

自动驾驶夜视系统龙头，前、后装均有望大幅增长

——自动驾驶系列报告之三（公司篇）

核心观点

- **公司是汽车夜视系统国内龙头，一步领先，有望步步领先。**汽车夜视系统市场空间大，若 2020 年按夜视系统前装渗透率 5%、新车后装渗透率 8%、存量车后装渗透率 7% 测算，预计市场规模达到 500 亿元左右。中高端车夜视系统由国际巨头主导，国内刚起步，公司采用主动汽车辅助夜视系统，产品具备性价比优势，且已进入车企前装、后装市场，一步领先，有望步步领先。
- **汽车夜视系统后装：成长空间大；前装：16 年是起点，有望批量装车。**汽车夜视系统渗透率非常低，目前还是从 0 到 1 的过程。公司汽车夜视系统后装产品从发展路径看，从经销商 4S 店向 2S 店扩张。夜视系统产品 15 年 2 季度后装批量装车，全年销售收入约 4 亿元，预计 16 年后装有望增长 50% 左右。公司汽车夜视系统作为车企一级供应商，预计前装 16 年有望达到 8 万套左右，随着其它车企逐步认证，预计前装配套量有望大幅增长。预计汽车夜视系统 16 年盈利贡献比重有望达到 40% 以上。
- **商显业务：预计有望保持稳定增长。**商业显示系统竞争优势在于产品高端化和差异化，因汽车夜视系统盈利比重提升，商显业务收入比重有所回落，但其近几年仍有望维持稳定增长，商显业务仍将是公司盈利来源之一。
- **安防业务：看好特种夜视仪出口空间。**公司特种夜视仪产品成本优势明显，16 年公司将加大特种夜视业务国内市场开拓，另一方面也将拓展海外市场。当前已和 16 个国家经销商签署采购协议，预计海外市场拓展有望促使特种夜视业务在 2016 年实现较高增长。
- **智能硬件：未来大数据入口。**智能硬件主要分三类：个人智能硬件：定位高端用户，是智能互联战略的入口；实体店智能硬件：为线下店提供 O2O 解决方案；公共场所智能硬件：以商显业务为基础打造的智联宝产品，布局中高端消费者最后一公里的服务，未来具备长期的入口价值。

财务预测与投资建议：预测 2016-2018 年 EPS0.27、0.40、0.58 元，可比公司为公自动驾驶相关公司，可比公司 16 年 PE 平均估值 77 倍，目标价 21 元，给予买入评级。

风险提示：汽车夜视系统销售低于预期、特种夜视系统销售低于预期、商显业务低于预期。定增发行失败以及募投项目投产进度和业绩不达预期。

公司主要财务信息

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	740	1,657	2,418	3,466	4,722
同比增长	-47.2%	124.0%	45.9%	43.3%	36.2%
营业利润（百万元）	31	386	686	1,043	1,511
同比增长	104.1%	1142.0%	77.9%	52.0%	44.9%
归属母公司净利润（百万元）	26	373	621	927	1,330
同比增长	-88.9%	1313.6%	66.3%	49.3%	43.5%
每股收益（元）	0.01	0.16	0.27	0.40	0.58
毛利率	14.1%	42.1%	45.3%	47.1%	48.5%
净利率	3.6%	22.5%	25.7%	26.7%	28.2%
净资产收益率	7.4%	36.0%	31.6%	31.5%	32.7%
市盈率（倍）	1,234.9	87.4	52.5	35.2	24.5
市净率（倍）	52.3	22.5	13.2	9.6	6.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2016 年 05 月 09 日）	13.88 元
目标价格	21.00 元
52 周最高价/最低价	28.72/9.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	230,580/89,598
A 股市值（百万元）	32,005
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2016 年 05 月 10 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-2.7	-11.4	6.4	17.1
相对表现 (%)	0.2	-7.7	3.0	49.9
沪深 300 (%)	-2.9	-3.8	3.4	-32.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人 梁晶晶
021-63325888*5099
liangjingjing@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1 公司积极布局汽车自动驾驶	5
2 汽车夜视系统是公司业绩增长弹性所在	5
2.1 汽车夜视系统国内空间	5
2.2 汽车夜视系统竞争格局	6
2.2.1 中高端车夜视系统由国际巨头主导	6
2.2.2 国内刚起步，公司是龙头	6
2.3 汽车夜视系统技术比较	7
2.4 汽车夜视系统：短期内无竞争对手，有望步步领先	8
2.5 汽车夜视系统后装：成长空间大	8
2.6 汽车夜视系统前装：16 年是起点，批量装车	10
2.7 汽车夜视系统盈利贡献逐年提升	10
3 商显业务：预计有望保持稳定增长	11
3.1 商显业务产品构成及应用	11
3.2 商显业务产品竞争优势	12
3.3 商显业务有望保持较高增长	13
3.3.1 商用显示系统是核心	13
3.3.2 商显业务有望保持稳定增长	14
4 安防业务：看好特种夜视仪出口空间	14
4.1 特种夜视仪出口空间较大	15
4.1.1 特种夜视业务空间大	15
4.1.2 特种夜视业务核心竞争优势	16
4.1.3 看好 16 年特种夜视仪出口	16
4.2 传统安防业务贡献比重逐步萎缩	17
5 智能硬件：未来大数据入口	18
5.1 实体店智能硬件：为线下店提供 O2O 解决方案	19
5.2 个人智能硬件：定位高端用户，是智能互联战略的入口	20
5.2 公共场所智能硬件：具备长期入口价值	21
6 募集资金分析	22
7 盈利预测及估值	23
8 主要风险	24

图表目录

图 1：公司收入构成.....	5
图 2：汽车夜视辅助系统市场空间测算（单位：亿元）	6
图 3：保千里汽车夜视系统的竞争优势	8
图 4：保千里汽车夜视系统后装发展路径.....	9
图 5：保千里汽车夜视系统后装收入预测（单位：亿元）	9
图 6：保千里汽车夜视系统前装车企.....	10
图 7：保千里汽车夜视系统盈利贡献预测.....	11
图 8：公司商业显示系统的产品优势.....	13
图 9：公司商业显示系统的三大战略方向.....	13
图 10：2014 年商显业务的收入构成.....	13
图 11：历年商显业务的收入构成	13
图 12：商用业务毛利率比较	14
图 13：商用业务收入及比重	14
图 14：保千里的大安防业务板块.....	15
图 15：特种夜视行业的应用领域和市场规模	16
图 16：特种夜视行业销售收入预测	17
图 17：国内安防行业的景气指数	18
图 18：国内安防行业的价格指数	18
图 19：历年传统安防业务收入比重	18
图 20：公司实体店智能硬件 O2O 商业模式	20
图 21：公司手机达令产品的差异化竞争战略.....	20
图 22：公司个人智能硬件产品的战略布局.....	21
图 23：智联宝产品的商业模式	21
图 24：公司募投项目的战略目标.....	23
表 1：国外汽车夜视辅助系统配套格局	6
表 2：国内企业的前装配套情况.....	7
表 3：汽车夜视辅助系统技术对比	7
表 4：商业显示系统的应用领域.....	12
表 5：特种夜视行业的应用领域和市场规模.....	15
表 6：公司智能硬件的产品介绍.....	19
表 7：保千里非公开发行股票募投项目情况	22
表 8：收入分类预测表	24

表 9：可比公司估值比较.....24

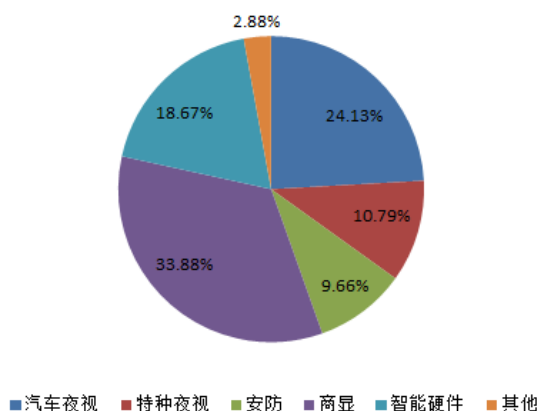
1 公司积极布局汽车自动驾驶

公司定位于高端电子视像产品的研发、生产和销售，已确立以精密光机电成像+仿生智能算法为核心的竞争优势，构建了以视像技术为核心、以视像产品为载体的智能视像应用平台。公司电子视像产品聚焦服务于汽车视像、特种视像、商用视像、民用视像、智慧视像、安防视像等多个应用领域。

根据公司已披露年报，15年汽车夜视系统已成为公司主要收入来源之一，汽车夜视系统收入比重达到24.13%，预计随着16年汽车前装配套的放量，汽车夜视系统收入比重有望达到30%以上，盈利比重有望达到40%左右。

在公司已披露的募投项目中，车用智能硬件募集资金规模最大，达到8.4亿元，占比42.25%，说明公司看好汽车自动驾驶未来发展趋势，积极布局汽车夜视辅助系统。

图 1：公司收入构成



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2 汽车夜视系统是公司业绩增长弹性所在

2.1 汽车夜视系统国内空间

汽车安全需求的提升及系统价格下降，使得夜视系统 15 年后装市场率先启动。

一方面，汽车在国内逐步变成一个日常消费品，消费者对汽车安全的需求提升，而汽车夜视系统是夜间高速行驶安全的重要保证。据美国国家公路交通安全管理局(NHTSA)的统计，虽然夜间行车在整个公路交通中只占四分之一，发生的事故却占了一半，而夜间视线不良所造成的事故占了 70%；另一方面，部分厂商推出极具性价比的汽车夜视系统，在后装市场获得了成功，如保千里夜视系统价格在 1500-5000 元左右，仅为国外系统的四分之一。

未来随着夜视系统渗透率的提升，市场规模有望快速增长。若 2020 年按夜视系统前装渗透率 5%、新车后装渗透率 8%、存量车后装渗透率 7%、2016-2020 年汽车销量增速 5%，

夜视系统单价 2500 元/套估算的话，2020 年市场规模达到 500 亿元左右。

图 2：汽车夜视辅助系统市场空间测算（单位：亿元）



资料来源：中汽协、保千里官网、东方证券研究所

2.2 汽车夜视系统竞争格局

2.2.1 中高端车夜视系统由国际巨头主导

受夜视系统价格影响，国外车用夜视系统主要装配在豪华车和部分中高端车，如奥迪 A6L、A8L，宝马 5 系、7 系，奔驰 S 级、E 级，丰田雷克萨斯、皇冠等。从配套商的格局上看，欧美系整车厂主要向国际零部件巨头采购夜视系统，如奥迪和宝马的供应商是奥托立夫，奔驰的供应商是博世，凯迪拉克的供应商是伟世通，日系车整车厂选择自主研发夜视系统，如丰田和本田。

表 1：国外汽车夜视辅助系统配套格局

国际汽车夜视系统配套格局			
车企	车型	供应商	系统选配价格(万)
本田	LEGEND	自主研发	
通用	凯迪拉克SLS赛威、SRX及别克君越	伟世通	2
宝马	宝马7系、5系	奥托立夫	2.50
奥迪	奥迪A8L、A6L	奥托立夫	3
奔驰	奔驰S级、E级	博世	2.30
丰田	陆地巡洋舰、皇冠、雷克萨斯、汉兰达	自主研发	

资料来源：车企官网、汽车之家、东方证券研究所

2.2.2 国内刚起步，公司是龙头

国内汽车夜视系统的供应商主要都是从军用、安防等领域转型进入车用领域，进入市场较晚，如高德红外、大立科技等，由于对车企配套夜视系统需要 1-2 年的验证期及成本问题，目前除了公司外，这些国内企业在前装市场都没有大规模配套。

表 2：国内企业的前装配套情况

公司	技术路径	配套情况
保千里	主动红外夜视技术	40 多家汽车厂商签订汽车主动安全系统前装合作协议，已经为众泰T600批量供货 和部分车企洽谈合作事宜，试样装车
广州飒特	远红外热成像技术	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.3 汽车夜视系统技术比较

汽车夜视辅助系统按成像技术分为：被动式夜视辅助系统和主动式辅助夜视系统。

被动式夜视辅助系统分为微光夜视辅助系统和远红外线热成像辅助系统，微光夜视辅助系统主要原理是，利用红外变像管与微光像增强器通过将物体反射的微弱自然光增强后在光学元件上成像；远红外线热成像辅助系统利用场景自身及各组成部分红外辐射的差异，通过红外探测装置获取物体发出的红外线来成像。

主动式夜视辅助系统成像是主动补光，利用红外照射灯发射红外光照射物体，再接收物体反射回来的红外光成像。

微光夜视辅助系统优点：体积小、重量小，不主动发光，较为隐蔽，缺点在于由于是利用自然光，因此可视距离近，受环境影响较大；远红外热成像技术由于是通过物体的远红外线成像，优点在于可视距离远，缺点在于无法对图像进行真实还原，画面辨识度低，体积大，价格高昂，主要用于军事领域和重要区域和设备监控；主动式夜视辅助系统成像优点：由于是主动补光，成像画面清晰，产品体积介于前两者之间，价格适中，缺点是受制于光源的功率，可视距离一般，环境影响程度一般，主要用于夜间监控，汽车夜视，公、检、法的技、刑侦领域录像调查取证、媒体夜视摄录等。

表 3：汽车夜视辅助系统技术对比

类别	微光夜视技术 被动式	远红外热成像技术 被动式	主动红外夜视技术 主动式
原理	利用红外变像管与微光像增强器通过将物体反射的微弱自然光增强后在光学元件上成像，转化为电信号后在显示屏上输出图像	由于场景自身及各组成部分红外辐射的差异，利用红外探测装置获取物体发出的红外线来成像，最后转化为电信号后在显示屏上输出图像	利用红外照射灯发射红外光照射物体，再接收物体反射回来的红外光成像，最后转化为电信号后在显示屏上输出图像
光源	自然光	不需要光源	主动补光光源
可视距离	距离近	距离远	距离中等
画面清晰度	中	低	高
环境影响程度	大	低	中
重量和体积	重量小、体积小	重量大、体积大	重量中等、体积中等
价格	低	高	中
应用领域	主要运用于军事领域	重要区域和设备监控，如电力（比如变压器和线路）、油田（特别是输入管道）、矿场的关键点和设备监控；森林防火；军事领域。	夜间监控，汽车夜视，公、检、法的技、刑侦领域录像调查取证、媒体夜视摄录、军事领域

资料来源：汽车之家、公司公告、东方证券研究所

2.4 汽车夜视系统：短期内无竞争对手，有望步步领先

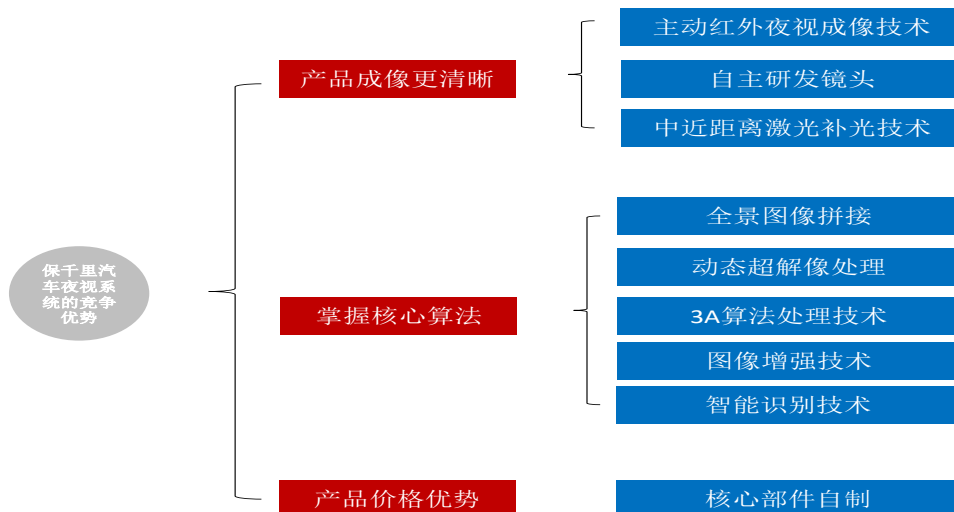
国内具备汽车夜视辅助系统成像技术的厂商包括保千里、高德红外、大立科技和广州颀特等。从成像技术上看，高德红外、大立科技和广州颀特原来是做安防等其他领域的远红外热成像仪，其产品成像清晰程度较低，在汽车夜视系统领域应用体验不好，保千里选择的成像技术是主动红外夜视技术，公司自主研发了微光日夜两用小型非球面高倍数电动变焦镜头，突破了中近距离的激光补光技术，成像较为清晰。

汽车夜视辅助系统除了提供夜间视觉辅助功能，还要提供汽车主动安全功能，因此算法是核心。保千里具有成熟的显示处理技术与图像处理算法，软件算法包括全景图像拼接、动态超解像处理、3A（AE、AF、AWB）算法处理技术、图像增强技术、智能识别技术（车道偏离预警、行人提示预警等）。

由于远红外热成像技术和核心部件探测器当前主要还是进口为主，因此高德红外、大立科技和广州颀特等企业产品价格较高，而保千里基本实现夜视辅助系统核心部件（摄像头、模组和算法）的自制，成本较低，因此产品性价比较好。

我们预计，因竞争对手选取的夜视成像技术不同、成本较高，进入汽车前装、后装市场有难度，而公司在产品上具备性价比优势，且已进入车企前装、后装市场，一步领先，有望步步领先。

图 3：保千里汽车夜视系统的竞争优势



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.5 汽车夜视系统后装：成长空间大

我国目前汽车保有量已达到 1.5 亿以上，而汽车夜视系统渗透率非常低，目前还是从 0 到 1 的过程。

公司在汽车后装市场采取的措施：一方面根据国内汽车市场销量的排名情况，有针对性地推出百款专车专用夜视系统，另一方面加强渠道建设和市场推广，有效拓展汽车主动

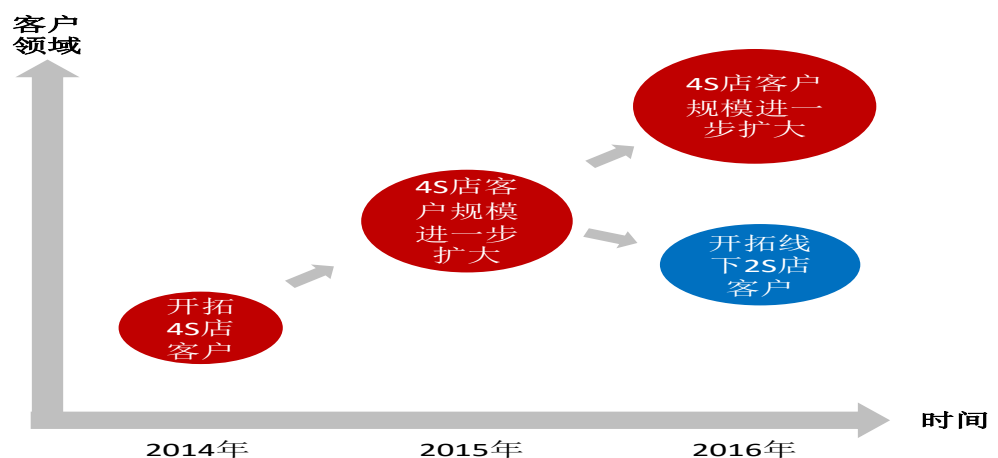
安全系统用户群体并提高产品市场占有率。

公司汽车夜视系统后装产品目前已覆盖从中低端到高端、从自主品牌到合资品牌，高端产品已覆盖宝马、奔驰等车型。

从公司后装发展路径选择看，15年公司销售渠道主要是拓展以经销商为主的4S店，全国约有4万家4S店，现在公司覆盖1000家左右4S店；16年主要策略是拓展2S店，即维修、保养、修理厂为主的2S店，全国2S店约有40万家。

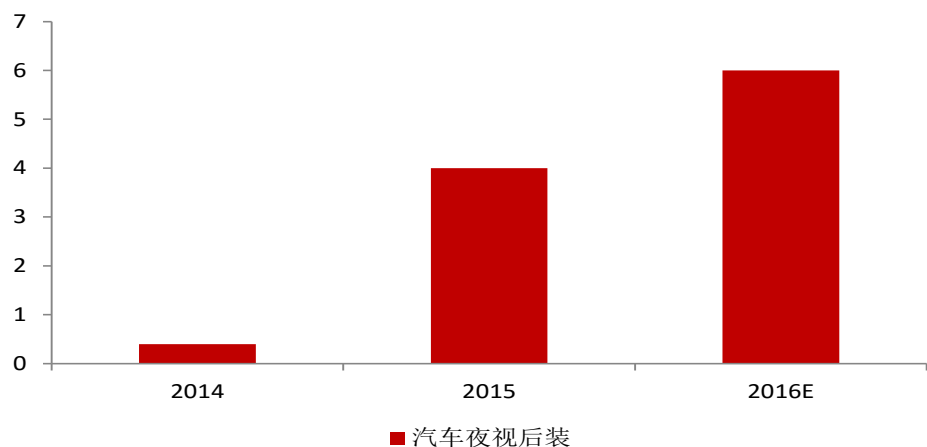
公司汽车夜视系统产品从15年2季度后装开始批量装车，15年上半年收入8000万元，下半年约3.2亿元，全年汽车后装市场销售收入约4亿元人民币。16年公司逐步拓展2S店，预计16年汽车夜视系统产品后装市场有望增长50%左右。

图 4：保千里汽车夜视系统后装发展路径



资料来源：东方证券研究所

图 5：保千里汽车夜视系统后装收入预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

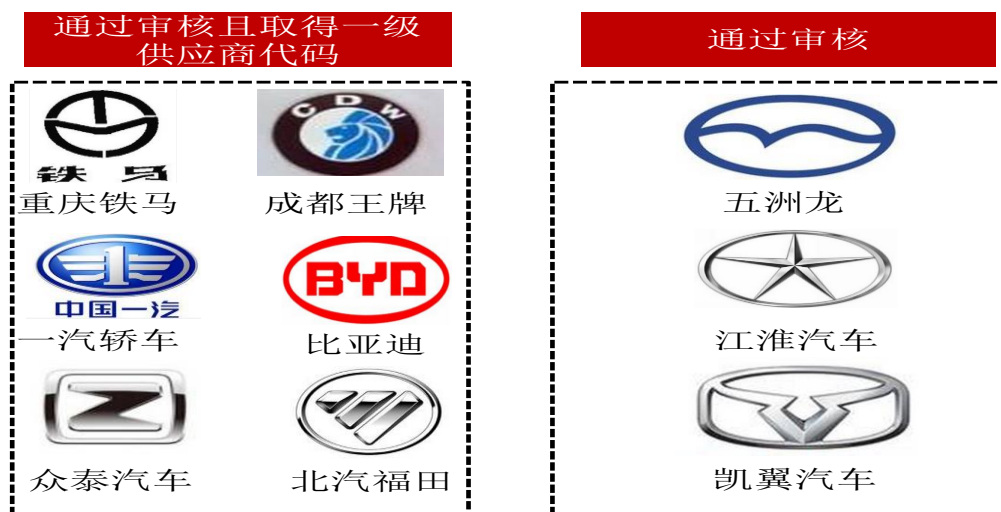
2.6 汽车夜视系统前装：16 年是起点，批量装车

因配套商产品要进入整车供应体系，需要给整车企业送样、验证等，要获得整车企业认证，要求高、时间长，公司汽车夜视系统作为车企的一级供应商，用了差不多 3 年时间，在前装市场取得重大突破。

公司的汽车主动安全系统已经通过 6 家汽车整车厂的审核，取得一级供应商代码，包括：重庆铁马、一汽轿车、比亚迪、众泰、北汽福田、成都王牌汽车。另外，还有 3 家汽车整车厂已通过审核，但尚未取得供应商代码，包括：五洲龙汽车、江淮汽车、凯翼汽车，公司已公告 16 年已进入众泰 T600 车型的前装配套。

预计 16 年有望达到 8 万套左右，随着其它车企对该产品的逐步认证、消费者需求的升级，预计公司前装配套量有望大幅增长。

图 6：保千里汽车夜视系统前装车企

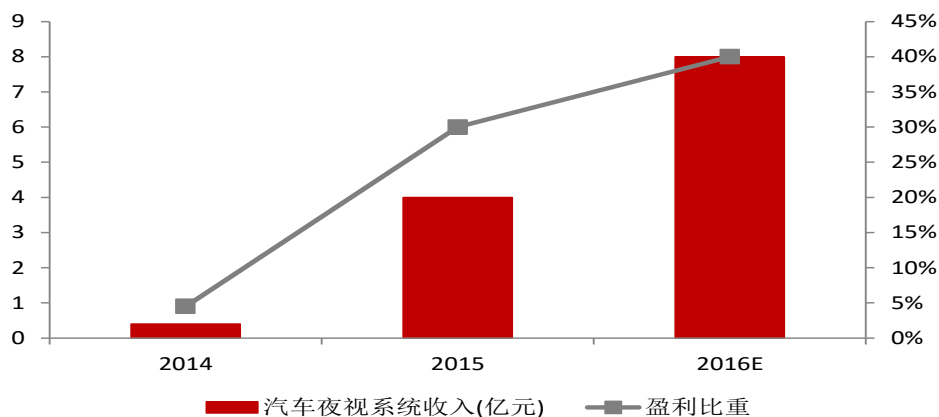


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.7 汽车夜视系统盈利贡献逐年提升

公司汽车夜视系统 14、15 年收入分别为 0.39 亿元、4 亿元，给公司盈利贡献比重分别约为 4.5% 和 30%，预计 16 年给公司盈利贡献比重有望达到 40% 以上。

随着公司汽车夜视系统后装市场继续放量及前装市场突破，预计汽车夜视系统对公司盈利贡献比重有望逐年上升，未来有望成为公司重要盈利增长点之一。

图 7：保千里汽车夜视系统盈利贡献预测


资料来源：公司公告、东方证券研究所

3 商显业务：预计有望保持稳定增长

3.1 商显业务产品构成及应用

公司商显业务主要分为拼接处理系统、图像处理模组、商用显示系统三部分。拼接处理系统是为下游拼接墙系统生产商提供超窄边液晶拼接系统（使拼接的显示屏显示整体画面）及拼接屏处理系统（使拼接的显示屏输入和输出多路视频信号）；图像处理模组主要为下游显示系统生产商提供各类模组实现驱动液晶显示、对信号源进行处理、系统控制、网络接收与传送等功能；商用显示系统是为下游终端用户安防、交通、商业、金融、娱乐等多个领域，产品包括一屏多用显示、T 型互动显示多功能移动显示系统等。

公司的商业显示系统按应用领域可以分为移动多屏无线同步系统、动感数字书画系统、O2O 线上线下导购系统、数字视觉营销系统、教育培训互动系统、广告信息发布系统等 6 大类。

产品硬件融合了保千里视像内容的无线传输、同步管理、窄边框屏幕拼接、高清分屏显示等技术，软件方面为客户打造线上内容管理平台，为各类客户提供一站式的营销服务。

表 4：商业显示系统的应用领域

产品类型	产品图示	产品特点	客户类型
移动多屏无线同步系统		内容实现无线传输和同步	为学校、企业、培训机构提供会议系统和互动教学系统
动感数字书画系统		高清分屏、内容实现无线传输和同步	酒店等休闲场所
O2O线上线下导购系统		为消费者提供互动式的消费信息并可以将消费者引流至线上平台购物，实体店可以通过管理平台实现线下终端的内容以及线上购物平台的管理	线下零售实体店
数字视觉营销系统		大屏+小屏互动式营销，内容实现无线传输和同步管理	汽车4S店、房地产、酒店、博物馆、婚纱店等
教育培训互动系统		拼接屏幕窄边框，显示效果好，且具备无线连接同步功能	教育培训机构、各类企业
广告信息发布系统		内容实现无线传输和同步管理	为商场、线下零售实体店等提供线下信息发布大屏幕

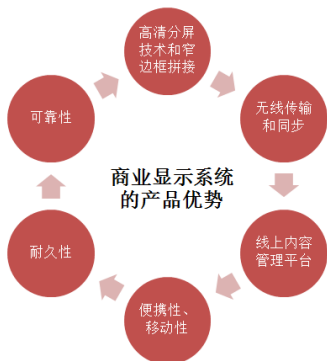
资料来源：公司官网、东方证券研究所

3.2 商显业务产品竞争优势

相对于 TCL、创维等传统家电企业，公司商业显示系统重要差异是在拼接处理系统和图像处理模组技术积累，产品具备先进的高清分屏技术、窄边框拼接、无线传输和同步技术等；相对于威创股份和 GQY 视讯等生产商，公司的优势在于差异化的产品定位，威创股份、GQY 视讯主要定位于大屏幕行业整体工程，其受宏观环境影响较大，而公司抓住新媒体及 O2O 商业新模式推广机遇，自 2013 年起为服装、家具等行业量身定制线上线下一体化（O2O）商用显示交易平台，收入实现快速增长。

公司未来在商显领域将继续走高端化的战略，显示终端从 LED、LCD 两大类逐步扩容到 DLP\LCOS\OLED、柔性屏、全息投影、VR、AR 等多种类别，并朝向节能、高清、便携方向发展；2016 年公司将研发、生产新型更具竞争力的商用显示产品，扩张互联网运营、新型商业综合体、智慧商圈等新兴行业的覆盖面。

未来公司的商显产品有望成为公司互联网战略的重要流量入口，与线下用户相连，满足个人用户的搜索、购物、旅游、餐饮、出行、娱乐等需求，满足商家用户的前端入口、运营节点、消费场景、后端支付等全流程 O2O 闭环。

图 8：公司商业显示系统的产品优势


资料来源：公司公告、东方证券研究

图 9：公司商业显示系统的三大战略方向

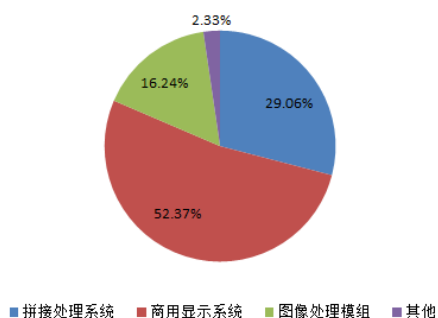

资料来源：东方证券研究所

3.3 商显业务有望保持较高增长

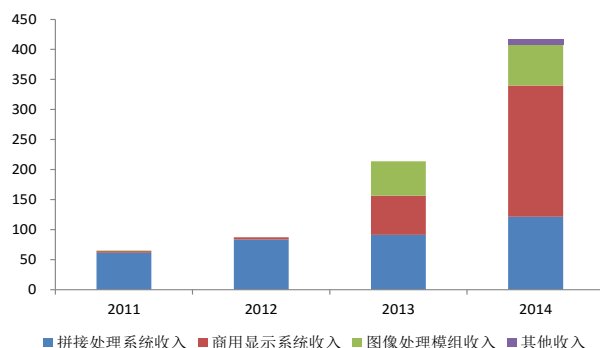
3.3.1 商用显示系统是核心

从商显业务收入的构成上看，商业显示系统是主要收入来源，14 年贡献收入 52%，而拼接处理系统、图像处理模组分别贡献 29%、16%。

从公司的产品布局上看，公司的拼接处理系统、图像处理模组都属于商业显示系统的核心部件，公司前期在拼接处理系统、图像处理模组的技术积累为公司开拓新的商显产品提供了基础，商业显示系统 14 年收入同比增长 236%，公司未来图像显示处理业务将以商业显示系统为核心。

图 10：2014 年商显业务的收入构成


资料来源：公司公告、东方证券研究

图 11：历年商显业务的收入构成


资料来源：公司公告、东方证券研究所

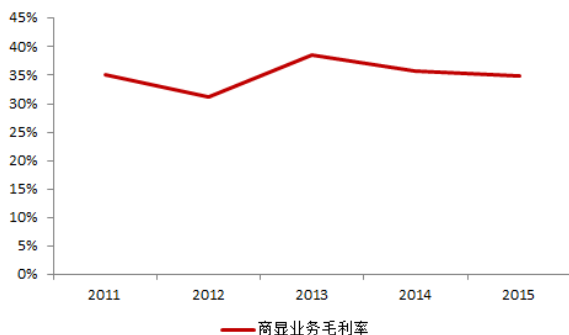
3.3.2 商显业务有望保持稳定增长

在公司汽车夜视系统尚未批量进入后装、前装市场前，商显业务是主要收入来源之一。13、14 年收入比重分别为 62.6%、42.3%，因 15 年汽车夜视系统高速增长，商显业务收入比重回落至 34%。

从盈利能力上看，13 年公司商显业务开发了网络立式广告机（一屏多用显示系列）、商用 T 型互动屏（T 型互动显示系列）等畅销产品，大幅拉升了图像显示处理业务的毛利率（13 年毛利率同比上升 8 个百分点），14、15 年商显业务毛利率基本维持稳定，分别为 36% 和 36.8%。

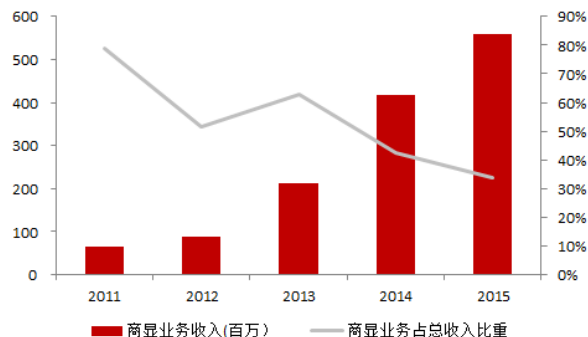
虽然商显业务收入比重有所回落，但其近几年仍维持较高增速，2011-2015 年收入复合增速为 71%，预计商用显示系统仍有望保持快速增长，商显业务仍将是公司盈利来源之一。

图 12：商用业务毛利率比较



资料来源：公司公告、东方证券研究

图 13：商用业务收入及比重

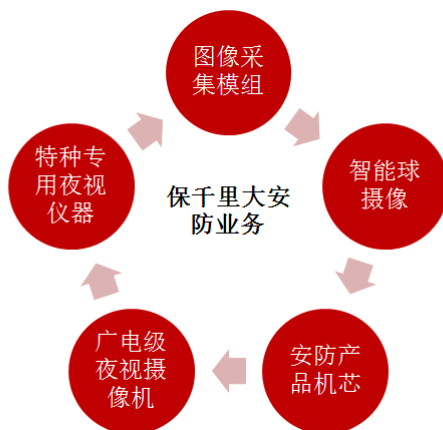


资料来源：公司公告、东方证券研究所

4 安防业务：看好特种夜视仪出口空间

2016 年开始公司把保千里安防有限公司改名为深圳市图雅丽特种技术有限公司，将原有的特种视像业务、安防视像业务、智慧视像业务全部整合到图雅丽公司，打造大安防业务板块。

图 14：保千里的大安防业务板块



资料来源：公司公告、东方证券研究所

4.1 特种夜视仪出口空间较大

4.1.1 特种夜视业务空间大

公司特种夜视业务有专用特种夜视仪和广电级夜视摄像机，特种夜视装备可安装在武警指挥车、紧急救援车、工程抢险车、公安执法车上成为可移动的、夜视系统，广电级夜视摄像机主要用于媒体等夜间摄录。

当前我国的特种夜视业务需求大，专用特种夜视仪方面以警用领域的特种夜视仪为例，现全国有 30 多个省（直辖市），以河南省为例，下设 18 个地级市共 5000 余个派出所，按每个派出所采购 3 台警用特种夜视仪计算，单价 1 万元一台，市场规模达到 1.5 亿，全国预计可以达到百亿规模。

广电级夜视摄像机方面，以广电系统为例，全国 200 余个地级市，每个地级市拥有 10 个电视台，按每个电视台若平均采购 5 台，单价 10 万元计算，仅广电系统带来的市场规模达到 10 亿元。

表 5：特种夜视行业的应用领域和市场规模

产品	应用领域	用途	客户	市场规模
专用特种夜视仪	警用领域	夜间侦查、取证、缉私、缉毒等	公检法、行政执法单位	全中国预计可以达到百亿规模
	军用领域	作战	军队	各类作战车的数量众多，但装备夜视系统比例较低，空间巨大
广电级夜视摄像机	民用领域	夜间摄录	广电部门等新闻媒体	广电系统带来的市场规模达到10亿元

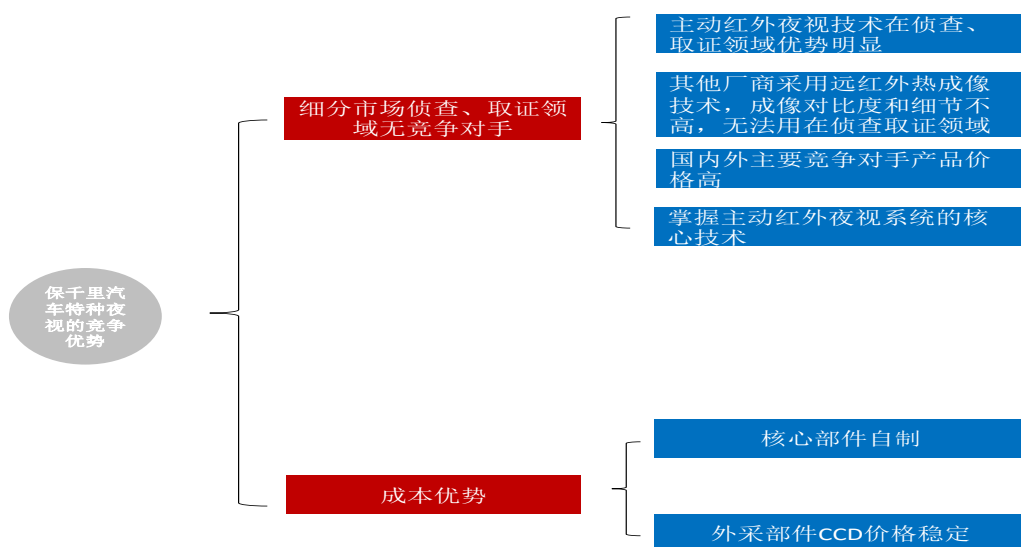
资料来源：东方证券研究所

4.1.2 特种夜视业务核心竞争优势

国内特种夜视业务的厂商主要有法国的 SOFRADIR、美国 FLIR 公司、高德红外、大立科技、广州飒特等，这些厂商主要技术路径是远红外热成像技术，其图像对比度低，分辨细节能力较差，因而无法完全满足夜视侦查、取证等领域对清晰度性能的要求，主要用在电力设施、电气设备等安全监测领域，且国外厂商如 SOFRADIR、FLIR 产品价格高，国内厂商高德红外、大立科技、广州飒特由于需要外采核心部件红外焦平面探测器，因此产品价格也较高。

公司掌握主动式红外夜视的核心技术，具有日夜两用小型非球面高倍数变焦光学系统、自动对焦、微光成像处理、红外激光成像处理、图像智能分析等 5 大核心技术，成像质量清晰，可以广泛应用于公检法机关取证及民用夜间摄像，在侦查、取证等细分应用领域暂无竞争对手。同时，公司除了 CCD 芯片外采以外，基本实现特种摄像领域核心部件和技术的自主研发生产，而 CCD 芯片的竞争比较充分，价格比较稳定，因此公司产品成本优势明显。

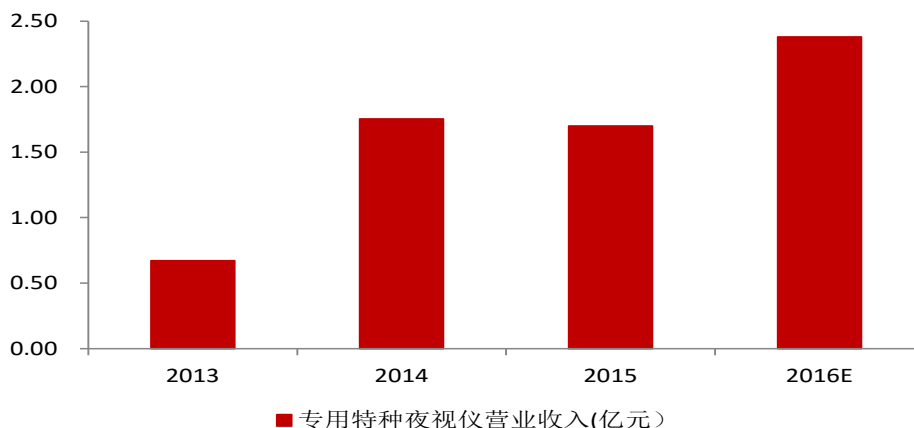
图 15：特种夜视行业的应用领域和市场规模



资料来源：公司公告、东方证券研究所

4.1.3 看好 16 年特种夜视仪出口

14 年保千里特种夜视业务在国内市场实现突破，特种夜视仪全年实现销售 9690 台，同比上升 151.82%，营业收入 1.75 亿元，同比上升 160%，广电级夜视摄像机开始推向市场，全年实现约 4530 万收入。16 年公司一方面将加大特种夜视业务的国内市场开拓，另一方面也将拓展海外市场。当前已经和 16 个国家经销商签署采购协议，预计公司特种夜视业务海外市场的拓展有望促使特种夜视业务在 2016 年实现较高增长。

图 16：特种夜视行业销售收入预测


资料来源：公司公告、东方证券研究所

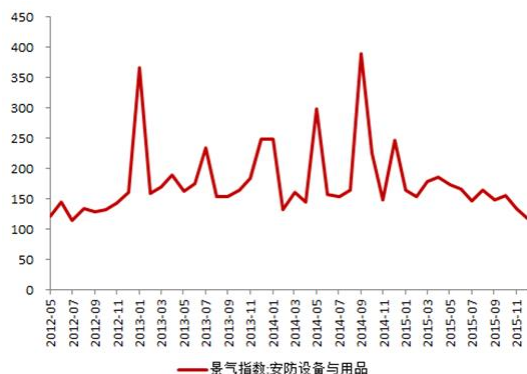
4.2 传统安防业务贡献比重逐步萎缩

公司传统安防业务主要包括：机芯、智能球摄像、图像采集模组；在公司发展战略中，传统安防业务已不是重点，且传统安防行业自身景气也在下滑。根据工商部联合会的数据，安防产品价格指数从 2015 年年初的 98.65 下降至年末的 86.85，行业景气度指数也从 246.13 下降至 117.40。

传统安防行业景气度下滑主要原因是产能过剩及外资对国内市场冲击，安防行业从 2001 年 911 事件开始爆发，政府部门对安防设备的采购促使大量企业进入这个行业，产能急剧增加，2008 年金融危机开始及随后爆发的各类债务危机导致政府对安防行业的需求下降，造成产能过剩，海外市场的产能过剩导致 2015 年市场兼并重组开始并将产品渗透入国内中低端市场，国内企业在 2015 年爆发了价格战，安防产品价格急剧下降。

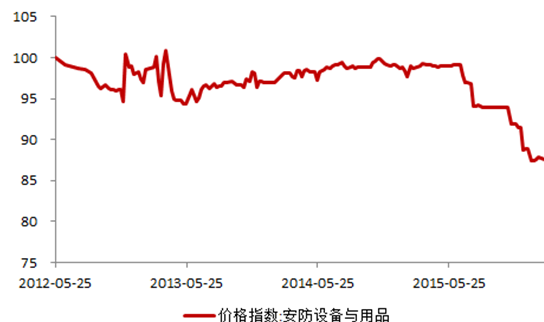
受行业影响，公司传统安防业务收入也同比下滑，但因公司核心业务包括汽车夜视系统、商显系统、特种夜视仪等增长空间较大，预计未来传统安防业务盈利下降并不会影响公司盈利增长。

图 17：国内安防行业的景气指数



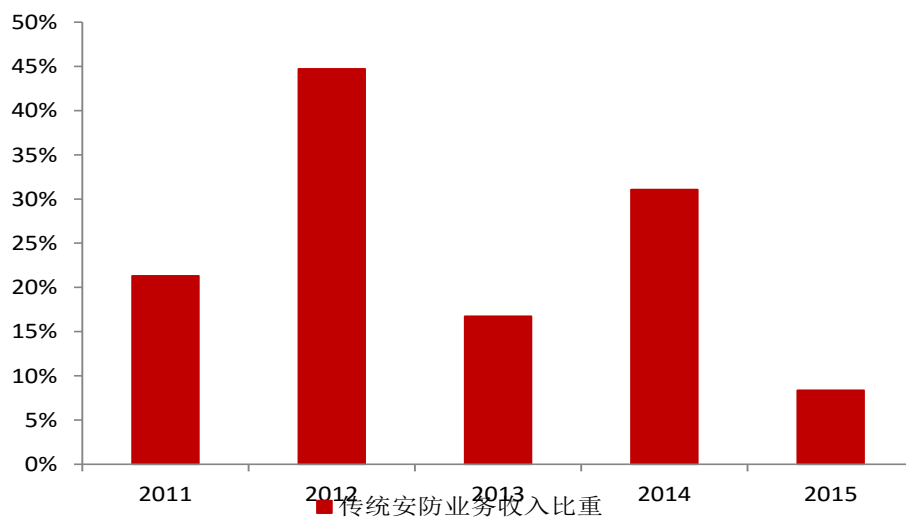
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 18：国内安防行业的价格指数



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 19：历年传统安防业务收入比重



资料来源：公司公告、东方证券研究所

5 智能硬件：未来大数据入口

公司的智能硬件主要有三大类：个人智能硬件当前的产品是手机达令，产品定位于中高端个人消费者，为消费者的手机提供夜间摄像、皮肤测水、红外测温、应急充电的扩展功能，第一代产品应用于苹果手机产品；实体店智能硬件定位于线下实体店客户，主要基于自身的商显硬件产品打造合众宝，为实体店客户提供线下发布广告、营销、互动体验，同时打造合众网，为实体店客户打造线上购物平台、ERP 店管系统、CRM 客户大数据分析系统；公共场所智能硬件主要定位中高端个人消费者，基于自身的商显硬件

产品打造智联保，将产品安装到高端消费者的社区、工作场所的区域，同时运营方进行精准化营销和导流、信息发布提供软件系统。

表 6：公司智能硬件的产品介绍

客户	产品定位	产品功能	产品图示		
个人	中高端个人消费者	利用app和数据接口和手机相连，为消费者的手机提供夜间摄像、皮肤测水、红外测温、应急充电等扩展功能			
实体店	服装、家居、珠宝、餐饮、4S店等线下实体店商家	基于自身的商显硬件产品打造合众宝，为实体店客户提供线下发布广告、营销、互动体验，同时打造合众网，为实体店客户打造线上购物平台、ERP店管系统、CRM客户大数据分析系统，打造O2O一体化解决方案			
公共场所	聚集度高，且高粘度，可持续消费的高端客户群体	基于自身的商显硬件产品打造智联保，将产品安装到高端消费者的社区、工作场所的区域，提供近场安全社交、真人秀、电商平台、稀缺食品特供、海外高端医疗保健、海量视频特供等服务，为运营方提供管理软件，进行精准化营销和导流、信息发布等			

资料来源：公司官网、东方证券研究所

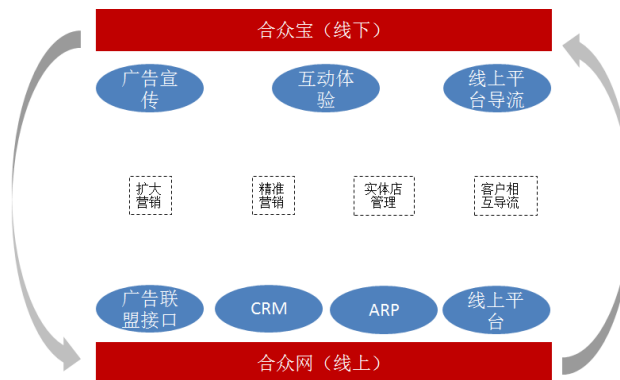
5.1 实体店智能硬件：为线下店提供 O2O 解决方案

公司的实体店智能硬件是一套硬件+软件的综合产品，硬件产品是基于商显产品打造的合众宝，安装在线下实体店，主要功能是广告宣传、产品互动体验以及为线上销售平台导流，软件是合众网平台，平台功能有：CRM 管理系统、ERP 管理系统、线上购物平台、广告联盟功能。

公司实体店智能硬件不仅是为各类实体店客户提供硬件产品，提供全套 O2O 营销解决方案，提升了实体店的管理效率和营销的广度和深度，增收降本，因此获得各类线下实体店客户的广泛认可。

15 年实体店智能硬件实现营业收入 2.1 亿元，收入占比达到 12%，当前公司在服装、家居、珠宝、餐饮、媒体、汽车 4S 店、地铁等有成熟的全套解决方案，未来有望继续扩大客户领域，实体店智能硬件有望成为公司新的利润增长点。

图 20：公司实体店智能硬件 O2O 商业模式



资料来源：公司官网、东方证券研究所

5.2 个人智能硬件：定位高端用户，是智能互联战略的入口

手机达令是公司智能硬件产品首次进军个人领域的产品，公司抓住了智能手机巨大的市场空间，发挥自身的传统光机电成像和算法技术进行差异化的竞争，产品 2015 年 12 月上市，面向苹果手机客户，首月既实现 900 万的销售收入。未来公司将会把产品扩展至除苹果外的其他智能手机，同时会扩展家庭达令和汽车达令等产品，有望成为智能互联 3.0 战略重要的硬件入口。

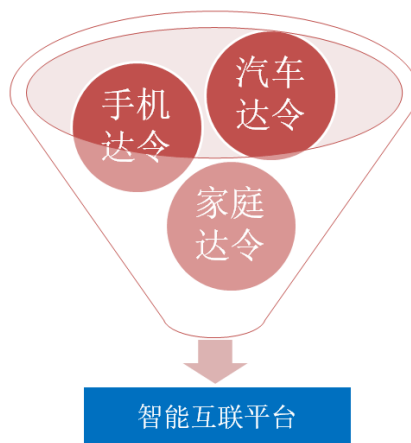
图 21：公司手机达令产品的差异化竞争战略



资料来源：东方证券研究所

公司当前个人领域的智能硬件只有手机达令，且第一代产品只面对苹果手机用户，未来公司有望将手机达令产品扩展到非苹果智能手机领域，短期将继续为公司贡献硬件收入，长期将成为公司智能互联 3.0 战略的重要入口。

图 22：公司个人智能硬件产品的战略布局



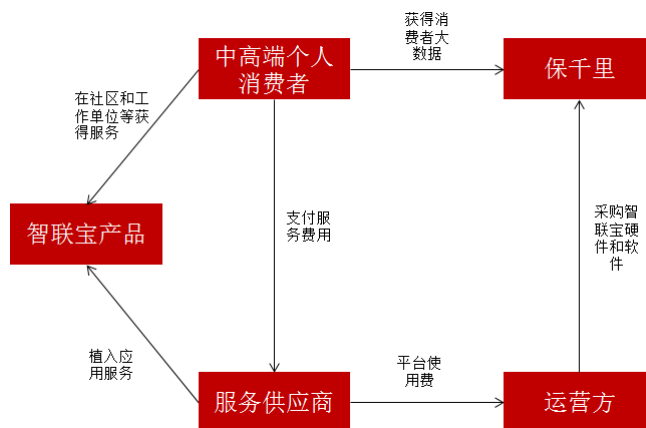
资料来源：东方证券研究所

5.2 公共场所智能硬件：具备长期入口价值

公司的公共场所智能硬件是以商显业务为基础打造的智联宝产品，将产品布局在中高端消费者的工作场所和社区等地域，为消费者提供近场安全社交、真人秀、电商平台、稀缺食品特供、海外高端医疗保健、海量视频特供等服务，消费者可通过智联宝产品获得应用服务商的平台使用费，公司可以获得系统收入和消费者大数据。

2015 年公司公共场所智能硬件实现营收约 8000 万，公共场所智能硬件产品定位差异化，布局中高端消费者最后一公里的服务，未来具备长期的入口价值。

图 23：智联宝产品的商业模式



资料来源：东方证券研究所

6 募集资金分析

公司非公开发行股票拟募集 19.88 亿元，募投项目包括车用智能硬件—汽车主动安全系统全网建设项目、商用智能硬件—商用显示系列产品建设项目、移动智能硬件—手机打令产业化项目、智能硬件生态圈—云端大数据服务系统建设项目以及研发中心建设项目，募投项目均为公司未来重要的成长领域，项目基本为新建产能、扩大销售渠道、提升生产效率、加大产品研发力度等 4 个方面，其中车用智能硬件募集资金规模最大，达到 8.4 亿元，占比 42.25%。

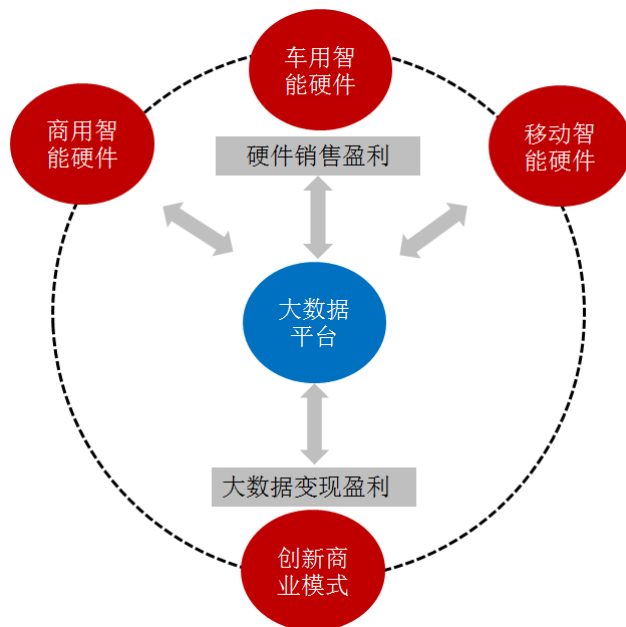
公司的视像产品一直在走转型升级之路，已经实现从第一代的功能机向第二代智能机成功转型，未来公司将继续转型升级之路，从第二代的智能机向第三代的智能互联机转型升级。募投项目加大车用、商用、移动、大数据平台四个领域的研发、生产、销售的建设力度，以 4 类智能硬件为切入点，大数据平台为核心，打造互联网生态圈，公司未来的盈利将从硬件销售升级为硬件销售+大数据变现，长期成长空间大。

表 7：保千里非公开发行股票募投项目情况

募投项目	拟投入募集资金 (万元)	资金使用占比	资金用途
车用智能硬件—汽车主动安全系统全网建设项目	84,026.70	42.25%	布局汽车前装、后装营销渠道，新建多条自动化生产线扩充产能、打造专车专用解决方案、建设汽车主动安全系统测试标准化中心
商用智能硬件—商用显示系列产品建设项目	41,033.24	20.63%	升级扩建现有智能信息发布广告机和智能O2O移动大电脑的产线，新建智能视讯会议系统生产线，引进高效节能全自动化生产设备
移动智能硬件—手机打令产业化项目	33,513.94	16.85%	建设手机打令的智能自动化流水线和超净无尘车间，打造自有电商平台，研发下一代新产品
智能硬件生态圈—云端大数据服务系统建设项目	25,186.09	12.66%	拟在深圳、武汉、南京三地各建一个 300 万级的服务平台站点、建设云端大数据服务系统
研发中心建设项目	15,120.40	7.60%	建设光电实验室、仿生智能算法图像实验室和仿生智能算法语音实验室
合计	198,880.37	100.00%	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：公司募投项目的战略目标



资料来源：东方证券研究所

7 盈利预测及估值

公司未来战略主要是继续加大对汽车夜视系统的投资、对商用智能硬件的投入。随着后装市场的进一步开拓及前装车企认证逐步增加，后装市场销量和前装配套量的快速扩大，预计 16 年后装销量 18.6 万套，前装销售 8 万套，汽车夜视系统预计盈利贡献逐步增大，将是公司主要盈利增长点之一；公司的商业显示系统走差异化、平台化和高端化的路线，产品竞争力强，预计有望继续保持稳定增长；安防业务由于行业原因 15 年业绩下降幅度较大，盈利贡献比重下降，但是公司未来特种专业夜视仪有望开拓海外市场，预计业绩将逐步企稳；智能硬件是公司智能互联 3.0 战略的重要布局，实体店智能硬件和个人智能硬件预计将高速发展，公共场所智能硬件具备长期的入口价值。

在可比公司估值上，因公司未来盈利贡献增长主要来源于汽车夜视辅助系统，属于自动驾驶范畴，我们选择了从事自动驾驶汽车相关的公司进行比较，如金固股份、四维图新、亚太股份、万安科技等，这些公司业务均与公司业务相关，可比公司 16 年平均估值为 77 倍左右，因此给予公司 2016 年 PE77 倍估值，目标价 21 元，首次给予买入评级。

表 8：收入分类预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
1、夜视系列产品				
销售收入（百万元）	578.48	1077.61	1706.78	2408.56
增长率	121.91%	86.28%	58.39%	41.12%
毛利率	57.46%	56.91%	57.44%	58.45%
2、安防系列产品				
销售收入（百万元）	160.01	116.63	97.49	87.60
增长率	-47.85%	-27.11%	-16.41%	-10.15%
毛利率	24.83%	27.53%	27.55%	27.56%
3、商显业务				
销售收入（百万元）	561.43	756.47	1044.79	1406.78
增长率	34.49%	34.74%	38.11%	34.65%
毛利率	34.79%	36.15%	36.62%	37.27%
4、智能硬件				
销售收入（百万元）	309.29	417.28	564.21	764.09
增长率		34.92%	35.21%	35.43%
毛利率	40.91%	41.76%	42.61%	43.41%
其他业务				
销售收入（百万元）	47.78	50.17	52.67	55.31
增长率	1581.63%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.44%	6.00%	6.00%	6.00%
合计	1656.99	2418.16	3465.94	4722.33
增长率	67.74%	45.94%	43.33%	36.25%
综合毛利率	42.07%	45.33%	47.13%	48.52%

资料来源：东方证券研究所

表 9：可比公司估值比较

公司名称	代码	EPS	PE					
		5.6	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
四维图新	002405	26.49	0.18	0.24	0.32	144.75	108.21	82.83
亚太股份	002284	20	0.19	0.25	0.31	103.95	80.81	64.85
金固股份	002488	22.9	0.09	0.16	0.28	248.10	142.24	80.44
万安科技	002590	29.34	0.19	0.27	0.38	153.61	108.39	76.81
拓普集团	601689	27.38	0.63	0.80	1.03	43.50	34.19	26.70
双林股份	300100	38.77	0.61	0.93	1.40	63.05	41.67	27.69
盛路通信	002446	26.9	0.27	0.55	0.76	99.41	48.78	35.35
	最大值					248.10	142.24	82.83
	最小值					43.50	34.19	26.70
	平均数					122.34	80.61	56.38
	调整后平均					112.96	77.57	57.03

资料来源：WIND、东方证券研究所

8 主要风险

汽车夜视系统销售低于预期。15 年汽车夜视系统收入占比 24.13%，毛利占比 28.55%，我们预测两者到 2016 年达到 33.59%、37.79%，对盈利影响较大。汽车夜视系统前装需求受车企销量影响，若配套车企销量低于预期，则会影响公司夜视系统的销量，进而影响公司盈利增长；汽车夜视系统后装取决于渠道的开拓和营销，若渠道开拓不达预期，会影响汽车夜视系统后装的销量进而影响盈利增长。我们中性假设 16 年前装配套量 8 万套，后装销量 18.6 万套，公司 16 年 EPS0.27 元，悲观假设前装配套 5 万套，后装销量

15 万套, 16 年 EPS 0.24 元, 乐观假设前装配套 10 万套, 后装销量 22 万套, 16 年 EPS 0.29 元。

特种夜视系统销售低于预期。15 年特种夜视系统收入占比 10.79%，毛利占比 19.14%，模型中预测两者到 2016 年为 10.98%、18.16%，对盈利影响较大。特种夜视系统的增长主要是出口，若特种夜视系统出口低于预期，则将影响公司盈利增长。

商业显示业务低于预期。15 年商显业务收入占比 33.88%，毛利占比 28.02%，模型中预测两者到 2016 年为 31.28%、24.95%，对盈利影响较大。若商显业务对下游客户的开拓推广低于预期，则影响公司盈利增长。

定增发行失败以及募投项目投产进度和业绩不达预期。公司当前定增已经通过证监会审核，但是存在发行失败的风险，同时定增项目可能由于公司投产进度调整不达预期，相关盈利预期存在不达预期的可能。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	26	877	1,044	693	944	营业收入	740	1,657	2,418	3,466	4,722
应收账款	69	552	846	1,248	1,747	营业成本	636	960	1,322	1,832	2,431
预付账款	31	117	169	243	331	营业税金及附加	4	11	17	24	33
存货	87	496	727	1,008	1,337	营业费用	26	80	111	166	213
其他	76	21	52	73	98	管理费用	74	172	242	347	472
流动资产合计	288	2,064	2,839	3,264	4,458	财务费用	10	28	16	22	23
长期股权投资	5	227	227	227	227	资产减值损失	(1)	19	24	32	39
固定资产	328	197	314	606	819	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	6	0	405	950	956	投资净收益	41	0	0	0	0
无形资产	192	1	1	1	1	其他	0	0	0	0	0
其他	192	181	40	40	40	营业利润	31	386	686	1,043	1,511
非流动资产合计	722	606	988	1,825	2,044	营业外收入	11	46	46	46	46
资产总计	1,010	2,670	3,826	5,090	6,502	营业外支出	11	0	10	11	11
短期借款	0	410	410	564	437	利润总额	30	432	722	1,078	1,547
应付账款	29	284	397	550	729	所得税	8	58	101	151	217
其他	221	524	544	573	603	净利润	23	373	621	927	1,330
流动负债合计	250	1,217	1,351	1,687	1,770	少数股东损益	(4)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	26	373	621	927	1,330
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.01	0.16	0.27	0.40	0.58
其他	13	0	0	0	0						
非流动负债合计	13	0	0	0	0						
负债合计	263	1,217	1,351	1,687	1,770						
少数股东权益	124	0	0	0	0						
股本	896	2,306	2,306	2,306	2,306						
资本公积	503	(1,587)	(1,185)	(1,185)	(1,185)						
留存收益	(776)	733	1,354	2,281	3,611						
其他	0	1	1	1	1						
股东权益合计	747	1,452	2,475	3,402	4,732						
负债和股东权益	1,010	2,670	3,826	5,090	6,502						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	23	373	621	927	1,330	成长能力					
折旧摊销	(922)	(505)	62	115	197	营业收入	-47.2%	124.0%	45.9%	43.3%	36.2%
财务费用	10	28	16	22	23	营业利润	104.1%	1142.0%	77.9%	52.0%	44.9%
投资损失	(41)	(0)	0	0	0	归属于母公司净利润	-88.9%	1313.6%	66.3%	49.3%	43.5%
营运资金变动	143	(385)	(499)	(626)	(771)	获利能力					
其它	855	341	561	32	39	毛利率	14.1%	42.1%	45.3%	47.1%	48.5%
经营活动现金流	68	(148)	762	469	818	净利率	3.6%	22.5%	25.7%	26.7%	28.2%
资本支出	2,280	1,022	(579)	(952)	(416)	ROE	7.4%	36.0%	31.6%	31.5%	32.7%
长期投资	(74)	(76)	0	0	0	ROIC	3.3%	27.5%	25.4%	26.7%	28.9%
其他	(2,248)	(1,239)	0	0	0	偿债能力					
投资活动现金流	(42)	(294)	(579)	(952)	(416)	资产负债率	26.0%	45.6%	35.3%	33.2%	27.2%
债权融资	(356)	(14)	0	(0)	(0)	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	508	(278)	0	0	0	流动比率	1.15	1.70	2.10	1.93	2.52
其他	(177)	1,347	(16)	132	(151)	速动比率	0.75	1.28	1.55	1.33	1.75
筹资活动现金流	(24)	1,054	(16)	132	(151)	营运能力					
汇率变动影响	0	0	0	0	0	应收账款周转率	10.3	5.0	3.3	3.1	3.0
现金净增加额	2	613	167	(351)	251	存货周转率	5.9	3.2	2.1	2.1	2.0
						总资产周转率	0.6	0.9	0.7	0.8	0.8
						每股指标（元）					
						每股收益	0.01	0.16	0.27	0.40	0.58
						每股经营现金流	0.03	-0.06	0.33	0.20	0.35
						每股净资产	0.27	0.63	1.07	1.48	2.05
						估值比率					
						市盈率	1,234.9	87.4	52.5	35.2	24.5
						市净率	52.3	22.5	13.2	9.6	6.9
						EV/EBITDA	-36.5	-352.4	42.0	27.2	18.6
						EV/EBIT	777.1	77.6	45.7	30.2	20.9

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn