

海康威视(002415)定价报告

定价区间
64.75—74.00 元

信息技术 / 电子元器件

发布时间: 2010-05-27

投资要点:

- 公司是国内视频监控行业的龙头企业，销售规模连续数年居于国内全行业第一位，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。公司产品基本覆盖了视频监控系统的后端，未来会进一步加大前端设备投入，发展潜力巨大。
- 公司自 2002 年以来，销售规模由 3244 万元增长到 2009 年的 21.02 亿，8 年增长了 65 倍；同时，公司产品盈利能力也在持续增强，2009 年销售毛利率高达 52.08%，远高于国内同类企业。
- 随着本次募集资金项目的投入，将进一步稳固公司视频监控录像设备产品线的市场地位，视频监控采集设备产品线将成为公司新利润增长点。综合公司目前的业务发展状况和公司竞争优势分析，预计未来公司营业收入仍将保持较快增长。
- 盈利预测：我们预计公司 2010、2011、2012 年可分别实现 42.7%、40.98% 和 40.21% 的营收增长，对应 EPS（摊薄后）分别为 1.85 元、2.40 元和 3.10 元。
- 合理估值区间：当前电子元器件行业对应 2010 年平均动态 PE 为 32 倍，中值为 40 倍，其中与公司最具可比的上市公司：大立科技和大华股份对应的 2010 年动态 PE 分别为 43 倍和 26 倍。结合公司相对较高成长能力和较强盈利能力来考虑，我们认为公司合理价值区间为 64.75—74.00 元，对应 2010 年动态 PE 为 35 倍至 40 倍。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	210,151	20.6	70,558	28.56	1.41			
2010E	299,885	42.7	92,293	30.81	1.85			
2011E	422,765	40.98	120,046	30.07	2.40			
2012E	592,771	40.21	154,779	28.93	3.10			

发行数据	2009 年
发行前股本（万股）	45,000
发行数量（万股）	5,000
发行价格（元）	68.00
发行前 EPS（元）	1.57
发行后 EPS（元）	1.41
发行前每股净资产（元）	3.32
发行日期	2010-5-17
上市日期	2010-5-28
主承销商	招商证券

分析师: 吴娜

执业证书编号: S0550108101210

TEL: (8621)6337 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wln_nesc@163.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

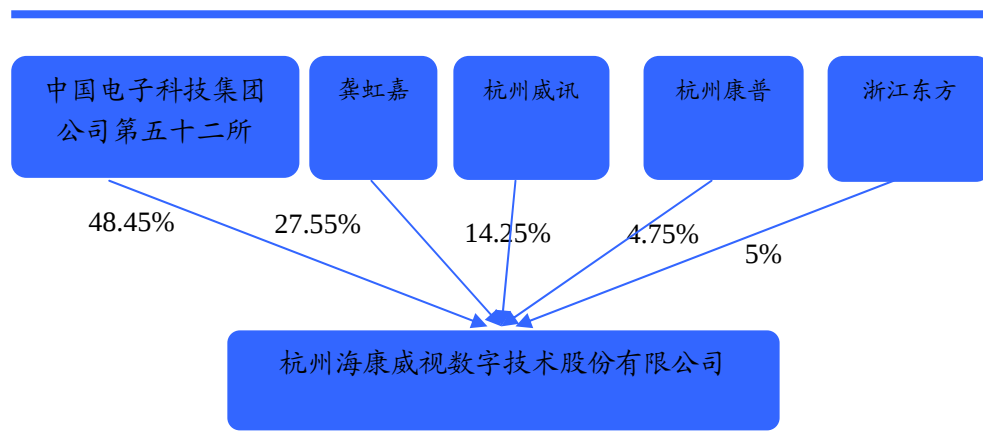
一、公司简介

公司是国内视频监控行业的龙头企业，销售规模连续数年居于国内全行业第一位，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。产品广泛应用于各大安防工程项目，包括国家公安部“平安城市”、“科技强警建设工程”等重大公共工程项目，以及海南亚洲博鳌论坛、亚欧财长会议、上海合作组织峰会、上海 APEC 峰会、八国集团首脑峰会、青藏铁路、北京奥运会(包括“鸟巢”在内的 30 多个场馆)、唐家山堰塞湖抢险等重要活动和工程。

公司在视频监控系统核心设备—DVR 和板卡领域，连续数年国内市场占有率排名第一，是全球主流的 DVR 和板卡生产厂家之一。

公司控股股东为五十二所，五十二所为重点科技集团下属的事业单位法人，公司实际控制人中电科技集团是国内具有较强技术竞争实力的大型企业。2009 年，中电科技集团实现营业收入 431 亿元，净利润 32.7 亿元。

图 1：股权结构



资料来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

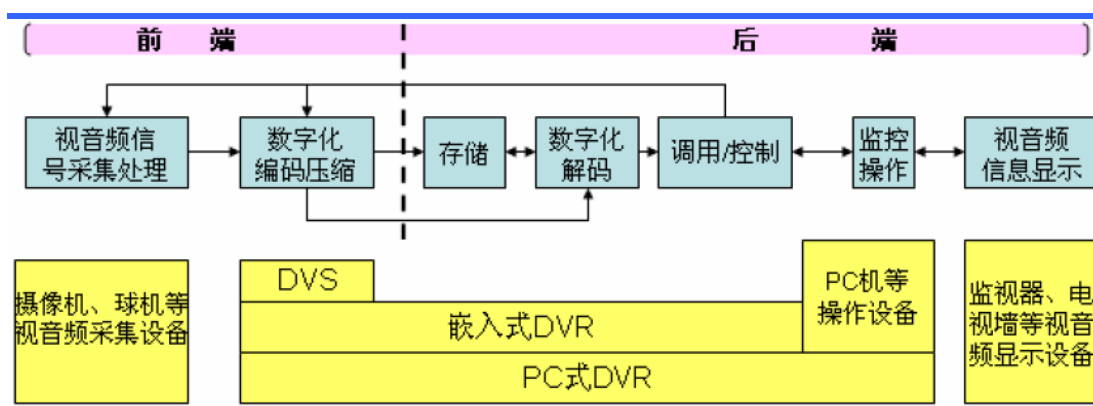
二、产品基本覆盖视频监控系统的前后端

公司产品主要包括后端数据存储及处理设备中的核心设备 DVR、视音频编解码卡；前端视音频信息采集处理设备中的监控摄像机、监控球机、视频服务器（DVS）等，其中硬盘录像机、视音频编解码卡是目前公司的核心产品。

一个典型的视频监控系统的主要设备包括以摄像机、球机为主的视频信息采集设备，光端机等网络传输设备，DVR、DVS 等主控设备和监视器等显示设备，分别与视频监控系统中的视音频信息采集、传输、记录和控制、显示等环节相对应，其关键环节在于前端视音频信息的采集处理和后端的信息记录和控制。

公司产品基本覆盖了视频监控系统的前后端，未来会进一步加大前端设备投入，发展潜力巨大。

图 2：视频监控系统主要流程和结构图

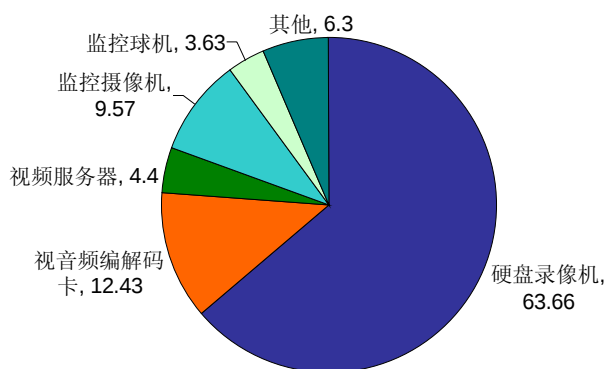


资料来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

三、营收增长较快，盈利能力较强

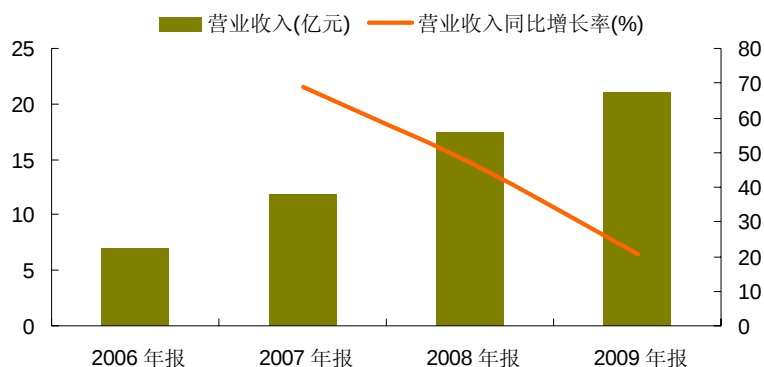
公司自 2002 年以来，销售规模由 3244 万元增长到 2009 年的 21.02 亿，8 年增长了 65 倍。其中公司监控摄像机和监控球机近几年也出现了快速增长；同时，尽管在人民币升值以及国际金融危机冲击下，公司海外市场销售依然获得较快增长。

图 3：公司主营收入产品结构



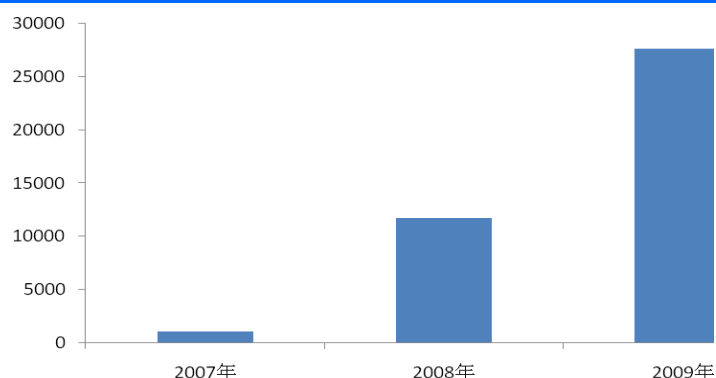
数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

图 4：公司主营收入增长情况



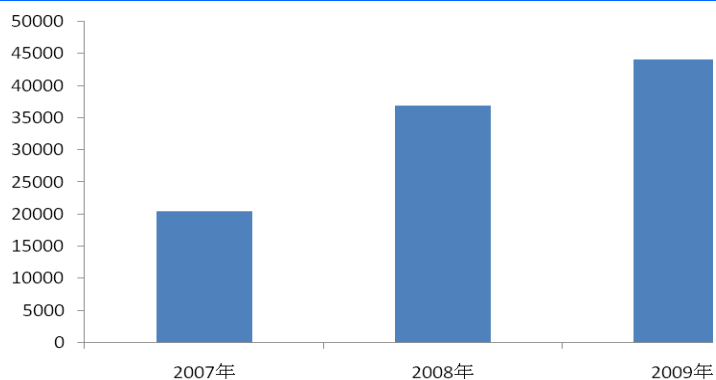
数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

图 5：公司监控摄像机和监控球机销售收入增长迅速



数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

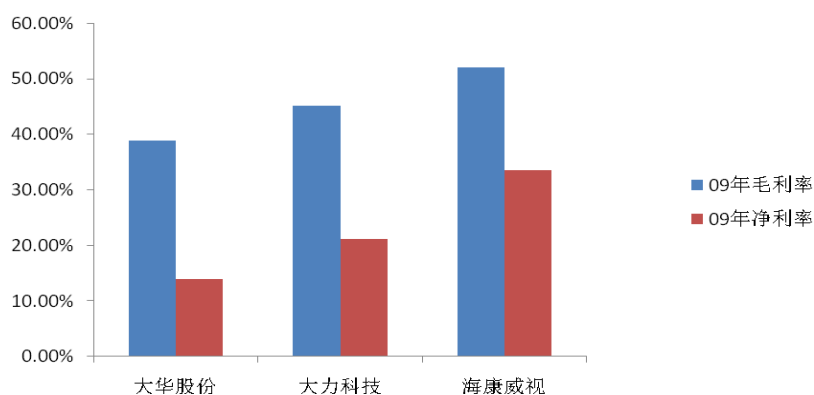
图 6：海外市场销售收入快速增长



数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

公司在实现收入快速增长的同时，产品盈利能力也在持续增强，2009 年销售毛利率高达 52.08%，远高于国内同类企业。

图 7：公司毛利率和净利率同类企业对照

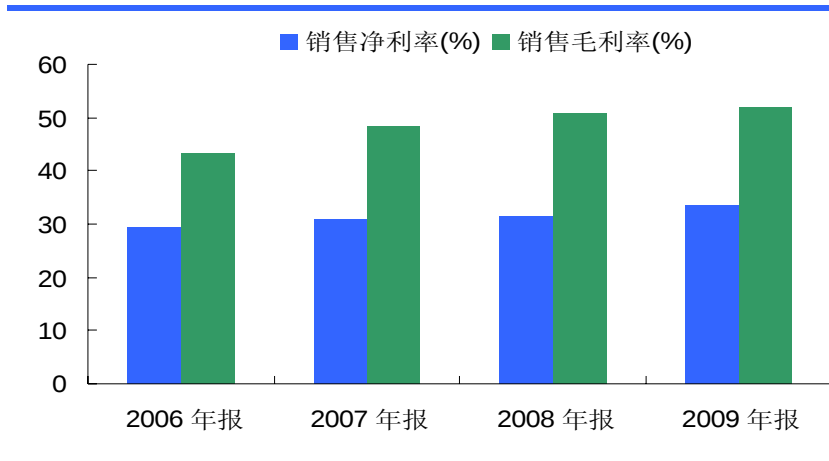


数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

公司连年保持较高的毛利率水平，不仅仅是其技术方面的优势，还有产品优势和

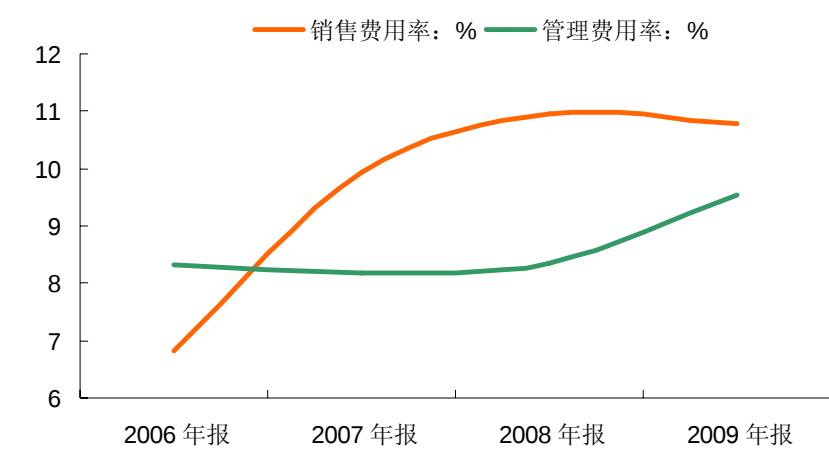
市场优势；公司自作市场的营销模式，使得其管理和分销体系更为有效，也会公司带来了较高的净利率水平。从公司方面了解到，未来公司产品的竞争力的继续增强，其毛利率不会出现较大的变化，而且由于销售和管理费用控制较好，使得其能够继续保持较高的净利率。

图 8：公司销售毛利率和净利率保持较高水平



数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

图 9：公司销售期间费率控制较好



数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

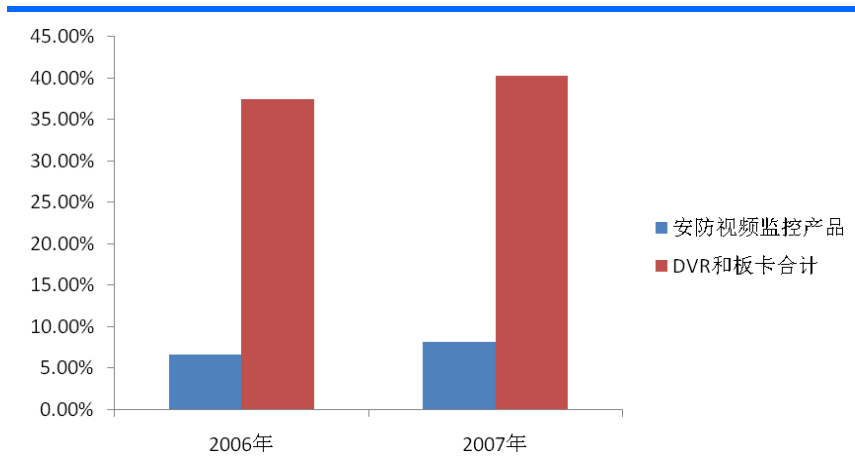
四、主要产品国内市场份额排名第一

公司主要产品在国内市场占有率排名第一，也是全球最大的 DVR 及板卡生产厂家之一。2006 年、2007 年我国安防视频监控产品市场规模分别为 91 亿元和 120 亿元。按照公司产品的国内销售额计算，国内市场占有率分别为 6.60%和 8.17%，呈明显上升趋势。

在视频监控系统核心设备—DVR 及板卡领域，本公司目前具有较大的优势，市

市场占有率较高。公司 2006 年和 2007 年 DVR 和板卡合计国内市场占有率分别为 37.50%和 40.30%。

图10：主要产品国内市场占有率



数据来源：招股书，东北之证券金融与产业研究所。

未来公司将巩固目前的优势，继续提高产品技术、质量和生产能力，扩大定制化生产规模，加强基础技术研究，加大海外市场拓展力度。预计公司仍将保持这种良好的发展态势，在视频监控市场中的占有率将会进一步提升。

五、公司在行业中竞争优势明显

安防行业企业众多，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。由于视频监控产品生产不受资质限制，企业只需要通过相关产品的认证或检测即可销售产品，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。公司在行业中的竞争优势主要表现为以下方面：

行业地位优势

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。

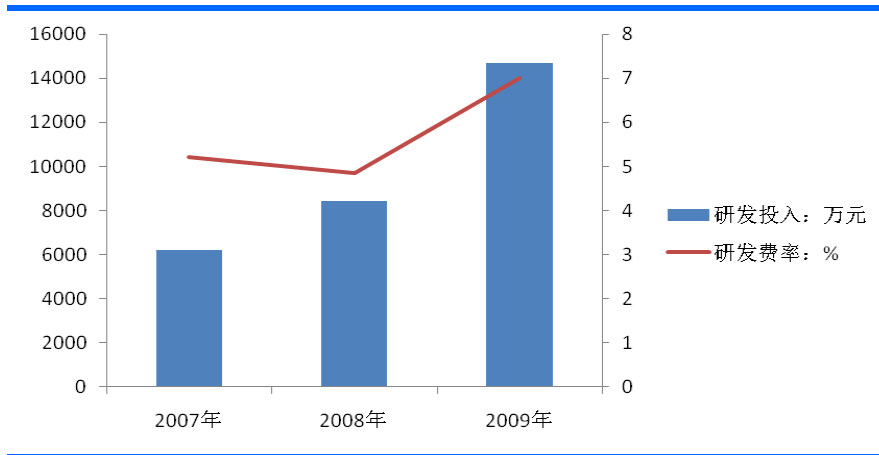
技术领先优势

本公司专注于数字视频监控技术与产品的持续研发，在技术领域保持了行业的领先地位。

研发优势

本公司拥有国内视频监控行业一流的研发团队，专注于视频监控领域的研究，并已获得 5 项授权发明专利。未来公司将继续加大研发投入，保持公司在视音频技术开发、新产品研制方面的技术优势，特别是在集成技术、芯片技术和视频分析等多项下一代视频监控系统的核心技术方面，具备领先国内竞争对手的优势。

图11：研发力度逐年提升



数据来源：公司招股书，东北证券金融与产业研究所。

产品优势

本公司凭借较强的研发力量、定制化生产能力和严格的质量控制体系，快速、高效地开发适应市场的新产品，并且保持产品性能、质量的领先地位。

品牌优势

本公司产品在重大的安防工程项目中得到广泛应用，使得“海康威视”品牌在国内外安防行业 and 用户中享有良好知名度。

营销优势

与国内主要竞争对手大多采用的代理销售模式不同，本公司通过设立北京、上海等 26 家分公司，建立了覆盖全国范围的营销网络；并通过美国海康、香港海康、欧洲海康和印度海康四家海外子公司和拟利用募集资金建设的洛杉矶和比利时物流与技术服务中心向全球范围延伸。

管理优势

本公司主要管理人员和核心技术人员均为安防领域的资深专家，具有长期、丰富的技术和管理经验。

六、募投项目提升公司整体经营水平

本次募集资金投资项目中产品生产集中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。其中视频监控录像设备产业化项目涉及产品包括 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；数字监控摄像机产业化项目涉及产品包括模拟摄像机、模拟球机、网络摄像机、网络球机、数字摄像机 IP 模块（DVS）。

公司拟利用本次募集资金，通过视频监控录像设备和数字监控摄像机产业化项目的建设，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；通过研发中心项目的建设，确保公司技术的前瞻性和领先性；通过海外项目的建设，拓展海外市场，消化新增产能。

表 1: 募投项目及达产预期

	投资总额	年新增销售收入	年新增净利润	达产时间
视频监控录像设备产业化项目	56367 万元	186570 万元	32567 万元	2012 年
数字监控摄像机产业化项目	40424 万元	181398 万元	30355 万元	2012 年
研发中心建设项目	16327 万元			建设期 2 年
洛杉矶物流与技术服务中心	950 万美元	2100 万美元	136 万美元	2011 年
比利时物流与技术服务中心	977 万美元	2625 万美元	105 万美元	2011 年
合计	126607 万元	375619 万元	64609 万元	

数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

未来几年，随着本公司所在安防视频监控行业的发展以及对海外市场的拓展，公司主要产品市场发展前景良好，现有核心产品营业收入能够保持持续增长。随着本次募集资金项目的投入，将进一步稳固公司视频监控录像设备产品线的市场地位，视频监控采集设备产品线将成为公司新利润增长点。综合公司目前的业务发展状况和公司竞争优势分析，预计未来公司营业收入仍将保持较快增长。

表 2: 达产后市场占有率变化情况

	2008 年			2012 年		
项目	销售额：亿元	国际市场容量：亿元	占有率	销售额：亿元	国际市场容量：亿元	占有率
视频监控录像设备产品（不含 NAS）	14.8	230.67	6.42%	37.69	548.74	6.87%
数字监控摄像机产品	2.24	280.2	0.80%	18.14	597.45	3.04%

数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

七、业绩预测及合理估值区间

根据前文分析，我们预计公司 10 年、11 年和 12 年可分别实现 42.7%、40.98%和 40.21%的营收增长，对应 EPS（摊薄后）分别为 1.85 元、2.4 元和 3.1 元。

当前电子元器件行业对应 10 年平均动态 PE 为 32 倍，中值为 40 倍，其中与公司最具可比的上市公司：大立科技和大华股份对应的 10 年动态 PE 分别为 43 倍和 26 倍。结合公司相对较高成长能力和较强盈利能力来考虑，我们认为公司合理价值区间为 64.75 元至 74.00 元，对应 10 年动态 PE 为 35 倍至 40 倍。

表 3: 利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2101.51	2998.85	4227.65	5927.71
减: 营业成本	1007.09	1492.00	2200.60	3180.98
营业税金及附加	3.32	4.71	6.64	9.30
营业费用	226.80	302.86	421.08	589.96
管理费用	200.80	272.49	367.10	517.84
财务费用	-9.11	-26.66	-38.25	-36.35
资产减值损失	13.20	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	658.37	953.45	1270.48	1665.98
加: 其他非经营损益	107.84	80.00	80.00	80.00
利润总额	766.21	931.75	1244.48	1643.98
减: 所得税	60.19	110.01	149.34	197.28
净利润	706.02	923.44	1201.14	1548.70
减: 少数股东损益	0.44	0.51	0.69	0.91
归属母公司股东净利润	705.58	922.93	1200.46	1547.79
EPS: 摊薄	1.41	1.85	2.40	3.10

数据来源: 公司招股书, 东北证券金融与产业研究所。

表 4: 可比上市公司估值情况

代码	简称	最新日期	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
				09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
行业均值（整体法）		2010-05-10	11.76	0.1371	0.5510	0.5542	1.0661	107.18	32.04	25.94	17.63
行业中值		2010-05-10	12.99	0.2152	0.5161	0.6907	1.0839	58.93	39.79	28.76	21.40
2236	大华股份	2010/5/11	34.35	1.75	1.3104	1.7727	2.3327	39.16	26.21	19.38	14.73
2214	大立科技	2010/5/11	27.11	0.45	0.6371	0.9348	1.241	59.84	42.55	29	21.84

数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。