

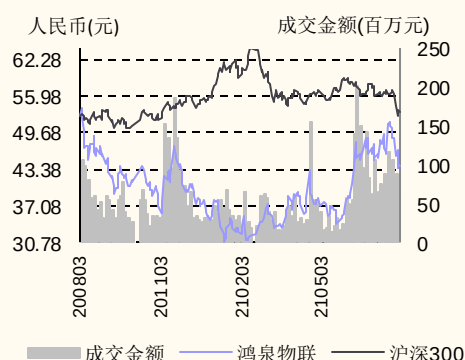
鸿泉物联 (688288.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格(人民币): 43.85 元

目标价格(人民币): 64.26 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.52
总市值(亿元)	44.00
年内股价最高最低(元)	55.04/31.36
沪深 300 指数	4811
上证指数	3397

**商用车智能网联产品升级, 公司借风腾飞****公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	313	456	643	962	1,256
营业收入增长率	26.34%	45.64%	40.87%	49.64%	30.60%
归母净利润(百万元)	70	88	118	161	202
归母净利润增长率	22.01%	26.72%	34.11%	36.12%	25.47%
摊薄每股收益(元)	0.697	0.883	1.180	1.607	2.016
每股经营性现金流净额	0.57	0.32	0.72	0.56	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.21%	9.63%	11.99%	14.86%	16.77%
P/E	46.09	43.41	37.15	27.29	21.75
P/B	3.79	4.18	4.45	4.06	3.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司主要为商用车提供网联化(行驶记录仪)和智能化产品(ADAS, 先进驾驶辅助系统), 主要客户为陕汽、福田、三一、华菱、重汽等, 2020 年收入 4.6 亿元, 归母净利润 0.88 亿元。
- **政策驱动产品升级与扩容, 公司借风腾飞。**政策是驱动商用车配置升级的核心因素, 政策推动下公司前装物联网产品(收入占比约 50%-60%)单车价值量有望实现从 500 元提升至 2000 元, 其中行驶记录仪新国标驱动 ASP 从 500 元提升至 1500 元(预计 21 年 10 月实施), 重卡国六排放标准新增环保 OBD 进一步提升 500 元(预计 21 年 7 月实施)。在政府整治渣土车、普货重卡等背景下, ADAS 业务(单车价值量 2000-7000 元)在前装和后装市场有望实现放量。此外, 公司开拓控制器业务, 行业龙头经纬恒润 2020 年 18 亿元收入、收入复合增速 40%以上, 行业加速国产替代, 公司有望依托客户优势分得市场蛋糕。我们测算未来 3 年收入有望近 3 倍成长。
- **重研发和制造, 竞争优势明显。**首先, 公司实控人为通信行业老兵, 1999 年创办初灵信息(300250.SZ, 主营通讯接入系统), 2009 年创立鸿泉物联为实控人二次创业, 技术及管理经验丰富。其次, 公司毛利率超过同行近 20 个百分点, 通过对比拆分, 主要来自产品模组的高自制率和成本管控能力; 第三是客户优势, 公司覆盖行业前五大中的四家, 其中陕汽、福田为一供, 2020 年公司网联化产品市占率约为 30%; 公司新开拓重汽、三一, 再次印证公司竞争力, 市占率有望进一步提升; 第四, 公司重研发, 研发支出占收入比重维持 15%以上, 远高于竞争对手(分别为 5%和 8%左右)。第五, 团队激励较好, 公司员工持股平台持股 9.24%, 2020 年实施股权激励(占总股本 1.5%), 目标 2021-2022 年净利润不低于 1.1/1.44 亿元。

投资建议与估值

- 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.2/1.6/2.0 亿元, 同比增长 35%/37%/25%, 对应 EPS 分别为 1.2/1.6/2.0 元。参照可比公司, 我们给予公司 2022 年 40 倍 PE, 目标价 64.81 元/股, 给予“买入”评级。

风险

- 政策执行力度低于预期的风险; 芯片短缺缓解进程低于预期的风险; 竞争加剧导致毛利率超预期下滑的风险; 公司新业务拓展不及预期的风险。

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003
qiuchangwei@gjzq.com.cn

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

内容目录

公司专注商用车智能网联，实控人为通信老兵	4
专注于商用车智能化网联化	4
实控人为通信老兵，二次创业	5
商用车智能网联产品升级，公司借风腾飞	6
网联化产品 ASP 有望从 500 提升至 2000 元，ADAS 业务有望放量	6
毛利率高、切入大客户，竞争优势明显	12
研发占收入比 18%，控制器、V2X 等拓展打开成长空间	15
商用车网联化智能化优质标的，产品升级带动业绩腾飞	17
盈利预测：未来 3 年收入有望近 3 倍成长	17
商用车智能网联优质标的，给予“买入”评级	19
风险提示	19

图表目录

图表 1：公司业务分类	4
图表 2：公司近 2 年收入快速增长（百万元）	4
图表 3：公司归母净利润维持 20%以上增长（百万元）	4
图表 4：上市前公司 ROE 20%以上	5
图表 5：公司净利率维持 20%左右	5
图表 6：上市后公司资产周转率下降	5
图表 7：上市后公司现金占比大幅提升	5
图表 8：公司股权结构	5
图表 9：公司收入构成	6
图表 10：公司分板块毛利率	6
图表 11：公司业务主线梳理（亿元）	7
图表 12：公司网联化智能化业务涉及到的政策	7
图表 13：公司产品前装市场空间测算	8
图表 14：公司后装市场空间测算	8
图表 15：智能增强驾驶系统销量及市占率	9
图表 16：智能增强驾驶系统销收入（百万元）	9
图表 17：智能增强驾驶系统平均单价	9
图表 18：第一大客户陕汽收入及占比（万元）	10
图表 19：前五大客户收入占比	10
图表 20：高级辅助驾驶系统量和价	11
图表 21：高级辅助驾驶系统收入（百万元）	11
图表 22：车载网联终端量和价	11
图表 23：车载网联终端收入（百万元）	11
图表 24：人机交互终端量和价	12

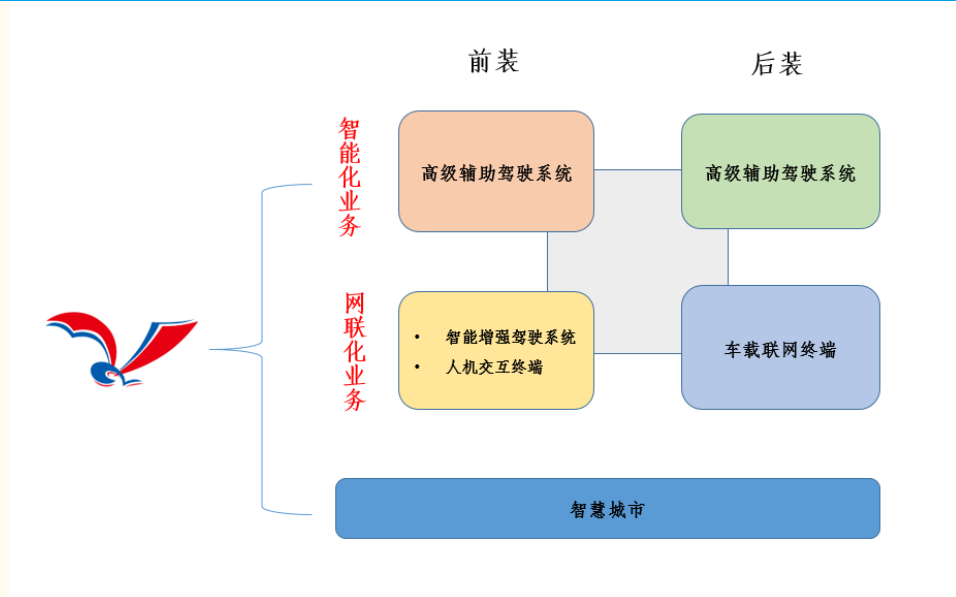
图表 25: 人机交互终端收入 (百万元)	12
图表 26: 2020 年重卡市场格局	12
图表 27: 2020 年乘用车市场格局	12
图表 28: 公司在重卡行驶记录仪领域市占率约 30%	13
图表 29: 可比公司收入对比 (百万元)	13
图表 30: 可比公司毛利率	13
图表 31: 前装 T-box 均价 (元)	14
图表 32: 前装 T-box 平均单位成本 (元)	14
图表 33: 前装 T-box 单位毛利 (元)	14
图表 34: 前装 T-box 单位原材料 (元)	14
图表 35: 鸿泉物联原材料成本结构	14
图表 36: 雅迅网络原材料成本结构	14
图表 37: 公司研发投入大幅增长	15
图表 38: 公司研发支出/收入比例高于同行	15
图表 39: 公司在研项目情况	16
图表 40: 汽车电子占整车成本比例提升	17
图表 41: 国内汽车电子被外资 tier1 垄断	17
图表 42: 经纬恒润控制器收入及增速 (百万元)	17
图表 43: 经纬恒润控制器业务毛利率	17
图表 44: 公司收入拆分及预测 (百万元)	17
图表 45: 2023 年公司收入敏感性分析	18
图表 46: 公司股权激励目标 (亿元)	19
图表 47: 可比公司估值表	19

公司专注商用车智能网联，实控人为通信老兵

专注于商用车智能化网联化

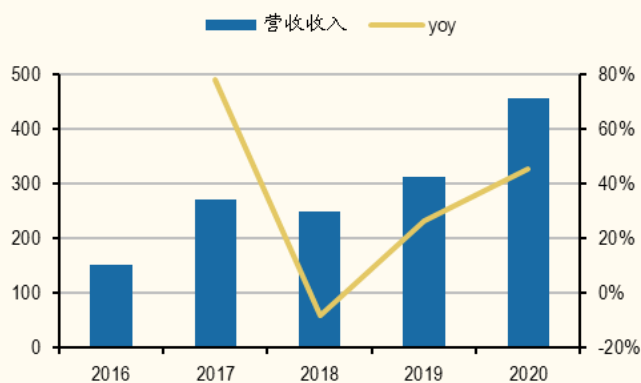
- 公司成立于 2009 年，主要针对商用车提供网联化和智能化产品，包括智能增强驾驶系统（行驶记录仪和 T-Box，前装业务）、高级辅助驾驶系统（ADAS 系统，前装和后装都有）、车载联网终端（环保 OBD 等，主要是后装）、人机交互终端（中控屏，前装业务）等。2020 年公司收入 4.56 亿元，归母净利润 0.88 亿元。

图表 1：公司业务分类



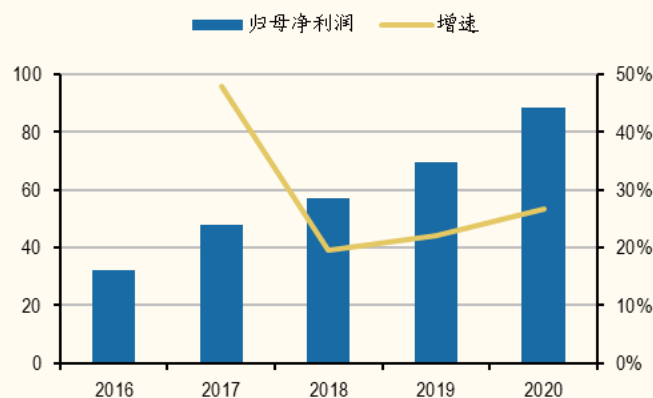
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司近 2 年收入快速增长（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

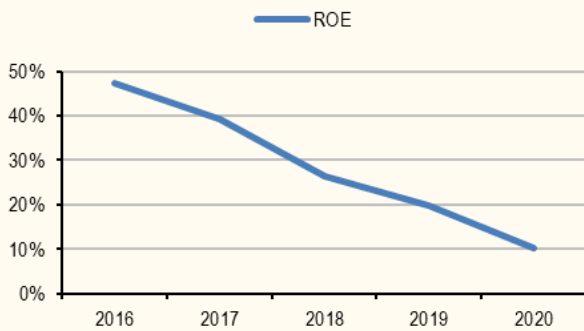
图表 3：公司归母净利润维持 20% 以上增长（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

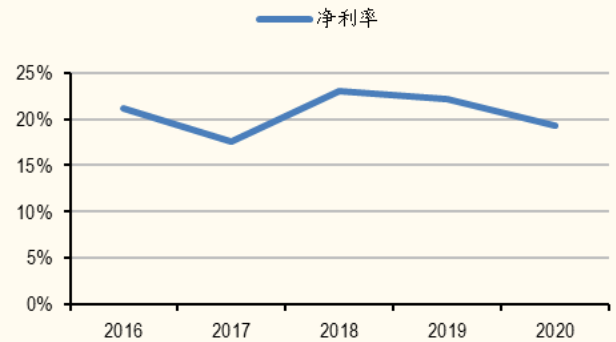
- **轻资产模式，高 ROE。**公司商业模式是典型的轻资产模式，固定资产占比不足 10%。公司 ROE 较高，上市之前的 2018 年为 26%。2018 年 ROE 下降主要是公司增资扩股导致资产负债率下降所致，2019 年上市后 ROE 下降主要是募集资金后现金占比大幅提升所致。

图表 4：上市前公司 ROE 20% 以上



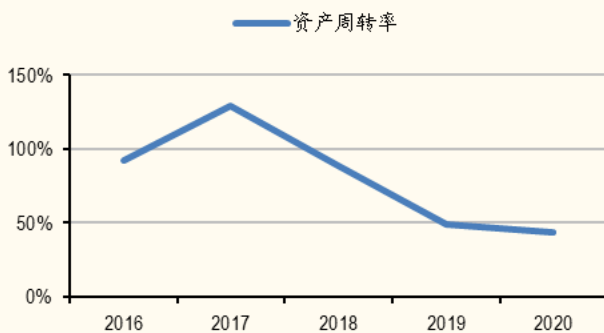
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司净利率维持 20% 左右



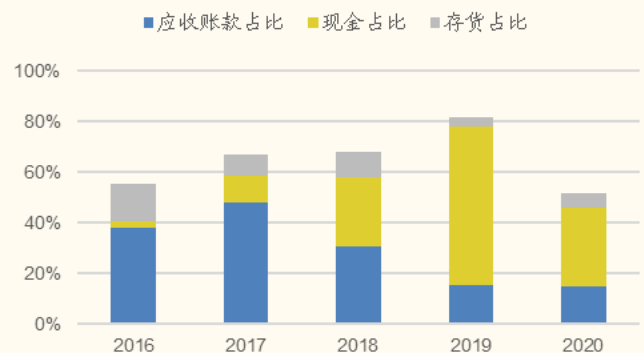
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：上市后公司资产周转率下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：上市后公司现金占比大幅提升

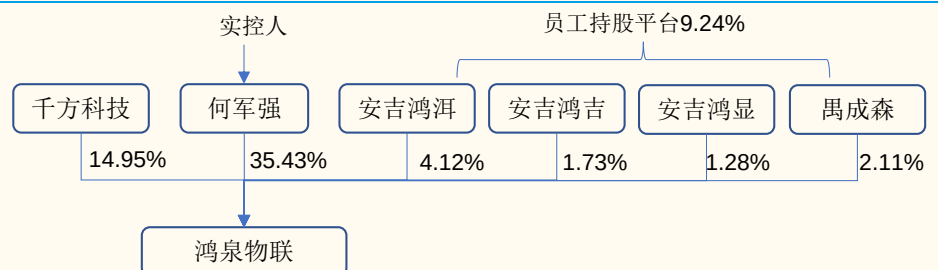


来源：Wind，国金证券研究所

实控人为通信老兵，二次创业

- **实控人为通信老兵，二次创业。**公司实际控制人为何军强，目前持有公司股权 35%，是公司实际控制人。何军强在通信行业从事多年，先后在杭州尤尼泰克通信技术、浙江奥贝通信设备任职，1999 年何军强创办初灵信息（300250.SZ），2011 年上市，主营协议转换器、光端机、光猫、EOP、光纤收发器等通信接入系统，上市初期何军强持有初灵信息 3.75% 股权。2009 年，何军强创立鸿泉物联，担任公司董事长至今。

图表 8：公司股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

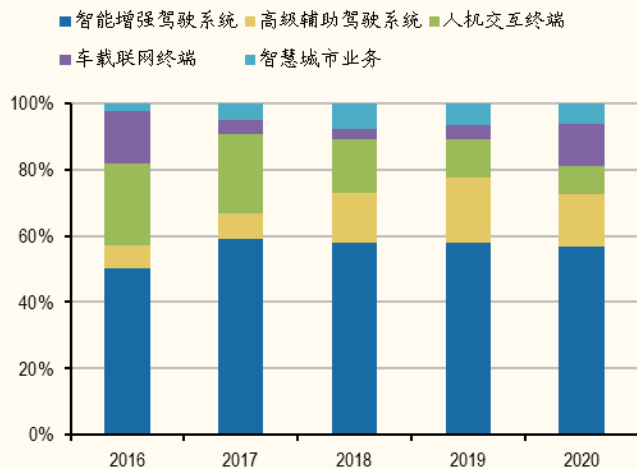
注：千方科技股权比例包括北大千方持股

商用车智能网联产品升级，公司借风腾飞

网联化产品 ASP 有望从 500 提升至 2000 元，ADAS 业务有望放量

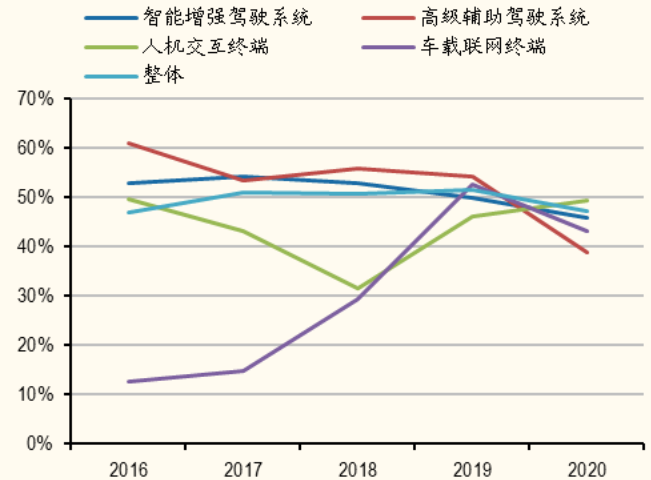
- **前装行驶记录仪占比五到六成，整体毛利率 50%左右。**公司收入占比最大的业务板块是智能增强驾驶系统（前装行驶记录仪及 T-Box），占比约 50%-60%。其次为高级辅助驾驶系统，占比逐步提升，2020 年占比约为 16%。公司各业务毛利率相对较高，整体毛利率维持在 50%左右。其中车载联网终端 2019 年之前毛利率较低主要是 2019 年之前该业务主要是后装的行驶记录仪，竞争较为激烈，毛利率较低，公司已退出该业务；2019 年之后该业务板块主要转换为环保 OBD，毛利率显著提升。

图表 9：公司收入构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：公司分板块毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

- **政策驱动商用车配置升级。**商用车更多地是作为生产资料，且商用车面临的安全事故更多，商用车新增或者升级功能模块的驱动因素以政策强制要求占主导。国家对于商用车的监控、安全要求、环保要求等相关的政策逐步升级，带动商用车对于网联产品、ADAS 产品、环保 OBD 的需求。公司各业务板块驱动因素略有不同，我们对公司业务进行重新梳理，如下图所示。

图表 11：公司业务主线梳理（亿元）

	驱动因素	应用场景	ASP	增长逻辑	收入情况
行车记录仪	政策加强监管；监管部门：交通部、公安部 政策驱动产品升级：客车、重卡、12吨以上的普卡政策强制安装行车记录仪（14年7月实施）；增加音频记录、灾备、驾驶人身份识别等（21年10月实施）	前装市场：重卡	目前500元左右，新国标后1500元	客户拓展市占率提升，单价提升	和前装的T-box合计：2018-2020：1.4/1.8/2.5
T-box (OBD)	前装：环保排放要求（卡车：国六；非道路：国四） 后装：政府招标采购	前装：所有的国六重卡中轻卡、国四非道路； 后装：存量的重卡、中轻卡等	目前500元左右	前装：国六渗透率提升； 后装：更多地方政府招标	前装：和前装记录仪合并 后装：18-20：0.07/0.14/0.58
高级辅助驾驶	后装：政策推动（增加智能视频监控装置，20年11月征求意见），各地政府推进 前装：主机厂市场化推动	后装：渣土车、水泥搅拌车、普货重卡 前装：危化品运输车先突破，三一、华菱、陕汽的水泥搅拌车开始装	后装：渣土车5-6千元、普货重卡2千元 前装：1-2千元；	后装：更多城市实施 前装：目前渗透率很低；	前装：20年：0.3（20年开始） 后装：18-20年：0.37/0.6/0.4
人机交互	市场化驱动	前装业务	1-1.5千元	客户和车型拓展	18-20年：0.4/0.36/0.37

来源：公司公告，国金证券研究所

注：收入单位为亿元

图表 12：公司网联化智能化业务涉及到的政策

	发布日期	政策	内容	实施日期
行驶记录仪	2014 年 1 月	《道路运输车辆动态监督管理办法》	道路运输车辆，包括用于公路营运的载客汽车、危险货物运输车辆、半挂牵引车以及重型载货汽车（总质量为 12 吨及以上的普通货运车辆）应安装、使用具有行驶记录功能的卫星定位装置。	2014 年 7 月 1 日
	2021 年 2 月	《汽车行驶记录仪》国家标准征求意见稿	相比旧版增加了音视频记录、Wi-Fi 通信、无线公共网络通信、自动校时功能、防护存储器（灾备）、驾驶人身份识别等功能，定位要求也进一步增强。	2021 年 10 月 1 日
ADAS	2017 年 3 月	《营运客车安全技术条件》JT/T1094-2016	车长大于 9 米的运营客车应装备符合规定的 LDWS 和 AEBS	2018 年 4 月 1 日
			车长大于 9 米的运营客车装备 AEBS 的其他功能要求	2019 年 4 月 1 日
	2018 年 4 月	《营运货车安全技术条件第 1 部分：载货汽车》JT/T1178.1-2018	总质量≥12 吨且最高车速大于 90km/h 的载货汽车应装备 LDWS 和 FCWS	2020 年 5 月 1 日
			总质量≥12 吨且最高车速大于 90km/h 的载货汽车应安装 AEBS	2021 年 5 月 1 日
	2018 年 2 月	《机动车运行安全技术条件》GB7258-2017	车长大于 11m 的公路客车和旅游客车应装备 AEBS	2021 年 1 月 1 日
			车长大于 11m 的公路客车和旅游客车应装备 LKAS	2022 年 1 月 1 日
国六排放	2020 年 11 月	《道路运输条例》（修订草案征求意见稿）	新增智能视频监控装置	-
	2016 年	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》	轻型车	2020 年 7 月 1 日 /2023 年 7 月 1 日
	2018 年	《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》	重型柴油车	2021 年 7 月 1 日 /2023 年 7 月 1 日
国四排放	2020 年	《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限制及测量方法（中国第三、四阶段）》	非道路移动机械	2022 年 12 月 1 日

来源：生态环境部，公安部，交通运输部，国金证券研究所

- **前装市场空间约 100 亿元/年，后装市场空间累计约 160 亿元。**市场空间测算：公司的主要产品为面向商用车市场的网联产品（行驶记录仪、T-box 等）和 ADAS 产品，分为前装市场和后装市场。我们测算，2025 年前装网联产品市场空间约 46 亿元/年，前装 ADAS 市场空间约 58 亿元/年。后装市场网联产品和 ADAS 合计累计市场空间约 162 亿元。

图表 13：公司产品前装市场空间测算

		2018	2019	2020	2025E
重卡销量	万辆	113	117	162	146
行驶记录仪单价	元/辆			500	1250
行驶记录仪市场空间	亿元			8	18
T-Box 单价	元/辆			500	400
T-Box 市场空间	亿元			8	6
ADAS 单价	元/辆			2000	4000
ADAS 市场空间	亿元			32	58
中轻卡销量	万辆	274	268	307	337
T-Box 市场空间	亿元			15	13
非道路机械销量	万辆			200	200
T-Box 市场空间	亿元			10	8
行驶记录仪/T-box 市场空间	亿元			42	46
ADAS 市场空间	亿元			32	58

来源：中汽协，国金证券研究所

图表 14：公司后装市场空间测算

后装市场		
存量重卡	万辆	600
T-Box 市场空间	亿元	30
存量中轻卡	万辆	1200
T-Box 市场空间	亿元	60
存量渣土车	万辆	60
渣土车 ADAS 单价	元/辆	6000
渣土车 ADAS 市场	亿元	36
存量重卡 ADAS 搭载率		30%
存量重卡 ADAS 搭载量	万辆	180
重卡 adas 单价	元/辆	2000
重卡 adas 市场	亿元	36
后装市场合计	亿元	162

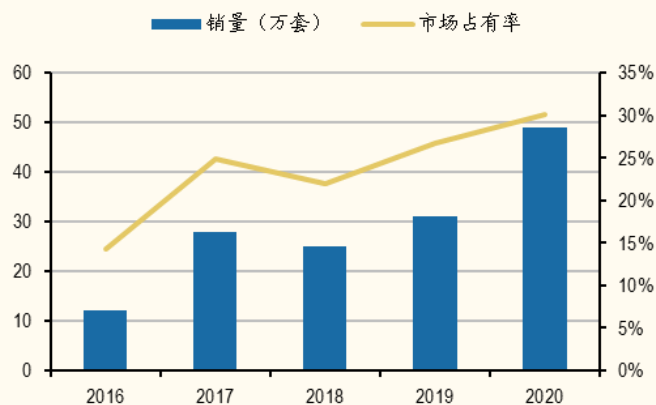
来源：中汽协，国金证券研究所

- **智能增强驾驶系统：**智能增强驾驶系统包括前装的行驶记录仪和前装的 T-Box（环保 OBD），是公司布局最早的业务，也是收入的主力，贡献整体收入的 50%-60%。早在 2010 年，公司就为陕汽开发“天行健车联网服务系统”，是全国规模最大的重卡企业级车联网平台之一，和陕汽建立了稳固的合作关系。公司的主要客户包括陕汽、福田、重汽（2020 年新开拓）等，其中陕汽、北汽福田均为第一供应商，在陕汽的份额约 100%，在福田的份额约 50%。2018 年到 2020 年收入增长了 78%，最主要的驱动因素是公司客户拓展带动销量的增长，从而带动市占率的稳步提升。由于年降因素，单价整体呈微降趋势。
- **新国标&新客户，行驶记录仪有望量价齐升。**2021 年 2 月，国家发布《汽车行驶记录仪》新国家标准，相比旧版增加了音视频记录、Wi-Fi 通信、无线公共网络通信、自动校时功能、防护存储器（灾备）、驾驶人身份识别等

功能，定位要求也进一步增强，预计实施日期为 2021 年 10 月 1 日。预计产品单价将有望提升至 1500 元左右，给公司带来 ASP 的提升。另外，公司 2020 年拓展了中国重汽，中国重汽在重卡行业销量排名前三，销量略大于陕汽，公司在中国重汽的突破将进一步提升公司的出货量。

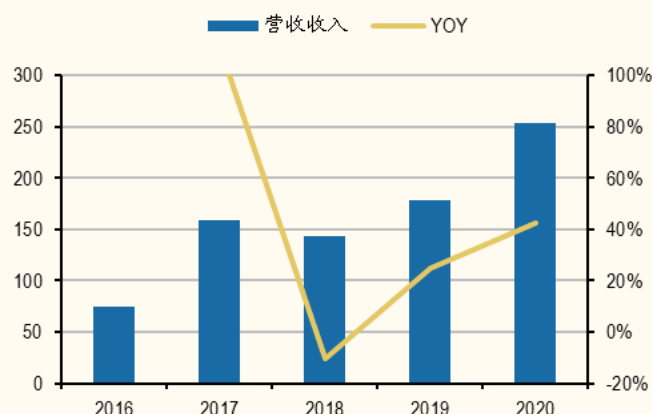
- **受益于国六/国四标准执行，前装环保 OBD 有望放量。**对于重卡而言，生态环境部要求满足国六要求的重卡必须前装环保 OBD，以实现尾气在线监测（也就是说国六的重卡需要安装行驶记录仪的同时安装环保 OBD，按照新国标行驶记录仪 1500 元，国六环保 OBD 单价 500 元，单车价值量提升至 2000 元）。按照生态环境部的要求，重型柴油车在 2021 年 7 月 1 日之后将实施国六标准；非道路移动机械自 2022 年 12 月 1 日起执行国四标准，将拉动公司智能增强驾驶系统增长。

图表 15：智能增强驾驶系统销量及市占率



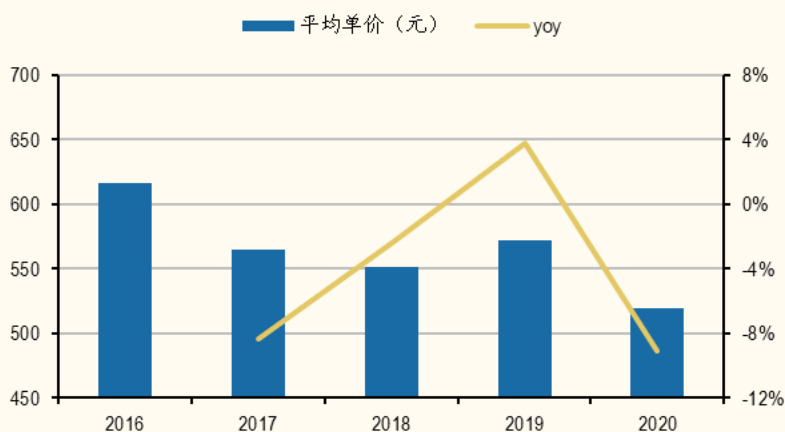
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：智能增强驾驶系统销收入（百万元）



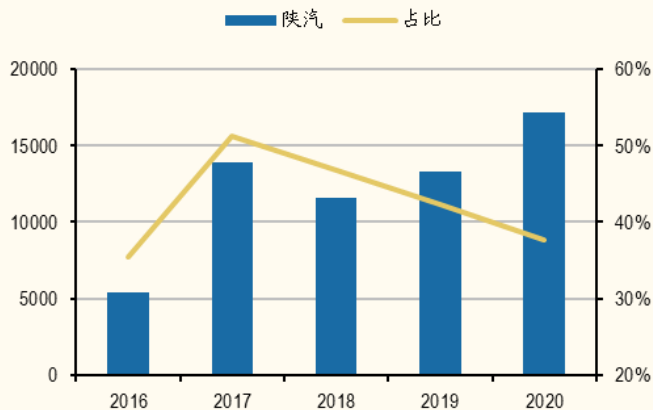
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：智能增强驾驶系统平均单价



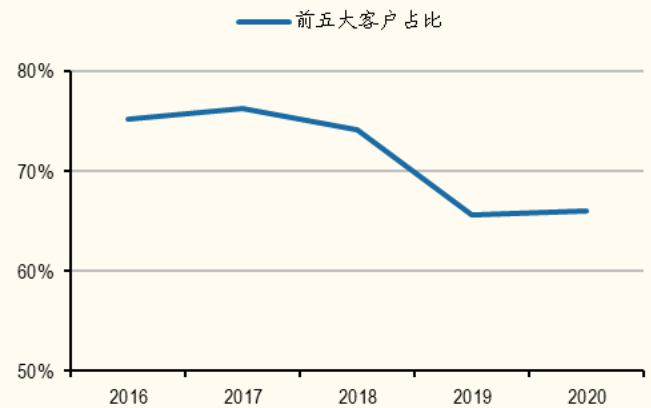
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：第一大客户陕汽收入及占比（万元）



来源：Wind，国金证券研究所

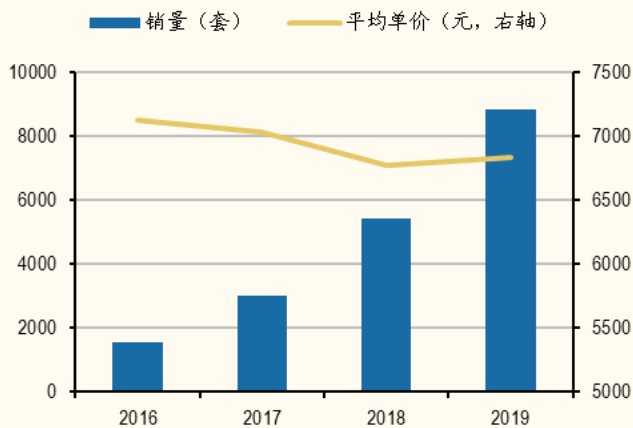
图表 19：前五大客户收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

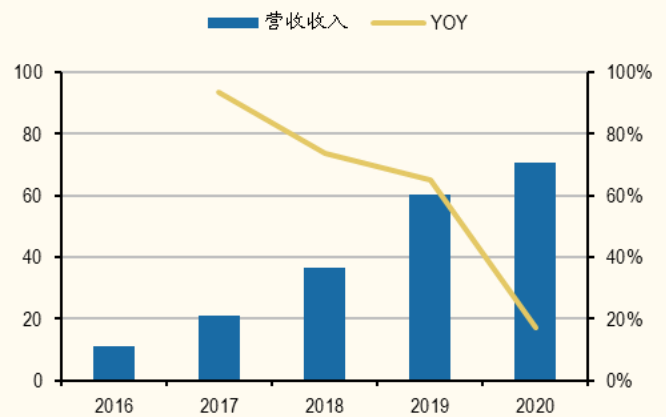
- **高级辅助驾驶系统**，主要由车载终端（如智能车载录像机、智能行驶记录仪等）、智能摄像头、智能传感器、人工智能模块和大数据云平台等构成实现车辆状态识别、车道偏离识别（LDW）、介质识别、驾驶员身份及分神识别（DMS）、盲区行人车辆识别（BSD）、乱绳识别、罐体转向识别、360 环视等一系列 ADAS 功能。公司的高级辅助驾驶系统分为前装和后装市场，其中后装市场主要是针对渣土车的管理，主要是各地政府或城管部门推动；前装市场则主要是政策法规要求驱动，2020 年开始贡献收入。
- **受益于政府对渣土车的监管加强，后装 ADAS 渗透率逐步提升**。2014 年公司研发了高级辅助驾驶系统，在湖南省长沙市城市渣土车项目实现推广。后装的高级辅助驾驶系统销量 2017 年到 2019 年维持 60%以上的增长，主要是针对渣土车后装 ADAS 招标的城市增加，以及公司在订单获取上具有较强竞争力。但 2020 年因为疫情原因，政府招标放缓，公司前装收入从 2019 年的约 6000 万元下降至 2020 年的 4000 万元左右。截至目前，全国累计实施渣土车管理的城市有 67 个，其中有 43 个城市开始落地供应车载终端产品，公司主导和参与了其中的 35 个城市终端供货。预计随着国内疫情缓解各地政府招标启动，后装 ADAS 市场有望恢复并超越 19 年水平。
- **政策推动前装 ADAS 放量**。前装 ADAS 市场，2020 年，成功将高级辅助驾驶系统真正落地安装到前装整车厂，在三一、华菱和陕汽的水泥搅拌车、装载机车型上得到批量应用，2020 年开始贡献收入，国家针对载货汽车已经要求前装 ADAS（总质量≥12 吨且最高车速大于 90km/h 的载货汽车应装备 LDWS & FCWS 和 AEBS），分别于 2020 年 5 月 1 日和 2021 年 5 月 1 日开始执行，预计公司该业务将伴随政策推动逐步放量。

图表 20: 高级辅助驾驶系统量和价



来源: 公司公告, 国金证券研究所

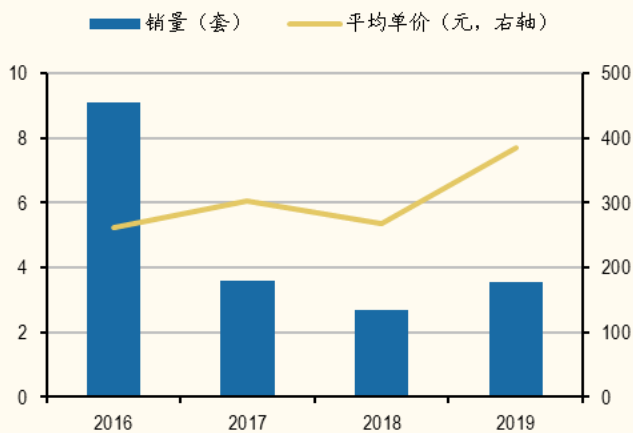
图表 21: 高级辅助驾驶系统收入 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

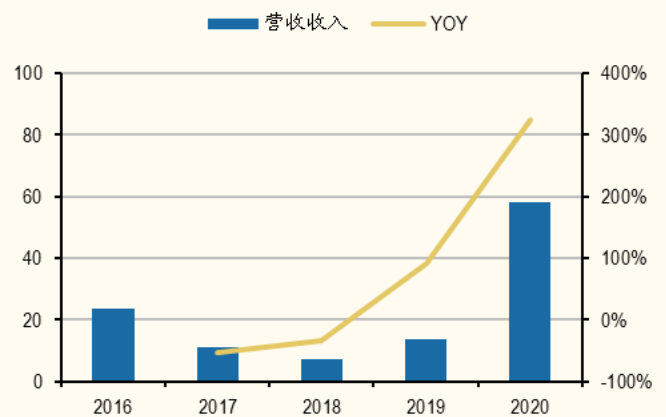
- **国六国四标准执行, 推动存量市场 OBD 业务放量。** 车联网终端主要是后装的环保 OBD 业务, 核心驱动因素是在国六、国四排放标准执行的背景下, 各地政府对存量的重卡、中轻卡进行后装, 各地政府进行招标后确认“合格供应商”, 车主在合格供应商中自主选择供应商。公司 2020 年车联网终端收入大幅增长, 主要是各地加快对当地存量卡车环保 OBD 的招标, 目前, 河南、山东、浙江、广东等多个省份开展了后装环保 OBD 业务的招标。

图表 22: 车联网终端量和价



来源: 公司公告, 国金证券研究所

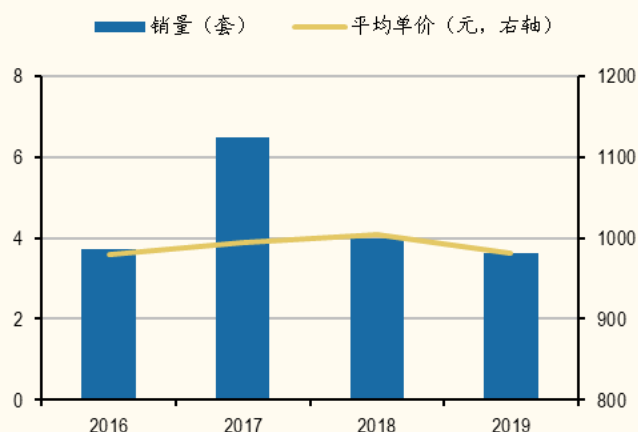
图表 23: 车联网终端收入 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

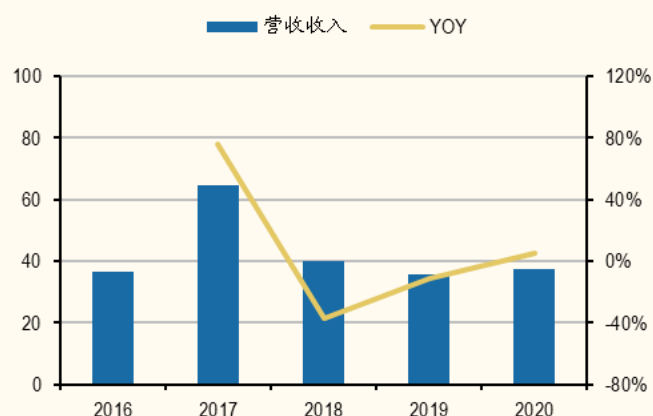
- **人机交互终端: 产品升级带动价值量提升。** 人机交互终端主要是中控屏, 主要应用在重卡高端车型上, 产品逐步从 7 寸升级至 10 寸以上, 带动价值量提升。2017 年增长较快主要是客户陕汽高端车型生产占比的提升, 带动公司人机交互终端品市场需求增长销量大幅; 2018 年销量下滑主要是陕汽相关车型和产品结构调整, 2019-2020 年该业务相对稳定。

图表 24: 人机交互终端量和价



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 人机交互终端收入 (百万元)

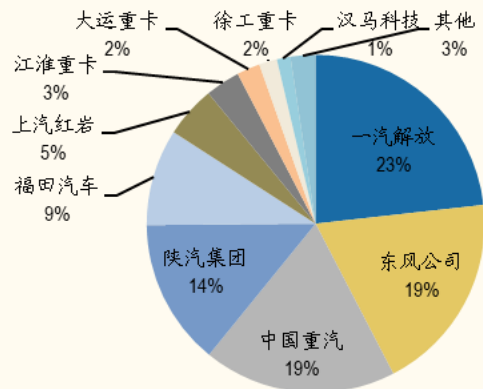


来源: 公司公告, 国金证券研究所

毛利率高、切入大客户, 竞争优势明显

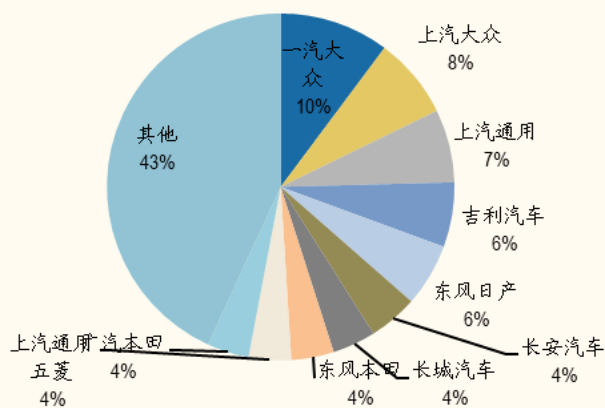
- **商用车市场集中度更高。**商用车(重卡)市场跟乘用车市场相比,最大的特点在于市场集中度更高。2020 年为例,第一大厂家份额重卡为 23%,而乘用车仅为 10%; CR3 重卡为 61%,而乘用车为 25%; CR5 重卡为 84%,而乘用车为 36%。商用车和乘用车竞争格局的巨大变化,决定了商用车的供应商的竞争环境更为缓和,相应的商用车的供应商的市场份额也更加集中。

图表 26: 2020 年重卡市场格局



来源: Wind, 国金证券研究所

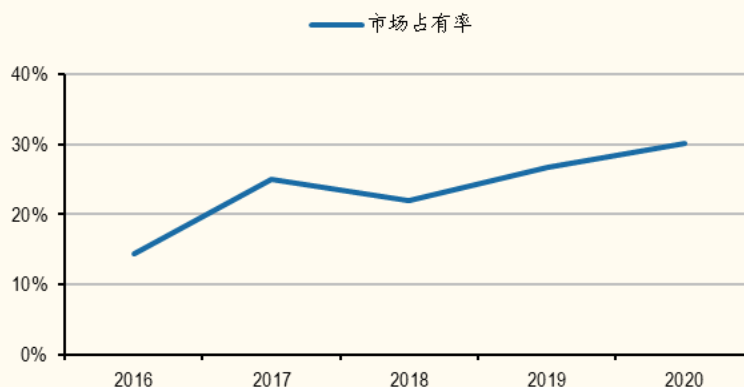
图表 27: 2020 年乘用车市场格局



来源: Wind, 国金证券研究所

- **商用车三分天下, 公司切入重汽再次验证实力。**在重卡行驶记录仪领域,公司和雅讯网络、启明信息三分天下。公司的优势客户为陕汽、福田,新进入中国重汽;雅讯网络的优势客户为东风汽车、福田、中国重汽等;启明信息的优势客户为一汽解放(启明信息大股东为一汽集团)。2020 年公司拓展中国重汽后,市占率不断提升,也从结果上再次证明了公司在商用车领域的竞争力。

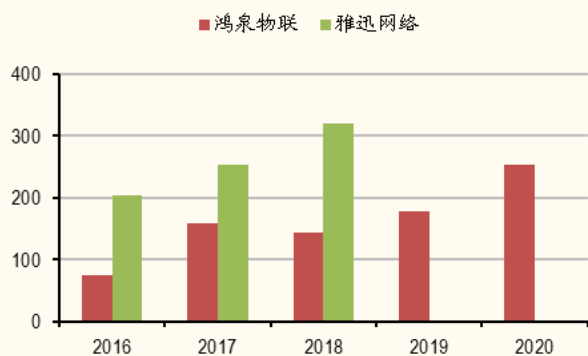
图表 28：公司在重卡行驶记录仪领域市占率约 30%



来源：公司公告，国金证券研究所

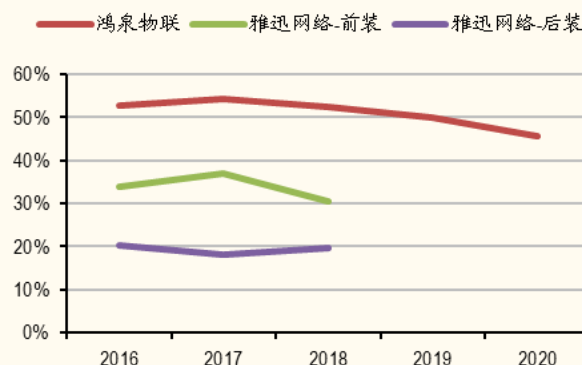
- **毛利率高出竞争对手 20 个百分点。**如果看前装 T-Box（行驶记录仪）的收入规模，2018 年，公司收入规模是商用车领域竞争对手的雅讯网络的 1/2 左右，但公司毛利率比雅讯网络的前装毛利率高出 20%。

图表 29：可比公司收入对比（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：可比公司毛利率

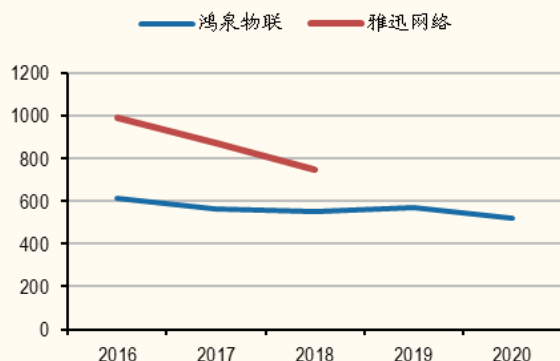


来源：公司公告，国金证券研究所

- **单位毛利接近而单位成本差异，导致毛利率差异较大。**我们重点对比鸿泉物联和雅讯网络前装行驶记录仪（T-Box）的单位收入及成本。从单位收入看，雅讯网络单价高出鸿泉物联 200-400 元，这背后主要是单位成本的差异，从单位毛利看，鸿泉物联和雅讯网络差不多，意味着鸿泉物联以更低的单位成本赚取了同样的毛利，这也是鸿泉物联的毛利率远高于雅讯网络的原因。继续观察两者的成本结构，原材料占比接近，因此，单位成本的差异主要体现在单位原材料上。
- **产品自制比例高，是鸿泉物联毛利率高的核心原因。**而从原材料的结构可以看出，两个公司差异巨大：鸿泉物联主要是以采购芯片、组件、电子元器件等为主，而雅讯网络主要以采购定制组件、集成主板为主。可以理解成鸿泉物联更多是采购零部件自己进行加工组装，而雅讯网络更多是采购半成品集成。以芯片成本为例，鸿泉物联的芯片成本占比超过 20%，而雅讯网络的芯片成本占比仅为 10%，我们倾向于认为雅讯网络采购的半成品（定制组件、集成主板）中，供应商已经将芯片集成进去了。此外，2016 年到 2017 年，雅讯网络定制组件占比大幅下滑，主要是公司 2016 年底购

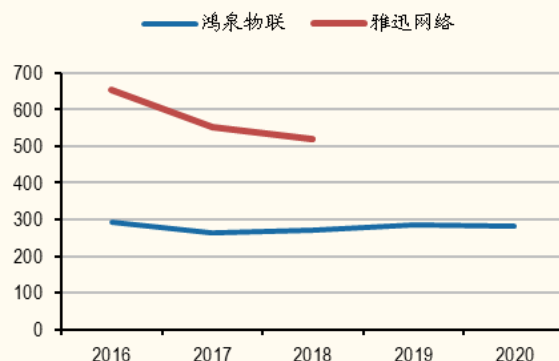
入高速贴片机后自行贴片生产，对定制组件的采购需求大幅下降所致，这样侧面印证了前面的论述。

图表 31：前装 T-box 均价（元）



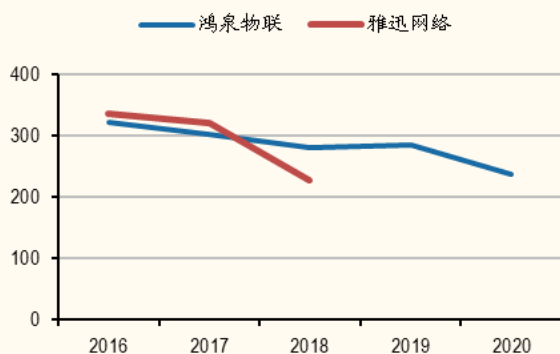
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：前装 T-box 平均单位成本（元）



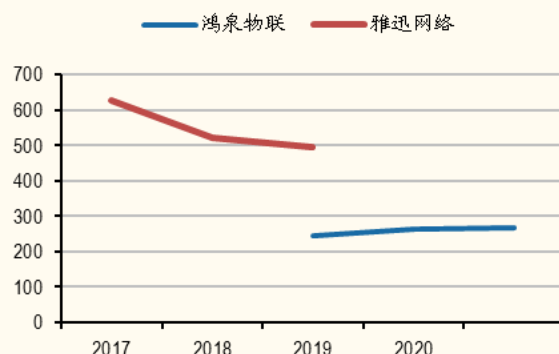
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：前装 T-box 单位毛利（元）



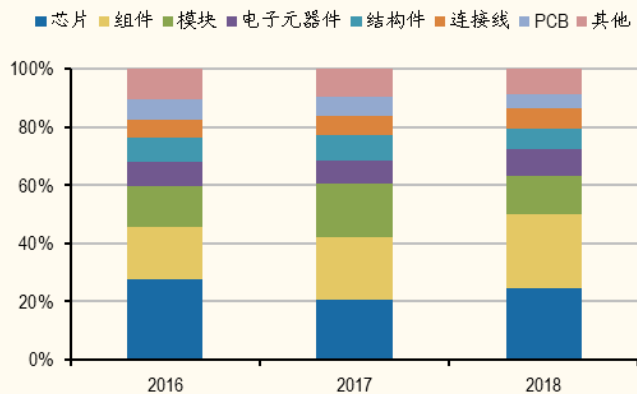
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：前装 T-box 单位原材料（元）



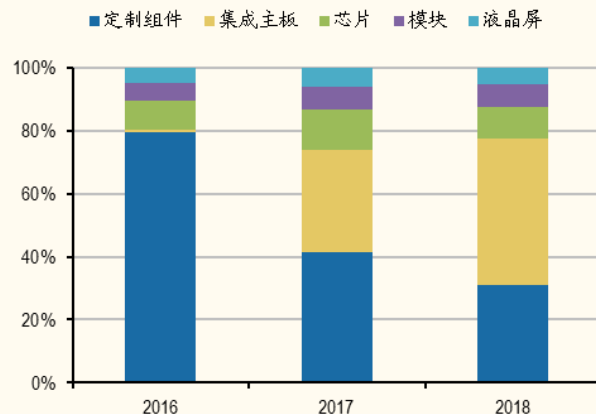
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：鸿泉物联原材料成本结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：雅迅网络原材料成本结构

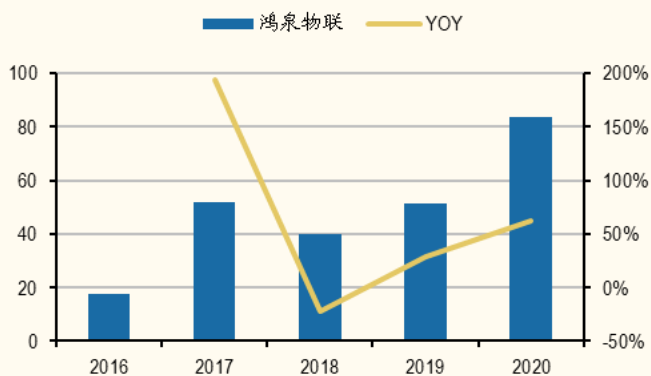


来源：公司公告，国金证券研究所

研发占收入比 18%，控制器、V2X 等拓展打开成长空间

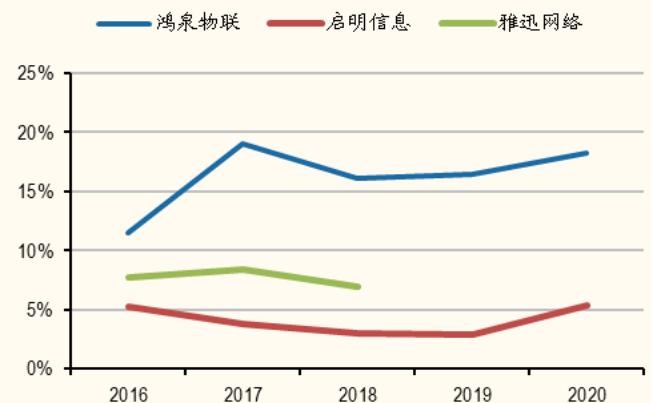
- **注重研发，研发占收入比维持 15%以上。**2020 年度，公司成为中国重汽的供应商，同时，原有客户陕汽、福田、三一 etc 对智能化产品提出更多开发需求，因此公司新增加了 87 名研发人员，研发支出同比增长 62%。公司注重研发，研发支出占收入的比重维持在 15%以上，远超同行。
- **网联化智能化深入研发，提升竞争能力。**2020 年，公司带 V2X 功能的高级辅助驾驶系统已在北京、青岛等渣土车上小批量试装；带 5G 功能的 T-BOX 和 DVR 已与部分主机厂合作开发，并取得了较大的进展。对于 2021 年的经营规划，公司继续加大前沿技术研发力度，在 5G-TBOX、5G-DVR、V2X 路侧单元、低成本组合导航、低速自动驾驶车辆、人工智能算法等方面投入较多的研发人员和资源。

图表 37：公司研发投入大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：公司研发支出/收入比例高于同行



来源：Wind，国金证券研究所

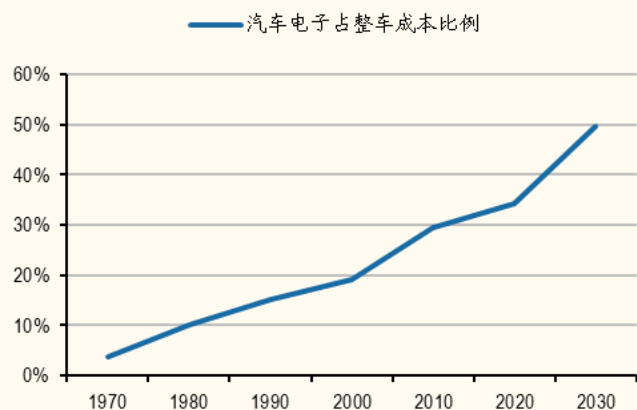
图表 39：公司在研项目情况

序号	项目名称	预计总投资	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标
1	浙江省科学技术厅重大科技专项“基于车联网云服务平台的V2X工程车智能车载管理系统”	1,760	2,152	将研发集成V2V模块、V2I模块、5G模块（视通信厂商开发进度）和北斗/GPS卫星定位模块的车载终端，依靠云端车联网大数据服务平台的配合，实现“车—工地—消纳场”的信息互通和协同，已达到验收标准。	构建“定义-监测-预警-干预-管理”五位一体的城市工程车管理体系。
2	基于人工智能和机器学习的高级辅助驾驶系统	2,000	981	右侧盲区BSD检测准确率和驾驶行为DMS检测准确率明显提高。ADAS产品通过多个检测机构审核并通过多地标准。	右侧盲区BSD检测准确率提高到98.5%，驾驶行为DMS准确率提高到98.0%，前向防碰撞FCW、车道保持LDW准确率达到99.5%。
3	高级辅助驾驶系统	3,000	1,561	已实现针对商用车专用的右侧盲区BSD、驾驶行为DMS功能，并开发了新的算法功能。	新增商用车专用的FCW、LDW、TSR、驾驶员画像功能。
4	车载人机交互终端	3,000	1,951	已实现并完善7寸、8寸及14寸等不同型号、与不同车型适配的多个电容触摸屏及交互界面。	丰富8-20寸各种尺寸，应用最新显示和触摸屏技术，增加手势识别、语音交互、双屏互动、大车360环视等功能，提高驾驶体验。
5	人工智能专项作业车智能感知系统	2,000	1,110	已实现空重载感知、车厢密闭、介质识别、卷扬乱绳识别、搅拌罐转向识别、环卫清扫车作业检测等功能，并新增多种专项作业车特殊场景应用的算法功能。	新增水泥搅拌车罐体转向和转速感知、液体运输车车身姿态感知、洒水清扫效果感知、渣土抛洒感知、违规装卸感知等功能。
6	“HQ+X”大数据云平台	8,000	1,400	数据收集，实验模型输出。	将“HQ+X”平台的所有标准化接口开放，允许客户根据自身需求订制应用软件。
7	基于5G的汽车云脑驾驶决策系统	10,000	3,924	已研发并商业化应用智能增强驾驶系统。积累43种不良驾驶模型，平均每车节油6%，车辆维修费用降20%。	持续提高计算回路中的车辆数和迭代速度，平均单车节油效果提高1倍，车辆维修成本再降10%。实现基于大数据、云计算、车辆智能感知的人机协同决策系统，进一步升级为无人驾驶决策系统。
8	大型城市生活垃圾智能分类	2,000	2,166	已实现垃圾收集与运转过程监控，已达到验收标准。	通过人工智能与传感技术结合，实现垃圾种类分辨与自动分拣，实现对垃圾的有效回收、分类和管理。
合计	/	31,760	15,245	/	/

来源：Wind，国金证券研究所

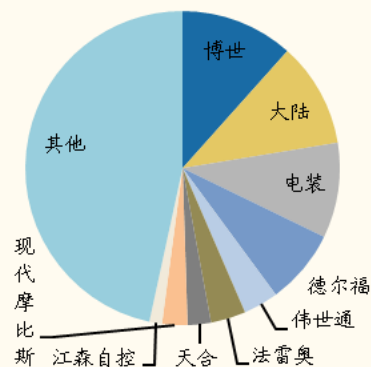
- **延伸汽车控制器，行业国产替代加速。**公司向汽车控制器方向延伸，2021年2月，成立北京域博汽车控制系统有限公司，公司参股16.67%。针对商用车现阶段的实用性需求，开发并提供如DCM（车门控制系统）、BCM（车身控制系统）、TPMS（胎压监测系统）、座椅控制器、网关等产品，其中DCM已与部分主机厂签订了开发协议。随着新能源车渗透率提升，汽车电子占整车成本比例逐步提升。但该领域主要为博世、大陆、德尔福等外资tier1供应商垄断，未来国产替代空间较大。参照国内汽车控制器龙头经纬恒润，2020年汽车控制器业务实现收入18亿元，最近3年收入保持复合40%以上的增速，毛利率在30%附近。控制器业务有望给公司打开成长空间。

图表 40：汽车电子占整车成本比例提升



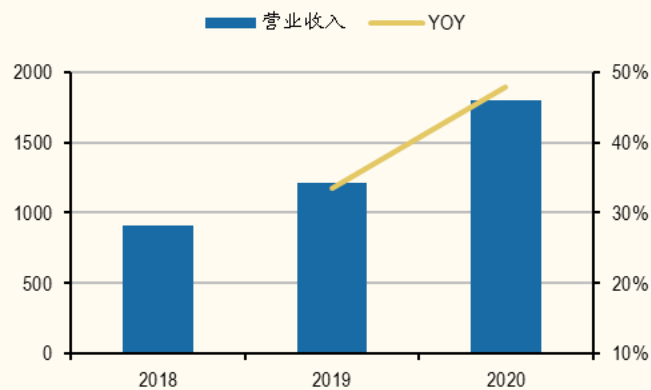
来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 41：国内汽车电子被外资tier1 垄断



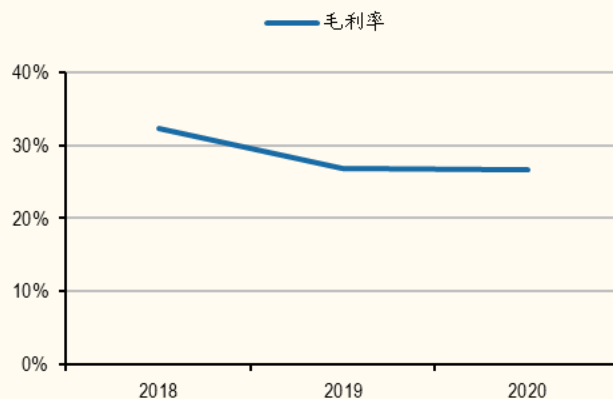
来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 42：经纬恒润控制器收入及增速 (百万元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：经纬恒润控制器业务毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

商用车网联化智能化优质标的，产品升级带动业绩腾飞

盈利预测：未来 3 年收入有望近 3 倍成长

关键假设：

- 1、新国标行驶记录仪单价假设 1250 元，22-23 年单价年降约 5%；2021-2023 年新国标行驶记录仪的渗透率分别为 5%/50%/100%；
- 2、2021-2023 年重卡国六渗透率分别为 50%/100%/100%；中轻卡国六渗透率均为 100%
- 3、假设 2021-2023 年 ADAS 前装量分别为 3.6/4.1/4.6 万辆，ADAS 后装量（包括渣土车和普货重卡等）分别为 2/3.3/5.5 万辆
- 4、随着新客户拓展及销量增长，假设公司各业务板块毛利率稳中略降。

图表 44：公司收入拆分及预测 (百万元)

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营收收入	74.94	159.18	142.90	178.18	253.71	335.86	534.82	711.37
智能增强 驾驶系统								
YOY		112%	-10%	25%	42%	32%	59%	33%
成本	35.32	73.00	67.43	89.40	137.60	184.72	294.15	391.25
毛利率	52.87%	54.14%	52.81%	49.82%	45.76%	45.00%	45.00%	45.00%
高级辅助 营收收入	10.90	21.11	36.67	60.43	70.79	138.95	181.71	236.92

驾驶系统	YOY		94%	74%	65%	17%	96%	31%	30%
	成本	4.26	9.84	16.22	27.75	43.32	86.15	112.66	146.89
	毛利率	60.90%	53.38%	55.77%	54.08%	38.81%	38.00%	38.00%	38.00%
人机交互终端	营收收入	36.60	64.36	40.15	35.65	37.44	47.50	63.18	77.16
	YOY		76%	-38%	-11%	5%	27%	33%	22%
	成本	18.44	36.64	27.51	19.20	18.98	26.13	34.75	42.44
车载联网终端	毛利率	49.62%	43.07%	31.48%	46.15%	49.32%	45.00%	45.00%	45.00%
	营收收入	23.69	10.95	7.17	13.65	57.95	71.25	90.25	88.45
	YOY		-54%	-35%	91%	324%	23%	27%	-2%
智慧城市业务	成本	20.74	9.32	5.07	6.49	33.00	41.33	54.15	53.07
	毛利率	12.45%	14.86%	29.26%	52.48%	43.06%	42.00%	40.00%	40.00%
	营收收入	3.77	14.06	19.35	20.01	27.32	32.78	39.34	47.21
控制器	YOY		273%	38%	3%	37%	20%	20%	20%
	成本	1.08	3.88	5.45	5.56	6.13	9.18	11.02	13.22
	毛利率	71.32%	72.40%	71.83%	72.21%	77.56%	72.00%	72.00%	72.00%
其他	营收收入						6.00	40.00	80.00
	YOY							567%	100%
	成本						4.80	30.00	60.00
合计营收	毛利率						20.00%	25.00%	25.00%
	营收收入	2.27	1.06	1.61	5.28	8.54	10.25	12.30	14.76
	YOY		-53%	52%	227%	62%	20%	20%	20%
其他	成本	0.982	0.507	0.775	3.58	1.66	5.13	6.15	7.38
	毛利率	56.78%	52.21%	51.92%	32.24%	80.57%	50.00%	50.00%	50.00%
	营收收入	152.18	270.71	247.84	313.20	455.76	642.59	961.59	1255.87
合计营收	yoy		78%	-8%	26%	46%	41%	50%	31%
	成本	80.83	133.19	122.45	151.98	240.68	357.43	542.87	714.25
	毛利率	46.88%	50.80%	50.59%	51.48%	47.19%	44.38%	43.54%	43.13%

来源：Wind，国金证券研究所

对于关键假设，我们做了 2023 年收入的敏感性测算：在乐观情况和悲观情况下，2023 年公司收入分别为 13.5 亿元和 10.3 亿元。

图表 45：2023 年公司收入敏感性分析

项目	假设值		
重汽份额	20%	25%	30%
新国标单价	1000	1150	1300
新国标渗透率	50%	75%	100%
ADAS 前装	3	4	5
ADAS 后装	4	5	7
收入	1,025	1,165	1,354

来源：Wind，国金证券研究所

股权激励目标一定程度给公司业绩托底。2020 年 1 月，公司发布股权激励方案，拟对高级管理人员、核心技术人员等 114 人（占 2019 年底总人数 475 人的 24.1%）授予 150 万股（占总股本 1 亿股的 1.5%）限制性股票，计划授予价格 17 元/股。授予日后分三年归属期 30%/30%/40%。解锁条件目标 A 为 20/21/22 年归母净利润不低于 0.86/1.1/1.44 亿元，增速不低于 26.5%/27.9%/30.9%（完成目标 A，股权对应公司层面归属比例 100%，目标 B 该比例为 80%）。

图表 46：公司股权激励目标（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
实际归母净利润	0.57	0.7	0.88		
目标 A			0.86	1.11	1.44
YOY			22%	26%	30%
目标 B			0.82	1.03	1.28
YOY			17%	17%	25%

来源：公司公告，国金证券研究所

商用车智能网联优质标的，给予“买入”评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.2/1.6/2.0 亿元，同比增长 35%/37%/25%，对应 EPS 分别为 1.2/1.6/2.0 元。公司深耕商用车物联网和智能化赛道，受益于政策红利，公司物联网产品单车价值量有望实现从 500 元提升至 2000 元，ADAS 产品（单车价值量 2000-7000 元）有望在前装和后装市场实现放量渗透。同时，公司展现明显的 alpha 特征：产品模组的高自制率和成本管控取得了毛利率超过同行近 20 个百分点的优势；多类产品切入中国重汽（重卡行业第三大主机厂）、三一重工等再次印证公司竞争力；公司在 V2X、控制器等领域的拓展打开成长空间。参照可比公司，我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，目标价 64.26 元/股，给予“买入”评级。

图表 47：可比公司估值表

		PE					净利润（亿元）					净利润增速			
	市值 （亿元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
科博达	257	44	53	41	33	27	4.7	5.1	6.3	7.9	9.5	8%	23%	25%	20%
德赛西威	564	57	89	73	56	44	2.9	5.2	7.7	10.1	12.8	77%	49%	31%	27%
华阳集团	196	75	70	68	48	36	0.7	1.8	2.9	4.1	5.4	143%	58%	43%	32%
保隆科技	72	30	25	27	22	18	1.7	1.8	2.7	3.3	4.1	6%	47%	24%	22%
行业中位数		51	62	54	40	32									
鸿泉物联	44	46	43	37	27	22	0.7	0.9	1.2	1.6	2.0	27%	34%	36%	25%

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

政策执行力度低于预期的风险：

若行驶记录仪新国标政策或者重卡、中轻卡的国六排放政策执行不到位，则公司产品的单价提升和出货量或将低于预期

芯片短缺缓解进程低于预期的风险：

公司原材料成本中，芯片成本占比约 20%，虽然公司部分芯片已经完成国产替代（2019 年上半年进口芯片占比为 15%）。乘联会 6 月 30 日预计 7 月开始的芯片供给明显改善，8 月就应该有明显的生产端体现，9 月随着更多产能的释放，芯片问题应该基本解决。但若芯片短缺缓解进程低于预期，或将给公司生产造成影响

竞争加剧导致毛利率超预期下滑的风险：

对于部分后装业务，由于是政府采购，未来若市场竞争加剧，则存在毛利率超预期下滑的风险

公司新业务拓展不及预期的风险：

车身控制器、V2X 等属于公司的新拓展领域，尚未实现大规模批量生产，拓展进程存在低于预期的风险

限售股解禁风险：

2021 年 6 月和 11 月公司分别有 34 万股和 125 万股限售股解禁，占解禁前流通股比例分别为 0.67%和 2.4%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	248	313	456	643	962	1,256
增长率		26.3%	45.6%	40.9%	49.6%	30.6%
主营业务成本	-123	-152	-241	-357	-543	-720
%销售收入	49.7%	48.5%	52.8%	55.5%	56.5%	57.3%
毛利	125	161	215	286	418	536
%销售收入	50.3%	51.5%	47.2%	44.5%	43.5%	42.7%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-5	-6
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-15	-25	-30	-39	-53	-63
%销售收入	6.2%	7.9%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
管理费用	-22	-27	-35	-45	-63	-75
%销售收入	9.0%	8.6%	7.6%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用	-40	-51	-83	-103	-154	-201
%销售收入	16.1%	16.4%	18.3%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	45	56	64	96	144	191
%销售收入	18.2%	17.8%	14.1%	15.0%	15.0%	15.2%
财务费用	0	3	12	3	3	3
%销售收入	0.0%	-0.9%	-2.6%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	0	4	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	2	8	6	4
%税前利润	1.0%	0.5%	2.1%	6.6%	3.6%	1.7%
营业利润	63	75	93	127	173	217
营业利润率	25.3%	23.8%	20.3%	19.8%	18.0%	17.3%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	63	75	93	127	173	217
利润率	25.3%	23.8%	20.3%	19.8%	18.0%	17.3%
所得税	-6	-5	-4	-9	-12	-15
所得税率	9.0%	6.6%	4.6%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	57	70	88	118	161	202
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	57	70	88	118	161	202
净利率	23.0%	22.3%	19.4%	18.4%	16.8%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	57	70	88	118	161	202
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	5	10	12	17	21
非经营收益	0	-1	-7	-6	-4	-1
营运资金变动	-26	-16	-60	-52	-118	-109
经营活动现金净流	35	57	32	72	56	113
资本开支	-16	-62	-76	-40	-40	-40
投资	0	0	-50	34	50	50
其他	10	0	-181	8	6	4
投资活动现金净流	-6	-61	-307	2	16	14
股权募资	52	625	0	0	0	0
债权募资	0	0	50	-26	7	15
其他	-30	-101	-31	-50	-66	-83
筹资活动现金净流	21	524	19	-75	-60	-68
现金净流量	50	520	-256	-1	13	58

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	83	603	354	353	366	424
应收款项	151	209	318	367	537	701
存货	31	39	62	78	119	158
其他流动资产	4	11	189	155	108	61
流动资产	268	862	924	954	1,130	1,343
%总资产	87.3%	89.3%	81.4%	80.0%	81.1%	82.7%
长期投资	0	0	71	71	71	71
固定资产	13	70	94	115	131	143
%总资产	4.2%	7.3%	8.3%	9.6%	9.4%	8.8%
无形资产	25	31	33	40	48	55
非流动资产	39	103	211	239	262	282
%总资产	12.7%	10.7%	18.6%	20.0%	18.9%	17.3%
资产总计	307	965	1,134	1,193	1,392	1,625
短期借款	5	5	55	35	42	57
应付款项	28	79	117	139	220	301
其他流动负债	18	26	36	27	40	54
流动负债	51	110	208	202	302	412
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	7	9	3	5	6
负债	56	117	217	205	307	419
普通股股东权益	251	849	917	988	1,085	1,206
其中：股本	75	100	100	100	100	100
未分配利润	56	93	142	213	310	432
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	307	965	1,134	1,193	1,392	1,625

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.762	0.697	0.883	1.180	1.607	2.016
每股净资产	3.346	8.486	9.170	9.847	10.811	12.020
每股经营现金净流	0.470	0.570	0.316	0.719	0.560	1.127
每股股利	0.000	0.300	0.350	0.474	0.645	0.809
回报率						
净资产收益率	22.76%	8.21%	9.63%	11.99%	14.86%	16.77%
总资产收益率	18.62%	7.22%	7.78%	9.93%	11.58%	12.45%
投入资本收益率	15.99%	6.09%	6.32%	8.77%	11.90%	14.05%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.43%	26.34%	45.64%	40.87%	49.64%	30.60%
EBIT增长率	11.64%	23.51%	15.60%	49.78%	49.44%	32.40%
净利润增长率	19.51%	22.01%	26.72%	34.11%	36.12%	25.47%
总资产增长率	21.15%	214.80%	17.50%	5.19%	16.66%	16.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	158.6	139.9	124.4	130.0	125.0	125.0
存货周转天数	78.0	83.4	76.3	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	77.1	116.7	145.1	140.0	145.0	150.0
固定资产周转天数	10.3	79.4	41.4	52.5	41.2	35.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.94%	-70.47%	-32.63%	-32.18%	-29.85%	-30.42%
EBIT利息保障倍数	-3,576.7	-20.6	-5.5	-38.3	-49.3	-66.8
资产负债率	18.18%	12.10%	19.16%	17.19%	22.07%	25.77%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	7	25
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.29	1.22	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402