

苏州科达 (603660.SH)

在安防和视频会议领域持续稳步发展

● 公司在视频安防和视频会议领域长期耕耘

公司自 2004 年以来致力于视频会议系统和视频监控系统相关业务。在视频会议系统领域，公司为用户提供自建视频会议系统和“摩云视讯”租赁会议两类业务，分别应对政府、教育、医疗、金融等行业机构的自建系统需求和企业用户对低成本高质量视频会议服务的需求。

在视频监控系统领域，公司凭借在视频会议业务发展中积累的技术基础，积极开发基于 IP 网络的视频会议监控产品，提供平安城市、图侦与合成作战、智慧交通、教育录播等一系列行业解决方案。

● 公司收入和利润稳步健康增长，毛利率保持基本稳定水平

2016 年公司营业收入 14.49 亿元，同比增长 18.55%，其中视频会议系统收入 7.37 亿元，视频监控系统收入 6.84 亿元。2012-2016 年销售复合增长率为 18.36%。17 年 Q1，公司营业收入 3.29 亿元，同比增长 23.8%。

公司 2016 年分别实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 45%，12-16 年复合增长率为 20.7%。2017 年 Q1，公司归母净利润为 3106 万元，实现同比扭亏为盈。公司毛利率自 2012 年以来稳定在较高水平。2014 年度，2015 年度以及 2016 年，公司综合毛利率分别为 64%、66%以及 65%。

● 预测 2017~19 年 EPS 分别为 0.986 元/股、1.395 元/股、1.807 元/股

假设公司未来收入增长和毛利基本保持当前态势，预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 18.4、23.3、29.2 亿元，净利润分别为 2.47、3.49、4.52 亿元，净利润增长率分别为 41.1%、41.4%、29.5%。按最新收盘价计算，PE 分别为 38，27，21 倍，考虑公司未来收入和净利润将保持快速稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

公司所处行业对政府采购依赖较大，受政策影响和国家相关支出预算波动影响较大值；市场竞争风险；应收账款较高和存货跌价的风险。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,221.88	1,448.58	1,840.51	2,328.08	2,921.59
增长率(%)	24.76%	18.55%	27.06%	26.49%	25.49%
EBITDA(百万元)	105.22	156.06	184.00	276.17	370.79
净利润(百万元)	120.28	174.67	246.52	348.68	451.69
增长率(%)	125.18%	45.22%	41.13%	41.44%	29.54%
EPS (元/股)	0.601	0.699	0.986	1.395	1.807
市盈率 (P/E)	-	46.11	38.45	27.18	20.98
市净率 (P/B)	-	7.10	6.86	5.48	4.34
EV/EBITDA	-	48.58	47.21	30.54	21.86

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

37.91 元

报告日期

2017-06-24

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	250/50
流通 A 股市值(百万元)	9,485
每股净资产(元)	4.54
资产负债率(%)	24.55

相对市场表现

分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

联系人：张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司概况	4
1.1、视频会议和视频监控两大业务并驾齐驱	4
1.2、公司股权结构	6
1.3、公司收入和利润持续快速上升，毛利率维持高位	7
二、视频会议系统	9
2.1、视频会议市场需求进一步扩张，国产品牌前景广阔	9
2.1.1) 行业市场规模平稳增长，需求领域扩大	9
2.1.2) 视频会议系统云运营模式兴起	11
2.1.3) 视频会议系统国产化替代加速	13
2.2、公司深耕视频会议领域，提供行业解决方案	14
2.2.1) 公司视频会议产品线完整，网呈系统前景广阔	14
2.2.2) 自建式+“摩云”视讯租赁会议系统成中国第一	15
2.2.3) 行业定制解决方案提升公司竞争优势	16
三、视频监控系统	19
3.1、视频监控系安防行业核心系统	19
3.2、平安城市、智能交通促进视频监控行业发展	20
3.3、视频监控系统潜力巨大	22
3.3.1) 公司产品体系完善，后端应用成差异化优势	22
3.3.2) 布局 PPP 项目，提供整体解决方案	24
3.3.3) 视频会议与视频监控系统融合	25
盈利预测：	27

图表索引

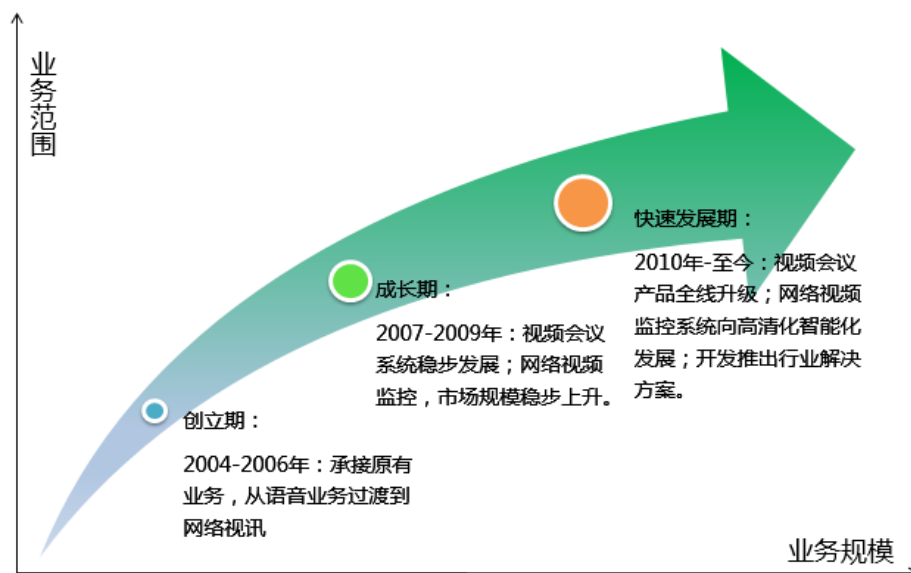
图 1: 公司主营业务发展历程	4
图 2: 2013-2016 年公司主营业务收入占比	5
图 3: 公司自建视频会议系统产品组成结构	5
图 4: 公司视频监控系统产品组成结构	6
图 5: 公司股权结构图	7
图 6: 2012-2017 年 Q1 营业收入（百万元）及同比增幅	7
图 7: 2012-2017 年 Q1 归母净利润（百万元）及同比增幅	7
图 8: 2012-2017 年 Q1 公司销售毛利率和销售净利率	8
图 9: 2012-2017 年第一季度公司期间费用率	8
图 10: 中国视频会议系统市场规模	9
图 11: 2016 年全球视频会议行业魔力象限	10
图 12: 视频会议在政府部门的应用	11
图 13: MCU 架构的自建视频会议系统结构	11
图 14: 2016 年我国政府采购视频会议总金额（亿元）	13
图 15: Polycom 亚太地区营业收入变化情况	14
图 16: Cisco 亚太、日本及中国地区营业收入变化情况	14
图 17: “摩云视讯”会议系统组成结构	16
图 18: 公司提供行业定制化解决方案	17
图 19: 公司研发费用及占营业收入比重	18
图 20: 我国安防行业市场规模及增速	19
图 21: 我国视频监控行业市场规模及增速	19
图 22: 我国视频监控下游产业结构占比	20
图 23: 我国部分一线城市视频监控渗透率与发达国家对比	20
图 24: 视频监控行业内第一、第二阶层企业 2016 年营业收入规模	20
图 25: PPP 合作模式架构	22
图 26: 2016 年公司与大华股份、海康威视前后端产品毛利率对比	24
图 27: 公司 PPP 项目建设和运维情况	25
图 28: 中国“平安建设”推荐优秀行业解决方案提供商获奖企业列表	25
图 29: 公司图像信息综合应用平台	26
表 1: 云视频会议系统与其他系统对比	12
表 2: 公司视频会议系统全产品系列	15
表 3: 全国各省平安城市项目建设	21
表 4: 《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》主要目标	21
表 5: 公司视频监控系统全产品系列	23
表 6: 公司分业务收入和盈利预测	27

一、公司概况

公司是全国领先的网络视讯系统解决方案供应商，自2004年以来致力于视频会议系统和视频监控系统的软硬件开发、设备制造、产品销售及技术服务，具有从图像采集前端到平台处理端的完整产品线，能够为政府、军队、教育、金融、交通等众多行业提供全面的网络视讯系统整体解决方案。同时，多年的技术积累使公司具备了强大的自主研发与创新实力。公司上海研发中心是业内最专业的视讯与安防研究机构之一，拥有优秀的技术及产品研发团队。凭借较强的技术实力和优良的产品质量，公司客户遍布全国31个省市自治区的300多个城市，覆盖200多个行业。

公司前身科达通信成立于1995年；2004，成立苏州科达科技有限公司；2012年，公司整体改制为股份有限公司；2016年12月1日，公司在上海证券交易所主板挂牌上市（股票简称：苏州科达，股票代码603660）。目前，公司拥有员工3300多名，总部位于苏州，在全国设立27个分公司、77个营销服务机构，在新加坡设立子公司，负责海外业务。

图1：公司主营业务发展历程

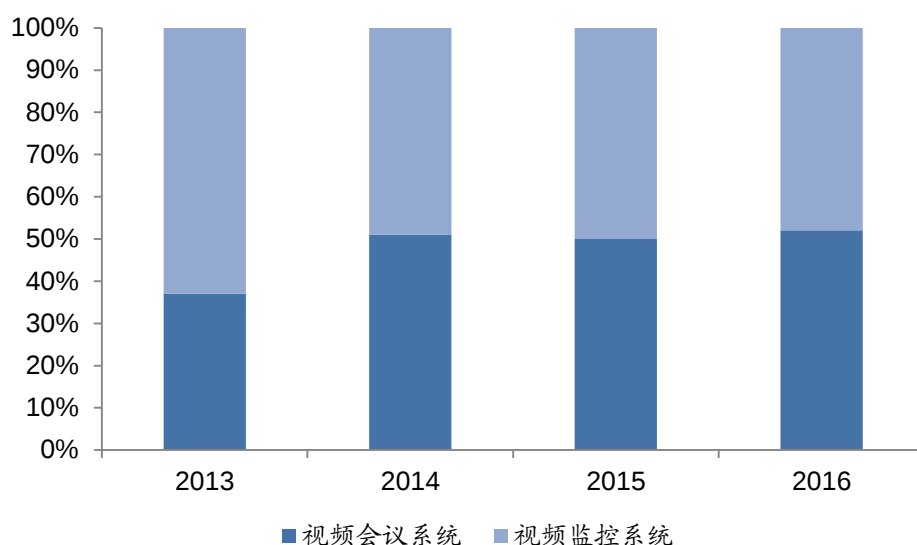


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

1.1、视频会议和视频监控两大业务并驾齐驱

公司主营业务是网络视频系统技术的研发、产品的生产和销售，定位于视频会议系统和视频监控系统两大业务领域。公司采用自主研发、自主生产，以集成商或代理商等渠道为主进行销售的经营模式。目前，公司两大业务并驾齐驱，2016年，视频会议系统实现销售收入7.37亿元，占营业收入比重为51%，视频监控系统实现销售收入6.84亿元，占营业收入比重为47%。

图2：2013-2016年公司主营业务收入占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

在视频会议系统领域，公司为用户提供自建视频会议系统和“摩云视讯”租赁会议两类业务，分别应对政府、教育、医疗、金融等行业机构的自建系统需求和企业用户对低成本高质量视频会议服务的需求。在具体产品结构上，公司拥有全套软硬件解决方案，包括：

- 硬件产品：高清、标清视频会议终端、移动终端、多点控制单元（MCU）、云视讯平台、数据会议服务器、摄像机、麦克风等。
- 软件产品：会议控制软件、网管软件、桌面终端控制软件等视频会议软件，可以提供网呈、会议室、桌面、移动等全系列沟通与协作解决方案。

图3：公司自建视频会议系统产品组成结构

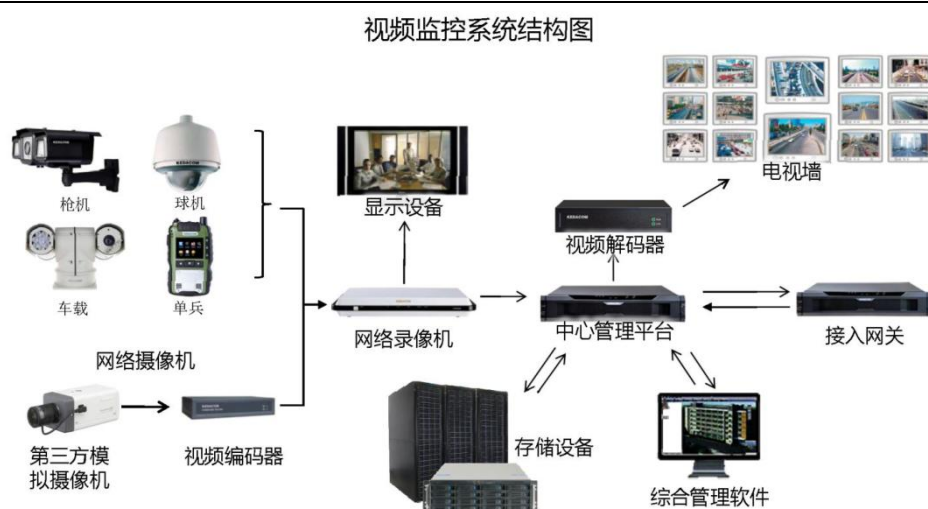


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

在视频监控系统领域，公司凭借在视频会议业务发展中积累的技术基础，积极开发基于IP网络的视频会议监控产品。产品面向政府、军队、教育、金融等行业用户，提供平安城市、图侦与合成作战、智慧交通、教育录播等一系列行业解决方案，形成了突出的解决方案优势。公司拥有全系列前端产品到后端中心管理平台完整产品线，包括，

- 前端硬件产品：高清网络摄像机、车载、便携和手持等无线产品、网络录像机、视频编解码器、接入网关等。
- 后端中心管理平台：嵌入式硬件平台、存储设备、监控平台、控制软件、智能分析软件、综合安防管理系统软件等。

图4：公司视频监控系统产品组成结构

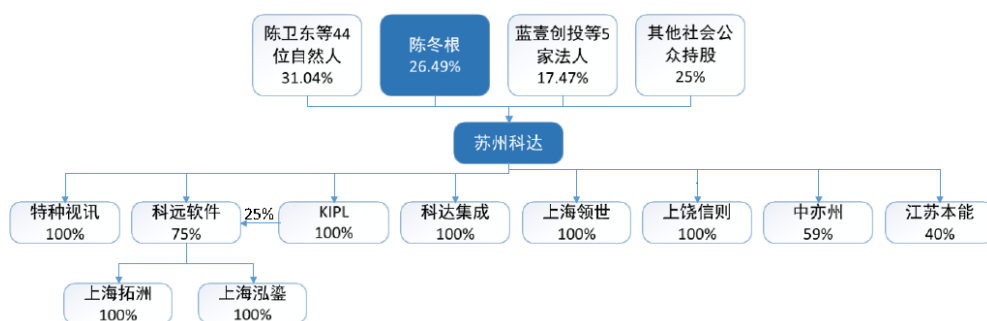


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

1.2、公司股权结构

公司的控股股东、实际控制人和主要发起人是陈冬根。公司2016年12月首次公开发行6250万股，其中发行新股5000万股，老股转让1250万股，发行后总股本为2.5亿股。控股股东、实际控制人陈冬根持股比例由发行前的35.32%下降为26.49%。陈冬根现任本公司董事长、科远软件董事长、特种视讯执行董事、总经理、上海泓镒董事、科达系统集成执行董事，上饶信则执行董事。

图5：公司股权结构图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

1.3、公司收入和利润持续快速上升，毛利率维持高位

公司营业收入和利润持续保持快速上升态势。2016年公司实现营业收入14.49亿元，较2015年营业收入12.22亿元同比增长18.55%，2012-2016年复合增长率为18.36%。2017年第一季度，公司实现营业收入3.29亿元，同比增长23.8%。

在净利润方面，公司2014、2015、2016年分别实现归母净利润0.53亿元、1.20亿元和1.75亿元，2016年较2015年同比增长45%，2012-2016年复合增长率为20.67%。2017年第一季度，公司归母净利润为3106万元，而2016年第一季度亏损82万元，公司实现同比扭亏为盈。公司预计2017年第二季度将继续盈利，并较去年同比扭亏为盈。

图6：2012-2017年Q1营业收入（百万元）及同比增幅

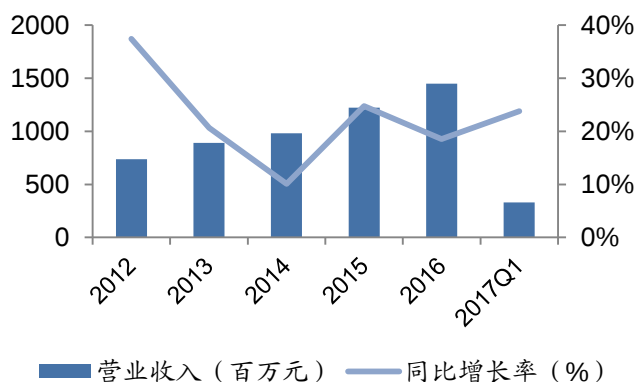
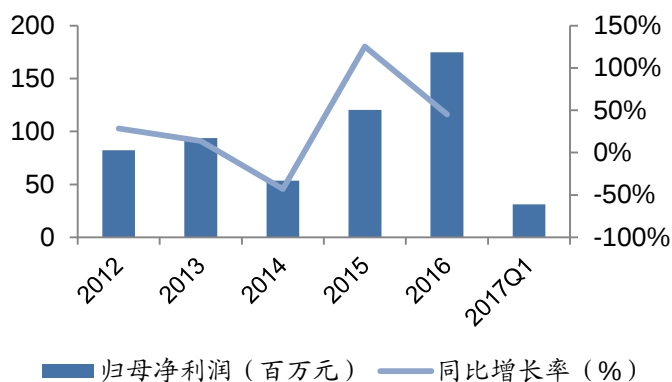


图7：2012-2017年Q1归母净利润（百万元）及同比增幅



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

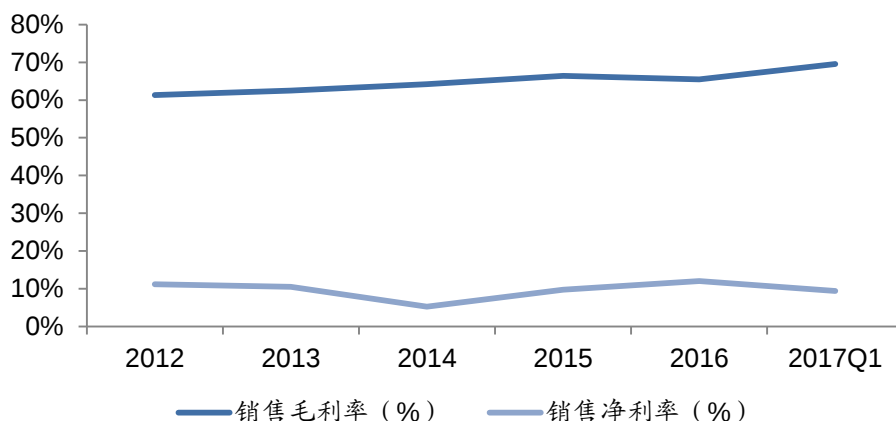
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司毛利率自2012年以来稳定在较高水平。2014年度，2015年度以及2016年，公司综合毛利率分别为64%、66%以及65%。而2017年第一季度公司销售毛利率为70%。由于公司主要为政府、教育及交通等行业机构提供解决方案，保证最终消费客户的偏好、丰富的产品线、高技术含量以及可靠的产品品质，使得公司产品具有较高的附加值，销售毛利率近三年保持65%。分业务看，视频会议系统毛利率较高，持续保持75%左右，视频监控毛利率则维持在55%左右。

由于公司大力拓展技术研发和销售市场，维持了较大规模的研发和销售团队，

公司期间费用率维持在较高水平，导致公司销售净利率近年来维持在9.5%左右。2014年度、2015年度以及2016年，公司归母利率分别为5%、10%以及12%。而2017年第一季度销售净利率为9%。

图8：2012-2017年Q1公司销售毛利率和销售净利率

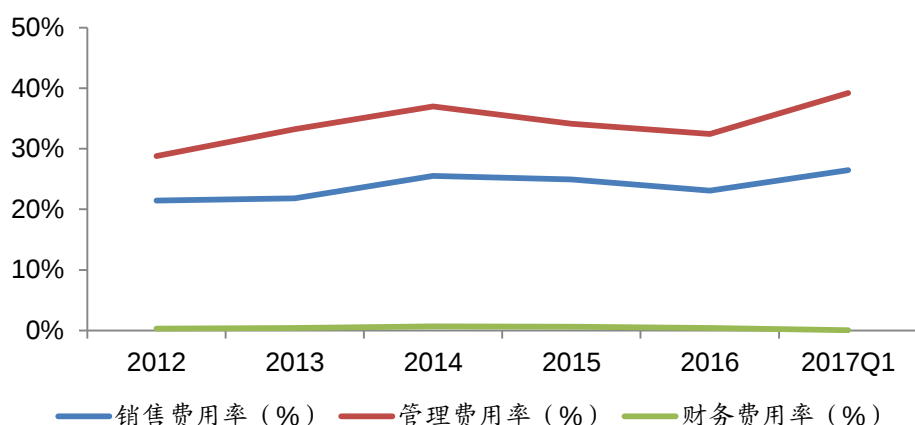


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

在期间费用方面，随着公司业务规模的扩张，费用总额逐年上升，近三年复合增长率为21.55%，高于收入复合增长率17.19%，尤其是2014年期间费用较高对盈利产生了直接影响。从2015年起，公司加强了费用控制，但2015年、2016年三项费用率总和仍为60%、56%，高于同行业40%左右的平均费用率。

具体而言，公司2016年销售费用率为23%，2015年为25%，比率略有下降，而2017年第一季度上升至26%，可见公司仍然在大范围开展销售相关活动拓展市场，相关支出较高。公司2016年管理费用率为32%，其中主要为研发费用，占比高达86%。

图9：2012-2017年第一季度公司期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、视频会议系统

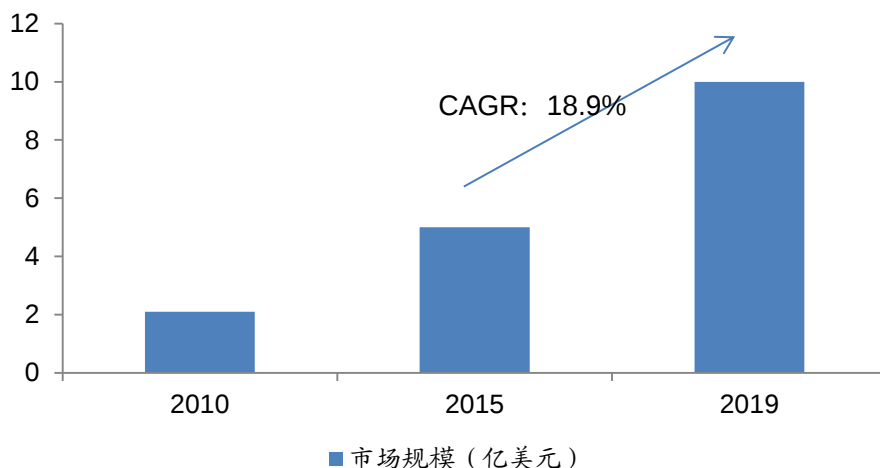
2.1、视频会议市场需求进一步扩张，国产品牌前景广阔

2.1.1) 行业市场规模平稳增长，需求领域扩大

远程视频会议服务可以使用户简化决策过程、节省决策时间。近年来，随着互联网基础设施的优化、视频会议系统功能的完善等，全球越来越多的政府和企业选择部署视频会议系统。远程会议正逐渐成为企业和政府跨区域交流首选。

根据亿联网络招股说明书提供的数据，全球视频会议市场由2010年的20.9亿美元以17%的年复合增长率增长至2015年的45亿美元。预计全球视频会议市场将于2019年达到79亿美元，2015-2019年保持15%的年复合增长率。而在中国，2010-2015年，中国的视频会议市场稳步增长，从2010年的2.1亿美元上升至2015年的5.0亿美元，年复合增长率达到19.2%，预计2019年市场将达到10.0亿美元，2015-2019年保持18.9%的年复合增长率。

图10：中国视频会议系统市场规模



数据来源：亿联网络招股说明书、广发证券发展研究中心

根据Gartner发布的视频会议行业魔力象限，目前全球市场领先者为Cisco，Polycom，和Vidyo，此外上榜者还有华为，Avaya等公司的同行。而中国市场主要参与企业包括Polycom、Cisco、华为、科达、中兴、华平、迪威等企业。根据IDC的统计，2015年上半年中国视频会议市场销售收入前五名的厂商分别为：华为、Polycom、Cisco、中兴和科达，五家企业合计占据了接近90%的市场份额。

图11: 2016年全球视频会议行业魔力象限



数据来源: Gartner、广发证券发展研究中心

目前,视频会议行业市场需求不断扩大、应用向下延伸、部署终端不断增加。在应用功能方面,从单纯的视频通信发展至包括远程教学和培训、远程医疗、远程接访、远程探视、可视指挥调度等多种形式。其行业需求主要由以下领域驱动:

- **政府市场需求。**目前国内视频会议主要面向的市场,涵盖公检法司、武警、消防、军队等各类政府部门。在政府、军队加强信息化建设、提升效率的背景下,视频会议政府市场需求在纵向应用规模和横向应用领域两个维度上持续扩展。我国2016年全国会议系统采购总金额约9.86亿元,采购项目共799个。
- **行业服务需求。**视频会议在整体行业服务领域应用主要包括教育、医疗、金融和交通等。针对一些行业的特定视频应用解决方案被提出,如远程教育、远程医疗、交通的远程指挥调度等,将原先仅用于沟通传达的视频会议产品,扩展到行业的核心业务流程中,扩大了视频会议产品的市场规模。
- **企业市场需求。**根据 IDC 在 2016 年发布的“U.S. Enterprise Communications Survey”调查,超过86%的受访者认可视频会议系统。Aragon Research则预计到2020年,全球50%的企业将部署视频会议系统。在中国企业市场,视频会议在提升生产力及改善跨地域通信方面担当越来越重要的角色。

图12: 视频会议在政府部门的应用

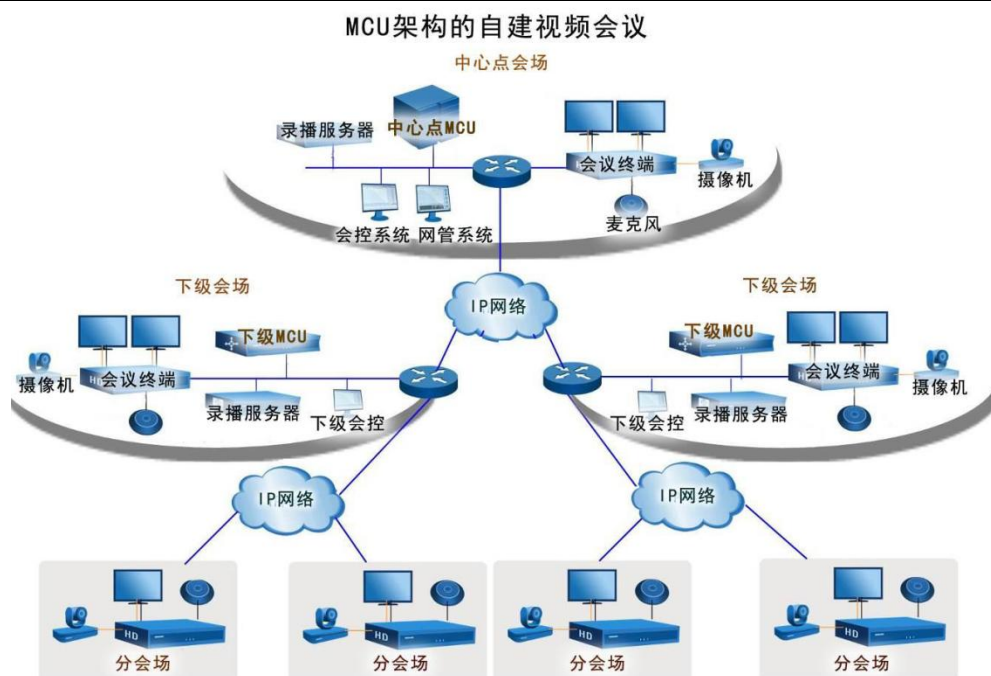


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2.1.2) 视频会议系统云运营模式兴起

从视频会议系统部署方式来看，产品可以分为自建式部署、云平台部署和混合部署。目前我国仍以自建式视频会议为主，采用MCU（多点控制单元）架构作为中心平台设备，负责所有视频会议终端的接入、数据处理、网络处理及会议管理，并以多台MCU的多级级联或者同一层级的多机堆叠进行大规模组网。

图13: MCU架构的自建视频会议系统结构



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

为了尽可能降低视频会议系统部署成本和维护成本，越来越多的视频会议系统开始采用云运营模式，具体而言云运营模式的优势如下：

- **使用有限的IT资源和成本建立视频会议系统：**传统的自建式视频会议系统价格高昂，对企业IT部署要求极高。通常需要专线网络或者公网IP来支持企业部署，同时需要购买服务器等硬件设备来支持运作。这类视频会议系统适用于政府部门或者大型企业，我们可以从政府招标情况中发现，部署一套系统需要耗费几十万元甚至几百万元。对于普通企业来说，难以承担这笔费用。
- **缩短视频会议系统的部署时间：**自建式视频会议系统的部署时间通常较长，因为自建系统部署程序复杂、涉及IT系统和设计等多方面，使得企业无法尽快使用视频会议。而通过视频会议系统云平台的模式，部署可以实现即插即用，大大缩短建设时间。
- **便于进行产品更新换代和扩容：**传统自建式视频会议系统由于程序较为封闭，更新换代或者扩容较难，并再次增加扩容的费用。而云平台运营模式下，软件系统可以通过云平台便捷升级，终端系统则与云平台系统良好兼容，可以实现灵活扩容。
- **减少视频会议系统使用成本和运维成本：**传统自建式会议系统通常需要企业配备专人负责运维，并通过专人培训视频会议使用方法等。而云运营情况下，云平台无须专业维护人员，并能享受到云平台提供的7/24小时服务。

表 1：云视频会议系统与其他系统对比

	自建式硬件视频系统	软件视频系统	云视频会议系统
视频质量	720p-1080p 显示效果，根据带宽情况相应适应	受带宽影响较大	720p-1080p 显示效果，根据带宽情况相应适应
带宽网络	中心站点和分支站点间需要租用专线，投资高	带宽占用较小	无须专线或公网
后台系统	基于硬件 MCU 构建，技术门槛高，维护困难，单点故障会导致整个系统停运	自研发系统，服务器软件集群	用户无须自建后台系统，云平台集成 MCU 群，避免硬件单点故障导致的系统停运
扩容情况	扩容视频终端时，需要扩容 MCU	购买软件账号	无须扩容 MCU
移动终端	仅少量支持移动终端	使用软件即可	普遍支持移动终端
企业投入	投资高	投资低	略高于软件视频会议系统，但相比硬件系统，投资大大降低

数据来源：广发证券发展研究中心

云运营平台带来的增量市场空间包括：

- 政府部门以及行业大型机构，存在大量的多部门、多级别沟通需求，通过建立“私有云”会议平台连接所有终端用户，会议的组数和单组规模均可灵活配置和扩容，均可灵活配置和扩容，用户可不受层级限制地自由申请和使用会议资源，在满足政令下达的基础需求外，还可自由进行部门内部、部门之间甚至个人之间频繁的办公沟通。
- 企业客户大大降低部署视频会议系统成本，吸引更多中小企业启用视频会议系统。租赁“公有云”视频会议平台模式凭借其低成本、高度灵活的特点，大幅度提高了中心端设备、带宽和维护人员的使用效率，降低了用户的使用成本，为视频会议在有大量远程沟通需求但对成本较为敏感的企业

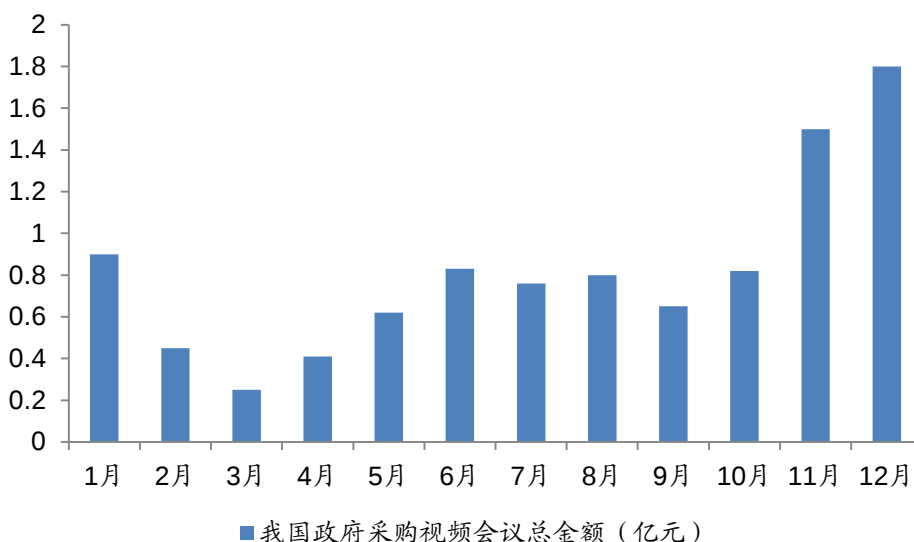
市场打开了新的发展空间。

2.1.3) 视频会议系统国产化替代加速

早期国内视频会议市场主要被Polycom、Cisco等国外高端品牌占领，近年来随着我国网络信息安全相关政策的出台，国产化浪潮兴起，政府部门作为视频会议重要应用领域，国产化浪潮推动本土公司收入规模迅速扩大，市占率进一步提升。

2016年，全国视频会议系统采购总金额约9.86亿元，采购项目共799个。2017年4月，全国通过公开招标等采购方式完成的视频会议系统采购项目43个，总采购规模近7000万元，同比2016年4月采购金额的4118万元增加66%，对比今年3月5000余万元的采购金额也有明显上扬。在主要采购部门中，我们可以明显看到公检法、税务、教育等部门采购力度大，而其他政府机关也在逐步加快采购步伐。

图14：2016年我国政府采购视频会议总金额（亿元）

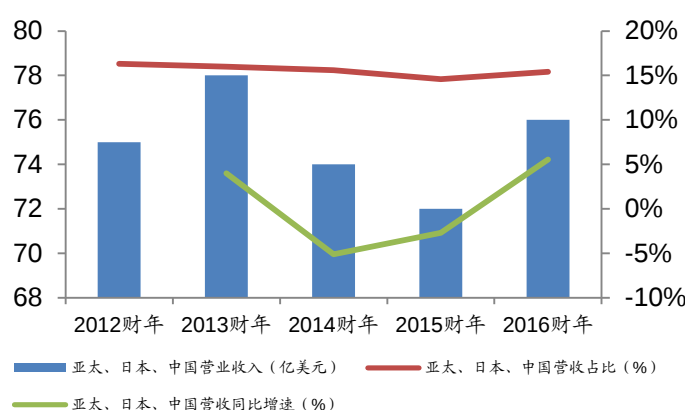
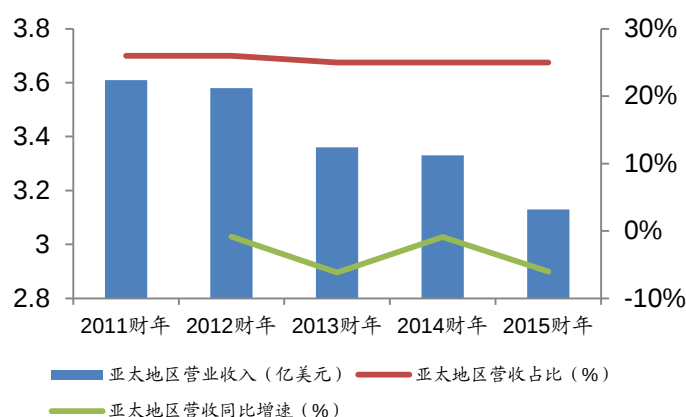


数据来源：中国政府采购网、广发证券发展研究中心

同时，在高清化设备对标清产品的升级替代和扩容的进程中，国内厂商对国外厂商原来占据的行业市场争夺的竞争优势加大。我们可以发现，Polycom和Cisco近年来在亚太地区的营收增长放缓，甚至呈现负增长。Polycom近年来在亚太地区营收约占全球营收的25%，并始终呈现负增长态势。Cisco在亚太、日本及中国地区营收约占全球营收15%左右，近年来收入增速波动较大，增长疲软。

图15: Polycom亚太地区营业收入变化情况

图16: Cisco亚太、日本及中国地区营业收入变化情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2.2、公司深耕视频会议领域，提供行业解决方案

2.2.1) 公司视频会议产品线完整，网呈系统前景广阔

公司在视频会议领域布局完整产品线，包括各类硬件设备、软件平台以及整套解决方案，满足不同行业、不同规模以及不同环境的用户的需求。未来，公司将着力打造视讯平台5.0，实现行业视讯和摩云视讯在平台端的融合，发布基于H.265标准的4K视频会议系统，实现产品和技术的领先。

另外，针对高端客户，公司推出基于远程呈现技术的“网呈”系统。远程呈现是指通过综合网络通信、超高清视频解编码、空间语音、建筑声学、空间照明以及人体工程学等多领域技术，实现真实现场感的视频会议系统，营造零距离感、面对面交流氛围。目前，各大视频会议系统厂商均在推广该类高端产品。

苏州科达目前拥有“沉浸式网呈”系列两款产品，特点有超高性能1080p、全景摄像呈现、多声道处理技术、图形化人工交互、1:1真人比例、眼神交互、听音辨位等，适用于大型会议室；“多功能网呈”系列五款产品，将远程呈现效果带入中小会议室。

表 2：公司视频会议系统全产品系列

产品类型	具体用途	产品示例
硬件终端	部署在会议室、办公室及桌面，用于实现会议视音频信号的编解码和传输，分为集成摄像头终端、一体化触控终端、分体终端等多种形式。	
软件终端	软件终端可运行于个人电脑、平板电脑及手机等多种环境，实现随时随地的远程沟通。	
视音频采集设备	会议摄像机，用于采集图像信号。 麦克风，用于采集声音信号。	
平台设备	多点控制单元（MCU）：目前自建模式下会议管理平台的主要形式，负责所有视频会议终端的接入、协议处理、媒体处理以及会议管理，以级联和堆叠的形式进行大规模组网。 “私有云”平台：采用“云计算”的方式为用户建设的专用“云端”会议管理平台，实现无限扩展、自由组织的视频会议。 电视墙服务器，可将多方图像解码输出到电视墙等设备上进行多屏输出。 录播服务器，可提供录像、放像、点播等视频会议辅助功能。	
系统管理软件	进行会议设备的集中控制及会议业务的全程调度，包括会议控制系统、网管系统、数字录播及视频点播软件等。	

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2.2.2) 自建式+“摩云”视讯租赁会议系统成中国第一

公司自2011年起推出云视讯平台，形成自建式视频会议系统和“摩云视讯”租

赁会议系统两类业务，分别应对政府、大型企业等对视频会议系统专业性、安全性要求较高，且自身基础设施、成本控制较好的需求；而“摩云”视讯租赁会议系统则针对成本较为敏感的企业客户，凭借高性价比产品吸引企业尤其是中小企业客户部署视频会议系统。

自建方面，具备建设从图像采集前端到平台处理端的完整视频会议系统的能力。自建模式是指用户购买公司生产的包括平台设备、终端设备、视音频采集设备等在内的全套视频会议产品，并由其自主运营管理和日常维护。此类业务的最终用户大多为政府和教育、医疗、金融等行业机构，其对视频会议系统的视音频质量、稳定性和保密性有较高要求。

而“摩云视讯”产品区别于传统自建视频会议模式，以视频会议云计算技术为核心，针对企业实际应用需求，开展特色的租用服务模式。该模式下，公司在电信级机房利用“服务器+软件”的方式架设基于“云计算”的中心端平台，支持电信、联通和移动等多运营商接入。用户只需支付软件账号租赁费用，就可在个人电脑、平板电脑、手机等设备上登录会议软件，参加或召集视频会议；也可购买硬件终端及图像采集设备以满足会议室的部署需求，从而节省了昂贵的平台设备购置、中心端带宽购买及专人维护费用。

在满足企业用户低成本、高质量的视频会议需求的同时，“摩云视讯”还可提供企业微博、企业门户、企业社交网站等社区化增值服务。目前，摩云视讯已经成为中国最大的视频会议运营服务商之一。

图17：“摩云视讯”会议系统组成结构



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2.2.3) 行业定制解决方案提升公司竞争优势

根据Frost&Sullivan的市场分析数据以及公司的销售规模计算，2015年公司在国内视频会议系统的市场占有率约为15.4%。公司竞争优势主要来自于行业定制化解决方案开发、技术和研发水平、营销和客户资源等。

在行业定制化解决方案上，公司凭借完整的产品线开发多种行业解决方案、进行大规模组网、混合组网等，在平台、存储、视频融合应用、移动视频应用、视频智能化应用等领域有着深厚积累和独特优势。2016年，公司荣获了全球IP通信联盟授予的最佳视频会议方案提供商奖项。

为了完美适应政府、各类企业的特殊需求，不同于Polycom、Cisco、华为等企业主要提供通用型视频会议系统，公司针对公检法、教育、交通、医疗等行业，结合应用场景和网络环境，确定硬件设计、软件设计、接入方式、业务接口等，目前已成功开发出数十种行业解决方案，为行业用户提供了方便快捷的高科技业务工具，形成公司较强的竞争优势。

图18：公司提供行业定制化解决方案

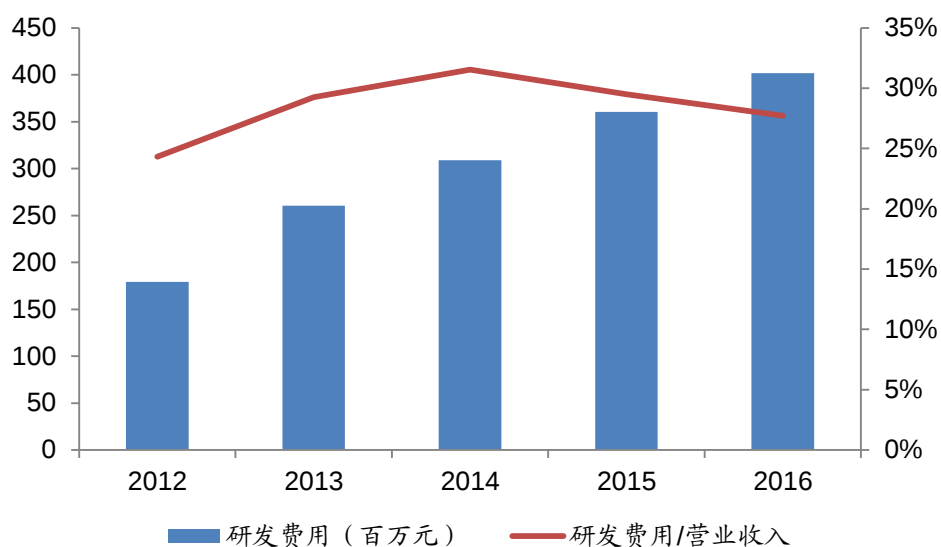


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

在技术和研发水平上，公司拥有1610人的研发团队，占公司总人数比重达47%，并持续保持研发的高额投入，2016年公司研发费用达4.01亿元，占营业收入比重为28%，高于行业平均水平。目前，公司已构建出包含前瞻性技术研究、底层技术开发、产品及解决方案开发的多层次研发平台，根据市场信息开发出满足用户深度需求的产品及解决方案，有效保证了公司的技术水平。

在技术体系方面，公司完整涵盖了视音频编解码、视音频处理、网络协议交换、网络传输与控制、智能化分析、可靠性与存储、融合网关、硬件设计、应用软件开发等各项核心技术，使得公司在视频会议和视频监控领域均拥有从前端采集到平台处理端的自主知识产权。2016年，公司对原有研发体系进行了优化，在原有产品线的基础上细化成立了8大行业15个事业部，针对重点行业完成解决方案和产品的研发、交付，提高了客户满意度。

图19: 公司研发费用及占营业收入比重



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

在营销服务和客户资源上,公司已在全国建立了27个本地化的分公司或办事处,并设立了77个营销服务机构,并在海外新加坡、土耳其、荷兰设有驻外机构。各地分公司、驻外机构集中了品牌导入、渠道拓展、项目运作和7x24小时技术服务职能。

公司客户资源整体质量突出,用户遍布全国31个省、市、自治区和300多个地市,覆盖公安、法院、检察院、政法、纪委、安监、医疗卫生、消防、水利、人防、武警、军队、金融、交通、教育等众多领域。客户群优质、需求大、粘性强,利于公司长期合作。

三、视频监控系统

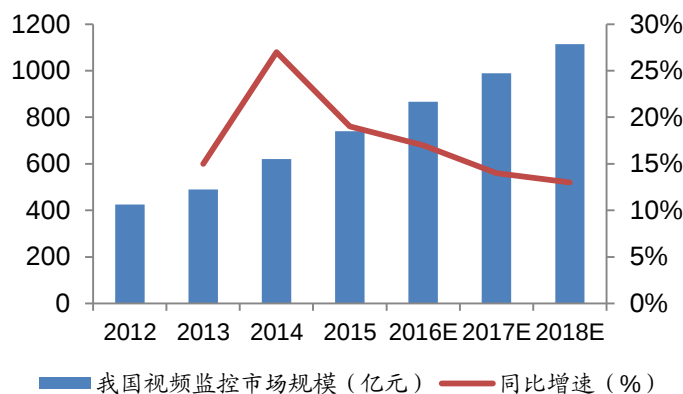
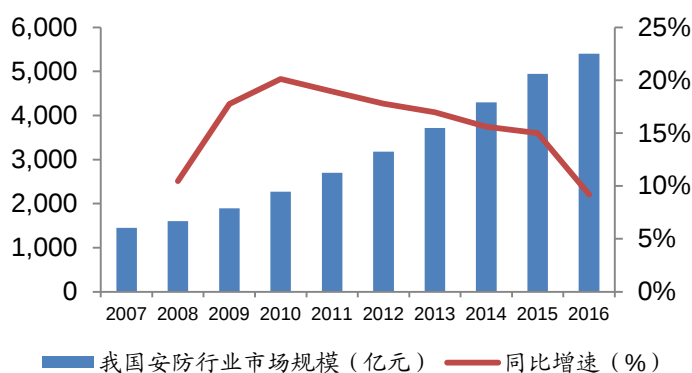
3.1、视频监控系安防行业核心系统

安防行业市场可以拆分为安防产品、安防工程和安防服务，根据CPS中安网数据，其中安防产品占比35%，而在安防产品中，视频监控系统是一项重要子系统占比过半。我国视频监控产品已经从最初的模拟监控发展到现在的数字化、高清化、智能化监控，从起初基于本地的小规模监控发展到今天基于网络的大型远程监控系统。

2016年我国安防行业市场规模达5400亿元，相比2010年2270亿元市场规模增长超一倍，近五年年均复合增长率为11%。而根据海康威视提供的数据，我国视频监控市场2016年规模将达到867亿元，近五年年均复合增长率为15%。随着我国智慧城市、平安城市建设的深入，视频监控行业将继续快速发展。

图20：我国安防行业市场规模及增速

图21：我国视频监控行业市场规模及增速



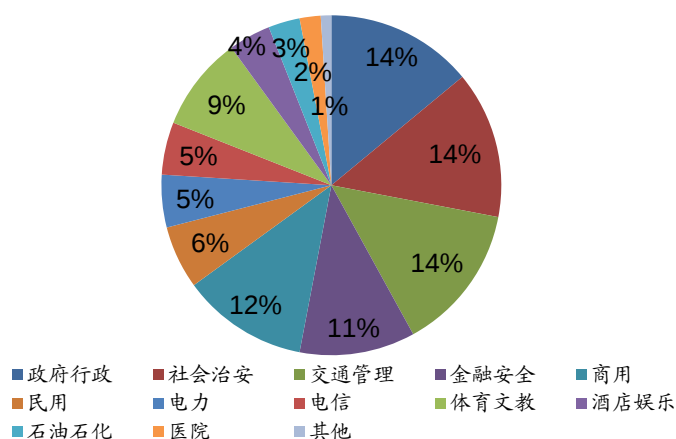
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：海康威视、广发证券发展研究中心

视频监控巨大的市场空间与其涉及的应用范围广阔密切相关。视频监控现已在政府行政、社会治安、交通管理、金融安全等众多领域得到广泛应用，而且逐步在文化教育、生产管理等领域快速推广。根据中国安防协会的统计数据，政府行政、社会治安、交通管理、金融安全四大应用领域占据视频监控市场53%的市场份额，是视频监控市场发展的主要推动力。

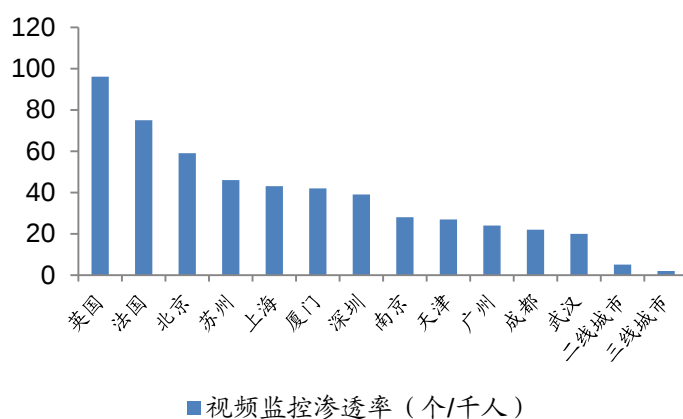
而在视频监控渗透率上，我国与发达国家相比差距仍然较大。目前我国摄像头密度最高的是北京市，人均每千人拥有的视频监控数量为59个，相较于英国的96个，提升空间广阔。

图22: 我国视频监控下游产业结构占比



数据来源: 中国安防协会、广发证券发展研究中心

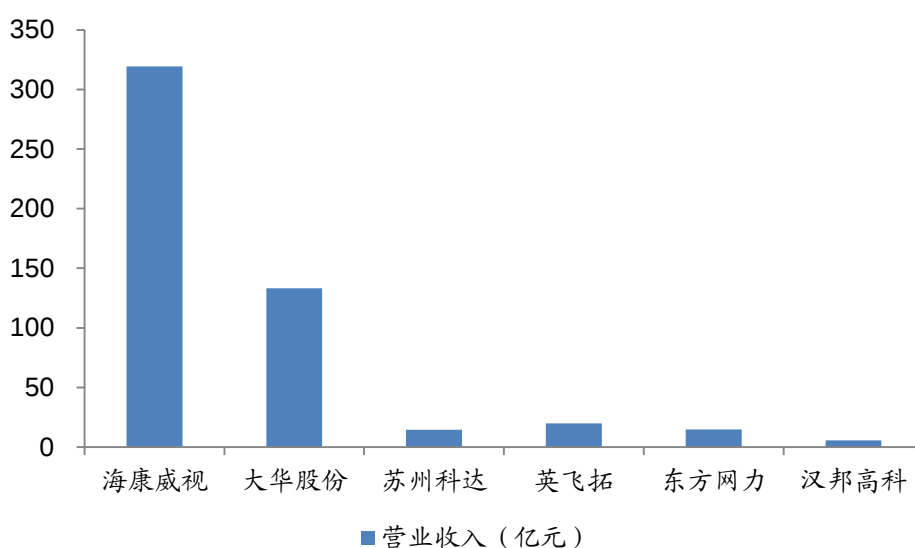
图23: 部分一线城市视频监控渗透率与发达国家对比



数据来源: 安防知识网、广发证券发展研究中心

我国视频监控行业竞争格局可以分为三个阶层, 第一阶层为海康威视、大华股份, 两家企业营收规模及企业实力位于全球前十位; 第二阶层为宇视科技、苏州科达、英飞拓、东方网力、汉邦高科等; 第三阶层为众多中小型企业。

图24: 视频监控行业内第一、第二阶层企业2016年营业收入规模



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.2、平安城市、智能交通促进视频监控行业发展

2005年以来国家公安部及有关机构在全国范围内开始推行“科技强警建设工程”、“3111工程”、“平安城市”等大型综合性安防项目。随着我国城市化的进程, 平安城市和智能交通等城市建设成为政策支持的主力, 助推视频监控行业蓬勃发展。

表 3: 全国各省平安城市项目建设

地区	项目建设内容
广西	2013 年,南宁市力争通过三年努力,实现高清社会治安视频监控摄像头覆盖到全市乡镇城乡主要街道、公共场所、治安复杂区域。
广东	2012-2014 年广东省公安厅在全省建设 96 万个视频监控点;仅 2013 年湛江一市就建设了 3.3 万个视频监控摄像头。
新疆	建设公安厅平安城市联网大平台,实现与下级各个地州平安城市系统的异构联网融合,建设包括克拉玛依、伊犁、阿勒泰、达坂城等多个地市的平安城市工程。
海南	海口市 2014 年新建 6000 个视频监控点,安装 1.5 万个摄像头,打造城乡一体化治安防控网。
浙江	全省由政府出资建设的监控摄像头 12 万个,社会单位自建的监控摄像头 90 万个,在全国率先实现省市县三级视频信息资源共享。
天津	2015 年-2017 年,全市各类视频监控点在现有基础上新建 58 万个,高清电子卡口在现有基础上新建 1000 处。
重庆	建立视频监控联网平台,与社会共享监控系统资源,新增 4.96 万个视频监控点。
宁夏	近年来累计投入资金 5.7 亿元,建成 5 个市级监控中心、26 个县(区)级监控中心、96 个派出所监控室,在一级场所建设 16519 个视频监控头。

数据来源:招股说明书、广发证券发展研究中心

同时,2015年,发改委发布了由九部委联合出台《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》,到2020年,基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控建设联网应用,在加强治安防控、优化交通出行、服务城市管理、创新社会治理等方面取得显著成效。

表 4: 《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》主要目标

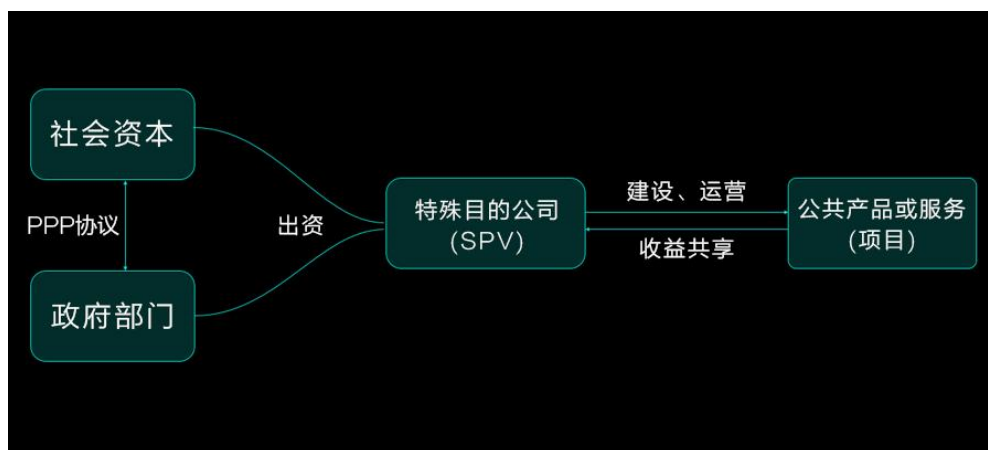
主要目标	
全域覆盖	重点公共区域视频监控覆盖率达到 100%,新建、改建高清摄像机比例达到 100%;重点行业、领域的重要部位视频监控覆盖率达到 100%,逐步增加高清摄像机的新建、改建数量。
全网共享	重点公共区域视频监控联网率达到 100%;重点行业、领域涉及公共区域的视频图像资源联网率达到 100%。
全时可用	重点公共区域安装的视频监控摄像机完好率达到 98%,重点行业、领域安装的涉及公共区域的视频监控摄像机完好率达到 95%,实现视频图像信息的全天候应用。
全程可控	公共安全视频监控系统联网应用的分层安全体系基本建成,实现重要视频图像信息不失控,敏感视频图像信息不泄露。

数据来源:政策公告、广发证券发展研究中心

而在智慧城市建设中,根据前瞻产业研究院,2016年我国智慧城市建设市场规模超过了7000亿元,而在“十三五”期间,智慧城市市场规模有望突破4万亿元。2016年12月,我国公布了290个智慧城市试点,预计2017年智慧城市数量有望超过500个。视频监控已成为智慧城市评价指标,根据国家标准委发布《新型智慧城市评价指标》,公共安全指标权重为5%,包含公共安全视频资源采集和覆盖情况、公共安全视频监控资源联网和共享程度、公共安全视频图像提升社会管理能力情况。

在政府和企业合作模式上，国家正积极推进PPP，尤其是推进平安城市、智慧城市、智能交通等领域的PPP项目。截止2016年12月，政府和社会资本合作（PPP）国家示范项目达743个，投资额1.86万亿元，已签约落地的示范项目363个，落地示范项目投资额达9380亿元。

图25：PPP合作模式架构



数据来源：广发证券发展研究中心

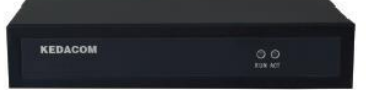
在安防领域的PPP项目中，主要以地区市县作为一个整体进行建设发展，涵盖范围广，牵扯部门多，投入资金高，建设周期长，大型安防企业具备竞争优势。以平安城市PPP项目为例，首先涉及到的部门就包括财政、发改委、政法委、市政等，建设周期由于牵扯到公安、交通、消防等行业，一般都要一年以上，而投资金额一般在10亿元以内。整套的解决方案提供商竞争优势明显。

3.3、视频监控系统潜力巨大

3.3.1) 公司产品体系完善，后端应用成差异化优势

公司凭借在视频会议业务发展过程中积累的技术基础，积极发展基于IP网络的视频监控产品。目前公司一经推出了从前端网络摄像机到后端的中心管理平台、网络录像机、存储设备、接入网关、智能分析软件等全系列产品。

表 5：公司视频监控系统全产品系列

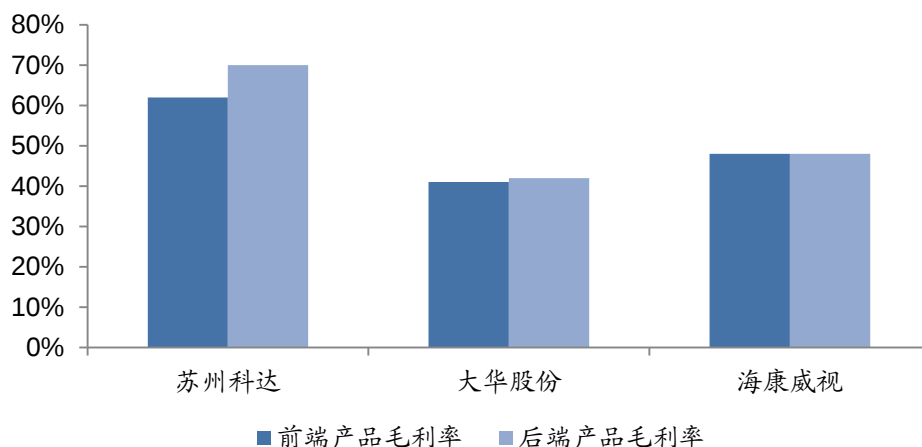
产品类型	具体用途	产品示例
网络摄像机	网络摄像机：又称IP摄像机（IPC），可提供视音频的采集、编码、传输，部分还具有智能分析等功能。可分为枪机、球机、车载、单兵等多种形式。	 枪机  球机  车载  单兵
管理平台	中心管理平台：公司视频监控系统的核心部分，用于实现子级系统、NVR 或前端设备的接入、图像监控、存储回放、报警联动、音频功能、电子地图和集中管理控制等功能。分为嵌入式硬件平台和运营级软件平台。 网络录像机（NVR）：通过 IP 网络接入前端采集设备提供的数字化视音频信息，可实现监控图像的浏览、录像、回放、摄像机控制等功能的监控设备，是中小型视频监控系统的核心。 磁盘阵列：用于对监控管理平台下数据的存储、备份、管理。 云存储系统：用于对大型视频监控系统下数据的存储、备份、管理，采用集群架构的控制节点和分布式存储节点，具有高并发读写性能和海量的存储空间。 接入网关：可将硬盘录像机、模拟摄像机、视频矩阵、数字监控平台等第三方的设备信号转化为标准形式接入视频监控系统中，从而达到对原有监控系统的最大化利用。	    
视频解编码器	视频解编码器：将监控图像解码并分屏显示。可将模拟视频、音频信号、告警信号进行编码、网络传输。 集中式编解码器：集中式机架产品，模块化设计，可根据需要灵活配置编码卡或解码卡，提供集中编码、解码或电视墙管理功能。	 
综合管理软件	包括中心管理平台控制软件、智能分析软件、综合安防管理系统软件等，可实现系统的集中管理、控制和调度。	

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

目前，视频监控系统前端产品的市场竞争格局已经明晰，主流厂家趋于不再通过剧烈的价格战来进行竞争，价格会相对稳定下来。视频应用将会带来后端新的业

务机会，成为公司差异化竞争的核心能力。苏州科达具备海量数据中有效信息筛选及应用的便捷性、高效性、可靠性、实用性等能力。例如事后查证、重要监控场所、重点监控对象或重点行为监控及事先预警、结合预案进行重点监管和快速应对等实战需求。公司将受益于从重前端建设到重后端应用的发展历程。

图26：2016年公司与大华股份、海康威视前后端产品毛利率对比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

在后端能力建设中，公司发展方向为智能化，智能化是视频监控系统随着数字化、网络化发展的必然进展方向，视频监控必须利用计算机进行智能化分析，一方面过滤冗余信息，另一方面能够在发生警报时及时向监控人员报警，提高响应速度。

因此，在平安城市和智慧交通等大型定制化应用场景中，公司在前端推出了人员卡口、车辆卡口、枪球联动和特征分析摄像机，后端推出了猎鹰图侦与合成作战系统等。这些系统以普通视频监控、车辆/人员卡口、智能IPC等监控前端获取的视频、图片的结构化描述为基础，通过大数据平台的智能分析，实现以图搜图、语义搜图、车辆/人员布控、疑似案件对比、详细特征分析等等深度大数据应用。

3.3.2) 布局 PPP 项目，提供整体解决方案

公司充分发挥提供整体解决方案的能力，同时也推出移动端解决方案，例如针对移动警务行业的第二代移动警务终端和智能执法记录仪等，不断完善解决方案定制化能力。凭借整体解决方案配置能力，公司积极布局PPP项目，并取得良好成果。

2017年3月，公司正式发布PPP业务支持计划。截止目前，公司在南宁、柳州、福泉等地交付了700多个平安城市；在哈尔滨、上海等全国百城，建设了近500个智能交通。同时，近日科达收购了江苏本能公司40%的股权，布局机动车电子标识市场，进一步延伸科达在智慧交通领域的发展；这些丰富的应用经验可保证合作伙伴有序推进PPP项。

图27：公司PPP项目建设和运维情况



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

稳定、可靠的产品和独特的解决方案，使公司在业界树立了良好的口碑。2016年，公司平安城市解决方案、司法行业解决方案获得了中国安防行业协会授予的中国“平安建设”推荐优秀行业解决方案提供商奖项。感知型之人员卡口摄像机、无线车载监控产品/系统方案、星光级高清高速球型网络摄像机荣获了2016a&s年度TOP10安防产品奖项，4K多维信息采集摄像机、综合执法球产品荣获2016安博会优秀创新产品特等奖。

图28：中国“平安建设”推荐优秀行业解决方案提供商获奖企业列表



数据来源：中国安防行业协会、广发证券发展研究中心

3.3.3) 视频会议与视频监控系统融合

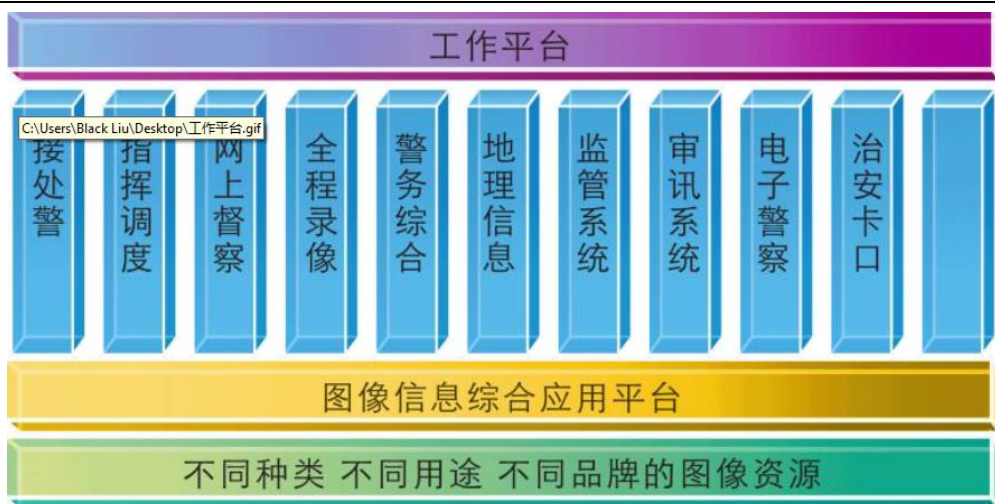
视频会议系统和视频监控系统都属于网络视讯产品，在底层技术上有着较高的

互通性,但应用功能和组网模式差异较大,因此传统上两部分业务间是相互独立的。

而随着信息化建设的发展,公安、检察、法院、司法等用户需要拥有一套既可察看监控图像,又能够实现指挥、沟通、管理功能的一体化系统,促使视频会议和视频监控呈现融合应用的趋势。随着技术的成熟,视频会议和视频监控系统融合的应用领域不断涌现,例如可视化指挥调度、远程庭审、远程审讯、远程医疗、远程教育等等,此外融合系统还能在管理、培训等众多领域发挥重要的作用。

公司可视指挥调度系统已被广西、甘肃、青海、宁夏、新疆等地区的公安部门广泛采用,其中广西公安厅的扁平化可视指挥调度项目覆盖了自治区厅、14个地市、200个区县分局、1200多个基层派出所,成为了自治区公安系统内执勤管理、预警汇报、应急指挥的平台。公司新开发的5.0云视讯系统也成功落地广东全省公安近千派出所。在结合了可视指挥调度、网上督察、智能分析、网上审讯等解决方案后,公司还推出了整合各类视讯资源的图像信息综合应用平台解决方案。

图29: 公司图像信息综合应用平台



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

盈利预测:

- 收入假设: 因此我们假设公司未来3年的收入增速和子行业: 安防以及视频会议行业保持相近, 同时考虑到公司收入体量较高, 增速在17, 18, 19年分别为会有小幅下降。
- 毛利率假设: 考虑到公司最近3年毛利率基本平稳, 我们假设未来公司毛利率平稳并可能因体量较大而有微幅下降:

表 6: 公司分业务收入和盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
视频会议收入 (万元)	73740	93650	117999	147499
视频会议毛利率	76%	75%	75%	75%
视频监控收入 (万元)	68485	90401	114809	144659
视频监控毛利率	53.6%	52.5%	52.0%	51.5%
总收入	184051	232808	292158	184051

数据来源: 广发证券发展研究中心

- 费用率假设: 假设公司随着收入规模的扩大, 边际效应体现, 但上市后项目扩张也会带来额外成本, 两者基本抵消, 假设公司未来3年的费用率基本稳定。

假设公司未来收入增长和毛利基本保持当前态势, 预测公司2017~2019年营业收入分别为18.4、23.3、29.2亿元, 净利润分别为2.47、3.49、4.52亿元, 净利润增长率分别为41.1%、41.4%、29.5%。按最新收盘价计算, PE分别为38, 27, 21倍。考虑到公司未来收入和利润稳定快速增长, 17年PEG小于1, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 公司所处行业对政府采购依赖较大, 受政策影响和国家相关支出预算波动影响较大;
- 公司所在安防行业竞争较为激烈, 公司存在一定的市场竞争风险;
- 公司存在应收账款较高和存货跌价的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	825	1322	1673	2162	2782	经营活动现金流	199	133	246	179	254
货币资金	222	474	791	1042	1372	净利润	119	174	247	350	453
应收及预付	372	453	539	682	857	折旧摊销	31	30	23	19	16
存货	225	292	343	437	553	营运资金变动	36	-86	47	-122	-151
其他流动资产	5	104	0	0	0	其它	13	14	-71	-67	-64
非流动资产	169	183	164	145	127	投资活动现金流	-33	-164	71	72	76
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-22	-43	71	72	76
固定资产	75	77	63	49	35	投资变动	-11	-121	0	0	0
在建工程	1	22	33	41	47	其他	0	0	0	0	0
无形资产	78	64	45	31	21	筹资活动现金流	-69	282	0	0	0
其他长期资产	14	21	23	24	25	银行借款	150	121	0	0	0
资产总计	994	1506	1836	2307	2910	债券融资	-214	-166	0	0	0
流动负债	364	366	450	571	720	股权融资	0	353	0	0	0
短期借款	45	0	0	0	0	其他	-4	-26	0	0	0
应付及预收	298	362	450	571	720	现金净增加额	97	251	317	252	330
其他流动负债	21	4	0	0	0	期初现金余额	126	222	474	791	1042
非流动负债	6	4	3	3	4	期末现金余额	223	474	791	1042	1372
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	6	4	3	3	4						
负债合计	370	370	453	575	724						
股本	200	250	250	250	250						
资本公积	31	335	335	335	335						
留存收益	393	550	796	1145	1597						
归属母公司股东权	624	1135	1382	1730	2182						
少数股东权益	0	0	1	2	4						
负债和股东权益	994	1506	1836	2307	2910						

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1222	1449	1841	2328	2922
营业成本	411	500	664	846	1070
营业税金及附加	15	19	24	30	38
销售费用	305	334	403	484	581
管理费用	417	470	589	710	876
财务费用	8	6	-22	-32	-42
资产减值损失	6	15	4	6	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	61	105	179	283	388
营业外收入	65	72	72	72	72
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	126	177	251	355	461
所得税	7	3	4	6	7
净利润	119	174	247	350	453
少数股东损益	-1	0	1	1	1
归属母公司净利润	120	175	247	349	452
EBITDA	105	156	184	276	371
EPS（元）	0.60	0.70	0.99	1.39	1.81

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	24.8	18.6	27.1	26.5	25.5
营业利润增长	427.2	73.2	70.6	58.2	37.2
归属母公司净利润增长	125.2	45.2	41.1	41.4	29.5
获利能力（%）					
毛利率	66.4	65.5	63.9	63.7	63.4
净利率	9.7	12.0	13.4	15.0	15.5
ROE	19.3	15.4	17.8	20.2	20.7
ROIC	15.0	18.7	26.9	36.8	43.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	24.6	24.7	24.9	24.9
净负债比率	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6
流动比率	2.26	3.61	3.72	3.79	3.86
速动比率	1.61	2.74	2.87	2.94	3.01
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.16	1.10	1.12	1.12
应收账款周转率	3.57	3.97	3.97	3.97	3.97
存货周转率	2.00	1.94	1.94	1.94	1.94
每股指标（元）					
每股收益	0.60	0.70	0.99	1.39	1.81
每股经营现金流	0.99	0.53	0.98	0.72	1.02
每股净资产	3.12	4.54	5.53	6.92	8.73
估值比率					
P/E	-	46.1	38.4	27.2	21.0
P/B	-	7.1	6.9	5.5	4.3
EV/EBITDA	-	48.6	47.2	30.5	21.9

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997 年起先后在数家 IT 行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010 年 7 月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014 年 1 月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 分析师, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013 年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010 年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作, 2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。