

佳都科技 (600728.SH) 计算机行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

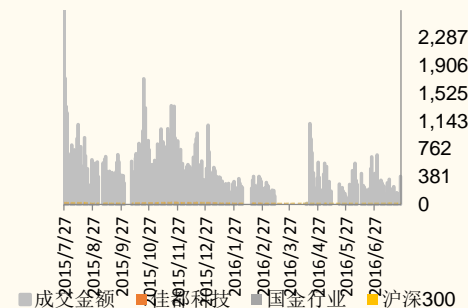
市场价格(人民币): 9.87元
目标价格(人民币): 13.00-15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,041.83
总市值(百万元)	15,096.90
年内股价最高最低(元)	41.52/7.81
沪深300指数	3230.89
上证指数	3015.83

成交金额(百万元)



轨交信息化持续高增长，视频大数据拓展成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.230	0.341	0.165	0.295	0.385
每股净资产(元)	2.40	2.80	3.31	4.21	5.39
每股经营性现金流(元)	-0.06	0.40	0.44	0.64	0.78
市盈率(倍)	55.54	109.37	57.60	32.34	24.74
行业优化市盈率(倍)	72.48	177.05	138.50	138.50	138.50
净利润增长率(%)	26.27%	48.36%	48.57%	78.09%	30.71%
净资产收益率(%)	9.57%	12.16%	15.30%	21.42%	21.87%
总股本(百万股)	499.77	499.77	1,529.57	1,529.57	1,529.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **轨交信息化行业高增长与公司市占率提升实现共振。**从十三五规划轨交投资额来看，相比十二五增长超过 250%，预计投资额达 3.6 万亿，其中轨交信息化占 5-8%，轨交信息化平均年投资额将达 360-570 亿。公司深耕广东市场多年，在全省尤其是广州地区轨交占据较大市场份额，将直接受益于广深佛莞未来十年共计近 5000 亿元的轨交建设投资。同时公司在收购华之源后，成为国内唯一一家具有四大智能化轨道交通系统自有核心技术产品和项目经验的厂商，在为客户提供智能轨交解决方案和服务方面相比业内其他企业更具优势，市场竞争力将进一步增强。BT 总包大单显示公司竞争力，市占率有望逐步提升，业务将保持持续高增长。

■ **聚焦智能安防，分享行业成长红利。**智慧城市加速为智能安防行业带来新一轮景气周期。公司重点布局公安、交通、金融领域，凭借技术实力和开拓能力在华南地区安防市场处于领导地位，将充分享受行业成长红利。尤其是当前安防行业洗牌加速，公司作为业内领先的平安城市解决方案与智能监控系统提供商，具备良好的上游资源整合能力及安防平台软件研发能力，有望在行业变革中脱颖而出。

■ **人脸识别风起，产学研结合占据技术优势，卡位关键入口。**当前人脸识别技术上的障碍已经消除，达到广泛应用临界点，市场空间巨大。公司通过战略合作中大信科院、参股云从等一系列举措积极开展产学研合作，智能化技术和产品处于国内领先水平。同时公司深耕轨交、安防、金融领域多年，直接卡位人脸识别关键应用入口，市场优势明显。

投资建议与估值

■ 根据公司的主营业务和战略规划的发展前景，我们预计 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 0.17 元，0.29 元，0.38 元。对应 PE 分别为 56 倍、32 倍、25 倍，考虑到轨交信息化行业快速增长，公司华南地区市场领导地位，以及不断革新智能化技术和产品，给予公司“买入”评级。

风险

■ 安防轨交建设投资放缓；全国业务拓展不达预期；人脸识别应用不达预期。

宁远贵

联系人
(8621)61038200
ningyuanguai@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weilil@gjzq.com.cn

内容目录

一、佳都科技：国内领先的智慧城市运营商	4
二、轨交信息化行业高增长与公司市占率提升实现共振	6
2.1 诸多优势助推轨交成公共交通主力军	6
2.2 迎来十三五轨交建设高峰，分享两千亿轨交信息化盛宴	7
2.3 公司腹地成轨交建设重点区域，确定性高增长可期	8
2.4 产业链梳理，看好产品线齐全、有资金实力与品牌影响力标的	9
2.5 BT 总包大单显公司竞争力，市占率有望逐步提升	12
三、聚焦智能安防，分享行业成长红利	12
3.1 智慧城市建设加速。	12
3.2 安防视频监控产业需求旺盛。	13
3.3 行业集中度逐渐提升，看好拥有智能视频监控与能够提供整体解决方案厂商。	15
四、图像识别 2.0 时代来临，积极布局抢占先机	17
4.1 技术突破迎来人脸识别 2.0 时代，应用拓展带来近千亿市场	17
4.2 产学研结合占据技术优势，卡位人脸识别关键入口	19
盈利预测与估值	20
盈利预测	20
估值	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：主营业务构成	4
图表 2：营销网络辐射全国	4
图表 3：股权结构（15 年年报）	4
图表 4：营业收入及增速	5
图表 5：净利润及增速	5
图表 6：营业收入结构（2015 年）	5
图表 7：毛利结构（2015 年）	5
图表 8：佳都科技业务布局	6
图表 9：轨道交通更加环保、快速、大运载量	6
图表 10：我国轨道交通建设仍较落后	7
图表 11：十三五期间全国轨道交通规划情况（公里）	7
图表 12：十三五轨交建设进入高峰期	8
图表 13：十三五期间年平均轨交信息化投入大幅增加	8
图表 14：城轨投资持续较快增长（亿元）	8
图表 15：广东轨交迎来建设高峰期	9

图表 16: 智能轨交行业呈现“割据化”竞争格局.....	10
图表 17: 轨交信息化各子系统占比.....	10
图表 18: 强强联合, 覆盖四大智能化轨道交通系统.....	11
图表 19: 公司智能轨交项目(已公告部分中标项目).....	11
图表 20: 近期社会治安防控得到政策大力支持.....	12
图表 21: 国内安防市场呈高增长态势(亿元).....	13
图表 22: 智能安防产业链.....	13
图表 23: 安防视频监控产值最大(亿元).....	14
图表 24: 安防视频监控市场快速增长.....	14
图表 25: 视频监控应用领域广泛.....	14
图表 26: 公司频接大单(万元).....	15
图表 27: 2014 年国内视频监控市场品牌份额.....	16
图表 28: 盈利能力下滑(取 20 家上市视频监控企业均值).....	16
图表 29: 行业集中度逐渐提升.....	16
图表 30: 视频监控智能运维管理平台.....	17
图表 31: 地铁视频监控和指挥调度平台解决方案.....	17
图表 32: 人脸识别工作流程及产业链.....	18
图表 33: 人脸识别传统应用市场规模(亿元).....	18
图表 34: 人脸识别准确率在技术上已能超过肉眼识别.....	19
图表 35: 人脸识别应用领域广泛.....	19
图表 36: 云从人脸识别应用案例.....	20
图表 37: 公司分业务营业收入和营业成本预测表.....	21

一、佳都科技：国内领先的智慧城市运营商

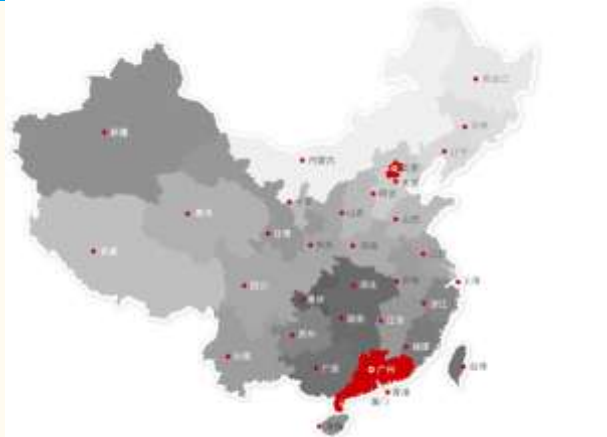
- 佳都科技成立于 1986 年，属于国家火炬计划重点高新技术企业和国家规划布局内重点软件企业，是国内领先的智慧城市产品及解决方案提供商，业务覆盖智能安防、智能轨道交通、通信增值、IT 综合服务。其中智能安防、智能轨道交通是公司重点布局的领域：公司智能安防产品贯穿整个平安城市解决方案，包括自主品牌硬件（前端及存储）、融合平台（联网、实战、运维）、智能设备，在亚运会等重大安保项目中得到广泛应用；智能轨道交通产品线较齐全已拥有：自动售检票、屏蔽门、通信系统（含视频监控子系统）、综合监控四大产品。当前公司已在全国 20 多个省/市设立办事机构，为政府、交通、金融、电信等行业客户提供集产品研发、项目实施和售后运维相结合的专业一站式综合服务。

图表 1：主营业务构成



来源：国金证券研究所

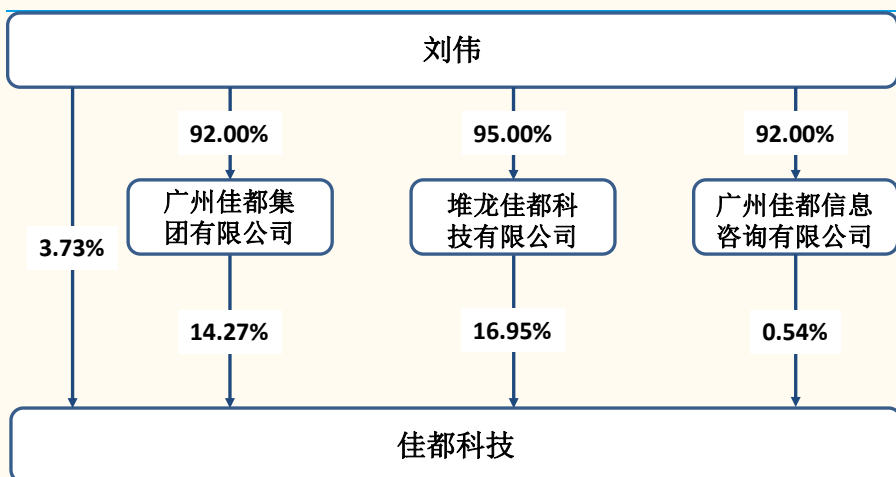
图表 2：营销网络辐射全国



来源：公司公告，国金证券研究所

- 截止 15 年报，董事长刘伟直接持有公司 3.73% 的股权，并通过堆龙佳都、佳都集团、佳都信息咨询间接持有公司 31.76% 的股权，是公司的实际控制人。今年以来增发与股权激励以后截止一季报，董事长刘伟直接持有 4.35%，通过堆龙佳都、佳都集团分别间接持有 14.4% 与 10.93%。

图表 3：股权结构（15 年年报）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司业绩持续增长，智能轨交与智能安防尤为亮眼。13 年公司通过收购新科佳都和佳众联进一步加强智能化轨道交通、智能化产品集成及运维管理业务，受并表影响，公司营收与净利润增幅较大，分别为 192.34% 和 87.49%。14 年公司实现营业收入 22.65 亿元、净利润 1.22 亿元，同比增

长 7.06%和 24.97%，其中智能安防、智能轨交已成为拉动公司业绩增长的主要力量，14 年增长率分别高达 57.34%和 44.72%。未来随着广东省乃至全国安防轨交市场需求的提升，公司智能安防、智能轨交两大核心业务仍将保持高速增长，从而拉动公司业绩快速增长。

- 15 年轨交业务实现 185%增长，我们认为随着十三五轨交建设高峰到来，未来几年该业务有望将继续快速增长。

图表 4：营业收入及增速



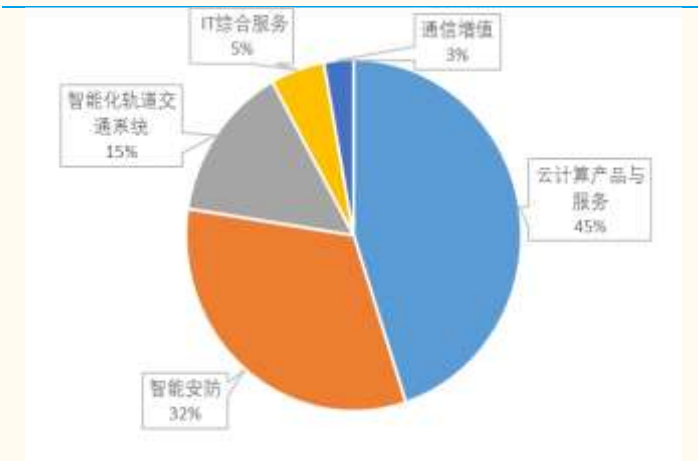
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：净利润及增速



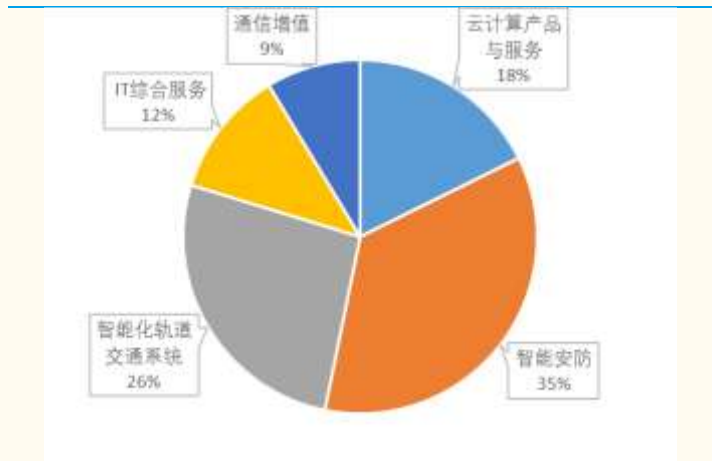
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：营业收入结构 (2015 年)



来源：公司公告，国金证券研究所

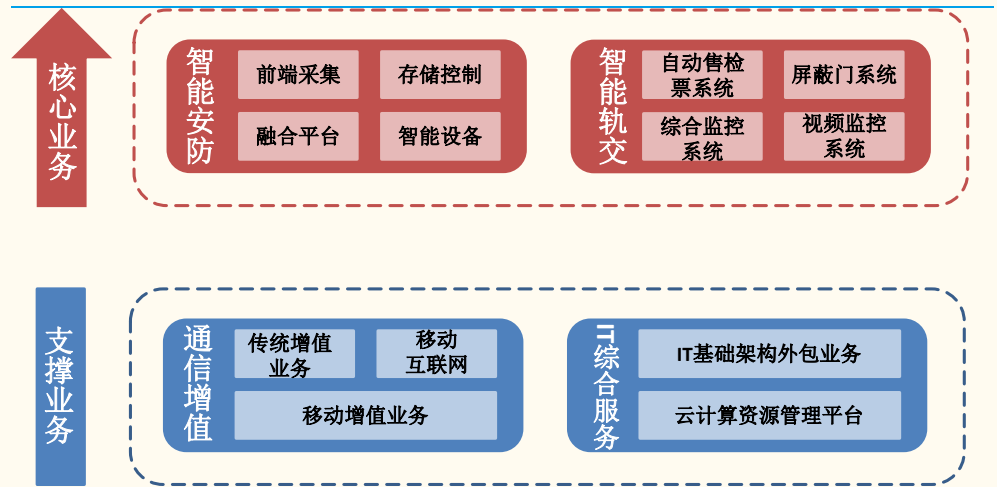
图表 7：毛利结构 (2015 年)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **安防轨交双轮驱动业务布局成形，跨越式发展将至。**公司早期以通信增值、呼叫中心以及软件外包服务为主，深耕电信行业二十多年，具备较强的软件开发能力；2008 年起，佳都集团控股公司，通过收购兼并与自身在产品 & 市场方面具互补性的厂商：2013 年 6 月收购新科佳都加强在智能化轨道交通领域技术和市场方面的实力，2015 年 10 月收购华之源拓展智能轨道交通产品线。通过一系列整合公司逐步形成以通信增值和 IT 综合服务业务为支撑、以智能安防和智能轨道交通为核心动力的业务格局，成功打造为国内领先的智慧城市产品及解决方案提供商。根据公司 3*3 战略规划，佳都科技目前已完成对智能化业务的初步整合，安防轨交两大高增长业务市场已经打开，接下来将以广州、广东市场为根据地，建立并完善全国范围内整体市场营销体系，未来几年公司实现跨越式发展可期。

图表 8：佳都科技业务布局



来源：国金证券研究所

二、轨交信息化行业高增长与公司市占率提升实现共振

2.1 诸多优势助推轨交成公共交通主力军

- 随着我国城镇化建设的深入，城市人口和乘用车数量激增，道路拥挤、车辆堵塞等问题普遍存在。一方面，相比出租车和传统公交方式，轨道交通以其更加环保、快速、大运载量的特点使其成为国内各大城市公共交通的首要选择。另一方面，国家“稳增长”的要求也使得大型基建项目，尤其是存在巨大刚需的轨道交通项目建设加速。所以不管从需求层面还是从稳增长角度来看，未来加大轨交投资力度一定是大势所趋。

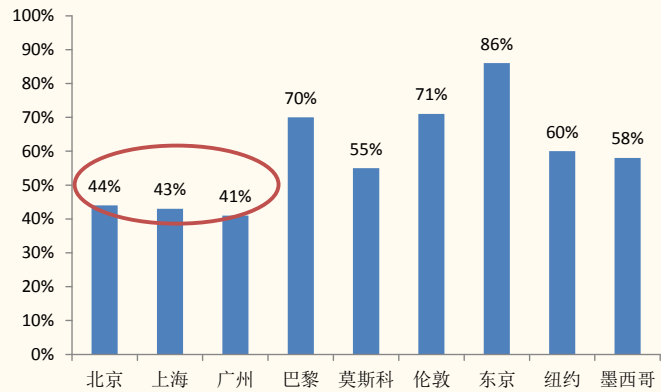
图表 9：轨道交通更加环保、快速、大运载量

比较项目交通工具	综合运送速度 (公里/小时)	高峰单向运送能力 (万人次/每小时)	乘车适宜时间 (分钟)	能量消耗 (千卡/公里)
公共汽车	14-16	0.5-0.9	8-30	180-216
有轨电车	14-18	1.0-1.5	8-30	135
地下铁道	35-45	4.0-6.0	10-60	80-93
轻轨交通	25-35	2.0-3.0	10-50	—
单轨列车	35	大于1.0	129	—
市郊铁路	60	4.0-8.0	58-70	—
小汽车	40	小于0.8	721-831	9.04

来源：公开资料，国金证券研究所

- 参照国外大城市成熟的轨道交通体系，巴黎、莫斯科、伦敦、东京、纽约、墨西哥的轨道交通占城市公共交通运输量的比例分别高达 70%、55%、71%、86%、60%、58%，相比之下，北京、上海、广州的轨道交通承运比仅为 44%、43%、41%，存在较大的发展空间。

图表 10：我国轨道交通建设仍较落后



来源：公开资料，国金证券研究所

2.2 迎来十三五轨交建设高峰，分享两千亿轨交信息化盛宴

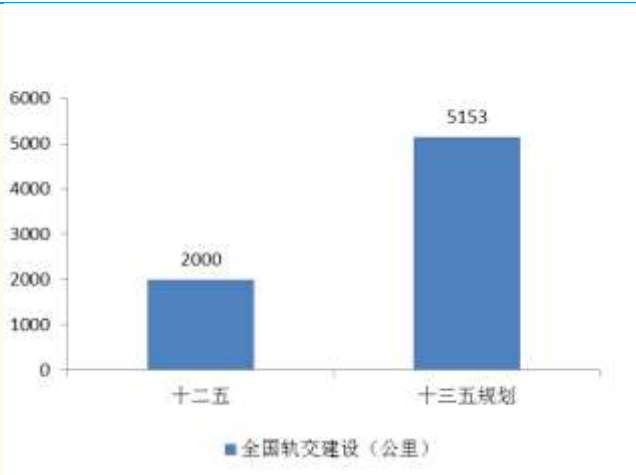
- 国务院 2009 年公布地铁建设三项标准：城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿元、地方财政预算收入超 100 亿元，目前全国达标城市共有 50 多个，其中 24 个城市地铁已经开通，总运营里程达 3156 公里。在十三五规划期间，根据 24 个已开通地铁城市的扩建计划以及 15 个获批城市的新建规模，新增运营里程将达到 5000 多公里，相较于十二五规划期间完成的 2000 公里，增长超 250%。我们以每公里 7 亿元造价估算，整个十三五期间城市轨道交通投资额将在 36000 亿左右，年均投资达 7200 亿元左右，根据智能化系统在整个轨交建设中占比 5%-8%进行情景测算，则每年智能轨交市场规模约为 360-570 亿元，空间巨大。

图表 11：十三五期间全国轨道交通规划情况（公里）

城市	2015年运营里程	2015-2020新增运营里程	2020年运营里程	城市	2015年运营里程	2015-2020新增运营里程	2020年运营里程
北京	660	390	1050	合肥		181	181
上海	617	353	970	无锡	56	44	100
天津	137	160	297	东莞		59	59
广州	260	340	600	南宁		86	86
南京	225	157	382	长沙	22	81	103
武汉	95	290	385	福州		56	56
沈阳	55	73	128	贵阳		59	59
长春	51	68	119	昆明	60	102	162
重庆	202	208	410	佛山	15	77	92
深圳	180	243	423	厦门		130	130
杭州	76	56	132	兰州		202	202
哈尔滨	27	55	82	常州		66	66
青岛	25	207	232	乌鲁木齐		53	53
大连	150	37	187	石家庄		242	242
苏州	53	128	181	太原		70	70
西安	52	50	102	济南		130	130
成都	63	78	141	南通		60	60
郑州	26	154	180	徐州		67	67
南昌	28	80	108	呼和浩特		52	52
宁波	21	209	230	总计	3156	5153	8309

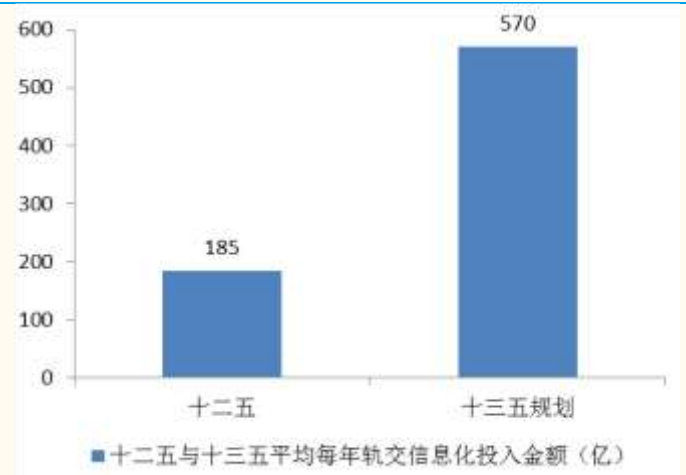
来源：公开资料，国金证券研究所

图表 12: 十三五轨交建设进入高峰期



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 13: 十三五期间年平均轨交信息化投入大幅增加



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 据中国城市轨道交通协会统计, 整个十二五阶段共完成投资 11606 亿元 (2011 年 1628 亿元、2012 年 1914 亿元、2013 年 2165 亿元、2014 年 2875 亿元, 2015 年 3000 亿元), 年复合增长率达到 17%, 考虑到十三五期间将是城轨建设的高峰, 我们预计未来五年城轨投资仍将保持 30% 以上的增长。

图表 14: 城轨投资持续较快增长 (亿元)



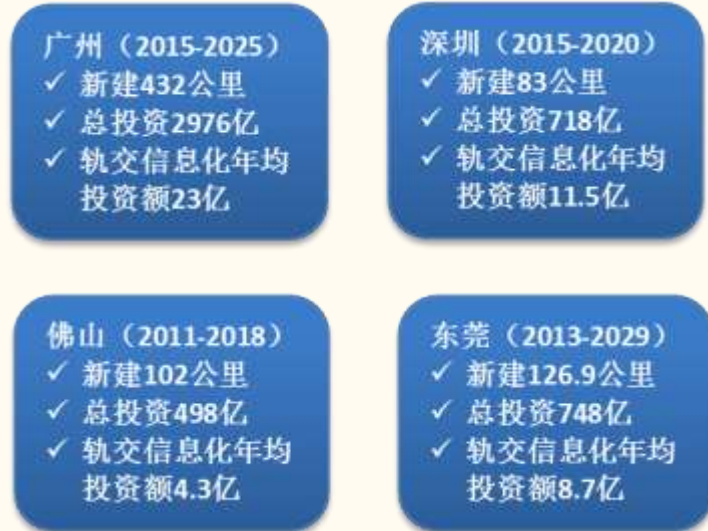
来源: 中国轨道交通协会, 国金证券研究所

2.3 公司腹地成轨交建设重点区域, 确定性高增长可期

- 广东轨交迎来建设高峰期, 广深佛莞是规划重点, 未来共计投资近 5000 亿元: 1) 广州: 根据广州地铁研究院 2015 年新出台的《广州新一轮轨道交通(2015-2025)建设规划方案》, 在未来十年内, 广州将规划新建 16 条地铁线路、合计 432.6 公里的轨道贯通多个重点区域, 总投资预计可达 2976 亿, 比十二五 1690 亿接近翻番增长, 并积极创新试点 PPP (公共私营合作制) 等基础设施特许经营模式。2) 深圳: 深圳市交通运输委员会于 2014 年 7 月发布深圳地铁三期建设规划, 至 2020 年计划新增 10 号线以及 7 条已运营线路的延长线, 线路总长 83 公里, 设站 66 座, 投资约 718 亿元。3) 佛山: 佛山市将在 2011-2018 年新建佛山市轨道交通 2 号线一期和 3 号线工程, 线路总长 102.2 公里, 总投资 498.1 亿元。4) 东莞: 东

莞市将在 2013-2019 年，投资 747.56 亿元建设 3 条地铁线路，线路总长 126.9 公里。

图表 15：广东轨交迎来建设高峰期



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司深耕广东市场多年，在全省尤其是广州地区轨交占据较大市场份额，具备丰富的智能轨道交通项目实施经验，将直接受益于广东轨交投入快速增长。此外公司正积极布局全国市场，目前覆盖已了 16 个城市，异地扩张有望带来市占率的进一步提升。

2.4 产业链梳理，看好产品线齐全、有资金实力与品牌影响力标的

- 智能轨道交通行业目前呈现“割据化”的竞争格局，能够提供轨道交通智能化整体解决方案的公司较少，各主要厂商多在各子系统拥有相对优势，如北京和利时专注于综合监控系统以及信号系统，上海华虹计通专注于自动售检票系统，上海贝尔专注于通信系统、乘客信息系统以及视频监控系统等。但考虑到政府招标越来越强调整体解决方案能力，我们认为具备完善产品线能够提供一站式服务的厂商有较大优势。

图表 16：智能轨交行业呈现“割据化”竞争格局

企业名称	智能轨交产品及服务	市场份额
北京和利时	综合监控系统、信号系统	23%
卡斯柯	Urbalis888网络化CBTC系统、iCMTC网络化CBTC系统	15%
国电南瑞	重点开展通用平台、路网控制、牵引供电、节能环控、通信集成、列车信号系统、运行管理信息化等技术研究	10%
佳都科技	自动售检票系统、屏蔽门系统、综合监控系统和通信系统（含视频监控系统）	10%
上海贝尔	轨道交通通信集成解决方案、乘客信息系统和车载、车站视频监控系统	10%
华虹计通	中央计算机系统、车站计算机系统、自动售检票机系统	8%
赛维智能	乘客信息系统、视频监控系统	6%
国电南自	综合监控系统	5%
凯发电气	综合监控系统、视频监控系统	4%
高新现代	自动售检票机系统	3%
宝信软件	综合监控平台iCentroView、信息系统平台iPlat、IT服务管理eShop	3%

来源：前瞻产业研究院 国金证券研究所

图表 17：轨交信息化各子系统占比

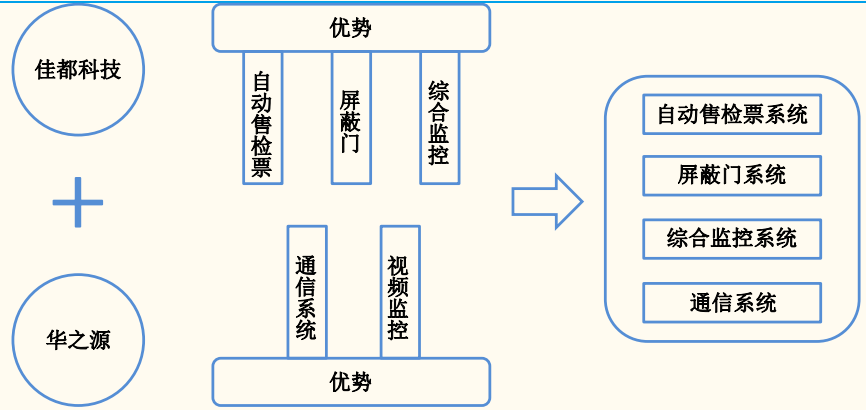


来源：公开资料，国金证券研究所

- 佳都科技作为国内唯一一家具有四大智能轨道交通系统自有核心技术产品和项目经验的厂商，在为客户提供整体的智能轨交解决方案和服务方面具备优势。
- 一方面，公司长期以来始终保持对智能轨道交通核心技术的持续投入，多项成果处于国内领先水平。以轨道交通中央控制系统为例，公司自主研发的“并发多进程控制技术”，将系统的关键技术指标“全线停送电时间”由国外产品的 1800 秒历史性地缩短到 40 秒，在国际上都具备竞争优势。
- 另一方面，公司去年对华之源完成收购后，在原有的自动售检票、屏蔽门、综合监控三大产品线基础上新增通信系统、视频监控产品，智能轨交产品线渐趋完善。同时通过此次整合，公司城市轨道交通的客户覆盖由公司的广州、佛山、成都、青岛、天津、长沙六大城市，在进一步巩固广州、佛

山市场的基础上，新增拓展东莞、南宁、宁波、厦门等城市，形成全国性的城市轨道交通业务分布，公司在智能化轨道交通业务领域的市场竞争力进一步增强。

图表 18：强强联合，覆盖四大智能化轨道交通系统



来源：国金证券研究所

- 公司 15 与 16 年中标订单分别至少达到 1.8 亿与 8.5 亿，充足的订单保证公司该业务继续保持高增长。

图表 19：公司智能轨交项目（已公告部分中标项目）

中标时间	中标项目	中标金额（万元）	项目类型
2013.9	青岛市地铁3号线一期工程安全门项目	6598	轨交屏蔽门
2014.1	广州线网屏蔽门维保项目I标段	5035	轨交屏蔽门
2014.9	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
2014.10	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
2014.10	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
2014.11	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	8930	轨交自动检票
2015.2	天津地铁6号线工程自动售检票系统设备采购及服务项目	18087	轨交自动检票
2016.1	广州地铁运营线网屏蔽门委外维护项目II标段	7408	轨交屏蔽门
2016.1	福州市轨道交通1号线工程（一期）地铁公安传输、PDT无线通信及大屏幕系统集成项目	3777	轨交通信系统
2016.1	合肥市轨道交通2号线工程公安通信系统集成系统及设备采购项目	3999	轨交通信系统
2016.3	青岛-海阳城际（蓝色硅谷段）轨道交通工程站台门采购安装项目	3548	轨交屏蔽门
2016.3	东湖国家自主创新示范区有轨电车T1、T2试验线工程自动售检票系统采购项目1标段	4279	轨交自动检票

2016.6	广州市轨道交通自动售检票系统后续线路接入清分中心（三期）采购项目	8089	轨交自动售检票
2016.6	武汉市轨道交通7号线工程自动售检票系统总承包项目	15586	轨交自动售检票
2016.7	广州地铁集团有限公司就广州市轨道交通二十一号线、十四号线一期、十四号线知识城支线自动售检票系统、治安监控通讯系统视频监控子系统、专用通信系统视频监控子系统BT项目	38713	自动售检票系统、治安监控通讯系统视频监控子系统、专用通信系统视频监控子系统

来源：公司公告，国金证券研究所

2.5 BT 总包大单显公司竞争力，市占率有望逐步提升

- 7月23日公司公告中标广州轨交信息化3.87亿大单，占公司2015年度智能化轨道交通业务营业收入的100.35%。该合同签订标志着公司在轨道交通领域智能化系统设备BT总包模式上取得了战略性突破，显示了公司产品线齐全以及整体解决方案的竞争力，对公司未来市场份额的持续提升有较大影响。
- 轨交信息化行业投资上来看，十三五年均投入比十二五有接近三倍的投入，公司传统优势地区华南又是未来轨交建设重点，同时公司通过加强研发与整合资源提升整体竞争力，并向其他地区大力拓展该板块业务，所以我们认为受两方面因素的叠加影响未来几年公司轨交信息化业务有望实现持续高增长。

三、聚焦智能安防，分享行业成长红利

3.1 智慧城市建设加速。

- 伴随着城镇化步伐的加快以及政府对平安城市、智慧城市建设及升级改造的重视，近年来社会治安防控得到政策大力支持，市场规模持续快速增长。2015年两会政府工作报告提出要“深化平安中国建设，健全立体化社会治安防控体系”，以政府主导的193个智慧城市项目在2014-2018年进入第二轮实施周期，总投资近3万亿规模。截至2015年9月，我国已有95%的副省级以上城市、76%的地级以上城市，总计约500多个城市提出或在建智慧城市，其潜力将在“十三五”集中释放。

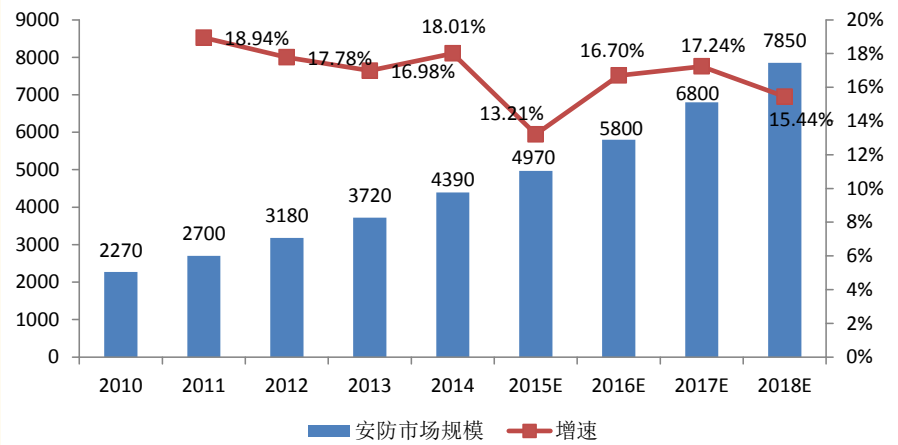
图表 20：近期社会治安防控得到政策大力支持

发布时间	单位	文件	支持对象
2015.7	中央办公厅、国务院	《关于加强社会治安防控体系建设的意见》	安防
2015.5	九部委	《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》	视频监控
2014.11	公安部	《社会治安重要场所视频监控图像信息采集技术要求》、《安全防范视频监控联网信息安全技术要求》	视频监控
2014.10	发改委、工信部	《2014-2016新型显示产业创新发展行动计划》	显示
2014.8	发改委等八部委	《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	智慧城市

来源：国金证券研究所

- 据中国安防产品行业协会数据显示，2014 年我国安防企业达 3 万家以上，行业总产值达 4390 亿元左右，较 2013 年增长了 600 多亿，5 年来年均复合增长率高达 17.9%。预计未来三年安防市场仍保持 15%左右的增速，继续呈现高增长态势。
- 根据广州市制定的《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）实施方案》，将在未来三年内投资约 24.22 亿元用于建设集社会治安与城市管理于一体的高清智能化视频系统，新建、改造合共 20.27 万个高清图像视频采集点，预计未来广东区域的安防投资仍保持高位水平，直接利好在广州市安防市场占有率处于领先水平的公司。

图表 21：国内安防市场呈高增长态势（亿元）

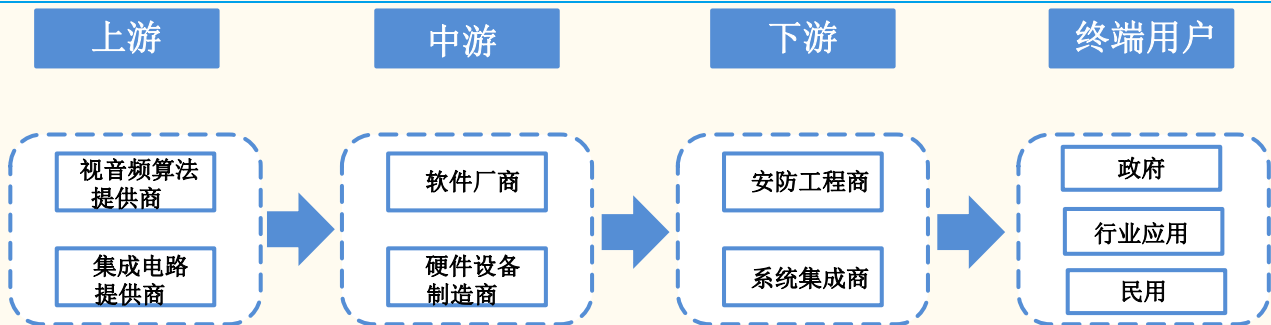


来源：中国安防网，国金证券研究所

3.2 安防视频监控产业需求旺盛。

- 智能安防产业链可以分为四大环节：1) 上游为视音频算法提供商和集成电路（芯片）提供商，代表厂商有 TI、华为海思、中星微电子等；2) 中游设备厂商包括软件厂商和硬件设备制造商，代表厂商有海康威视、大华股份和大立科技等；3) 下游包括工程商、系统集成商以及运营服务商，代表企业有银江股份、赛为智能、佳都科技等；4) 终端用户分为政府（平安城市）、行业应用（交通、金融、电力、通信、教育等）和民用。

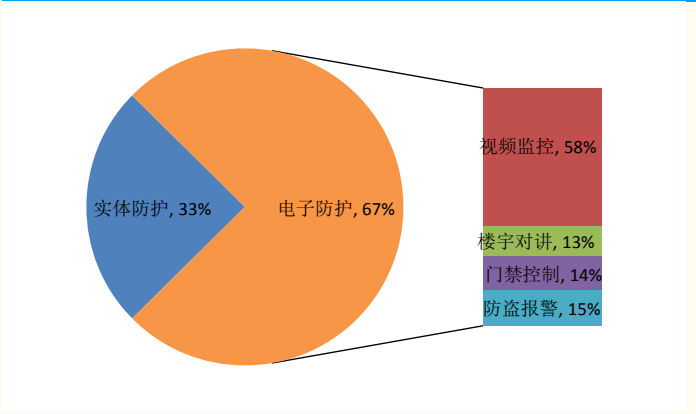
图表 22：智能安防产业链



来源：国金证券研究所

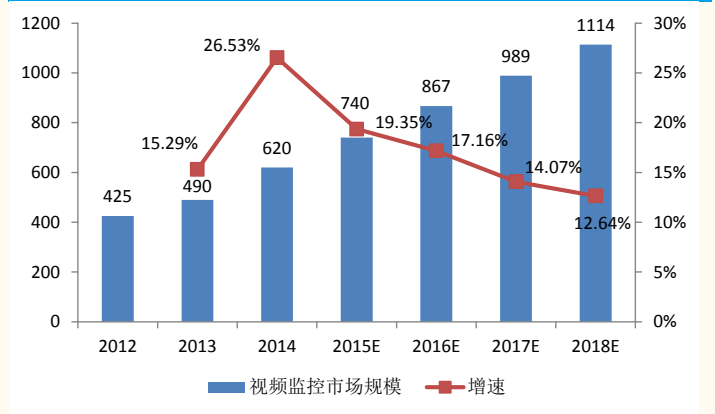
- 其中，安防视频监控系统是整个安防产业链中产值最大、发展最快的细分领域：从产品细分领域来看，实体防护产品占总产值的 33%，电子安防产品占 67%；而在电子安防产品的产值中，视频监控产品占 58%，占比最大。随着国内智慧城市建设的深入，安防视频监控市场将保持快速增长的态势，2016 年市场规模预计达到 867 亿元，未来三年复合增长率依然有望达到 14%。

图表 23：安防视频监控产值最大（亿元）



来源：公开资料 国金证券研究所

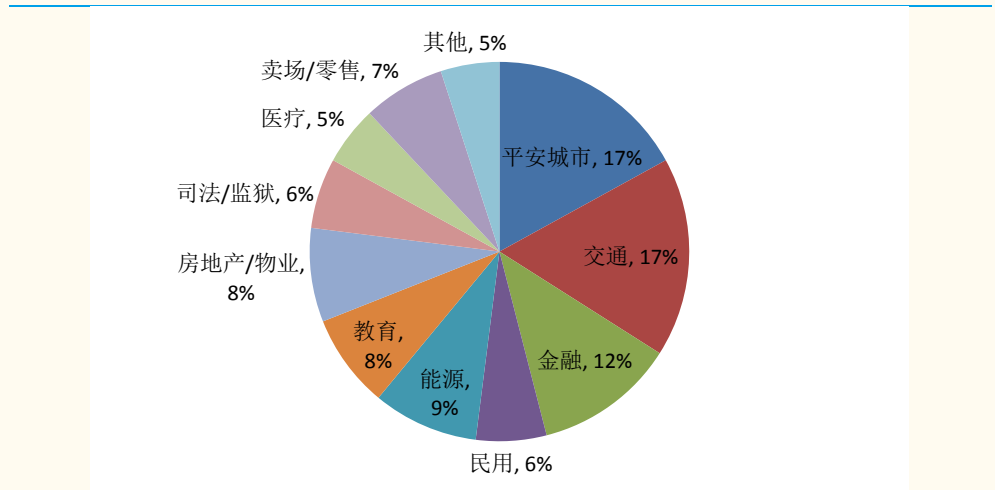
图表 24：安防视频监控市场快速增长



来源：中国安防网，国金证券研究所

- 在行业应用方面，视频监控应用已经呈现从重点领域向社会各经济领域全面铺开的态势，既涵盖金融、能源、电信、交通等传统领域，也涉及智能楼宇、文教卫、司法监狱等新兴领域。从各行业的生长情况来看，平安城市和交通领域的政府投资是驱动市场发展的主要因素，民用、医疗、教育等新兴市场需求开始释放，而传统能源市场增速趋于稳定。

图表 25：视频监控应用领域广泛



来源：互联网资料 国金证券研究所

- 在平安城市领域，2012 年上半年，公安部发布《任务书》，推动和规范了平安城市、智慧城市建设，带动了相关领域的投资。其中在平安城市的投资中，28%用于视频监控，在未来一段时间内，平安城市的建设将继续推动视频监控市场的快速发展。
- 在交通领域，西部基础设施及中东部城市轨道交通建设的不断深化，推动视频监控系统的不断发展，但预计增速低于平安城市。

- 在金融领域，金融服务业一直是安防监控行业发展的重点，各类视频监控系系统、报警系系统逐步应用到银行中。随着网点建设及系系统改造升级，网络化、智能化、高清化和整合化的系系统将进一步发展。
- 在传统能源领域，国家对于油田无强制性安防监控系系统的要求，虽然各个油田均有相关系系统，但新增油田较少，以更新需求为主，未来增速会低于其他行业。
- 在民用、医疗教育等新兴领域，随着人们生活水平的提高，消费者正在成为推动消费安防的重要力量，中小企业、商铺、家庭逐渐成为常规安防需求的中坚力量。目前，我国民用安防监控只占了 6% 的市场份额，远远落后于发达国家（如美国民用安防监控产值占据了整体的 30% 以上），具有非常强的发展潜力。

3.3 行业集中度逐渐提升，看好拥有智能视频监控与能够提供整体解决方案厂商。

- 佳都科技重点布局公安、交通、金融领域大型国有企业和事业单位等高端智能安防市场，凭借技术实力和市市场开拓能力占据了相当一部分市场份额，在华南地区安防市市场处于领导地位。目前在全国安防需求爆发性增长的趋势下，公司市市场优势明显，在广东省尤其是广州市安防建设订单旺盛。同时公司积极抢占全国市市场：2014 年公司安防重省新疆设立合资公司，承接西北区域智能安防、智能轨道交通等智慧城市项目，短短半年间就斩获克拉玛依平安城市项目、巴楚县公安局等项目，此外去年完成了山东与贵州等省份的布局。
- 此外，公司于近期增资广州新华时代电子科技有限公司，借助新华时代在社区网格化/区域卫生信息化平台产品及示范作用，着手布局民用市市场。

图表 26：公司频接大单（万元）

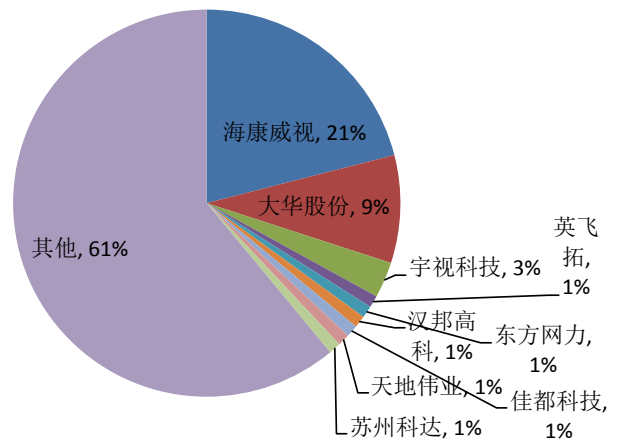
中标时间	中标项目	中标金额（万元）
2014.1	智慧广州视频监控系系统集成合作项目	19525
2014.1	云浮市社会治安视频监控系系统建设二期一阶段项目	2400
2014.6	克拉玛依市公安局城市高清视频监控及联网项目	4328
2014.7	广州市教育装备中心广州市市属学校新建200个高清视频图像采集点项目	1425
2014.10	广州市公安局番禺区社会治安类智能化高清视频系系统	3228
2014.10	广州市公安局萝岗区社会治安与城市管理智能化视频系系统建设	2902
2014.10	广州市公安局越秀区社会治安与城市管理智能化视频监控系系统建设之监控中心升级	1000
2014.10	增城市仙村镇派出所辖区治安视频监控系系统租赁项目	777
2014.10	广州市公安局花都区社会治安与城市管理智能化视频系系统治安监控	8600
2014.10	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
2014.10	广州市珠海区社会治安与城市管理智能化视频系系统升级	830
2014.10	增城市人民政府永宁街道办事处治安视频监控系系统租赁建设	338
2014.11	广东省公安厅2014-50平台建设项目	1398
2014.12	2014年“平安阳江”社会治安视频监控系系统（四期）设备平台系系统建设综合服务项目	5350
2015.1	广州市南沙区公安视频系系统高清升级改造（租赁）	2127
2015.6	湛江市社会治安视频监控系系统建设二期项目	10980
2015.10	青岛市市南区天网工程建设项目	19561

来源：公司公告，国金证券研究所

- 安防市市场竞争激烈，行业整合趋势明显。视频监控市市场厂商多达数千家，整体上可以分为三个梯队：海康、大华稳坐前两把交椅；宇视、科达、佳

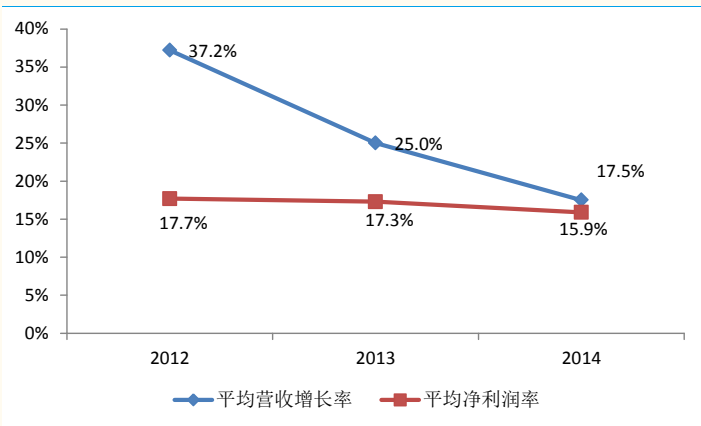
都、东方网力以及高新兴等位居第二梯队，收入在数亿元左右，在市场上有重要影响力；其余的处在第三梯队，均为中小企业，占据了整个企业数量的 99%。激烈的市场竞争最终导致 2012 年价格战爆发，视频监控企业的盈利能力下滑明显。2014 年，海康威视、大华股份等 20 家上市视频监控企业营业收入的平均增长率为 17.5%，平均净利润率为 15.9%，连续三年呈下降之势。对比技术、资金实力较为雄厚的上市公司，价格战带来的低利润使得中小企业纷纷退出市场，此外政府采购项目更倾向于能够提供安防整体解决方案的厂商，直接利好产业链较为完整的大型厂商，行业洗牌加速。

图表 27：2014 年国内视频监控市场品牌份额



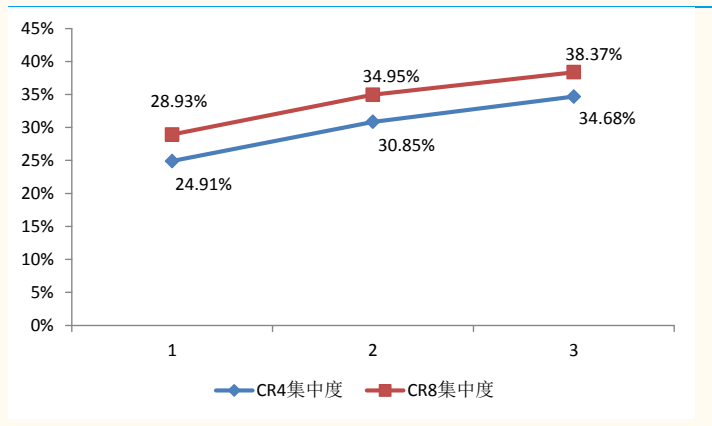
来源：公开资料 国金证券研究所

图表 28：盈利能力下滑（取 20 家上市视频监控企业均值）



来源：wind, 国金证券研究所

图表 29：行业集中度逐渐提升



来源：wind, 国金证券研究所

- 我们认为，公司作为业内领先的平安城市解决方案提供商，拥有多年积累的技术优势与市场拓展能力，并在云计算和大数据等方面有深厚积累，有望在此轮行业整合当中脱颖而出。一方面公司项目丰富，采购规模大，具备良好的上游资源整合能力。另一方面，公司具备安防整体解决方案中最核心的平台软件研发能力，公司自主研发的“融合安防平台”曾获得广州市科学技术奖励二等奖，并在广东省省级平台平安城市项目中广为应用。目前公司在“融合安防平台”的基础上，又推出新一代智能公安实战应用产品、可视化大数据指挥系统、城市级视频云服务平台、城市级视频运维

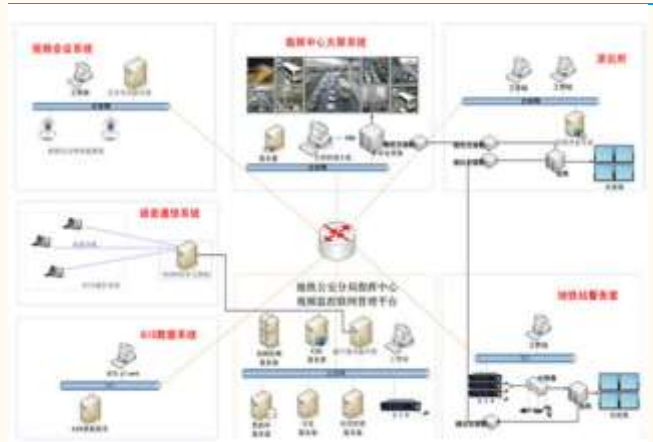
管理平台等新一代智能产品，并将城市多级视频联网共享平台、云存储技术等应用到公司的“金融安防联网管理平台”。

图表 30：视频监控智能运维管理平台



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 31：地铁视频监控和指挥调度平台解决方案



来源：公司网站，国金证券研究所

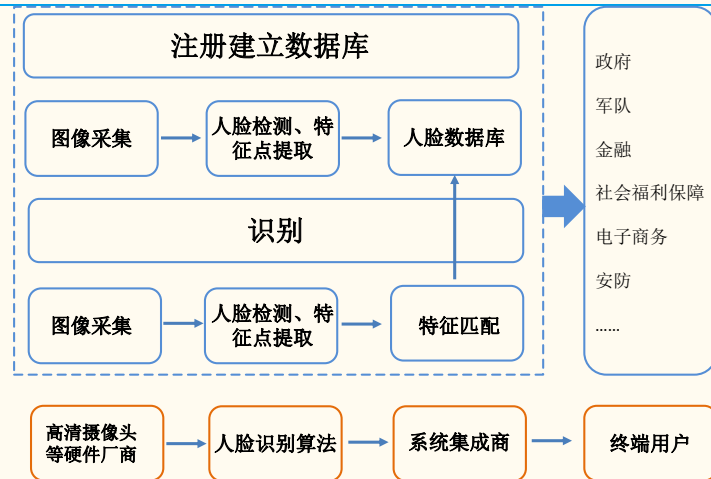
- **紧随智能化大趋势，向产业链高端延伸。**视频监控的智能化已成为行业发展的必然趋势，它能够对视频中的异常行为进行实时提取和筛选，并及时发出预警，彻底改变了传统监控只能“监”不能“控”的被动状态，将成为今后发展的重点领域。现阶段，国内越来越多的技术型企业正在大力发展数字信号处理、视频分析算法等核心技术，依靠智能化技术建立壁垒，大幅提升视频监控产业附加值，提升解决方案竞争力。
- 在视频智能分析产品领域，目前公司已推出面向公安行业、金融行业及轨道交通行业的视频侦查智能处理服务器、车辆智能分析设备、ATM 智能分析设备、地铁综合智能分析设备等产品，广泛应用于各地智能安防项目中。

四、图像识别 2.0 时代来临，积极布局抢占先机

4.1 技术突破迎来人脸识别 2.0 时代，应用拓展带来近千亿市场

- 人脸识别技术是基于人脸生理特征进行身份鉴别的一种生物识别技术，包括图像摄取、人脸定位、图像预处理、身份确认以及身份查找等，工作流程大致分为人脸注册、人脸识别两大阶段。一般来说，完整的人脸识别产业链由上游的高清摄像头、服务器、存储等硬件厂商，中游的人脸识别算法（包括人脸检测、特征点提取和比对三方面）软件开发厂商、下游整合人脸识别软硬件的系统集成商组成，其中识别算方面有一定技术门槛。

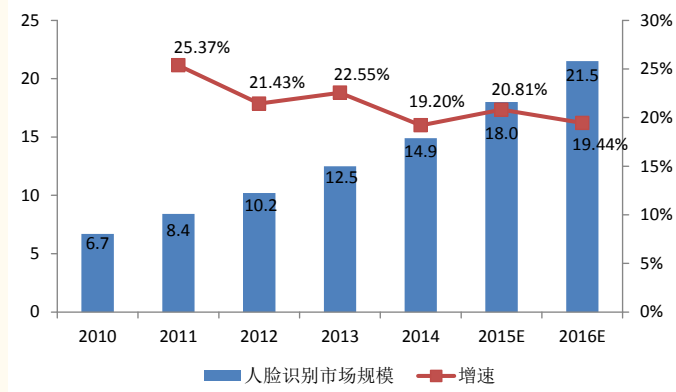
图表 32：人脸识别工作流程及产业链



来源：国金证券研究所

- 与指纹识别、语音识别等其他类型的生物识别相比，人脸识别在实际运用中具有非接触、非侵扰、友好、直观、快速、简便、可扩展性等诸多优点。据中国自动识别技术协会数据显示，2014 年我国人脸识别传统应用市场规模已达 14 亿元，近五年来我国人脸识别市场规模年均复合增长率达到 22.1%，预计未来几年仍将保持 20%左右的高增速。

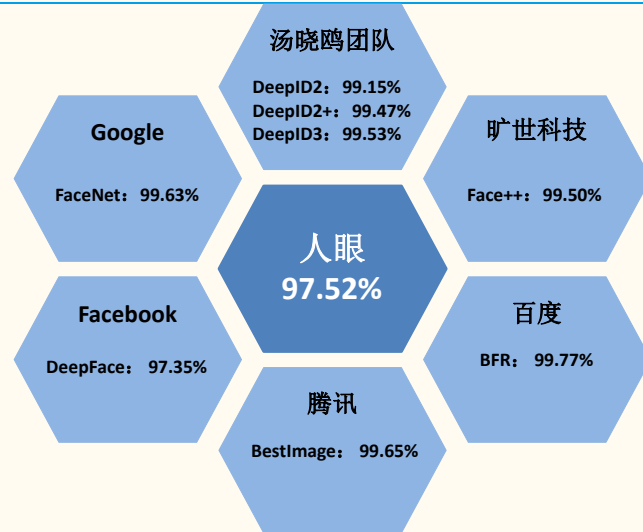
图表 33：人脸识别传统应用市场规模（亿元）



来源：中国自动识别技术协会，国金证券研究所

- 此前人脸识别主要应用在门禁领域，应用场景有限市场规模难以放大，随着深度学习技术上的突破，人脸识别准确率得到大幅提升达到 99%以上，识别能力超过人类。所以真是由于识别准确率的提升，人脸识别已经能够在支付、远程业务办理、安防以及视频跟踪领域应用，市场空间达 500-1000 亿。
- 人脸识别技术上的突破，带来准确率的大幅提升。早在 2014 年，香港中文大学教授汤晓鸥领导的计算机视觉研究组研发的 DeepID 深度学习模型，在 LFW(LabeledFacesintheWild)数据库上获得了 99.15%的识别率，超过同等情况下人眼 97.52%的识别率。目前，公司参股的云从科技以及谷歌、Facebook、百度、腾讯、阿里 (Face++) 等巨头都已在技术上实现人脸识别超过肉眼识别，人脸识别在政府、军队、金融等领域的商业化应用有望加速。

图表 34：人脸识别准确率在技术上已超过肉眼识别



来源：国金证券研究所

图表 35：人脸识别应用领域广泛

类别	应用领域
人脸验证	驾照、签证、身份证、护照、投票选举等
接入控制	设备存取、车辆访问、智能ATM、电脑接入、程序接入、网络接入等
安全	反恐报警、登机、体育场观众扫描、计算机安全、网络安全等
金融	开户、支付、鉴权等
监控	公园监控、街道监控、电网监控、入口监控等
智能卡	用户验证等
执法	嫌疑犯识别、欺骗识别等
人脸数据库	人脸检索、人脸标记、人脸分类等
多媒体管理	人脸搜索、人脸视频分割和拼接等
人机交互	交互式游戏、主动计算等
其他	人脸重建、低比特率图片和视频传输等

来源：国金证券研究所

4.2 产学研结合占据技术优势，卡位人脸识别关键入口

- 公司在自有城市轨道交通智能系统工程技术研究开发中心、安防视频图像智能化工程技术研究中心、公共安全智能化技术重点实验室等基础上，战略合作中大信科院、参股云从，积极开展产学研合作，智能化技术和产品处于国内领先水平。
- 2014年3月，公司聘任中山大学信息科学与技术学院院长、博士生导师赖剑煌教授担任公司技术规划研究院名誉院长，并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，重点投入人脸识别等图形图像智能分析技术，一期成果“视频智能分析系统”获得广州科学技术进步一等奖。目前，双方已签署二期合作协议，未来将进一步加大核心技术的研发投入和推广应用力度。
- 2015年4月，公司参股云从科技。云从致力于研发人脸识别等智能分析算法及产品，拥有世界领先的双层异构深度神经网络等创新理论体系和核心专有技术，其创始人周曦博士具备国际超一流计算机视觉与模式识别方面的研究能力。目前，公司及云从科技的人脸识别算法和产品已经在安防、

银行、证券等领域得到应用。

图表 36：云从人脸识别应用案例



来源：云从官网，国金证券研究所

- 公安、公共交通、安防、金融由于其强制性认证场景可以要求被识别主体提供最优的图像输入，是当前人脸识别的最佳应用领域，技术及产品需求最为旺盛。公司深耕轨交、安防、金融领域，直接卡位人脸识别的关键应用入口，市场优势明显。在智能安防领域，公司在智能安防领域重点布局平安城市、金融和地铁三大行业，在保持广东市场领先地位的基础上，积极拓展全国业务，在新疆地区以及中国银行、农业银行等总行取得大单。在智能化轨道交通领域，公司除继续重点跟进广州地铁项目外，还获得天津、湖南等地项目，业务辐射全国。未来随着公司智能安防和智能轨交业务不断拓展，将会与人脸识别业务形成良性循环，带来更大市场空间。

盈利预测与估值

盈利预测

- 关键假设：1. 十三五是轨交建设高峰期，轨交信息化持续高增长。
- 2 安防行业维持 15%左右增长。
- 3 传统云计算产品与服务业务维持 10%稳定增长。

图表 37: 公司分业务营业收入和营业成本预测表

单位: 百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2109.5	2259.6	2661.75	3708.2	5193.2	6734.0
云计算产品与服务	1097.9	1093.4	1197.2	1316.9	1448.6	1593.5
智能安防	442.8	696.8	863.9	1036.7	1244.0	1492.8
智能轨道交通系统	93.4	135.2	385.8	1157.4	2314.7	3472.1
IT 综合服务	365.4	209.4	138.6	121.0	109.6	99.3
通信增值	110	125	76.3	76.3	76.3	76.3
收入增长率	195.2%	7.1%	17.8%	39.3%	40.0%	29.7%
云计算产品与服务		588.3%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
智能安防	220.4%	57.4%	24.0%	20.0%	20.0%	20.0%
智能轨道交通系统		44.8%	185.3%	200.0%	100.0%	50.0%
IT 综合服务	23.2%	-42.7%	-33.8%	-12.7%	-9.4%	-9.4%
通信增值	-8.8%	13.6%	-38.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	1776.8	1844.8	2162.6	2931.9	3975.3	5062.4
云计算产品与服务	983.3	974.2	1108.8	1219.7	1341.6	1475.8
智能安防	376.2	532.6	686.5	823.8	988.6	1186.3
智能轨道交通系统	68.5	99.3	254.0	761.9	1523.8	2285.7
IT 综合服务	293.6	146.3	80.4	76.6	70.7	64.0
通信增值	55.2	92.4	32.9	49.9	50.5	50.5
毛利率	15.8%	18.4%	18.8%	20.9%	23.5%	24.8%
云计算产品与服务	10.4%	10.9%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
智能安防	15.1%	23.6%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
智能轨道交通系统	26.6%	26.5%	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%
IT 综合服务	19.7%	30.1%	42.0%	36.7%	35.5%	35.5%
通信增值	49.8%	26.0%	56.9%	34.6%	33.8%	33.8%

来源: 国金证券研究所

估值

- 根据公司的主营业务和战略规划的发展前景, 我们预计 16、17、18 年 EPS 分别为 0.17 元, 0.29 元, 0.38 元。对应 PE 分别为 56 倍、32 倍、25 倍。
- 考虑到轨交信息化行业快速增长, 公司华南地区市场领导地位, 以及不断革新智能化技术和产品, 给予公司“买入”评级。

风险提示

- 安防轨交建设投资放缓;
- 全国业务拓展不达预期;
- 人脸识别应用不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,115	2,265	2,667	3,708	5,193	6,734	货币资金	738	520	611	763	1,031	1,398
增长率		7.1%	17.8%	39.0%	40.0%	29.7%	应收款项	592	807	798	1,118	1,520	1,958
主营业务成本	-1,784	-1,850	-2,165	-2,932	-3,975	-5,063	存货	447	788	1,316	1,452	1,859	2,337
%销售收入	84.3%	81.7%	81.2%	79.1%	76.5%	75.2%	其他流动资产	54	119	127	97	123	162
毛利	332	415	502	776	1,218	1,671	流动资产	1,831	2,234	2,852	3,429	4,533	5,856
%销售收入	15.7%	18.3%	18.8%	20.9%	23.5%	24.8%	%总资产	83.1%	84.4%	80.8%	86.6%	89.0%	91.1%
营业税金及附加	-5	-6	-8	-11	-17	-22	长期投资	207	228	329	378	421	445
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定投资	82	71	80	72	67	59
营业费用	-151	-160	-174	-241	-367	-558	%总资产	3.7%	2.7%	2.3%	1.8%	1.3%	0.9%
%销售收入	7.1%	7.1%	6.5%	6.5%	7.1%	8.3%	无形资产	84	112	266	81	75	68
管理费用	-99	-125	-160	-223	-362	-478	非流动资产	374	413	677	531	563	572
%销售收入	4.7%	5.5%	6.0%	6.0%	7.0%	7.1%	%总资产	16.9%	15.6%	19.2%	13.4%	11.0%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	77	124	160	300	471	613	资产总计	2,205	2,647	3,529	3,960	5,096	6,428
%销售收入	3.6%	5.5%	6.0%	8.1%	9.1%	9.1%	短期借款	101	51	76	0	0	0
财务费用	-14	-14	-19	8	15	22	应付款项	868	1,233	1,833	2,146	2,811	3,531
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	31	37	27	37	50	64
资产减值损失	-5	-7	-13	0	0	0	流动负债	1,000	1,321	1,936	2,182	2,861	3,595
公允价值变动收益	0	0	0	-52	0	0	长期贷款	0	0	50	50	50	51
投资收益	4	3	3	5	11	14	其他长期负债	100	81	75	0	0	0
%税前利润	3.9%	1.9%	1.3%	1.9%	2.2%	2.2%	负债	1,100	1,402	2,060	2,232	2,911	3,646
营业利润	62	106	131	262	497	649	普通股股东权益	1,085	1,200	1,401	1,654	2,104	2,694
营业利润率	2.9%	4.7%	4.9%	7.1%	9.6%	9.6%	少数股东权益	20	46	68	74	81	89
营业外收支	40	27	58	16	0	0	负债股东权益合计	2,205	2,647	3,529	3,960	5,096	6,428
税前利润	102	133	189	278	497	649	比率分析						
利润率	4.8%	5.9%	7.1%	7.5%	9.6%	9.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-4	-11	-13	-19	-39	-52	每股指标						
所得税率	4.4%	8.0%	6.8%	6.8%	7.9%	8.0%	每股收益	0.182	0.230	0.341	0.165	0.295	0.385
净利润	98	122	176	259	458	597	每股净资产	2.170	2.400	2.803	3.309	4.211	5.390
少数股东损益	7	7	6	6	7	8	每股经营现金净流	-0.296	-0.058	0.397	0.443	0.640	0.783
归属于母公司的净利润	91	115	170	253	451	589	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.3%	5.1%	6.4%	6.8%	8.7%	8.7%	回报率						
							净资产收益率	8.38%	9.57%	12.16%	15.30%	21.42%	21.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.12%	4.34%	4.83%	6.39%	8.84%	9.16%
净利润	98	122	176	259	458	597	投入资本收益率	6.09%	8.77%	9.36%	15.76%	19.41%	19.90%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	17	26	39	27	27	26	主营业务收入增长率	192.34%	7.06%	17.77%	39.03%	40.05%	29.67%
非经营收益	-2	0	-1	38	-7	-11	EBIT增长率	138.26%	60.96%	29.43%	87.52%	56.74%	30.25%
营运资金变动	-261	-177	-15	-102	-158	-221	净利润增长率	74.54%	26.27%	48.36%	48.57%	78.09%	30.71%
经营活动现金净流	-148	-29	199	221	320	392	总资产增长率	84.08%	20.08%	33.29%	12.21%	28.69%	26.14%
资本开支	-31	-54	-49	181	-16	-12	资产管理能力						
投资	-247	-57	-79	-49	-43	-24	应收账款周转天数	72.8	100.3	95.9	93.2	90.7	89.1
其他	5	3	2	-47	11	14	存货周转天数	51.8	121.9	177.4	180.7	170.7	168.5
投资活动现金净流	-273	-108	-125	85	-48	-21	应付账款周转天数	59.8	88.6	122.6	122.9	120.3	118.1
股权募资	343	19	0	0	0	0	固定资产周转天数	13.6	10.9	10.3	6.8	4.3	2.8
债权募资	-50	-54	95	-150	0	1	偿债能力						
其他	-37	7	-3	-6	-3	-3	净负债/股东权益	-57.69%	-37.71%	-33.05%	-41.25%	-44.88%	-48.43%
筹资活动现金净流	256	-28	91	-156	-3	-2	EBIT利息保障倍数	5.5	9.0	8.3	-36.4	-31.2	-28.3
现金净流量	-164	-165	165	151	268	368	资产负债率	49.89%	52.95%	58.39%	56.37%	57.12%	56.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-09-01	增持	13.56	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD