全业务继续保持较好增长，推动公司业绩快速提升，预计公司上半年归属母公司净利润 1.7~1.9 亿元，同比上涨 28.68%~43.82%。

2、投资建议

我们看好公司在物联网领域的布局，物联网作为通信行业未来的发展趋势，市场空间广阔。收购中兴物联使公司成功切入物联网移动通信模块和车联网领域，随着物联网的蓬勃发展公司未来业绩具备较高弹性。

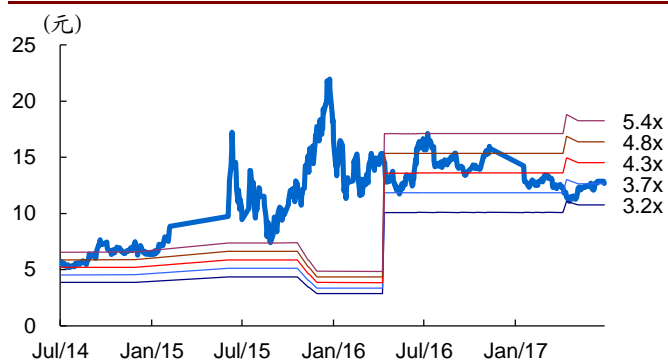
我们预计，不考虑并表情况下，公司 2017~2019 年净利润分别为 4.04 亿、5.21 亿和 6.79 亿。考虑收购中兴物联之后，2017~2019 年净利润分别为 4.52 亿、5.90 亿和 7.72 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.67 元，对应当前股价 PE 为 32x/24x/18x，给予“强烈推荐-A”评级。

图 23: 高新兴历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 24: 高新兴历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2214	2568	3602	4350	5335
现金	1093	1051	1599	1687	1793
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	37	49	66	88	116
应收款项	488	661	866	1152	1532
其它应收款	33	72	97	130	172
存货	234	330	427	568	755
其他	330	405	547	727	967
非流动资产	2081	2262	2795	2789	2783
长期股权投资	13	132	132	132	132
固定资产	66	79	248	216	188
无形资产	60	53	48	43	39
其他	1943	1998	2368	2399	2426
资产总计	4295	4830	6397	7139	8119
流动负债	818	943	1265	1587	2016
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	483	517	684	910	1211
预收账款	34	74	98	131	174
其他	301	352	383	446	531
长期负债	50	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0	0
其他	50	108	108	108	108
负债合计	868	1051	1373	1695	2123
股本	1071	1075	1145	1145	1145
资本公积金	1998	2025	2866	2866	2866
留存收益	351	656	990	1411	1962
少数股东权益	8	23	23	23	22
归属于母公司所有者权益	3420	3756	5001	5421	5973
负债及权益合计	4295	4830	6397	7139	8119

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(119)	280	209	217	258
净利润	140	316	452	590	772
折旧摊销	16	26	18	44	38
财务费用	8	0	(7)	(7)	(8)
投资收益	(5)	5	(43)	(64)	(88)
营运资金变动	(290)	(95)	(255)	(351)	(467)
其它	11	27	44	5	10
投资活动现金流	(23)	(304)	(587)	(31)	(27)
资本支出	(8)	(45)	(217)	0	0
其他投资	(15)	(260)	(370)	(31)	(27)
筹资活动现金流	960	34	926	(98)	(125)
借款变动	(1443)	6	83	0	0
普通股增加	887	4	70	0	0
资本公积增加	1499	27	841	0	0
股利分配	0	(118)	(118)	(169)	(221)
其他	17	115	50	71	95
现金净增加额	818	9	548	88	106

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1081	1308	1765	2348	3123
营业成本	776	720	953	1268	1686
营业税金及附加	4	11	15	19	26
营业费用	81	135	180	242	322
管理费用	114	196	212	282	375
财务费用	(30)	(68)	(7)	(7)	(8)
资产减值损失	5	26	26	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	(5)	43	64	88
营业利润	136	282	429	582	784
营业外收入	27	74	74	74	74
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	162	356	503	655	857
所得税	21	40	51	66	85
净利润	141	316	452	590	772
少数股东损益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	140	316	452	590	772
EPS (元)	0.13	0.29	0.39	0.52	0.67

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	47%	21%	35%	33%	33%
营业利润	88%	108%	52%	36%	35%
净利润	9%	125%	43%	31%	31%
获利能力					
毛利率	28.2%	44.9%	46.0%	46.0%	46.0%
净利率	13.0%	24.2%	25.6%	25.1%	24.7%
ROE	4.1%	8.4%	9.0%	10.9%	12.9%
ROIC	2.7%	5.0%	7.3%	9.2%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	21.8%	21.5%	23.7%	26.2%
净负债比率	0.0%	0.3%	1.6%	1.4%	1.2%
流动比率	2.7	2.7	2.8	2.7	2.6
速动比率	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	4.6	2.6	2.5	2.5	2.5
应收帐款周转率	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
应付帐款周转率	2.0	1.4	1.6	1.6	1.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.29	0.39	0.52	0.67
每股经营现金	-0.11	0.26	0.18	0.19	0.23
每股净资产	3.19	3.49	4.37	4.73	5.22
每股股利	0.11	0.11	0.15	0.19	0.25
估值比率					
PE	97.0	43.2	32.2	24.6	18.8
PB	4.0	3.6	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	66.0	33.1	17.0	12.1	9.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，6年证券行业经验，2016年新财富第三，水晶球第二，2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业联席首席分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，5年证券研究经验，2016年新财富第三，水晶球第二，2015年新财富第五，水晶球第四

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。