

定增正当时，安防和轨交两翼齐飞

佳都科技 (600728.SH)

推荐 首次

投资要点：

- **定增引入中植系，公司综合实力再上新台阶**
中植系全产业链经营，多次现身上市公司定增。引入中植系，或将给佳都科技异地承接政府订单带来帮助，同时实现金融资本和产业的有机结合，公司未来有望通过合作进行商业模式创新。
- **智能安防落地开始加速，公司竞争力显著提升**
安防建设进入新阶段，项目总包方产业链话语权扩大。新一轮的安防竞争聚焦智能化运用，公司竞争力突出。公司在广州市安防的市场份额有望达到 50%，广东省内市场份额有望达到 20%。以新疆为代表的异地扩张初显成效，预计明年拿下更多招标项目。
- **智能轨交综合实力或将跃居上市公司第一位**
各地进入轨交机电设备建设高峰，广东省及广州市地铁建设提速。公司具有丰富产品线与成功案例，在广州市场份额达到 60% 以上。公司自重组转型轨交业务以来，已经收到近 5 亿元的轨交业务订单。立足华南，面向全国，未来几年轨交信息化业务有望爆发式增长。
- **战略卡位 RCS，未来想象空间巨大**
RCS 实现全新用户体验，为运营商应对互联网挑战提供了机遇。中移动年初发布 RCS 白皮书，提出 2015 年全面商用 RCS。公司是美国高通公司 Snapdragon 系列平台 RCS 总体解决方案目前在中国大陆是唯一合作方，预计短期对业绩贡献不大，但战略卡位非常重要。
- **公司 13 年完成重组，14 年是发展的分水岭，未来几年将持续高成长。**
我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25、0.50 和 0.75 元，3 年 CAGR 超过 60%。首次覆盖，给予“推荐”评级，6 个月合理估值 22.5 元，对应 2015 年 PE 为 45 倍，PEG 为 0.75。
- **主要风险因素**
(1) 广东安防项目招标不及进度；(2) 与中植系的合作不及预期。

分析师

沈海兵

电话：(8621) 2025 2609

邮箱：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

吴砚靖

电话：(8610) 6656 8330

邮箱：wuyanqing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513080003

特此鸣谢

 实习生**刘建**

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2014.11.21

A 股收盘价(元)	15.36
A 股一年内最高价(元)	17.3
A 股一年内最低价(元)	11.91
上证指数	2486.79
市净率	7.03
总股本(亿股)	5.00
实际流通 A 股(亿股)	3.63
流通 A 股市值(亿元)	76.76

主要财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2115	2497	3314	4272
增长率(%)	192.34%	18.06%	32.71%	28.91%
归属母公司股东净利润(百万元)	91	123	248	376
增长率(%)	74.54%	35.25%	101.91%	51.42%
EPS(元)	0.18	0.25	0.50	0.75

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、定增引入中植系，公司综合实力再上新台阶

中植系全产业链经营，多次现身上市公司定增。引入中植系，或将给佳都科技异地承接政府订单带来帮助，同时实现金融资本和产业的有机结合，公司未来有望通过合作进行商业模式创新。定增募集资金能进一步提高公司的资金实力，有利于公司承接更多 BT 项目，能满足公司在行业内进行兼并或者产业投资的资金需求。

2、智能安防落地加速，公司竞争力显著提升

安防建设进入新阶段，项目总包方产业链话语权扩大。广东省慧眼工程 2013 年开始进入集中建设期。新一轮的安防竞争聚焦智能化运用，公司竞争力突出。公司在广州市安防的市场份额有望达到 50%，广东省内市场份额有望达到 20%。以新疆为代表的异地扩张初显成效，预计明年拿下更多招标项目。

3、智能轨交综合实力或将跃居上市公司第一位

各地进入轨交机电设备建设高峰，广东省及广州市地铁建设提速，未来 10 年拟新建 15 条线路。公司具有丰富产品线与成功案例，在广州市场份额达到 60%以上。公司自重组转型轨交业务以来，已经收到近 5 亿元的轨交业务订单。立足华南，面向全国，未来几年轨交信息化业务有望爆发式增长。

4、战略卡位 RCS，未来想象空间大

RCS 实现全新用户体验，为运营商应对互联网挑战提供了机遇。中移动年初发布 RCS 白皮书，提出 2015 年全面商用 RCS。公司是美国高通公司 Snapdragon 系列平台 RCS 总体解决方案目前在中国大陆是唯一合作方，预计短期对业绩贡献不大，但战略卡位非常重要。

我们与市场不同的观点：

市场认为公司是区域性集成商，竞争力一般。我们认为，公司技术实力突出，正在从华南走向全国，未来全国拿单能力将大幅提高，同时将成为智慧城市商业模式创新的引领者。另外，通过智慧城市项目在全国快速圈地树立领先地位也为数据运营、智慧城市运营奠定基础。

估值与投资建议：

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25、0.50 和 0.75 元，3 年 CAGR 超过 60%。首次覆盖，给予“推荐”评级，6 个月合理估值 22.5 元，对应 2015 年 PE 为 45 倍，PEG 为 0.75。中长期来看，我们认为，公司的智慧城市板块市值可以类比易华录，而智能轨交市值应当超越辉煌科技，再加上传统业务，市值存在翻倍空间！

股价表现的催化剂：

(1) 订单和业绩高速增长；(2) 外延扩张落地；(3) 新商业模式探索

主要风险因素：

(1) 广东安防项目招标不及进度；(2) 与中植系的合作不及预期。

目 录

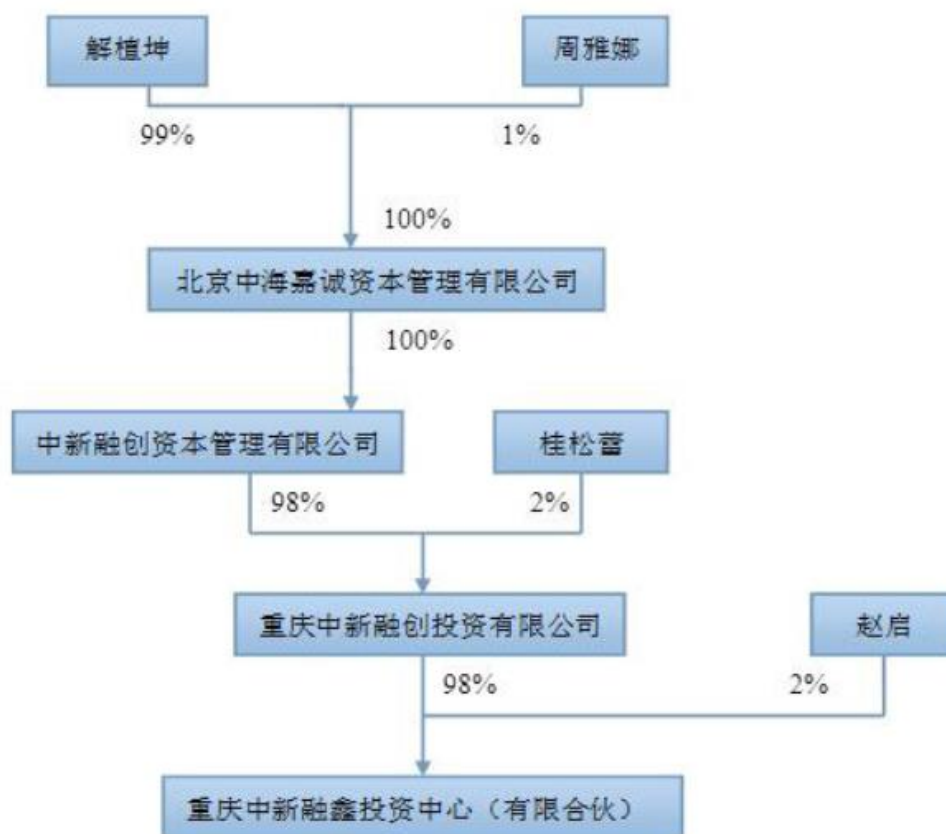
一、定增引入中植系，公司综合实力再上新台阶.....	3
（一）中植系全产业链经营，多次现身上市公司定增	3
（二）定增引入中植系，对公司发展意义重大	4
（三）定增进一步夯实资金实力	6
二、智能安防落地加速，公司竞争力显著提升.....	7
（一）安防建设进入新阶段，项目总包方产业链话语权扩大	7
（二）广东省慧眼工程 2013 年开始进入集中建设期	9
（三）新一轮的安防竞争聚焦智能化运用，公司竞争力突出	10
（四）立足广东，放眼全国，有望获得更多市场份额	12
三、智能轨交综合实力或将跃居上市公司第一位.....	13
（一）各地进入轨交机电建设高峰	13
（二）轨交信息化行业快速发展	14
（三）轨交信息化业务未来几年有望爆发式增长	16
四、战略卡位 RCS，未来想象空间大.....	18
（一）RCS 实现全新用户体验	18
（二）RCS 前景广阔.....	19
（三）公司与高通合作短期业绩贡献不大，但战略卡位重要	20
五、盈利预测与投资建议	20
插图目录.....	22
表格目录.....	22

一、定增引入中植系，公司综合实力再上新台阶

（一）中植系全产业链经营，多次现身上市公司定增

今年 10 月，公司定增预案拟引入中植系。2014 年 10 月，佳都科技拟以 12.98 元/股的价格向 5 名特定对象发行约 9245 万股募集 12 亿元，用以补充公司营运资金。其中，出资最多的中新融鑫豪掷 7 亿元。中新融鑫为中植系掌门人解直锟旗下企业。中新融鑫成立于 2013 年 11 月，而在中新融鑫与解直锟之间，架设了三个资本层次，由下而上分别为重庆中新融创投资、中新融创资本管理以及北京中海嘉诚资本管理，主要业务为利用自有资金对外进行投资。

图 1：重庆中新融鑫投资中心（有限合伙）股权结构

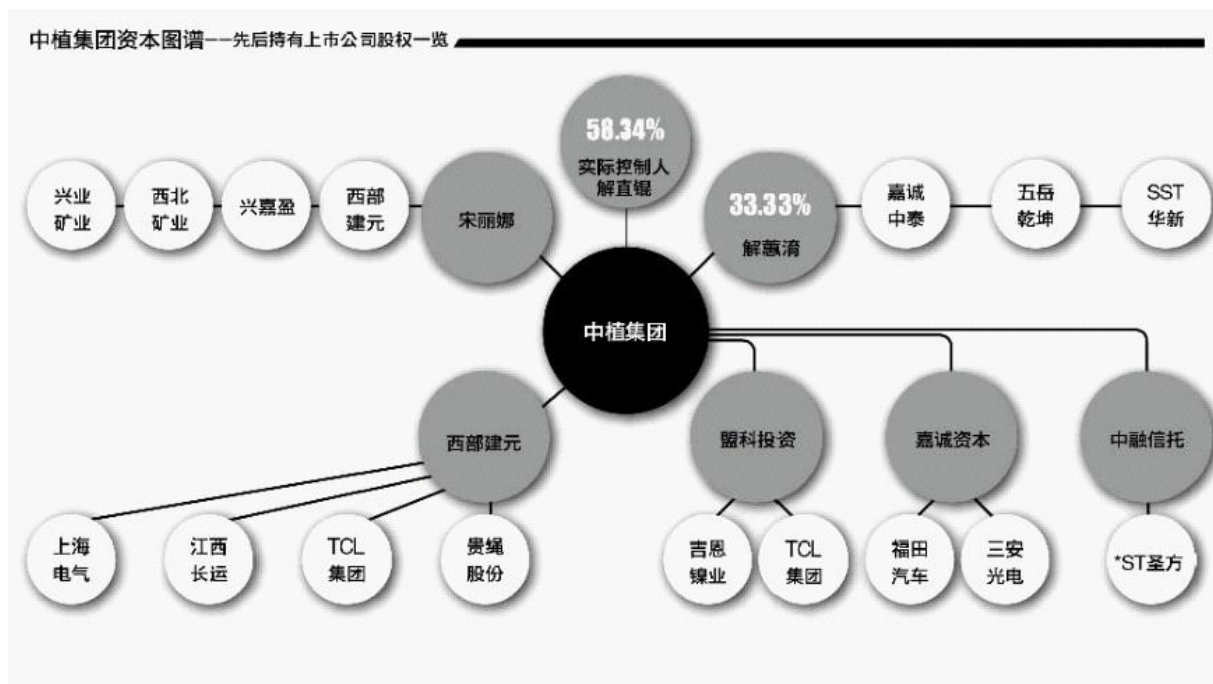


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

中植企业集团有限公司是一家多元化经营的大型民营企业集团。中植集团注册资本总额为 5000 万元人民币，目前形成了信托、财富管理、金融投资、矿业、并购、新金融共六个板块，实现了全产业链、跨地域的发展格局。

近年来，“中植系”多次隐现身影均是在上市公司定增中。根据公开信息整理，中植集团目前介入的上市公司包括凯撒股份、中南重工、SST 华新、兴业矿业、上海电气、江西长运、TCL 集团、贵绳股份、吉恩镍业、福田汽车、三安光电、*ST 圣方、超华科技、北陆药业、大智慧等。

图 2：中植集团资本图谱（2013 年数据）



资料来源：新闻媒体，中国银河证券研究部

（二）定增引入中植系，对公司发展意义重大

从过往资本运作情况来看，长袖善舞的“中植系”显山露水。参与定增后的中植系往往会表示出自己的优势：在康盛股份案例中，透露了中植系将帮助公司增强产业整合能力，使公司更好地发展的意图；在荃银高科案例中，也有成立并购基金，努力扩大荃银高科在种业领域优质资产的收购规模的表述。

引入中植系，或将给佳都科技异地承接政府订单带来帮助。以中融信托为例，中植集团旗下中融信托主要有地产信托、政府信托等业务，伴随着地产业的预期低迷，中融信托将更多的业务转向到与全国各地的地方政府合作。佳都科技的智慧城市业务也大多通过 BT 等模式承接地方政府的项目。中植集团多年的经营积累或将对佳都科技全国业务布局和落地带来帮助。

引入中植系，实现金融资本和产业的有机结合，公司未来有望通过合作进行商业模式创新。除了客户资源可以实现共享，促进区域的扩张，未来也可能会形成“金融+产业”的新型业务模式。可能有三种合作模式：

（1）将政府客户的应收账款进行资产证券化，将相关应收账款打包卖给中植集团，从而提高公司资金周转率，进一步提高公司 ROE，帮助公司在智慧城市和轨交业务上进行业务扩展。

（2）与中植集团旗下融资租赁公司合作，模型如下：

模型 A：佳都科技中标拿到政府项目总承包资格，向政府提供项目方案与租赁融资方案；

融资租赁公司根据政府需要采购佳都科技项目设备；.融资租赁公司将设备出租于政府企业，政府按期偿还租金。

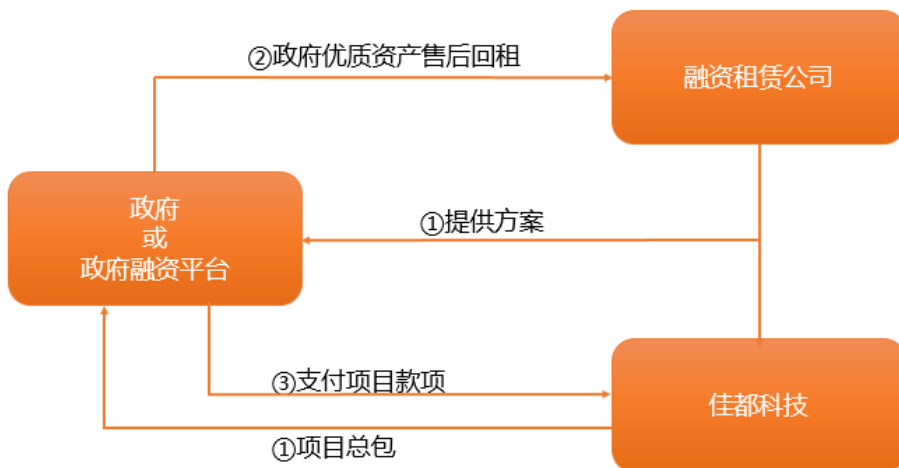
图 3：商业模式创新模型 A



资料来源：中国银河证券研究部

模型 B：佳都科技拿到政府项目后，与融资租赁公司一起向政府提供项目方案与融资方案；政府出优质资产与融资租赁公司做资产售后回租项目；政府通过租赁项目所得的资金用于偿还佳都科技智慧城市项目款项。

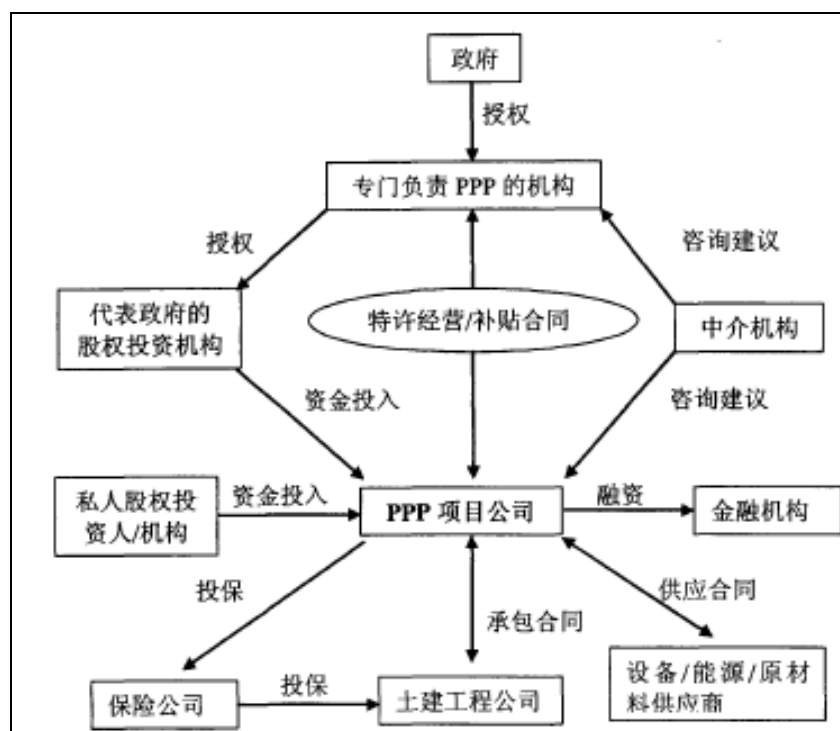
图 4：商业模式创新模型 B



资料来源：中国银河证券研究部

（3）践行 PPP 模式，实现金融资本和产业的结合。PPP（Public Private Partnership），即“公私合作关系”，是指政府与社会资本之间，为了合作建设城市基础设施项目，或是为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务，以确保合作的顺利完成，最终使合作各方达到比预期单独行动更为有利的结果。佳都科技、政府客户和中植系可以合作探索 PPP 模式，同时解决政府客户资金来源和项目建设的需求。

图 5：PPP 模式的一般形式



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

（三）定增进一步夯实资金实力

定增募集资金能进一步提高公司的资金实力，有利于公司承接更多 BT 项目。公司此次引入的战略投资者都比较看好未来几年公司的发展前景，也比较认可公司安防和轨道交通业务在行业内的竞争力。正因为如此他们也愿意与公司绑在一起。在智慧城市建设集中爆发的背景下，为缓解政府的资金压力并提高项目建设效率，各地轨道交通建设项目及城市公共安全监控项目优先采用 BT 模式。BT 模式是项目融资方式的一种，需要公司在施工过程中预先垫资。这种业务模式对轨道交通智能化及智能安防系统供应商的融资能力、资金管理能力提出了更高的要求。公司经由 20 余年电信级平台的技术沉淀及创新发展，成为国内为数不多的专注于智能安防和智能轨道交通领域的大型解决方案提供商。公司目前已承接多个 BT 模式下的项目，具有承接大型 BT 总包项目建设的能力和 experience。随着公司市场布局的成熟以及资金实力的增强，预计公司将在轨道交通智能化及智能安防核心业务领域获得更多的 BT 项目订单。

公司通过定增募集资金，能满足公司在行业内进行兼并或者产业投资的资金需求。为进一步实现成为国内领先的提供智慧城市（智能安防和智能化轨道交通领域）整体解决方案企业的目标，增强抗风险能力，公司近年来通过对外投资、兼并收购等方式，不断扩大业务规模。未来公司计划通过兼并收购、合作投资等方式进一步扩大规模，提高区域市场及行业市场份额，增加盈利规模。本次非公开发行完成后，公司资金实力将进一步增强，抗风险能力和持续融资能力将得到提高。有利于公司未来顺应业务发展的实际需求，及时把握市场机遇，兼顾内生式发展及外延式增长，通过兼并收购、合作投资、团队引进等方式，覆盖重点市场区域，从而迅速提升公司业务规模，增强公司的整体竞争力，为公司发展奠定坚实基础。

二、智能安防落地加速，公司竞争力显著提升

（一）安防建设进入新阶段，项目总包方产业链话语权扩大

安防行业向智能化、高清化、网络化进阶，未来 5 年 CAGR 高达 17%。根据《中国安防行业“十二五”发展规划》，中国安防行业总产值从 2005 年不到 1000 亿元增长到 2010 年的近 2300 亿元，CAGR 达到 22%；根据《中国安防行业“十二五”发展规划》，到 2015 年，安防产业规模将翻一番，总产值达 5000 亿，CAGR 达到 17%，伴随前端设备由模拟向高清进阶，联网监控向智能监控发展，安防产业仍将高速增长。

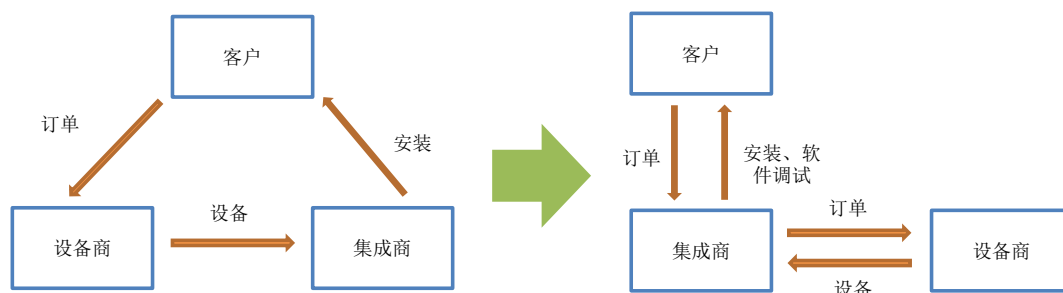
图 6：安防行业发展趋势



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

2012 年以来平安城市建设项目趋向于 BT/BOT 模式，订单以总包项目居多，系统项目总包方进入主导地位，在产业链中的价值将显著提升。目前已经公布的广州及各区、揭阳、珠海、丽江等安防项目都以 BT 模式开展，并且以规模为几个亿的中小型地方项目为主。在这种模式下，项目总包方拥有设备的采购权，获得了更大的议价能力和话语权。一方面，大型设备商并不关注中小型地方 BT 项目，不会直接介入项目与项目总包方竞争；另一方面项目总包方在资金、人员和技术上的能力匹配承接中小型 BT 项目。

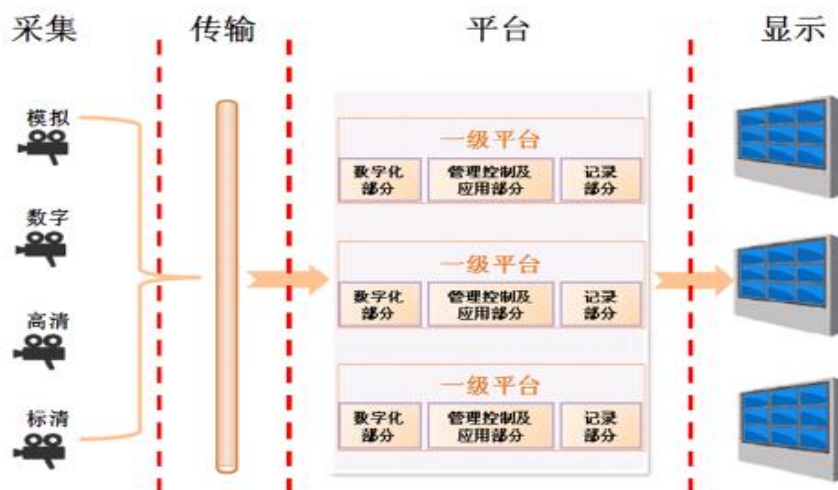
图 7：项目总包方地位提升



资料来源：中国银河证券研究部

“二期”安防项目更注重软件系统平台建设，安防建设进入平台应用阶段。第一轮安防建设主要集中在摄像头、传输设备和存储设备等基础设施建设，而软件平台等后台系统建设的投资较少。在安防监控网络化、高清化、智能化的推动下，以城市视频监控管理平台为核心的智能网络视频监控系统逐渐显露头角，开始担当起城市视频监控资源管理的重要角色，率先在“平安城市”项目中大量应用。正因此，第二波安防建设将更加侧重于软件平台的应用，有利于具备智能视频监控平台开发能力的系统项目总包方。2012年2月，公安部下发了《全国公安机关视频图像信息整合与共享工作任务书》，明确规定建立视频图像信息深度应用机制，推动视频监控系统的有效整合和视频信息共享。规定到2015年6月，要基本实现全国各县级公安机关建成视频图像信息共享平台，完成各个地区省级共享平台，全面完成视频图像信息共享平台与警用地理信息系统等公安业务信息系统或平台的融合应用，按需建成视频图像信息数据库等。

图 8：城市智能监控平台示意图



资料来源：东方网力招股说明书，中国银河证券研究部

表 1：2012 至今平安城市项目一览

时间	项目名称	项目内容	项目金额 (亿元)	发标单位	中标单位	招标 模式
2014.1	智慧广州视频监控系统集成合作项目	4075 套高清视频采集点、60 套高清道路卡扣、552 套移动视频系统等	1.95	中国移动广州分公司	佳都科技	BT
2013.6	“智慧临朐”	1 个中心、4 大系统、20 多个工程的建设，2013 年完成顶层设计和综合信息中心建设及智慧城管、智慧公安、智慧旅游、智慧国土等	2.4	临朐县人民政府	易华录	BT
2013.4	“平安揭阳”社会治安高清视频监控 系统（二期）建设 项目	提供新建高清视频监控点 3000 个，改造高清视频监控点 779 个；新建高清治安卡口 100 个，改造高清治安卡口 7 个及机房、应用管理平台等相关配套设备、系统的建设。该项目将建设公安视频专网三级联网共享平台、社会专网两级联网共享平	3.89	中国电信揭阳分公司	高新兴	BT

台、公安信息网市级联网共享平台等“三网三平台”，预计项目将于 2013 年年底建成。

2013.1	广州市公安局花都分局花都三期社会治安视频监控	主要工作量包括三部分：第一部分监控点前端设备和线缆安装布放工程，第二部分是机房内设备和线缆的安装布放工程，第三部为中心管理平台软件的安装调测	1.1	广州市公安局花都分局	佳都科技	BT
2012.6	珠海社会治安视频监控(二期)建设项目	执行 GB/T28181-2011 标准，支持高清视频接入，同时支持已建一期非标准视频资源接入，提供视频案情研判、视频智能分析、图像清晰化处理等综合应用功能	2.63	珠海市公安局	金鹏	
2012.5	“平安丽江”综合视频管理系统项目	社会治安综合视频管理为平台软件、城市智能交通管理系统包括系统模块包含高清智能视频监控、高清电子警察系统、高清卡口带测速系统、诱导屏系统、信号灯联网控制及路口信息采集系统、智能交通集成指挥平台硬件系统、指挥中心软件系统等七个分系统。	1.8	丽江市人民政府	飞利信	租赁合同
2012.11	铜仁市城市报警与监控系统项目	铜仁市三区八县 2443 个高清监控点、46 套卡口、703 个报警点以及各级指挥中心的建设及维护。	1.4	铜仁市公安局	华平股份	BOT

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 广东省慧眼工程 2013 年开始进入集中建设期

广东省 300 亿慧眼工程启动，2013-2015 年将是集中建设阶段。2012 年 6 月 14 日，广东省委政法委、省综治委出台《广东省社会治安视频监控系统建设三年规划（2012-2014 年）》，确定了今后三年工作的目标和任务。按照规划，未来三年内广东全省将再新增 96 万个一、二类社会治安视频图像采集点。其中一类图像采集点 9.6 万个；二类图像采集点 86.4 万个（包括新建改建），新建 2750 个高清治安卡口。根据目前跟踪的进展，项目去年真正开始启动，预计慧眼工程投资期主要集中在 2013-2015 年。

广州市未来三年的安防投资预计达 70 亿规模。广州市政府常务会议于 2013 年 6 月 22 日审议通过了《广州市社会治安与城市管理智能化视频系统建设规划(2013—2016 年)》，根据规划，2016 年前，广州市的城市管理和社会治安两大视频云服务平台将实现整合，从而实现城市重点目标监控覆盖率达到 80%以上。为此，市区两级财政将投入新建 1.6 万个及升级改造 1.37 万个高清一类视频图像采集点。同时，引导社会完成 17.3 万个二类视频图像采集点的建设任务。一类视频采集点主要是在公共区域，如城市主干道、城市出入口、重点治安区域等；二类采集点主要是在社区、企事业单位内部的视频，如小区内的视频监控。

广东安防市场集中度较高，千万级及以上规模项目的竞争主要在佳都科技与高新兴、金

鹏电子三家公司之间进行。公司是广东省安防市场的重要竞争者。从过往竞标情况来看，佳都科技、高新兴和金鹏电子是主要竞标及中标方。主要资金来源于分级财政，广东省内与广州市内的项目主要是以 BT/BOT 模式开展。

表 2：公司 2014 年以来的安防项目中标情况

中标时间	中标项目	金额（万元）
2014 年 1 月 3 日	智慧广州视频监控系统集成合作项目(标段 1)的公告	19525
2014 年 1 月 17 日	云浮市社会治安视频监控系统建设二期一阶段项目	2400
2014 年 6 月 10 日	克拉玛依市公安局城市高清视频监控及联网项目（标段 2）	4328
2014 年 7 月 8 日	广州市教育装备中心广州市市属学校新建 200 个高清视频图像采集点项目	1425
2014 年 10 月 9 日	广州市公安局番禺区社会治安类智能化高清视频系统	3228
2014 年 10 月 9 日	广州市公安局萝岗区社会治安与城市管理智能化视频系统建设	2902
2014 年 10 月 9 日	广州市公安局越秀区社会治安与城市管理智能化视频监控系统建设之 监控中心升级	1000
2014 年 10 月 9 日	增城市仙村镇派出所辖区治安视频监控系统租赁项目	777
2014 年 10 月 31 日	广州市公安局花都区社会治安与城市管理智能化视频系统治安监控	8600
2014 年 10 月 31 日	广州市公安局交通指挥中心及交通信号控制设备采购项目	1038
2014 年 10 月 31 日	广州市海珠区社会治安与城市管理智能化视频系统升级	830
2014 年 10 月 31 日	增城市人民政府永宁街道办事处治安视频监控系统租赁建设	338
2014 年 11 月 11 日	广东省公安厅 2014-50 平台建设项目	1398

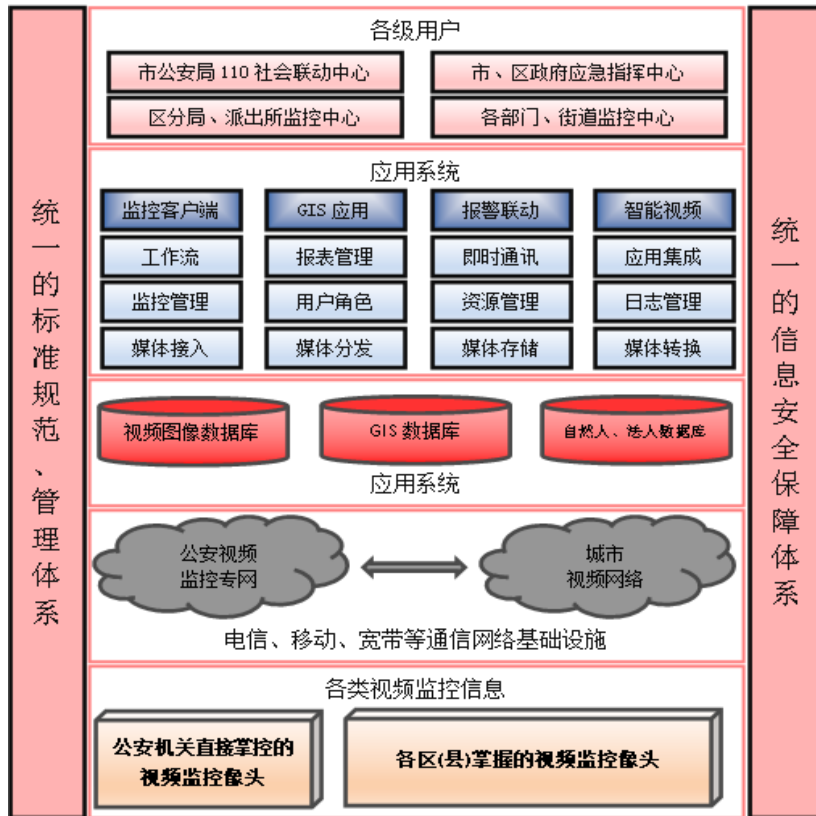
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（三）新一轮的安防竞争聚焦智能化运用，公司竞争力突出

公司以融合安防平台产品为切入点，为平安城市提供从硬件设备到智能化软件分析平台完整解决方案。平安城市的核心是城市报警与监控系统。一方面，要对海量的视频信息进行有效的开发利用，提高其智能分析水平；另一方面，要将几十万台摄像机联网，做到资源实时共享，这对系统的稳定系、可靠性都提高出了较高要求。在视频智能分析产品领域，公司和中山大学信息科学与技术学院联合建立和运营视频图像智能技术联合实验室，在人脸识别、检测技术(人脸图像采集、检测、预处理、特征提取、匹配识别等核心技术)、车牌、车标、车型识别技术，追踪侦测技术，基于大数据的图像处理和预警技术等领域分阶段开展联合研发，推出面向公安行业、金融行业及轨道交通行业的视频智能分析服务器、视频智能检索服务器、视频质量智能诊断服务器、视频智能管理服务器，其中视频智能分析服务器包含行为分析、车辆识别、人脸识别、地铁综合智能分析设备等 4 款型号。

公司在并行处理海量数据方面具有技术优势。基于电信运维时期的平台和数据框架积累，公司在并行处理海量数据方面拥有技术优势，由此可以看出公司与其他平安城市系统集成厂商的区别。从现有项目看，其他系统集成厂商（如华平、高新兴等）在平安城市的系统集成项目中，几乎没有自己的产品；而佳都的安防集成项目，一般是将硬件外包，而软件分析平台产品则采用自有产品，其背后是对其并处理多发数据能力的检验。

图 9：佳都科技融合安防平台总体架构



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 10：佳都科技安防平台总体架构

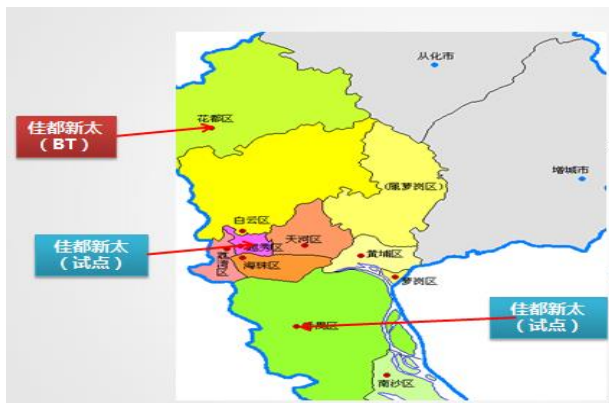


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（四）立足广东，放眼全国，有望获得更多市场份额

公司在广州市安防的市场份额有望达到 50%，广东省内市场份额有望达到 20%。公司在广东省内具有丰富的案例资源，拿到了广东省“慧眼工程”的开闸项目——花都区项目；建立了全亚洲规模最大、覆盖面最广的平安城市示范性项目——广州平安城市视频监控平台，涉及全市 12 个区、58 个局委、201 个监控中心、368 个中心接入点，管理了 26.8 万个监控点；是第 16 届广州亚运会开闭幕式海心沙安防管理系统的提供商；还为中国建设银行广东分行提供了智能报警联网监控系统。公司在广州市及广东省拥有强大的竞争优势和综合实力，有望在广州及广东省安防规划中斩获更多项目。

图 11：公司在广州各区县基本都有在建项目



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 12：广东省建行智能联网报警系统



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

以新疆为代表的异地扩张初显成效，预计明年拿下更多招标项目。2014 年来，新疆恐怖暴力事件不断。新疆反恐迫在眉睫，克拉玛依项目示范作用明显。为完善公司智慧城市业务的全国布局，提升公司智能安防及智能轨道交通业务的市场占有率，推动公司在重点区域市场的业务落地，佳都科技拟出资与乌鲁木齐健讯科技有限公司合资成立新疆佳都健讯科技有限公司，新设公司注册资本为 5,000 万，其中佳都科技出资 3,125 万元，健讯科技出资 1,875 万元人民币，双方将分别占新设公司股份总额的 62.5% 和 37.5%。公司 6 月 10 日中标新疆克拉玛依平安城市建设项目，承接克拉玛依公安局新建的 1500 个高清视频图像采集点及云计算视频监控平台建设，总金额 4328.99 万元。后续，公司在新疆克拉玛依、喀什等地区又陆续签订近 400 万元的项目合同。新疆安防招标主要集中在上半年，下半年进入确认验收阶段。佳都从今年开始进驻新疆市场，但错过了上半年的招标利好，在新疆的市场没有得到充分的施展。按照以往惯例，新疆安防是按照各县分开招标的，明年一季度将又是招标的高峰期。初步估计明年新疆安防业务将达到两三亿。

以平台产品切入，中植系入股有望推动异地扩张再上一个新台阶。最近几年，公司在华

南区通过建立区域优势拓展市场，成为具有核心产品的项目总承包商/产品供应商；另一方面，公司通过与电信运营商、区域系统项目总包方等合作的方式拓展全国市场。目前公司的安防业务已经拓展到新疆、山东、广西、黑龙江、贵州等地。以中融信托为例，中植集团旗下的中融信托主要有地产信托、政府信托等业务，伴随着地产业的预期低迷，中融信托将更多的业务转向到与全国各地的地方政府合作。佳都科技的智慧城市业务也大多通过 BT 等模式承接地方政府的项目。中植集团多年的经营积累或将对佳都科技全国业务布局和落地带来帮助。

三、智能轨交综合实力或将跃居上市公司第一位

（一）各地进入轨交机电设备建设高峰

全国地铁规划显示轨交行业未来投资规模巨大。据中国铁路网统计，2014 年，中国共有 16 个省（直辖市）、22 个城市开通了地铁。而目前在建地铁的城市包括了哈尔滨、长沙、郑州、福州、昆明、南昌、合肥、南宁、贵阳 11 个省会城市，以及东莞、无锡、青岛、大连等 5 个二三线城市，地铁都正在紧张地施工中，其中有部分城市的地铁将在近一两年开通。此外，石家庄、太原、济南、乌鲁木齐、兰州等 5 个省会（首府）已上报了地铁修建计划，正在等待批复。而已有地铁的城市中，北京、沈阳等 10 个城市均已提出了扩建计划。截止到 2013 年 5 月，全国运营的轨道交通总里程达到 2518.6 公里，在建轨道交通里程有 2975.58 公里。多个城市的轨道交通建设正在进行中，规划里程达 14678.84 公里。投资规模保持每年几千亿的投入，并呈现持续增长的态势。

广东省及广州市过去十年地铁建设达 5000 亿。广东省近十年轨道交通建设规划里程 800 多公里，投资约 5000 亿元。与全国其他省市一样，广州市地铁近年也进入了机电投资高峰期间。广州地铁目前运营 9 条地铁，共计 260 公里。9 条线路涉及总投资约 1013 亿元，平均每条线路 100 余亿。截至 2014 年 9 月底累计完成 953 亿元，部分线路尾工工程正在抓紧推进。

广东省及广州市地铁建设提速，未来 10 年拟新建 15 条线路。目前广州在建地铁线路共 11 条（段），也是 260 公里，在建 11 条线路计划于 2016、2017 年左右陆续建成，涉及总投资 1407 亿元，截至 2014 年 9 月累计完成投资 308 亿元。届时，广州地铁总里程将超过 500 公里，线路遍及增城、从化等广州市十二个区和县级市，日均客流超过 1000 万。根据发改委资料，其中进度最快的是广佛线西朗至沥滘段，土建工程累计完成 78%。最慢的十四号线一期土建工程才完成 2%。进度在 10% 以下的线路达到了 5 个。而这些线路计划要于 2017 年底前完成，未来两年地铁建设需要加速。广州另有地铁十一号线全长 42.4 公里，投资估算 414.72 亿元。2015 年至 2025 年间，广州拟继续新建 15 条、339 公里的地铁线路(以国家批复为准)。作为全国第三大城市，广州的交通路网每年都在不断的扩建完善中。计划到 2040 年，广州地铁将实现全城范围的高覆盖。地铁轨网由 20 条城市线、1 条旅客自动输送系统、1 条联络快线和 11 条城际线组成，轨网总里程为 1041 公里，其中城市线里程为 761 公里。

表 3：广州地铁进入机电设备投资高峰

序号	线路名称	起终点	长度（公里）	车站（座）	开通时间（含分段开通）
1	六号线二期	长湓-香雪	17.6	10	2015 年（预计）

2	七号线一期	广州南站-大学城南	18.6	9	2015 年（预计）
3	八号线	凤凰新村-文化公园	1.8	2	2016 年（预计）
4	九号线一期	飞鹅岭-高增	20.1	10	2016 年（预计）
5	八号线北延段	文化公园-白云湖	16.1	15	2016 年（预计）
6	十三号线首期	鱼珠-象颈岭	27	11	2016 年（预计）
7	十四号线首期	嘉禾望岗-街口	54.1	13	2016 年（预计）
8	二十一号线	员村-增城广场	60.9	20	2016 年（预计）
9	四号线南延段	金州-南沙客运港	12.6	6	2016 年（预计）
10	知识城线	新和-镇龙	21.8	8	2016 年（预计）
11	广佛线后通段	西朗-沥滘	11.6	7	2016 年（预计）
合计			262.2	112	

资料来源：新闻媒体，中国银河证券研究部

全国城际铁路规划建设提速。铁道部《中长期铁路网规划》规划调整方案中，以我国京津冀地区、长三角地区、珠三角地区城市群为依托所做的区域城际轨道交通布局，共规划线路 15 条，路网长度总计 1659 公里，投资规模约 1373 亿元。2007 年方案调整，在已批准的规划基础之上，又新增城际轨道网络规划线路 18 条，新增加建设里程 3887 公里，新增加投资规模 2357.2 亿元。现在的城际轨道交通规划布局，分布已不仅仅在经济发达的京津冀、长三角、珠三角三大经济区，已经遍布东、中、西七大经济区域。按照现在的规划，到 2020 年前全国城际轨道交通建设的总规模将达到 5546 公里，投资规模约 4000 亿元以上，如果再加上进行研究后再建设的规划，总规模接近 7200 公里，投资规模 5600 亿元以上。

珠三角和长三角都完成了首期的规划目标，城轨建设达到总里程的一半以上。京津冀地区也在积极谋筹谋划承秦、石黄铁路和沧州至黄骅新城城际铁路。环渤海各地将构筑陆路交通网络，加快城际快速轨道建设和区域内高速铁路干线建设。根据各城市地铁规划情况，我们预计到 2015 年我国城市轨道交通总里程有望达到 3700 公里，2014-2015 年年均增加 500 公里左右。

根据中国城市轨道交通协会统计分析报告，截止到 2013 年末，全国 19 个城市共开通城市轨道交通运营里程 2746 公里，其中地铁占据总里程数的 75%。据阿尔斯通相关资料显示，截至 2020 年，中国将有 33 个城市配套 177 条地铁线路，轨道交通市场将建成 7395 公里地铁线。

（二）轨交信息化行业快速发展

轨交信息化行业快速增长。前瞻产业研究院发布的《2013-2017 年中国铁路信息化行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》显示，2008 年我国城市轨道交通信息化系统市场规模仅为 31 亿元，增长率为 12.73%；到 2010 年，我国城市轨道交通信息化系统市场规模已达 45 亿；到 2012 年，市场规模已达 65 亿，增长率为 23.19%；2013 年我国轨道交通信息化系统市场规模已达 81 亿，预计 2014 年将有可能达百亿规模。在中国地产增速放缓的大背景下，以高铁和轨道交通为代表的中国拳头产品将迎来发展的春天。

图 13：2009-2014 年中国轨交信息化市场规模（亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究部

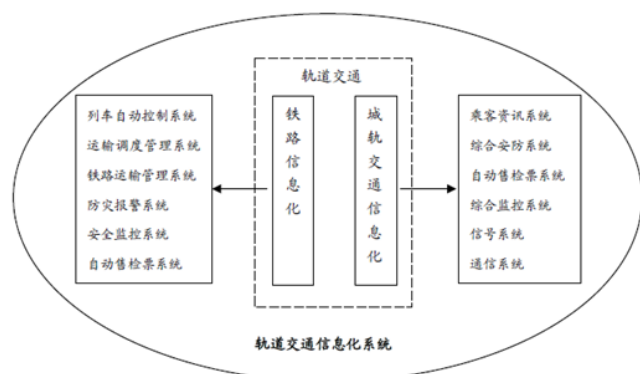
图 14：2009-2014 中国轨交信息化子系统市场结构（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究部

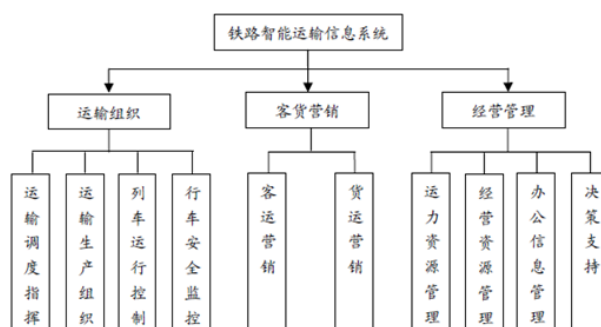
从市场细分来看，2014 年信号系统和综合监控系统仍是比重最大的子系统。我国城市轨道交通信息化系统是由 6 个子系统组成，分别是：信号系统、综合监控系统、自动售检票系统、综合安防系统、通信系统、乘客资讯系统。从近五年来子系统的比重变化趋势来看，前瞻预测，2014 年以上 6 个子系统的市场规模分别为 26.5 亿元、23 亿元、16.3 亿元、13 亿元、11 亿元、10 亿元。

图 15：轨交信息化系统概述



资料来源：中国银河证券研究部

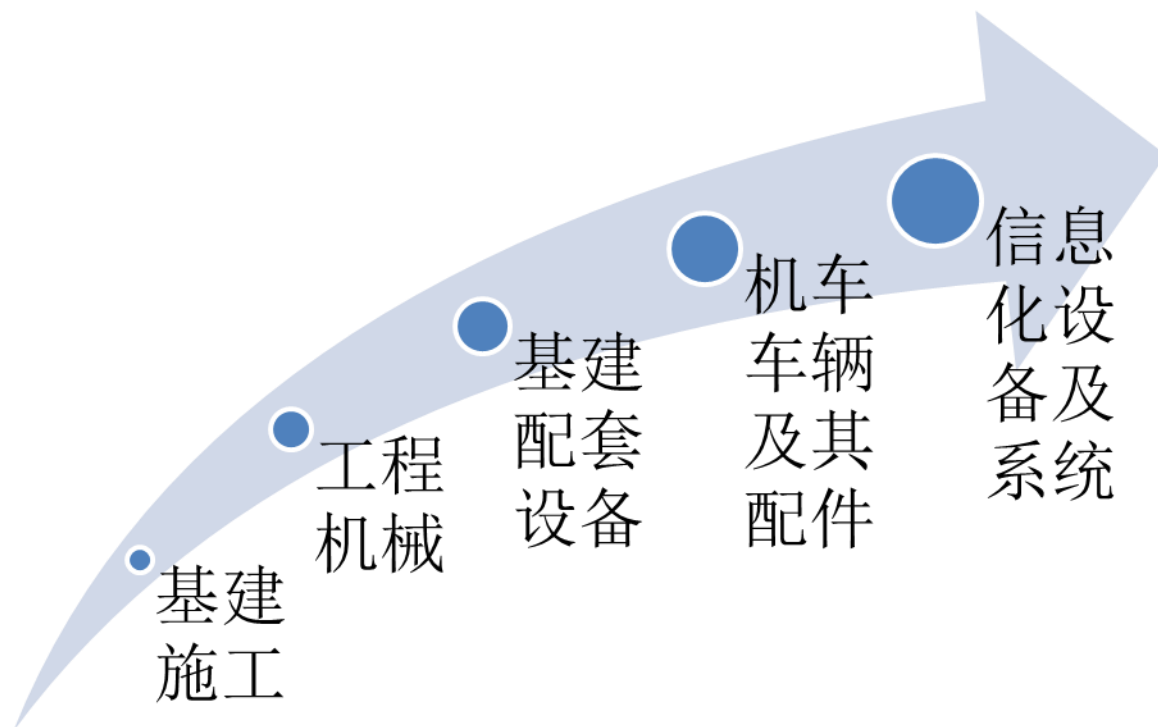
图 16：铁路信息化系统概述



资料来源：铁路长期规划，中国银河证券研究部

对轨交铁路产业链受益程度分析发现轨交铁路信息化略显滞后，目前布局正当时。按照时间顺序，产业链上依次受益的是基建施工、工程机械、基建配套设备、机车车辆及其配件，以及信息化设备及系统。基建一般需要 2-3 年，相对而言信息化是最后一步，因此轨交铁路信息化与铁路和轨交的投资相比有些滞后，未来几年将是轨交信息化的高速发展期，投资正当时。

图 17：轨交铁路产业链受益程度



资料来源：新闻媒体，中国银河证券研究部

地铁建设区域割据情况较为明显，国务院要求国产化率高于 70%。北京、上海和广州等不同地区均有相对拥有竞争实力的厂商，而本地的轨道交通项目通常更青睐于具有当地项目经验和实施能力的厂商。另外，国务院规定城市轨道交通国产化率必须高于 70%，地方政府强化本地轨道交通建设对产业的带动作用（联合体方式进入二线城市市场），外资厂商处于竞争劣势。从竞争格局来看，各主要竞争主体在各子系统拥有相对优势，没有一家企业在整个城轨信息化行业取得全面竞争优势。总体来看，各主要竞争厂商市场地位差距不明显，但依托具有庞大根据地市场的厂商外拓叠加效应明显。

（三）轨交信息化业务未来几年有望爆发式增长

地铁建设存在两种模式。一种是大总包，由中铁、中铁建承包后将弱电项目分包；一种是由本地厂商与一些产品厂商合作组合成联合体投标。凭借丰富的产品线，佳都联合广州地铁等十家单位发起成立“广东轨道交通产业技术创新联盟”，着力发展地铁经济，通过组团式发展，共享市场资源，带动广东轨道交通产业实现立足广州，面向全国形成一条轨道交通产业链。

公司具有丰富产品线与成功案例，在广州市场份额达到 60% 以上。佳都科技是国内唯一一家同时掌握自动售检票系统（AFC）、屏蔽门系统（PSD）、综合监控系统（ISCS）核心技术和应用业绩的企业。2004 年就承接广州地铁四号线 AFC 项目，进军智能化轨道交通业务；2009 年，中标珠江三角洲城际轨道交通广佛线 ISCS、PSD 项目，业务由 AFC 领域拓展到 AFC、ISCS、PSD 三大系统产品；2011 年，中标广州地铁六号线三大系统 3 个亿大单，开创在一条

线路同时中标三大系统的先河。2008-2012 年按照广州地铁中标线路统计, 公司的 AFC 产品份额在 50%, ISCS 产品份额为 75%, PSD 产品份额为 40%。近期, 公司先后中标广州地铁九号线一期、十三号线首期自动售检票系统, 广州地铁四号线南延段、九号线一期工程综合监控系统, 东莞至惠州城际轨道交通、广州地铁七号线一期、十三号线首期、九号线一期、四号线南延段屏蔽门系统等多个项目, 进一步巩固了华南地区市场地位。

表 4: 佳都科技在广州地铁的三大产品具有较大优势

	北京	上海	广州	深圳	其他	外资
自动售检票系统	中国软件	华虹计通	佳都科技	高新现代	南京熊猫	三星数据
	方正国际				众合轨道	
	和利时(退)				国电南瑞	
综合监控系统	同方股份	宝信软件	佳都科技	达实智能	天津凯发	-
					浙大中控	
月台屏蔽门系统	-	上海电气	佳都科技	方大集团	南京康尼	松下电工
					重庆川仪	西屋
						法维莱

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

表 5: 2008-2012 年广州地铁市场中标情况一览

城市	线路名	中标公司	中标日期
AFC	3 号线北延线	广州新科佳都科技有限公司	2008 年 5 月
	广佛线	三星数据系统(中国)有限公司	2008 年 5 月
	珠江新城 APM	三星数据系统(中国)有限公司	2009 年 3 月
	6 号线一期	广州新科佳都科技有限公司	2011 年 12 月
ISCS	广佛线	广州新科佳都科技有限公司	2009 年 3 月
	广佛线二期	广州新科佳都科技有限公司	2012 年 11 月
	珠江新城 APM	南京南瑞集团公司	2009 年 6 月
	6 号线一期	广州新科佳都科技有限公司	2011 年 11 月
PSD	2 号线延长线	松下电工(中国)有限公司	2008 年 1 月
	3 号线北延线	松下电工(中国)有限公司	2009 年 1 月
	8 号线延长线	松下电工(中国)有限公司	2008 年 1 月
	广佛线	广州新科佳都科技有限公司	2009 年 3 月
	6 号线一期	广州新科佳都科技有限公司	2011 年 10 月

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

立足华南，面向全国，未来几年轨交信息化业务有望爆发式增长。借助公司的产品优势，公司一方面依托广州地铁的项目建设经验和广东轨道交通产业技术创新联盟的市场资源共享，实现深耕广州、立足华南、面向全国的市场目标；另一方面，深入挖掘客户需求，为客户提供多样化的产品、服务和解决方案。在广州市及广东省未来的地铁项目中，公司有望进一步提高市场份额。同时，公司省外业务已在多省取得突破，智能化轨道交通开始走向全国。公司自重组转型轨交业务以来，已经收到近5亿元的轨交业务订单，详见下表。

表 6：佳都科技自 2013 年底到 2014 年 11 月 20 日的轨交中标情况

中标时间	中标项目	报价金额（万元）	项目类型
2013 年 9 月 30 日	青岛市地铁 3 号线一期工程安全门项目	6598	轨交屏蔽门
2014 年 1 月 10 日	广州线网屏蔽门维保项目 I 标段的公告	5035	轨交屏蔽门
2014 年 9 月 24 日	东莞至惠州城际轨道交通项目重要自购物资屏蔽门/安全门系统设备	6188	轨交屏蔽门
2014 年 10 月 27 日	广州市轨道交通七号线一期、十三号线首期、九号线一期、四号线南延段屏蔽门设备采购（包安装）项目	11803	轨交屏蔽门
2014 年 10 月 28 日	广州市轨道交通四号线南延段、九号线一期工程综合监控系统	9022	轨交综合监控
2014 年 11 月 20 日	广州轨交九号线一期、十三号线首期自动售检票系统采购项目	8929	轨交自动售票

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

四、战略卡位 RCS，未来想象空间大

（一）RCS 实现全新用户体验

RCS 是“Rich Communication Suite”的缩写，是一种基于增强的手机本地地址本的、集语音、消息、视频、内容共享等多种通信方式及功能为一体的融合通信服务。

RCS 为用户提供了一种操作简单、使用方便、界面友好、功能丰富的全新用户体验。RCS 省去了以往应用需要用户下载安装应用客户端的繁琐操作，并且以手机本地地址本作为统一入口，方便用户便捷的触发语音、消息、内容共享等各种功能，其中，丰富的语音功能允许用户与对方通话的过程中进行视频或者图片的实时共享，增强型的消息类功能为用户提供了优化的会话体验，并且通过对话视图方式展示消息交互。

RCS 的愿景是构建全球移动用户社区，面向不同国家、不同运营商用户提供服务，并且通过产业联盟实现不同国家、不同运营商用户间的互联互通。满足用户的国际化需求，方便不同运营商用户间进行自由沟通，在提高用户的 ARPU 值的同时也增加了用户的粘性。

图 18：RCS 客户端功能示范



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

（二）RCS 前景广阔

RCS 出现的背景在于互联网社交服务的发展给电信业带来巨大挑战。互联网对电信业务的替代作用加剧，如 Skype 注册用户已经达到 5.21 亿，用户规模超过世界上所有的运营商；互联网以软件客户端为平台，拓展出巨大市场空间，如腾讯以 QQ 软件作为平台，拓展出游戏、电子商务、SNS 等多种应用，在线用户最高达到 1.18 亿，市值突破 400 亿美元。移动互联网用户通过纯数据通道接入互联网（语音、即时消息等）业务，加剧了运营商管道化，促使运营商寻求新的管道模式，增加用户 APRU 值。

“RCS（富通信）”为运营商应对互联网挑战提供了机遇。目前互联网上各种社交软件由不同 SP 提供和开发，用户使用时需要分别注册，不同社交软件之间很难实现互联互通。另外随着移动互联网的发展，互联网 SP、终端厂商也纷纷推出基于手机的社交软件，但未能与手机终端进行充分集成和融合，用户与好友之间的语音通信，基本都是转到手机通讯录通过电信网完成。RCS 则直接基于手机通讯录，在此基础上直接扩展语音、视频、即时消息、文件传送等通信服务，并以全球 50 多亿移动用户为基础，基于全球互连性和互操作性可以构建一个最庞大的“社交网络”，增强用户黏性，以应对 MSN 等互联网即时通信平台业务、社交网络等的竞争。

国内 RCS 产品定价选择较少，盈利能力为时尚早，中国移动短期内面临割肉风险。目前主流的盈利模式包括：全免模式、OTT 流量模式、MMS 模式和 Freemium 模式，面对互联网 OTT 产品的既有免费业务来说，就融合通信业务进行额外收费在获取用户上存在天然的瓶颈。

同时，在前期用户和平台尚未形成规模的发展阶段而言，对用户的增值服务也为时尚早。因此运营商前向收费模式在产品运营前期基本不考虑盈利，需要结合 4G 数据业务进行捆绑或补贴进行推广，同时面临传统短信业务的流量结算，能否用数据业务的快速增长填补传统短信业务损失是决定融合通信服务对中国移动利润影响的关键。

中移动年初发布 RCS 白皮书，提出 2015 年全面商用 RCS。融合通信服务具备一定基础后，结合通讯录为基础构建的社交与信息网络，后向收费模式将成为融合通信业务收入的巨大补充，公众服务号、企业客服热线等将会搭建数据业务新的增长点，RCS 有可能取得成功。在年初 GTI 峰会上，中国移动发布了 RCS 白皮书。中移动 CEO 李跃表示，希望该白皮书把三新植根到手机芯片当中，令所有运营商能够互联互通合作。计划 2014 年底实现 RCS 的试用，2015 年全面商用 RCS。

（三）公司与高通合作短期业绩贡献不大，但战略卡位重要

佳都科技作为美国高通公司 Snapdragon 系列平台 RCS 总体解决方案目前在中国大陆是唯一合作方。佳都科技近日宣布，公司与 QUALCOMM TECHNOLOGIES, INC.（美国高通公司）签署 Rich Communication Services（富媒体融合通信，简称 RCS）软件解决方案的《商业软件许可和发布协议》。协议的签署标志公司将携手美国高通公司共同推进 RCS 产业链的发展，为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商提供 RCS 产品整体服务，并为 RCS 产业链上的通信运营商、手机终端厂商等的后续商业化的推广奠定良好基础，将对公司未来的经营业绩产生积极影响。

目前看来短期对业绩贡献不大，战略卡位非常重要。公司能与高通独家合作彰显公司技术实力。如果 RCS 路线能成功，将有助于运营商重新掌握用户入口。韩国在 RCS 方面走得相对较快的原因就是和 OTT 进行竞争。OTT 不但影响到了传统的短消息业务，而且像 Kakaotalk，包括中国的微信，日本的 Line，类似的 OTT 的 IM 业务都相继推出了自己 VOIP。短期来看主要收入还是靠高通，长期来看如果 RCS 路线成功则公司有望像神州泰岳一样介入运营环节。

五、盈利预测与投资建议

公司在广东地区的影响力毋庸置疑，技术实力正不断得到认可。与中植系的合作使公司的全国拿单能力大幅提高，同时将成为智慧城市商业模式创新的引领者。公司智能轨交业务也从广东走向全国，综合实力将跃居上市公司第一位。未来，预计公司也将加快外延扩张步伐，同时，通过智慧城市项目在全国快速圈地树立领先地位也为数据运营、智慧城市运营奠定基础。

公司 13 年完成重组，14 年是发展的分水岭，未来几年将持续高成长。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25、0.50 和 0.75 元，3 年 CAGR 超过 60%。首次覆盖，给予“推荐”评级，6 个月合理估值 22.5 元，对应 2015 年 PE 为 45 倍，PEG 为 0.75。中长期来看，我们认为，公司的智慧城市板块市值可以类比易华录，而智能轨交市值应当超越辉煌科技，再加上传统业务，市值存在翻倍空间！

表 7：公司盈利预测

项目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	2, 115	2, 497	3, 314	4, 272
减：营业成本	1, 784	2, 051	2, 637	3, 344
营业税金及附加	5	12	17	21
销售费用	151	180	232	291
管理费用	99	140	172	214
财务费用	14	10	5	2
资产减值损失	5	0	0	0
加：投资收益	4	0	0	0
二、营业利润	62	104	251	401
加：营业外收支净额	40	41	41	42
三、利润总额	102	145	292	442
减：所得税费用	4	22	44	66
四、净利润	98	123	248	376
归属于母公司的利润	91	123	248	376
五、基本每股收益（元）	0.18	0.25	0.50	0.75

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 重庆中新荣鑫投资中心（有限合伙）股权结构	3
图 2: 中植集团资本图谱（2013 年数据）	4
图 3: 商业模式创新模型 A	5
图 4: 商业模式创新模型 B	5
图 5: PPP 模式的一般形式	6
图 6: 安防行业发展趋势	7
图 7: 项目总包方地位提升	7
图 8: 城市智能监控平台示意图	8
图 9: 佳都科技融合安防平台总体架构	11
图 10: 佳都科技安防平台总体架构	11
图 11: 公司在广州各区县基本都有在建项目	12
图 12: 广东省建行智能联网报警系统	12
图 13: 2009-2014 年中国轨交信息化市场规模（亿元，%）	15
图 14: 2009-2014 中国轨交信息化子系统市场结构（亿元）	15
图 15: 轨交信息化系统概述	15
图 16: 铁路信息化系统概述	15
图 17: 轨交铁路产业链产业链受益程度	15
图 18: RCS 客户端功能示范	18

表格目录

表 1: 2012 至今平安城市项目一览	8
表 2: 公司 2014 年以来的安防项目中标情况	10
表 3: 广州地铁进入机电设备投资高峰	13
表 4: 佳都科技在广州地铁的三大产品具有较大优势	17
表 5: 2008-2012 年广州地铁市场中标情况一览	17
表 6: 佳都科技自 2013 年底到 2014 年 11 月 20 日的轨交中标情况	18
表 7: 公司盈利预测	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

沈海兵，吴砚靖，计算机行业证券分析师。2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn