



买入

52% ↑

目标价格:人民币 33.38

300211.CH

价格:人民币 21.98

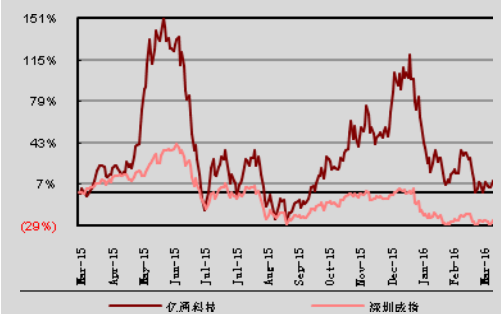
目标价格基础: 122 倍 16 年市盈率

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 广电行业战略重点在于形成规模化、集约化优势, 将带动传输网络建设、升级以及双向化改造投资增加。
- 公司作为深耕广电网络传输设备细分行业龙头, 将凭借丰富产品线和核心竞争力全面受益广电行业快速建设机遇。
- 公司近期完成员工持股计划, 外延发展预期增强。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(27.4)	16.5	(36.6)	31.2
相对深证成指	(5.5)	9.1	(17.6)	51.4

发行股数(百万)	159
流通股(%)	57
流通股市值(人民币百万)	1,736
3 个月日均交易额(人民币百万)	92
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
王振洪	48

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 3 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

吴友文*

(8621) 2032 8313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

* 吴彤为本报重要贡献者

亿通科技

深耕广电传输行业, 迎行业整合升级大机遇

广电行业在“三网融合”的背景下正加速资源集约化、规模化和专业化发展, 公司作为核心器件供应商将集中受益网络升级改造。另外, 公司基于广电网的视频监控工程服务也有望获公共安全相关政策加码而飞速发展。我们对该股给予买入的首次评级, 目标价格 33.38 元。

支撑评级的要点

- 形成规模化、集约化优势是广电行业战略重点带来较大投资空间: 基本的有线电视业务已逐渐无法支撑广电收入和利润增长需求, 宽带业务正成为利润增长的重要贡献者。在“三网融合”开始全面推广后, 广电行业在面临来自电信运营商的竞争日益严峻。广电行业早期形成的“四级”结构已成为制约广电发展的最大阻力, 因此未来行业整合和规模经营将是广电行业发展重点, 也因此带来网络整合、宽带升级、双向改造等相关百亿级投资。
- 公司凭借丰富产品线和核心竞争力全面受益广电行业快速建设机遇: 近两年, 省级广电公司上市需求集中爆发。省级广电公司上市将加速各省市网络整合, 也将导致以往分散型采购趋于集中化采购。我们认为, 公司凭借丰富产品线以及迎合市场需求的优势产品必将重点受益, 公司 2016 年 1 季度中标项目较 2015 年有长足增长。另外, 公司基于广电网络的视频监控工程项目也将随着广电网络建设以及三网融合的推进而更为具有吸引力。因此, 我们判断公司或将迎来一波爆发式增长。
- 完成员工持股计划, 外延发展预期加强: 公司 2015 年顺利完成员工持股计划, 完成董监高等领导层的利益绑定的同时通过较广覆盖面能有效调动公司员工积极性和创造性。另外, 我们认为此次计划的实施有效将释放公司在外延发展上面的潜力, 并为公司未来资本运作提供参考。未来, 公司可外延发展的方向包括广电内容平台、视频大数据等具有极大潜力且与公司主业形成强协同方向, 有望创造新的盈利增长点。

评级面临的主要风险

- 广电行业整合速度、投资不达预期; “三网融合”政策变化; 技术升级等。

估值

- 综合考虑业务发展和持续并购预期, 预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.07 元、0.27 元、0.47 元, 参考可比公司 2016 年 PEG, 考虑到公司小市值和高成长性, 给予公司行业中值 PEG 0.8 倍, 对应 2016 年 122 倍市盈率以及相应目标价为 33.38 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	264.38	211.40	227.36	452.36	752.24
变动(%)		(20.04)	7.55	98.96	66.29
净利润(人民币百万)	22.72	10.50	11.68	43.51	74.63
全面摊薄每股收益(人民币)	0.35	0.13	0.07	0.27	0.47
变动(%)		(64.46)	(41.44)	272.48	71.53
全面摊薄市盈率(倍)	53.98	151.90	259.49	122.22	92.28
价格/每股账面价值(倍)	0.49	0.28	0.17	0.55	(0.31)
每股现金流量(人民币)	39.07	67.95	113.10	34.88	(62.12)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.27	46.45	75.18	32.21	21.58
每股股息(人民币)	0.10	0.05	0.03	0.10	0.16
股息率(%)	28.38	0.26	0.13	0.29	0.38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

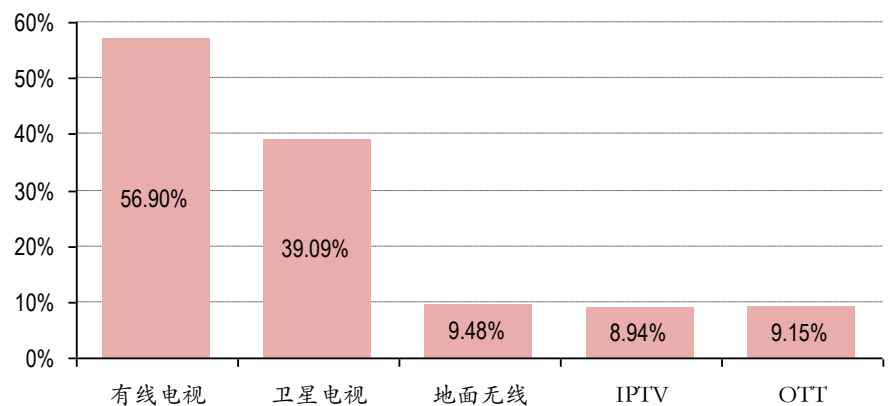
“三网融合”推动广电网络传输建设加速，行业投资空间较大.....	3
凭借丰富产品线和核心竞争力全面受益广电行业快速建设机遇	8
稳固现有主业，转型潜力不可限量.....	13
投资建议与盈利预测	16
风险提示.....	18
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

“三网融合”推动广电网络传输建设加速，行业投资空间较大

亿通科技是专业从事广播电视设备制造及视频监控系统研发、安装的高科技公司，公司历经十多年的风雨历程现已成为国内有线电视传输设备专业制造行业名列前茅的骨干企业。“亿通”品牌被评为广播电视“十大传输民族品牌”，同时被评为“江苏省名牌产品”称号和“江苏省著名商标”。公司多年深耕广电行业的网络设备制造，紧跟广电网络升级改造需求，现已成为行业细分龙头。

截至 2015 年上半年，我国家庭电视用户数 4.23 亿户，其中广电网络拥有超过一半电视用户，有线电视家庭用户总数达到 2.41 亿户。有线电视网络覆盖率遥遥领先其他电视网络技术，这对广电运营商以及广电网络设备供应商来说都意味着一个巨大的市场。但是，基本的有线电视业务已逐渐无法支撑业务收入和利润的增长需求，宽带业务正成为利润增长的重要贡献者。另一方面，IPTV、OTT TV 等电视用户覆盖率也正随着三网融合的推进而稳步上升并威胁着广电网络传统市场，也促使广电网络运营商向互联网宽带运营的方向发展，加快下一代广播电视网（NGB）建设。

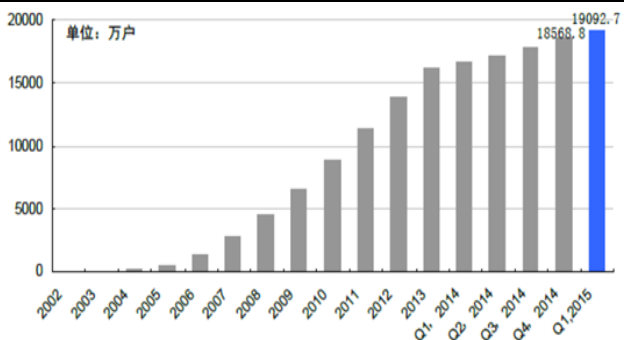
图表 1. 2015 年上半年我国家庭电视用户覆盖率



资料来源：格兰研究，中银证券

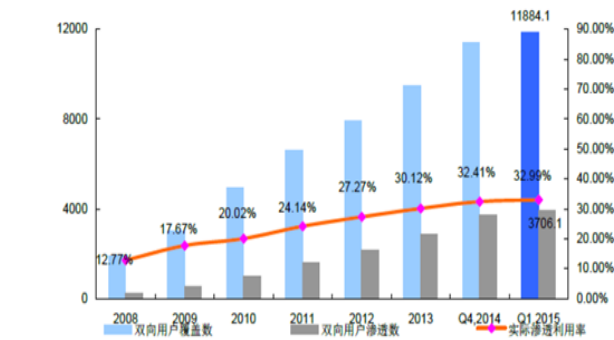
根据格兰研究 2014 年 3 月发布《中国宽带网络市场状况白皮书》，截止到 2013 年底，我国有线电视用户为 2.24 亿，双向网改覆盖用户超过 9,400 万户，有线电视双向网络覆盖率达到 42.40%；双向网改渗透用户为 2,850 万，有线网改实际用户占全国有线电视总用户为 12.77%；而实际开通双向网改的用户更少，仅占 7%。

图表 2. 2006 年-2014 年中国有线数字电视用户数量增长情况



资料来源：产业信息网，中银证券

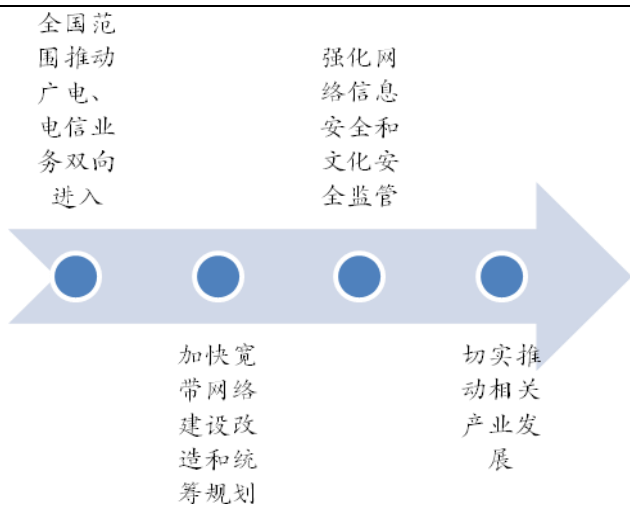
图表 3. 2008-2015 年我国有线双向网改渗透利用率示意图



资料来源：产业信息网，中银证券

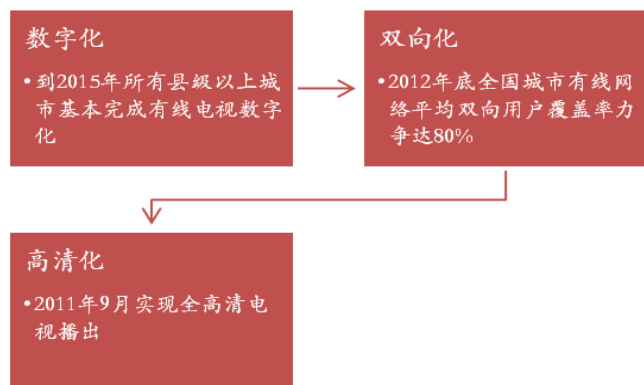
为提高广电网络中和竞争力强化广播电视在舆论宣传和社会信息化方面的核心地位，根据我国信息技术的发展以及广电总局的要求，我国正大力推进有线电视网络化、数字化和智能化。2015 年 3 月政府工作报告中指出，要全面推进“三网融合”，加快光纤网络建设，提升宽带网络速度；继续推进下一代广播电视网建设，扩大下一代广播电视网覆盖范围，加速互联互通，至 2020 年全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例要超过 90%。2015 年 9 月，国务院发布三网融合推广方案，要求总结推广试点经验，将广电、电信业务双向进入扩大到全国范围，并实质性开展工作。

图表 4. 国务院《三网融合推广方案》工作任务



资料来源：中国政府网，中银证券

图表 5. 广电总局工作安排



资料来源：中国有线电视行业发展报告，中银证券

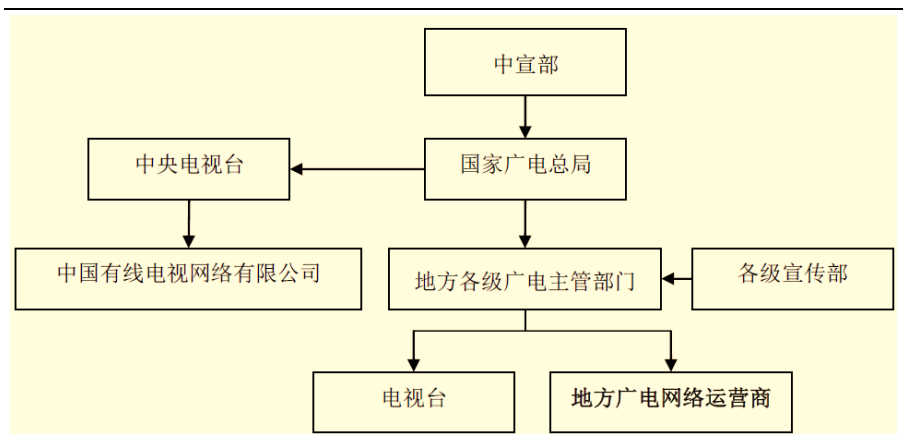
2016 年，在国家广电“十三五”规划的思路和目标中也提到，在“十三五”阶段，广电要基本完成全国有线电视网络宽带双向升级改造，实现有线宽带的全面普及，城市和农村家庭宽带的接入能力将要分别实现 100Mbps 和 50Mbps。

随着三网融合方案的全国推广，广电和电信将打破旧有藩篱进入对方的传统业务领域。这意味着，无论是在电信市场还是广电市场，今后将引入新的参与者，市场的竞争将加剧，消费者获得更多选择；也有望通过广电和电信的融合，使移动多媒体广播电视、IPTV（交互式网络电视）、手机电视、有线电视网宽带服务以及其他融合性业务，带动关键设备、软件、系统的产业化，推动三网融合与相关行业应用相结合，催生新的经济增长点。但是，电信和广电在对方传统市场的占有率极不对称，电信运营商已经凭借 IPTV 等技术强势深入了广播电视市场，但是广电这边依然受制于双向网改、内容共享共通、CDN 节点较少、IDC 资源缺失以及推广等诸多原因而在宽带市场拓展上面依然举步维艰。面对来自三大运营商的竞争，广电网络在维持自身发展的压力之下必须加大对传输网络的建设，坚持发展宽带广电战略升级改造广电网络，着力形成电视和宽带协调发展、营收平衡的结构。

目前，广电网络宽带业务作为宽带行业的新势力，虽然发展迅速，但与传统电信公司相比仍有较大差距，这与公司宽带业务的带宽和网络传输能力有一定关系。2015 年 9 月，湖北广电公告募资了 17 亿元，拟将其中的 12 亿元投入双向宽带化改造项目，提升自身竞争力，在其网络覆盖的辖区分食电信的宽带市场。2015 年 4 月，江苏有线成功上市，其招股说明书中推出了四大募资项目，资金需求达 47 亿元。其中，近 31 亿元用于资源整合，将原来以合作方式获取收入的用户转化为公司的直接用户；拟将逾 10 亿元募资投入下一代广播电视网建设；并计划投入近 4 亿元来提升内容集成、分发等业务能力，“构建一个能向全国网络运营商提供内容服务的综合性平台”。

我国有线电视是自发于闭路电视，此前广电行业实行“四级办广播电视”的政策在建设初期有效的分散了网络建设带来的巨量资金投入问题也造成了目前各级网络机构各自为政、互不联通的局面。以江苏有线为例，江苏全省共有省辖市 13 个、具有独立广电网络的县（市、区）66 个，戒指 2015 年 4 月份仍有 3 个省辖市、48 个县（市、区）的广电网络未纳入江苏有线的省级网络中。因此，加速全省网络整合推进全省广电网络资源集约化、规模化和专业化发展，实现“一省一网、全程全网”也是江苏有线的一大战略规划。

图表 6. 广电四级监管结构



资料来源：江苏有线，中银证券

目前，已经有八家省级的有线电视运营商成功上市，另外包括河北、甘肃、新疆三个省级的有线电视运营商宣布未来数年之内要上市。另外，据统计包括广西广电网络、山东广电网络、贵州有线、黑龙江广电网络、安徽广电网络、重庆有线、云南广电网络、广东广电网络等也对外宣布上市。省级广电公司上市需求的集中爆发，一方面是加速有线电视网络的市场化进程；另外一方面是通过募集足够的现金对新区域网络按 NGB 标准实施建设、对现有网络的优化完善和数字化双向化改造以及对现有全媒体综合信息服务平台的扩容升级，一改以往广电网络分而治之的局面。

图表 7. 广电网络已上市公司



资料来源: icct2015, 中银证券

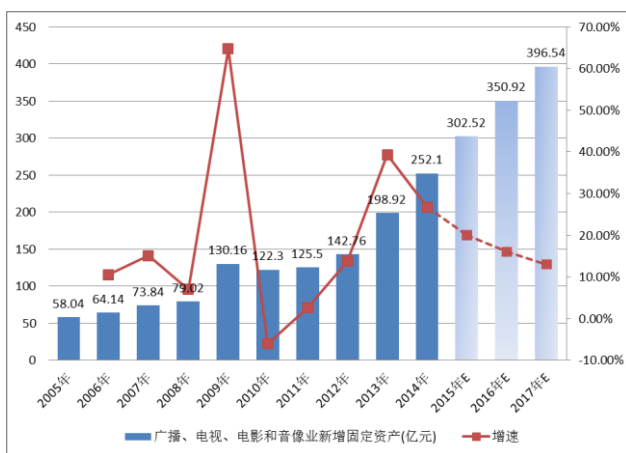
图表 8. 省级广电公司计划上市情况



资料来源: 中银证券

在国家层面上，中国广播电视网络有限公司也与 2014 年 4 月份成立，正试图发挥自身的力量以“小跑式的速度”进行着相应的整合工作，但面临互联网、通信等行业的竞争。我们认为，广电网络集约化、规模化和专业化建设已经是大势所趋。由于，之前的省、地、市、县级传输网络进度不一，相互之间的标准也不尽相同，而集中化建设在整合网络过程完成之后必须统一标准和传输设备。因此，我们判断，广电网络集中化建设的过程中必然需要加大对传输网络、设备的投资。

图表 9. 广播电视电影和音像业新增固定资产增速



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 10. 有线电视用户以及数字电视用户



资料来源: icct2015, 中银证券

根据国家统计局对广播电视电影和音像业新增固定资产的统计，相关固定资产在 2011 年开始高速增长，同比增长率在 2013 年达到 39.34%。与此同时，我国有线电视用户增长率也是从 2014 年开始急剧降低。相比于广播电视的巨大体量，电影和音像业的新增固定资产占比较小，我们保守估计其中 80% 的固定资产投资是投向了广电固定网络铺设上面。随着三网融合的推进，这一比例将会继续上升，有望达到 90% 左右。上面左图中显示资本开支从 2014 年开始降低，一方面说明电视这一传统市场正在走向饱和，数字化改造已经基本完成，同时也预示着未来广电行业的投资重点将在“三网融合”的背景下加速转移到网络双向化改以及互联网平台建设上面，其中有线电视网络的双向改造及 FTTB、FTTH 的发展都将加快速度。因此，我们认为广电行业的新增固定资产投资依然将保持高位，预计未来三年保持在 15~20% 的同比增速，相应的 2016~2017 年全国在广电网络上面的固定资产投资将达 310 亿元到 350 亿元。

在数字化、网络整合稳步推进的基础上，中国广电网络双向化改造技术的应用取得重要进展。国内广电网络双向化改造技术采用了有线电视电缆调制解调终端技术、以太网接入技术、无源光网络技术等多种技术，主要包括“有线电视电缆调制解调终端系统+电缆调制解调器”（CMTS+CM）、“以太网无源光网络+以太同轴电缆”（EPON+EoC）等技术手段。基于有线传输数据业务接口规范标准（DOCSIS）的 CMTS+CM 技术方案覆盖的用户数最多。EPON+EoC 技术的实现方案较多，包括家庭插电联盟（HomePlug）的 HomePlug AV、HomePlug BPL 以及家庭电话线网络联盟宽带网络技术（HomePNA）、高性能同轴接入技术（HiNOC）等。随着网络需求的不断提高，建设投入的加大，未来“光进铜退”将成为广电网络宽带化、双向化的发展趋势，光纤将进一步向用户端推进，各地广电网络双向化建设将因地制宜地扩大光纤传输覆盖范围。

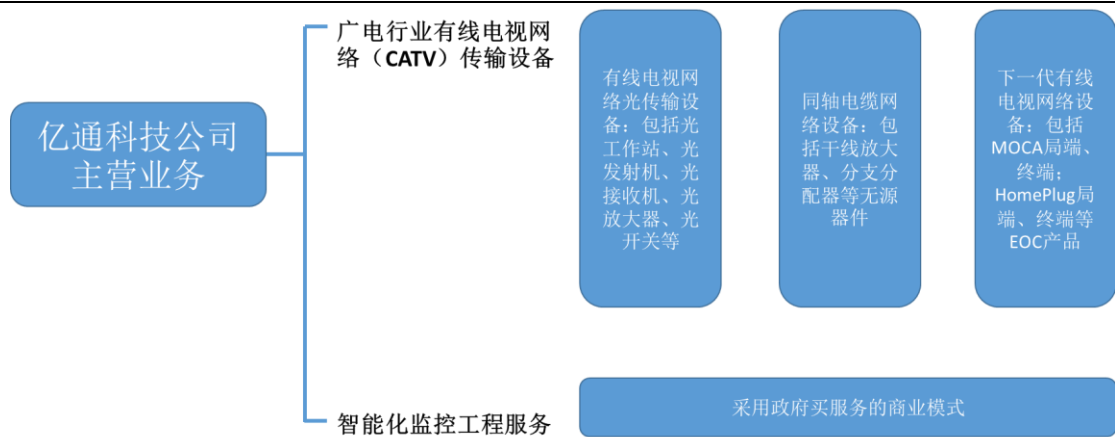
公司深耕广电网络传输设备和器件制造多年，已经形成了完善的产业布局，特别是在光网络传输设备上面的布局帮助公司充分受益广电双向网改造加快、光纤网络建设力度的进一步加大。另外，公司以有线电视网络为基础推出的基于广电传输网络的智能视频监控工程平台建设，该平台将有线电视的视频采集传输技术应用于智能化监控系统中，将大量的使用公司自有的 GEAPON、EoC（MoCA、HomePlug）等设备。

我们认为，公司所处行业未来景气度有保障，投资空间巨大而公司将凭借领先布局和优势技术全面受益广电网络建设和升级的巨大投资。以下，我们将结合公司主营业务具体分析公司重点受益广电行业情况。

公司凭借丰富产品线和核心竞争力全面受益广电行业快速建设机遇

公司主营业务是广电行业有线电视网络（CATV）传输设备和智能化监控工程服务两大业务。CATV 产品主要包括：有线电视网络光传输设备（包括光工作站、光发射机、光接收机、光放大器、光开关等系列）；同轴电缆网络设备（主要包括干线放大器、分支分配器等无源器件）；下一代有线电视网络设备（包括 MOCA 局端、终端；HomePlug 局端、终端等 EOC 产品）。公司智能化监控工程服务是应用广电双向传输、以太网传输等技术，把各种图像、声音等数据信息进行网络内的采集、存储、传输、交换，为不同客户提供设备和集成服务，包括可行性研究、方案设计、安装和项目实施等。目前公司承接的智能化监控工程业务主要采用政府买服务的商业模式。

图表 11. 公司主营业务

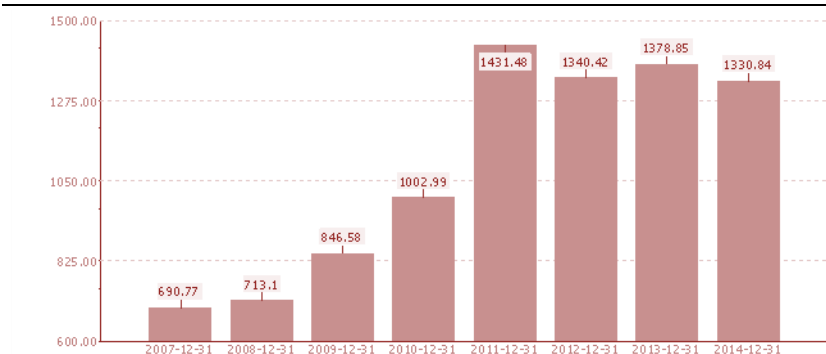


资料来源：公司公告，中银证券

凭借丰富产品线及强研发实力收获广电传输网络多重机会

公司自 2001 年成立以来坚持自主创新，不断加强对技术研发的投入。在研发上，公司一直保持着千万以上级别的投入，从而有效的促进技术与产品的不断创新，至今已经积累了坚实的技术基础。另外，公司坚持自主创新、自主研发，不断加大技术研发的投入；长期坚持与高等院校合作，实现产、学、研相结合的发展模式，为公司不断充实新的研发力量。

图表 12. 公司 2007-2014 研发费用（单位：万元）



资料来源：公司公告，中银证券

截至 2015 年 6 月 30 日，公司拥有专利 102 项（其中发明专利 13 项、实用新型专利 9 项、外观设计专利 80 项），拥有计算机软件著作权 33 项，有利于提升公司的核心竞争能力及知识产权的保护，同时公司还掌握了 10 多项核心技术。另外，公司受广播电视规划院邀请参与《EPON、EoC 网管 MIB 行业标准》的制定。同时公司持续不断地加强营销团队的建设，在外部建设营销代理网络，以进一步加快市场拓展，同时加强各省会城市“营销和技术服务网络服务中心”建设，确保广电运营商网络的正常运营，公司已经在行业中形成较强核心竞争力。

公司在多年的经营发展过程中，积极捕捉行业发展趋势并依靠强大的技术跟进和自主创新能力，自主研发多项迎合市场需求的核心技术。公司通过消化吸收国外先进技术，利用自主研发平台系统开发出光发射机、光接收机、光工作站、光平台等一系列光网络传输设备；自行研制了分支分配器、放大器、等电缆传输设备。公司紧跟行业发展趋势，率先采用模块化设计理念，研制成功一系列光传输模块，受到用户的一致好评。近几年，公司自行研制成功 GEPON 和 EoC(MoCA、HomePlug)设备，为公司继续在行业内保持领先地位奠定了坚实基础。目前，公司正在参与制定的《EPON、EoC 网管 MIB 行业标准》，将会作为“下一代有线电视网络系统”的技术应用标准，推动广电系统下一代有线电视网络的发展。公司前瞻性地意识到广电行业运营模式变化和最新发展动态，及时调整业务结构布局光网络传输设备，从而能及时抓住广电网络双向改造升级、“三网融合”以及“光进铜退”等多方机会。

公司拥有较为丰富的产品线，产品覆盖有线电视网络近全系列产品，且众多产品之间已经形成了良好协同效应。公司自创立以来一直专注广播电视设备制造行业，服务于国内的有线电视网络的发展和建设。公司创建者和业务骨干都是行业内资深人士，本身对广电行业有着深刻的理解。凭借对行业发展的前瞻性眼光及快速的技术跟进以及研发能力形成了公司对高端客户进入时间早、保有量大的市场优势。根据广电协会的统计数据显示，公司的有线电视传输设备已在其细分领域处于国产品牌领先地位。公司产品的主要客户是各地方有线电视网络运营商，主导产品已覆盖包括上海、天津、南京、深圳、重庆、北京等 80% 的省会和中心城市，用户达 300 余家，其中 GEPON (FTTH 用 ONU) 已打开国际市场。公司的 GEPON 设备已得到日本客户的认可，并且出口额逐年递增。此为基础，公司将通过代理公司，进一步拓展有线传输设备的国际市场。

目前，我国正处于“三网融合”全面推广的前夕，有线电视网络传输设备的需求必将快速增长。同时，由于目前我国有线电视网络各省分而治之的情况，各地的网络改造进度不一，相关需求也呈多样化，因此较全的产品线以及坚实的客户基础对于行业内公司就显得十分必要了。同时，随着客户对网络设备供应商的要求提速，快速开发满足客户需求的软硬件产品可使公司取得市场竞争优势。

图表 13. 公司入围招投标情况 (2015-2016)

中标项目	地区	发布日期
SZCJ2016-S-G-022 号 RFOG 设备	江苏	2016/3/18
河南有线 RFOG 型光接收机集采入围招标	河南	2016/3/9
河南有线家用型光接收机集采入围招标	河南	2016/3/9
江苏有线 EOC 统招项目采购	江苏	2016/2/22
福建广电网络集团股份有限公司选择 2015 年度放大器供应商入围招标项目	福建	2016/1/22
2016~2017 年度定点入围承包商招标 HFC 放大器及供电器中标	重庆	2016/1/21
江苏省广电有线信息网络股份有限公司光传输系统入围供应商公开选择项目采购	江苏	2016/1/20
农网 2015 年广西乡镇双向业务设备采购项目 CMC 采购【HC(8)2015107G】评标	广西	2016/1/11
福建广电网络集团股份有限公司选择 2015 年度光传输设备供应商入围招标项目	福建	2015/12/29
XPON 模式 FTTH 有线电视供货及服务中标	重庆	2015/12/7
重庆有线 2015-2017 年分支、分配器供货及服务入围招标中标	重庆	2015/11/23
2015 年网络常用设备材料采购项目 (光工作站) 中标	广西	2015/10/16
歌华有线机房用 1310 光平台设备采购 (二次招标) 中标	北京	2015/8/31
福建广电网络集团股份有限公司选择 2015 年度 CABLE MODEM 供应商入围招标项目	福建	2015/8/13
江苏省广电有线信息网络股份有限公司用户终端盒采购项目采购	江苏	2015/7/20
江苏省广电有线信息网络股份有限公司分支分配器、光分路器、集中分配器采购项目采购	江苏	2015/7/16
昆明广播电视网络有限责任公司中选	云南	2015/6/29
湖北省广播电视信息网络股份有限公司 HFC 网络光传输设备统一招标	湖北	2015/6/18
浙江省成套招标代理有限公司关于 FTTH 光设备采购项目的预中标	浙江	2015/6/9
光放大器统一招标入围项目	湖北	215/5/28
厦门机电-公开招标-XM2015-TZ5014 EOC 终端	福建	2015/3/26
2015~2016 年度小型光接收机供货及服务入围招标	重庆	2015/2/11
2014~2015 华数常规器材和设备统一招标第一期入围	浙江	2015/1/13

资料来源: 中国招标网, 中银证券

上表统计了公司近两年在广电网络传输相关设备上的招投标情况, 我们发现 2016 年仅 1 季度公司全国范围内广电传输设备相关中标 8 项, 对比 2015 年全年中标 16 项, 公司 2016 年 1 季度已完成 2015 年 50% 的中标数量。参照公司去年的中标情况, 一般中标集中在下半年。今年 1 季度公司已中标的 8 项中 3 项来自于江苏有线, 相比去年全年公司仅中标 2 项。我们认为, 这说明了江苏有线在成功上市之后开始加大对网络整合以及 NGB 网络的建设。

根据江苏有线 2015 年的招股说明书, 其在 2016 年-2017 年间拟投资在双向网改、宽带升级以及 NGB 基础网络建设等涉及到网络设施建设的項目金额高达 40 亿元左右, 而亿通科技作为江苏本土公司且是广电光传输设备龙头供应商必将全方位受益江苏有线这一传统客户的需求放量。我们预计, 公司其中占有的份额有望超过 1/4 为 2016-2017 年度带来约 10 亿左右订单。随着网络整合完成后带来的 NGB 以及双向网改、宽带升级建设的加速, 其中 2016 年有望实现订单约 2 亿左右, 2017 年实现订单约 3 亿。

图表 14. 江苏有线募集资金拟投资项目

项目	预计投资 (亿元)	建设期/整合期 (年)
增资发展公司整合全省广电网络项目	30.58	1
广电网资源整合项目	1.98	1
全省 NGB 基础网络建设项目	10.65	2
云媒体电视内容集成平台项目	3.85	1
合计	47.06	-

资料来源: 江苏有线招股说明书, 中银证券

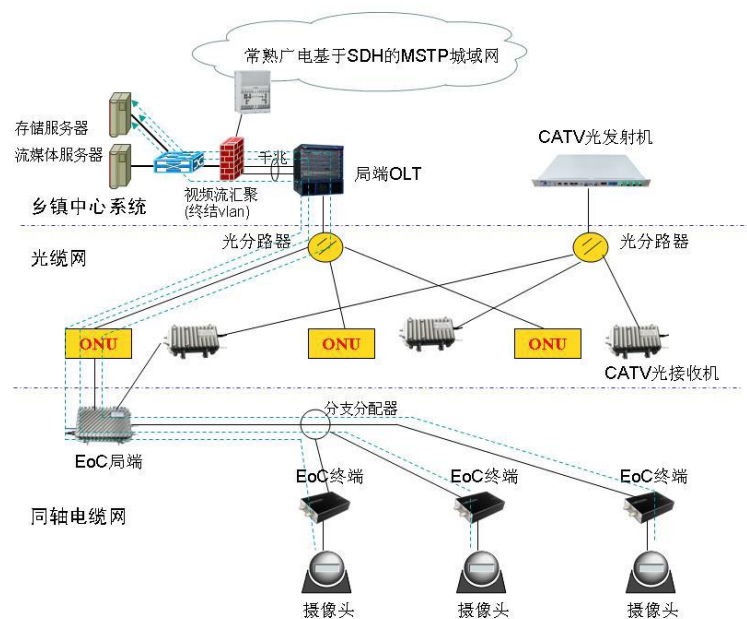
另外，2015 年广西广电的招股说明书也将城网扩容、农网数字化双向改造作为募资项目，预计分三期合计投资 10 亿元用于 HFC 分配网建设、HFC 网络优化等，预计新增 17,318 个光站。结合公司近两年的合同中标情况，我们预计公司 2016~2017 年获得来自广西广电的订单分别为 8,000 万元、9,000 万元。同样，预计来自公司传统客户如湖北广电、重庆广电、福建广电以及新增客户河南广电的订单份额处于类似水平，合计 2016 年为 2.5 亿元，2017 年预计为 4.5 亿元。

因此，我们判断公司凭借较丰富的产品线以及领先且迎合市场需求的多项核心技术集中受益广电行业集中化建设趋势，公司订单饱满未来高速增长获强保障。

视频监控潜力巨大，协同效应显著

过去几年随着有线电视网络的双向及数字化改造大力推进，数字视频传输技术得到了不断地加强，有线电视网络的增值业务也在不断得到扩展。公司基于本身有线电视视频技术优势，很早就开始拓展智能化监控系统将有线的视频采集传输技术应用于智能化监控系统中。公司智能化监控系统可充分利用有线电视的广覆盖、高带宽和高质量的特性，建立一个的智能化监控网络。由于充分利用有线电视网络在有线电视已覆盖的位置，可以免除专用布线的繁琐工作和资源浪费。

图表 15. 常熟广电采用光纤直接接入的方式接入核心 VPN 网络



资料来源：公司公告，中银证券

公司的智能化监控工程服务是应用广电双向传输、以太网传输等技术，把各种图像、声音等数据信息进行网络内的采集、存储、传输、交换，为不同客户提供设备和集成服务，包括可行性研究、方案设计、安装和项目实施等，市公司有线电视传输产品在新领域里面一项卓有成效的拓展。同时，公司视频监控项目由于利用广电传递通道以 GEPON+EoC 方案作技术支撑通过广电网络的双向传输功能，可充分利用现有的城域光纤网和同轴电缆资源（HFC 网络），因此与公司传统主业形成了较强的协同效应。以公司上市初期常熟广视频监控项目为例，项目直接采用公司的产品包括编码设备、应用管理软件平台、网管巡检软件等占比约 30.69%，同时常熟广电需要对现有有线电视网络进行双向改造，且双向网改设备包括 GEPON 和 EoC 采购量 85%来自公司，采购金额至少 1,100 万元。

图表 16. 常熟广电采购公司设备估算

双向网改造设备	总需求量：台	从亿通处最低采购数量：台（按 85%折算）	亿通产品单价：元	亿通实现销售额：万元
GEPON-OLT	94	80	10000	80.0
GEPON-ONU	3000	2550	1000	255.0
EoC 头端	3000	2550	1500	382.5
EoC 终端	15000	12750	300	382.5
总计	21094	17930		1100.0

注：15000 个视频监控点，每个监控点需 EoC 终端一台，理论上每个 EoC 头端可带 32 个 EoC 终端，但实际情况由于空间所限，一般带 5 个。一个 GEPON-OLT 可带 32 个 GEPON-ONU，每个 GEPON-ONU 对应一个 EoC 头端

资料来源：公司公告，中银证券

随着公共安全视频监控建设联网意见的出台，未来大联网、高清化、智能化是视频监控建设的发展方向，同时也给安防企业带来了机遇与挑战。公司凭借在传输领域的优势和以租赁式建设镇、村级治安监控网的影响力，未来有望利用“互联网+”的形式，积极研发适合大联网的产品，达到在新一轮视频监控大建设、大联网中来做强公司智能化视频监控业务。公司在广电行业十多年的刻苦经营，目前主导产品已经覆盖 80%的省会和中心城市，公司有望凭借这些优质的有线电视网络运营商客户资源，继续拓展公司的智能安防监控业务。同时，随着三网融合进度的推进，公司基于广电网络的视频监控项目将能实现三网互通必将更具优势和吸引力，因此我们预计公司未来两年这一项目也将实现飞跃性发展，预计此项目 2016~2018 有望实现年均 50%左右的营收增长率。

稳固现有主业，转型潜力不可限量

公司 2015 年顺利完成员工持股计划，这也是公司上市以来的首次员工持股计划。此次公司员工持股计划不仅涉及公司董监高，更覆盖中层管理人员、核心技术、业务骨干人员以及优秀员工。我们认为，此次员工持股计划的顺利实施，在完成董监高个人和公司利益绑定的同时由于覆盖中层以及骨干优秀员工，将有利于提高员工的自觉性和主动性。同时，公司此次成功经验也将为公司未来更多的进行资本运作以期获得外延发展提供一定的参考和促进作用。

图表 17. 公司员工持股计划

序号	持有人		出资额（万元）	占本员工计划的比例（%）	
1	董事	王振洪	董事、控股股东	200	18.18%
		王桂珍	董事、董事会秘书	100	9.09%
2	高级 管理 人员	陈小星	副总经理	50	4.55%
		周叙明	财务总监	30	2.73%
		陈锦锋	副总经理	30	2.73%
		施达	副总经理	20	1.82%
3	监事	黄卫东	监事会主席	10	0.91%
		金燕	职工监事	10	0.91%
4	其他员工（预计不超过82人）		650	59.09%	
合计			1100	100%	

资料来源：公司公告，中银证券

虽然至今公司一直都围绕广电网络传输设备主业进行研发和经营，未有任何外延发展的资本运作，但是我们认为公司在顺利完成员工持股计划之后将极大地释放公司利用资本市场平台谋求转型实现多维突破的动力。同时，我们认为公司在传统广电传输设备上面的细分龙头地位也为公司谋求转型提供了一个质地优良的平台。结合公司目前的主业优势，我们认为公司在转型发展上面主要存在两大发展方向。

由广电设备提供商拓展广电平台内容业务

随着“三网融合”的全面推进，有线电视从传统的单向广播方式快速转变为双向传输、数字化、网络互动的多样化交互方式发展阶段，积极推进有线电视网的数字化整体转换及向互联网转型，促进有线电视网络真正走向数字化、智能化、网络化，形成数字化广播电视产品发展的新格局，实现视音频媒体的多样化、个性化的传输。

在“三网融合”中，广电网最大的优势集中表现在：1、政策支持；2、强大专业采编团队；3、内容资源拥有多年积累；4、广电覆盖面、覆盖率居各媒体之首。

图表 18. 广电网络优势

政策支持	强大专业的采编团队	内容资源上拥有多年的巨大积累	广电网的覆盖面与覆盖率居于各种媒体之首
<ul style="list-style-type: none"> • 三网融合的总方案不对称的开放了广电运营商可以经营电信和互联网等方面业务的权利，全力支持有线电视网络建设和整合。 	<ul style="list-style-type: none"> • 广播电视拥有丰富的内容，并且严肃性、原创性等占据主流地位。 	<ul style="list-style-type: none"> • 各级广电媒体，尤其是中央和省级媒体，在内容资源上拥有多年的巨大积累，这些内容资源经过数字化转换后，可以进行多种形态的开发和利用，成为各种媒体的原材料。 	<ul style="list-style-type: none"> • 全国电视人口覆盖率达97.23%。无论在传播渠道还是用户资源上都具有强大的优势。

资料来源：中银证券

由上面的分析，我们可以看出广电网络相对于电信运营商最大的优势在于其日益创造和积累的丰富海量资源。因此，我们判断广电网络在应对来自电信运营商的竞争以及为了推广自家的“宽带+电视”业务，必将加强在内容上面的投入从而巩固优势地位并更好的利用这一优势。

另外，广电行业的企业制度不完善，缺乏统一的运营主体，不仅影响了行业的发展也有妨广电网络在内容上面的集中发力。我国广电行业目前虽已基本完成省网整合，但企业规模仍然较小，市场主体分散，不能形成有效的合作。

我们判断，这一情况恰恰给了亿通科技这一传输设备公司突围发展内容平台提供了一个黄金机遇。首先，公司深耕广电网络行业多年，对行业规则有较深的理解，同时对市场需求有较好把握。另外，公司这边作为传输设备细分龙头，其主导产品已经覆盖了包括上海、天津、南京、深圳、厦门、哈尔滨等80%的省会和中心城市，已经积累了较好客户资源，有助公司形成统一的第三方内容平台集中推广。

在这方面的外延拓展，我们认为公司可以参照数码视讯的发展，数码视讯是中国最大的广电网络设备和系统供应商之一，公司早在2013年就开启了从广电设备商向融合应用平台的转变，围绕电视频为核心，从设备到网络最后到内容、服务形成清晰路径的战略布局。目前，公司已经开始布局互联网金融领域，凭借牌照等优势为P2P公司提供支付和资金托管服务。因此，我们认为公司在基于广电网络的内容平台运作方面具有较大发展潜力。

由智能化监控拓展视频监控大数据广阔市场

公司本身具有建筑智能化工程设计与施工资质，公司研发的“平安城市”大型监控集成软件及网络一体摄像机、多功能球机、数字硬盘录像机、网络存储服务器等产品，为实施“智慧城市、平安城市”社会面监控提供了有力保障。目前，视频监控项目、智能化工程项目已在常熟、太仓等地开始实施，并取得了一定的成果。

目前，公司视频监控业务大部分工程项目是采用政府买服务的商业模式，公司提供可行性研究、方案设计、安装、项目实施、运维等服务。项目实施需要公司前期投入大量资金，项目资金收回是通过政府分期支付服务费的方式逐步收回，这不仅意味着成本的回收和盈利需要较长的时间。同时，公司随着业务规模扩大，日常经营资金也将面临较大压力。

正如前文对视频监控行业分析得出的结论，随着全国各地平安城市、行业安防等项目的大规模建设，视频监控在安防领域中发挥着越来越重要的作用，成为技术防范的最有力手段。随着公共安全视频监控建设联网意见的出台，未来大联网、高清化、智能化是视频监控建设的发展方向，同时也给安防企业带来了机遇与挑战。

我们认为，在新的技术条件和应用需求的推动下，视频监控将迎来系统融合和大数据的新时代，视频监控产生的数据量非常庞大，而且增长迅猛，但其价值密度较低，只有对其进行深度的挖掘，才能使其发挥出数据本身所应具有的应用价值。视频大数据技术侧重帮助各类客户从日趋海量的非结构化视频数据中快速发掘高价值的信息，协助客户提升其决策的效率和精准度。因此，我们认为视频监控+大数据是视频监控的未来趋势。同时，公司若能领先布局这一领域也有助于公司立足政府买服务的市场积极拓展更广阔的民用视频监控市场，例如金融、安防、学校、企业等市场。

图表 19. 视频大数据平台



资料来源:《中国多媒体通信》, 中银证券

图表 20. 公司智能安防产品



资料来源: 公司网站, 中银证券

视频监控作为公司一大传统主营，公司自身已经在这上面积累了较强的软硬件实力。公司紧抓在五个 100%，四个“全”、“五张网”监控业务新一轮的发展时机，凭借公司在传输领域的优势和以租赁式建设镇、村级治安监控网的影响力，利用“互联网+”的形式，积极研发适合大联网的产品，达到在新一轮视频监控大建设、大联网中来做强公司智能化视频监控业务。未来公司若能通过引入团队或者战略合作的方式引入云计算、大数据技术，公司的智能安防监控业务将有望获得飞跃发展。

综上所述，我们认为公司目前主业稳定，同时在完成员工持股计划之后，已经完全没有外延发展的顾虑了，在外延上面结合主业优势实现积极而有效的市场拓展，更可趁热打铁积极调动员工刚涨的积极性在拓展业务和市场的同时创造新的盈利增长点。

投资建议与盈利预测

我们认为，公司基于广电网络的优势技术和稳固的客户基础，将集中受益“三网融合”带来的广电网络升级以及双向改造等诸多机遇。另外，公司基于广电网络的智能安防业务由于本身具备的、布线方便等优势，同时结合公司在常熟、太仓等地区推广的示范作用，未来将继续受益安防监控需求的提升而快速发展，同时可与公司的网络传输设备业务形成强协同。最后，公司两大主营稳健发展，公司在完成员工持股计划之后必将重整旗鼓积极利用上市公司资本运作优势，通过外延的方式谋求更大的发展，拓展更多的盈利点。

假设公司财务结构不发生明显变化，股息支付率保持约 35%，我们作如下预测：

- 一、 公司有线电视网络传输设备，特别是光传输设备将凭借丰富产品线以及行业细分龙头地位在 2016~2018 年间集中受益广电网络资源集约化、规模化和专业化发展所带来的资本开支增长，预计公司 2016 年来自江苏有线以及全国其他省份的订单合同将达 2 亿元以及 2.8 亿元，2017 年对应的中标额度将提高到 3 亿元和 3.2 亿元。考虑到递延，我们预计 2016-2017 年，公司在广电传输设备上面实现的营收分别约 3.9 亿以及 5.6 亿元。其中，顺应“光进铜退”的技术发展趋势，订单将集中在公司光传输相关器件以及 NGB 设备上面，相应的产品毛利率在考虑市场竞争以及产品规模化两方面推动下将维持稳定的状态。
- 二、 公司基于 CATV 网络的智能化监控工程在“三网融合”的大趋势之下将有望获得三网互通互联的特性，结合其本身具备的低成本、布线方便等特点也将有望获得年增长率 40%~50% 的快速发展，产品毛利率将稳步上涨。
- 三、 考虑公司在广电相关项目上面的外延拓展进展顺利，2016 年实现营收 1 亿元利润 3,000 万元，2017 年营收和利润分别为 2 亿元和 6,000 万元。

图表 21. 亿通科技主营业务分拆预测

(人民币, 百万)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
营业总收入	216.48	264.38	211.40	227.36	452.36	752.24	1,095.96
产品	213.62	262.41	209.14	225.00	450.00	749.88	1,093.60
下一代有线电视网络设备	86.74	98.79	98.29	105.00	241.5	362.25	507.15
有线电视网络光传输设备	56.67	56.21	52.92	60.00	132	184.8	240.24
智能化监控工程	41.99	79.98	40.39	45.00	63	91.35	137.025
有线电视网络同轴电缆传输设备	28.22	27.43	17.54	15.00	13.5	11.475	9.18
基于广电网络优势的外延拓展						100	200
营收增长率(%)	(3.91)	22.13	(20.04)	7.55	98.96	66.29	45.69
产品							
下一代有线电视网络设备(%)		13.89	(0.51)	6.83	130.00	50.00	40.00
有线电视网络光传输设备(%)		(0.81)	(5.85)	13.38	120.00	40.00	30.00
智能化监控工程(%)		90.47	(49.50)	11.41	40.00	45.00	50.00
有线电视网络同轴电缆传输设备(%)		(2.80)	(36.06)	(14.48)	(10)	(15)	(20)
基于广电网络优势的外延拓展							100
毛利率(%)	25.48	25.48	23.50	26.41	29.11	29.04	29.67
产品(%)	25.30	25.33	23.25	26.40	28.97	28.90	29.53
下一代有线电视网络设备(%)	23.25	24.56	28.80	29.00	30	30.00	30.00
有线电视网络光传输设备(%)	33.03	32.08	31.24	31.00	32	32.00	31.50
智能化监控工程(%)	31.08	27.12	4.36	20.00	24	25	25
有线电视网络同轴电缆传输设备(%)	7.48	9.08	11.57	9.00	9	9	9
基于广电网络优势的外延拓展(%)						25	30

资料来源：公司公告，中银证券

基于以上预测，我们预期 2016~2018 年公司业绩将随着“三网融合”以及广电网络整合升级所带来的历史机遇而飞速发展，预计 2016~2018 年公司总营收将分别为 4.52 亿元、7.52 亿元、10.96 亿元，对应的净利润为 4,426 万元、7,463 万元、1.16 亿元，每股收益分别为 0.27 元、0.47 元、0.73 元。

相对估值

相对估值，我们选取公司同行业或者相近行业的上市公司作为对比，如下表所示：

图表 22. 可比公司估值

公司名称	收盘价	每股收益(元)			市盈率(倍)			PEG		当前市值 (亿元)
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015-2017	2016-2017	
四川九洲	26.75	0.42	0.54	0.62	63	49	43	0.80	1.43	136.80
数码视讯	9.71	0.16	0.20	0.25	62	49	39	2.70	1.48	133.78
初灵信息	53.50	0.70	1.25	1.45	76	43	37	0.79	1.15	52.45
迪威视讯	15.02	0.06	0.52	0.91	243	29	16		0.40	45.10
佳创视讯	26.89	0.03	0.10	0.18	458	268	153			61.71
同洲电子	10.03	0.05	0.23	0.37	187	44	27			74.82
			平均				142	46	37	0.80
			算术平均				182	80	53	1.43
			中值				132	46	38	0.80
亿通科技	19.02	0.07	0.27	0.47	259	122	92	0.8	1.29	30.51

资料来源：万得，中银证券

我们预计公司近两年净利将会实现爆发式增长，因此对公司估值采取 PEG 估值方式。基于同行业可比公司 2015~2017 PEG 情况，并考虑到公司领先丰富且全方位迎合广电网络升级改造需求的产品线以及公司远小于行业平均的市值水平，我们给予公司 2015~2017 年 0.8 倍的行业中值 PEG，对应 2016 公司动态市盈率为 122 倍。因此，我们给予公司 2016 年目标价为 33.38 元，首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

- 一、广电行业经营状况受宏观经济影响，国家政策支持或发生变化。
- 二、广电行业由于依然较为分散，且各省市进度不一，标准多样，广电网络整合速度或不达预期。网络整合或加强广电运营商议价能力，影响公司产品毛利率。
- 三、新的革命性技术如果推出，会极大影响公司已建立起来的核心竞争力。
- 四、公司外延式发展或不达预期。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	264	211	227	452	752
销售成本	(201)	(164)	(177)	(339)	(543)
经营费用	(41)	(40)	(41)	(68)	(121)
息税折旧前利润	44	35	40	90	132
折旧及摊销	18	24	28	40	44
经营利润(息税前利润)	25	11	13	50	87
净利息收入/(费用)	4	3	3	4	(0)
其他收益/(损失)	2	2	2	2	0
税前利润	27	13	14	52	90
所得税	(4)	(2)	(2)	(9)	(15)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	23	10	12	44	75
核心净利润	23	10	12	44	75
每股收益(人民币)	0.352	0.125	0.073	0.273	0.468
核心每股收益(人民币)	0.352	0.125	0.073	0.273	0.468
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.026	0.096	0.164
收入增长(%)	22.1	(20.0)	7.6	99.0	66.3
息税前利润增长(%)	30.2	(58.5)	19.0	300.2	74.2
息税折旧前利润增长(%)	39.1	(20.3)	16.0	121.9	46.9
每股收益增长(%)	(19.72)	(64.5)	(41.4)	272.5	71.5
核心每股收益增长(%)	(19.72)	(64.5)	(41.4)	272.5	71.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	27	13	14	52	90
折旧与摊销	18	24	28	40	44
净利息费用	4	3	3	4	(0)
运营资本变动	(16)	(9)	1	43	(126)
税金	4	2	2	9	15
其他经营现金流	10	1	(11)	(35)	(42)
经营活动产生的现金流	31	23	27	87	(49)
购买固定资产净值	8	(0)	30	31	30
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(55)	(48)	(60)	(62)	(61)
投资活动产生的现金流	(47)	(48)	(30)	(31)	(30)
净增权益	(6)	(4)	(4)	(15)	(26)
净增债务	0	0	7	(7)	149
支付股息	6	4	4	15	26
其他融资现金流	(2)	(3)	78	(6)	(27)
融资活动产生的现金流	(5)	(5)	(6)	82	(18)
现金变动	(21)	(31)	78	38	43
期初现金	191	174	141	220	258
公司自由现金流	(16)	(25)	(3)	56	(79)
权益自由现金流	(19)	(28)	0	44	70

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	174	141	220	258	301
应收帐款	148	155	171	281	450
库存	37	40	47	82	125
其他流动资产	329	303	399	547	762
流动资产总计	366	343	446	630	887
固定资产	141	157	156	178	160
无形资产	21	21	20	22	24
其他长期资产	53	59	67	34	36
长期资产总计	216	237	243	234	219
总资产	581	581	689	864	1,106
应付帐款	56	55	64	167	188
短期债务	0	0	0	0	26
其他流动负债	39	35	44	94	118
流动负债总计	95	90	108	261	332
长期借款	0	0	7	0	122
其他长期负债	0	0	7	0	123
股本	64	84	159	159	159
储备	422	407	415	443	491
股东权益	487	491	574	602	651
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	581	581	689	864	1,106
每股帐面价值(人民币)	7.55	5.85	3.60	3.78	4.08
每股有形资产(人民币)	7.22	5.60	3.47	3.64	3.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(0.97)	(1.00)	(0.51)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.2	15.0	16.3	18.8	17.6
息税前利润率(%)	8.3	3.5	4.1	10.1	11.7
税前利润率(%)	10.2	5.9	6.2	11.6	12.0
净利率(%)	8.6	5.0	5.1	9.6	9.9
流动性					
流动比率(倍)	3.9	3.8	4.1	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	(6.2)	(2.3)	(2.8)	(10.3)	213.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.5	3.4	3.7	2.1	2.3
估值					
市盈率(倍)	54.0	151.9	259.5	122.2	92.3
核心业务市盈率(倍)	54.0	151.9	259.5	122.2	92.3
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	6.2	6.2	5.3	5.0	4.7
价格/现金流(倍)	39.1	67.9	113.1	34.9	-62.1
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	31.3	46.4	75.2	32.2	21.6
周转率					
存货周转天数	50.6	69.0	75.4	66.5	60.6
应收帐款周转天数	204.8	268.1	275.3	226.6	218.6
应付帐款周转天数	101.0	122.0	131.8	180.0	126.5
回报率					
股息支付率(%)	28.4	39.9	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	4.7	2.1	2.0	7.2	11.5
资产收益率(%)	3.9	1.8	1.7	5.0	6.8
已运用资本收益率(%)	3.3	1.1	1.2	5.6	8.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

四川九洲(000801.CH/人民币 24.91, 未有评级)
数码视讯(300079.CH/人民币 10.02, 未有评级)
初灵信息(300250.CH/人民币 51.00, 未有评级)
迪威视讯(300167.CH/人民币 14.44, 未有评级)
佳创视讯(300264.CH/人民币 26.80, 未有评级)
同洲电子(002052.CH/人民币 10.03, 未有评级)
江苏有线(600959.CH/人民币 14.26, 未有评级)
湖北广电(000665.CH/人民币 13.88, 未有评级)
华数传媒(000156.CH/人民币 20.96, 未有评级)
广电网络(600831.CH/人民币 12.01, 未有评级)
吉视传媒(600831.CH/人民币 4.55, 未有评级)
歌华有线(600037.CH/人民币 14.82, 未有评级)
电广传媒(000917.CH/人民币 15.41, 未有评级)
天威视讯(002238.CH/人民币 18.70, 未有评级)

以2016年3月30日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371