

审慎推荐-A (首次)

新雷能 300593.SZ

目标估值: 23-25 元

当前股价: 18.24 元

2019 年 12 月 24 日

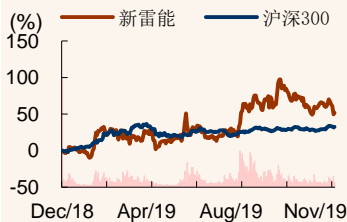
高标准电源的专业供应商，受益于全球 5G 建设

基础数据

上证综指	2983
总股本(万股)	16558
已上市流通股(万股)	9367
总市值(亿元)	30
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	42.9%
主要股东	王彬
主要股东持股比例	21.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	16	65
相对表现	-9	13	34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

余俊 (通信行业首席分析师)

021-33938892  
yujun@cmschina.com.cn  
S1090518070002

公司是高标准电源的专业供应商，产品包括模块电源、定制电源及大功率电源，主要应用于军工、航空航天、通信等领域。公司产品技术难度与壁垒比较高，航空航天与军工领域的产品有一定的定制或半定制特点，粘性比较强。公司近几年在 5G 通信、航天与军工等领域保持高强度的研发投入，研发费用率保持在 16% 以上，拉低了公司的资产回报率。目前，航空航天与军工业务量比较足，有望保持较快的增长；由于 5G 建设所需基站数量更多、电源产值也更大，公司投入较大的 5G 通信业务可能正在进入快速发展阶段，后续将带来较大的收入、盈利贡献。首次给予“审慎推荐-A”评级，并给予 23-25 元目标价。

- **业务壁垒较高，保持高强度研发投入。**公司主要管理层技术背景出身，掌握模块电源核心技术，在研发、技术、资质等方面具备比较明显的优势，公司产品在通信领域领先市场，在军工领域认可度也比较高。近几年公司研发费用率保持 16% 以上，在 5G 通信用电源、航空航天与军工电源领域保持高强度的投入。
- **军工业务较快发展，且受益于全球 5G 建设。**航空航天与军工方面，行业总体投入在加大，需求处于较快增长状态；公司的应用与定制产品更多，有望保持 20-30% 的较快增长。通信方面，全球 5G 的建设周期贯穿 2019-2025 年，通信模块电源的市场规模将近 400 亿元，公司是三星电子、诺基亚、中电科等国际公司的主要或重要供应商，将受益于全球 5G 大建设。
- **过去几年是投入期，未来经营表现有望改善和加速。**公司近几年总资产、净资产回报率不高，主要是近几年处于投入期，近几年在 5G 通信、航空航天与军工电源领域投入大，研发费用率保持在 16-17%，随着收入放量，综合盈利情况应该有显著回升。
- **盈利预测及评级：**首次覆盖给以“审慎推荐-A”评级，目标价 23-25 元。
- **风险提示：**定制业务多导致周转率与人均产值始终难以提升，新业务放量不及预期，董事长被调查的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	346	477	856	1271	1684
同比增长	-1%	38%	80%	48%	33%
营业利润(百万元)	38	37	91	161	218
同比增长	-17%	-4%	146%	77%	36%
净利润(百万元)	36	36	75	132	178
同比增长	-19%	1%	109%	76%	35%
每股收益(元)	0.31	0.30	0.45	0.80	1.08
PE	59.2	60.1	40.2	22.8	16.9
PB	3.8	3.7	4.5	3.9	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司简介	4
1.1 历史沿革与股权结构	4
1.2 主营产品	5
1.3 销售模式、客户结构、供应链	7
二、高强度研发形成核心竞争力，贴近优质客户提升附加值	8
2.1 持续高强度研发，技术创新和平台优势突出	8
2.2 贴近优质客户，通用平台下的定制化带来高盈利水平	10
2.3 财务水平整体健康	12
三、军工、航天业务保持快速发展，5G 业务有望进入高速增长期	14
3.1 5G 业务有望进入高速增长期	14
3.2 军工、航天业务保持快速发展	18
3.3 收入增长有望摊薄研发支出，经营效率将进一步提高	19
风险提示：	21
图 1 公司股权结构	4
图 2 公司各领域收入构成（百万元）	7
图 3 原材料采购金额占比	7
图 4 公司持续保持高强度的研发投入	8
图 5 公司研发力度在行业中处于领先水平	8
图 6 公司人均产值、薪酬情况分析	12
图 7 薪酬占收入比重情况对比分析	12
图 8 通用平台下的定制化带来领先于同行的毛利率水平（单位，%）	12
图 9 公司通信业务逐步进入高速增长期	14
图 10 2017 年全球通信设备市场格局	15
图 11 2018 年全球通信设备市场格局	15
图 12 运营商新一轮资本开支启动	16
图 13 三大运营商资本开支触底回升	16
图 14 中国 5G 设备资本开支预测	16
图 15 公司军工、航天业务保持快速发展	18

图 16 国防支出与同比增速.....	19
图 17 预计 5G 建设高峰期公司资产负债表变化与 4G 相似.....	20
图 18 4G 建设期应收项目金额下降.....	20
图 19 4G 建设期应付项目金额增长.....	20
表 1: 公司历史沿革.....	4
表 2: 公司主营产品—模块电源.....	5
表 3: 公司主营产品—定制电源.....	5
表 4: 公司主营产品—大功率电源.....	6
表 5: 公司收入结构.....	6
表 6: 主要产品毛利率.....	7
表 7: 母公司及子公司主要产品.....	7
表 8: 绝大多数管理层人员为技术背景出身.....	8
表 9: 公司人力资源构成.....	9
表 10: 公司已在电源行业确立了市场领先地位, 获得多项市场荣誉.....	10
表 11: 公司核心技术.....	10
表 12: 公司主要客户.....	11
表 13: 公司获得了下游客户系列认证.....	11
表 14: 公司具备强大的通用技术平台.....	11
表 15: 公司负债情况分析.....	12
表 16: 公司经营指标分析.....	13
表 17: 2019 年中国移动进行了 5G 规模组网建设及应用示范工程无线主设备中标结果.....	14
表 18: 公司通信电源市场规模测算.....	15
表 19: 我国主要城市 5G 基站建设规划.....	15
表 20: 不同制式基站覆盖半径.....	17
表 21: 我国三大运营商宏基站建设进度.....	17
表 22: 全球模块电源市场规模测算.....	17
表 23: 公司盈利能力分析(单位, % ).....	19
表 24: 公司经营指标分析.....	19
表 25: 公司经营指标分析(单位, %/百万元).....	20

## 一、公司简介

公司成立于 1997 年，产品包括模块电源、定制电源及大功率电源，主要应用于通信、军工等领域。公司深耕电源领域多年，高度重视技术研发，累计在相关领域取得多项核心技术专利，凭借技术优势进一步拉开与竞争对手的差距。

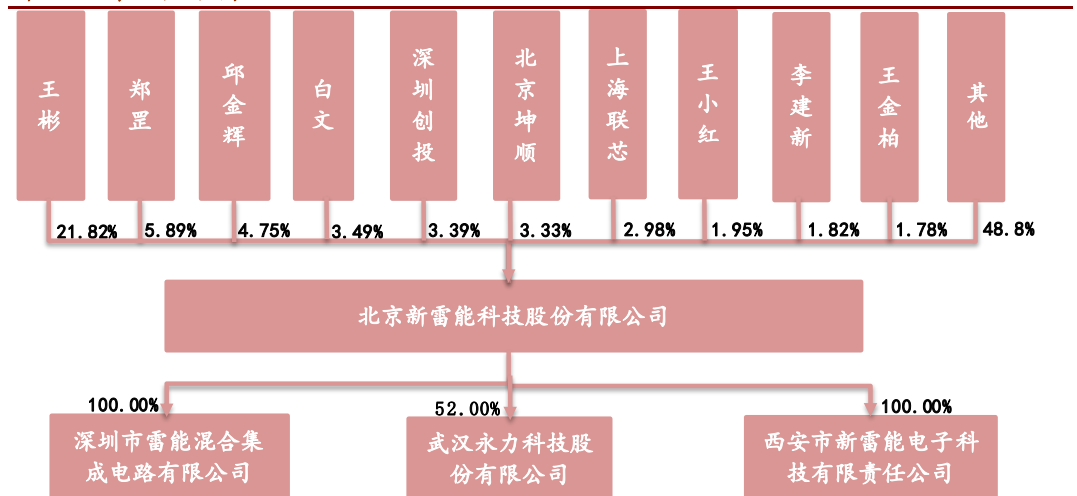
目前公司已成为国内通信、航空、航天及军工等应用领域大型企业电源的主要供应商，并逐步切入国际企业供应链。

### 1.1 历史沿革与股权结构

**历史沿革：**公司于 1997 年成立，2017 年上市，至今已有 21 年发展历史。2018 年公司收购永力科技 52% 股权并表，业务全面覆盖供配电系统、船舶、车辆、激光等领域。除永力外，公司旗下有两家全资子公司，其中深圳雷能主业为通信用模块电源、定制电源和大功率电源及系统产品的研发；西安新雷能主要业务为浪涌抑制器、滤波器、低噪声电源、综合定制电源等产品的研发。

**股权结构：**公司股权结构较为分散，公司董事长兼总经理王彬是公司的控股股东、实际控制人，持有公司 21.28% 股权。此外，公司现任董事郑昱、邱金辉分别持有公司 5.89%、4.75% 股权。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：公司历史沿革

事件	
1997 年 6 月	新雷能成立
2000 年	开始研制航空、航天及军用高等级电源
2003 年 4 月	子公司深圳雷能成立
2009 年 3 月	变更为股份有限公司
2016 年 3 月	子公司西安新雷能成立
2017 年 1 月	公司上市
2018 年 9 月	收购永力科技 52% 股权完成过户，实现并表
2018 年 11 月	实施股权激励计划

资料来源：wind，招商证券

## 1.2 主营产品

公司主营产品有模块电源、定制电源、大功率电源及系统三类。

模块电源：直接安装（焊接）于印刷电路板，将不同电压等级的直流电变换为所需电压等级，应用领域广泛。

定制电源：按客户指定要求（性能、规格、结构等）专门设计制造的电源。

大功率电源及系统：将电网市电（380/220V）变换成直流电（48/24V）的电源系统。

表 2：公司主营产品—模块电源

类别	细分	外观	产品特点
	通用模块电源		高效率； 高功率密度； 工业标准尺寸，兼容性好； 使用方便。
模块电源	铁路模块电源		高效率； 宽输入范围； 标准尺寸； 环境适应性强； 符合铁路相关应用标准。
	航天及军工模块电源		宽应用温度范围 (-55℃~+105℃)； 适应严酷应用环境； 单路或多路输出； 全金属屏蔽。
	厚膜工艺电源		宽应用温度范围 (-55℃~+125℃)； 裸芯片键合工艺； 金属气密封装； 可长时间存储； 适应严酷应用环境

资料来源：wind，招商证券

表 3：公司主营产品—定制电源

类别	细分	外观	产品特点
定制电源	工业定制电源		用户定制外形规格； 转换效率高； 宽输入电压范围； 输入过欠压保护； 单路或多路输出； 输出过压、过流、短路保护



类别	细分	外观	产品特点
	特种定制电源		提供定制外形和接口服务； 宽范围交流输入； 多路输出； 多种保护和附加功能可选； 输入输出加强滤波； 低输出波纹噪声； 配置电源智能管理系统； 适用于特种应用环境。
	模块组合集成电源		模块自由搭建组合、开发周期短； 输入输出宽范围可选； 外形接口方式多样； 快速灵活响应用户需求。

资料来源：wind，招商证券

表 4: 公司主营产品—大功率电源

类别	细分	外观	产品特点
	整流器		全数字控制；标准 1U 高度； 交流输入； 输出电压：24V/48V； 输出电流：15A~100A。
大功率电源系统	监控单元		前面板键盘输入及 LCD 显示； 通讯接口 CAN/RS232/RS485； 可编程的继电器告警输出； 输入数字量； 电池管理； 告警管理； 整流器管理。
	大功率电源系统		由整流器单元、监控单元及配电单元组成，可根据功率需要灵活配置整流器单元数量及配电设计，并由监控单元实现对电源系统的智能监控和电池管理

资料来源：wind，招商证券

表 5: 公司收入结构

百万元，%	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总收入	175	232	291	302	349	346	477
模块电源	138	180	199	216	255	236	334
模块电源占比	79	78	68	72	73	68	70
大功率电源系统	4	11	23	24	38	48	58
大功率电源系统占比	2	5	8	8	11	14	12
定制电源	33	41	69	62	56	62	73
定制电源占比	19	18	24	21	16	18	15

资料来源：wind，招商证券

表 6: 主要产品毛利率

%	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
模块电源	47.1	45.0	43.2	46.3	47.8	48.3	43.7
大功率电源系统	25.0	27.3	26.1	37.5	34.2	20.8	27.6
定制电源	48.5	51.2	52.2	58.1	55.4	53.2	53.4

资料来源: wind, 招商证券

表 7: 母公司及子公司主要产品

	主要产品
北京母公司	航空、航天及铁路领域的高密度模块电源、高密度大功率定制电源及芯片封装电源产品的研发
深圳雷能	通信类模块电源、定制电源、大功率电源及系统产品的研发, 服务于三星电子、诺基亚等国际主流通信设备商, 为以上国际大客户提提供高效率、高功率密度产品, 技术指标、产品水平具备与国际一流电源企业竞争的实力
武汉永力科技	供配电系统、船舶、车辆、激光等领域的高可靠电源产品研发
西安雷能	浪涌抑制器、滤波器、低噪声电源、综合定制电源等产品的研发

资料来源: wind, 招商证券

### 1.3 销售模式、客户结构、供应链

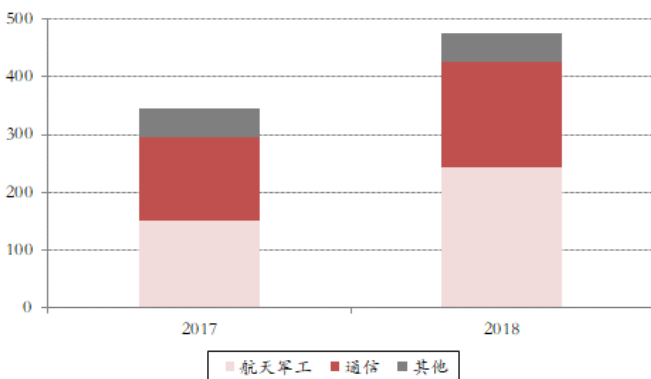
**销售模式:** 公司采取大客户直销策略, 无经销商, 主要是因其下游(通信、航空、航天及军工等领域)客户相对集中。公司专门设立销售、质量、研发、技术支持团队, 定期走访客户的研发、质量和采购单位, 第一时间了解客户需求并更新产品。

**客户结构:** 公司定位于中、高端市场, 客户主要集中在通信、航天军工等领域。公司在各领域客户覆盖大多数知名企业, 通信领域包括三星电子、诺基亚、烽火通信、大唐移动等, 航天及军工领域包括电科五十四所、北方重工等。

从下游应用领域来看, 公司客户主要以航天军工、通信为主, 2018 年军工、通信占比分别为 51%、38%。

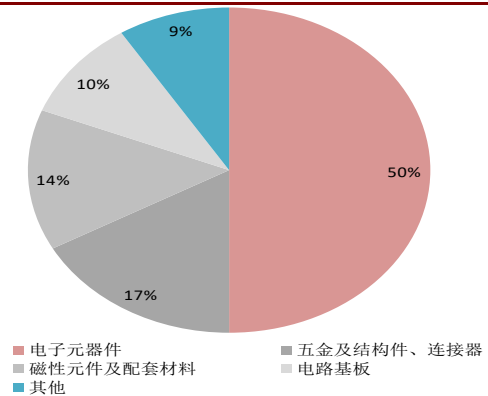
**供应链:** 公司位于产业链中游, 原材料在产品制造成本中占比在 65%-70%之间。公司在行业内经营多年, 已建立稳定的供应体系, 其上游产品供应充足, 价格比较稳定。

图 2 公司各领域收入构成(百万元)



资料来源: 公司数据, 招商证券

图 3 原材料采购金额占比



资料来源: 公司数据, 招商证券

## 二、高强度研发形成核心竞争力，贴近优质客户提升附加值

### 2.1 持续高强度研发，技术创新和平台优势突出

**持续高强度研发投入。**公司持续保持高强度的研发投入，过去五年研发投入占收入比例均在 20% 附近，2018 年研发费用 8240 万元，占收入比例 17.3%，增长 19%。与同行相比，公司的研发投入过去几年一直处于领先水平。

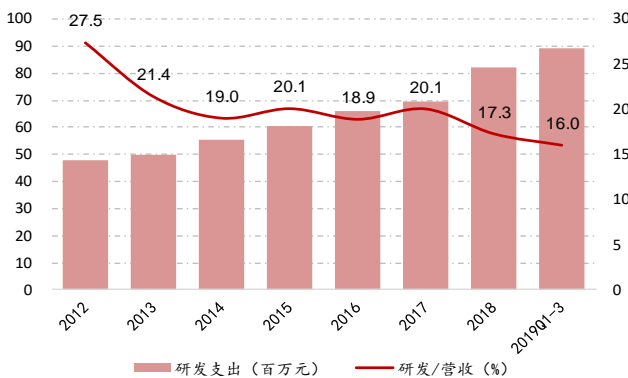
**核心团队技术背景深厚，研发队伍强壮。**公司核心高管和技术人员均来自国内外一流的电源模块相关企业，创始人兼大股东王彬曾任职北京迪赛通用技术研究所，担任总工程师，副所长，（北京迪赛成立于 1984 年，是中国最早从事电源模块开发设计生产的企业）。其余核心高管来自中兴通讯、中科院电子研究所、艾默生等国内外一流企业，具有丰富的模块电源研发经验。

近三年，公司技术相关人员占公司总人数的比重在 35% 左右，2018 年公司研发人员数量为 512 人，同比增长 38%，研发队伍强壮。

**技术创新和平台优势突出。**公司专注于电源技术产业化，已完成各类电源产品的系列化研制，并且众多产品性能指标达到了国际一流企业的技术水平，如 1/8 砖总线变换器、1/16 砖产品、高压输入砖系列产品、航天微电路电源产品、相控阵雷达专用大功率高功率密度高压输入高可靠电源单机、履带车专用 DC/DC 高可靠模块电源等，具备国际先进水平的全数字控制技术。

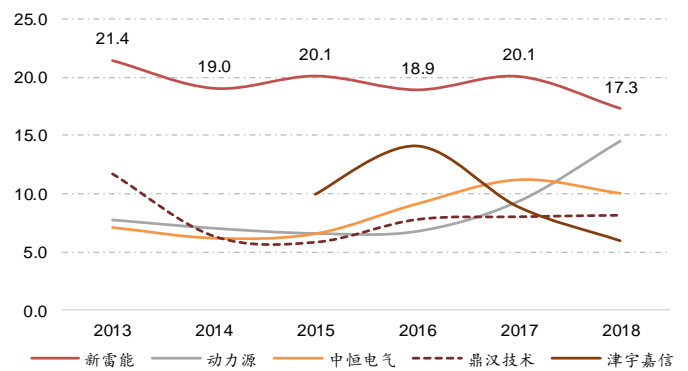
截止 2018 年，公司累计获得专利 72 项（其中发明专利 26 项）、软件著作权 42 项。

图 4 公司持续保持高强度的研发投入



资料来源：Wind、招商证券

图 5 公司研发力度在行业中处于领先水平



资料来源：Wind、招商证券

表 8: 绝大多数管理层人员为技术背景出身

现任职务	姓名	出生年	履历
董事长兼总经理	王彬	1964	电子科技大学电讯电磁场工程专业硕士，曾任职于北京市海淀区迪赛通用技术研究所，担任总工程师、副所长。
董事、销售部管理总监	郑罡	1968	华南理工大学无线电技术专业硕士，曾任职于北京市海淀区迪赛通用技术研究所，任开发工程师；1997 年任职于新雷能公司，历任开发部经理、总经理助理、销售总监、董事。
董事、副总经理、总工程师	杜永生	1967	1999 至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，历任开发工程师、开发部经理、副总工程师、总工程师。

敬请阅读末页的重要说明



现任职务	姓名	出生年	履历
董事、深圳雷能总经理	王士民	1973	哈尔滨工业大学机械制造专业硕士。1998-2003 年任职于中兴通讯股份有限公司，任模块电源项目经理；2003 年至今任职于深圳市雷能混合集成电路有限公司，历任研发总监、副总经理、总经理。
副总工程师	周权	1967	清华大学电子工程系硕士。1993-1994 年任职于中国科学院电子学研究所；1994-2009 年先后担任北京迪赛通用技术研究所电源事业部任总工程师及总经理、北京迪赛奇正科技有限公司副总经理；2009 年至今任职于新雷能公司，任副总工程师、监事会主席。
定制电源开发部经理	骆智	1979	北方工业大学检测技术与自动化装置专业硕士。2004 年至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，历任开发工程师、项目组主管，模块电源开发部副经理、定制电源开发部经理。
副总经理、研发总监	刘志宇	1978	清华大学机械工程系材料加工工程专业硕士。2004-2009 年任职于艾默生网络能源有限公司，任工程师、硬件经理、技术经理；2009 年至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，任公司研发总监、副总经理。
财务总监、董事会秘书	王华燕	1968	中国矿业大学管理与科学专业硕士。1990-1997 年任职于内蒙古第一机械制造厂销售总公司；2000-2001 年任职于北汽福田汽车股份有限公司财务部；2002 年至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，历任财务部经理助理、财务部经理、财务总监、董事会秘书。
副总经理	李洪	1962	电子科技大学通信与电子系统专业硕士。1984-2008 年先后担任天津光电通讯公工艺技术员、航天科工集团第二总体设计部通信系统工程师；2009 年至今担任北京新雷能科技股份有限公司副总经理。
副总经理	李强	1974	北京清华大学计算机专业本科。2003 年至今任职北京新雷能科技股份有限公司，历任工程部经理、生产部经理、采购部经理、销售副总经理。
副总工程师	占景辉	1968	清华大学机械系焊接专业硕士。1993-2009 年先后担任北京汇众实业总公司副总工程师、北京动力源科技股份有限公司副总工程师；2009 年至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，任副总工程师。
深圳雷能副总经理	丁贤后	1974	清华大学机械工程系硕士。1999-2003 年先后担任中兴通讯股份有限公司模块电源研发科长、深圳泛斯泰有限公司开发部经理。2003 年至今任职于深圳市雷能混合集成电路有限公司，任副总经理。
深圳雷能总工程师	陈永胜	1972	1994 年至 1998 年任职于华北工学院自动控制系；1998-2003 年先后担任深圳市科陆电子科技股份有限公司研发工程师、中国长城计算机深圳股份有限公司研发工程师及研发部经理；2003 年至今任职于深圳市雷能混合集成电路有限公司，历任研发部经理、总工程师。
大功率电源市场部总监	杨巨宝	1963	吉林大学地质仪器专业硕士。1984-2009 年先后担任中国石油集团地球物理勘探局工程师、技术经理、二级单位外事办主任、北京动力源科技股份有限公司企业发展部高级项目经理、国际业务部总经理。
深圳雷能大功率电源研发总监	张波	1973	清华大学机械工程专业硕士。1998-2008 年先后担任中兴通讯公司三级主任工程师、泰科电子上海有限公司电源系统部工程师、美国威锐电源有限公司上海研发中心研发经理、易达威锐电源设备有限公司高级测试经理。

资料来源：公司公告，招商证券

表 9: 公司人力资源构成

	2016H1	2016	2017	2018
<b>按专业构成</b>				
生产	530	540	514	735
销售	79	78	75	93
技术	356	362	370	512
财务		21	22	31
行政		55	60	106
综合管理	52			
其他专业	20			
<b>按学历构成</b>				

	2016H1	2016	2017	2018
硕士		43	49	66
本科		265	255	408
其他学历		748	737	1,003
员工总人数	1,037	1,056	1,041	1,477
技术人员占比 (%)	34.33	34.28	35.54	34.66
本科以上学历人员占比 (%)		29.17	29.20	32.09
人均薪酬(万元)	4.6	10.3	11.2	10.0
人均创收(万元)	16.7	33.0	33.3	32.3

资料来源: Wind、招商证券

**表 10: 公司已在电源行业确立了市场领先地位, 获得多项市场荣誉**

中国电源工业协会	十大知名企业品牌
北京市工商联	先进民营企业
中关村自主品牌创新发展协会	中关村第一批重点扶持快速成长品牌企业
国家税务局	纳税信誉 A 级企业
中国运载火箭技术研究院	长征火箭优秀供应商
中国航天科工集团第四研究院	优秀供应商
中国电子科技集团公司第五十四研究所	优秀供应商
大唐移动	优秀供应商
中国南车	中国南车最佳服务奖
烽火通信	核心合作伙伴、优秀战略合作伙伴

资料来源: 公司公告、招商证券

**表 11: 公司核心技术**

核心技术名称	技术水平及特点	技术来源	创新类别
高效电源变换技术	高转换效率, 高功率密度	自主研发	原始创新
有源箝位技术	高转换效率, 高可靠性	自主研发	原始创新
高效低谐波功率因数校正技术	高转换效率, 高功率密度, 低电流谐波	自主研发	原始创新
电磁兼容性设计技术	良好的电磁兼容性	自主研发	原始创新
数字控制、智能监控及高可靠保护技术	高性能指标	自主研发	原始创新
高密度高可靠组装及封装工艺技术	高功率密度, 高可靠性	自主研发	原始创新

资料来源: 公司公告、招商证券

## 2.2 贴近优质客户, 通用平台下的定制化带来高盈利水平

**直销能力强, 贴近优质客户。**公司具有较强的国内直销能力, 营销活动覆盖全国重要地区, 在北京、深圳设有销售部, 在上海、武汉、南京、西安均有常驻服务团队, 能够快速响应客户需求提供优质服务。

公司客户遍及通信、网络、航空、航天、船舶、军工、铁路、电力、工控等众多行业。目前, 公司拥有烽火通信、大唐移动、诺基亚通信、东莞铭普光磁、中国电子科技集团公司第五十四研究所、中国运载火箭技术研究院等优质客户。

通用平台下的定制化带来高盈利水平。公司形成了很强的通用技术平台，在其支撑下，公司紧贴客户，快速响应客户的定制化需求。通用平台下的定制化能够有效控制生产成本，同时能有效维持客户粘性和产品价格，因而公司的毛利率持续保持在很高的水平。

表 12: 公司主要客户

行业	典型客户
通信	三星电子、烽火通信、阿尔卡特-朗讯、大唐移动、诺基亚通信
航空航天、军工	公司未披露
铁路电力及其他	株洲中车时代电气、北京华高世纪、中国北方车辆研究所等

资料来源：公司公告，招商证券

表 13: 公司获得了下游客户系列认证

资质证书/标准	颁发部门	有效期
三级保密资格单位证书 (BJC15070)	国防武器装备科研生产单位保密资格审查认证委员会	2020 年 1 月 21 日
武器装备质量体系认证证书 (GJB9001B-2009)	武器装备质量体系认证委员会	2019 年 5 月 19 日
装备承制单位注册证书	中国人民解放军总装备部	2020 年 12 月
GB/T19001-2008/ISO9001:2008	中国新时代认证中心	2018 年 8 月 10 日
ISO 9001:2008	英国 SGS (SGS United Kingdom Ltd.)	2018 年 9 月 15 日
ISO 14001:2004	英国 SGS (SGS United Kingdom Ltd.)	2018 年 9 月 15 日
OHSAS 18001:2007	SGS 通标标准技术服务有限公司 (SGS CSTC Standards Technical Services Co.,Ltd)	2018 年 11 月 19 日
TL 9000-H R5.0/R5.0/ISO 9001:2008	SGS 通标标准技术服务有限公司 (SGS CSTC Standards Technical Services Co.,Ltd)	2018 年 11 月 10 日

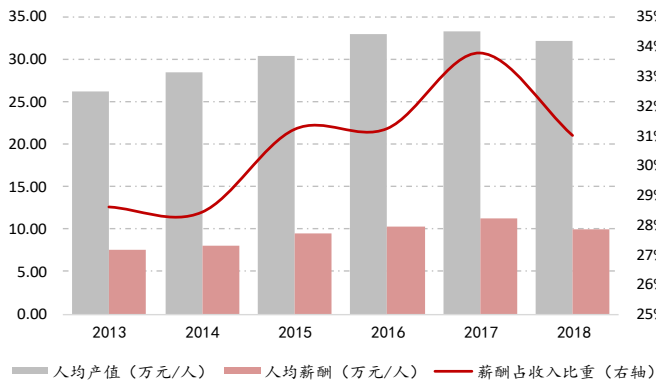
资料来源：公司公告，招商证券

表 14: 公司具备强大的通用技术平台

序号	公司部分通用技术平台	市场前景
1	1/32 砖高功率密度模块电源平台综合技术	通信、铁路、电力等行业应用领域设备供电
2	大功率高压输入机载功放电源平台综合技术	机载新供电制式条件下雷达供电
3	大功率 1/4 砖母线变换模块平台综合技术	通信、铁路、电力等行业应用领域设备供电
4	三相高可靠 10kW 液冷电源平台综合技术	军用车载、舰载及地面电子设备供电
5	中高效率 2000W 及以下高功率密度通信电源平台综合技术	通信基站供电、工业控制系统以及其他大型的电子设备系统供电
6	270V 直流高压输入机载高可靠模块电源平台综合技术	机载新供电制式条件下电子设备供电

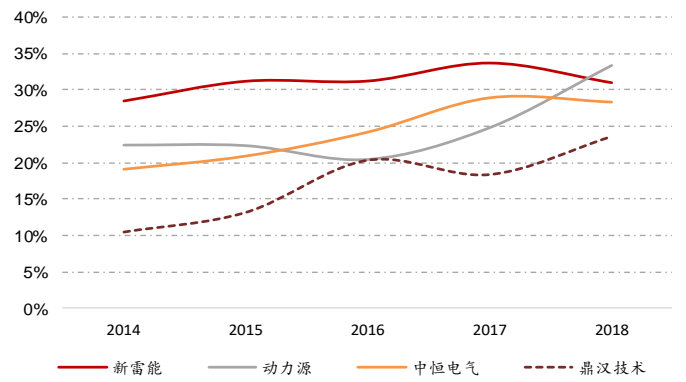
资料来源：公司公告，招商证券

图 6 公司人均产值、薪酬情况分析



资料来源: Wind、招商证券

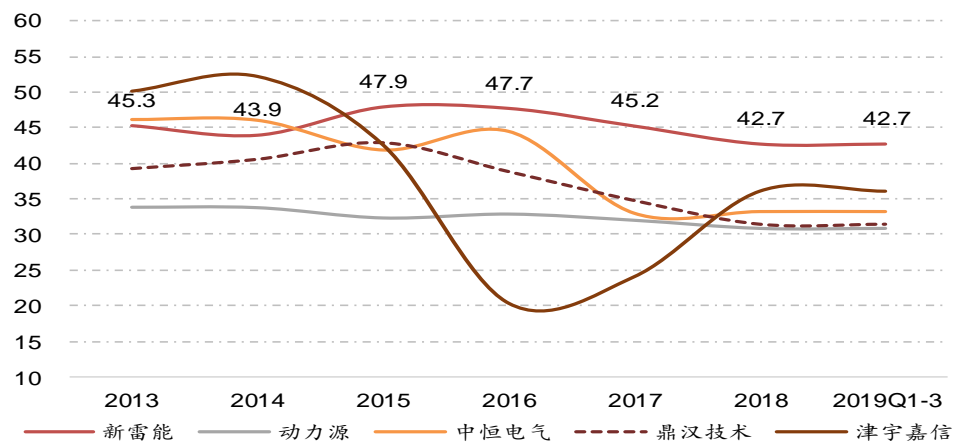
图 7 薪酬占收入比重情况对比分析



资料来源: Wind、招商证券

注: 公司产品具备定制化的部分, 薪酬占收入比重略高于同行, 但公司在通用技术平台下定制, 比值由下降的趋势

图 8 通用平台下的定制化带来领先于同行的毛利率水平 (单位, %)



