

2017年03月30日

苏州科达 (603660.SH)

深度分析

视频监控潜力股，净利润有望保持高速增长

投资要点

- ◆ **网络视讯产品线完备，毛利率显著高于竞争对手**：公司具备完整的视频会议与视频监控产品线，可以面向行业客户提供综合解决方案。由于客户的偏好、丰富的产品线、高技术含量、可靠的产品品质等因素，公司毛利率水平较高。其中视频监控业务的毛利率2013年以来显著高于海康威视、大华股份等公司，2015年毛利率达到了76.48%。在视频会议业务上，公司2015年毛利率为56.04%，相比2014年有所提升，显著高于对手。
- ◆ **视频会议市场占有率超过15%，新产品助力业绩持续增长**：公司在视频会议市场占据领导者地位，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%。随着政府信息化建设的加速和视频会议技术的发展，视频会议的政府市场需求在纵向和横向两个维度上持续扩展；此外，公司发布了摩云视讯平台提前布局企业级市场。我们预测公司视频会议业务能够持续稳定增长，2016年-2018年年均复合增长率为28.38%。
- ◆ **尚待挖掘的视频监控潜力股，千亿级市场大展宏图**：根据海康威视发布的数据显示，2016年我国视频监控市场达867亿元，到2018年市场规模将超过1100亿元。公司于2005年进入视频监控市场，近年来也发展迅速。但是公司这块业务主要客户是政府等行业级市场，还未进入体量更大的企业级市场，因此，我们认为，随着公司向企业级市场的发展，公司的视频监控业务也能保持一个持续稳定的增长，2016年-2018年年均复合增长率约27.99%。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司2017年-2018年EPS分别为0.98元和1.47元，6个月目标价49元，给予买入-A评级。
- ◆ **风险提示**：政府信息化建设推进不及预期会使得公司视频会议业务收入不及预期；行业安防市场增长不及预期以及公司企业级安防市场推进不及预期会使得公司视频监控业务收入不及预期；公司营销渠道建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	979.4	1,221.9	1,563.9	1,994.5	2,573.6
同比增长(%)	10.1%	24.8%	28.0%	27.5%	29.0%
营业利润(百万元)	-18.5	60.6	126.2	219.7	362.4
同比增长(%)	-141.7%	-427.2%	108.2%	74.2%	64.9%
净利润(百万元)	53.4	120.3	159.7	244.7	366.4
同比增长(%)	-43.1%	125.2%	32.7%	53.3%	49.7%
每股收益(元)	0.21	0.48	0.64	0.98	1.47
PE	152.2	67.6	50.9	33.2	22.2
PB	16.1	13.0	7.2	5.9	4.7

数据来源：Wind，华金证券研究所

通信 | 系统设备 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

49元

股价(2017-03-29)

32.51元

交易数据

总市值(百万元)	8,127.50
流通市值(百万元)	1,625.50
总股本(百万股)	250.00
流通股本(百万股)	50.00
12个月价格区间	9.64/43.50元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.43	-3.73	-11.01
绝对收益	-1.04	0.96	

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsec.cn

021-20655640

报告联系人

朱琨

zhukun@huajinsec.cn

021-20655647

相关报告

内容目录

一、视频通信综合解决方案提供商，毛利率显著高于竞争对手	4
(一) 专注网络视讯产品与解决方案，会议与监控业务协同发展.....	4
(二) 重视研发与营销团队建设，产品线完备提供整体解决方案.....	5
1、面向行业提供整体解决方案，毛利率显著高于竞争对手.....	5
2、重视技术与客户需求，自主研发与营销保持高投入.....	6
二、视频会议市场占有率超过 15%，新产品助力业绩持续增长	7
(一) 视频会议行业领导者，市场占有率超过 15%.....	7
(二) 政府行业需求扩大，教育、医疗等领域需求兴起.....	8
1、政府信息化建设驱动视频会议需求增长.....	8
2、医疗、教育等行业需求兴起.....	9
(三) 企业市场需求尚待培育，摩云视讯平台提前布局.....	10
三、尚待挖掘的视频监控潜力股，千亿级市场大展宏图	11
(一) 安防市场规模稳健增长，视频监控智能化趋势显著.....	11
1、安防行业增长仍有空间，2018 年市场规模超 1000 亿元.....	11
2、后端应用成竞争焦点，智能分析是核心.....	12
(二) 视频监控 PPP 模式兴起，解决方案提供商将受益.....	13
(三) 视频监控潜力股，布局 PPP 模式寻突破.....	14
四、净利润增速保持在 40%左右，给予买入-A 评级	16
(一) 营收将稳健增长，2017 年增速 27.5%.....	16
(二) 对比同行业平均水平，公司估值处于低位.....	18
(三) 净利润增速保持在 40%以上，给予买入-A 评级.....	19
五、风险提示	19

图表目录

图 1：公司业务发展历程.....	4
图 2：2012 年-2016 年 Q3 苏州科达营业收入情况.....	5
图 3：2012 年-2016 年 Q3 苏州科达营业收入构成情况.....	5
图 4：公司销售费用率同行业对比.....	6
图 5：公司丰富的行业解决方案.....	6
图 6：公司视频监控业务毛利率同行业对比.....	6
图 7：公司视频会议业务毛利率同行业对比.....	6
图 8：公司人员构成情况.....	7
图 9：公司研发费用率与同行业对比.....	7
图 10：2012 年-2015 年公司视频会议业务收入情况.....	7
图 11：公司视频会议系列产品.....	8
图 12：公司网呈产品在全国检察机关应用.....	8
图 13：视频会议在政府部门的应用.....	9
图 14：法院行业视频远程接访应用.....	9
图 15：视频会议在教育行业的应用.....	10
图 16：医院视讯融合.....	10
图 17：摩云视讯平台.....	11

图 18 : 全球安防产品市场规模.....	12
图 19 : 中国安防市场规模.....	12
图 20 : 中国视频监控市场规模及增速.....	12
图 21 : 中国视频监控市场行业结构.....	12
图 22 : PPP 模式分类介绍.....	13
图 23 : PPP 模式组织机构设置图.....	13
图 24 : 全国入库项目数量.....	14
图 25 : 全国入库项目投资金额.....	14
图 26 : 公司视频监控产品线.....	15
图 27 : 公司图像信息综合应用平台解决方案.....	15
图 28 : 2012 年-2015 年公司视频监控业务收入情况.....	16
图 29 : 2014 年我国食品监控市场份额.....	16
图 30 : 2016 年-2018 年公司主营业务收入预测.....	16
图 31 : 2016 年-2018 年公司视频监控业务收入预测.....	18
图 32 : 2016 年-2018 年公司视频监控业务毛利预测.....	18
图 33 : 2016 年-2018 年公司视频会议业务收入预测.....	18
图 34 : 2016 年-2018 年公司视频会议业务毛利预测.....	18
表 1 : PPP 相关政策、文件整理.....	13
表 2 : 主要产品收入和毛利率情况.....	17
表 3 : 可比公司估值对比.....	19

一、视频通信综合解决方案提供商，毛利率显著高于竞争对手

（一）专注网络视讯产品与解决方案，会议与监控业务协同发展

苏州科达是领先的视讯与安防产品及解决方案提供商。2004 年成立至今，公司一直专注于网络视讯技术的研究、解决方案的开发以及网络视讯产品的制造、销售及服务。2004-2006 年，公司创立期业务从语音（网络综合复用设备和以太网转换设备）过渡到网络视讯系统，承接全国范围内 1 万多点视频会议系统，并在电信运营商主推的“全球眼”和“宽视界”视频监控业务中承接多个省份平台系统。

2007-2009 年，公司视频系统业务稳步发展，逐步退出高清视频会议终端和平台、专业化可视指挥调度系统；同时，视频监控业务发展出从前端到平台的全系列产品，市场份额稳步提升，

2010 年以来，公司步入快速发展期。在视频会议领域，2011 年公司针对重点行业市场，推出了云可视会商、远程视频接访、远程帮教探视、远程医疗等解决方案，2012 年针对高端应用推出基于远程呈现技术的“网呈”系统，针对企业市场推出“摩云视讯”产品；在视频监控领域，公司进行了前端产品网络摄像机和平台设备的升级，丰富了产品系列，相继推出了 1080P、4K 级别的高清视频监控产品以及平安城市、图像综合管理、图像侦查、网上督察、安防综合管理、数字审讯、数字庭审等一系列解决方案。

图 1：公司业务发展历程



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

2016 年 12 月 1 日，公司在上海证券交易所主板挂牌上市。目前，公司已形成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以及涵盖网络视讯系统软硬件的完整产品链，成为国内网络视讯系统产品和解决方案的主要供应商之一。

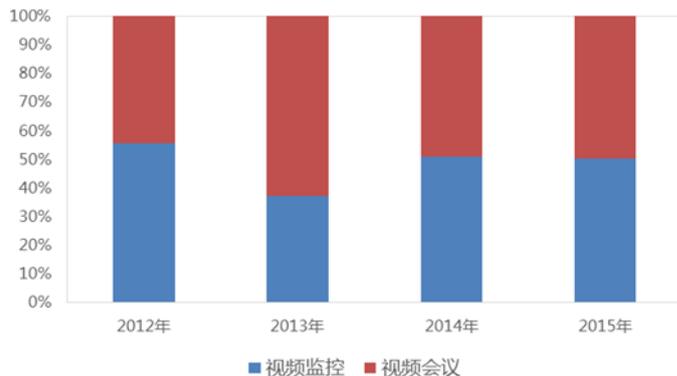
2016 年 1-9 月公司实现营业收入 86773.65 万元。目前，公司的视频会议和视频监控两部分业务协同发展，共同支撑收入增长。2015 年公司视频会议业务实现收入 60221.85 万元，同比增长 26%，占总收入比重 49.85%；视频监控业务实现收入 60593.42 万元，同比增长 22%。

图 2：2012 年-2016 年 Q3 苏州科达营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：2012 年-2016 年 Q3 苏州科达营业收入构成情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）重视研发与营销团队建设，产品线完备提供整体解决方案

1、面向行业提供整体解决方案，毛利率显著高于竞争对手

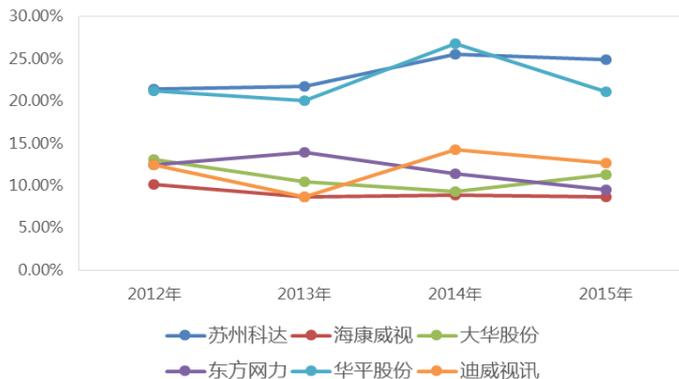
公司网络视讯产品线完善，具备为客户提供全套网络视讯设备的能力。在视频会议领域，公司拥有从标清到高清的 MCU、会议终端、摄像机、外设和软件等全套产品线，可以满足不同行业、不同规模以及不同环境的用户需求。在云计算迅速发展的浪潮中，公司还开发了“摩云视讯”产品，为广大企业提供了应用丰富、成本低廉的视频会议租赁服务，为公司占领未来前沿市场打下了良好基础。

在视频监控领域，公司拥有管理平台、NVR、接入网关、存储阵列、网络摄像机、编解码器等硬件设备和平台软件、监控管理软件、智能分析软件等关键软件，并推出了一系列车载、单兵等无线前端设备。2013 年公司率先推出了视频监控云存储，更好适应了大数据的发展趋势。

公司视频会议和视频监控两大业务协同效应明显，随着网络视讯产品的逐渐普及，用户的视讯需求逐渐从单一的通信沟通、安防监控扩展到图像整合、信息整合、调度指挥等综合应用功能。公司在完善的产品线基础上，可以面向公安、检察院、法院、交通、医疗、教育等行业的客户提供专业、综合解决方案。

据公司官网数据显示：截止 2016 年底，公司累计参与了全国 700 多个平安工程与天网工程建设；交付了 500 多个智能交通项目；携手最高检、25 个省检院以及 2000 多个基层检察院建设科技强检之路，推进了全国 17 个省法院信息化转型建设，政务视频会议市场占有率稳居前列；上海地区 70% 的高校选择科达，全国累计拥有 300 多所高校成功案例；并协助建成全国规模最大的远程医疗云视讯系统。

图 4：公司销售费用率同行业对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司丰富的行业解决方案



资料来源：公司官网，华金证券研究所

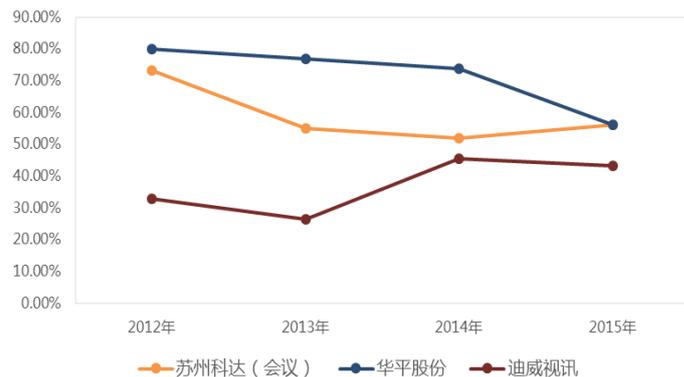
由于客户的偏好、丰富的产品线、高技术含量、可靠的产品品质等因素，公司产品具有较高的附加值。近年来，公司始终维持较高的毛利率水平，其中视频监控业务的毛利率 2013 年以来显著高于海康威视、大华股份等公司，2015 年毛利率达到了 76.48%。在视频会议业务上，公司 2015 年毛利率为 56.04%，相比 2014 年有所提升，显著高于对手。

图 6：公司视频监控业务毛利率同行业对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：公司视频会议业务毛利率同行业对比



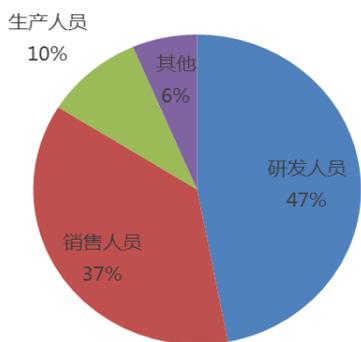
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、重视技术与客户需求，自主研发与营销保持高投入

公司始终保持高研发投入，保障技术的先进性。2015 年研发费用率达 29.50%，显著高于视频监控与视频会议同行业可比公司。目前，公司拥有技术研发人员 1576 人，占公司总员工人数的 46.99%，技术人才储备充足，为新技术、新产品的研究开发提供坚实基。另外，在产品的核心生产环节，公司坚持自行生产，以保障产品可靠性。

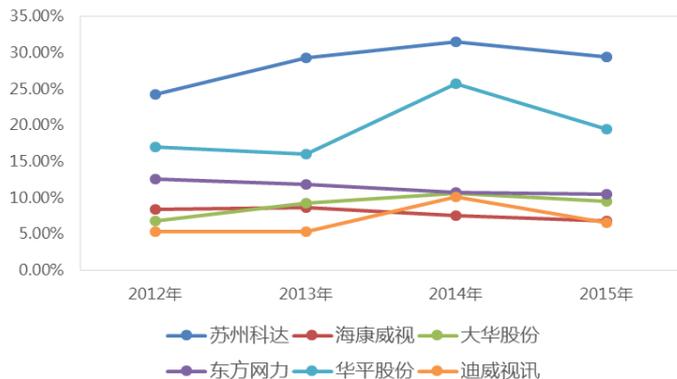
与此同时，公司已有的销售模式以整体解决方案为核心，在全国范围内设立了 31 个区域销售中心，广泛的客户覆盖保障紧密的客户关系，使得公司销售团队快速增大，也使得公司销售费用较高。

图 8：公司人员构成情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：公司研发费用率与同行业对比



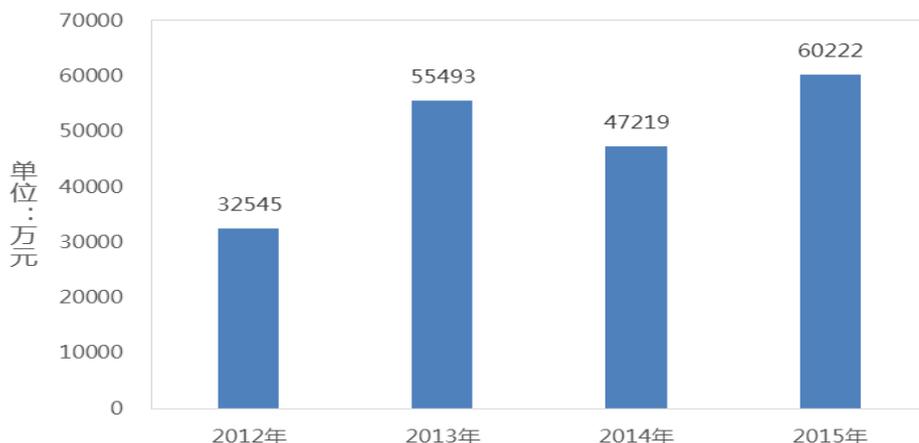
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、视频会议市场占有率超过 15%，新产品助力业绩持续增长

（一）视频会议行业领导者，市场占有率超过 15%

近 16 年的视频会议行业经验，公司拥有完善的视频会议产品线，可提供网屏、会议室、桌面、移动等全系列沟通与协作解决方案，能满足公法检、教育、医疗等不同行业的客户需求，推出远程医疗、远程视频接访、远程帮教探视会见系统、可视指挥调度等解决方案，行业市场占有率位居前列。

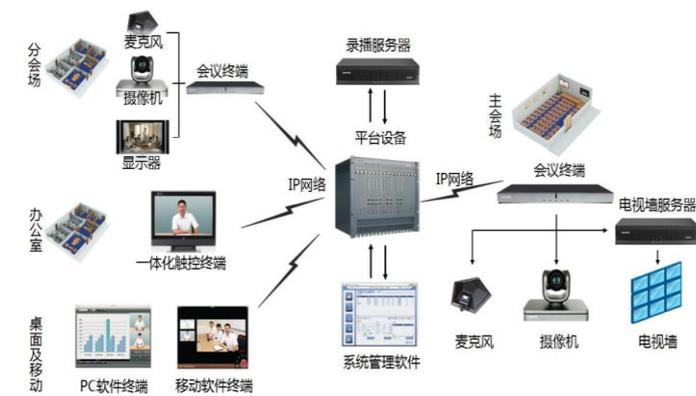
图 10：2012 年-2015 年公司视频会议业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

2015 年公司视频会议业务实现收入 60221.85 万元，同比增长 27.54%。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%。

图 11：公司视频会议系列产品



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 12：公司网屏产品在全国检察机关应用



资料来源：公司官网，华金证券研究所

（二）政府行业需求扩大，教育、医疗等领域需求兴起

随着网络带宽的提升和资费下降，网络视讯技术发展和产品成本降低，视频会议的用户群体不断增加，市场规模日益扩大。从应用场景看，视讯产品开始从单纯的视频通话向远程医疗、远程教学、可视指挥调度等形式变化；从应用领域来看，呈现出行业领域不断扩大、应用向下级延伸、从大会议室部署拓展到部门会议室和桌面终端等特点。

1、政府信息化建设驱动视频会议需求增长

政府行业是公司视频会议业务面向的主要市场，涵盖了公检法司、武警、消防、军队、国土等政府部门。政府部门通过应用视频会议系统，能够实现高质量的通信和信息共享，减少差旅的时间和经济成本。除了举行远程会议之外，视频会议系统还可以应用于可视指挥调度、远程司法、协同办公等用途，在提高办公人员工作效率。

随着政府信息化建设的加速和视频会议技术的发展，视频会议的政府市场需求在纵向和横向两个维度上持续扩展。在纵向应用规模的扩张上，政府部门的视频会议系统建设已覆盖到部委和省市级，未来将持续产生大量的高清化改造和扩容需求，而随着政务部门信息化覆盖率的提升，县乡一级基层机关庞大的基数也将为视频会议市场提供广阔空间。

在横向应用领域的扩张上，视频会议功能日益丰富。在公共安全领域，视频会议系统通过与视频监控的融合，可在政府抢险救灾、公共危机事件、大型展览、运动会等场合中实现远程指挥调度，快速传播现场信息，为决策人和应急响应人员提供相关情报的了解渠道以及其他决策人员的联络渠道，帮助其稳健地实施行动并处理紧急状况，进而提高行动效率。

图 13：视频会议在政府部门的应用



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 14：法院行业视频远程接访应用



资料来源：公司官网，华金证券研究所

随着技术的发展和政府对需求的深度挖掘，视频会议系统不断推出新的解决方案，例如远程审讯、远程探视、远程信访接待等一系列新型视频会议应用，为政府的跨部门跨地区协作、方便人民群众、政务公开、提高行政效率发挥积极作用。

以司法领域为例，在“贯彻依法治国，确保司法公正”的精神指导下，2014 年，中共中央办公厅、国务院办公厅发布了《关于依法处理涉法涉诉信访问题的意见》，要求各级政法机关开辟视频接访等措施，为涉法涉诉信访群众反映问题提供畅通便捷的渠道，在该意见指导下，最高人民法院和最高人民检察院分别于 2014 年发布了《最高人民法院远程视频接访规则》和《最高人民检察院远程视频接访办法（试行）》，通过建设远程接访系统，努力减少群众涉诉上访负担，努力实现从走访到远程视频接访的申诉信访模式转变。未来视频会议系统将继续与政府公务不断融合，释放视频会议需求。

2、医疗、教育等行业需求兴起

随着教育信息化工作的不断深入，视频会议系统作为一种直观、高效、及时、低成本的远程沟通工具，已经延伸到教育领域的各项业务，涵盖了远程培训、课程点播、远程观摩评估、网络教研等各个方面。

根据教育部《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010 - 2020 年）》要求，“信息技术对教育发展具有革命性影响，必须予以高度重视；要把教育信息化纳入国家信息化发展整体战略，超前部署教育信息网络；到 2020 年，基本建成覆盖城乡各级各类学校的教育信息化体系，促进教育内容、教学手段和方法现代化”。

根据教育部数据显示，截止 2015 年底我国共有普通高等学校 2560 所，成人高等学校 292 所，高中阶段学校 2.49 万所，义务教育阶段学校 24.29 万所，以及各类民办学校教育机构 16.27 万所。未来庞大的校园教育市场，将给视频会议行业带来巨大的市场需求。

图 15：视频会议在教育行业的应用



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 16：医院视讯融合



资料来源：公司官网，华金证券研究所

医疗卫生行业是近些年来视频会议系统在公共服务行业的另一个重要应用领域。视频会议系统实现了对医学资料、远程视音频信息的交互式远程共享，可广泛应用于远程手术指导与示教、远程医疗会诊、远程诊断、ICU 重症监护室探视、主任医师查房等远程医疗服务中。

根据国家统计局数据显示，截止 2015 年底，我国共有医疗卫生机构 990,248 所，其中医院 27215 所，乡镇卫生院 36869 个，社区卫生服务中心（站）34588 个，诊所（卫生所、医务室）195,866 个。未来远程医疗的快速推进和医院信息化建设的发展都将为视频会议行业带来巨大的市场需求。

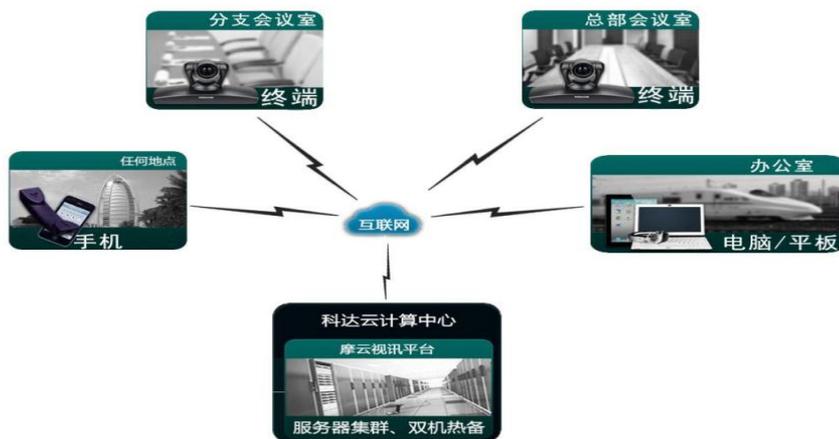
此外，金融行业需求同样推动着视频会议市场需求增长，金融业具有跨地区运营的特点，金融企业普遍设有大量分行、分部或营业部等，内部管理等着巨大的视频会议需求。目前，金融行业的视频会议系统除进行日常的分支机构通信外，还具备员工面试、培训、考核等多种应用，已经成为金融行业工作的日常工具。在各金融行业的子行业中，银行业和证券业视频会议建设发展较快，保险行业也有较大的发展潜力，未来新增网点的系统新建需求以及已建网点的系统升级改造需求将成为视频会议市场发展的重要推动力。

（三）企业市场需求尚待培育，摩云视讯平台提前布局

企业的发展扩大过程中同样面临着内部信息沟通不畅、管理执行效率低下的问题，视频会议强大的远程沟通内力在企业市场具有相当大市场空间。但企业市场与政府、大型机构不同，大部分企业对设备投资敏感，同时专业技术人员匮乏，投资自建一整套视频会议系统的意愿不强，因此，国内视频会议在企业市场的发展缓慢，整体需求尚未进入快速增长期。

而采用“公有云”架构和租用模式的视频会议系统，能满足企业市场需求，随着云计算模式的普及，有望为视频会议在企业市场打开新的发展空间。针对这一趋势，公司密切关注“云计算”技术的发展，并于 2011 年推出“摩云视讯”租赁会议产品，面向广大企业市场提供基于云计算的视频会议租赁服务。

图 17：摩云视讯平台



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

在“摩云视讯”业务模式下，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，让用户享受无所不在的沟通体验。

三、尚待挖掘的视频监控潜力股，千亿级市场大展宏图

（一）安防市场规模稳健增长，视频监控智能化趋势显著

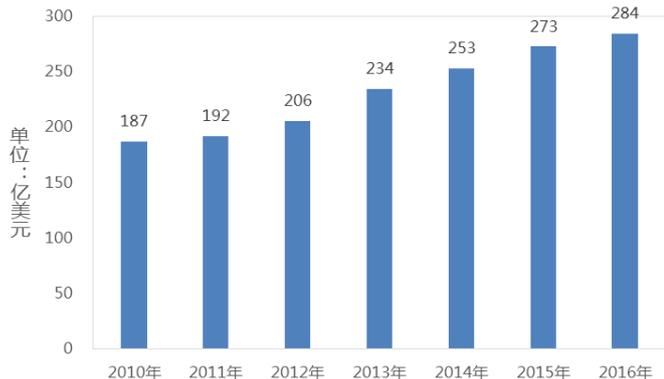
1、安防行业增长仍有空间，2018 年市场规模超 1000 亿元

近年来，国内外恐怖袭击、安全事件频繁，整体安全局势严峻，各国不断加大对安防行业的投资，2016 年全球安防产品市场规模从 2010 年 187 亿美元上升到 284 亿美元。

随着平安城市建设持续推进，我国安防行业经历了快速的增长，2016 年我国安防市场规模已经达到 5400 亿元，相比 2010 年 2270 亿元的规模增长一倍有余。根据海康威视发布的数据显示，2016 年我国视频监控市场达 867 亿元，到 2018 年市场规模将超过 1100 亿元。

从应用行业需求看，平安城市、智慧城市建设是安防产品最大的应用市场，从 2012 年住建部发布《关于开展国家智慧城市试点工作的通知》起，截至 2015 年 9 月，我国 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，而根据《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》提出的发展目标，我国城镇化常住人口达 60%，城镇进程将进一步推进，平安城市、智慧城市的需求潜力将继续释放。

图 18：全球安防产品市场规模



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：中国安防市场规模



资料来源：Wind，华金证券研究所

除了平安城市、金融、交通等传统领域，安防产品、视频监控开始向智能楼宇、文教卫等偏民用领域扩展，从发展势头来看，政府、交通市场还在持续增长，民用市场保持高速增长势头。民用市场近年迎来发展期。

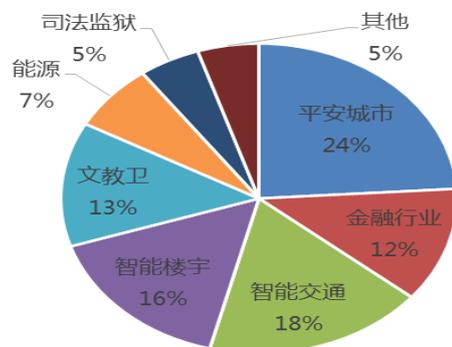
随着人们生活的水平提高，消费者正在成为推动安防的重要组成部分，中小企业、商铺、家庭将逐渐成为常规安防需求的中坚力量。根据中安网数据，2015 年我国民用安防市场产值达 360 亿元，同比增速超过 50%，目前只占了 7% 左右的市场份额，远远落后于发达国家（如美国民用安防监控产值占据了整体的 30% 以上），具有非常强的发展潜力。

图 20：中国视频监控市场规模及增速



资料来源：海康威视，华金证券研究所

图 21：中国视频监控市场行业结构



资料来源：中安网，华金证券研究所

2、后端应用成竞争焦点，智能分析是核心

视频监控普及的同时，后端应用发展仍不足，监控信号数量迅速增加，已经超出了监控人员所能实时管理的范围，如何利用收集的海量视频资源提高安防效率成为痛点，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，是当下厂商竞争的焦点所在。

智能视频监控系统与传统视频监控系统相比，在持续性方面，可避免人员疲劳，真正实现 7 × 24 全天候监控；在有效性方面，可将实际有效监控范围提高数十倍；在监控能力方面，能够侦测、记录、跟踪、预警、分析出现在监控范围内的违规行为；在监控传输通道有效利用率方面，

可对视频图像中海量的数据进行高速分析；在监控录像管理效率方面，可设置“告警触发式”录像模式——只对用户指定的入侵行为或威胁事件前后过程进行录像。

在智能化的过程中，必然需要升级摄像机、添置分析服务器等，为视频监控企业开拓了新的市场。目前，我国平安城市、智能交通等领域对智能化需求旺盛，并且不断与高清化、网络化相结合，对摄像机、形成全新的解决方案，促进行业的发展。

（二）视频监控 PPP 模式兴起，解决方案提供商将受益

根据《国家发展改革委关于开展政府和社会资本合作的指导意见》，政府和社会资本合作（PPP）模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率，通过特许经营、购买服务、股权合作等方式，与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系。

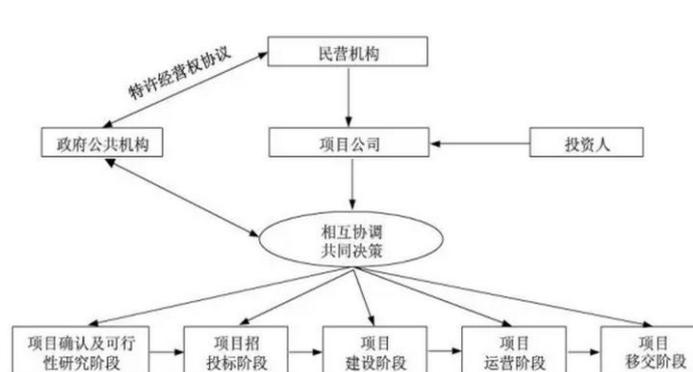
PPP 模式具有公私合营，风险共担的特点，广纳各方资金缓解政府财政压力。吸纳民营企业在管理和技术上的优势，并以政策扶持给予民营企业有利可图的保障，以加快基础设施的建设和有效运营。实现政府、民营企业基于某一项目而形成双赢，参与各方能达到与其单独行动相比更为有利的结果，即使参与各方没有达到自身理想的最大利益，也能实现总收益即社会效益最大化。

图 22：PPP 模式分类介绍



资料来源：公开信息，华金证券研究所

图 23：PPP 模式组织机构设置图



资料来源：公开信息，华金证券研究所

为促进 PPP 项目的加快落地，国务院、各部门及地方政府先后发布一系列政策法规文件。目前 PPP 模式已经在全国全面推广开来。根据财政部全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报，截至 2016 年 12 月末，国家示范项目 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；全国入库项目 11260 个、总投资 13.5 万亿元，其中识别阶段 6987 个，总投资 6.7 万亿元；准备阶段 1,936 个，总投资 3 万亿元；采购阶段 986 个，总投资 1.5 万亿元；签约落地 1351 个，总投资 2.2 万亿元；全国入库项目落地率为 31.6%。

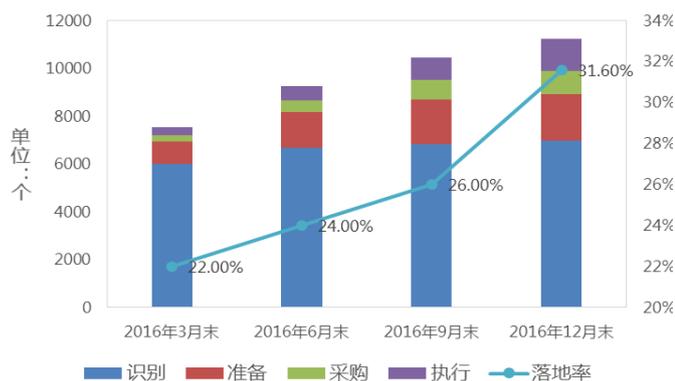
表 1：PPP 相关政策、文件整理

时间	颁布机构	内容
2015 年	国务院	关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见
	财政部	关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知
	交通运输部	关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见
2016 年	国务院	鼓励采用 PPP 模式引导社会资本参与健康医疗大数据应用发展

时间	颁布机构	内容
2017 年	国务院	关于进一步做好民间资本投资有关工作的通知
	财政部、发改委	关于进一步做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知
	文化部	关于组织开展第三批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知
	环保部	关于申报污染防治领域 PPP 推介项目的通知
	财政部	关于印发《财政部政府和社会资本合作（PPP）专家库管理办法》的通知
	财政部	关于印发《政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台信息公开管理暂行办法》的通知

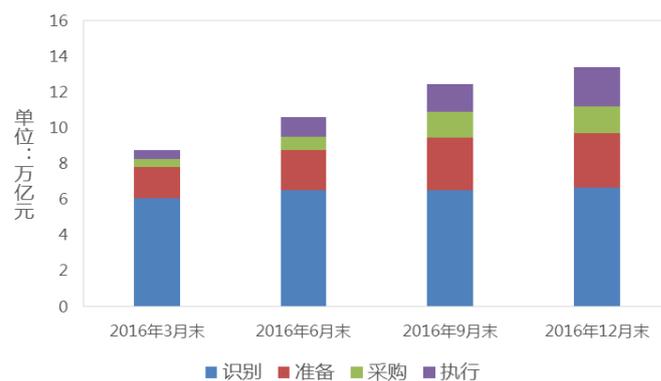
资料来源：公开信息，华金证券研究所

图 24：全国入库项目数量



资料来源：CPPPC,华金证券研究所

图 25：全国入库项目投资金额



资料来源：CPPPC,华金证券研究所

安防项目涉及金额一般较大，同样也是 PPP 招标方式的主要领域，并且解决方案提供商在其中具有优势。厂商需要在项目中提供集硬件设备、产品集成及后期运维整体解决方案，项目持续周期一般较长，并且随着项目智能化程度越来越高，规模越来越大，厂商需要承担起总体架构设计和系统运营的工作，对安防、视频监控厂商的要求较高，那些具备齐全产品、综合解决方案及项目运营能力的厂商则有机会获得新一轮增长。

（三）视频监控潜力股，布局 PPP 模式寻突破

自 2004 年以来，公司一直专注于发展网络视频监控，坚持网络化、高清化和智能化技术变革。目前已成为该领域最具影响力的代表品牌，拥有平台、NVR、IPC、存储、编解码器、无线等十多个子产品线、近千款产品组合。

在技术体系方面，公司的技术体系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环节，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各项产品的自主知识产权及核心源代码。

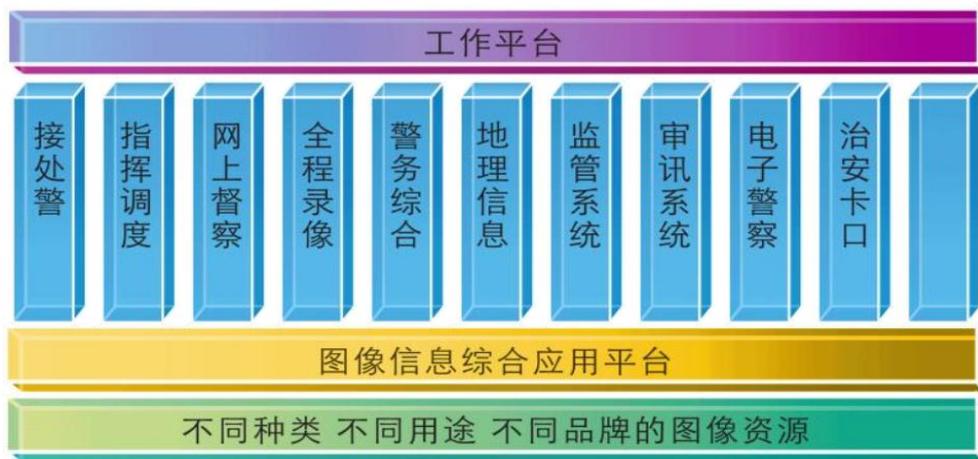
图 26：公司视频监控产品线



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

公司顺应行业发展趋势，结合自身在视频会议、视频监控两大网络视讯领域的综合优势，逐步将视频会议、视频监控业务由业务工具转变为整合用户业务的支撑平台，形成了视频指挥调度、图像信息综合应用、综合安防管理等典型解决方案，以平台化的理念对各类数据进行资源整合，解决了传统视讯系统中出现的重复建设、子系统关联性低、信息闭塞、与业务系统分离的弊病，体现了公司显著的综合应用能力。

图 27：公司图像信息综合应用平台解决方案

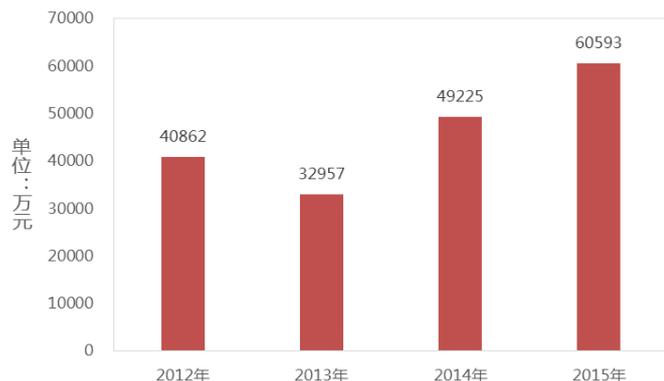


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

我国视频监控行业目前处于完全竞争状态，从业企业众多，整体上分为三个梯队：海康威视大华股份属于第一梯队；宇视、科达等位居第二梯队，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%。

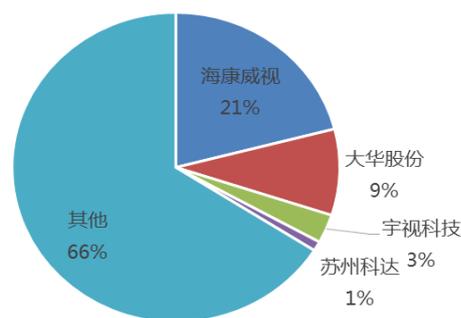
近年来公司视频监控业务发展迅速，2015 年视频监控业务收入达 60593.42 万元，同比增长 23.09%。但由于公司业务模式主要面向政府等行业级市场提供综合解决方案，市场规模巨大的企业市场尚未完全打开，所以市场占有率相对偏低。预计随着公司业务模式进一步完善，公司在视频监控市场的份额有进一步打开的空间。

图 28：2012 年-2015 年公司视频监控业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 29：2014 年我国食品监控市场份额



资料来源：海康威视，华金证券研究所

为寻求业务的进一步拓展，满足平安城市业务发展需要，适应政府招标 PPP 等项目业务模式要求，2017 年 1 月 26 日，公司公告拟以自有资金 10000 万元人民币投资发起设立苏州科达系统集成有限公司。

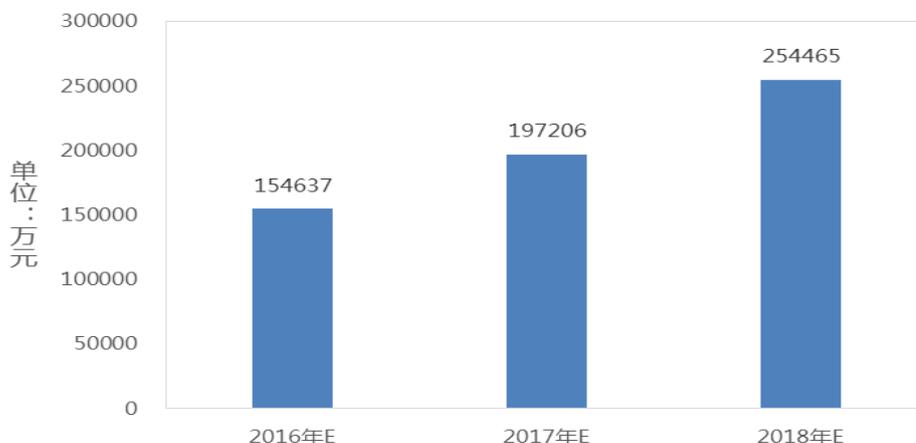
四、净利润增速保持在 40%左右，给予买入-A 评级

我们预测 2016 年-2018 年公司的主营业务收入分别为 154637 万元、197206 万元和 254465 万元。2017 年-2018 年 EPS 分别为 0.98 元和 1.47 元，6 个月目标价 49 元。给予买入-A 评级。

（一）营收将稳健增长，2017 年增速 27.5%

公司在视频会议市场占据着领先的市场地位，预计将有稳健的增长。在视频监控领域，公司具有完整的产品线，能基于客户需求提供综合解决方案，受制于公司过去深耕行业级市场提供综合解决方案的业务推广模式，公司在视频监控市场的份额尚未完全打开，随着需求扩大，以及公司在 PPP 项目布局的展开，公司的市场地位将进一步提升。2017 年业务收入增速大约 27.5%。

图 30：2016 年-2018 年公司主营业务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：主要产品收入和毛利率情况

	2016 年 E	2017 年 E	2018 年 E	
收入 (万元)	视频监控	75992	96851	127055
	视频监控摄像机	29373	37068	47265
	视频监控平台	39784	53828	73400
	视频监控编解码器	5010	4762	4920
	视频监控-其他	1825	1193	1470
	视频会议	78645	100355	127409
	视频会议终端	49101	64110	84685
	视频会议平台	16065	20312	25949
	视频会议摄像机	12548	15274	16030
	视频会议-其他	931	660	746
毛利率	视频监控	54.86%	54.26%	53.17%
	视频监控摄像机	46.91%	45.01%	44.42%
	视频监控平台	61.94%	60.97%	59.23%
	视频监控编解码器	63.12%	62.30%	61.21%
	视频监控-其他	5.55%	6.40%	5.06%
	视频会议	74.60%	73.35%	73.18%
	视频会议终端	79.25%	77.09%	76.17%
	视频会议平台	76.47%	74.47%	73.72%
	视频会议摄像机	59.14%	59.13%	59.67%
	视频会议-其他	5.51%	4.64%	5.47%
毛利 (万元)	视频监控	41687	52549	67555
	视频监控摄像机	13780	16685	20997
	视频监控平台	24644	32822	43472
	视频监控编解码器	3163	2967	3011
	视频监控-其他	101	76	74
	视频会议	58667	73609	93236
	视频会议终端	38910	49421	64501
	视频会议平台	12285	15126	19129
	视频会议摄像机	7420	9032	9564
	视频会议-其他	51	31	41

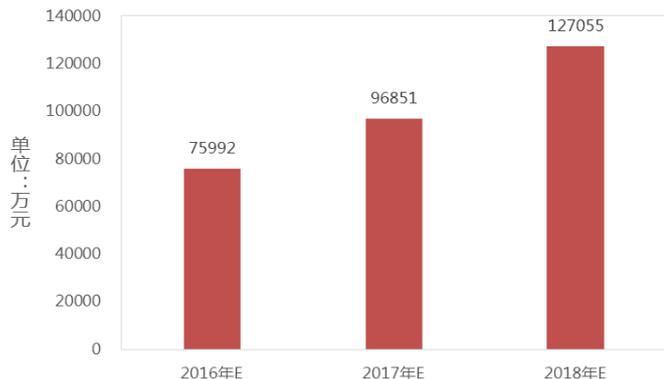
资料来源：Wind，华金证券研究所

公司于 2005 年进入视频监控市场，近年来也发展迅速。但是公司这块业务主要客户是政府等行业级市场，还未进入体量更大的企业级市场，因此，我们认为，随着公司向企业级市场的发展，公司的视频监控业务也能保持一个持续的增长。我们预测，视频监控业务 2016 年-2018 年收入分别为：75992 万元、96851 万元和 127055 万元，年均复合增长率约 27.99%。

我国视频监控行业目前处于完全竞争状态，参与者众多，中国安全防范行业企业会员数量已达 3 万余家，市场竞争呈加剧态势。特别是在企业市场，竞争更加激烈，毛利率水平同比政府等行业市场，毛利率水平更低。因此，随着公司向企业级市场的进军，我们认为视频监控业务中个子业务的毛利率也会呈下降趋势。

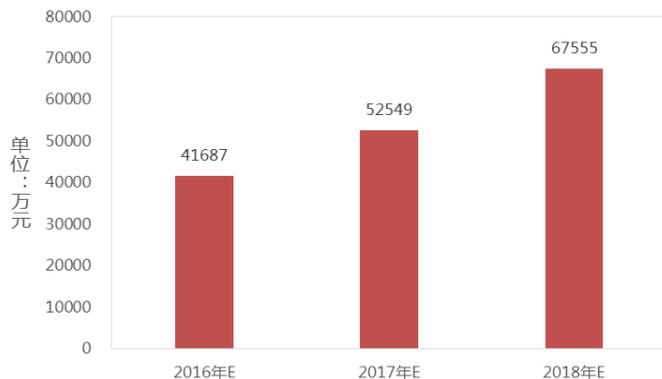
对比同行业公司趋势以及公司前三季度情况，2016 年-2018 年视频监控业务的毛利率预测值分别为：54.86%、54.26%和 53.17%；毛利分别为 41687 万元、52549 万元和 67555 万元。

图 31：2016 年-2018 年公司视频监控业务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 32：2016 年-2018 年公司视频监控业务毛利预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

政府行业是公司视频会议业务面向的主要市场，涵盖了公检法司、武警、消防、军队、国土等政府部门。随着政府信息化建设的加速和视频会议技术的发展，视频会议的政府市场需求在纵向和横向两个维度上持续扩展。我们预测，视频会议业务 2016 年-2018 年的收入分别为 78645 万元、100355 万元和 127409 万元，年均复合增长率 28.38%。

由于，视频会议的主要客户均为行业机构和大型企业，市场处于寡头竞争格局，毛利水平也相对较高；特别是在高清化、远程呈现和云计算等新技术的驱动下，会有更多的新产品出现，整体毛利率也将保持稳定。结合公司前三季度情况，我们预测，2016 年-2018 年公司视频会议业务毛利率分别为：74.60%、73.35%和 73.18%；毛利分别为 58667 万元、73609 万元和 93236 万元。

图 33：2016 年-2018 年公司视频会议业务收入预测



资料来源：Wind，金证券研究所

图 34：2016 年-2018 年公司视频会议业务毛利预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）对比同行业平均水平，公司估值处于低位

与同行业可比公司相比较，公司的估值水平较低。我们预测，受视频监控业务和视频会议两项业务需求的增长，未来两年公司收入仍然将快速增长。

考虑安全边际后，给予公司 2017 年 50 倍 PE，相当于行业平均水平的 60%。

表 3：可比公司估值对比

代码	名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS		PE	
				2017年	2018年	2017年	2018年
600728.SH	佳都科技	145	9.10	0.18	0.25	51	37
002236.SZ	大华股份	478	16.48	0.81	1.00	20	16
002415.SZ	海康威视	1997	32.45	1.55	1.90	21	17
603918.SH	金桥信息	58	33.10	0.23	0.26	142	129
300367.SZ	东方网力	171	20.04	0.50	0.58	40	34
300449.SZ	汉邦高科	53	36.52	0.28	0.34	130	107
002253.SZ	川大智胜	70	31.13	0.22	0.29	143	107
300609.SZ	汇纳科技	70	69.60	0.61	0.78	114	89
	平均水平			0.55	0.67	83	67
603660.SH	苏州科达	93	37.12	0.98	1.47	38	25

资料来源：Wind，华金证券研究所，截止2017年3月27日收盘价

（三）净利润增速保持在40%以上，给予买入-A评级

由于公司目前的销售渠道尚在建设当中，我们预测公司的销售费用仍然会保持一个较快速度的增长，我们预测2016年-2018年公司的销售费用分别为：3.60亿元、4.38亿元和5.32亿元，费用率分别为23.01%、21.95%和20.68%。

此外，公司还在加大对新产品的研发投入，研发员工人数还在增长。因此，我们认为公司的管理费用也还会增长，我们预测2016年-2018年公司的销售费用分别为：4.95亿元、5.79亿元和6.83亿元，费用率分别为31.65%、29.05%和26.52%。

综上，预测未来2年公司收入和净利润将保持高速增长，增速保持在40%以上。2017年-2018年EPS分别为0.98元和1.47元，6个月目标价49元。给予买入-A评级。

五、风险提示

政府信息化建设推进不及预期会使得公司视频会议业务收入不及预期；行业安防市场增长不及预期以及公司企业级安防市场推进不及预期会使得公司视频监控业务收入不及预期；公司营销渠道建设不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	979.4	1,221.9	1,563.9	1,994.5	2,573.6	年增长率					
减:营业成本	350.5	410.5	550.2	718.7	952.7	营业收入增长率	10.1%	24.8%	28.0%	27.5%	29.0%
营业税费	12.9	15.3	20.0	25.6	32.7	营业利润增长率	-141.7	-427.2	108.2%	74.2%	64.9%
销售费用	250.1	304.7	359.9	437.8	532.2	净利润增长率	-43.1%	125.2%	32.7%	53.3%	49.7%
管理费用	362.1	416.9	495.0	579.4	682.5	EBITDA 增长率	-83.1%	769.5%	67.0%	60.6%	57.4%
财务费用	6.7	7.5	3.1	2.7	2.1	EBIT 增长率	-124.7	-674.9	89.8%	72.0%	63.9%
资产减值损失	15.7	6.4	9.7	10.6	8.9	NOPLAT 增长率	-128.1	-571.5	70.3%	72.0%	63.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.0%	-4.4%	15.1%	4.9%	8.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.5%	22.7%	81.8%	21.2%	26.3%
营业利润	-18.5	60.6	126.2	219.7	362.4	盈利能力					
加:营业外净收支	63.1	65.1	58.8	62.3	62.1	毛利率	64.2%	66.4%	64.8%	64.0%	63.0%
利润总额	44.6	125.7	185.0	282.1	424.5	营业利润率	-1.9%	5.0%	8.1%	11.0%	14.1%
减:所得税	-6.9	6.6	27.7	42.3	63.7	净利润率	5.5%	9.8%	10.2%	12.3%	14.2%
净利润	53.4	120.3	159.7	244.7	366.4	EBITDA/营业收入	1.1%	7.6%	9.9%	12.5%	15.2%
						EBIT/营业收入	-1.2%	5.6%	8.3%	11.2%	14.2%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	44.8%	37.3%	26.6%	25.8%	25.1%
货币资金	125.8	222.1	663.7	884.7	1,208.4	负债权益比	81.0%	59.4%	36.3%	34.8%	33.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.91	2.26	3.50	3.75	3.90
应收帐款	377.7	350.8	403.8	474.1	543.0	速动比率	1.43	1.65	2.83	3.06	3.24
应收票据	29.3	7.9	47.4	27.6	61.2	利息保障倍数	-1.78	9.05	41.39	83.05	170.52
预付帐款	12.5	13.6	15.3	24.7	29.7	营运能力					
存货	185.1	225.3	267.7	318.0	378.7	固定资产周转天数	28	23	16	10	6
其他流动资产	5.6	5.2	4.4	5.1	4.9	流动营业资本周转天数	110	95	81	76	67
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	243	230	256	283	277
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	122	107	87	79	71
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	58	60	57	53	49
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	300	282	292	306	291
固定资产	78.6	75.4	63.5	51.0	37.8	投资资本周转天数	150	133	109	94	77
在建工程	0.7	1.4	1.0	0.4	-	费用率					
无形资产	54.3	54.0	44.5	34.8	24.9	销售费用率	25.5%	24.9%	23.0%	22.0%	20.7%
其他非流动资产	50.6	37.7	33.3	30.2	25.9	管理费用率	37.0%	34.1%	31.7%	29.1%	26.5%
资产总额	920.1	993.5	1,544.6	1,850.6	2,314.5	财务费用率	0.7%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%
短期债务	109.3	45.0	50.0	50.0	50.0	三费/营业收入	63.2%	59.7%	54.9%	51.1%	47.3%
应付帐款	149.5	141.9	177.1	243.2	299.1	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	19.3%	14.1%	17.7%	21.0%
其他流动负债	126.0	177.3	173.4	169.8	221.0	ROA	5.6%	12.0%	10.2%	13.0%	15.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	-3.8%	14.0%	25.0%	37.3%	58.3%
其他非流动负债	27.1	5.9	11.0	14.6	10.5	分红指标					
负债总额	411.8	370.2	411.5	477.7	580.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	4.9	-	-2.3	-7.2	-12.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	200.0	200.0	250.0	250.0	250.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	303.9	423.6	885.4	1,130.1	1,496.5						
股东权益	508.2	623.4	1,133.1	1,372.9	1,733.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	51.5	119.1	159.7	244.7	366.4	EPS(元)	0.21	0.48	0.64	0.98	1.47
加:折旧和摊销	28.4	30.7	25.9	26.7	27.6	BVPS(元)	2.01	2.49	4.54	5.52	6.99
资产减值准备	15.7	6.4	-	-	-	PE(X)	152.2	67.6	50.9	33.2	22.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.1	13.0	7.2	5.9	4.7
财务费用	6.9	7.4	3.1	2.7	2.1	P/FCF	-2,054.	90.6	93.3	36.5	25.0
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	8.3	6.7	5.2	4.1	3.2
少数股东损益	-1.9	-1.2	-2.4	-5.0	-5.6	EV/EBITDA	-	-	48.3	29.2	17.7
营运资金的变动	-55.7	24.8	-83.8	-44.6	-62.5	CAGR(%)	66.9%	44.7%	18.8%	66.9%	44.7%
经营活动产生现金流量	-0.6	198.9	102.4	224.6	328.0	PEG	2.3	1.5	2.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-44.6	-33.5	-4.0	-4.0	-4.0	ROIC/WACC	-0.4	1.3	2.4	3.6	5.6
融资活动产生现金流量	19.8	-69.0	343.2	0.4	-0.3						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn