

日期: 2010 年 5 月 11 日

行业: IT-电脑及相关设备制造



陈启书

021-53519888-1918

mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870209090159

IPO 询价区间 RMB48.51-58.21 元
合理估值区间 RMB60.64-72.76 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 50.00
发行后总股本 (百万股) 500.00
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 招商证券

主要股东(IPO 前)

中国电子科技第五十二研究所 48.45%
龚虹嘉 27.55%
杭州威讯投资管理有限公司 14.25%
浙江东方集团股份有限公司 5.00%
杭州康普投资有限公司 4.75%

收入结构(MRQ)

硬盘录像机 63.51%
视音频编解码卡 12.40%
监控摄像机 9.55%
其他 6.29%
视频服务器 4.39%
监控球机 3.62%

首次报告日期: 2010 年 5 月 11 日

优秀的视频监控产品提供商

■ 投资要点:

朝阳产业, 前景广阔

公司所处的行业属于安防行业中的视频监控行业。虽然其在国内起步较晚, 尚处成长初期, 但具有一定后发优势, 市场潜力巨大。目前, 我国的安防行业已经形成集研发、生产、销售、工程与系统集成、报警运营与中介服务为一体的朝阳产业, 其中安防视频监控行业在 DVR 等部分产品领域已达到了国际水平。

据 iSuppli 公司研究, 2012 年中国安防产业的营业收入预计将从 2007 年的 151 亿美元增长到 247 亿美元, 年均复合增长率为 10.3%。

具备市场领先的地位

2007 年, 公司的安防视频监控产品国内市场占有率达到 8.17%, 位居全行业第一, 其中 DVR 和板卡合计占据了国内 40.30% 的市场份额。公司目前已经成长为国内安防视频监控领域的龙头企业, 在国际市场也有一定的影响力, 具有较突出的行业地位。

由于公司所处行业是技术与资金密集型的行业, 成功上市将有助于公司完善资本结构, 加强资金实力, 支持视频监控产品持续滚动研发、生产和更新, 巩固市场领先地位, 获得更良好的收益。

股票估值

和可比上市公司比较, 公司的盈利能力和运营能力均较好。

预期未来 6 个月内其相对 2010 年动态市盈率可达 35-42 倍, 对应合理估值为 60.64-72.76 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 48.51-58.21 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,101.51	2,763.79	3,597.67	4,775.34
年增长率 (%)	20.61	31.51	30.17	32.73
归属于母公司所有者的净利润	705.58	866.24	1,095.22	1,420.98
年增长率 (%)	28.56	22.77	26.43	29.74
基本每股收益 (元)	1.41	1.73	2.19	2.84

注: 有关指标按公司 IPO 后最新股本计算

1. 公司及其业务概况

优秀的视频监控产品提供商

公司前身为成立于 2001 年 11 月 30 日的杭州海康威视数字技术有限公司。2008 年 5 月，经商务部批准，海康威视有限公司整体变更为杭州海康威视数字技术股份有限公司。

公司发起人包括中国电子科技集团公司第五十二研究所、杭州威讯投资管理有限公司、杭州康普投资有限公司、浙江东方集团股份有限公司四个法人和香港籍自然人龚虹嘉。

中国电子科技集团公司第五十二研究所直接持有公司 48.45% 的股份，为公司控股股东。

公司是一家专业从事安防视频监控产品研发、生产和销售的高科技企业，也是国内视频监控行业的龙头企业。其主要产品包括硬盘录像机（DVR）、视音频编解码卡等数据存储及处理设备，以及监控摄像机、监控球机、视频服务器（DVS）等视音频信息采集处理设备。

公司销售规模连续数年居于国内全行业第一位，2007 年销售收入增长率在全球安防行业 50 强的视频监控专业企业中排名第一位。

硬盘录像机是专业数字视音频记录设备。主要指嵌入式数字硬盘录像机，一般配合模拟摄像机使用。其采用数字信号处理系统（DSP）为核心的整体结构，通过固化在专用存储芯片中的软件实现图像压缩、存储及解压缩回放等功能，并采用嵌入式操作系统完成整机的控制及管理。

视音频编解码卡是专业数字监控、视音频处理设备。它可将传统的录像带或其他音像源，并以数码格式储存及传输。

监控摄像机是视频图像信号的采集处理设备。将监控范围内的光学信号转化为电子模拟视频信号，经 DVR、DVS 核心处理设备处理后转化数字信号应用于视频监控系统。主要应用于楼道、街巷、房间等非全景监控区域的点、面取景。

硬盘录像机、视音频编解码卡是目前公司的核心产品。从各个领域贡献的销售收入来看，硬盘录像机是公司收入的最大贡献力量，其销售收入占比公司主营业务收入超过 50%。

2. 行业发展前景

朝阳产业，前景广阔

公司所处的行业属于安防行业中的视频监控行业。虽然其在国内起步较晚，尚处成长初期，但具有一定后发优势，市场潜力巨大。目前，我国的安防行业已经形成集研发、生产、销售、工程与系统集成、报警运营与中介服务为一体的朝阳产业，其中安防视频监控行业在 DVR 等部分产品领域已达到了国际水平。

据 iSuppli 公司研究，2012 年中国安防产业的营业收入预计将从 2007 年的 151 亿美元增长到 247 亿美元，年均复合增长率为 10.3%。

技术将成为占领行业制高点的关键

安防视频监控行业是高科技行业，产品升级换代特征明显，技术创新是竞争的核心。并且，随着未来的发展，需求的个性化、新技术将催生行业应用空间不断成长，这就要求从业企业具备较高水平的技术研发实力，通过过硬的技术创新取得高市场份额。

同时，随着安防视频监控行业重组、兼并和联合发展势头的兴起，技术、品牌和资本的整合成为趋势，行业的集中度会加速提高。根据安防协会《中国安防产业发展统计报告》的预计，到“十一五”末期，全国安防大中型企业产品的市场占有率将提高到 60%-80%的水平。市场份额进一步向主流制造商集中。这意味着，谁拥有核心竞争力——不断进步的技术创新，谁就能拥有较强的品牌优势，谁就能抢占市场制高点。

3. 公司竞争能力

完全竞争的产业结构 竞争激烈

目前国内安防行业的市场格局是，行业内企业众多，行业集中度较低，国内从业企业约 15,000 家左右，年销售额不到 1,000 万元的小企业占 90%以上。视频监控产品生产不受资质限制，市场准入不存在垄断，因此，公司所处的行业处于完全竞争状态，市场竞争激烈。

全球安防视频监控行业市场竞争格局同样较为分散，行业集中度较低，前十五大供应商合计占有的市场份额不超过 50%，无一家公司能够占有市场份额 10%以上。

具备市场领先的地位

公司具备安防视频监控行业的先发优势，市场份额稳定增长。自成立以来，公司一直致力于安防视频监控领域专业化的发展。2007 年，公司的安防视频监控产品国内市场占有率达到 8.17%，位居全行业第一，其中 DVR 和板卡合计占据了国内 40.30%的市场份额。

公司目前已经成长为国内安防视频监控领域的龙头企业，在国际市场也有一定的影响力，具有较突出的行业地位。

同时，公司在数字视频监控技术领域也保持了行业的领先地位。是国家规划布局内重点软件企业，全国百强软件企业，浙江省高新技术企业。

在国内，本公司率先实现了 H.264 视频编解码算法在安防视频监控产品上的应用，在数码监控领域提出了 DCIF 分辨率的概念；率先在编码的同时实现了视频移动侦测、双编码技术；率先研制出 DVR 和 DVS 合一的嵌入式硬盘录像机等。

由于公司所处行业是技术与资金密集型的行业，成功上市将有助于公司完善资本结构，加强资金实力，支持视频监控产品持续滚动研发、生产和更新，巩固市场领先地位，获得更良好的收益。

4. 业务盈利能力

主营业务毛利率和销售净利率高

公司主要产品硬盘录像机、视音频编解码卡、视频服务器、监控摄像

机和监控球机的毛利率水平都保持在较高水平，并且都呈现逐年上升趋势。与业务相近的上市公司比较，公司毛利率和销售净利率均处于较高水平。

表1 和可比公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
海康威视	43.24	48.54	50.84	52.08
大华股份	33.83	41.15	38.84	38.81
大立科技	41.92	43.72	45.06	49.47
威创股份	61.67	62.46	58.09	58.83
证通电子	37.24	38.05	36.64	28.59

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表2 和可比公司的销售净利率比较（单位：%）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
海康威视	29.26	30.77	31.49	33.60
大华股份	10.94	21.17	16.46	14.01
大立科技	15.09	20.84	18.20	21.15
威创股份	35.98	32.48	23.15	25.21
证通电子	21.86	18.57	15.90	7.33

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

公司成长性好

和可比上市公司比较，公司收入和利润增长均处于较高水平，表现了公司的高成长性。

表3 和可比公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2008 年同比增长率	2009 年同比增长率	2009 年相对于 2007 的年复合增长率
海康威视	47.10	20.61	33.20
大华股份	55.98	32.27	43.64
大立科技	18.43	-0.39	8.61
威创股份	15.59	13.75	14.67
证通电子	67.76	32.00	48.81

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表4 和可比公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2008 年同比增长率	2009 年同比增长率	2009 年相对于 2007 的年复合增长率
海康威视	50.57	28.56	39.17
大华股份	15.89	12.54	16.85
大立科技	3.46	15.73	9.42
威创股份	-17.62	23.88	1.02
证通电子	51.84	-38.29	-6.50

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

营业周期短，资产周转快

由于公司客户大部分为国内外知名企业，能够及时结清货款，使得公司在营业收入增加较快的情况下，资金周转较为顺畅，应收账款周转情况良好。公司资产的总体使用效率较高，体现了公司具备较好的资产管理能力，尤其是流动资产管理能力。

与可比上市公司比较，公司偿债能力指标和资产周转能力指标均高于同行业平均水平，说明公司资产质量在同行业中具有较突出的竞争优势。

表5 和可比公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
海康威视	120.70	105.36	93.02	109.45
大华股份	94.03	122.20	108.58	131.16
大立科技	285.94	320.06	413.75	564.53
威创股份	200.80	149.88	136.89	143.40
证通电子	49.36	100.89	141.08	129.18

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表6 和可比公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
海康威视	44.00	27.49	23.52	32.82
大华股份	70.01	96.34	81.14	93.44
大立科技	149.23	127.36	116.74	170.08
威创股份	57.79	55.48	65.32	66.49
证通电子	82.91	88.98	70.11	88.01

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表7 和可比公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
海康威视	1.47	1.76	1.55	1.18
大华股份	1.47	1.19	1.02	0.83
大立科技	0.64	0.68	0.54	0.40
威创股份	1.05	1.28	1.27	0.53
证通电子	1.61	0.76	0.72	0.80

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

5. 募投项目简述

公司本次拟公开发行人民币普通股（A 股）5,000 万股。根据投资计划，本次发行募集资金拟拓展公司主营业务，集中投资于视频监控录像设备产业化项目和数字监控摄像机产业化项目。具体安排如下：

表8 公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	第一年	第二年	第三年	总投资
视频监控录像设备产业化项目	15,975	28,391	12,000	56,367
数字监控摄像机产业化项目	10,312	24,112	6,000	40,424

研发中心建设项目	4,092	6,234	6,000	16,327
洛杉矶物流与技术服务中心项目	6,650 (美元)			6,650 (美元)
比利时物流与技术服务中心项目	6,839 (美元)			6,839 (美元)
合计	43,868	58,738	24,000	126,607

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

按照拟投资计划，优先进行的视频监控录像设备产业化项目将能提升公司现有的产能，全面升级和补充公司现有的生产平台。该项目涉及产品包括 DVR、视音频编解码卡、混合 DVR、网络硬盘录像机(NVR)、网络存储器(NAS)等。项目完成后，公司将提高现有产能，实现较强的定制化生产能力。

同样是基于新一代生产平台，公司拟进一步投资建设数字监控摄像机产业化项目。该项目是公司利用既有的业务领先优势，进一步延伸产品线。项目达产后，可以实现公司数字监控摄像机设备的产业化。

通过上述两个项目的投资建设，将使公司优化产品结构，形成稳定与充足的产能及新利润增长点，巩固公司在数字视频监控领域的领先地位。

研发中心项目的建设，可以确保公司技术的前瞻性和领先性，增强公司研发实力，提高产品技术含量，增强核心竞争力。而海外项目的建设，有助于公司拓展海外市场，消化新增产能，提升海外销售能力并增加市场份额。

本次募集资金所投资的项目之间联系紧密，共同围绕于公司主营业务的发展，将增强公司在生产、研发、销售方面的优势，提高公司的整体竞争力。

6. 投资风险因素

技术和新产品开发的风险

公司的产品为电子类产品，生命周期较短，一般在 3-5 年左右，具有技术水平发展快，产品更新速度快的特点。

因此如果公司对新技术方向选择出现偏差、对客户需求把握不准确、对新产品方案选择不佳、对新产品上市时机把握不当，将极大地影响公司的竞争力，从而对其市场占有率、经营业绩带来不利影响。

募投项目带来的经营和投资风险

公司募投项目中包括视频监控录像设备产业化、数字监控摄像机产业化、研发中心建设三个项目，该三个项目的研发费用分别为 18,000 万元、9,000 万元、9,000 万元，这些研发费用将在发生当年计入当期损益，预计募集资金到位后的第 1 年、第 2 年、第 3 年，公司管理费用将分别增加 3,000 万元、9,000 万元、24,000 万元，相应减少公司的利润总额，按 15%的企业所得税税率计算，相应减少各年的净利润 2,550 万元、7,650 万元、20,400 万元。公司因此面临募投项目研发费用较高的风险。

同时，公司还存在设立海外物流与技术服务中心的投资风险。

公司另外两个募投项目——建设洛杉矶和比利时物流与技术服务中

心，而这两个项目合计投资占募集资金投资总额的 10.65%。

由于是跨境投资，国内运行稳定的生产管理模式需要根据当地情况进行适当调整，若由于当地的政治、经济、法律、人力资源等环境发生不利变化，也将影响公司海外业务的拓展和海外投资项目的效益。故公司存在海外项目经营的投资风险。

7. 盈利预测与估值

盈利预测

公司将继续通过产品的升级和扩张，来实现公司业务收入的增长；在毛利率方面，由于电子产品市场的竞争，毛利率将有所下降。

初步预计 2010 年、2011 年和 2012 年公司可分别实现营业收入 2,763.79 百万元、3,597.67 百万元和 4,775.34 百万元，同比增长 31.51%、30.17%和 32.73%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 866.24 百万元、1,095.22 百万元和 1,420.98 百万元，同比增长 22.77%、26.43%和 29.74%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）为 1.73 元、2.19 元和 2.84 元。

表9 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	2,101.51	2,763.79	3,597.67	4,775.34
增长率	20.61%	31.51%	30.17%	32.73%
毛利率	52.18%	50.20%	50.01%	49.86%
二、营业总成本	1,442.11	1,927.96	2,545.24	3,414.39
营业成本	1,007.09	1,376.30	1,798.36	2,394.38
营业税金及附加	3.32	5.25	6.84	9.07
销售费用	226.80	304.02	395.74	525.29
管理费用	200.80	276.38	359.77	477.53
财务费用	-9.11	-49.75	-35.98	-19.10
资产减值损失	13.20	15.75	20.51	27.22
三、主营业务利润	659.41	835.83	1,052.43	1,360.95
增长率	22.65%	26.76%	25.91%	29.32%
收入比	31.38%	30.24%	29.25%	28.50%
公允价值变动净收益				
投资净收益	-1.03			
汇兑净收益				
四、营业利润	658.37	835.83	1,052.43	1,360.95
营业外净收益	107.84	116.08	151.10	200.56
五、利润总额	766.21	951.91	1,203.53	1,561.52
减：所得税	60.19	85.67	108.32	140.54
六、净利润	706.02	866.24	1,095.22	1,420.98
少数股东损益	0.44			
归属于母公司所有者的净利润	705.58	866.24	1,095.22	1,420.98
增长率	28.56%	22.77%	26.43%	29.74%
收入比	33.57%	31.34%	30.44%	29.76%

2010 年 5 月 11 日

七、每股收益:

调整后的加权平均股本(百万股)	450.00	479.17	500.00	500.00
按加权平均股本计算的每股收益(元)	1.57	1.81	2.19	2.84
增长率	28.69%	15.15%	21.16%	29.74%
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	1.41	1.73	2.19	2.84
增长率	28.56%	22.77%	26.43%	29.74%

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

股票估值

目前, 和公司业务模式相近的上市公司, 其相对于 2009 年、2010 年和 2011 年的动态市盈率均值分别为 57 倍、38 倍和 21 倍。

表10 可比公司估值比较 (单位: 元/股)

代码	简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002236	大华股份	36.90	0.88	1.32	1.82	2.33	42	28	20	16
002214	大立科技	28.95	0.45	0.64	0.91	1.13	64	45	32	26
002308	威创股份	18.28	0.33	0.39	0.50	0.71	56	47	37	26
002197	证通电子	20.22	0.31	0.60	0.89	1.09	65	34	23	19
	样本均值						57	38	28	21

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (对应股价为 2010-5-10 日收盘价)

2007-2009 年间, 公司分别实现营业收入同比增长 68.78%、47.10% 和 20.61%; 分别实现净资产收益率 (ROE, 加权) 为 80.76%、76.27% 和 60.18%; 分别实现每股经营性现金流净额为 2.55 元、1.44 元和 1.45 元。

初步预计 2010 年、2011 年和 2012 年公司可分别实现营业收入同比增长 31.51%、30.17% 和 32.73%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 22.77%、26.43% 和 29.74%; 分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 为 1.73 元、2.19 元和 2.84 元。

参考业务相近上市公司动态市盈率情况, 基于公司 09-11 年盈利预测及其成长性, 预期未来 6 个月内其相对 2010 年动态市盈率可达 35-42 倍, 对应合理估值为 60.64-72.76 元/股。

询价估值

目前, 新近上市的中小板公司发行价相对于发行年的动态市盈率基本处于 30-37 倍, 考虑公司未来的成长性和盈利性, 以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平, 建议公司的 IPO 询价区间为 48.51-58.21 元, 对应 2010 年的动态市盈率为 28-34 倍 (对应合理估值的折扣约为 20%)。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。