资料来源: Wind、招商证券

## 2.3 财务水平整体健康

财务水平整体健康。公司财务水平整体健康, 负债主要由长期负债构成, 经营性现金流在过去几年维持在较好水平。

表 15: 公司负债情况分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3
负债率	32.42	26.80	36.82	26.52	44.95	42.80	42.85
短期借款	57.00	45.00	52.08	34.00	111.97	111.75	93.37
长期借款	4.00	10.00	69.00	83.00	246.30	228.63	216.13
短融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年到期非流动负债	5.50	4.00	10.00	0.00	27.47	8.64	42.54
应付票据及账款	53.44	35.20	45.95	51.04	144.67	0.00	158.13
带息负债 (百万元)	61.0	55.0	121.1	117.0	358.3	340.4	309.5

资料来源: Wind、招商证券

表 16: 公司经营指标分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3
赊销比 (%)	55.1	53.1	61.9	74.8	79.2	120.1	77.5
存货营收占比 (%)	41.0	38.4	35.4	42.9	57.6	84.6	54.8
商品劳务获现金营收比例 (%)	115.2	113.7	97.9	96.2	104.9	104.5	87.9
经营现金流税后净利润比 (%)	67.0	128.1	38.5	(57.4)	241.3	121.1	71.5

资料来源: Wind、招商证券



### 三、军工、航天业务保持快速发展，5G 业务有望进入高速增长期

#### 3.1 5G 业务有望进入高速增长期

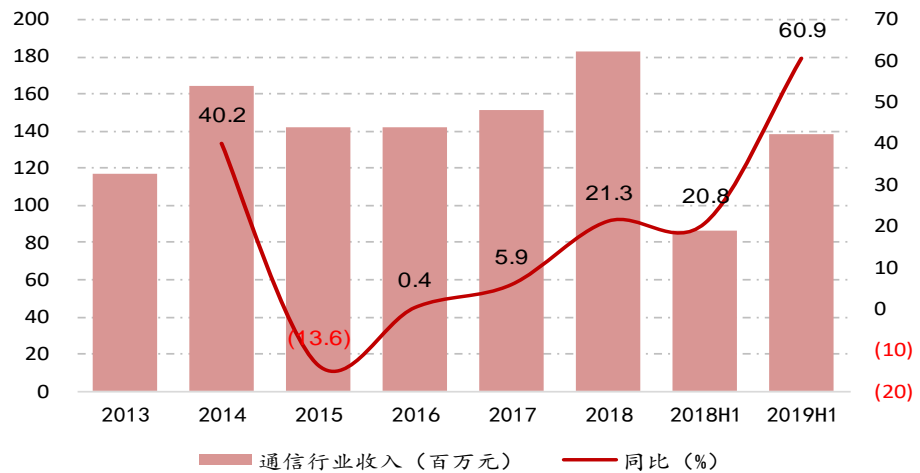
诺基亚、三星主要供应商，5G 建设启动带来确定性高增长。公司作为三星电子、诺基亚、中国信科的主要通信电源供应商，已经参与到配套定制化电源产品的开发进程中，深度绑定了行业中两大主流客户。

2019 年中国移动进行了 5G 规模组网建设及应用示范工程无线主设备招标中，公司主要客户诺基亚中标 30 座基站，其余，华为 250 座，爱立信 110 座，中兴 80 座，大唐各 30 座。三星、中国信科也有望加快。主流客户 5G 建设启动有望给公司通信业务带来高增长。

此外，中国移动 5G 招标引入了海外供应商，打破了海外设备商难以参与中国 5G 建设的预期，公司主要客户有望进一步参与国内 5G 基站建设。

公司有望获得 5G 公开市场主要份额。根据 IHSMarkit 统计，2018 年全球通信基础设施呈现寡头竞争格局，市占率前五的企业分别为爱立信（29%）、华为（26%）、诺基亚（23.5%）、中兴（11.7%）、三星电子（5%）。其中，爱立信、华为、中兴自供电源模块，因此独立第三方电源企业争夺的公开市场份额占比约为 35%，且多数份额集中于诺基亚、三星电子、中国信科。

图 9 公司通信业务逐步进入高速增长期



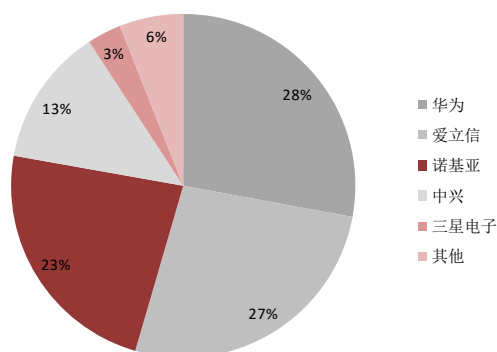
资料来源：公司公告、招商证券

表 17: 2019 年中国移动进行了 5G 规模组网建设及应用示范工程无线主设备中标结果

	中标基站数量 (座)	占比 (%)
华为	250	50
爱立信	110	22
中兴	80	16
诺基亚	30	6
大唐	30	6
合计	500	100

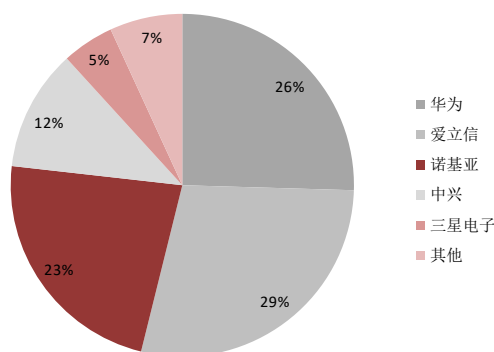
资料来源：中国移动、招商证券

图 10 2017 年全球通信设备市场格局



资料来源: wind、招商证券

图 11 2018 年全球通信设备市场格局



资料来源: wind、招商证券

表 18: 公司通信电源市场规模测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
电源模块/建站成本	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
电源模块市场-亿元	11.42	41.93	68.58	90.52	82.87	44.72	30.54	370.58
独立电源模块市场份额	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
独立电源模块市场规模-亿元	4.00	14.68	24.00	31.68	29.01	15.65	10.69	129.70
新雷能份额-50%-亿元	2.00	7.34	12.00	15.84	14.50	7.83	5.34	64.85
新雷能份额-30%-亿元	1.20	4.40	7.20	9.50	8.70	4.70	3.21	38.91
新雷能份额-15%-亿元	0.60	2.20	3.60	4.75	4.35	2.35	1.60	19.46

资料来源: wind、招商证券

注: 独立电源模块市场指剔除华为、爱立信、中兴三家自供电源企业之后的市场。

**国内 5G 步入商用元年。**2019 年 6 月 6 日, 工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照, 我国主要城市相继出台 5G 基站建设规划, 国内 5G 正式进入商用元年, 也意味着我国将进入了新一轮 5G 建设周期。

过去 10 年通信运营商资本开支周期性显著, 资本开支及其增速高点分别对应 3G/4G 建设高峰期, 2016-2018 年运营商资本开支分别下滑 18%、13%、7%, 4G 建设投入步入尾声。2019 年三大运营商资本开支预算增速转正, 从 3G 和 4G 建设周期来看, 资本开支高增速可能会持续到 2023 年。

