

## 新疆安防布局提速，区域反恐先锋势起

- **扎根反恐第一线，为城市公安提供安防方案。**公司扎根新疆，致力于为公安等政府机构提供城市安防解决方案。受新疆安防扩需驱动，近年业绩增长迅速。公司股权高度集中，重视高管及员工激励。此次募集资金用于深化研发，待募集资金项目达成，公司软硬件实力提高，核心竞争力有望进一步增强。
- **智能安防为业务核心，反恐精英助力政府护区域平安。**公司主营业务包括智能安防、信息安全等。其中，智能安防业务占比最高，核心产品包括视频卡口深度应用平台和图侦工作平台，并基于此为城市公安、保税区等政府客户提供安防解决方案，2013-2016年该业务营收年复合增长率达55.25%；作为反恐前线精英部队，一方面，公司可基于现有技术、人才优势夯实智能安防主业；另一方面，受内审需求催化，信息安全业务有望成为新的利润增长点。
- **新疆安防市场需求数百亿，政府力促扩容技改。**新疆安防需求强劲，但现有安防建设落后，数百亿安防市场空白亟待填补。政府近年力促新疆安防扩容技改，维护新疆长治久安；新疆政府积极响应，加大地方财政公共安全支出，欲建千亿级智慧安防产业集群。政府推动下，新疆安防布局以PPP模式领跑，近年已明显提速，单个项目平均规模持续增大，产品要求不断升级。
- **深入新疆放眼海内外，待格局打通或成产业主力军。**新疆安防市场规模百亿级。一方面，公司为新疆安防先驱，拥有稳定政府客户，随新疆安防整体扩容、项目平均合同规模加大，作为优势厂商有望进一步提高市占率；另一方面，公司携上海、西安两地顶尖技术人才，技术研发积淀深厚。未来，公司还可将经验输回拓展内地市场，并借力一带一路参与维稳中西亚。扎根新疆放眼海内外，待格局打通，或可成为国家安防产业主力军。
- **投资建议：**公司为新疆反恐前线精英部队，近年不断夯实主业，以智能安防为核心驱动，业绩增长迅速。目前，新疆安防市场尚有数百亿空白亟待填补。公司先发优势明显，技术领先客户稳定，以点带面深入新疆，待艰巨安防任务催化技术革新，可输回经验再拓海内外市场。预计公司2017-2018年EPS分别为0.76元、1.22元，维持“买入-A”投资评级，6个月目标价45元。
- **风险提示：**新疆安防市场不达预期；公司产学研用整合不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	403.6	539.7	809.5	1,173.8	1,643.3
净利润	28.4	42.6	76.3	122.3	183.2
每股收益(元)	0.28	0.43	0.76	1.22	1.83
每股净资产(元)	1.71	3.03	3.77	4.95	6.68

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	119.3	79.6	44.4	27.7	18.5
市净率(倍)	19.8	11.2	9.0	6.9	5.1
净利润率	7.0%	7.9%	9.4%	10.4%	11.1%
净资产收益率	16.9%	14.1%	20.5%	25.0%	27.6%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	28.2%	53.5%	87.0%	44.6%	78.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

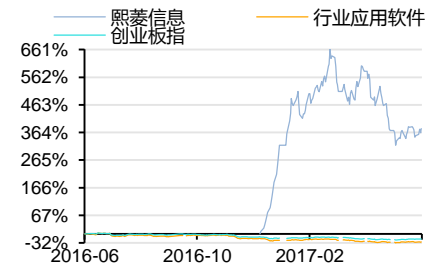
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**45元**  
股价(2017-06-29) **33.91元**

### 交易数据

总市值(百万元)	3,391.00
流通市值(百万元)	847.75
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	25.00
12个月价格区间	7.11/54.19元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.75	-19.15	18.19
绝对收益	1.31	-25.87	

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

孙雨轩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050006

021-35082059

### 相关报告

熙菱信息：业绩超预期，新疆反恐先锋势起/胡又文 2017-04-20

## 内容目录

1. 新疆智能安防及信息安全排头兵.....	4
2. 反恐前线精英部队，助力维护区域平安.....	6
2.1. 应反恐前线需求，为公安、保税区提供智能安防平台 .....	6
2.2. 电子化内审流程，护公安、财政、税务信息安全.....	9
3. 拥数百亿级安防市场需求，新疆政府推动扩容技改.....	10
3.1. 反恐需求迫切，拥数百亿级市场空间.....	10
3.2. 政策响应需求，新疆安防布局已提速.....	12
3.3. PPP 模式领跑，政府推动扩容技改.....	14
4. 战略布局优势显著，待格局打通或成产业主力军.....	15
4.1. 以点带面深入新疆，“先入”或可“为主” .....	15
4.2. 享“人杰”及“地灵”，扎根新疆辐射海内外.....	17
5. 投资建议.....	19
6. 风险提示.....	19

## 图表目录

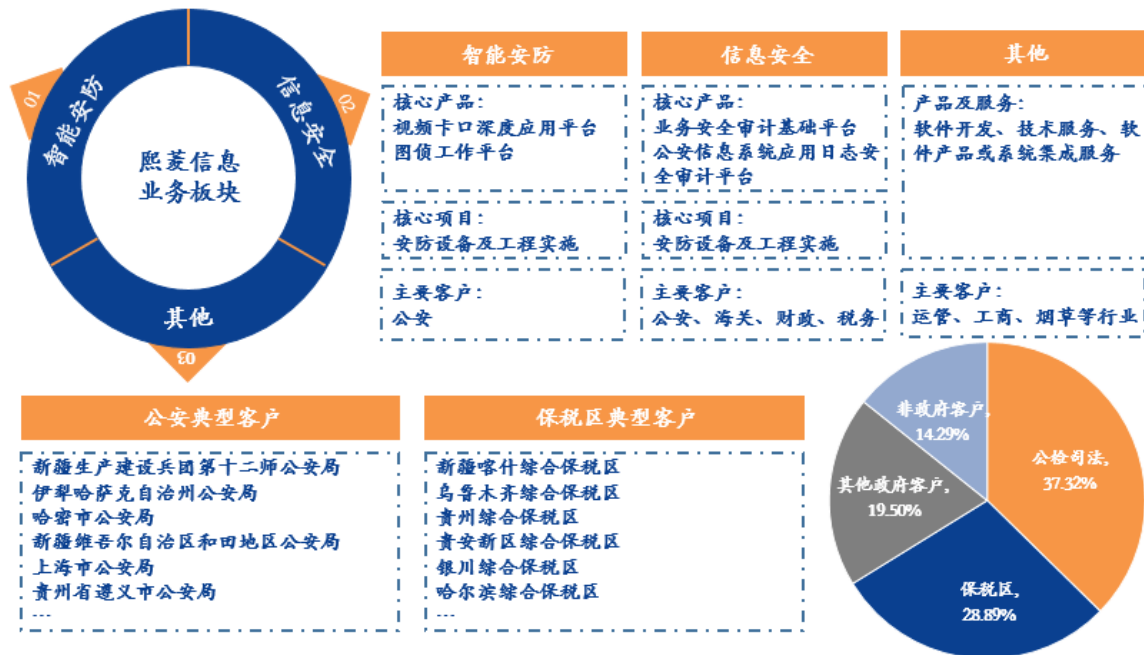
图 1: 业务概况.....	4
图 2: 地域布局情况 .....	4
图 3: 2016 年营收按地区分类.....	4
图 4: 营业收入、归母净利润增长情况（单位：万元） .....	5
图 5: 主营业务按产品分类 .....	5
图 6: 毛利率、净利率情况 .....	5
图 7: 三费费用率情况.....	5
图 8: 股权结构图 .....	6
图 9: 智能安防业绩增长情况（单位：万元） .....	6
图 10: 产品带动项目，项目促进产品.....	6
图 11: 视频卡口深度应用平台 .....	7
图 12: 图侦工作平台 .....	7
图 13: 保税区项目概况.....	8
图 14: 2013-2016Q3 安防信安前十大项目收入总额对比 .....	9
图 15: 各业务毛利率对比.....	9
图 16: 公司信息安全业务核心产品及项目.....	10
图 17: 公安信息系统应用日志安全审计平台界面.....	10
图 18: 近年全国重大恐怖袭击事件，新疆占逾 8 成.....	10
图 19: 2015 年全国安防企业地域分布情况.....	11
图 20: 2015 年新疆安防市场规模仅占全国 1.23%.....	11
图 21: 新疆信息化建设水平整体落后全国.....	11
图 22: 新疆安防市场规模估计.....	12
图 23: 新疆近年安防行业市场规模估计（单位：亿元） .....	13
图 24: 新疆财政公共安全支出情况及与全国增速对比 .....	13
图 25: 乌鲁木齐财政公共安全支出情况 .....	13
图 26: 2017 年新疆固定资产投资计划达 1.5 万亿 .....	14
图 27: 安防项目 PPP 模式拥有独特优势 .....	14
图 28: 新疆安防 PPP 项目金额及占比显著增加 .....	14

图 29: 安防行业产业链.....	15
图 30: 新疆安防 PPP 项目平均合同规模增加.....	15
图 31: 新疆安防行业金字塔.....	15
图 32: 2013-2016 公司研发投入持续加大 (单位: 万元).....	17
图 33: 在研项目.....	17
图 34: 2013-2016 年公司新疆营收占比.....	18
图 35: 公司智能安防业务蓝图.....	19
表 1: 募集资金投资项目表.....	6
表 2: 智能安防典型公安客户及项目.....	8
表 3: 综合保税区客户及项目情况.....	9
表 4: 新疆强化安防布局近期重要事件.....	13
表 5: 政府科技开发项目.....	17
表 6: 产学研合作项目.....	17
表 7: 公司已与吉尔吉斯斯坦达成两项合作.....	19

## 1. 新疆智能安防及信息安全排头兵

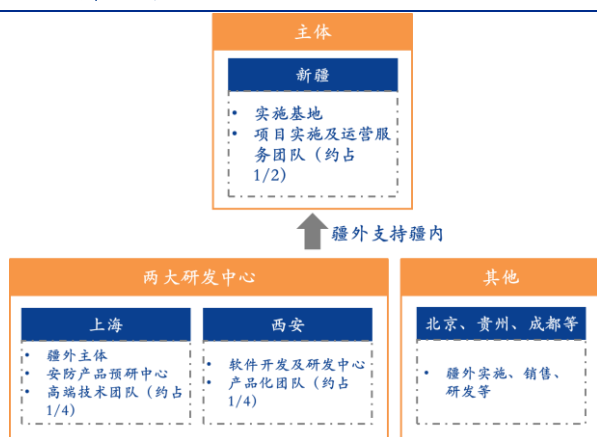
扎根反恐第一线，为公安提供安防方案。公司前身为熙菱有限，1999年于新疆成立，2010年起成为致力于为新疆公安等政府机构提供城市安防解决方案的IT企业。聚焦于新疆地处反恐第一线的安防需求，公司不断调整业务结构，增强研发能力，优化地域布局，现已成为以上海、西安为研发中心、以新疆为主要项目实施基地的区域安防主力军，主要客户为公检司法、保税区等政府机构，2016年前三季度两类客户收入占比66.21%，收入来源稳定，客户粘性强。

图 1：业务概况



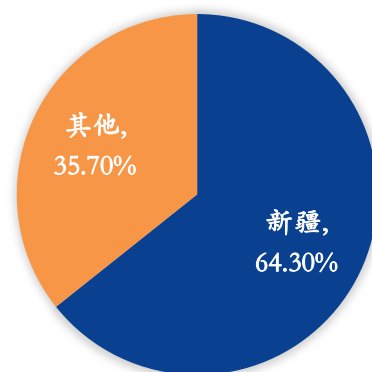
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：地域布局情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

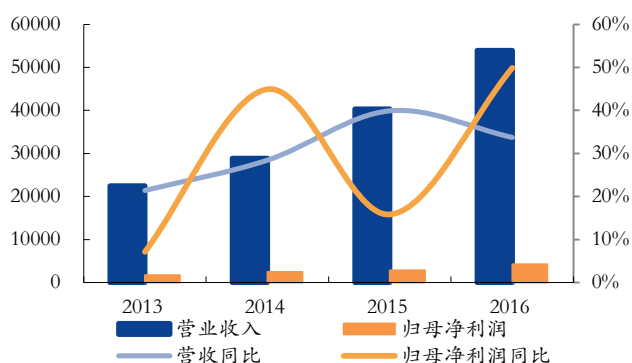
图 3：2016 年营收按地区分类



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

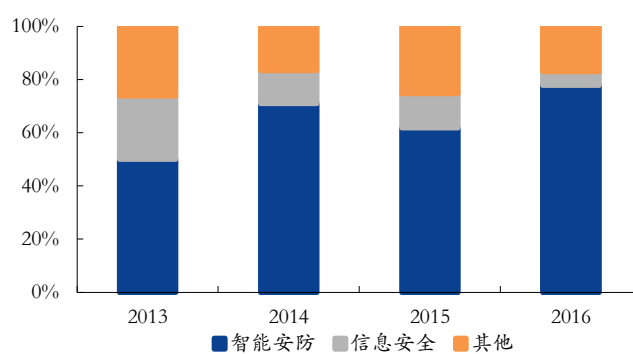
业绩高增长，智能安防为核心驱动力。公司近年业绩增长迅速，2013-2016年，公司营业收入年复合增长率为33.94%，归母净利润年复合增长率为36.00%，毛利率基本稳定，费用率略有下降。公司主营业务分为智能安防、信息安全、其他业务三类。其中，智能安防占比最高，最为成熟，加之新疆地区独特的反恐需求，是业绩增长的核心驱动力。信息安全业务毛利率最高，受新疆内审需求催化，或将成为未来公司新的利润增长点。

图 4：营业收入、归母净利润增长情况（单位：万元）



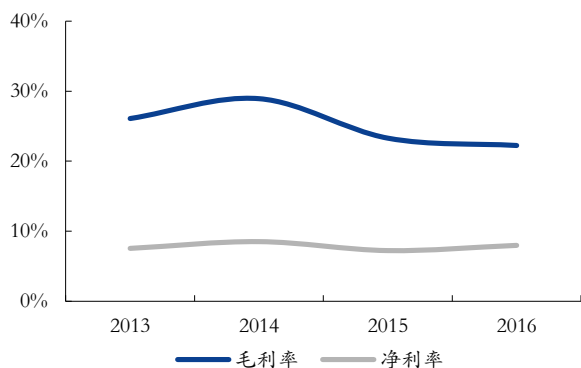
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：主营业务按产品分类



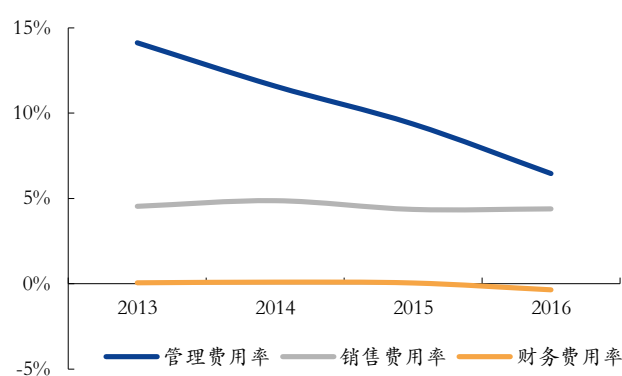
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：三费费用率情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

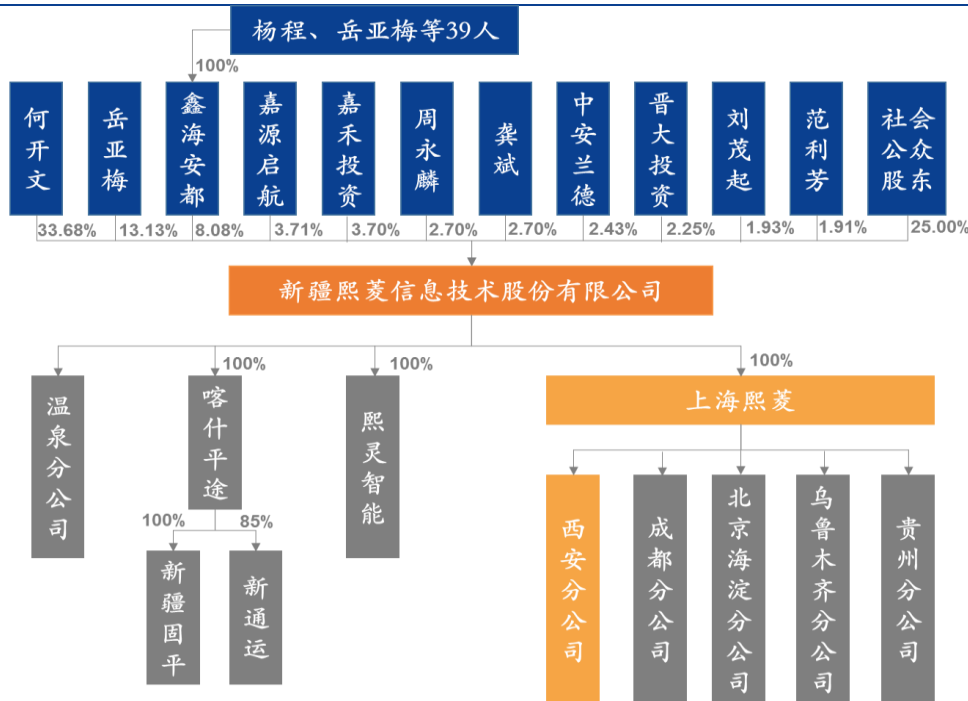
**股权结构高度集中，募集资金加强研发。**公司股权结构高度集中，何开文持股 33.68%，为控股股东；岳亚梅持股 13.13%，与何开文为夫妻关系，两人合计持股 46.81%，为实际控制人；公司重视高管及员工激励，第三大股东鑫海安都为员工持股平台。公司进入新疆较早，地域布局得天独厚，技术、人才上均有优势。截止 2016 年底，公司共有技术人员 297 人，占员工总数 74.25%。此次发行共募集资金 9235.00 万元，用于深化研发，项目总投资额为 22,996.44 万元，缺口由自筹资金补足。待募集资金项目达成，公司软硬件实力提高，核心竞争力将进一步增强。

表 1：募集资金投资项目表

项目名称	服务方向	主要实施地	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
熙菱“魔力眼”智慧安防平台及产业化项目	智能安防	新疆	7648.80	3070.00
信息安全审计产品研发与产业化项目	信息安全	上海	6490.00	2606.00
技术中心建设项目	智能安防、信息安全、其他	上海	3901.79	1566.00
补充营运资金	-	-	4955.85	1993.00

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：股权结构图



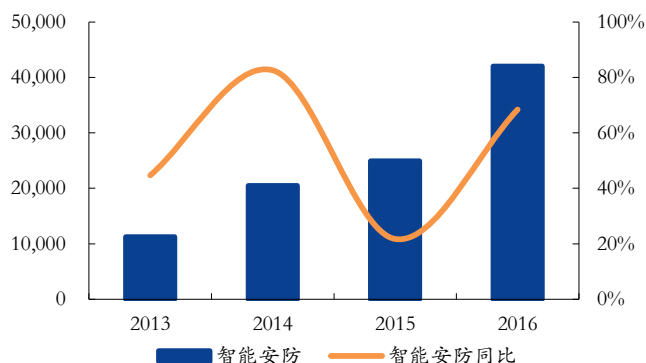
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 反恐前线精英部队，助力维护区域平安

### 2.1. 应反恐前线需求，为公安、保税区提供智能安防平台

智能安防为公司核心业务，典型客户为公安、保税区。智能安防是公司的核心业务，2013-2016年单项业务营收年复合增长率达55.25%。公司拥有视频卡口深度应用平台、图侦工作平台两大核心产品，并基于此为城市公安提供安防解决方案，典型客户有公安机关、保税区客户两类，客户粘性强。作为反恐前线精英部队，公司基于现有技术、人才优势夯实主业，在稳固现有市场基础上，产品带动项目，项目促进产品，应新疆安防需求不断开拓市场。

图 9：智能安防业绩增长情况（单位：万元）



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 10：产品带动项目，项目促进产品

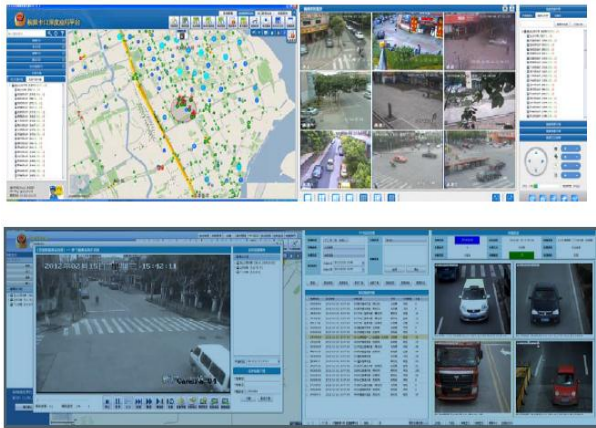


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

两大核心产品，视频卡口海量集成，图侦平台挖掘分析。智能安防业务方面，公司拥有视频卡口深度应用平台、图侦工作平台两大核心产品。视频卡口深度应用平台负责海量集成监控视频，以GIS系统为基础，可无缝集成国内视频监控、电子警察、高清卡口等视频图像监控设备，并与公安部门综合系统协同，实现跨地区、跨部门、跨警种应用，集成能力强、智能化程度高；图侦平台以海量视频图像监控数据为基础，集成专业视频图像算法及工具，深入

挖掘数据，实现视频线索高效研判。

图 11：视频卡口深度应用平台



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：图侦工作平台



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**提供个性化智能安防方案，最大化提升公安警力效用。**基于两大核心产品，公司可为公安机关提供智能安防设备及工程实施核心项目。基于新疆特殊的安全环境，公司始终致力于核心产品竞争能力的提升。近年来，已与新疆多个公安机关形成合作关系，实施数十项典型安防项目。

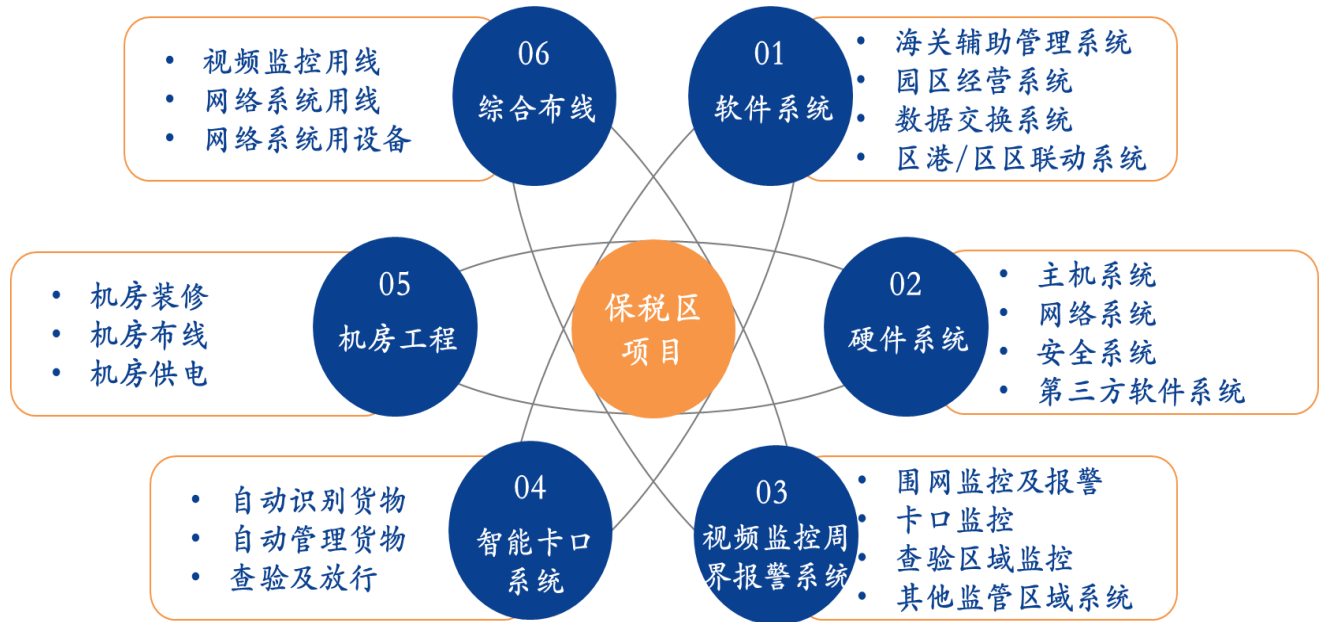
表 2：智能安防典型公安客户及项目

公安典型客户	时间	项目
伊犁哈萨克自治州公安局	2008 年	伊犁州公安警务综合平台建设工程
	2010 年	伊犁州公安局图像控制系统设备采购
	2011 年	伊犁警务综合平台
	2014 年	新疆维吾尔自治区伊犁监狱信息化建设项目
新疆维吾尔自治区和田地区公安局	2012 年	和田市视频监控系统建设工程光平台及传输系统项目
	2012 年	和田地区公安局反恐可视化指挥系统建设项目（一期）
	2012 年	和田地区重点部位视频监控系统及视频联网平台硬件设备采购项目
	2012 年	和田地区公安局信息化硬件采购项目
	2013 年	和田地区公安局信息化硬件设备采购追加项目
哈密市公安局	2013 年	哈密清真寺监控工程
	2014 年	哈密地区公安局重点视频监控系统建设项目
新疆生产建设兵团第十二师公安局	2015 年	社会治安视频监控网络建设项目
	2016 年	十二师二期建设方案

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**助保税区信息化建设，护海关安全。**自 2013 年起，公司基于安防产品提供的保税区信息化建设项目开始增加，目前已累计承接 12 项保税区项目。公司保税区信息化建设项目分为 6 部分：软件、硬件、视频监控周界报警系统、智能卡口系统、机房工程、综合布线。2016 年前三季度，保税区业务收入占公司总营收比例达 28.89%，业务已逐渐成熟，随国家综合保税区审批加速，未来发展可期。

图 13：保税区项目概况



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

表 3：综合保税区客户及项目情况

合同签订年度	项目名称	甲方名称	主合同金额（万元）
2011 年	郑州新郑综合保税区信息平台监管系统	昆山华东信息科技有限公司	1,214.63
2013 年	银川综合保税区信息化管理系统项目三标段硬件采购及技术服务	银川综合保税区投资开发有限公司	2,742.56
2013 年	太原武宿综合保税区信息化建设项目第一标段采购合同	东方口岸科技有限公司	2,249.33
2013 年	新疆喀什综合保税区信息化	喀什综合保税区投资开发有限公司	3,900.60
2014 年	贵州综合保税区信息化一期工程建设	贵阳综合保税区投资发展有限公司	3,430.45
2014 年	红河综合保税区一期信息化系统建设	中国有色金属工业第十四冶金建设公司	2,809.47
2015 年	霍尔果斯合作中心配套区首开区智能围网安全数字监控系统项目	霍尔果斯开发建设有限责任公司	5,402.45
2015 年	满洲里综合保税区一期信息化系统建设项目	满洲里综合保税区筹建办公室	4,632.00
2015 年	贵安新区综合保税区建设项目	贵州贵安综合保税区有限公司	4,708.86
2016 年	哈尔滨综合保税区综合业务用房项目信息化工程	哈尔滨东部地区现代物流产业带推进指挥部综合协调部	6,707.06



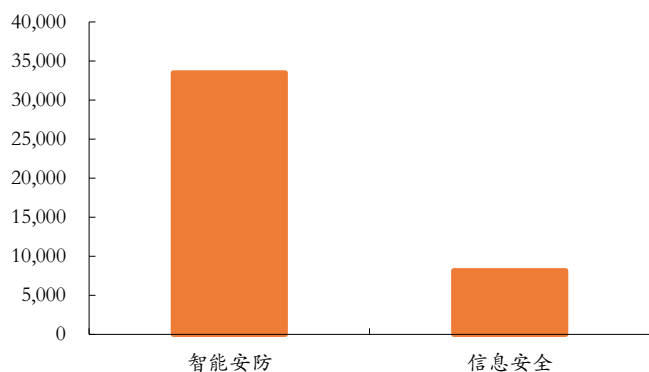
2016年	乌鲁木齐综合保税区园区开发项目信息化系统工程	乌鲁木齐综合保税区开发投资建设运营有限公司	4,960.39
2016年	金义综合保税区监管信息化系统硬件及集成项目	金华市金义综合保税区建设发展有限公司	2,536.32

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 电子化内审流程，护公安、财政、税务信息安全

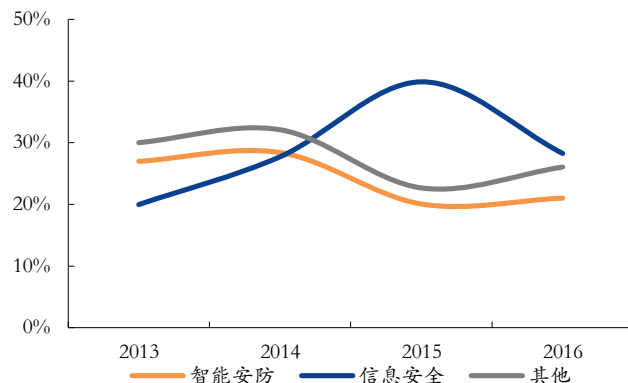
信息安全业务毛利率较高，有望成为新的利润增长点。除核心业务智能安防外，公司在信息安全业务上同样深耕多年。公司信息安全业务核心产品分为两类，其中，业务安全审计基础平台可针对财政、税务等有信息系统业务审计需求的部门提供业务数据审计服务，利用强大大数据挖掘技术促进审计高效化、安全化；公安信息系统应用日志安全审计平台则致力于维护公安信息保护，通过公安信息系统全流程电子化，登记、分析所有操作信息，防止公安敏感信息泄露。相比智能安全业务，信息安全业务虽营收占比较少，单个项目合同金额不大，但毛利率较高。受内审需求催化，信息安全业务未来或将成为公司新的利润增长点。

图 14：2013-2016Q3 安防信安前十大项目收入总额对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：各业务毛利率对比

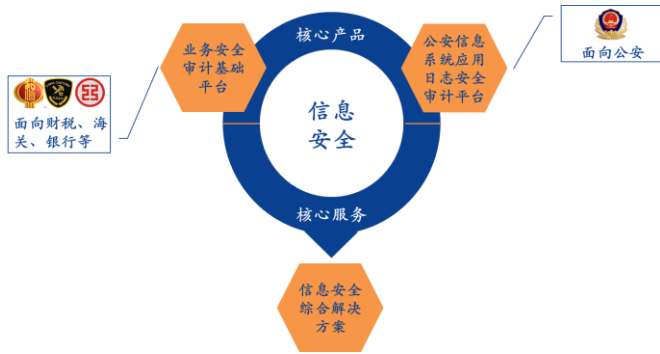


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**业务安全审计基础平台，大数据技术防财务欺诈。**受美国萨班斯法案（2012）启发，我国财政部、国资委、银监会及各行业主管机关近十年来致力于审计信息化建设，防止出现安然、世通财务欺诈类似事件。受内审需求催化，公司基于已有软硬件技术能力，研发出业务安全审计基础平台。该平台可抽取、转化各业务系统杂乱审计信息及信息系统安全审计过程中产生的分散化数据，建立统一存储的审计信息中间库，实现审计流程和审计模型自定义。公司既可作为第三方审计基础平台直接提供给客户；也可针对客户具体需求进行部分二次定制开发。利用强大的大数据挖掘技术，可协助财政、税务等部门内控管理，防止财务欺诈。

**公安信息系统应用日志安全审计平台，电子化流程护信息安全。**由于公安信息资源种类数据激增，数据盗取、越权访问等敏感信息泄露事件时有发生。公司公安信息系统应用日志安全审计平台利用新型安全审计技术，可对公安信息系统的登录、新增、修改、删除、查询等关键操作的时间、地点、人、表单数据进行全方位的安全审计，全流程电子化，保护公安机关信息安全。

图 16: 公司信息安全业务核心产品及项目



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 公安信息系统应用日志安全审计平台界面



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3. 拥数百亿级安防市场需求, 新疆政府推动扩容技改

#### 3.1. 反恐需求迫切, 拥数百亿级市场空间

新疆处反恐第一线, 安防建设刻不容缓。新疆地处祖国边疆, 民族宗教情况复杂, 社会稳定问题由来已久。近年来, 我国共发生重大恐怖袭击事件近 20 起, 新疆占逾 8 成, 其中, 2009 年发生的七五特大恐怖事件伤亡最为惨重。据新疆维吾尔自治区公安厅统计, 自 2009 年来, 新疆每年打击危安现行团伙案数量均逾百起。一方面, 新疆地处反恐第一线, 安防需求强劲; 另一方面, 新疆地处西部开发、一带一路等国家战略关键区域, 社会稳定是经济发展的重要前提, 区域安防建设刻不容缓。

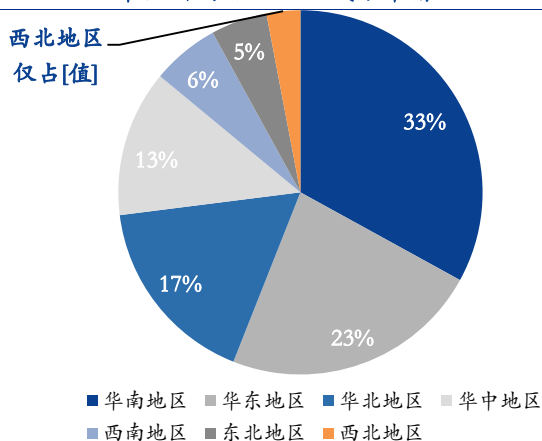
图 18: 近年全国重大恐怖袭击事件, 新疆占逾 8 成



数据来源: 网易新闻, 财新网, 安信证券研究中心

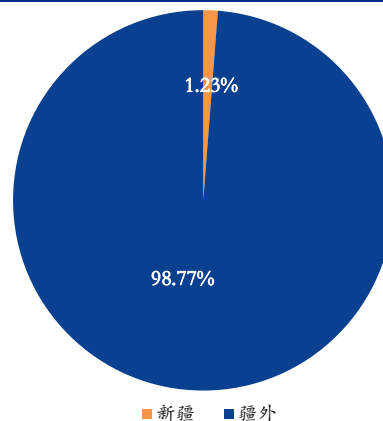
现有安防水平落后, 反恐建设亟待落地。与频发的暴力恐怖事件、迫切的安防需求对比, 新疆作为反恐前沿现有安防建设水平极度落后。据《2015 中国安防行业调查报告》统计, 2015 年中国安防行业企业数量共 23400 家, 新疆所在的西北地区安防企业数量占比仅有 3%。另外, 据新疆安防协会资料, 估计新疆 2015 年安防行业产业规模约为 60 亿; 而中安网数据披露的同期全国安防行业市场规模约为 4860 亿; 2015 年新疆安防产值全国占比仅为 1.23%。整体来看, 新疆软件及信息服务业发展水平滞后于其他地区, 信息化建设急需提升。

图 19: 2015 年全国安防企业地域分布情况



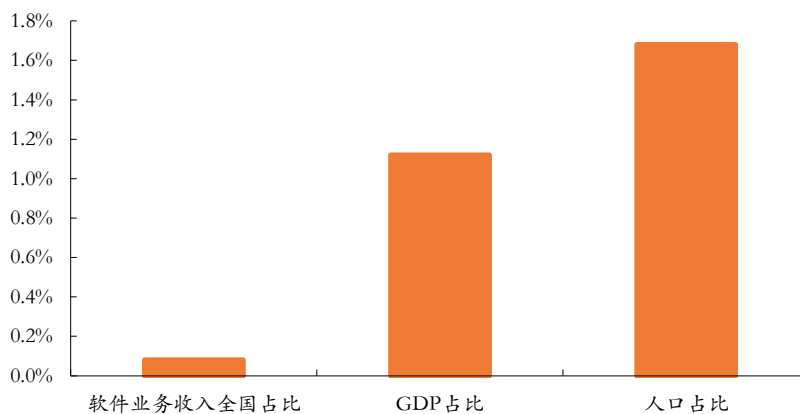
数据来源: 中安网, 安信证券研究中心

图 20: 2015 年新疆安防市场规模仅占全国 1.23%



数据来源: 新疆安防协会, 中安网, 安信证券研究中心

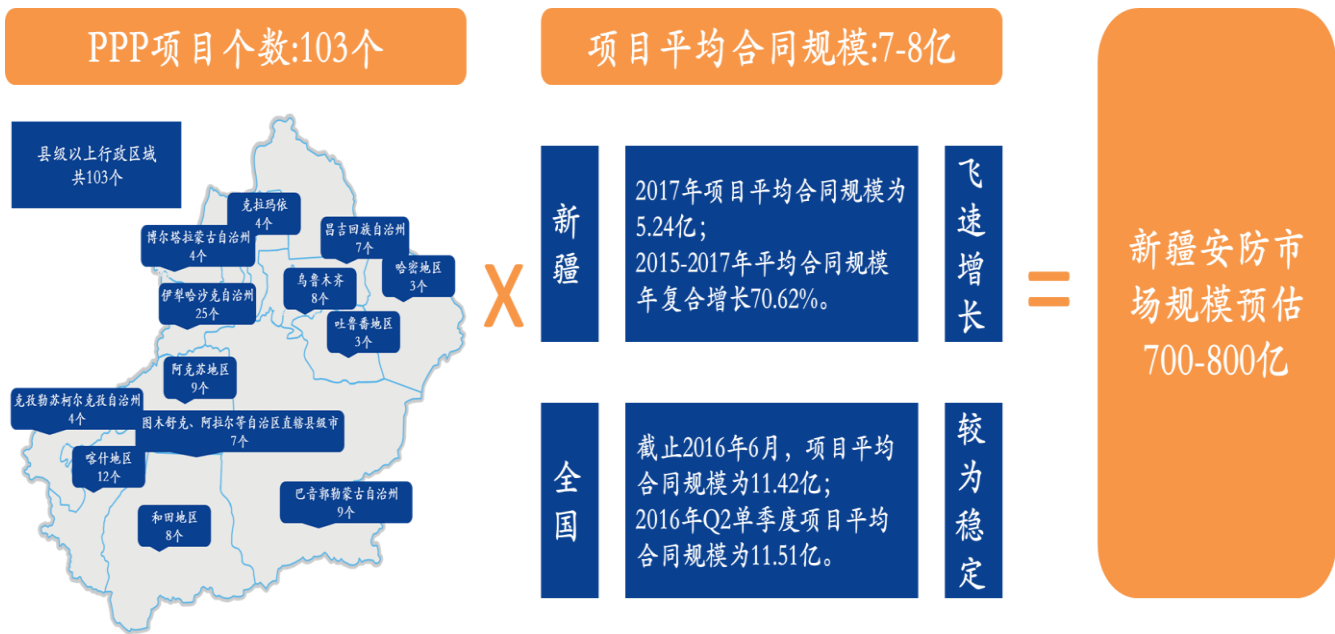
图 21: 新疆信息化建设水平整体落后全国



数据来源: 工信部, 安信证券研究中心

**数百亿级空白待填补, 新疆安防迎窗口期。**新疆反恐需求强烈, 现有安防设施水平落后, 巨大市场空白亟待填补。2017 年新疆安防 PPP 项目共有 14 个, 项目总投资 73.4 亿, 平均合同规模为 5.24 亿, 同比上升 181.7%。再看全国市场, 据搜狐披露, 截止 2016 年 6 月底, 全国安防 ppp 项目平均合同规模为 11.42 亿, 其中, 2016 年 Q2 全国安防 ppp 项目平均合同规模为 11.51 亿, 已较为稳定。我们预计, 新疆安防 ppp 项目平均项目金额将进一步增长, 保守估计, 未来新疆安防 ppp 项目平均单个项目金额可达 7-8 亿。据新疆统计年鉴披露, 截止 2016 年 2 月, 新疆共有县级以上行政区域 103 个, 据此估计新疆安防约有 700-800 亿市场空白亟待填补。

图 22：新疆安防市场规模估计



数据来源：新疆统计年鉴，新疆安防协会，搜狐，安信证券研究中心

### 3.2. 政策响应需求，新疆安防布局已提速

国家顶层指挥调控，新疆政府积极响应。一直以来，国家高度重视新疆安防工作。2010年5月，在第一届中央新疆工作座谈会上，胡锦涛主席提出新疆工作必须紧紧围绕推进新疆跨越式发展和长治久安两个重大急迫任务执行；十八大上，习近平总书记明确维护新疆社会稳定和长治久安的总目标，总目标弱化“跨越式发展”强化“稳定”，反映出国家对新疆安防重视程度的极大提升；2017年两会，习近平总书记在参加新疆代表团审议时，再次强调全力维护新疆稳定的重要性。国家作为顶层指挥官，不断强化新疆安防紧迫性；新疆政府积极响应国家政府宏观指挥调控，进入2017年后，新疆安防布局更是明显提速。我们注意到，乌鲁木齐2017年政府工作报告中，提出欲打造千亿级智慧安防产业集群。该园区目前已吸引长源动力、中国电科、熙菱信息等安防公司入驻。新疆首府以反恐市场需求为出发点，欲建千亿产业园区，促新疆安防产业跨越式发展。

表 4：新疆强化安防布局近期重要事件

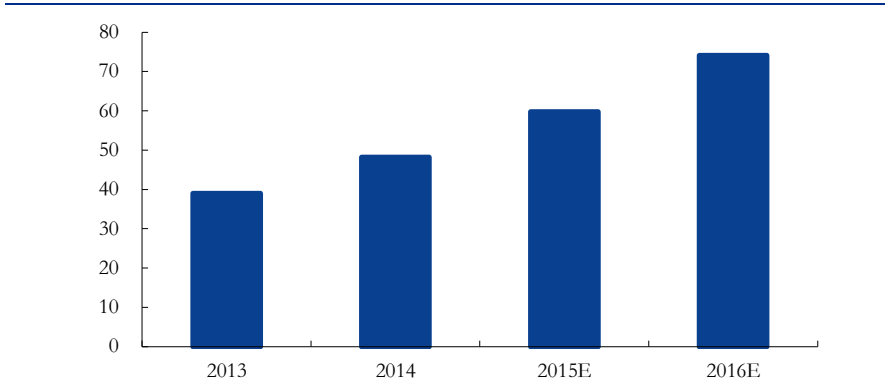
时间	地区
2016年8月	《新疆维吾尔自治区实施<反恐怖主义法>办法》出台
2017年2月	乌鲁木齐政府工作报告，提出欲打造千亿级智慧安防产业集群
2017年2月	乌鲁木齐、和田地区、阿克苏地区、喀什地区等地举行反恐维稳誓师大会
2017年2月	新疆安全部门推反恐新令，所有汽车须装北斗卫星定位系统
2017年3月	喀什地区启动深化严打攻坚专项行动
2017年3月	政法委书记就新疆五地州稳定工作会议，研究部署下一阶段工作

数据来源：新疆安防网，安信证券研究中心

年复合增长率约 25%，新疆安防布局已提速。据新疆安防协会资料，2013 协会会员安防工

程总量达 1063 个，工程额超过 19.5 亿元；2014 年工程量达 2529 个，工程总额超过 24.1 亿，增长率分别达 137.91%、23.44%。另外，考虑安防工程约占安防行业总规模的 50%，据此估算，2013、2014 年新疆安防行业规模分别约为 39 亿、48 亿，2014 年同比增加 24%。假设增长率维持 24% 不变，2015、2016 年新疆安防行业产业规模分别约为 60 亿、74 亿。

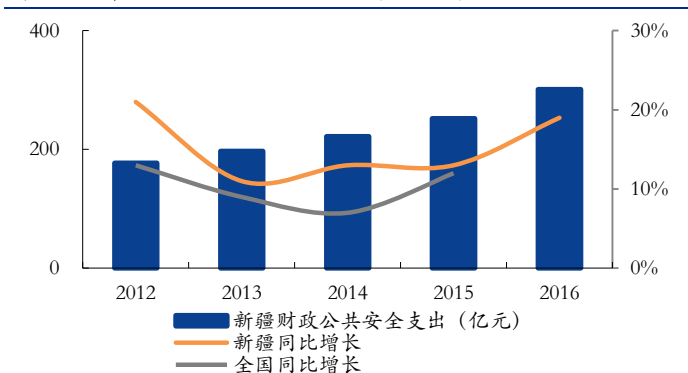
图 23：新疆近年安防行业市场规模估计（单位：亿元）



数据来源：新疆安防协会，安信证券研究中心

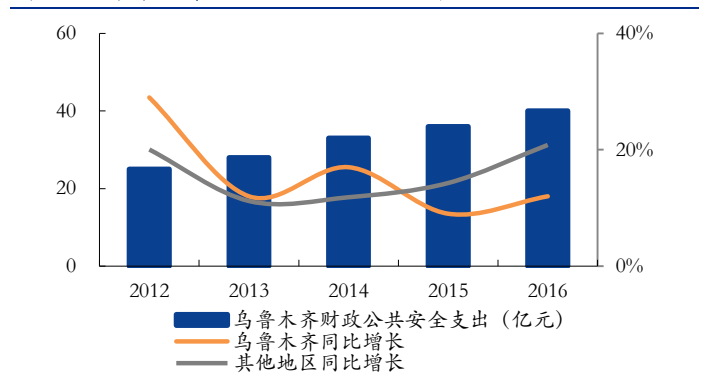
**加码地方财政公共安全支出，边远地区渐成安防重点。**作为反恐最前沿，新疆近年安防领域投入明显加大，国家统计局数据显示，2016 年新疆财政公共安全支出达 301 亿，2011-2016 年全疆财政公共安全支出年复合增长率达 15.6%，增速远超全国平均水平。另外我们注意到，在全疆致力安防建设之时，以首府乌鲁木齐为代表的中心城市财政公共安全支出增速近几年相对减缓；边远地区安防建设增速则大幅加快，这说明，新疆政府在以更大力度针对监控能力较差、安防设施较落后地区重点实施安防建设。2016 年，乌鲁木齐财政公共安全支出同比增长率下降至 12%；首府外地区财政公共安全支出同比增长率高达 21%。边远地区维稳需求强烈，现有建设水平落后，政府有的放矢，边远地区渐成新疆安防重点。

图 24：新疆财政公共安全支出情况及与全国增速对比



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

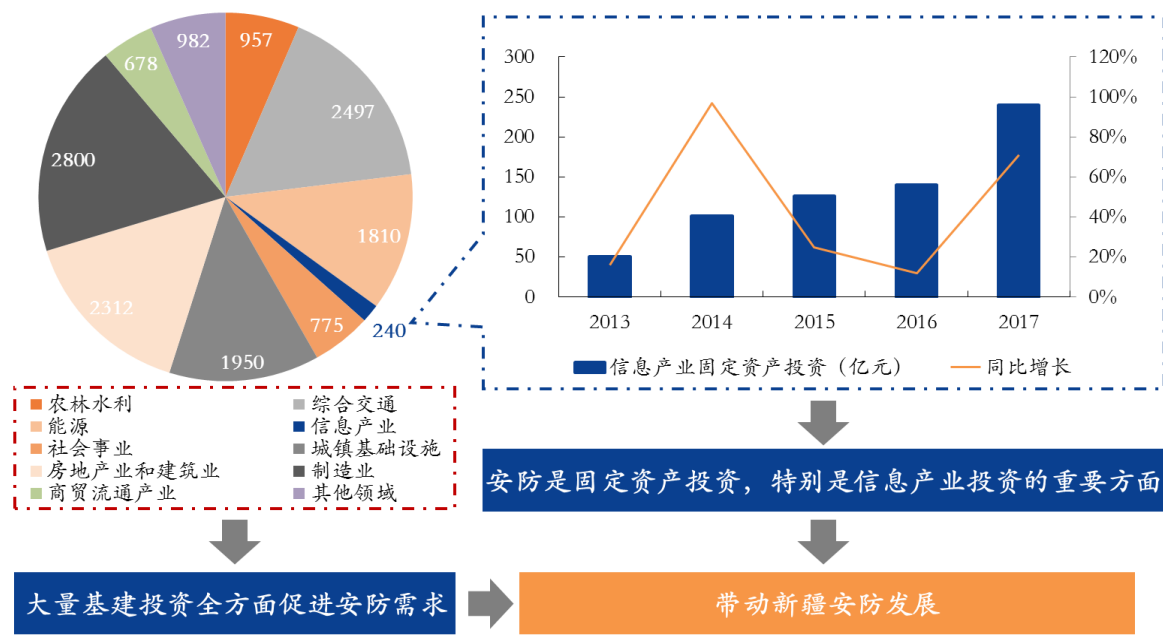
图 25：乌鲁木齐财政公共安全支出情况



数据来源：国家统计局，乌鲁木齐政府报告，安信证券研究中心

**固定资产投资加速，安防项目有望密集落地。**新疆维吾尔自治区十二届人大五次会议及党委经济会议工作会议确定，新疆 2017 年全社会固定资产投资任务目标为 1.5 万亿，同比增长达 50% 以上。其中，综合交通计划投资 2497 亿，同比增长 298%；房地产业和建筑业计划投资 2312 亿元，同比增长 12.3%；城市基础设施计划投资 1950 亿，同比增长 50%；制造业计划投资 2800 亿元，同比增长 51%；信息产业计划投资 240 亿元，同比增长 71%。全面加速新疆基建建设，有望为新疆安防带来新的建设需求。另一方面，安防是固定资产投资、特别是信息产业固定资产投资的重要组成部分，有望密集落地。

图 26：2017 年新疆固定资产投资计划达 1.5 万亿



数据来源：新疆维吾尔自治区人民政府网，安信证券研究中心

### 3.3. PPP 模式领跑，政府推动扩容技改

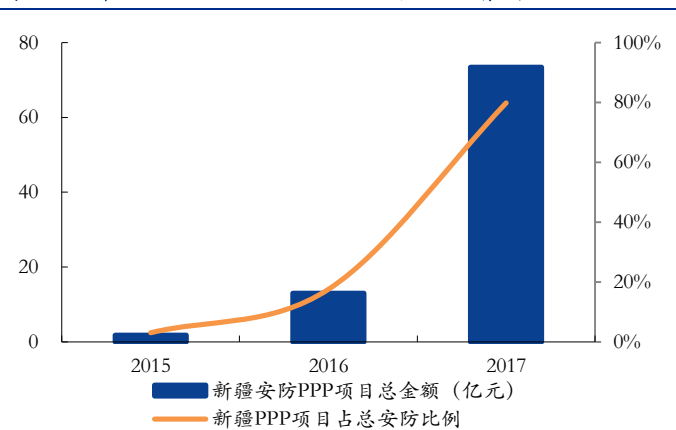
**PPP 完美契合产业模式，政府指挥，服务政府。**政府既是城市安防建设的总指挥官，也是安防产业最大的客户。如果新疆政府采用直投方式，以财政支出支持安防建设，巨大产业需求面前，政府资金压力较大。目前安防行业广泛采取 BT 模式进行项目融资，政府可将项目移交给企业实施，企业通过自有资金（融资）进行项目建设，建设完毕后向政府移交项目，获得政府回款。这种模式虽然一定程度上解决了政府短期资金困难问题，但实际只是将其转移成长期债务，并未实质解决政府财政投入压力；企业方面也因需垫付大额资金、政府回款率差、项目回报率偏低等多方面因素参与意愿较低；项目建成转交后，也存在运营难、管理难等诸多问题。在此背景下，PPP 模式应运而生。由于 PPP 模式独有“公共私营合作制”的特点，既可分散风险，又可充分调动企业参与积极性，解决 BT 模式不足，拥有独特优势，因而已成为新疆安防建设的领跑模式，主导作用正在加强。

图 27：安防项目 PPP 模式拥有独特优势

	政府直接投资	传统 BT 模式	PPP 项目
政府地位	主导项目进程	主导项目进程	与企业方合作参与项目论证
企业地位	参与度低，仅担任项目分包角色	参与度低，担任项目总包角色	参与度高，具备项目推进话语权
项目实施主体	政府	政府	SPV
项目初始资金	政府自筹	企业融资	SPV 融资占绝大部分，其他包括 PPP 基金、社保、理财等
项目营运资金	政府自筹	企业垫资，政府在项目转移后回款	政府根据项目进度给予 SPV 建设费用
企业收益	低	低	分成机制灵活，收益高
项目风险	政府承担项目风险，企业承担回款风险	政府承担项目风险，企业承担回款风险	风险共担模式
项目运维	政府参与后期运维	政府参与后期运维	政府、企业共同参与后期运维

数据来源：搜狐，安信证券研究中心

图 28：新疆安防 PPP 项目金额及占比显著增加

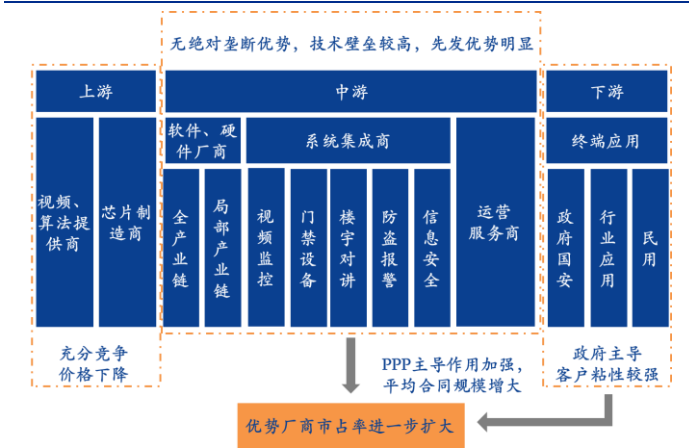


数据来源：新疆安防协会，安信证券研究中心

单个项目金额增大，优势厂商市占率有望扩大。近年来，新疆安防 PPP 项目合同总额不断提升，PPP 模式主导作用正不断增强。再观单笔订单规模，2015-2017 年，新疆安防 PPP

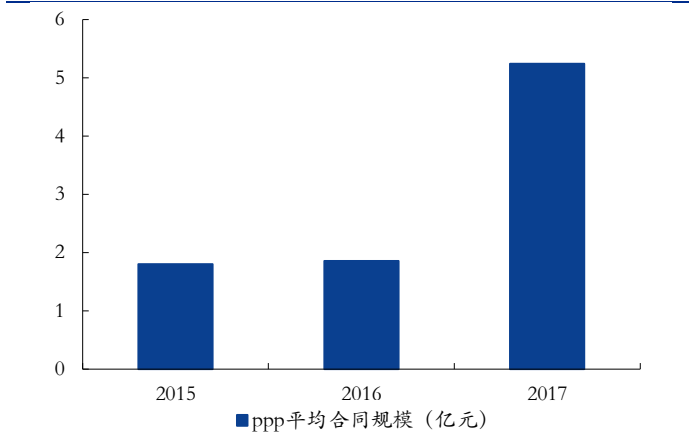
项目平均合同规模分别为 1.80 亿、1.86 亿、5.24 亿，单个项目金额呈上涨态势。由于安防行业处产业链中游，上游为硬件设备制造商及操作系统、中间件和开发工具提供商，充分竞争促使成本下降；下游为以政府机构为代表的需求最终应用客户，客户粘性较强。随单个项目金额不断增大，安防龙头厂商有望进一步提升市占率，扩大领先优势。

图 29：安防行业产业链



数据来源：安信证券研究中心

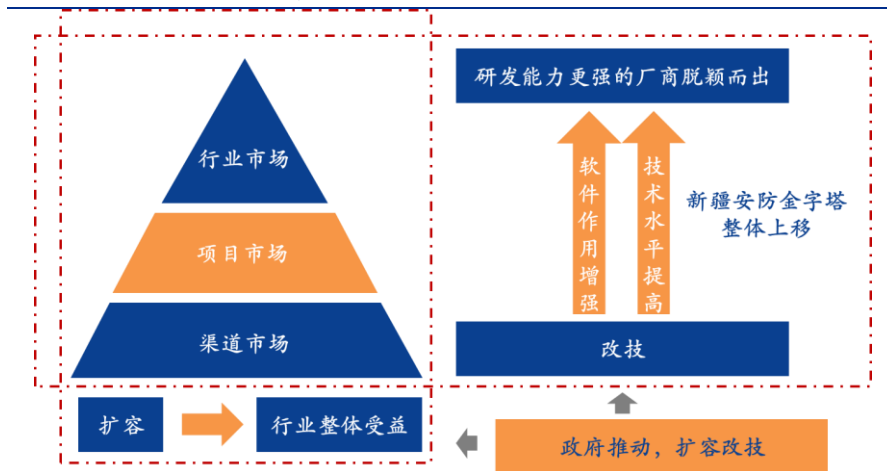
图 30：新疆安防 PPP 项目平均合同规模增加



数据来源：新疆政府和社会资本合作中心，安信证券研究中心

**软件化程度提升，政府推动扩容技改。**安防行业金字塔分为自下而上可分为渠道市场、项目市场、行业市场三个部分。其中，最底层的渠道市场以分销商渠道为主要载体，向中小型客户销售标准化硬件产品。中层的项目市场则面向已有安防基本概念的客户，通过投招标程序以系统集成等方式提供技术含量较高、个性化较强的解决方案，客户端涵盖医疗、商业楼宇等终端市场。顶层行业市场以硬件为依托，提供以软件为核心的一体化解决方案，技术手段与实际业务结合程度极强，最主要的案例为平安城市、智能交通等。金字塔从下至上技术要求不断提升，软件作用不断变大。由于新疆反恐任务极其复杂艰巨，单纯地提供硬件以及获取、储存数据方式无法满足客户需求，市场需求的变化迫使安防厂商不断研发智能化分析的解决方案，安防管理和分析软件重要性明显上升，产品要求不断升级。政府推动下，新疆安防正不断扩容技改，为技术水平较高、研发能力较强的优质厂商创造了很好的机会。

图 31：新疆安防行业金字塔



数据来源：安信证券研究中心

## 4. 战略布局优势显著，待格局打通或成产业主力军

### 4.1. 以点带面深入新疆，“先入”或可“为主”

技术研发积淀深厚，核心产品居国内前列。公司高度重视研发，2013-2016 年研发投入不断增大。坚持“自主研发为主，产学研合作为辅”的原则，已掌握一批具有行业竞争力的核心技术，并围绕其形成自主创新软件产品，先后承担多项政府科技开发项目，以项目促进产品，技术水平不断提升，Merlineye 图侦平台、SNAM 公安信息系统应用日志安全审计平台等核心产品先进性和成熟度均居国内前列，技术壁垒较强，处新疆安防金字塔中上层。上海、西安两大研发中心拥有顶尖技术及人才，助力构建技术、人才双壁垒。作为区域安防先驱，公司先发优势明显，战略布局完善，随新疆安防金字塔结构上移，有望巩固领先地位。

**表 5：政府科技开发项目**

年份	项目类型	项目名称
2012	自治区电子信息发展专项基金	电子政务信息安全系统（两化融合项目）
2012	乌鲁木齐市战略新兴产业发展专项	多语种互联网内容安全管理项目
2012	2013 年上海市特色产业中小企业发展资金	基于视频卡口深度应用的智能公安监控系统平台
2013	高新区战略新兴产业发展专项	视频卡口深度应用系统研发
2014	自治区战略性新兴产业专项资金	熙菱业务安全审计系统研发及产业化
2014	乌鲁木齐高新区（新市区）创新基金项目	熙菱 Merlineye 图侦工作平台开发
2015	新疆维吾尔自治区科技计划项目	熙菱 Merlineye 图侦工作平台开发

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

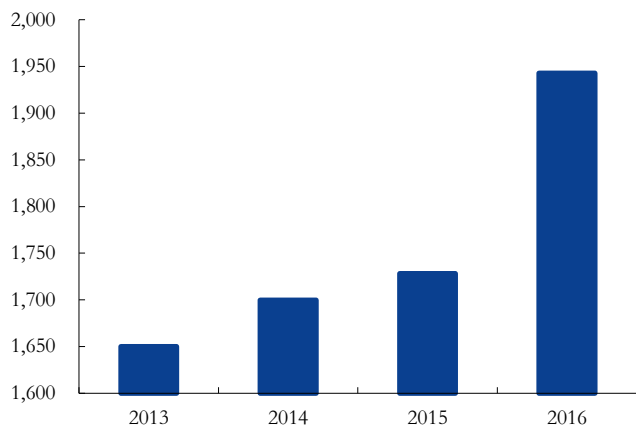
**表 6：产学研合作项目**

合作单位	项目名称
上海市数据科学重点实验室（复旦大学）	签署产学研合作协议，发挥双方在科研和生产中的联合科技优势，积极组织、协调双方力量组成科研生产联合体，共同开展大数据技术在公共安全领域的技术研发
西安理工大学	同西安理工大学图象分析与算法重点实验室开展产学研合作，将西安理工大学先进的视频质量检测、视频图像增强和视频行为分析算法应用至熙菱 Merlineye 图侦工作平台
新疆大学	和新疆大学软件学院达成战略合作且成立合作实验室，进行人才培养和科学研究，建立经常性磋商机制，每年定期或不定期召开会议，专题讨论双方合作内容，并对已合作项目进行评估
新疆农业大学	联合培养“卓越工程师”，将公司人才培养核心体系融入到学校学院培养工作中，共同培养符合软件开发行业需求的高素质人才
新疆师范大学	共同建立联合实验室，建立实践教育基地，加快企业发展的需求，加强科技创新能力，也为学校培养高素质、复合型的计算机应用技术人才，加强大学生在实践中解决问题的能力，同时也可成为公司本土人才输出基地

数据来源：公司公告，安信证券研究中心



图 32: 2013-2016 公司研发投入持续加大 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 33: 在研项目



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

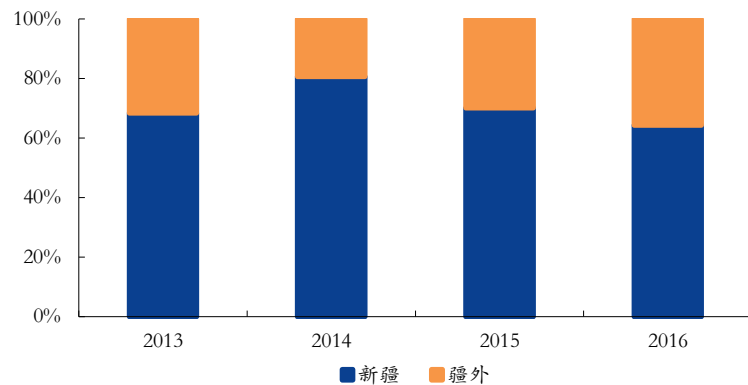
**以点带面深入新疆反恐前线, 公安、保税区客户稳定。**公司在新疆设有乌鲁木齐分公司、温泉分公司、喀什平途全资子公司、阿克苏全资子公司, 所处地区乌鲁木齐、阿克苏、喀什均处新疆暴恐事件最频发地区。公司深入新疆反恐前沿, 多点布局, 以点带面, 现已成为新疆智能安防先驱部队, 公安、保税区方面拥有多个典型客户及典型项目, 客户粘性强。随新疆安防行业项目平均规模增大, 公司作为精英部队, 有望进一步提高市占率。

**随扩容技改之大势, 先享行业红利。**新疆安防行业坐拥 700-800 亿市场, 公司作为新疆安防先驱, 拥有技术壁垒及稳定的政府客户。一方面, 政府需求类安防客户粘性较强, 随新疆安防行业整体扩容, 项目平均合同规模加大, 公司作为优势厂商有望进一步提高市占率; 另一方面, 受复杂需求逼迫, 新疆安防对技术要求不断提高, 安防行业金字塔逐渐上移, 公司由于现有技术先进性较强, 未来可利用上海、西安两地研发中心进一步扩大技术优势。从全国来看, 全国政府需求类安防市场集中度较高, 前十位企业占比达 56%。新疆政府推动安防行业扩容技改, 新疆安防集中度有望加强, 公司战略布局优势明显, 有望率先分享行业红利。

#### 4.2. 享“人杰”及“地灵”, 扎根新疆辐射海内外

**战略布局优势显著。**公司以新疆为主战场, 不断夯实安防核心主业, 在乌鲁木齐、阿克苏、喀什等反恐前沿多点布局, 深入新疆。2013-2016 年, 公司新疆营收占总营收比例分别为 68.36%、80.64%、70.13%、64.30%。此外, 公司在上海、西安设两大研发中心, 积极运用发达地区前沿技术, 解决新疆地处边疆人才资源相对落后的问题, 已拥有行业领先的人才和技术。截止 2016 年底, 公司员工共 400 人, 技术人员共 297 人, 其中, 上海高端技术团队、西安产品化团队各占约 1/4、新疆项目实施及运营服务团队约占 1/2。公司战略布局优势显著, 享“人杰”及“地灵”, 以先进技术匹配前线广阔需求。

图 34：2013-2016 年公司新疆营收占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**艰巨任务催化技术革新，经验输回可拓内地市场。**新疆地处祖国边疆，暴力恐怖事件频发，反恐形势错综复杂，是安防需求最复杂，任务最艰巨的反恐前沿。公司扎根新疆，以上海、西安两地高端技术服务前线需求，疆外支持疆内，从疆内项目实施中积累安防宝贵经验。待前线反恐经验输回，一可带动上海、西安两地研发创新，催化技术变革，从而更好地服务新疆反恐市场，拓展业务深度；二可待技术日益成熟，在内地拓展市场，拓宽业务广度。聚焦新疆放眼全国，艰难反恐需求催化技术变革，可拓业务深广度。

**借力一带一路，参与维稳中西亚。**一带一路涉及 65 个国家，总人口约 44 亿。以伊拉克、伊朗、叙利亚、阿富汗为代表的中西亚沿线国家与新疆类似，由于宗教、民族等多方面因素存在，处于反恐前沿。另一方面，这些国家由于多为新兴国家和发展中国家，仍处于高速发展阶段，现有安防设施落后，安防市场潜力巨大。新疆地处一带一路交通枢纽，是我国向西开放，连接中西亚的必经之地。公司扎根新疆，拥有先进安防维稳经验，可向西输出，拥抱一带一路之机遇，抢滩中西亚市场。据公司官网和公告披露，公司已在积极储备通晓地方语言的销售人员；并获十余项政府方基金资助，其中多项基金用于多语种互联网内容安全管理系统和视频卡口深度应用系统等项目的研发；依靠研发成果，与吉尔吉斯斯坦等国积极寻求合作机会，并不断提升技术。公司以现有技术优势为基础，因地制宜积极部署，有望随一带一路拓展海外市场。

表 7：公司已与吉尔吉斯斯坦达成两项合作

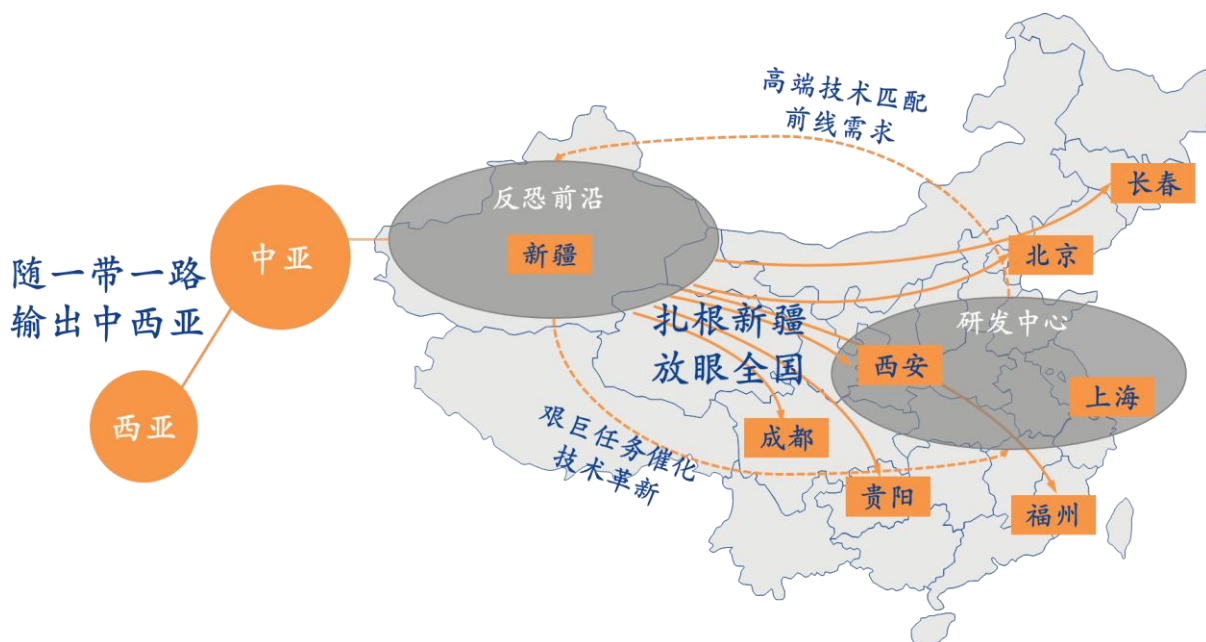
时间	合作方	合作项目	项目内容	签约金额
2013 年 11 月	吉尔吉斯斯坦共和国奥什市	平安城市	建设当地平安城市和智能交通项目	8000 万美元
2013 年 11 月	国华信投资有限公司	电子商务	将华信在中亚地区的传统商贸活动与互联网结合，建立多语种电子商务平台，实现线下与线上结合的商务模式。华信投资负责资金支持及市场开拓，熙菱则负责产品的研发及技术保障等。	6000 万美元

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

**扎根新疆放眼海内外，待格局打通或成产业主力军。**公司在反恐前线以点带面，深入新疆，疆外支持疆内，以上海、西安高端技术服务新疆艰难反恐需求，身为区域智能安防先驱，随新疆安防市场扩容技改，有望先享行业红利。另一方面，新疆复杂安防任务将催化技术革新，待公司将维稳经验输回内地，可进一步拓展国内市场。另外，公司地处一带一路枢纽位置，一带一路沿线欠发达国家安防需求或给公司安防业务带来新机遇，因地制宜探求合作，有望

抢滩中亚市场。公司长远战略目标是成为可为全国公共安全防范保驾护航、为新丝绸之路的发展、国家东进西出战略服务的知名 IT 企业。

图 35：公司智能安防业务蓝图



数据来源：安信证券研究中心

## 5. 投资建议

公司作为新疆反恐前线精英部队，近年不断夯实主业，以智能安防为核心驱动，业绩快速增长。目前，新疆安防市场尚有数百亿空白亟待填补。政府力促扩容技改之时，一方面，公司先发优势明显，技术领先客户稳定，以点带面深入新疆或可为主；另一方面，公司战略布局优势显著，以上海、西安两地高端技术匹配新疆反恐前线需求，待艰巨安防任务催化技术革新，可轮回经验再拓海内外市场。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.76 元、1.22 元。维持首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 45 元。

## 6. 风险提示

新疆安防市场不达预期；公司产学研用整合不达预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	403.6	539.7	809.5	1,173.8	1,643.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	309.6	419.7	607.1	892.1	1,232.5	营业收入增长率	39.9%	33.7%	50.0%	45.0%	40.0%
营业税费	6.2	3.2	8.1	11.7	16.4	营业利润增长率	5.9%	67.5%	83.3%	62.1%	51.5%
销售费用	17.6	23.7	42.1	52.8	82.2	净利润增长率	15.8%	49.9%	79.2%	60.3%	49.7%
管理费用	37.8	34.9	60.7	74.0	98.6	EBITDA 增长率	5.1%	52.4%	90.7%	60.1%	50.7%
财务费用	0.2	-1.9	-0.2	-1.0	-1.4	EBIT 增长率	5.6%	59.3%	90.8%	61.2%	51.6%
资产减值损失	5.1	14.8	8.5	9.5	10.9	NOPLAT 增长率	8.5%	55.7%	94.2%	61.2%	51.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.8%	19.6%	213.9%	-13.4%	95.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.4%	76.9%	24.8%	31.5%	35.3%
<b>营业利润</b>	27.1	45.4	83.2	134.8	204.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	5.2	3.3	3.4	3.9	3.5	毛利率	23.3%	22.2%	25.0%	24.0%	25.0%
<b>利润总额</b>	32.2	48.7	86.5	138.7	207.7	营业利润率	6.7%	8.4%	10.3%	11.5%	12.4%
减:所得税	3.1	5.7	8.7	13.9	20.8	净利润率	7.0%	7.9%	9.4%	10.4%	11.1%
<b>净利润</b>	28.4	42.6	76.3	122.3	183.2	EBITDA/营业收入	7.4%	8.4%	10.7%	11.8%	12.7%
						EBIT/营业收入	6.8%	8.1%	10.3%	11.4%	12.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	9	5	2	1	0
货币资金	78.2	194.1	69.5	219.4	173.2	流动营业资本周转天数	70	53	80	77	76
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	380	366	356	330	320
应收帐款	165.0	245.9	344.4	521.1	699.2	应收帐款周转天数	130	137	131	133	134
应收票据	17.5	-	-	-	-	存货周转天数	149	113	145	135	129
预付帐款	13.8	8.4	54.4	23.6	76.5	总资产周转天数	407	395	375	342	330
存货	161.2	176.3	473.9	404.3	770.5	投资资本周转天数	71	53	79	77	76
其他流动资产	21.2	16.9	19.2	19.1	18.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.9%	14.1%	20.5%	25.0%	27.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	6.3%	7.8%	10.1%	10.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	28.2%	53.5%	87.0%	44.6%	78.1%
投资性房地产	-	3.2	3.2	3.2	3.2	<b>费用率</b>					
固定资产	9.7	6.0	4.1	2.2	0.3	销售费用率	4.4%	4.4%	5.2%	4.5%	5.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.4%	6.5%	7.5%	6.3%	6.0%
无形资产	0.1	1.5	5.1	7.7	9.3	财务费用率	0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.8%	10.5%	12.7%	10.7%	10.9%
<b>资产总额</b>	496.6	687.7	999.4	1,231.0	1,781.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	24.0	26.0	-	-	-	资产负债率	65.3%	55.7%	62.0%	59.4%	62.0%
应付帐款	92.4	200.6	204.6	384.0	448.1	负债权益比	188.4%	125.7%	162.9%	146.2%	163.2%
应付票据	34.6	16.2	-	-	-	流动比率	1.44	1.73	1.58	1.65	1.59
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.93	1.25	0.80	1.09	0.88
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	127.17	-23.34	-509.28	-130.59	-145.66
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	324.4	383.0	619.2	731.1	1,104.4	DPS(元)	-	0.04	0.02	0.05	0.10
少数股东权益	0.9	1.3	2.9	5.4	9.1	分红比率	0.0%	9.4%	3.1%	4.2%	5.6%
股本	75.0	100.0	100.0	100.0	100.0	股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	96.3	203.4	277.3	394.6	567.5						
<b>股东权益</b>	172.2	304.7	380.2	499.9	676.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	29.2	43.0	76.3	122.3	183.2	EPS(元)	0.28	0.43	0.76	1.22	1.83
加:折旧和摊销	2.4	1.7	3.3	4.3	5.4	BVPS(元)	1.71	3.03	3.77	4.95	6.68
资产减值准备	5.1	14.8	-	-	-	PE(X)	119.3	79.6	44.4	27.7	18.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.8	11.2	9.0	6.9	5.1
财务费用	0.3	-1.1	-0.2	-1.0	-1.4	P/FCF	58.4	111.1	-25.4	21.4	-83.7
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	8.4	6.3	4.2	2.9	2.1
少数股东损益	0.7	0.4	1.6	2.5	3.7	EV/EBITDA	-	-	38.1	22.7	15.3
营运资金的变动	-26.4	-18.9	-172.1	32.1	-224.2	CAGR(%)	62.4%	63.2%	47.0%	62.4%	63.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	22.9	31.4	-91.1	160.2	-33.3	PEG	1.9	1.3	0.9	0.4	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2.0	-2.6	-5.3	-6.3	-4.1	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	4.4	93.3	-28.2	-4.1	-8.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文、孙雨轩声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034