

苏州科达 (603660)

证券研究报告
2017年07月25日

“智能化产品+渠道”双发力，带来业绩高弹性

引领视讯与安防，业绩持续高增长

公司致力于视频会议系统和安防监控系统，产品覆盖了前端摄像机等硬件设备和后端终端、平台等软件的多层次业务，能够为政府机关和教育、金融、交通等众多客户提供全面的相关行业整体解决方案。营收利润高速增长，随着公司销售费用率和研发费用率在收入增长冲淡影响下降低，盈利能力将稳步提升。

公司平台产品优势明显，将受益安防智能化浪潮

国内安全需求升级，政府投资加大安防投入力度，安防市场规模 2016 年达到 5000 亿元；随着数字化、网络化、高清化的发展，安防建设进入智能化阶段，集数据传输、视频、控制于一体的智能化安防综合管理平台；同时基础设施日渐完备，行业即将进入功能性开发阶段，即软件与运营投入阶段。我们认为，随着企业及政府意识到软件系统的特殊价值，其付费意愿也在迅速提升，软件应用成新竞争维度；公司后端软件平台产品竞争占优，NVR 产品国内市占率第一、平台产品国内市占率第一，智能化产品“猎鹰”已在全国多个省、400 个市的公安系统落地，“海燕”已在苏州、厦门交通系统落地。

研发优势突出，补齐渠道短板将驱动收入加速成长

公司研发优势突出，同时积极寻求代理商合作，随着公司渠道体系的重构，拓展通用性行业市场，加上 PPP 项目的稳步推进，公司收入有望加速成长。

视频会议受益国产化，市占率有望稳步提升

根据 Frost&Sullivan2016 年数据，公司在国内视频会议系统的市占率在 15%左右，已成为视频会议行业的龙头之一。根据我们产业调研，在公检法等政府机关客户中，公司的产品市占率已超过 50%。在中国市场的国产化趋势下，宝利通和思科将会逐步淡出中国市场，公司如果能通过渠道扩张抓住机会，将进一步扩大在视频会议领域的市占率。

投资建议

公司视频监控技术能力领先，随着品牌知名度、营销渠道进一步提升，业务将实现高增长，视频会议业务市占率领先保持稳定增速。考虑到公司渠道扩张带来的业绩弹性，上调盈利预测，预计公司 2017/2018 年利润分别为 2.5 亿/3.6 亿，对应 35X/24X PE，上调目标价至 50 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：公司渠道市场推进不及预期；安防 PPP 订单进程不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,221.88	1,448.58	1,865.48	2,351.63	2,913.05
增长率(%)	24.76	18.55	28.78	26.06	23.87
EBITDA(百万元)	92.89	136.69	208.86	328.37	486.81
净利润(百万元)	120.28	174.67	250.43	364.51	523.21
增长率(%)	125.18	45.22	43.37	45.55	43.54
EPS(元/股)	0.48	0.70	1.00	1.46	2.09
市盈率(P/E)	73.89	50.88	35.49	24.38	16.99
市净率(P/B)	14.26	7.83	6.41	5.08	3.91
市销率(P/S)	7.27	6.14	4.76	3.78	3.05
EV/EBITDA	0.00	55.25	39.94	24.95	16.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	35.15 元
目标价格	50.00 元
上次目标价	38.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	250.00
流通 A 股股本(百万股)	50.00
A 股总市值(百万元)	8,787.50
流通 A 股市值(百万元)	1,757.50
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	22.67
一年内最高/最低(元)	43.50/9.64

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《苏州科达-公司点评:业绩略超预期，“技术+渠道”驱动安防业务高增长》
2017-04-26

投资要点

核心观点

- 1、AI+安防率先落地，公司在后端技术积累深，将显著受益行业智能化浪潮；
- 2、公司智能化产品“猎鹰”已在东北、甘肃等多个省、400个市公安系统落地，随着公司渠道体系的重构，PPP业务的推进，我们看好公司在安防领域的高速增长潜力；
- 3、视频会议业务公检法市场占比超过50%，业务向政府其他部门拓展业务保持稳定增速；
- 4、随着公司销售费用率和研发费用率在收入增长冲淡影响下降低，盈利能力将稳步提升。

预计公司2017/2018年利润分别为2.5亿/3.6亿，对应35X/24X PE，维持“买入”评级。

关键假设（乐观&悲观）

- 1、假设未来几年安防智能化行业维持高景气度
- 2、公司渠道扩张战略进展顺利
- 3、视频会议行业格局基本稳定

估值分析

预计公司2017/2018年利润分别为2.5亿/3.5亿，对应17年35X PE，维持“买入”评级。

与市场预期差

1. 公司渠道代理商拓展超预期
2. 公司智能化模块应用落地的超预期
3. PPP订单落地超预期

股价催化剂

1. PPP订单落地
2. 大额平安/智慧城市订单落地

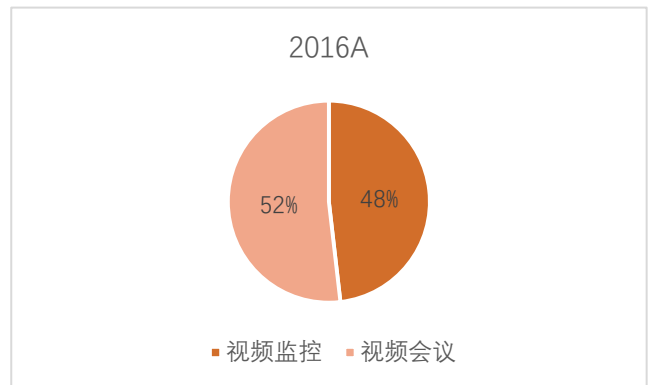
公司简介

公司是国内重要的网络视讯系统解决方案供应商，主要致力于视频会议系统和安防监控系统，产品覆盖了前端摄像机等硬件设备和后端终端、平台等软件的多层次业务，能够为政府机关和教育、金融、交通等众多客户提供全面的相关行业整体解决方案。

简要行业分析

随着数字化、网络化、高清化的发展，安防建设进入智能化阶段，形成集数据传输、视频、控制于一体的智能化安防综合管理平台；同时基础设施日渐完备，行业即将进入功能性开发阶段，即软件与运营投入阶段。我们认为，随着企业及政府意识到软件系统的特殊价值，其付费意愿也在迅速提升，软件应用成新竞争维度

重要图表：公司收入、利润结构



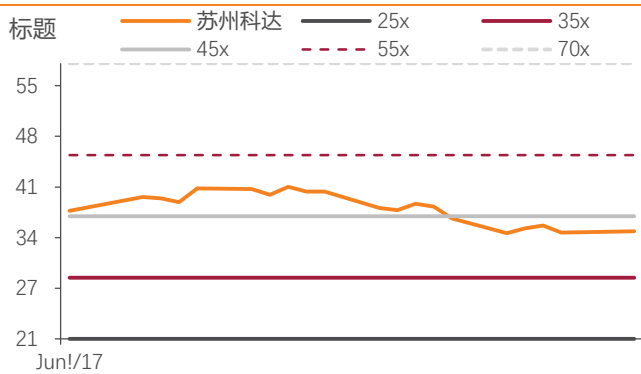
分产品毛利

单位：百万	2014	2015	2016E	2017E	2019E
视频监控	337.46	367.43	485.86	630.35	819.46
视频会议	463.45	566.61	696.93	836.31	978.48

来源：公司公告，天风证券研究所

PE-Band (公司报告必备)

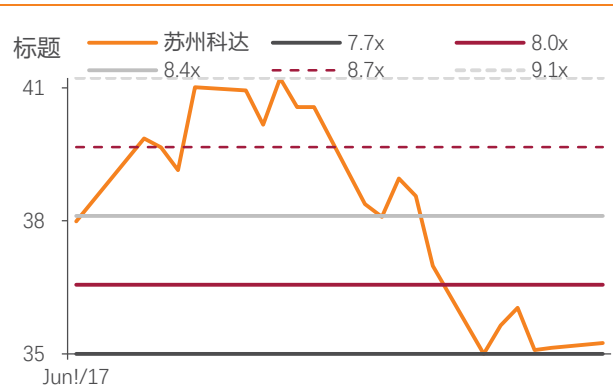
苏州科达历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band (公司报告必备)

苏州科达历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 引领视讯与安防，业绩持续增长.....	5
1.1. 从视频会议到安防监控，公司处于快速成长期	5
1.2. 收入利润连续增长，产品研发厚积薄发	6
2. 公司平台产品优势明显，将受益安防智能化浪潮.....	8
2.1. 中国安防市场超 5000 亿，应用场景不断拓展	8
2.2. 安防智能化发展加速推进，软件应用成新竞争维度	10
2.3. 后端平台竞争占优，公司将显著受益安防智能化浪潮	11
3. 研发优势突出，补齐渠道短板将驱动收入加速成长	13
3.1. 研发能力厚积薄发，智能化应用猎鹰、海燕落地开花	13
3.2. 代理商渠道扩张、PPP 项目落地有望拉动收入加速增长	18
4. 视频会议受益国产化，市占率有望稳步提升	20
4.1. 市场规模稳定增长，竞争格局稳定	20
4.2. 自建、摩云技术，多行业解决方案	21
4.2.1. 组网交换技术	22
4.2.2. 自建视频技术	22
4.2.3. “摩云视讯”云技术	23
4.3. 受益国产化浪潮，市占率有望进一步提升	23
5. 估值与预测.....	25
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：苏州科达步入高速发展期.....	5
图 2：视讯+安防驱动公司成长	6
图 3：公司营收规模持续增长	6
图 4：净利润增速超越营收增速.....	6

图 5: 公司毛利率呈现增长	7
图 6: 公司研发投入持续增长	7
图 7: 研发费用率远超行业水平	7
图 8: 费用率得到合理控制	8
图 9: 全球安防市场扩张	8
图 10: 中国市场超 5000 亿	8
图 11: 中国安防行业成长的驱动因素	9
图 12: 2016 安防行业热度占比	10
图 13: 安防行业智能化进程加速	10
图 14: 安防订单数量软硬件占比	11
图 15: 安防订单金额软硬件占比	11
图 16: 平台成安防监控主要产品	12
图 17: 安防产品结构稳定	12
图 18: NVR 市场占有率第一	13
图 19: 平台市场占有率第二	13
图 20: 安防监控毛利率超行业龙头	13
图 21: 高技术研发团队占比员工 47% 人数	14
图 22: 公司图像信息综合应用平台	14
图 23: 苏州科达猎鹰人员卡口分析系统	15
图 24: 苏州科达猎鹰视频侦查系统	16
图 25: 苏州科达猎鹰图像处理系统	16
图 26: 苏州科达智能交通大数据管控平台	17
图 27: 苏州科达智能交通实时路况	17
图 28: 公司“尚和合·谋共生”合作伙伴大会	18
图 29: 各地 PPP 项目数量持续走高	19
图 30: 各地 PPP 项目规模扩张	19
图 31: 苏州科达 PPP 项目领域规划	20
图 32: 中国视频会议市场持续增长	20
图 33: 视频会议应用行业	21
图 34: 视频会议解决方案	21
图 35: 视频会议远程呈现	21
图 36: 苏州科达视频会议技术产品	22
图 37: 公司组网交换技术	22
图 38: 自建视频系统组成结构	23
图 39: “摩云视讯” 组成结构	23
图 40: 视频会议产品营收	24
图 41: 视频会议产品结构稳定	24
图 42: 公司在公检法市场占比第一	24
图 43: 公司毛利率达第一梯队	25

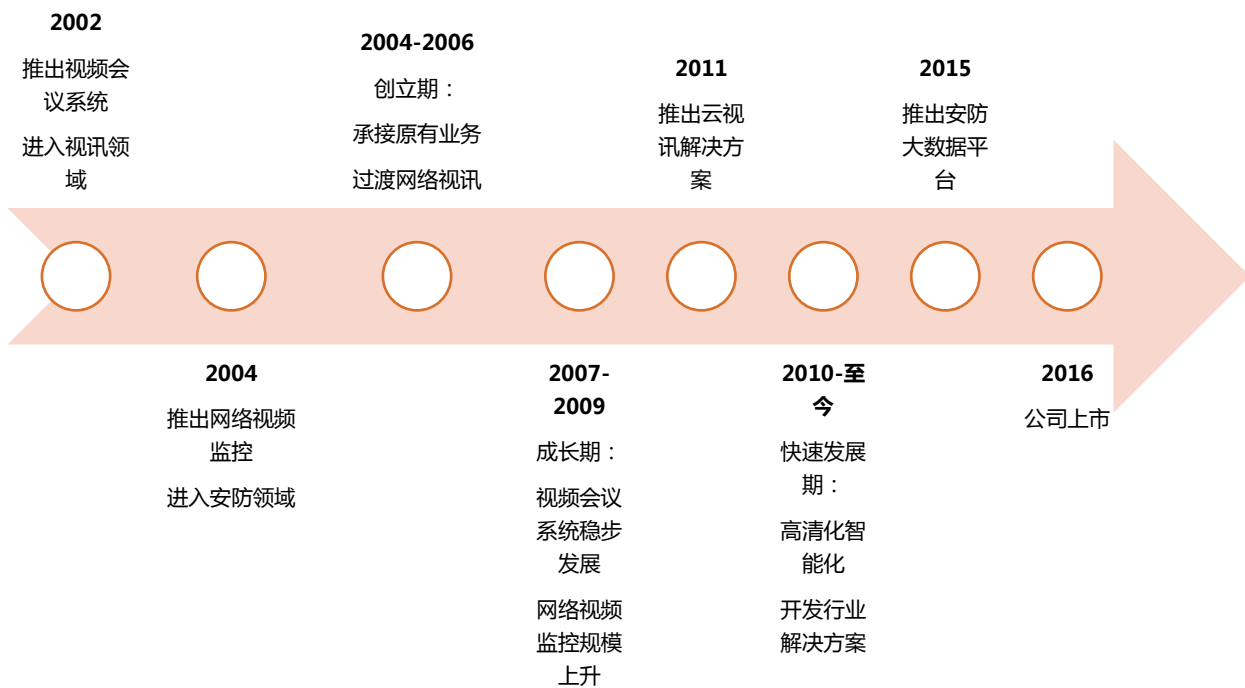
1. 引领视讯与安防，业绩持续增长

1.1. 从视频会议到安防监控，公司处于快速成长期

高清智能化+解决方案，公司处于快速发展期。公司前身为科达通信，成立于 1995 年；后于 2004 年成立苏州科达科技有限公司；2012 年整体改制成为股份有限公司；现今于 2016 年 12 月 1 日，苏州科达在上海证券交易所主板挂牌上市。

公司自承接科达通信原有业务后，着重发展视频会议系统和安防监控，创立期迅速发展。此后，公司视频会议和安防监控双领域稳步发展，快速步入成长期。至今，公司积极推出云视讯等各类解决方案，并推动高清化和智能化的进程，步入高速发展期。

图 1：苏州科达步入高速发展期



资料来源：公司官网，天风证券研究所

视频+安防，前端后端全套解决方案。公司已成为国内重要的网络视讯系统解决方案供应商，主要致力于视频会议系统和安防监控系统，产品覆盖了前端摄像机等硬件设备和后端终端、平台等软件的多层次业务，能够为政府机关和教育、金融、交通等众多客户提供全面的相关行业整体解决方案。

在视频会议领域，公司主要的产品包括了会议摄像机等硬件设备和会议平台、终端等软件，业务主要包括了视频会议自建视频系统和“摩云视讯”等产品；针对政府和相关公共事业单位提供保密性和稳定性更高的自建视频系统，而面向企业用户则相应推出了低成本高性能的云解决方案。

在视频监控领域，公司主要的产品包括了监控摄像机等硬件设备和监控平台等软件，业务主要包括了行业解决方案、猎鹰系列智能化监控系统、海燕智能交通等产品；公司的视频监控产品以网络化、高清化、智能化为特色，主要面向政府机关和各类公共事业单位。

图 2：视讯+安防驱动公司成长



资料来源：天风证券研究所

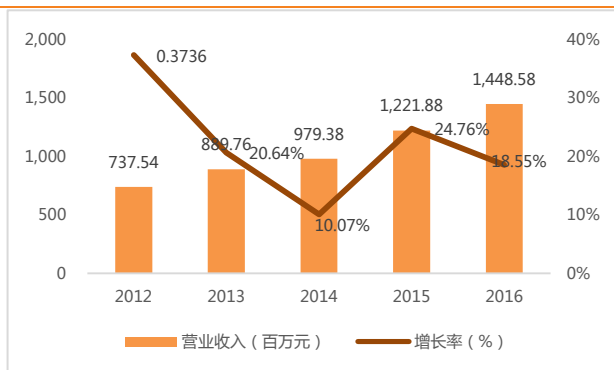
公司凭借着自身对视频会议和安防监控的悉心钻研，已经成功搭建了多层次研发平台，在技术实力和产品上取得了核心竞争力和优势，产品及解决方案已成功覆盖超过了 200 个行业，得到了市场的广泛认同。

1.2. 收入利润持续增长，产品研发厚积薄发

公司近年来在信息化、平安城市等业务带动下，整体呈现良好的向上发展趋势，营业收入呈现出了强劲的上升趋势，而净利润也大体稳步上涨，体现了公司优异的盈利能力。费用方面，公司费用率高于业内大多企业，原因在于公司的经营模式注重销售、管理和研发的投入，为公司的厚积薄发奠定了坚实的技术和市场的基础。

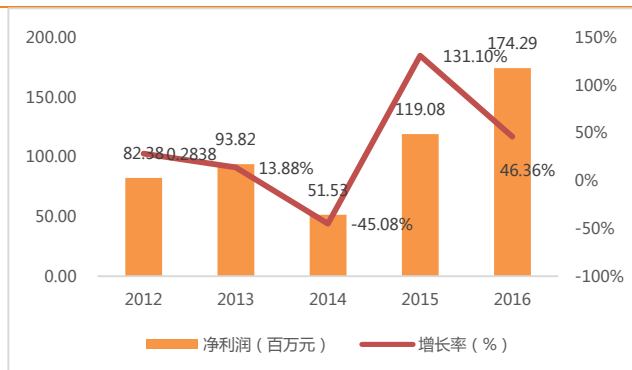
营收、利润持续增长，盈利能力逐年增强。2016 年公司营业收入达到 14.49 亿元，同比增长 24.76%。稳步增长的营业收入为公司整体经营奠定了良好的基础。净利润方面，2015 年公司实现了净利润 1.19 亿元，增速达到了 131%的高值；2016 年，公司实现净利润 1.74 亿元，同比增速 46.36%，利润的连续高速增长体现了公司营业能力的可持续性。同时，营收的高速增长摊薄了公司的费用率，公司净利润率连续提高。

图 3：公司营收规模持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

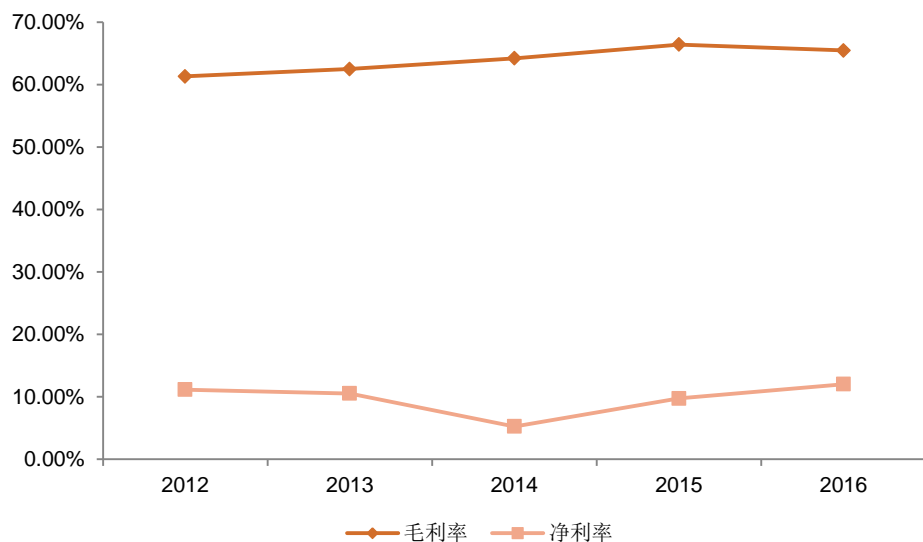
图 4：净利润增速超越营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

净利润增速超营收，毛利率持续提升。2016 年，公司净利润增速达到 46.36%，超过营业收入的同期增速，主要原因是公司的毛利率的增长，叠加营收增速高于费用增速，费用得到摊薄，公司的盈利能力逐步提升。2016 年，公司的毛利率在逐年增长，达到了 69.56%，盈利能力已经开始凸显。

图 5：公司毛利率呈现增长

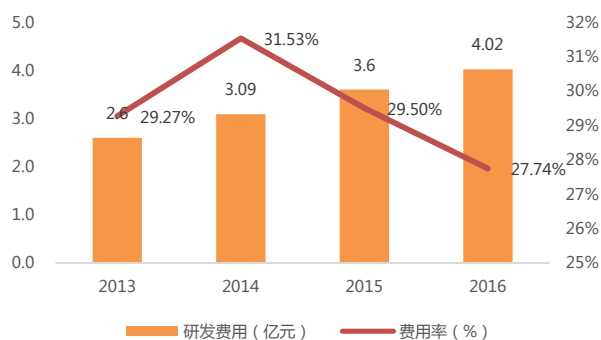


资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品研发厚积薄发，未来竞争力可期待。相比同行业企业，公司的销售、管理费用率偏高，主要原因在于公司的经营模式，即注重销售服务和研究开发的“哑铃型”经营模式。

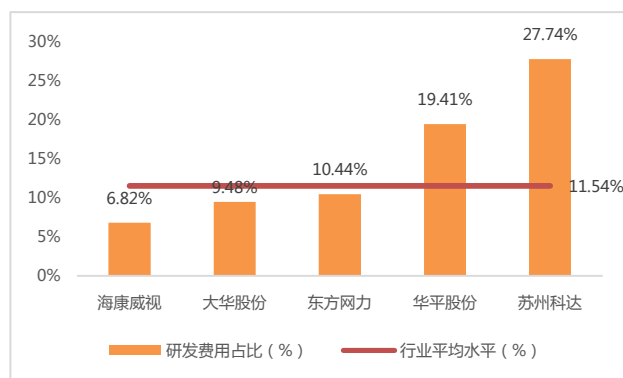
研发费用投入上，2016 年研发费用达到了 4.02 亿元，占同期营业收入的 27.74%，近年来公司随着自身发展，在研发费用上投入逐步稳定增加。同行业其他公司的研发投入基本都在 10%左右及以下，行业平均水平在 11.54%的水平，公司在研发上的投入远远领先于行业；因此，公司现在产品和解决方案的市场认可度和可靠性上占据了一定的优势，并能在未来的竞争中加强自己的主动能力。

图 6：公司研发投入持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：研发费用率远超行业水平

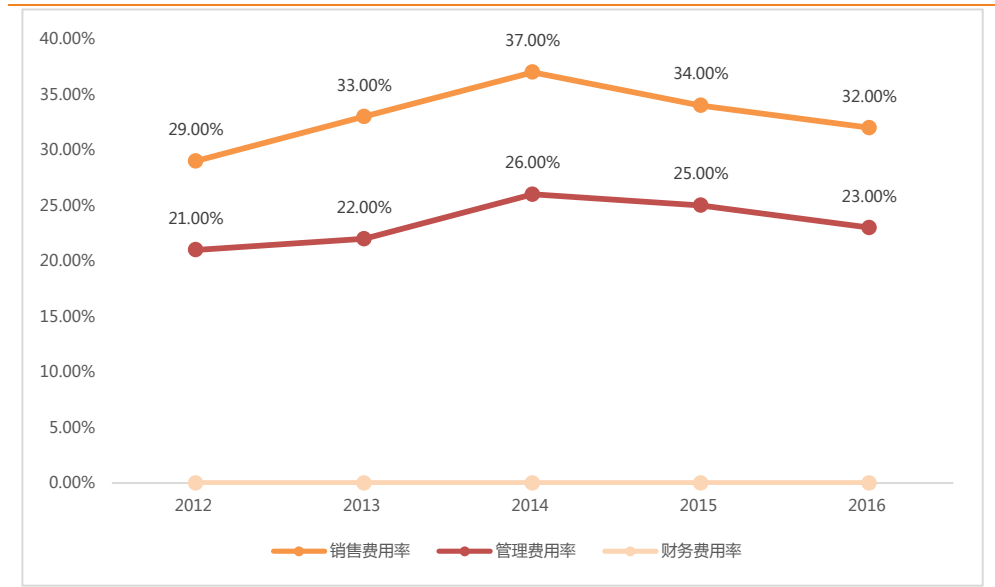


资料来源：Wind，天风证券研究所

加强费用控制，显著改善盈利。公司自 2015 年开始，加强了费用控制，因此 2015 年费用总额较 2014 年增长 17.82%，控制在同期营业收入 24.76%的增速之下，使得当年费用率出现了减低的情况；2016 年，公司费用率继续呈现下降态势，销售费用率和管理费用

率分别降低到了 32%和 23%的水平；在费用率得到有效控制和降低的趋势下，公司的净利润增速明显加速，毛利率呈现微增趋势，为公司盈利能力的继续增长提供了空间。

图 8：费用率得到合理控制



资料来源：公司公告，天风证券研究所

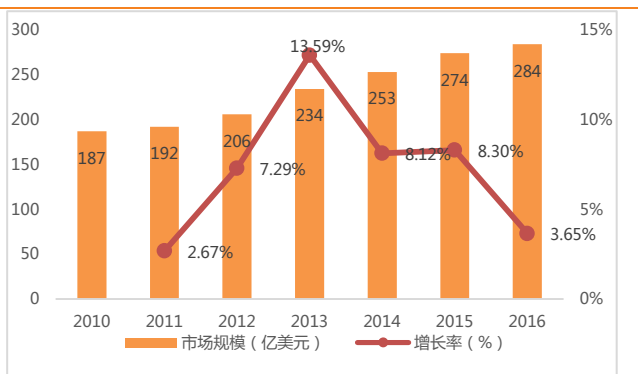
2. 公司平台产品优势明显，将受益安防智能化浪潮

2.1. 中国安防市场超 5000 亿，应用场景不断拓展

中国安防市场空间巨大，视频监控市场高速增长。全球安防市场规模在近年内，持续保持了上涨的态势；同时，中国安防市场规模上涨态势更明显，增长率远高于全球市场，呈现了十分强劲的势头。2016 年，全球安防产品市场规模达到了 284 亿美元，同比增长 3.65%；而中国安防市场规模相应增长到了大约 5400 亿元，增长率更是达到了 9.20%。

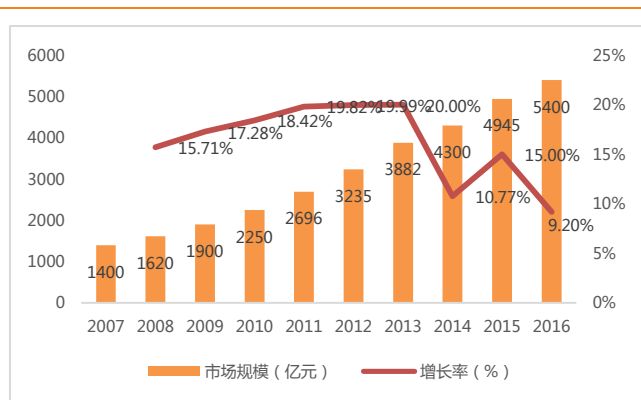
根据 IMS 数据显示，2012 年全球视频监控设备市场已达到 125 亿美元规模，2012-2016 年预期复合增长率为 11.5%，到 2016 年将达到 194 亿美元的庞大规模。其中，中国市场占据了约三分之一的份额，2012 年我国市场规模约为 41.78 亿美元，已经是全球最大的安防市场，并保持着年复合增长 17.5%的高增速。

图 9：全球安防市场扩张



资料来源：搜狐，WIND，天风证券研究所

图 10：中国市场超 5000 亿



资料来源：搜狐，WIND，天风证券研究所

安全需求升级，政府投资加大安防投入力度。国内的公共安全事件频频发生，尽管国家加大了对安防行业的投入力度，我国安防系统建设仍不够完善，安防行业存在巨大的市场需求和提升空间。此外，近年来随着城市化进程的加速，平安城市、智慧城市的概念不断被提及，带动着相关产业快速发展。综合多方面因素驱动，我国安防产业近期景气度迅速上升，并形成了巨大的产业前景。

图 11：中国安防行业成长的驱动因素



资料来源：天风证券研究所

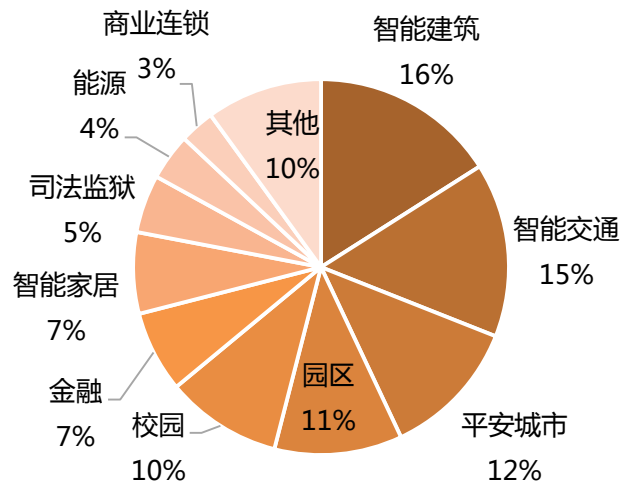
根据中国安防协会的统计数据，政府行政、社会治安、交通管理、金融安全四大应用领域占据视频监控市场 53% 的市场份额，是视频监控市场发展的主要推动力。

安防产品与技术不仅服务于政府公安系统，也广泛的服务于社会各类行业。现有的安防系统包括监控系统、防盗报警系统、停车厂管理系统、小区一卡通系统、红外周界报警系统、考勤门禁系统、安防机房系统、电子考场系统、智能门锁等等，涉及人民生活的方方面面。

在 2016 年安防行业热度占比图中，可以看出，智能建筑、智能交通和平安城市板块处于前三的位置。虽然“平安城市”还是目前推动安防发展的核心动力，但其热度却已经下降至第三位，与之相对应的“智慧城市”虽然还没有榜上有名，但热度已在不断提升。

而随着“互联网+”的推进，智能建筑/楼宇、智能家居的热度继续攀升，两者的占比达到了 26%。

图 12：2016 安防行业热度占比



资料来源：OFWeek，天风证券研究所

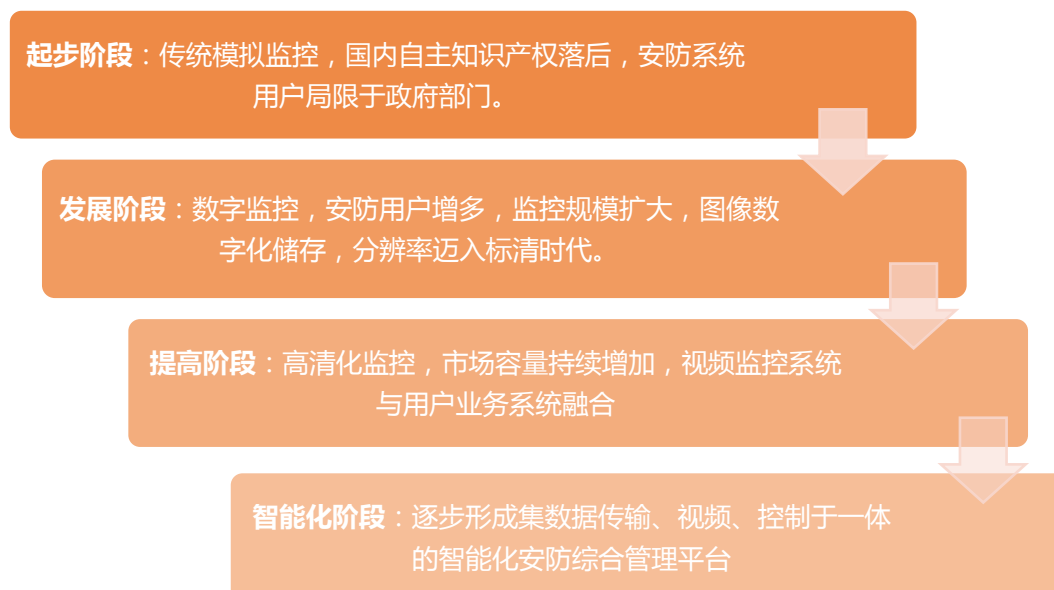
2.2. 安防智能化发展加速推进，软件应用成新竞争维度

视频监控系统将向智能化方向发展。随着数字化、网络化的发展，视频监控系统的规模日益扩大，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，必须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。

从 AI 技术上讲，安防领域主要运用到的技术是以图像识别为基础的人脸识别、车辆识别、人群与行为识别等技术以及以语义理解为基础的警务数据分析与理解技术。

从应用场景角度观察，按照部署场景将人工智能应用分为 4 种类型：1. “点”布防：以关口身份认证为主，应用于车站、机场、酒店等关键节点；2. “线”布防：以道路为主要部署场景，结合车辆识别及人脸识别；3. “面”布防：以热点区域、重点场所作为主要部署场景，主要运用人群与行为分析技术，也会按需部署人脸识别产品；4. “后台”分析：以语义理解为基础进行案情分析，统筹警力资源。

图 13：安防行业智能化进程加速



资料来源：天风证券研究所

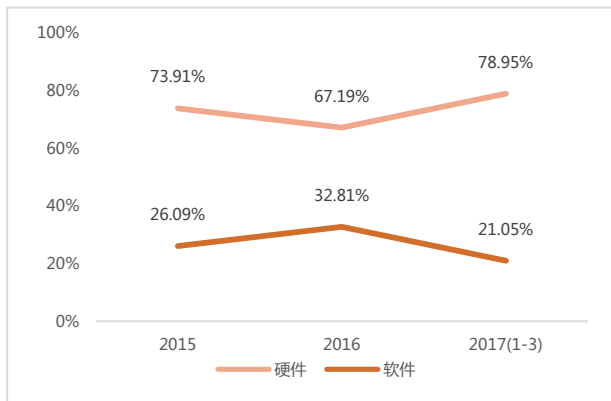
我们认为安防智能化行业已进入 AI 产业化大规模落地阶段。核心原因在于：

1. **算法成熟**：安防行业场景较为集中，容易实现技术优化与突破，目前图像识别算法已达到安防应用要求
2. **需求明显**：政府安防领域效率提升诉求较强， 安防正向全时间全地域维度扩展
3. **基础稳固**：政府一直大力投资安防领域，全国过半摄像头已完成高清摄像头部署，警务电子化与信息化已逐步完成，为人工智能技术部署提供了基础条件。

在安防智能化趋势下，安防订单在数量和金额上都呈现了强劲的增长趋势，其中智能化向后端软件发展的“软化”趋势十分明显。

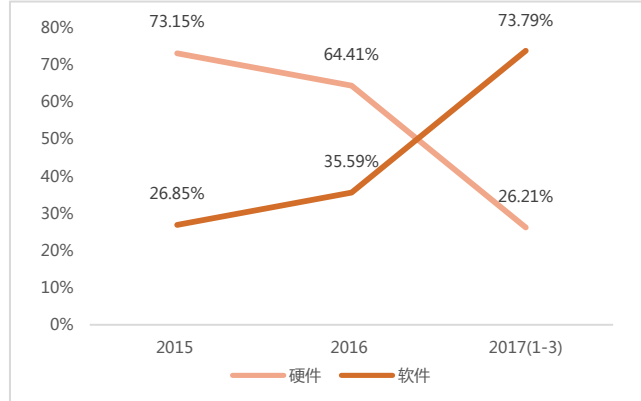
从政府采购订单中来看，2015 年对于软件的采购订单数量占比为 26.09%，合同金额占比为 26.85%，2016 年软件采购订单数量占比为 32.81%，合同金额占比为 35.59%，2017 年 1-3 月份，软件采购订单数量占比为 21.05%，合同金额占比为 73.79%。趋势上可以看出，在安防智能化的趋势中，软化趋势愈加强烈，软件订单的金额占比增加非常迅速。

图 14：安防订单数量软硬件占比



资料来源：搜标网，公司公告，天风证券研究所

图 15：安防订单金额软硬件占比



资料来源：搜标网，公司公告，天风证券研究所

2016 年，安防硬件领域产品结构发生了较为明显的变化，高清摄像头的占比超越标准摄像头，这意味着前端硬件产品的升级周期已经过半。尽管中国安防市场饱和度仍远远未达欧美平均水平，但高清摄像头升级换代需求所驱动的安防行业景气度高点将进入下半场。

于此同时，安防领域的 PPP 项目仍如火如荼的开始落地，基础设施已经较为完备，**接下来即将进入功能性开发阶段，即软件与运营投入阶段。**我们观察了 2015 年以来政府安防公开订单信息，发现订单中越来越多的份额分给了安防软件部分。**我们认为，企业及政府越来越意识到软件系统的特殊价值，其付费意愿也在迅速提升，伴随安防投资向软件端倾斜，投资的驱动将为 AI+安防行业技术融合提供强劲向心力。**

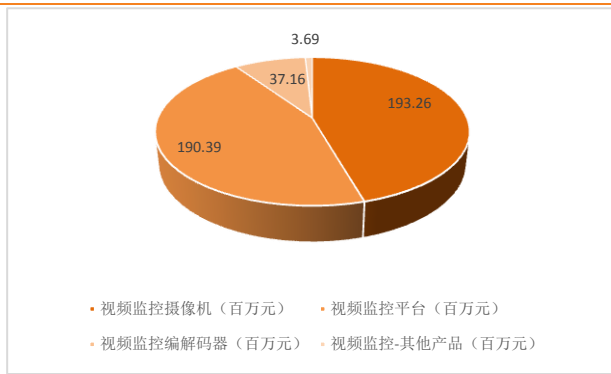
整体行业解决方案将成为产品主流。现今市场对视频监控的要求已不再局限于前端硬件摄像头的铺设和简单的安全防范，而希望视频监控能够成为其内部管理、业务发展的重要工具。通过各家视频安防企业对行业特点深入理解，在丰富实践经验的基础上，进行用户需求 and 行业流程的挖掘，为用户提供视频监控系统的整体解决方案，一方面在为客户做出了更大的支持、创造更多价值，另一方面也扩大了整个安防市场的业务领域和规模。

2.3. 后端平台竞争占优，公司将显著受益安防智能化浪潮

平台产品占比最大，安防收入持续增长。2016 年公司视频监控系统业务营业收入达到了 6.85 亿元，同比增长 12.87%，占总营业收入的 47.27%，其中视频监控摄像机、平台产品占营业收入比重最高，超过 50%。

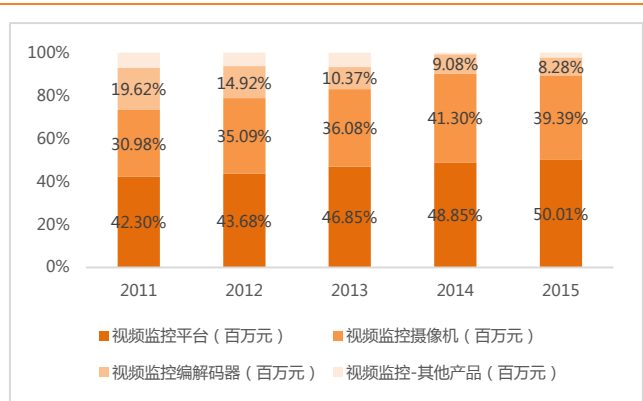
公司视频监控业务顺利发展主要得益于顺应了网络化、高清化、智能化的发展趋势和专注于整体解决方案开发的经营模式。近年来，公司的视频监控系统营业收入大体保持着上涨趋势；其中视频监控平台占据了最大的份额，而摄像机产品则增长趋势最明显。

图 16：平台成安防监控主要产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：安防产品结构稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

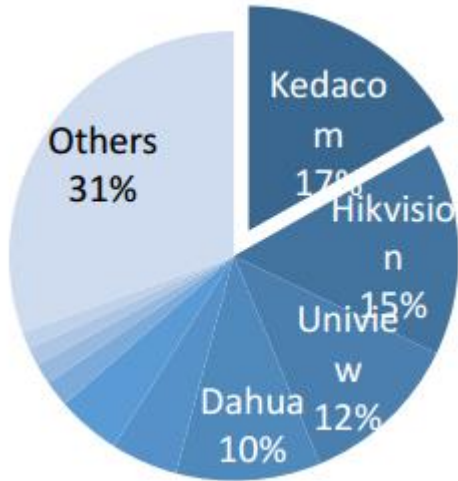
我们认为，公司后端平台竞争优势明显，将极大受益于安防智能化浪潮：

当前部署监控的主要作用是事后查证用，当监控大量部署后，从海量的视频数据中如何实现便捷、高效的应用，以及部分重要监控场所、重点监控对象或重点监控行为如何**从事后查证转变为事先预警，结合预案进行重点监管和快速应对**，成为监管部门高度关注的问题。**联网整合、前端智能和后端的云计算、云存储、智能分析，结合行业应用解决方案**，催生新的机会。

在平安城市和智慧交通等大型应用场景中，公司在前端推出了**人员卡口、车辆卡口、枪球联动和特征分析摄像机**，后端推出了**图侦与合成作战系统等**。这些系统以普通视频监控、车辆/人员卡口、智能 IPC 等监控前端获取的视频、图片的结构化描述为基础，通过大数据平台的智能分析，实现以图搜图、语义搜图、车辆/人员布控、疑似案件对比、详细特征分析等等深度大数据应用，开启了感知、云计算和大数据技术在安防领域落地并持续发展的新进程。

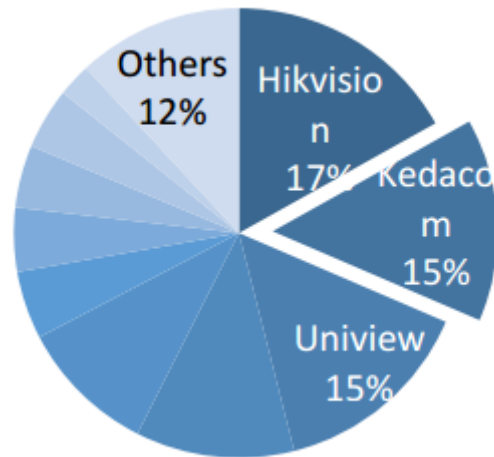
公司 NVR 产品占比市场第一，平台产品市场占有率第二，在安防智能化浪潮下，后端智能化的需求旺盛，公司成为行业红利的极大受益者。

图 18: NVR 市场占有率第一



资料来源: IDC, 天风证券研究所

图 19: 平台市场占有率第二

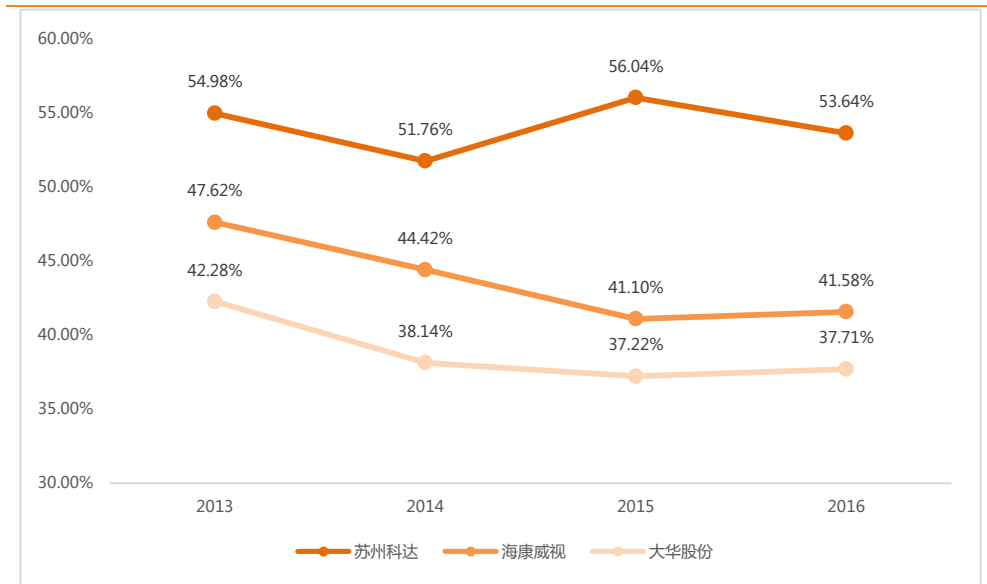


资料来源: IDC, 天风证券研究所

毛利率超 50%，业务机构突显盈利能力。视频监控系统业务中，苏州科达虽然进入市场时间较短，但是凭借公司强大的技术实力和在政府客户中竞争力，近年来业务毛利呈现稳定上涨趋势，毛利率保持在 50%-60%的高水平区间。

同行业中，可以明显的观察到海康威视和大华股份近年来的毛利率都明显的低于公司水平，并且处于下滑的趋势；公司受益于平台产品的高占比保证了毛利率近年来的稳定，体现了公司在安防领域的竞争力。

图 20: 安防监控毛利率超行业龙头



资料来源: Wind, 天风证券研究所

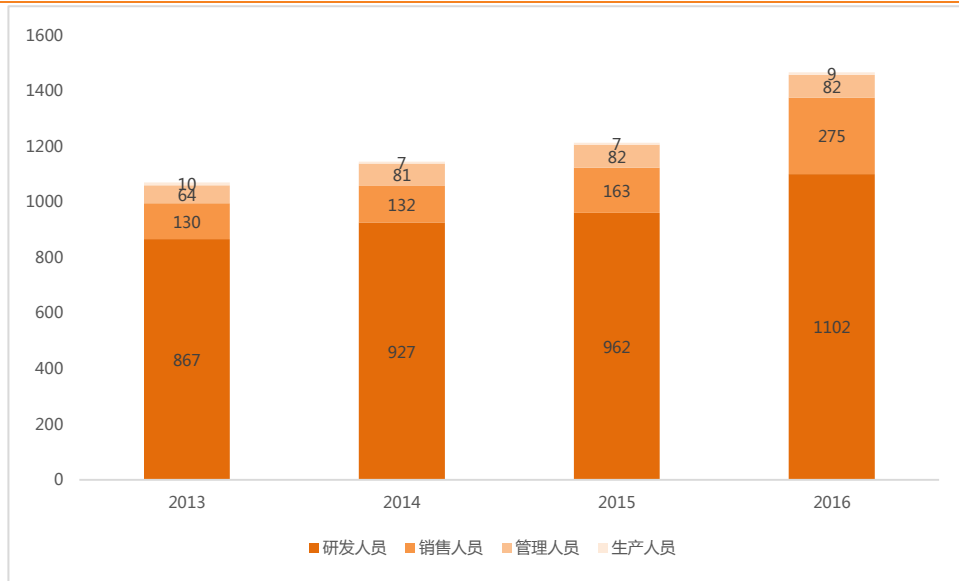
3. 研发优势突出，补齐渠道短板将驱动收入加速成长

3.1. 研发能力厚积薄发，智能化应用猎鹰、海燕落地开花

研发人员超 45%，多层次技术团队提供自主能力。人员结构上，现今公司已拥有人数达到 1602 人的技术研发团队，占比超过了 45%，成功建立多层次、多方向的高水平研发团队；

同时，销售人员得到了极大的增长，达到了 275 人，占比也达到了 18.73%。员工结构的 7 稳定和在销售、研发上的大力投入也保证了公司在后期的市场竞争中，可以具备自己的自主能力，厚积薄发。

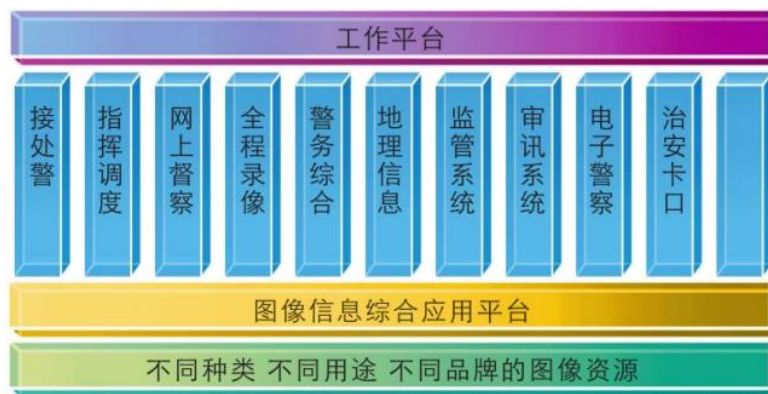
图 21：高技术研发团队占比员工 47%人数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

平台化数据整合，解决传统模式弊病痛点。通过不同的综合解决方案的应用，公司以平台化的理念对各类数据进行资源整合，解决了传统视频监控系统出现的重复建设、子系统关联性低、信息闭塞、与业务系统分离的弊病，体现了公司解决方案显著的综合应用能力。此外，公司通过对多个行业的长期耕耘探索，深度挖掘用户业务流程中的需求，开辟新的视频监控业务模式。

图 22：公司图像信息综合应用平台



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

“猎鹰”智能监控，公安系统大规模落地。智能分析主要应用于监控领域，是领域能最主流的技术发展趋势，指通过计算图像中特定目标与背景的像素差异，将目标信息分离、识别、追踪，完成以往需要人工判断的工作，从而变“被动监控”为“主动监控”，是监控系统的发展方向之一。其中，公司主要着重了数据获取、行为识别、信息联动和检索分析的关键技术，代表产品为猎鹰系列智能监控产品。

作为智能安防的先驱之一，公司已推出 4 套智能化视频监控系统-猎鹰视频侦查系统、猎鹰图像处理系统、猎鹰人员卡口分析系统和猎鹰结构化分析系统，是针对公安实战中新的

应用需求，将智能技术落地为实战应用的智能分析系统，通过视频监控与智能分析技术的结合，有效提升公安实战效能，在维护稳定、反恐处突、治安防范、侦查破案、服务群众方面做出新的贡献。

猎鹰系列产品现在已经广泛应用于公安、法院、检察院、安保、维稳领域和重大活动的安保维护等各类型市场。目前，猎鹰系列智能化安防监控产品已经不仅在苏州密集落地，也已经在全国范围内投入应用；并在实战中，已经多次协助公安等部门追逃疑犯和预警。

五百万次样本训练，造就人脸识别 98%准确率。猎鹰人员卡口分析系统能提供实时抓拍人员头肩照/全人照的关联存储，可实时进行人脸比对，性别、年龄、种族等属性的分析，同时提取行人上下衣的颜色、纹理等信息，支持历史图片的人员搜索和人脸比对。目前，系统已经累积了大概 400 万到 500 万的人脸样本，通过样本的训练，让科达猎鹰人员卡口分析系统能够精准识别人脸和全身，人员卡口摄像机的抓拍准确率能达到 98%以上。

图 23：苏州科达猎鹰人员卡口分析系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

猎鹰结构化分析系统是针对平安城市建设中，面对海量目标排查，如何在各异场景中快速找到目标的实际应用需求而推出的智能分析系统，是一款专门针对海量图片和视频二次分析的应用系统，适用于多场景、差异大的媒体源检索。系统支持对接入的多类型前端进行实时分析，支持对离线图片和视频进行目标检测、属性分析、特征提取等二次分析，从而进行分布式部署及扩散。

猎鹰视频侦查系统能够实现智能分析算法自适应选择视频场景，调整算法灵敏度，提高分析准确率；浓缩看、排查看、车牌筛选、颜色筛选等轻松应对各类视频场景高效审看；基于目标区域的图像综合特征检索，通过深度学习从海量信息中快速检索出相似目标的以图搜图等功能。实现了智能分析、智能审查的智能化案件处理。

图 24：苏州科达猎鹰视频侦查系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

猎鹰图像处理系统现已经可以实现多画面预览结果的可视化交互、采用先进的自适应阈值算法，可自动设置各个阈值参数的智能参数推荐、轿车、拖拉机、摩托车、电动车车牌清晰化处理、人脸转正、人脸重建、人脸去遮挡的人脸处理的智能化处理方式。现已经可以实现模糊图像处理、人脸处理、超分辨率重建、图像增强、图像矫正、图像测量的智能化处理方式。

落实“机器识图”最后一公里。目前，公司的猎鹰系列产品是基于科达对大数据、对智能分析技术的长期的积累，整个系列的产品的研发、设计由科达专门成立的智能事业部承担，将前端感知与后端大数据平台的结合，总结实战应用经验，聚焦视频大数据的实战应用，从人、车到物，消解边界，驱动智能分析的未来，落实“机器识图”最后一公里。

图 25：苏州科达猎鹰图像处理系统



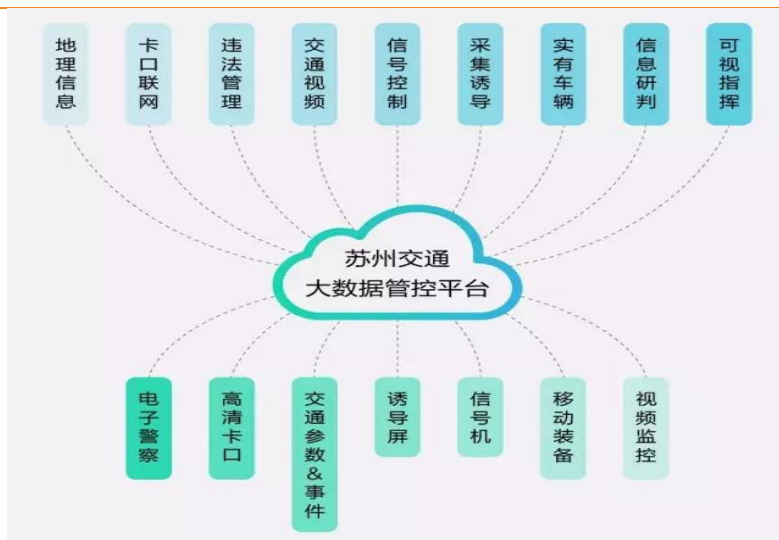
资料来源：公司官网，天风证券研究所

海燕智能交通，即“海燕车辆二次分析系统”，是公司安防智能化的另一个代表产品-二次车辆智能识别系统。事实上，公司在智能交通上做的部署和建设远远不止于此，海燕车辆二次分析系统仅是公司的城市交通解决方案的一个组成部分。整个智能交通解决方案已经实现了对地理信息、交通视频等各项系统进行集成，实现了对道路的综合管控，从而实现了对通状况的改善，整治违法乱象。

智能交通全方位布控。2013年，公司为苏州交警建设了大数据管控平台，截止目前，系统共接入道路视频监控点数为 5712 个，诱导屏 286 个、卡口 1570 个、电警 1655 套、流量

检测 346 套、单兵 859 个，实现了苏州道路交通的全方位覆盖。

图 26：苏州科达智能交通大数据管控平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

系统整合了交通视频监控、交通卡口/电警、交通信号控制等各类子系统，实现了基于 GIS 系统的视频指挥调度、警卫路线及数据挖掘、交通综合态势监控、堵点乱点分析等深度数据分析应用。

此外，公司的智能交通管控平台，可对全市道路监控系统抓取的路况信息进行校验，为出行市民在各个 APP 提供城市内各个道路的监控画面，了解实时路况，不仅大大方便了市民的日常出行，并且能够节省各相关部门的人力物力损耗，改善交通状况。

图 27：苏州科达智能交通实时路况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

结合 GPU+深度学习，实现 0.2 秒 3000 亿级数据查询。与传统卡口系统只能提供时间、地点、车牌号码信息不同，海燕车辆二次分析系统，可分析出车辆的车标、细分车型、车身颜色、年检标、车摆物、是否系安全带、是否在开车打电话等一系列细节信息。海燕智能交通采用 GPU 算法，同时通过运用深度学习，借助上百万张不同情形的照片进行记忆和学习，目前海燕已经可以实现 3000 亿级数据查询 0.2 秒的技术水平。

抓拍清晰+处理准确，海燕实战效果惊人。根绝苏州交警支队数据统计显示，自海燕车辆二次分析系统 17 日落地至 25 日这 9 天里，海燕系统共处罚开车打手机违法行为 1074 起，开车不系安全带违法行为 1828 起；平均每个点位每天处罚打手机违法行为 2 起，不系安全带违法行为 3 起。清晰的抓拍和准确的处理，很大程度地提升了实战的效率，使得海燕在安防智能化的发展趋势中，得到了极大的认可，实战成绩超群。

3.2. 代理商渠道扩张、PPP 项目落地有望拉动收入加速增长

2017 年公司科达开展了首届全国合作伙伴大会，提出了“以客户业务为驱动，打造可持续发展的价值合作生态”的全新渠道发展战略。

在代理商合作渠道管理体系下，科达推出价值合作 5 大计划：联合营销推广计划、价值成长计划、项目深度支持计划、本地化服务计划以及增强激励计划。针对不同类型的合作伙伴，结合价值合作 5 大计划，科达将进行差异化的匹配，实现对合作伙伴的个性化支撑。

在价值合作理念的牵引下，科达目前已经与国内 200 多家代理商达成了行业、区域以及战略合作伙伴关系。

图 28：公司“尚和合·谋共生”合作伙伴大会

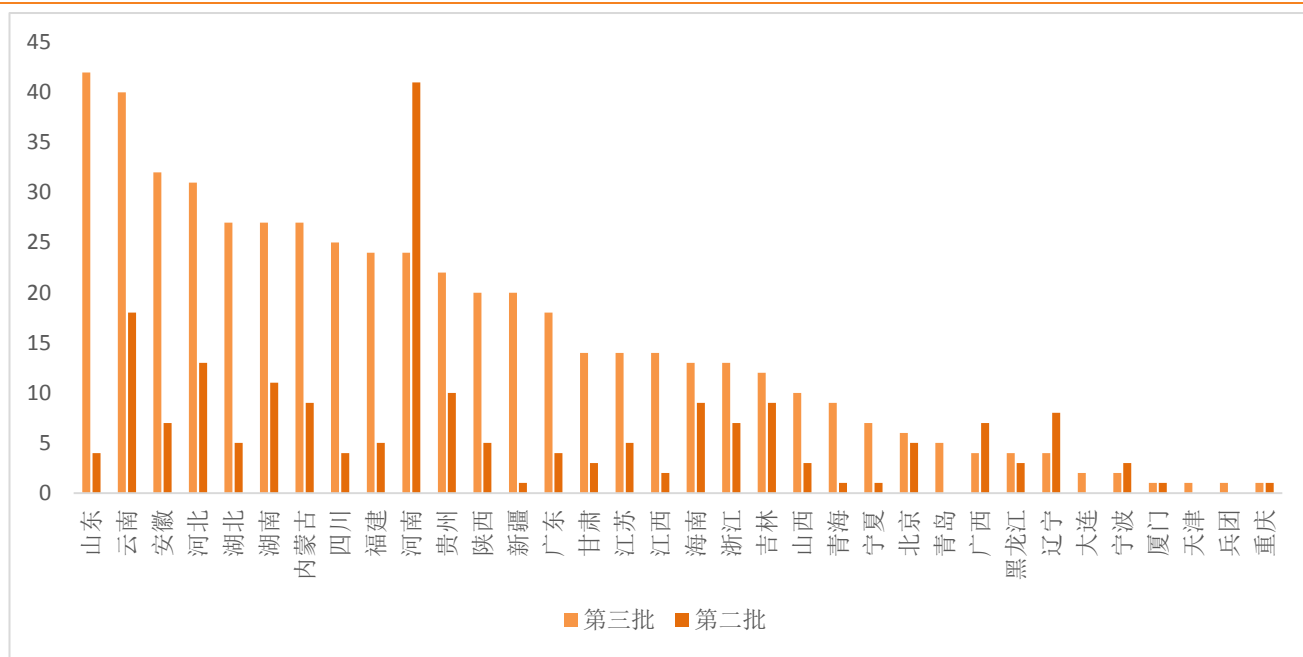


资料来源：公司官网，天风证券研究所

PPP 项目地区持续扩张，项目数量走高。第三批示范项目涉及全国 22 个省、4 个自治区、3 个直辖市、4 个计划单列市及新疆生产建设兵团共 34 个地区，相比第二批示范项目，新增 4 个地区，分布区域进一步扩大。

从项目数量上看，山东、云南、安徽、河北居前四位，湖北、湖南及内蒙古并列第五位，分别为 42 个、40 个、32 个、31 个、27 个、27 个、27 个，合计占项目总数的 43.8%，地区分布集中度相对较高。其中，内蒙古从第二批的 9 个项目增加至 27 个，是唯一进入项目总量前 5 的少数民族地区。与第二批示范项目相比，大部分地区项目数量都有大幅增长；但河南、广西、辽宁、宁波四个地区项目数量有不同幅度的下降。

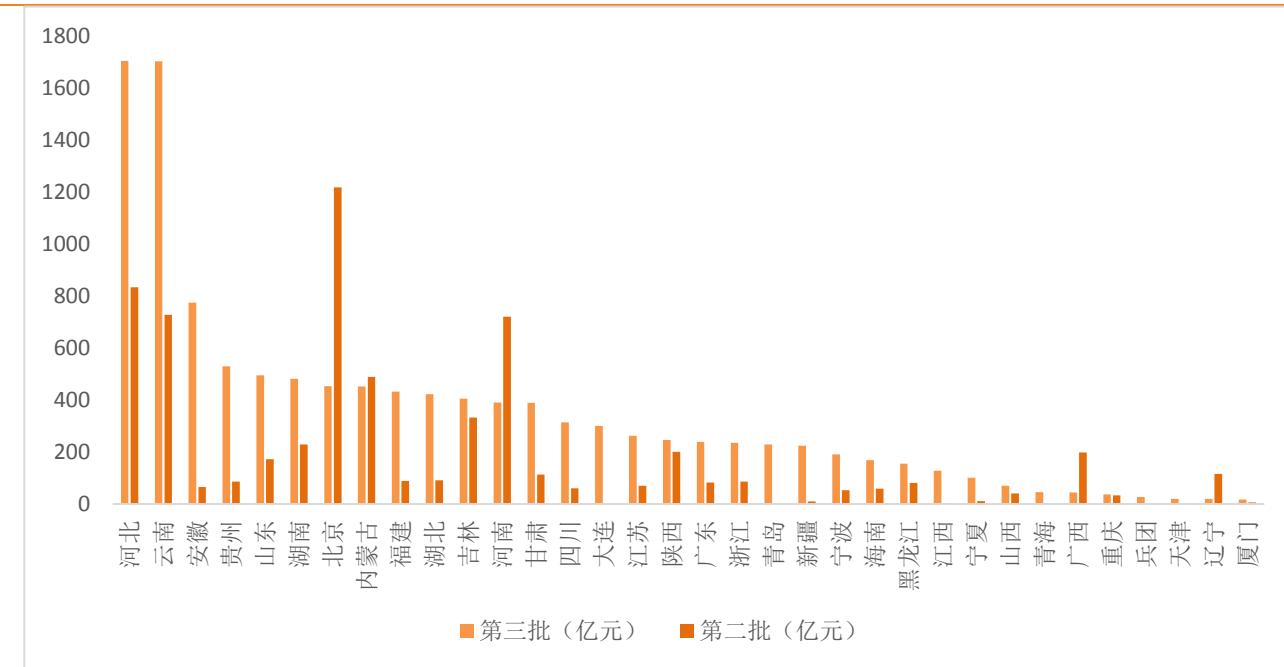
图 29：各地 PPP 项目数量持续走高



资料来源：CPPP，天风证券研究所

市场规模扩张，潜在市场商机显现。投资规模上看，河北、云南、安徽、贵州、山东居前五位，分别为 1704 亿元、1702 亿元、774 亿元、529 亿元、495 亿元，合计占项目总投资额的 44.4%。与第二批示范项目相比，大部分地区的项目投资规模都有大幅增长。

图 30：各地 PPP 项目规模扩张



资料来源：CPPP，天风证券研究所

公司 PPP 业务从蓝图走到现实，订单优势开始显现。2017 年 3 月 17 日，苏州科达在“尚和合·谋共生——2017 科达首届全国合作伙伴大会”上发布了全新业务支持计划-PPP 业务支持计划。目前，科达 PPP 业务支持计划主要针对智慧城市类项目，以平安城市、智能交通和智慧教育为主，同时可延伸至智慧医疗、应急指挥、智慧政务等领域。

图 31：苏州科达 PPP 项目领域规划



资料来源：公司官网，天风证券研究所

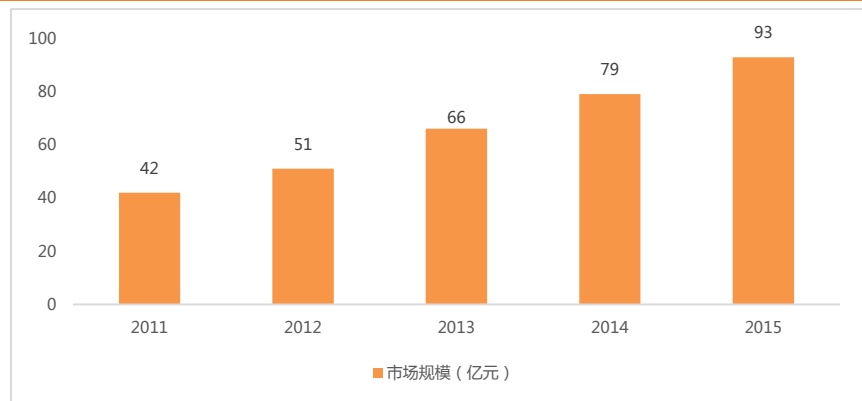
我们认为，随着 PPP 项目的持续推进，安防行业的景气度将继续维持。安防投资将逐渐由单一的硬件基础设施投资，向多元的软硬件一体化投资方式上过渡。政府部门对安防项目中软件技术实力和所提供的核心功能将有越来越高的要求。公司随着渠道通路的逐步打开，公司将缩小与同业的渠道能力差距，获得更多地方政府采购项目；短期营收规模有望向行业第三的宇视科技看齐。

4. 视频会议受益国产化，市占率有望稳步提升

4.1. 市场规模稳定增长，竞争格局稳定

国内视频会议稳定增长，规模已达全球第二。随着网络带宽的提升、网络视讯技术发展和产品的全面化，视频会议的用户群体不断增加，市场规模日益扩大。我国视频会议的市场规模约占全球市场的 10-15%，成为了继美国之后的第二大视频会议市场。近年来，我国视频会议市场呈现了稳定增长的趋势，市场规模已从 2011 年的约 42 亿元增长到了 2015 年的 92.91 亿元，未来将保持稳定增速。

图 32：中国视频会议市场持续增长



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

政府、企业多方需求带动视频会议发展。在市场中，由于政府机关，医疗、教育、金融等公共事业机构需求的共同带动下，我国的视频会议市场将呈现稳定的增长趋势；并且在企业用户的挖掘和“摩云视讯”等云端产品的带动下，市场将会呈现更强的态势。

视频会议的一类主要客户是公检法、交通、军队等政府机关和医疗、金融、教育等公共事业单位，其由于自身资金充裕和规模庞大等因素，要求视频会议系统保障稳定性和保密性，以完成政令传达、远程互通等严苛的任务。因此，自建视频等模式能够保障客户的需求，并在此基础上发展了远程医疗观察等各类行业解决方案；并且，该类客户由于自身的发展周期，目前正处于对视频会议的投入增长期。

视频系统的另一类客户主要是企业客户，由于其对成本的敏感性和对专业维护人员的匮乏等问题，难以支持自建视频系统的庞大投入；对于他们而言，更加注重多样化、低成本的云端视频应用是一个更加合适的选择。云端应用市场和对企业客户的开发，目前正处于挖掘期，在未来的市场中表现值得期待。

图 33：视频会议应用行业



资料来源：天风证券研究所

目前我国视频会议的主要用户集中在政府，教育、交通等行业的大型机构，其对视频会议系统的稳定性、可靠性和用户体验要求严格，系统开发难度较大，技术壁垒较高，使得市场较为集中，整体呈寡头竞争格局。目前市场的主流厂家包括公司和宝利通、思科、华为、中兴通信等，

4.2. 自建、摩云技术，多行业解决方案

深挖行业需求和业务，向解决方案发展。随着视频会议的普及，用户对视频会议的要求也不断提升，会要求从广度和深度方面拓展视频会议的效果。为此，视频会议行业必须在原有基础上，更加深入地挖掘行业用户的业务领域应用需求，与相关应用领域业务系统形成对接，形成行业定制化的视频会议解决方案。

图 34：视频会议解决方案



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：视频会议远程呈现



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在技术体系方面，公司的技术体系完整涵盖了各项核心环节，实现了对核心技术的多层次研发和主导。公司的视频会议业务主要优势技术包括了组网交换技术、自建视频技术和“摩云视讯”云技术。

图 36：苏州科达视频会议技术产品

网呈	平台	终端	外设	显控产品	摩云视讯
沉浸式网呈	视讯云平台	硬件终端	摄像机	小间距LED拼接屏	摩云言网
多功能网呈	云综合业务服务平台	软件终端	麦克风		
	MCU				
	云可视会商平台				
	多媒体录播				
	数据会议服务器				
	网络电视墙				
	网管				
	会管				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2.1. 组网交换技术

高兼容+高稳定，具备超大规模组网能力。通过对网络交换协议在视频会议领域的研究，公司已经具备了超大规模的组网能力，足够部署超大型视频会议的需求，并可支持各种组网交换协议，具有较强的系统兼容性和稳定性。公司的组网交换通常基于两种途径：多机堆叠和多级级联。

公司通过上述视频会议组网技术，在 2006-2007 年已经成功具备了组建包括 12,000 多个会场、800 余台 MCU 接入的超大型会议系统，处于行业先进水平。

图 37：公司组网交换技术



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2.2. 自建视频技术

整体解决方案成公司重要产品。公司在自建系统的通用模式之上，深入挖掘了应用行业的需求和行业数据，针对不同的客户提供不通的软硬件设备和成套的方案，逐步形成了专业的视频会议整体解决方案，其中主要应用在公检法、医疗、金融等领域，并得到了市场的肯定。通过和客户需求的深度融合和数据挖掘，公司已经能够全面实施行业解决方案并构建相应的技术支撑平台。

自建视频模式，是指客户购买苏州科达公司的全套视频会议产品后，并由客户自主运营管理和日常维护。该业务的特点为高保密性和高稳定性，但是相对价格和成本较高，因此主要用户都是政府机关和金融、医疗等相关公共事业单位。

图 38：自建视频系统组成结构



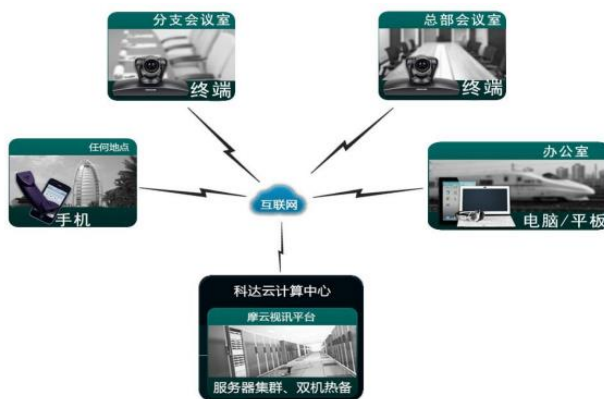
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2.3. “摩云视讯”云技术

对标中小企业低成本需求，“摩云视讯”潜力巨大。2011年，公司在云计算技术的基础上，正式推出了“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。“摩云视讯”是公司视频会议业务的一大亮点，满足了大部分企业用户对于高质量低成本的市场需求。目前，“摩云视讯”凭借便捷、多样化、高质量和低成本的特点可吸引大量有远程沟通需求、对产品成本较为敏感的企业用户，具有良好的发展空间。

在公司“摩云视讯”业务模式下，公司将设备和维护集中于公司自身体系内，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；而客户则不需要支付和购买全套的设备并进行维护运营，只需支付软件账号租赁费用，就可在云端参加或召集视频会议，节省了昂贵的平台设备购置、维护等费用，达到分摊费用而不降低质量的效果。

图 39：“摩云视讯”组成结构

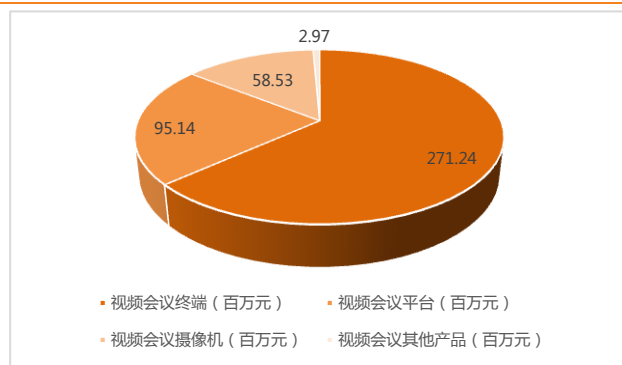


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3. 受益国产化浪潮，市占率有望进一步提升

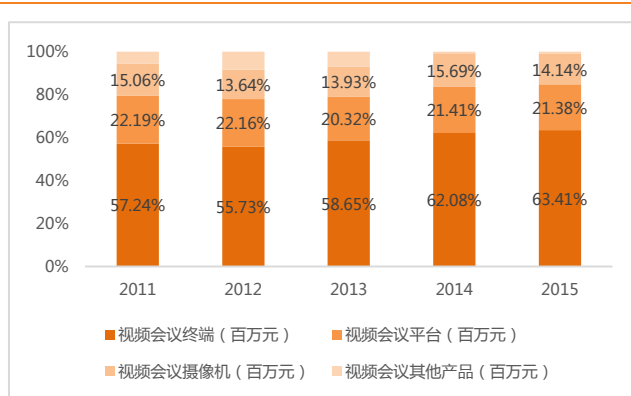
营收稳定增长，产品结构稳定。公司 2016 年视频会议系统业务营业收入达到了 7.37 亿元，同比增长 22.43%，占总营业收入的 50.90%，其中视频会议终端产品营业收入最高，之后依次是平台、摄像机和其他业务。公司营业收入保持着稳定的上涨趋势，而结构上，各产品所占的营业收入结构十分稳定，平台、终端等后端业务占比超过 80%。

图 40：视频会议产品营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：视频会议产品结构稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

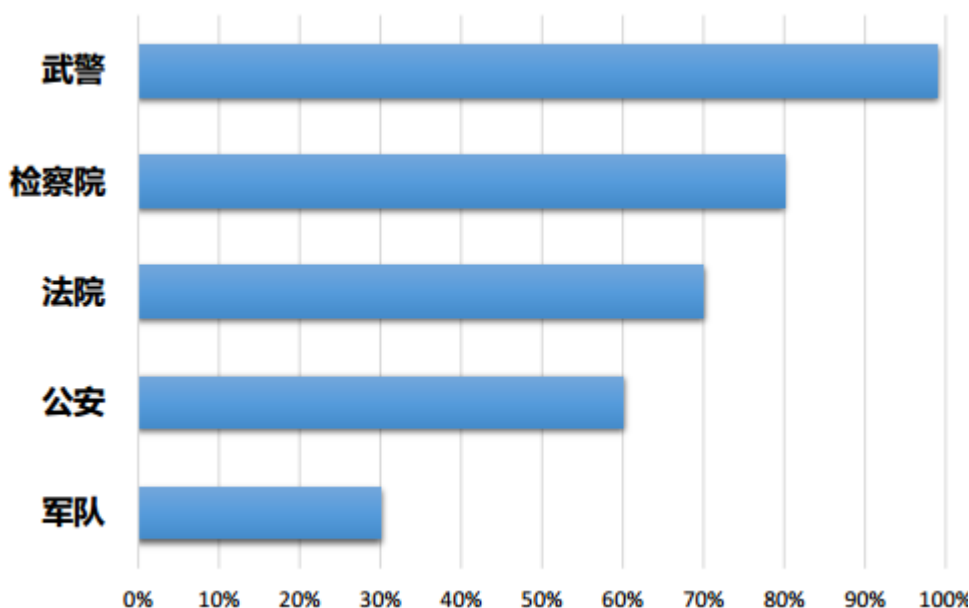
受益国产化趋势和渠道能力提升，公司市占率未来将进一步扩大。

“棱镜门”事件的长尾效应，国家对信息行业安全也因此给与了高度重视，不仅在财税和金融上出台了多项扶持政策给予大力支持，还针对金融、云计算与大数据、信息系统保密管理等多个细分领域组织国家信息安全专项研究以加速安全产业的发展。

由于我国视频会议的主要用户集中在政府，教育、交通等行业的大型机构，其对视频会议系统的稳定性、可靠性和用户体验要求严格，系统开发难度较大，技术壁垒较高，使得市场较为集中，整体呈寡头竞争格局。目前市场的主流厂家包括公司和宝利通、思科、华为、中兴通信等，随着国产化效应的进一步增强，原来以宝利通和思科为主的央企或一些国内通用行业市场，将为公司带来替换效应。

根据 Frost&Sullivan2016 年数据，公司在国内视频会议系统的市占率在 15%左右，已成为视频会议行业的龙头之一。根据我们产业调研，在公检法等政府机关客户中，公司的产品市占率已超过 50%。在中国市场的国产化趋势下，宝利通和思科将会逐步淡出中国市场，公司如果能通过渠道扩张抓住机会，将进一步扩大在视频会议领域的市占率，拉开和同行业其他公司的优势差距。

图 42：公司在公检法市场占比第一

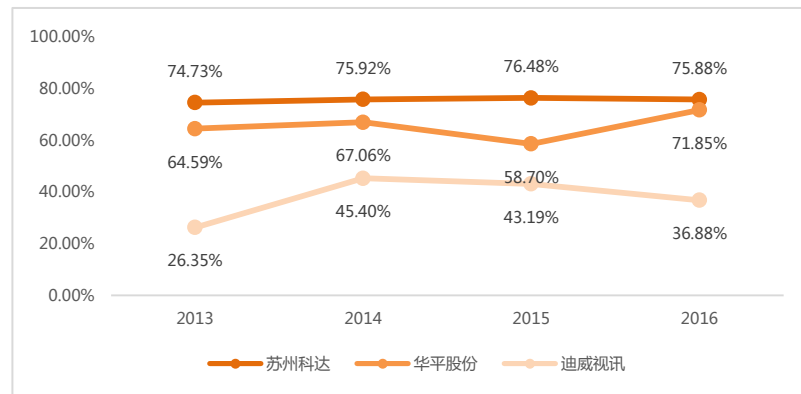


资料来源：产业调研数据，天风证券研究所

公司视频会议系统的将进一步向各行各业渗透。目前我国政府使用视频会议的用户比例达到了 30%左右，金融、能源、通信、交通、医疗、教育等重点行业机构的使用比例也不断提高，但仍存在巨大的发展空间。政府视频会议网络将覆盖至乡镇，金融、电信、能源等行业也将开始更细市场的管理，这将对带动视频会议系统市场的较快发展起到极大的促进作用。

毛利率处于行业第一梯队。视频会议系统业务中，公司在同行业中毛利率处于较高水平，和华平股份处于同一梯队。2016 年，公司毛利率达到了 75.88%的高值，远远超过了迪威视讯等行业内其他企业所在水平，并且相比同处于第一梯队的华平股份，公司的毛利率各年间更加稳定，保证了其盈利能力。

图 43：公司毛利率达第一梯队



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 估值与预测

公司视频监控技术能力领先，随着产品的品牌知名度、营销渠道进一步提升，业务将实现高增长，视频会议业务市占率领先保持稳定增速。考虑到公司渠道扩张带来业绩弹性，我们上调盈利预测，预计公司 2017/2018 年利润分别为 2.5 亿/3.6 亿，对应 17/18 年 35X/24X PE，上调目标价至 50 元/股，维持“买入”评级。

6. 风险提示

公司渠道市场推进不及预期；安防 PPP 订单进程不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	222.14	473.53	519.46	698.18	952.25	营业收入	1,221.88	1,448.58	1,865.48	2,351.63	2,913.05
应收账款	350.82	411.07	582.09	685.04	889.14	营业成本	410.50	500.14	660.59	857.55	1,081.51
预付账款	13.56	27.85	28.85	48.86	65.24	营业税金及附加	15.29	18.91	24.44	30.57	37.00
存货	225.28	291.59	391.09	495.13	622.54	营业费用	304.70	334.19	415.33	498.39	588.10
其他	13.19	118.20	118.23	125.67	126.86	管理费用	416.85	469.61	554.93	638.17	721.13
流动资产合计	824.99	1,322.23	1,639.72	2,052.87	2,656.03	财务费用	7.53	6.06	1.40	4.20	6.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.41	14.71	18.71	16.12	16.33
固定资产	75.37	76.56	145.63	140.21	135.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1.43	22.17	0.00	80.00	130.00	投资净收益	0.00	0.00	0.04	0.10	0.20
无形资产	53.99	43.80	34.07	24.34	14.61	其他	0.00	0.00	(0.08)	(0.20)	(0.40)
其他	37.75	40.80	37.08	33.36	32.34	营业利润	60.60	104.95	190.13	306.72	462.39
非流动资产合计	168.54	183.33	216.78	277.91	312.87	营业外收入	65.13	72.20	76.00	81.00	94.00
资产总计	993.53	1,505.56	1,856.50	2,330.78	2,968.90	营业外支出	0.04	0.03	0.30	0.80	1.00
短期借款	45.00	0.00	0.00	22.23	11.58	利润总额	125.69	177.12	265.83	386.92	555.39
应付账款	141.93	177.45	246.32	313.33	404.50	所得税	6.62	2.83	15.95	23.22	33.32
其他	177.34	188.45	220.86	237.69	277.73	净利润	119.08	174.29	249.88	363.71	522.06
流动负债合计	364.27	365.90	467.19	573.25	693.81	少数股东损益	(1.20)	(0.38)	(0.55)	(0.80)	(1.14)
长期借款	0.00	0.00	0.00	4.51	0.00	归属于母公司净利润	120.28	174.67	250.43	364.51	523.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.48	0.70	1.00	1.46	2.09
其他	5.88	3.79	3.79	3.79	3.79						
非流动负债合计	5.88	3.79	3.79	8.29	3.79						
负债合计	370.15	369.68	470.97	581.55	697.60	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.44	(0.11)	(0.91)	(2.05)	成长能力					
股本	200.00	250.00	250.00	250.00	250.00	营业收入	24.76%	18.55%	28.78%	26.06%	23.87%
资本公积	30.53	335.48	335.48	335.48	335.48	营业利润	-427.22%	73.19%	81.16%	61.32%	50.75%
留存收益	423.58	885.21	1,135.63	1,500.14	2,023.35	归属于母公司净利润	125.18%	45.22%	43.37%	45.55%	43.54%
其他	(30.73)	(335.25)	(335.48)	(335.48)	(335.48)	获利能力					
股东权益合计	623.38	1,135.88	1,385.52	1,749.23	2,271.30	毛利率	66.40%	65.47%	64.59%	63.53%	62.87%
负债和股东权益总计	993.53	1,505.56	1,856.50	2,330.78	2,968.90	净利率	9.84%	12.06%	13.42%	15.50%	17.96%
						ROE	19.29%	15.38%	18.07%	20.83%	23.01%
						ROIC	14.02%	24.82%	28.45%	34.78%	41.77%
						偿债能力					
						资产负债率	37.26%	24.55%	25.37%	24.95%	23.50%
						净负债率	27.26%	7.29%	-7.49%	-2.77%	-6.31%
						流动比率	2.26	3.61	3.51	3.58	3.83
						速动比率	1.65	2.82	2.67	2.72	2.93
						营运能力					
						应收账款周转率	3.35	3.80	3.76	3.71	3.70
						存货周转率	5.96	5.61	5.47	5.31	5.21
						总资产周转率	1.28	1.16	1.11	1.12	1.10
						每股指标(元)					
						每股收益	0.48	0.70	1.00	1.46	2.09
						每股经营现金流	0.80	0.53	0.41	0.95	1.32
						每股净资产	2.49	4.54	5.54	7.00	9.09
						估值比率					
						市盈率	73.89	50.88	35.49	24.38	16.99
						市净率	14.26	7.83	6.41	5.08	3.91
						EV/EBITDA	0.00	55.25	39.94	24.95	16.28
						EV/EBIT	0.00	68.03	43.56	26.35	16.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com