表 19: 我国主要城市 5G 基站建设规划

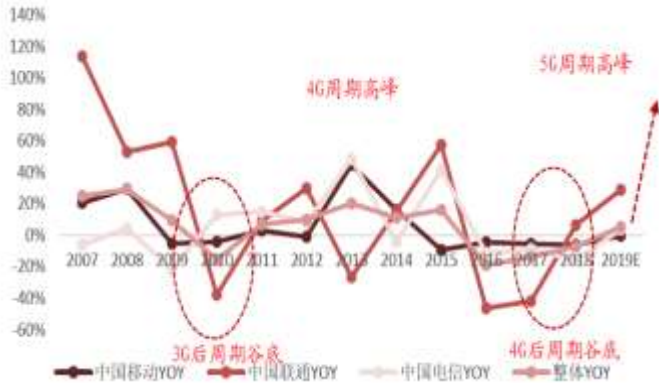
城市	5G 基站建设规划	5G 信号覆盖时间表
北京	2019 年底建设 5G 基站超过 1 万个	2021 年重点功能区 5G 网络覆盖
上海	2019 年底建设 5G 基站超过 1 万个, 2020 年累计建设 5G 基站 2 万个	2020 年实现 5G 全覆盖
广州	2019 年底完成不低于 2 万个 5G 基站的目标, 2021 年建成 6.5 万个	2021 年实现主城区和重点城区 5G 网络覆盖
深圳	2019 年底累计建成 5G 基站 1.5 万个, 2020 年 8 月底累计建成 4.5 万个	2020 年 8 月底实现 5G 网络全市覆盖
重庆	2019 年建成 1 万个 5G 基站	2022 年主城有望实现 5G 网络全覆盖
天津	2020 年建设部署商用 5G 基站超过 1 万个	-
杭州	2019 年建成 1 万个 5G 基站	2020 年杭州城区实现 5G 网络全覆盖
苏州	2019 年底完成 5000 个基站建设, 2021 年建成 2.3 万个以上基站	2021 年底实现全市范围 85% 以上覆盖率
武汉	2021 年建成 5G 基站 2 万个以上	2019 年初步实现 5G 全覆盖

郑州 -  
沈阳 -

2019 年初步实现 5G 全覆盖  
2019 年底沈阳及沈抚新区重点区域实现 5G 网络覆盖

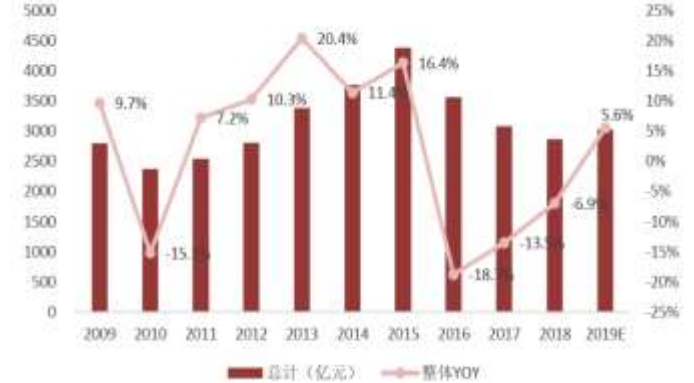
资料来源：公开数据、招商证券

图 12 运营商新一轮资本开支启动



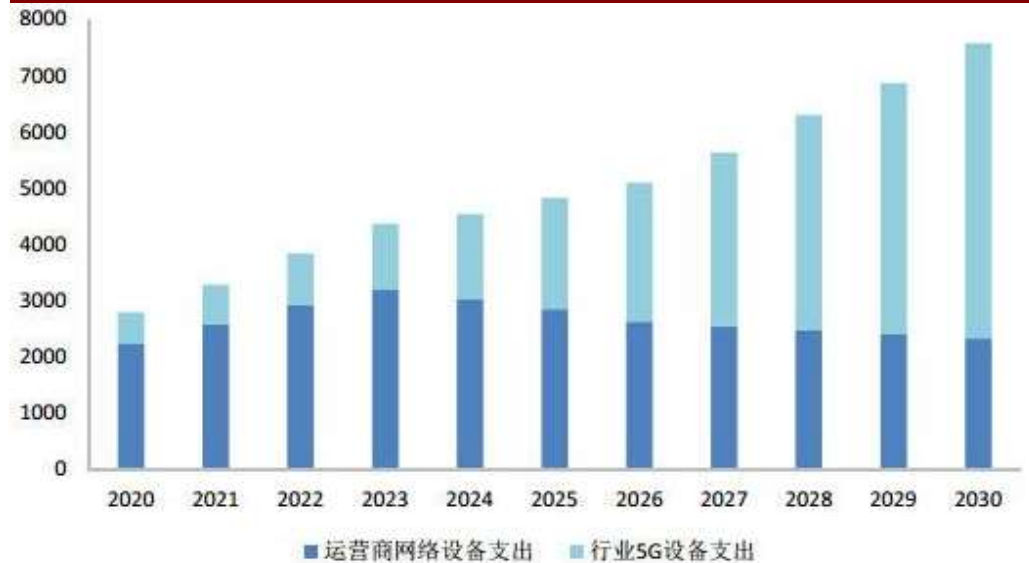
资料来源：三大运营商年报、招商证券

图 13 三大运营商资本开支触底回升



资料来源：三大运营商年报、招商证券

图 14 中国 5G 设备资本开支预测



资料来源：中国信息通信研究院《5G 经济社会影响白皮书》、招商证券

**基站所需模块电源数量增加。**公司电源产品主要应用于 5G 基站，随着移动通信技术的发展，低频的使用接近饱和，移动通信载波频率提升，同时覆盖半径减小（频率越高，电磁波衰减越大），要覆盖相同的区域，5G 基站的数量将远多于 4G。由于 5G 频率高，穿透力弱，除了和 4G 一样建设宏基站以外，还需配套建设大量微基站和皮基站，因此 5G 基站带来的模块电源需求将大幅增长。

**宏基站：**据工信部数据，2018 年我国 4G 基站总数达到 372 万个，若要实现相同的覆盖范围，5G 宏基站需要的数量预计在 1.2-1.5 倍，取中间值 1.35 倍计算，5G 宏基站的建设规模预计将达到 500 万个。

**微基站：**应用于热点区域和写字楼等高负荷区域，覆盖范围是 10-20 米，其数量保守估计将是宏基站的 2 倍，即 1000 万个（2018 年武汉市政府发布了《武汉市 5G 基站规划建设

设实施方案》，计划建设宏基站 3000 个和微基站超过 27000 个，比例高达 1:9)。

表 20: 不同制式基站覆盖半径

基站制式	覆盖半径
2G	5-10km
3G	2-5km
4G	1-3km
5G	100-300m

资料来源: wind、招商证券

表 21: 我国三大运营商宏基站建设进度

(单位, 万)	3G 新增基站数			4G 新增基站数					
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中国电信	2	4	3	4	12	33	38	28	21
中国移动	3	8	7	22	50	38	41	36	54
中国联通	8	5	9	4	4	31	34	12	14
合计	14	17	19	30	66	102	113	76	89
单基站无线侧投资(万元)	58	58	52	43	26	20	14	17	13
单基站有线侧投资(万元)	38	29	52	40	18	14	10	12	10

资料来源: Wind, 招商证券

设备 5G 模块电源市场空间广阔。除了中国市场外，海外 5G 市场也已启动，参照 4G 基站中国占全球 60%这一比例估算，海外 5G 宏基站需求量约 330 万个，微基站约 660 万个，合计约 1000 万个。

预计全球 5G 的建设周期贯穿 2019-2025 年，其中 2022 年和 2023 年是建设高峰期。目前投资一个 5G 宏站需要 20-30 万元，微站需要 5000-15000 元，假设未来电源模块占到基站建站成本的 2%-3%，估算全球 5G 基站建设资本开支接近 1.5 万亿元，通信模块电源的市场规模将达到 371 亿元。

表 22: 全球模块电源市场规模测算

单位: 万个	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
宏基站-中国	10	40	75	110	120	80	65	500
微基站-中国	20	80	150	220	240	160	130	1,000
宏基站-海外	7	27	50	73	80	53	43	333
微基站-海外	13	53	100	147	160	107	87	667
宏基站-全球	17	67	125	183	200	133	108	833
微基站-全球	33	133	250	367	400	267	217	1,667
宏站单位投资成本-万元/个	25	23	20	18	15	12	10	
微站单位投资成本-万元/个	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	
全球基站资本开支-亿元	457	1677	2743	3621	3315	1789	1222	14,823
电源模块占比	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
电源模块市场规模-亿元	11.4	41.9	68.6	90.5	82.9	44.7	30.5	371

资料来源: wind、招商证券

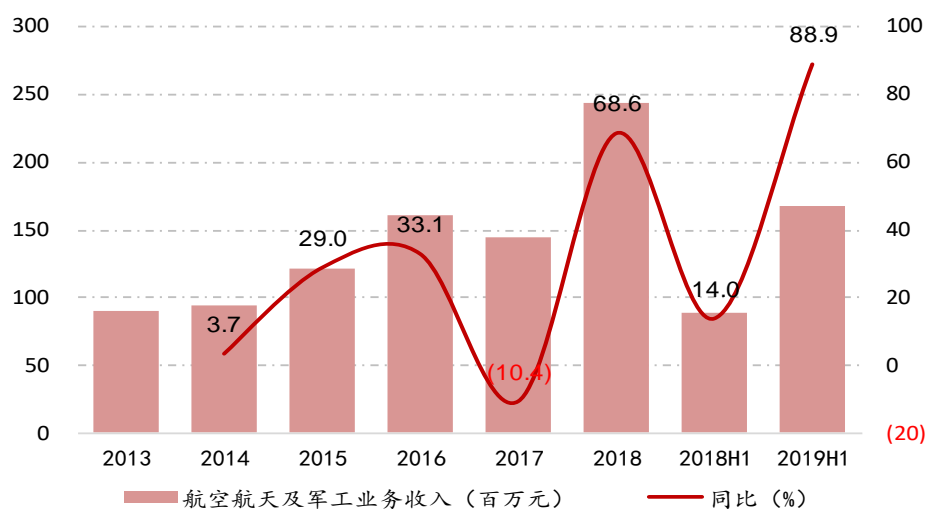
注: 参考 4G 的建设经验，随着基站数量的快速放量，基站的单位造价也将下降。

注 2: 模块电源占成本比重 2.5%测算。

## 3.2 军工、航天业务保持快速发展

**军工、航天业务保持快速发展。**公司自 2000 年开始涉足航空、航天、船舶及军工领域，陆续取得了行业发展所需的各类资质、证书、体系认证，得到了客户及市场的广泛认可。在过去几年中，公司军工、航天业务持续保持稳定发展，随国防支出持续增长，信息化建设加强，以及国产替代带来的份额提升，公司军工、航天业务有望继续保持快速发展。

图 15 公司军工、航天业务保持快速发展



资料来源：公司公告、招商证券

**国防支出持续增长，信息化建设加强。**受军改影响，2016-2017 年我国国防开支预算增速维持低位，目前军改对预算影响边际向好，2018 年我国国防开支预算为 1.13 万亿元，同比增长 7.97%，增速较 2017 年小幅提升。

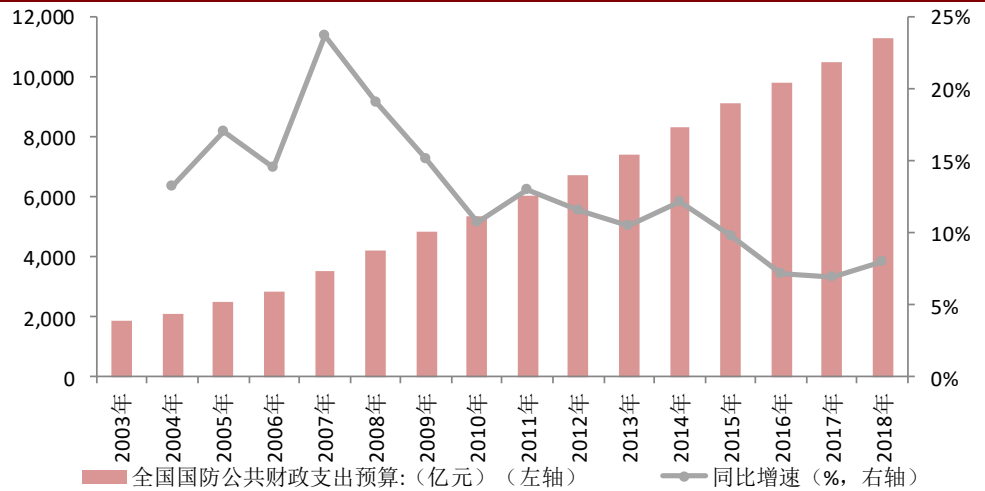
在国际战略格局深刻演变的背景下，国防现代化的发展需求迫切。根据军队建设发展十三五纲要，2020 年军队要基本实现机械化并使信息化建设取得重大进展，同时，新版国防白皮书中提出推动机械化信息化融合发展。目前我国国防正处于信息化建设的进程中，稳定国防开支增速将为军工领域制造商的终端需求提供强力支撑。

**自主可控逐步落实，军工领域电源国产替代加速。**此前我国航空航天及军工领域的电源产品主要被美国 Vicor、Interpoint 等国际品牌主导。由于国内电源行业起步较晚，且航空航天及军工领域对于电源产品的性能及可靠性要求更高，以往市场主要被以美国 Vicor、Interpoint 为代表的公司所主导。

随着国产电源品质的提升以及我国航空、航天及军工领域对“自主可控”要求逐步落实，我国军工企业对本土电源厂商的采购份额逐年加大，已培育出品质达标、性能优秀的供应商。从保障安全供给的角度考虑，预计军工领域供给国内企业的份额有望持续提升，电源国产替代有望加速进行。



图 16 国防支出与同比增速



资料来源: Wind, 招商证券

### 3.3 收入增长有望摊薄研发支出，经营效率将进一步提高

收入增长有望摊薄研发支出，经营效率将进一步提高。公司近几年在 5G 通信、航天与军工等领域保持高强度的研发投入，研发费用率保持在 16% 以上，拉低了公司的资产回报率。目前，航空航天与军工业务量比较足，有望保持较快的增长；由于 5G 建设所需基站数量更多、电源产值也更大，公司投入较大的 5G 通信业务可能正在进入快速发展阶段，后续将带来较大的收入、盈利贡献。

随公司收入增长，公司研发费用等有望被摊薄，资产周率有望获得提升。

表 23: 公司盈利能力分析 (单位, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3
毛利率	45.28	43.95	47.89	47.69	45.23	42.71	45.49	42.77
销售费用率	7.09	7.55	7.69	7.06	7.02	6.66	6.30	5.80
管理费用率	7.11	5.50	6.77	6.19	7.12	8.49	8.21	7.82
研发/营收	21.44	19.03	20.10	18.90	20.06	17.29	17.24	16.01
净利率	6.74	9.02	11.18	12.65	10.28	7.84	10.14	9.70

资料来源: Wind, 招商证券

表 24: 公司经营指标分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3	同比
预付款 (百万)	3.0	5.9	6.1	4.0	10.9	24.0	22.0	(8.4)
预收款 (百万)	2.5	5.8	5.7	2.3	12.8	16.4	24.8	50.8
存货 (百万)	119.6	116.0	123.3	148.6	274.6	281.6	305.0	8.3
购买商品支付现金 (百万)	178.6	146.4	149.9	169.0	175.0	146.2	225.9	54.5
调整后的购买支出 (百万)	0.0	128.2	160.7	174.0	268.7	237.6	239.3	0.7
人均薪酬 (万元/人)	(0.7)	10.1	10.6	11.2	11.7	9.5	12.3	29.5
企业所得税 (百万元)	0.1	0.3	4.3	2.8	(0.9)	0.1	2.3	1,713.8

资料来源: Wind, 招商证券

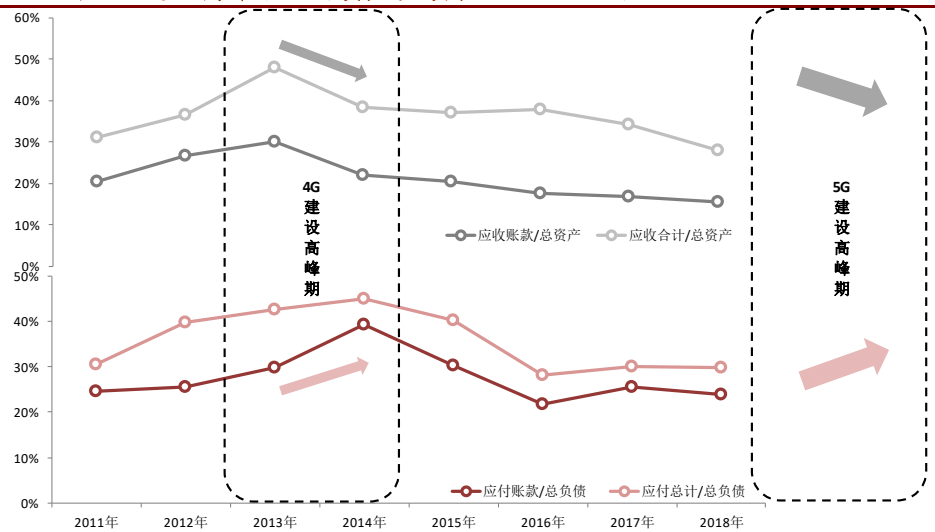
敬请阅读末页的重要说明

表 25: 公司经营指标分析 (单位, %/百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
ROE	11.0	11.3	13.0	7.8	6.3	5.8	8.2
ROA	6.8	7.9	8.8	5.4	3.6	3.3	3.9
ROIC	10.4	10.3	10.9	6.3	5.2	4.9	5.9
收入	291.5	302.0	348.6	346.2	476.6	332.9	556.5
固定资产	37.0	39.2	42.2	46.1	279.7	277.0	7279.5
无形资产	23.4	27.1	27.4	27.5	40.7	39.8	39.9
收入/(固定+无形)	4.8	4.6	5.0	4.7	1.5	1.1	1.8

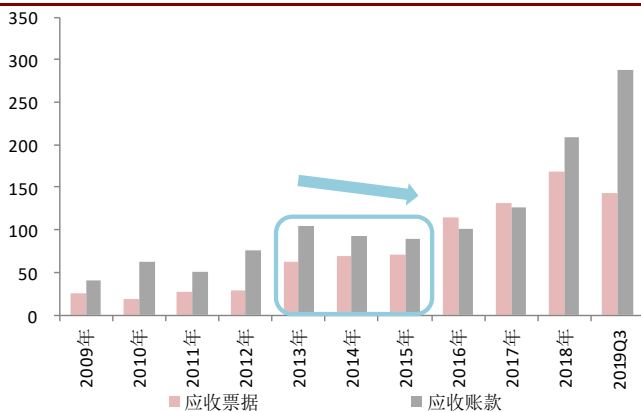
资料来源: Wind、招商证券

图 17 预计 5G 建设高峰期公司资产负债表变化与 4G 相似



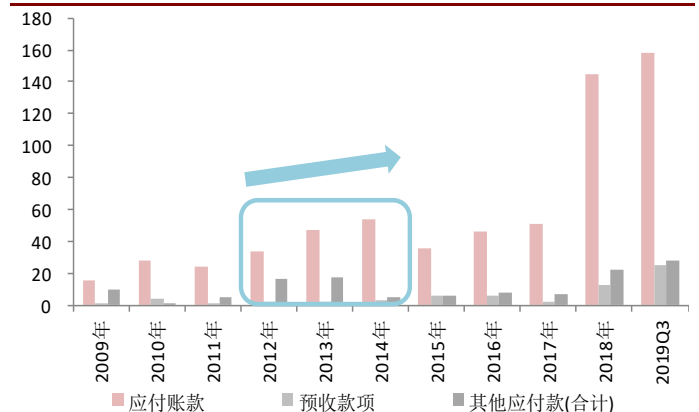
资料来源: 中国信息通信研究院《5G 经济社会影响白皮书》、招商证券

图 18 4G 建设期应收项目金额下降



资料来源: wind、招商证券

图 19 4G 建设期应付项目金额增长



资料来源: wind、招商证券

## 风险提示：

**定制业务多导致周转率与人均产值始终难以提升。**公司目前定制业务加多，导致公司周转率和人均产值较低，如果后续改善不明显，有可能影响公司增长。

**新业务放量不及预期。**公司持续多年高强度研发布局新业务，如果新业务放量不及预期，则会影响公司的盈利能力。

**公司董事长王彬被调查的风险。**2019年3月19日，公司公告：因公司董事长王彬先生涉嫌内幕交易事项，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司董事长王彬先生立案调查。该调查可能会对公司带来一定影响。

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	547	857	1126	1468	1743
现金	132	175	334	552	530
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	132	169	257	254	337
应收款项	127	209	235	290	384
其它应收款	1	6	10	15	20
存货	149	275	245	290	384
其他	7	25	45	67	88
<b>非流动资产</b>	210	487	551	563	574
长期股权投资	0	23	23	23	23
固定资产	46	280	349	364	379
无形资产	28	41	37	33	30
其他	137	143	143	143	142
<b>资产总计</b>	<b>757</b>	<b>1344</b>	<b>1677</b>	<b>2031</b>	<b>2317</b>
<b>流动负债</b>	106	337	481	719	859
短期借款	34	112	150	150	150
应付账款	51	145	268	395	523
预收账款	2	13	24	35	46
其他	19	67	40	140	140
<b>长期负债</b>	95	267	367	367	367
长期借款	83	246	346	346	346
其他	12	21	21	21	21
<b>负债合计</b>	<b>201</b>	<b>604</b>	<b>849</b>	<b>1087</b>	<b>1227</b>
股本	116	118	165	165	165
资本公积金	227	225	188	188	188
留存收益	214	244	319	428	567
少数股东权益	0	153	156	162	170
归属于母公司所有者权益	556	587	673	782	921
<b>负债及权益合计</b>	<b>757</b>	<b>1344</b>	<b>1677</b>	<b>2031</b>	<b>2317</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	(20)	90	149	206	87
净利润	36	36	75	132	178
折旧摊销	11	19	31	37	38
财务费用	(0)	15	21	25	29
投资收益	(2)	(2)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(65)	24	23	8	(170)
其它	(0)	(1)	9	13	21
<b>投资活动现金流</b>	(61)	(313)	(90)	(40)	(40)
资本支出	(63)	(66)	(100)	(50)	(50)
其他投资	2	(247)	10	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	147	266	100	53	(69)
借款变动	(22)	276	111	100	0
普通股增加	29	2	47	0	0
资本公积增加	139	(1)	(37)	0	0
股利分配	0	0	0	(22)	(40)
其他	1	(11)	(21)	(25)	(29)
<b>现金净增加额</b>	<b>65</b>	<b>43</b>	<b>159</b>	<b>218</b>	<b>(22)</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	346	477	856	1271	1684
营业成本	190	273	505	745	987
营业税金及附加	3	6	9	13	17
营业费用	24	32	42	57	76
管理费用	94	40	69	100	133
研发费用	0	82	128	178	232
财务费用	(0)	15	21	25	29
资产减值损失	2	2	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	6	10	10	10	10
营业利润	38	37	91	161	218
营业外收入	0	0	0	0	0
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0	0
利润总额	38	36	90	160	217
所得税	3	(1)	12	23	31
净利润	36	37	78	138	186
<b>少数股东损益</b>	0	2	3	6	8
<b>归属于母公司净</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>75</b>	<b>132</b>	<b>178</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-1%	38%	80%	48%	33%
营业利润	-17%	-4%	146%	77%	36%
净利润	-19%	1%	109%	76%	35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.2%	42.7%	41.0%	41.4%	41.4%
净利率	10.3%	7.5%	8.7%	10.4%	10.6%
ROE	6.4%	6.1%	11.1%	16.9%	19.4%
ROIC	5.2%	4.7%	7.2%	10.2%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.5%	45.0%	50.6%	53.5%	52.9%
净负债比率	15.5%	28.7%	29.6%	29.4%	25.7%
流动比率	5.2	2.5	2.3	2.0	2.0
速动比率	3.8	1.7	1.8	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.4	1.3	1.9	2.8	2.9
应收帐款周转率	1.5	1.5	2.0	2.5	2.7
应付帐款周转率	3.9	2.8	2.5	2.2	2.2
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.31	0.30	0.45	0.80	1.08
每股经营现金	-0.18	0.76	0.90	1.25	0.52
每股净资产	4.81	4.98	4.07	4.73	5.57
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.24	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	59.2	60.1	40.2	22.8	16.9
PB	3.8	3.7	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	75.1	52.2	24.7	15.8	12.4

## 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。

**游家训：**曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**刘晓飞：**南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

## 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。