

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

有方科技(688159)
增持

昨收盘: 65.35 元

(首次评级)

2020年02月11日

股票数据

总股本/流通(百万股)	92/19
总市值/流通(百万元)	1,866/380
上证综指/深圳成指	2,876/10,728
12个月最高/最低(元)	20.35/20.35

深度报告

科创板优质物联网模组标的

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

● 国内一线物联网模组供应商,积极向下游延展

公司是国内一线物联网模组公司,近年来成功向下游拓展了终端及解决方案业务,整体上实现了较快增长。模组方面,公司拥有2G//3G/4G/NB-IOT多品类产品,终端方面,2017年开始在海外OBD车载终端进入批量发货阶段,是国内唯二能供应的厂商之一。解决方案领域,也开始为客户提供“云+端”的综合解决方案。公司团队大多具有中兴通讯团队背景,技术扎实,同时股东中有智慧家居及车联网领域股东,也给公司业务开拓提供了一定的土壤。公司股权覆盖面广,团队凝聚力强。上市后拟结合募集资金,加大对4G及NB、5G及V2X车载方向的研发,进一步增加公司产品能力。

● 国产模组公司全面崛起,有望形成“一超多强”格局

国产模组厂商依靠工程师红利将市场成功拓展到海外,在老牌海外模组巨头的优势领域攻城略地,逐步扩大全球市场份额,成为全球模组供应主力。国内各厂商之间目前形成了“一超”(移远通信)“多强”(日海智能、广和通、中兴物联、美格智能、有方科技)格局。有方科技凭借技术和资源积累,在智慧能源和车载领域,具有较强竞争力,跻身国内第一梯队企业。

● 物联网应用市场广阔,公司专注于能源和车载

物联网下游应用众多,公司选择智慧能源和车联网两个领域深耕。智慧能源近年来受益于NB-IOT技术对行业的信息化改造,物联网模组出货量快速攀升;车联网市场受益于汽车智能化升级及UBI渗透率的提升,相应模组需求空间巨大。公司在该两领域内均具有较高的市占率和较强的竞争力。

● 看好公司业务布局和长期发展,首次覆盖,给予“增持”评级

看好公司的成长空间和竞争力,预计公司19-21年归属母公司净利润0.63/0.93/1.25亿元,目前对应104/71/53倍市盈率,参考可比公司估值及绝对估值法,2020年合理价格区间为32.05~40.31,给予“增持”评级。

● 风险提示

物联网模块出货量不达预期;4G产品快速降价;市场竞争加剧

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	557	874	1,258	1,692	2,199
(+/-%)	11.7%	56.9%	43.9%	34.5%	30.0%
净利润(百万元)	43.50	63.25	93.14	124.61	161
(+/-%)	-15.7%	45.4%	47.3%	33.8%	28.8%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.69	1.01	1.35	1.74
EBITMargin	15.6%	6.7%	7.2%	7.3%	7.4%
净资产收益率(ROE)	10.2%	13.1%	16.4%	18.3%	19.5%
市盈率(PE)	110.2	104.4	70.9	53.0	41.2
EV/EBITDA	58.1	110.7	72.1	54.7	43.5
市净率(PB)	11.24	13.66	11.64	9.72	8.02

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测注:摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是国内一线物联网模组供应商，在智慧能源和车载两个领域竞争优势凸显，有望受益相应细分领域近年来的快速爆发。我们看好公司的成长空间和竞争力，预计公司 19-21 年归属母公司净利润 0.63/0.93/1.25 亿元，目前对应 104/71/53 倍市盈率。参考可比公司估值及绝对估值法，2020 年合理价格区间为 32.05~40.31，给予“增持”评级。

核心假设或逻辑

核心假设：

- (1) 公司模组业务随着智能电网的全面改造升级，2019 年开始恢复高增长
- (2) 公司终端业务新客户拓展顺利，全面进入批量出货阶段
- (3) 随着规模效应的凸显，公司管理费用率、销售费用率逐步下降。

与市场预期的差异之处

公司在垂直领域深耕，有望突破燃气及水等新领域，模组业务有望重回增长，市场对于此或不太乐观。

公司海外 OBD 业务市场前景广阔，市场或对此认识不充分。

股价变化的催化因素

物联网行业利好政策出台；公司收入增长超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、电网领域采购不达预期
- 2、公司终端业务新客户无法进入批量出货阶段
- 3、公司控费不达预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值	7
投资建议	7
国内一线物联网模组供应商，积极向下游延展	8
专注物联网连接，业绩快速增长	8
跻身国内蜂窝通信模组公司一线阵营	9
向终端和解决方案领域拓展，增长亮眼	10
中兴通讯团队背景，持股覆盖面大，产业资源丰富	11
国产模组公司全面崛起，有望形成“一超多强”格局	13
国产模组厂商全面崛起，成全球主要供应力量	13
海外模组厂商份额被逐步蚕食，国产力量全面崛起	15
国内竞争格局未定，有望形成“一超多强”格局	15
物联网应用市场广阔，公司专注于能源和车载	18
智能表计领域景气度高，公司深耕电网领域充分受益	19
车联网市场方兴未艾，公司成功切入海外高端市场	22
盈利预测	23
假设前提	23
收入成本拆分及未来 3 年盈利预测	23
盈利预测的敏感性分析	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 公司业务环节示意图	8
图 2: 公司 2018 年业务构成.....	8
图 3: 公司历史收入及增速 (万元)	9
图 4: 公司历史归母净利润及增速 (万元)	9
图 5: 4G 通信模组示例	9
图 6: NB-IOT 通信模组示例.....	9
图 7: 全球领先模组公司 2018 收入规模 (亿元)	10
图 8: 公司过去三年无线通信模组业务收入 (万元)	10
图 9: 4G 智能 OBD (N2810)	10
图 10: 4G 智能 OBD (N2860)	10
图 11: 公司过去三年物联网终端业务收入 (万元)	11
图 12: 公司股权结构.....	12
图 13: 公司研发投入.....	13
图 14: 无线通信模组厂商示意图.....	14
图 15: 2018 年市场份额 (基于出货量)	14
图 16: 2018 年市场份额 (基于收入)	14
图 17: 全球领先模组公司 2016 收入规模 (亿元)	15
图 18: 全球领先模组公司 2018 收入规模 (亿元)	15
图 19: 公司直销和经销比例变化 (万元)	17
图 20: 可比公司直销占比.....	17
图 21: 研发投入占比对比.....	17
图 22: 2018 年 4G 出货均价 (元)	18
图 23: 物联网应用领域及市场价值	18
图 24: 2016-2023 年全球蜂窝通信模块应用领域市场规模预测 (单位: 百万块) ..	19
图 25: 公司 2019 年上半年收入按应用领域划分.....	19
图 26: 国网 4G 制式采集终端设备招标合计 (台)	20
图 27: 公司过去三年智能电网领域模块收入.....	20
图 28: 2017 年中国一次能源消费结构	21
图 29: 2020 年中国一次能源消费结构	21
图 30: 2017 年部分地区 UBI 保险渗透率.....	23
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设.....	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较.....	7
表 5: 公司高管背景及持股情况.....	12
表 6: 公司募集资金用途.....	13
表 7: 全球头部模组公司市场份额变化情况.....	15
表 8: 头部模组公司对比.....	16
表 9: 公司在国网市场竞争对手.....	21

表 10: 公司新拓展的车载终端客户	23
表 11: 公司业务收入拆分 (万元)	23

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

公司近两年业绩处于爆发期，后续维持在 30% 的稳定增速。近两年处于新产品迭代期，毛利率呈现先降后升趋势。公司研发费用不高，整体管理费用率在 7% 左右的水平，以大客户直销的模式决定了销售费用率并不高，保持在 2%~3% 的水平。所得税率在出口退税及研发扣除后，在 6% 的水平。股利分配比率一直保持在一般水平，按照近两年情况预计在 10% 左右。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	122.82%	52.11%	11.66%	56.89%	43.93%	34.47%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	81.40%	76.55%	75.26%	77.65%	77.18%	77.04%	77.00%	77.00%	77.00%
管理费用/营业收入	4.54%	4.45%	5.26%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
销售费用/销售收入	2.34%	2.45%	3.47%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
营业税及附加/营业收入	0.36%	0.34%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%
所得税税率	10.00%	12.58%	6.40%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
股利分配比率	6.90%	7.02%	58.59%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	6.00%
无风险利率	3.00%	Ka	10.20%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价 (元)	71.8	Ke	10.30%
发行在外股数 (百万)	92	E/(D+E)	98.55%
股票市值(E, 百万元)	6606	D/(D+E)	1.45%
债务总额(D, 百万元)	97	WACC	10.22%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值为 35.68 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，认为公司的估值区间为 32.05~40.31 元。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		14.0%	14.5%	15.00%	15.5%	16.0%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	49.39	44.82	40.96	37.66	34.81
	3.0%	46.43	42.40	38.96	35.99	33.40
	2.5%	43.90	40.31	37.21	34.52	32.15
	2.0%	41.73	38.49	35.68	33.21	31.03
	1.5%	39.83	36.90	34.32	32.05	30.03
	1.0%	38.17	35.48	33.11	31.01	29.13
	0.5%	36.70	34.22	32.03	30.07	28.31

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值

选取同行业上市公司高新兴、日海智能、广和通等作为比较对象, 根据 wind 一致预期数据, 同行可比对象 2018/2019/2020 年的 PE 平均值为 64.2/25.6/34.4 倍。

期中, 作为纯模组公司, 移远通信和广和通估值较高, 作为同样具有终端+解决方案业务的高新兴和日海智能, 估值较低, 但大多数公司 2020 年估值在 25~35 倍区间。因此综合来看, 考虑到公司处于业务快速增长期, 给予一定溢价, 给予 2020 年 35~40 倍 PE 估值, 对应股价为 35.35~40.40 元。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (6月30日)	EPS (元)			PE		PB	PEG	总市值 (百万元)	
			2018	2019E	2020E	2018	2020E				
688159.SH	有方科技	71.8	0.65	0.69	1.01	110.2	104.4	70.9	7.3	18.9	6,583
同类公司:											
300098.SZ	高新兴	5.3	0.31	-0.07	0.21	17.0	-75.4	25.1	1.6	0.6	9,313
002313.SZ	日海智能	17.3	0.23	0.38	0.63	75.2	45.5	27.5	2.6	0.7	5,398
300638.SZ	广和通	66.2	0.72	1.31	1.95	91.9	50.5	33.9	7.1	0.6	8,883
603236.SH	移远通信	196.1	2.7	2.4	3.84	72.6	81.7	51.1	10.5	-7.4	17,484
均值						64.2	25.6	34.4	5.5	-1.4	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测 (高新兴、日海智能、广和通、移远通信数据为 Wind 一致预期)

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 35.35~40.31 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

国内一线物联网模组供应商，积极向下游延展

专注物联网连接，业绩快速增长

公司是由中兴通讯背景的团队自主创业发展的一家优秀的物联网模块公司，2006年成立，于2020年1月成功登陆科创板。公司成立之初即专注于物联网连接环节，主要产品为无线通信模组，后来逐步向下游延伸至终端及解决方案。业务范围如下所示。

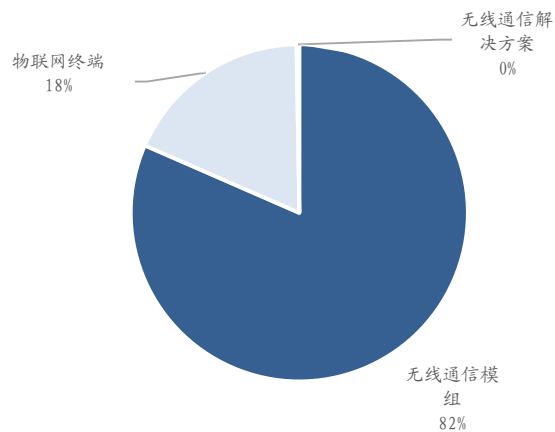
图 1：公司业务环节示意图



资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

截止 2018 年，公司的主要收入来源依旧是通信模组（占比 80%以上），其次是终端收入（占比 18%），解决方案业务刚起步。业务结构如下所示。

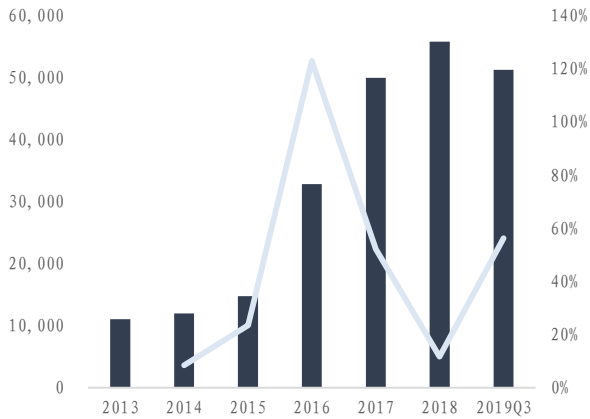
图 2：公司 2018 年业务构成



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师整理

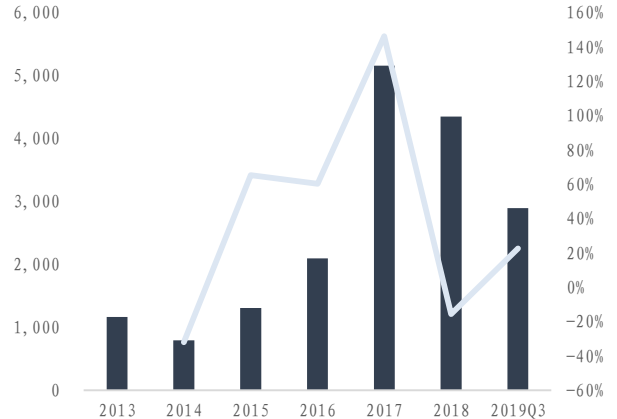
过去几年，在物联网行业快速发展背景下，公司整体实现了优异的成长，尤其是 15-17 年快速发展，19 年重回高增长区间。

图 3： 公司历史收入及增速（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 4： 公司历史归母净利润及增速（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

跻身国内蜂窝通信模组公司一线阵营

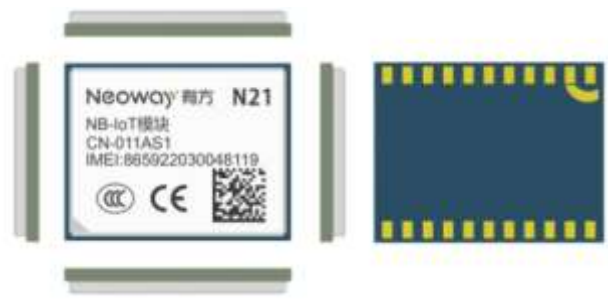
公司的无线通信模组，指 2G/3G/4G 蜂窝通信模组，主要实现帮助终端接入运营商网络，将采集的数据信息传输至服务器，以实现信息数据的存储、统计、分析等应用功能。

图 5： 4G 通信模组示例



资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 6： NB-IOT 通信模组示例

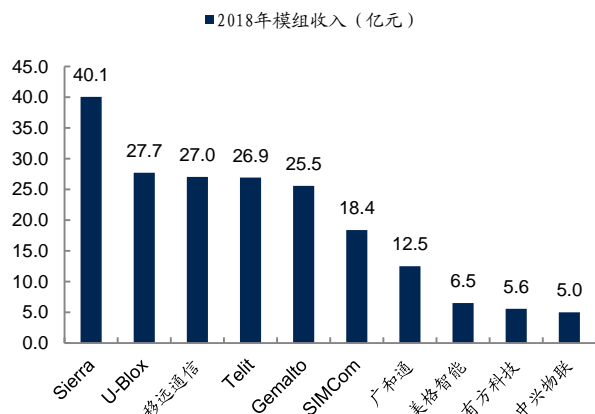


资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司的无线通信模块业务，在国内属于第一梯队企业，业务体量仅次于移远通信，日海智能、广和通、美格智能。

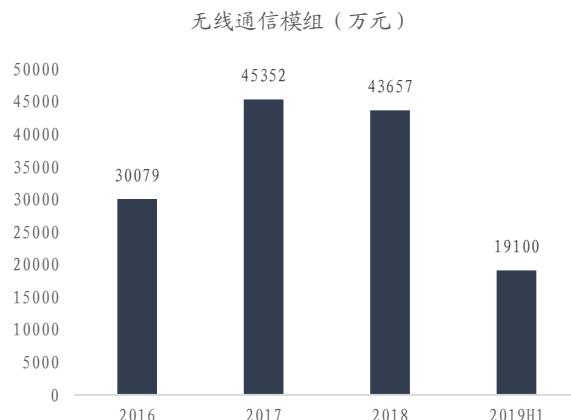
由于下游细分应用领域成长性的不同，公司 18 年相较于竞争对手增长有所停滞，预期在经历转型和应用拓展后，19 年后将重回高增长区间。

图 7：全球领先模组公司 2018 收入规模（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 8：公司过去三年无线通信模组业务收入（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

向终端和解决方案领域拓展，增长亮眼

为丰富产品结构，实现产品从模块向终端的延伸，公司 2016 年选择海外车联网市场作为切入点开始研发无线通信终端产品，并在 2017 年首次实现商业化批量销售。

公司自主开发的 4G 智能 OBD 产品搭载安卓智能操作系统，支持安卓 6.0 系统，支持 4G/3G/2G 多种无线通讯方式；支持 Wi-Fi 热点，GPS 定位；支持 OBD 行车协议；通过植入 APP 应用产品可以实现车辆的驾驶行为分析和统计、车辆定位和跟踪、实时读取诊断数据等功能，可应用于如车队管理、用户行为保险（UBI）、汽车金融、租赁服务、车载 Wi-Fi 热点等多种场景。该产品迅速得到海外客户的认可，如国际车载产品知名供应商 Harman、亚洲市场的印度大型商业集团 Reliance、西班牙电信运营商 Telefonica、巴西电信运营商 VIVO，目前均处于快速出货阶段。

图 9：4G 智能 OBD（N2810）



资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师归纳整理

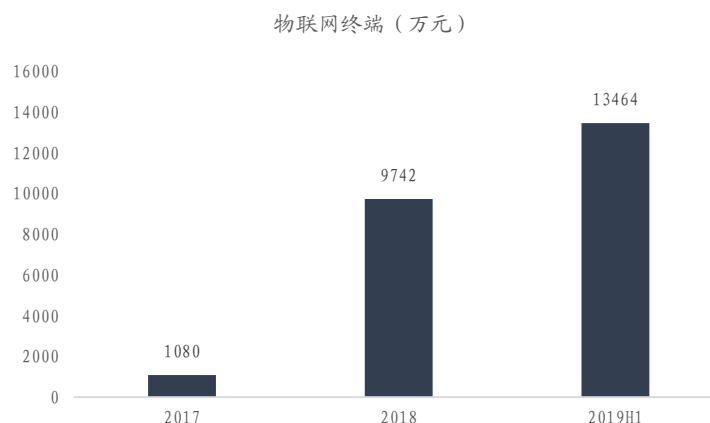
图 10：4G 智能 OBD（N2860）



资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师归纳整理

过去两年，凭借这款产品，公司终端业务实现了快速增长。

图 11: 公司过去三年物联网终端业务收入 (万元)



资料来源: 有方科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司的无线通信解决方案, 目前处于起步阶段, 有了几个应用案例, 如 2019 年公司贵州燃气 (600903) 提供采暖家装管理系统, 主要包括数据通信终端以及多功能 IoT 管理平台, 实现分户式采暖设备数据采集、远程监控、智能恒温等功能平台化和集成化, 将帮助传统燃气采暖行业升级到高效化和智能化管理。预期后续能够在公司的智慧能源优势领域获得推广。

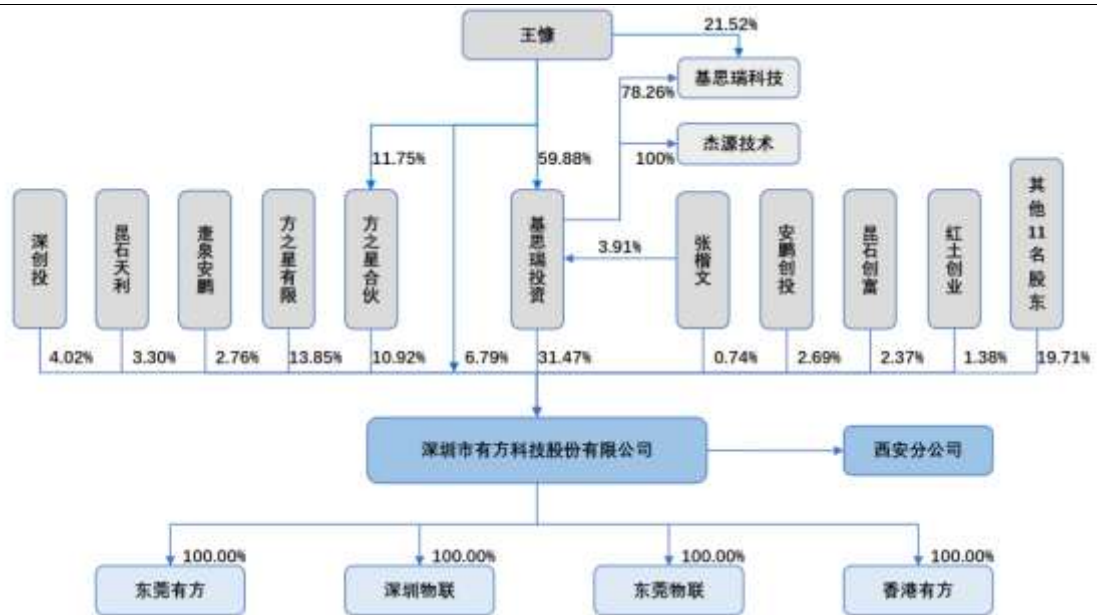
中兴通讯团队背景, 持股覆盖面大, 产业资源丰富

公司团队大多具有中兴通讯背景, 且股东中, 拥有智能家居、汽车产业背景的投资方, 对公司后续开拓相应领域的业务意义重大。

公司上市之前的股权结构如下所示: 其中, 基思瑞投资、方之星有限、方之星合伙均为员工持股平台, 董事长王慷通过三个平台间接和直接持有公司股份合计 38.26%, 是公司的实际控制人。张楷文是公司副总经理, 持股 0.74%。其它均为投资机构, 其中, 是泉安鹏和安鹏创投为北京汽车集团有限公司控制的企业, 为产业投资机构, 美的产投为美的创新投资有限公司参股的合伙企业, 亦属于产业投资人。

王慷于 1998~2009 年间任职于中兴通讯, 历任硬件工程师、传输硬件开发部部长、中兴移动副总经理等职务, 后入主有方科技。王慷在无线通信领域拥有 27 年的资深经验, 其主导研发了由 5 项核心基础技术和 11 项核心应用技术构成的公司核心技术体系, 形成了多项公司自主研发的技术成果。

图 12: 公司上市之前股权结构



资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

除了王慷董事长, 公司主要管理团队及技术人员大多具有中兴通讯背景, 如下所示。目前主要的高管及技术人员, 均有公司持股, 团队凝聚力较强。

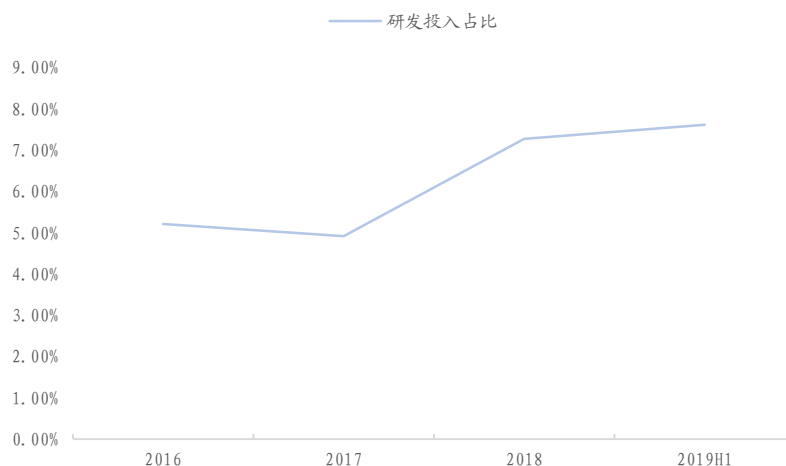
表 5: 公司高管背景及持股情况

职务	姓名	持股数 (万股)	背景
董事长兼总经理	王慷	1850.76	生于 1970 年 9 月, 北京大学 MBA。1991 年 9 至 1998 年 2, 曾任职于航空部陕西省千山电子仪器厂; 1998 年 3 月至 2009 年 12 月, 任职于中兴通讯股份有限公司, 历任硬件工程师、传输硬件开发部部长、中兴移动副总经理等职务; 2011 年 6 月至 2015 年 7 月, 任有方有限执行董事兼总经理, 2015 年 8 月至今, 任公司董事长兼总经理。
副总经理	张增国	236.71	2000 年 12 月至 2004 年 5 月, 任职于中兴通讯股份有限公司; 2004 年 6 月至 2007 年 9 月, 任职于深圳市中兴移动通信有限公司。
副总经理	魏琼	226.10	2005 年 5 月至 2010 年 5 月, 任职于深圳市中兴移动通信有限公司
副总经理	杜广	246.88	1998 年 7 月至 2013 年 2 月, 任职于中兴通讯股份有限公司
副总经理	张楷文	135.51	2004 年 1 月至 2008 年 7 月, 任职于深圳市中兴移动通信有限公司
副总经理兼董事会秘书	姚凤娟	70	1998 年 5 月至 2004 年 4 月, 任中兴通讯股份有限公司本部事业部办公室主任
首席技术官	肖悦赏	187.83	1998 年 4 月至 2004 年 6 月, 任职于中兴通讯股份有限公司; 2004 年 6 月至 2008 年 6 月, 任职于深圳市中兴移动通信有限公司
研发部副经理	林深	95.3	2003 年 5 月至 2005 年 7 月, 任中兴通讯股份有限公司软件工程师, 2007 年 3 月至 2011 年 7 月, 任职于深圳市中兴移动通信有限公司, 历任软件工程师、软件经理、系统部软件科长
模块事业部总经理、系统部部长	彭焰	20	2008 年 12 月至 2013 年 5 月, 任职于中兴通讯股份有限公司, 历任高级工程师、三级主任工程师
电器设备联网解决方案 BU 总经理	汤柯夫	17	
市场部系统工程师	田同军	10	2002 年 5 月至 2006 年 6 月, 任中兴通讯股份有限公司硬件工程师; 2006 年 6 月至 2014 年 1 月, 任深圳市中兴移动通信有限公司项目经理
研发总经理	郭建林		2006 年 4 月至 2016 年 5 月, 任职于中兴通讯股份有限公司, 历任工程师、项目经理、部门经理、产品总工等职务
公司软件二部部长	尚江峰		2006 年 4 月至 2013 年 5 月, 任职于中兴通讯股份有限公司, 历任工程师、项目经理、部门经理等职务

资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

公司技术实力扎实，上市后加大研发投入，重点开发 5G。公司目前的主要应用方向为智能电网和车载，都是对模块的性能稳定性要求极高的场景，表明了公司技术实力的扎实，受到了业内的高度认可。截止 2019 年上半年，公司员工数 455 人，研发人员 248 人，占比 54.51%。公司研发投入占收入比重目前维持在 7%左右的水平，业内领先。

图 13: 公司研发投入



资料来源: WInd、国信证券经济研究所分析师整理

公司上市后拟结合募集资金，加大对 4G 及 NB、5G 及 V2X 车载方向的研究，进一步增加公司产品能力。

表 6: 公司募集资金用途

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	拟使用募集资金投资金额 (万元)
1	研发总部项目	23,000.00	6,653.88
2	4G 及 NB 无线通信模块和解决方案研发及产业化项目	8,547.53	8,547.53
3	5G 无线通信模块和解决方案研发及产业化项目	22,210.51	22,210.51
4	V2X 解决方案研发及产业化项目	8,237.20	8,237.20
5	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计		71,995.24	55,649.12

资料来源: 有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

国产模组公司全面崛起，有望形成“一超多强”格局

国产模组厂商全面崛起，成全球主要供应力量

全球无线通信模组玩家较多，大体分为三个梯队，第一梯队竞争力非常强劲，且具有全球化、多领域的扩张能力，第二梯队在一些特定行业具有非常强的竞争力，第三梯队则多为中小厂商，其中个别有望突围，进入第二梯队。

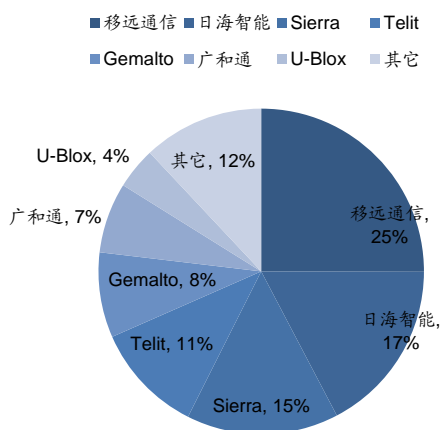
图 14: 无线通信模组厂商示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

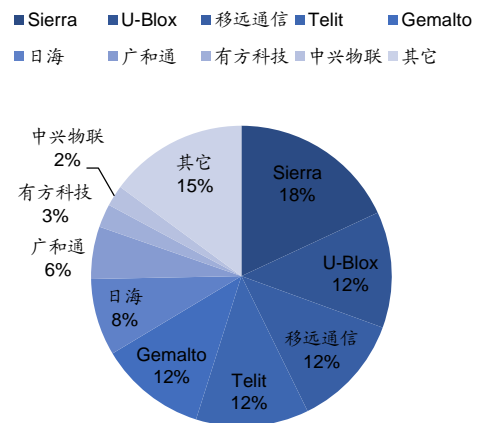
头部厂商的市占份额如下所示。

图 15: 2018 年市场份额 (基于出货量)



资料来源: TSR、国信证券经济研究所分析师归纳整理

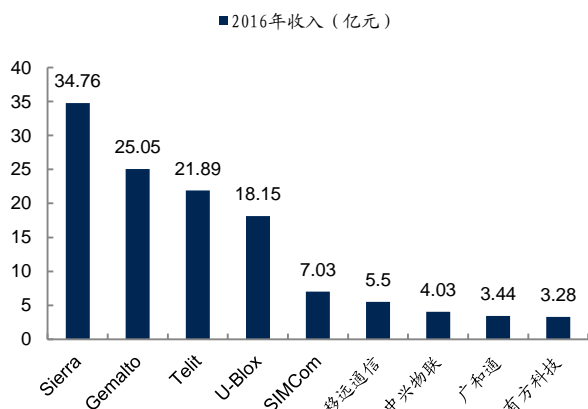
图 16: 2018 年市场份额 (基于收入)



资料来源: TSR、国信证券经济研究所分析师归纳整理

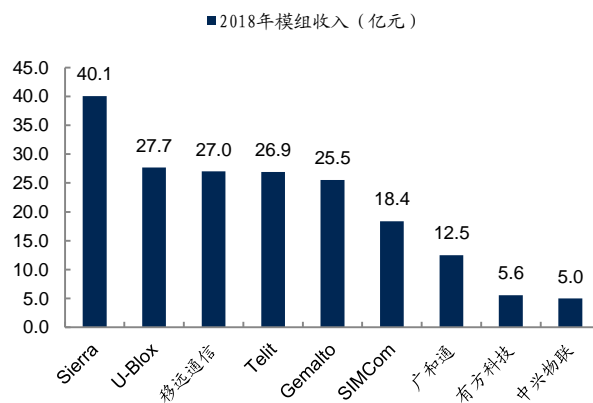
第一梯队+第二梯队的企业, 收入和出货量均占到全球 80%~90%的份额, 且第一第二梯队企业的收入差距较为明显 (注: U-BLOX 和 Gemalto 收入包含很多非模组收入, 实际模组收入规模没那么大)。

图 17: 全球领先模组公司 2016 收入规模 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 18: 全球领先模组公司 2018 收入规模 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从 2016 年和 2018 年的收入排名变化中看出, 移远通信进步较快, 已进入第一梯队, 广和通排名也有所提升, 竞争格局尚未固化。此外, 中国企业集团无论是收入还是出货量, 占比均在提升, 海外厂商市场份额不断被蚕食。

海外模组厂商份额被逐步蚕食, 国产力量全面崛起

近年来, 国内物联网需求逐步兴起, 对国产厂商的发展起到了很大的促进作用, 与此同时, 国产模组厂商依靠工程师红利将市场成功拓展到海外, 在老牌海外模组巨头的优势领域攻城略地, 逐步扩大全球市场份额, 如下表所示。

2015 年, 海外四大无线通信模组巨头的份额合计达到 47%, 占到半壁江山。国内有一定知名度的厂商合计为 37%。这一比例到了 2018 年形成了完全相反的态势, 海外巨头的市占率降到不足四成, 中国品牌市占率超过 50%。

表 7: 全球头部模组公司市场份额变化情况

2015 年市占率 (按出货量)		2018 年市占率 (按出货量)	
Sierra	16%	Sierra	15%
Telit	13%	Telit	11%
Gemalto	12%	Gemalto	8%
U-Blox	5%	U-Blox	4%
合计	47%	合计	39%
希姆通	15%	移远通信	25%
广和通	8%	日海智能 (希姆通+龙尚)	17%
移远通信	8%	广和通	7%
有方科技	4%	有方科技	3%
中兴物联	3%	中兴物联	2%
合计	37%	合计	54%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 技术进步带来的毛利率下降, 以及中国厂商的竞争, 迫使海外模组巨头主动或被动地放弃了一些模组市场, 是造成上述现象的背后原因。在这一趋势下, 未来国产品牌有望进一步侵蚀海外公司的全球市场份额。

国内竞争格局未定, 有望形成“一超多强”格局

国内模组厂商, 目前形成了以移远通信为超级巨头, 多家垂直领域小龙头 (日

海智能、广和通、中兴物联、美格智能、有方科技) 并存的行业格局。

表 8: 头部模组公司对比

上市公司代码	公司简称	公司概况	市值(亿元, 2019.12.31)	2018 年模组收入规模(亿元)	2018 年模组毛利率	主要应用领域	涉及产业链环节	销售方式	2018 年研发人员数量(人)	核心芯片供应商	人均薪酬(万元)
603236.SH	移远通信	主板上市公司, 目前是国内收入规模最大的模组公司, 产品覆盖通信模组全产品系列	130	27	20.41%	全行业覆盖, 主要为移动支付、车载、能源、安防、智慧城市、工业、医疗、农业	模组	直销经销各一半	836	全平台, 以高通为主	23.96
002313.SZ	日海智能	收购整合了两家物联网模组公司, 一家为国内无线通信模组黄埔军校公司 Simcom, 另一家为龙尚科技, SIMCOM 产品以 2G 模块为主, 龙尚以 4G 为主。	62	18.4	14.50%	全行业覆盖, 主要为移动支付、共享经济类	模组+终端+解决方案	经销为主		以高通为主	16.97
300638.SZ	广和通	国内首家登陆资本市场的通信模组厂商 (300638.SZ), 产品以 4G 高速通信模组产品为主	84	12.5	23.19%	消费电子、移动支付、工业	模组	直销为主	328	以英特尔为主	22.28
688159.SH	有方科技	科创板首家物联网模组公司, 主要为 4G 模组及终端	—	4.4	19.15%	能源、铁塔、车载	模组+终端+解决方案	直销为主	227	展讯、联发科、翱捷	16.31
002811.SZ	美格智能	以手机精密组件生产起家, 后拓展至 4G 智能模组及终端生产与销售	29	5.7	18.17%	移动支付、共享经济类	模组+终端	直销为主		高通、华为	15.81
300098.SZ	高新兴	收购的中兴物联为知名无线通信模组资产, 原为中兴通讯子公司	105	5	约 20%	车载、安防	模组+终端+解决方案	直销为主		高通	15.80

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从业务规模看, 有方科技模组业务收入体量目前还较小, 和其主要在智慧能源及车载两个应用领域重点开拓有关。

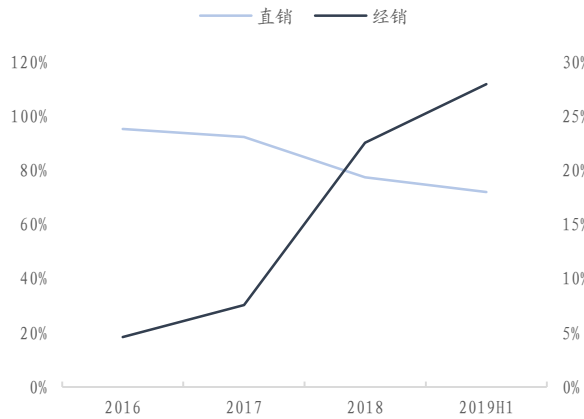
从毛利率看, 行业的毛利率水平在 20% 上下, 有方科技和竞争对手的差异并不大。

从应用领域看, 不同厂商的优势垂直领域不同, 除了移动支付重合度高、竞争激烈外, 大多数公司有差异化的经营方向, 依托各自的资源优势分享行业蛋糕。行业龙头移远通信在多个领域均有所涉猎。有方在智慧能源尤其是国家电网市场市占率 50% 以上, 是垂直龙头。

从产业链环节看, 除了移远通信, 大多数公司向下游终端及解决方案领域拓展, 和其扎根某些垂直应用领域深耕的经营策略有关。如有方科技在优势的智慧能源领域也开始尝试提供“端+云”的整体解决方案。

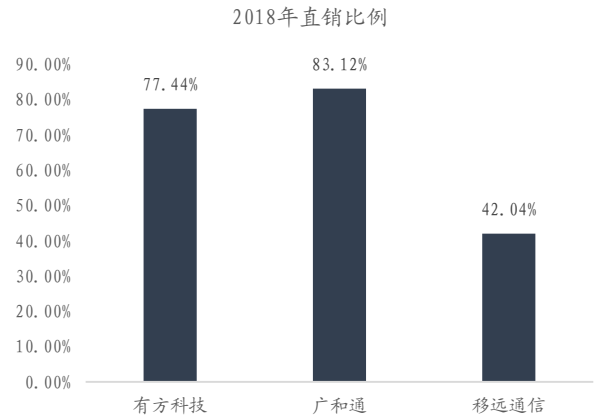
从销售模式看, 移远通信的经销、代销规模都很大, 日海以代销为主, 其它模组厂商均选择以直销为主, 这和深耕某些垂直领域的经营策略有关, 直销可更好维护客户关系。有方科技近年来开始增加渠道的建设, 目前经销比例已达到 30% 左右。建立渠道可更好地发现市场机会, 扩大业务规模。

图 19: 公司直销和经销比例变化 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

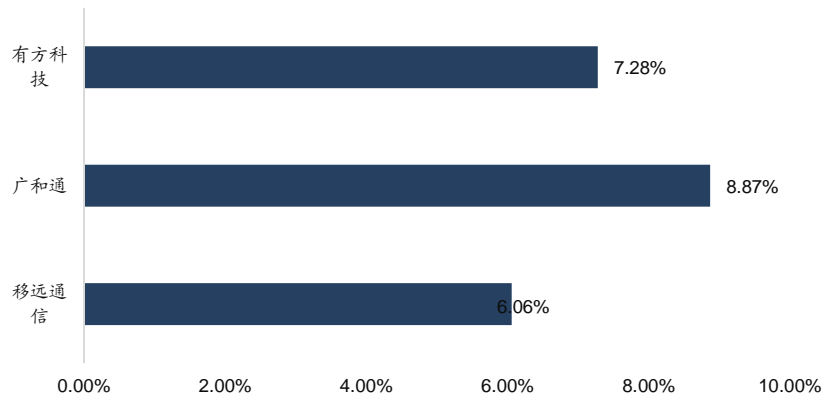
图 20: 可比公司直销占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从研发投入占比看, 有方科技的研发投入保持在行业较高水平。

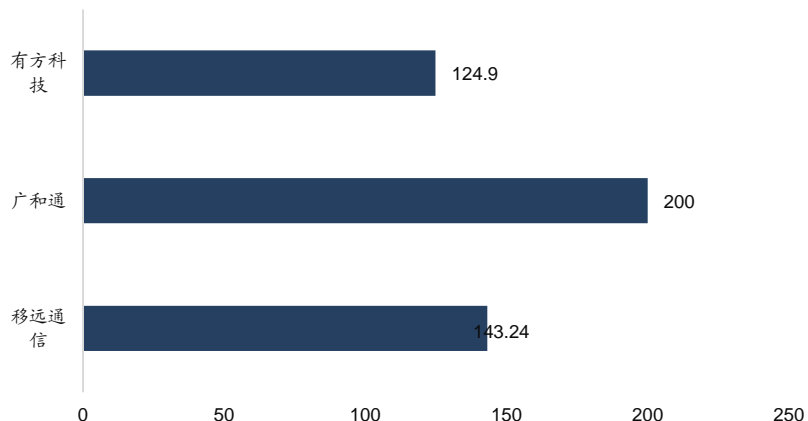
图 21: 研发投入占比对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从芯片供应商看, 不同企业根据应用场景和客户需求, 选择相应的芯片厂商。有方科技所在的智慧能源领域, 应客户需求, 大多选择国产替代的芯片, 如 RDA、MTK、ASR 的芯片。该芯片价格较高通、英特尔等较低, 因此也造成了公司产品出货均价较低。

图 22: 2018 年 4G 出货均价 (元)



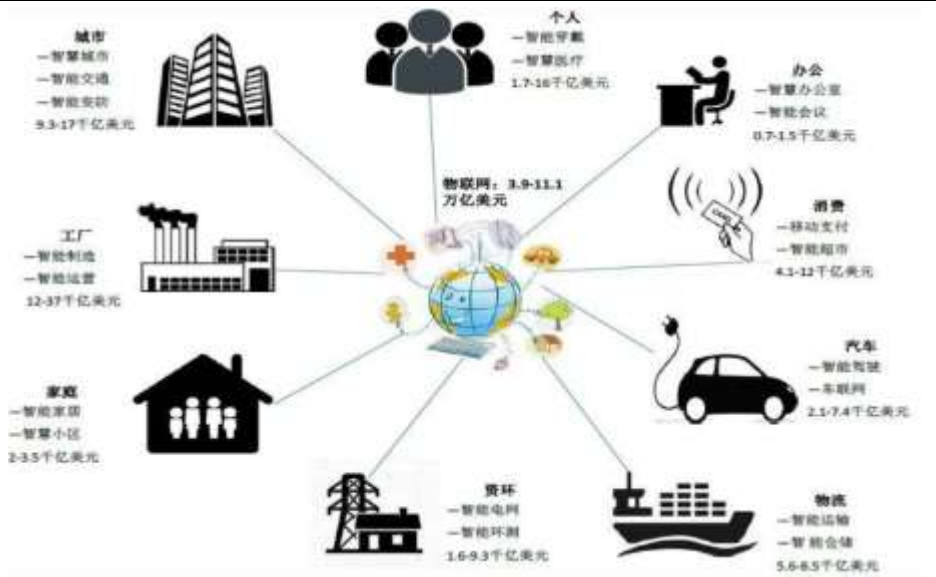
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从人均薪酬看, 有方科技的人均薪酬处于行业中等水平。

物联网应用市场广阔, 公司专注于能源和车载

物联网市场空间广阔, 应用遍布各行各业。根据麦肯锡的报告, 其预测 2025 年全球物联网市场规模有成长至 3.9-11.1 万亿美元潜力, 并主要分布在如下 9 个领域。

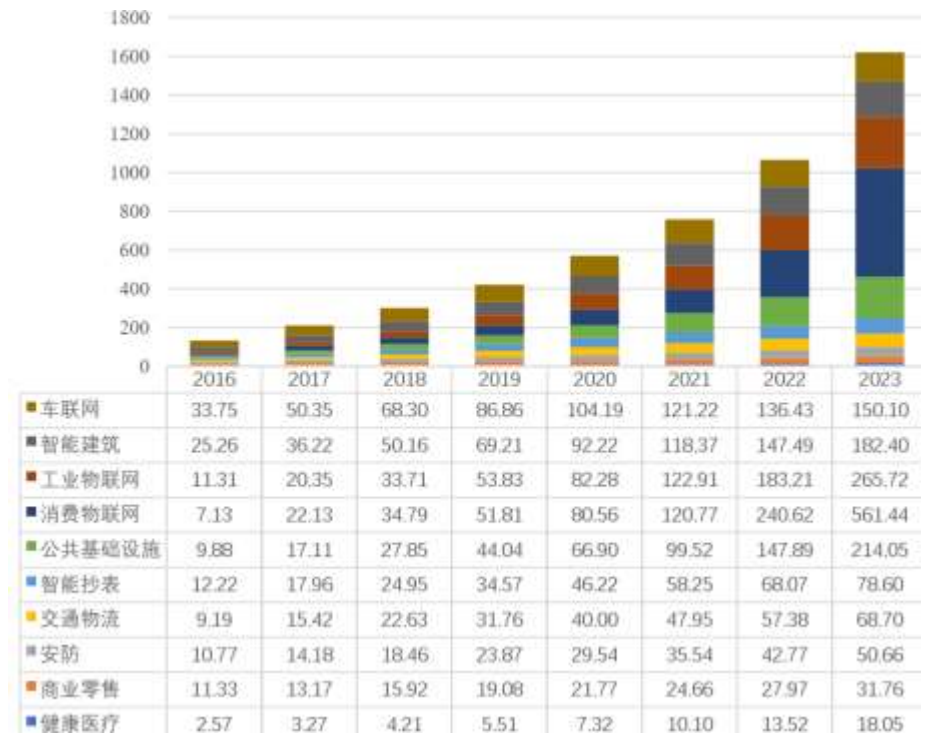
图 23: 物联网应用领域及市场价值



资料来源: 有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

根据 ABI Research 统计数据, 全球蜂窝通信的出货量中, 目前车联网和智能建筑领域出货量相对较大。其中车联网市场由于其单体平均收入 (ARPU) 高的特性, 是无线通信模块企业最重视的应用领域之一。未来 5 年, 出货量复合增长率超过 50% 的应用领域包括消费物联网、工业物联网和公共基础设施。

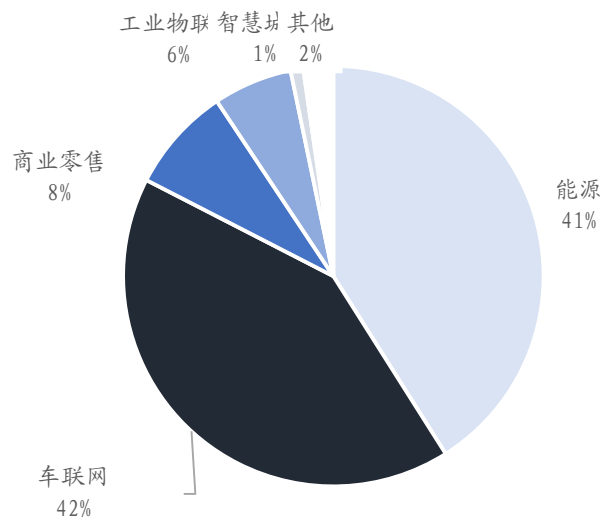
图 24：2016-2023 年全球蜂窝通信模块应用领域市场规模预测（单位：百万块）



资料来源：ABI Research、国信证券经济研究所分析师整理

有方科技根据自己的技术和资源优势，目前主要针对智慧能源和车联网两个场景。公司 2019 年上半年的销售收入按应用领域划分如下所示。

图 25：公司 2019 年上半年收入按应用领域划分



资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

智能表计领域景气度高，公司深耕电网领域充分受益

公司的 2G/3G/4G 无线通信模组用于智能水电气表中，帮助相应终端接入蜂窝网络，实现智能表计的远程抄表和资源优化配置。

● 智能电表

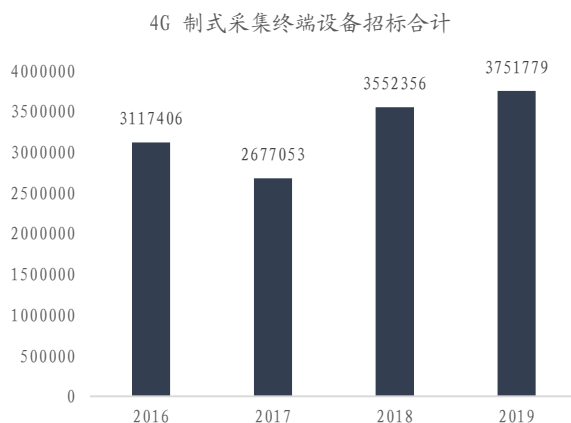
政策力推坚强智能电网和泛在电力物联网，行业信息化程度有望进一步提升。2019年3月8日国家电网在北京召开了“泛在电力物联网”专项部署工作会议，提出国家电网“最紧迫、最重要的任务就是加快推进泛在电力物联网建设”。泛在电力物联网，就是围绕电力系统各环节，实现各种信息传感设备与通信信息资源（互联网、蜂窝通信网甚至电力通信专网）的结合，从而形成具有自我标识、感知和智能处理的物理实体。根据智能输配电设备产业技术创新战略联盟数据，建成后的泛在电力物联网预计在2030年将接入超20亿个终端设备，或将推动千亿级电力信息化建设需求。有方科技一直深耕电网领域，已经获得了较高的市场份额。

智能电网技术向海外输出。东南亚、印度等海外国家的智能电网建设相对滞后于中国市场，2016年以来建设进程逐渐加快，根据NortheastGroup, LLC发布的一项研究，2018-2027年东南亚国家对智能电网基础设施投资将达到98亿美元。有方科技凭借向国内智能电网提供无线通信模块的成熟经验，2018年通过经销商Arrow Asia Pac Limited向印度智能电表厂商Genus Power Infrastructures Ltd销售无线通信模块1,477.26万元，后续或成为重要的业务方向。

NB-IOT技术成熟推动电表进一步升级换代。2016年6月以来，NB-IOT技术不断成熟，并在智能表计领域实现了规模应用，促进行业更新换代。如2018年7月中国移动浙江公司2018-2019年NB-IoT电表产品集中采购项目招标9148只固定式单相单路直通式NB-IoT智能电表、7495只固定式三相单路直通式NB-IoT智能电表、7309只防水电表箱。未来NB-IoT电表产品的逐渐成熟将衍生对NB-IoT无线通信模块的大量需求。

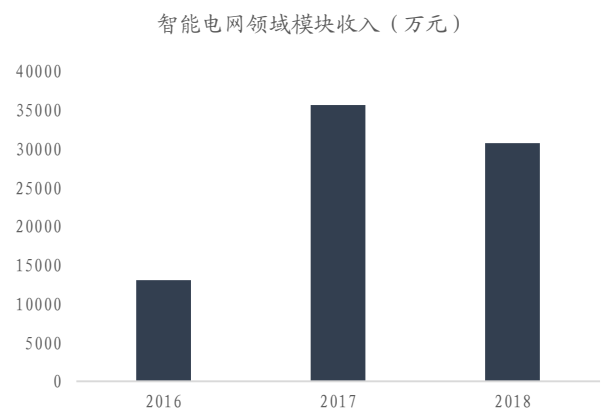
2016年至2019年6月，国家电网4G智能电表等4G制式采集终端设备（每一个采集终端设备均需配备一个4G制式无线通信模块）招标情况如下。

图 26: 国网 4G 制式采集终端设备招标合计 (台)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 27: 公司过去三年智能电网领域模块收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司在智能电网的4G无线通信模块出货量占国家电网近三年智能电表招标采购量的50%以上，在该细分领域处于龙头地位。智能电网领

域收入也占到公司 70%以上的模块业务收入。

在智能电表领域，公司的主要直销客户同类产品的供应商如下表所示：

表 9：公司在国网市场竞争对手

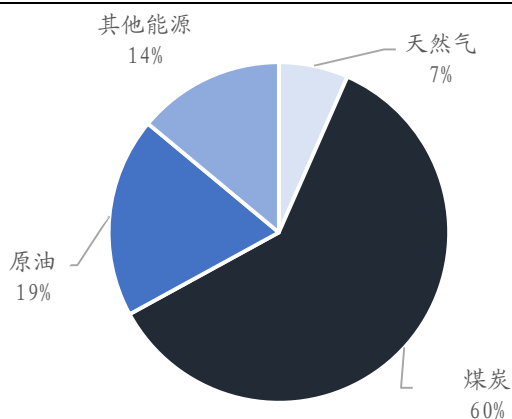
客户名称	提供无线通信模块的其他主要供应商
国网甘肃省电力公司物资公司	全部从有方科技采购
华立科技及其关联方	移远通信、高新兴物联
烟台东方威思顿电气有限公司	芯讯通、移远通信
威胜控股及其关联方	芯讯通、移远通信
科陆电子及其关联方	基本从有方科技采购、无其他同类产品主要供应商

资料来源：有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师整理

● 智能燃气表

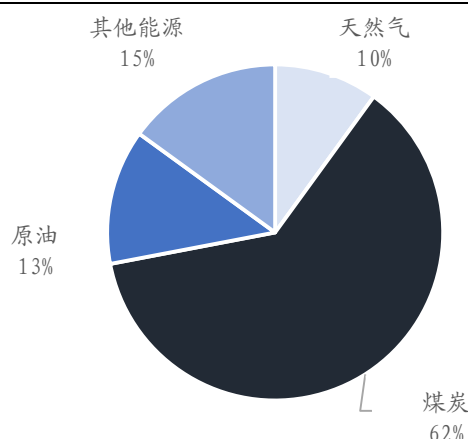
气化率提升带来新增燃气表市场。根据能源局发布的《能源发展战略行动计划 2014-2020》，到 2020 年天然气在能源消费结构中所占比例将提高到 10%以上。而随着清洁能源的推广，该比例后续有望进一步提升。

图 28：2017 年中国一次能源消费结构



资料来源：BP、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 29：2020 年中国一次能源消费结构



资料来源：能源发展战略行动计划 2014-2020、国信证券经济研究所分析师归纳整理

物联网燃气表渗透率有望全面提升。2017 年中国城镇家庭户数约 2.80 亿，中国天然气表城镇家庭普及率在 40%左右，燃气表保有量在 1 亿只左右，其中机械燃气表约为 5,000-6,000 万台，IC 卡智能燃气表约有 4,000-5,000 万台，NB-IOT 燃气表有望对其进行大量替代。

2019 年公司为贵州燃气（600903）提供采暖家装管理系统，主要包括数据通信终端以及多功能 IoT 管理平台，实现分户式采暖设备数据采集、远程监控、智能恒温等功能平台化和集成化，将帮助传统燃气采暖行业升级到高效化和智能化管理。

● 智能水表

智能水表渗透率最低，NB 物联网表替换空间最大。2017 年国内家庭水表保有量约为 3.87 亿只，智能水表渗透率不足 15%，NB-IoT 智能水表的替换空间巨大。

在 NB 领域，2018 年公司成功中标中国联通和中国移动的首轮 NB-IoT

无线通信模块采购,并在中国联通招标采购中取得评审第一名,在全部 5 家中标企业中拿下 30%的招标份额,有望充分享受 NB-IOT 对智能表计的更换红利。

车联网市场方兴未艾,公司成功切入海外高端市场

车联网是以车内网、车际网和车载移动互联网为基础,按照约定的通信协议和数据交互标准,在车-X(X:车、路、行人及互联网等)之间,进行无线通信和信息交换的大系统网络,是能够实现智能化交通管理、智能动态信息服务和车辆智能化控制的一体化网络。车联网是物联网最具价值的细分行业之一。

根据 Analysys Mason Limited 数据,2024 年全球 M2M 设备连接数将达到 31.61 亿,汽车和交通行业到 2024 年连接数量将增长至 8.45 亿,比重达到 26%。2024 年,全球 M2M 设备连接相关收入将达到 691.19 亿美元,其中汽车与交通行业连接相关收入 2024 年将增长至 370.67 亿美元,汽车与交通行业 2013 年至 2024 年复合增长率为 52%

车联网产品主要包括车载前装 T-BOX 和车载后装 OBD 两大类,前装车载系统属于汽车原厂配置,而后装车载系统主要由汽车经销商或消费者自行购置。两类产品均需要用到无线通信模组。

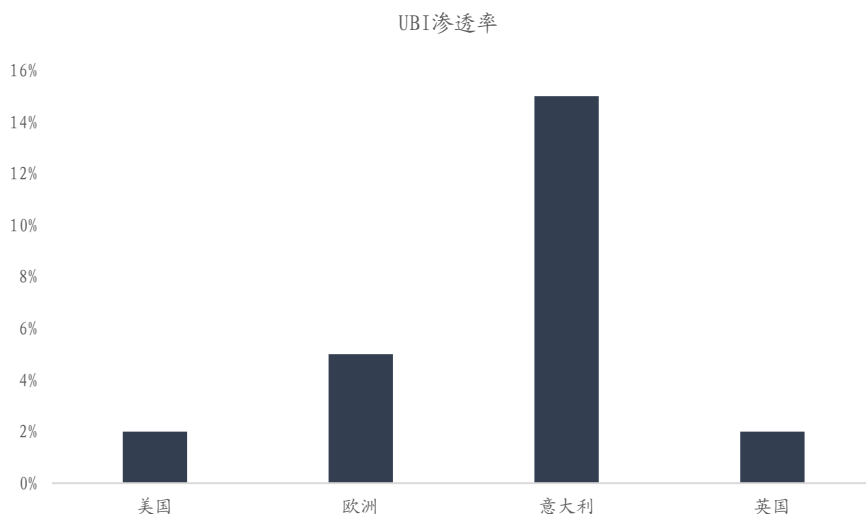
● 车载前装市场

前装市场渗透率低,随着汽车智能化升级渗透率有望加快提升。相比海外市场,国内车载前装设备渗透率较低,只有电动车实现了全面的车载前装模块配置,以及部分高端车型,总体前装车联网设备渗透率约 10%。中国每年有近 3000 万的新车销量,前装市场空间广阔。前装模块的市场价(小批量出货)在 1000 元上下,批量出货后价格有望大幅下降。公司前装模块的出货量还比较小。

● 车载后装市场

商用车市场相对饱和,UBI 促进乘用车 OBD 市场渗透率提高。各国的商用车(“两客一危”等)大多强制安装了 OBD 设备进行监控,但私家车无此要求。欧美兴起的 UBI 保险(目前整体渗透率不到 30%)则有助于私家车 OBD 装配渗透率的提升。按照公司 OBD 出货均价 260 元上下推算,目前全球的汽车保有量达数十亿,若 UBI 模式成功推行,将带来千亿级的 OBD 市场。

图 30: 2017 年部分地区 UBI 保险渗透率



资料来源: 百度、国信证券经济研究所分析师整理

公司是 Harman 唯一的 4G 智能 OBD 供应商, Harman 则基于公司提供的产品为美国运营商 Sprint 和 AT&T 提供车联网云平台解决方案。目前,国内能为欧美高端市场提供 4G 智能 OBD 产品的仅公司和高新兴物联。根据高新兴 2018 年年度报告披露: 其与欧洲、北美的互联网汽车服务提供商 MOJIO、OCTO, 通信运营商 AT&T、T-Mobile 展开合作。除了 Harman 以外, 公司已成功拓展了其他客户, 如下所示。

表 10: 公司新拓展的车载终端客户

直接客户	终端客户	市场区域	业务进度
CPON	Telefonica	欧洲	已批量出货
	VIVO	巴西	
Grupo Next	Grupo Masmovil	西班牙	已获批量订单
bile TeleSystems	Mobile TeleSystems	俄罗斯	产品测试中
Ultra Base	Claro	南美	产品测试中

资料来源: 有方科技招股书、国信证券经济研究所分析师归纳整理

按假设前提, 我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 0.63/0.93/1.25 亿元, 增速分别为 45.4%/47.3%/33.8%, 每股收益分别为 0.69/1.01/1.35 元

盈利预测

假设前提

- 1、公司模组业务随着智能电网的全面改造升级, 2019 年开始恢复高增长
- 2、公司终端业务新客户拓展顺利, 全面进入批量出货阶段
- 3、随着规模效应的凸显, 公司管理费用率、销售费用率逐步下降

收入成本拆分及未来 3 年盈利预测

表 11: 公司业务收入拆分 (万元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
模组						

收入	45,352	43657	53000	68900	89570	
增长率	50.78%	-3.74%	21.40%	30.00%	30.00%	20 年电网领域采购保持稳步增长外, 水、燃气领域有望贡献不小增量
毛利率	20.12%	19.15%	19.00%	19.00%	19.00%	
终端						
收入	1,080	9742	30000	50000	70000	
增长率		802.04%	207.94%	66.67%	40.00%	公司 20 年开始, 新拓展的 OBD 客户有望进入规模放量期
毛利率	35.07%	32.69%	29.00%	29.00%	29.00%	
解决方案						
收入		140	1000	2000	3000	解决方案业务稳步开拓中
增长率						
毛利率						
合计						
收入	46432	53539	84000	120900	162570	
增长率	54.37%	15.31%	56.89%	43.93%	34.47%	
毛利率	20.47%	21.56%	22.35%	22.82%	22.96%	
费用率预测						
管理费用率	4.45%	5.26%	13.00%	13.00%	13.00%	随着销售规模的扩大, 费用率有望稳步下滑
销售费用率	2.45%	3.47%	2.30%	2.30%	2.30%	
净利率	10.3%	7.8%	7.2%	7.4%	7.4%	
净利润拆分						
净利润	5158	4350	6325	9314	12461	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归母净利润	5158	4350	6325	9314	12461	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

按假设前提, 我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 0.63/0.93/1.25 亿元, 增速分别为 45.4%/47.3%/33.8%, 每股收益分别为 0.69/1.01/1.35 元。

盈利预测的敏感性分析

在乐观、中性和悲观三种情景下, 未来 3 年的收入、利润或 EPS 的情况如下所示 (乐观情况下, 收入增速相对于一般情景上浮 10%, 费用率下调 10%, 悲观反之)

盈利预测情景分析

表: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	557	906	1,344	1,853	2,464
(+/-%)	11.7%	62.6%	48.3%	37.9%	33.0%
净利润(百万元)	43.50	145.60	217.50	299.01	396
(+/-%)	-15.7%	234.7%	49.4%	37.5%	32.4%
摊薄 EPS	0.65	1.58	2.36	3.25	4.30
中性预测					
营业收入(百万元)	557	874	1,258	1,692	2,199
(+/-%)	11.7%	56.9%	43.9%	34.5%	30.0%
净利润(百万元)	43.50	63.25	93.14	124.61	161
(+/-%)	-15.7%	45.4%	47.3%	33.8%	28.8%
摊薄 EPS(元)	0.65	0.69	1.01	1.35	1.74
悲观的预测					
营业收入(百万元)	557	842	1,175	1,540	1,956

(+/-%)	11.7%	51.2%	39.5%	31.0%	27.0%
净利润(百万元)	43.50	-12.54	-14.90	-19.87	-26
(+/-%)	-15.7%	--	--	--	--
摊薄 EPS	0.65	-0.14	-0.16	-0.22	-0.29
总股本(百万股)	67	92	92	92	92

资料来源：国信证券经济研究所预测

公司的合理估值在 32.05~40.31 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 32.05~40.31 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2019/2020 年动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 2020 年 35~40 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 3 年盈利预测偏乐观；
- 2、该细分领域未来或有价格战，导致毛利率有所下滑
- 3、对公司未来费用率的控制较为乐观，或有因管理原因费用率增加的可能

政策风险

公司出口占比越来越高，在中美贸易战背景下，公司经营存在不确定的风险。

经营风险

公司现在大力开拓新业务领域，存在客户拓展不达预期风险。

财务风险

公司应收账款、存货较大，或存在计提减值准备的风险。

市场风险

物联网应用发展不达预期、竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	96	346	390	458	营业收入	557	874	1258	1692
应收款项	361	287	414	556	营业成本	419	679	971	1303
存货净额	108	93	132	178	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	46	26	38	51	销售费用	19	20	29	39
流动资产合计	611	752	974	1243	管理费用	30	114	164	220
固定资产	121	110	99	88	财务费用	7	0	0	0
无形资产及其他	12	11	11	10	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(7)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	其他收入	(30)	10	10	10
资产总计	746	876	1086	1343	营业利润	45	65	97	131
短期借款及交易性金融负债	111	50	50	50	营业外净收支	1	2	2	2
应付款项	131	241	344	463	利润总额	46	67	99	133
其他流动负债	31	54	77	103	所得税费用	3	4	6	8
流动负债合计	272	345	471	616	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	47	47	47	47	归属于母公司净利润	43	63	93	125
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)					
长期负债合计	47	47	47	47	现金流量表 (百万元)				
负债合计	319	392	518	663	净利润	43	63	93	125
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	4	4	0	(1)
股东权益	427	483	567	679	折旧摊销	1	5	9	9
负债和股东权益总计	746	876	1086	1343	公允价值变动损失	7	3	3	3
					财务费用	7	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(150)	246	(51)	(57)
每股收益	0.65	0.69	1.01	1.35	其它	(4)	(4)	(0)	1
每股红利	0.38	0.07	0.10	0.14	经营活动现金流	(98)	317	54	80
每股净资产	6.39	5.25	6.17	7.38	资本开支	(148)	0	0	0
ROIC	18%	12%	24%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	13%	16%	18%	投资活动现金流	(148)	0	0	0
毛利率	25%	22%	23%	23%	权益性融资	170	0	0	0
EBIT Margin	16%	7%	7%	7%	负债净变化	47	0	0	0
EBITDA Margin	16%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(25)	(6)	(9)	(12)
收入增长	12%	57%	44%	34%	其它融资现金流	100	(61)	0	0
净利润增长率	-16%	45%	47%	34%	融资活动现金流	314	(67)	(9)	(12)
资产负债率	43%	45%	48%	49%	现金净变动	67	250	44	67
息率	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	29	96	346	390
P/E	110.2	104.4	70.9	53.0	货币资金的期末余额	96	346	390	458
P/B	11.2	13.7	11.6	9.7	企业自由现金流	(215)	305	42	68
EV/EBITDA	58.1	110.7	72.1	54.7	权益自由现金流	(68)	245	42	68

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032