

强烈推荐-A (维持)

海康威视 002415.SZ

目标估值: 115 元
当前股价: 100.18 元
2010 年 11 月 22 日

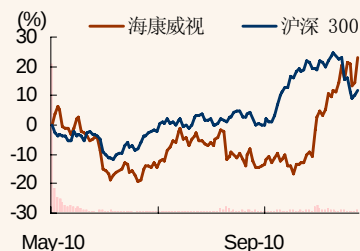
正式升级为安防系统开发商，上调目标价

基础数据

上证综指	2889
总股本 (万股)	50000
已上市流通股 (万股)	5000
总市值 (亿元)	501
流通市值 (亿元)	50
每股净资产 (MRQ)	10.5
ROE (TTM)	26.0
资产负债率	9.2%
主要股东	中国电子科技集团公
主要股东持股比例	42.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	48	48	48
相对表现	53	33	61



相关报告

- 1、《安防行业深度报告-前端数字化时代的商业模式升级》2010/08/01;
- 2、《海康威视三季报点评-业绩符合预期，估值支撑因素在积聚》2010/10/26;
- 3、《安防行业商业模式升级已经来临》2010/11/01

张良勇

0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090208060205

何金孝

0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn
S1090210080003

事件:

公司公告在 2010 年 11 月 22 日与重庆市人民政府签署《关于重庆市社会公共视频信息管理系统建设总承包框架协议》。公司预计项目总建设规模为 50 亿元，分 2-3 年实施，采用 BT 模式。

评论:

1、背靠中电集团的优势和资金优势得以诠释，后续将继续发挥效用

我们在前期报告中，不止一次指出在平安城市这种大型项目上，公司因为背靠中电集团和雄厚的资金实力相比竞争对手有明显优势。在上一篇报告中，我们也明确看好公司在中西部平安城市项目上的拓展进度。本次公告对我们的前期观点进行了很好的诠释。首先，项目是由中电集团和重庆市政府签署的框架协议；其次，项目的运作模式是 BT 模式，对承揽企业资金要求很高。我们认为，公司的这些优势在后续的大项目中还将继续发挥效用，我们继续看好公司在中西部平安城市项目上的拓展进度。

2、该项目标志着公司已经完成商业模式升级的第一步

我们在 8 月初的安防行业深度报告中，前瞻性的分析了以公司为代表的安防设备制造商的商业模式升级路径，并指出公司正处于商业模式由设备制造商向安防系统开发商升级的过渡期。在上一篇安防行业跟踪报告中，我们又非常明确的进一步指出公司的商业模式升级已经开始了。现在，公司取得重庆市社会公共视频信息管理系统建设总承包项目，说明公司的安防系统开发能力已经上了一个大台阶，伴随着项目的实施公司将升级为安防系统开发商。后续，我们继续看好公司朝着安防运营商升级。

3、项目实施将使公司具备物联网、数字城市开发建设经验，竞争力明显增强

根据公告，重庆市将通过新建、扩建视频监控点，升级改造现有视频监控系统，资源整合、系统集成，形成一个覆盖整个重庆市的社会公共视频信息管理系统，为重庆社会公共安全管理、城市管理、交通管理、应急指挥等提供支撑，同时兼顾灾难事故预警、安全生产监控、环境监测保护等方面的需求。系统集成接入能力按不低于 50 万个视频监控点建设，同时视频系统将具备共享性、先进性、成熟性和可扩展性，达到国内领先、国际一流水平。显然，该项目的功能定位已经远远超出了安防系统的范畴，本质上这是一个城市物联网和数字城市项目。我们认为，通过实施该项目将使公司具备物联网、数字城市开发建设经验，综合竞争力将明显增强。

4、项目实施有利提高公司业绩预期和估值水平，上调目标价

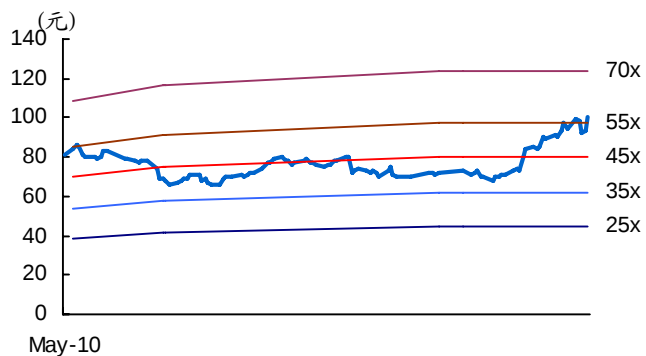
该项目的总金额超市场预期(之前市场预期是 40 亿)，目前公司估计是 50 亿元。

因为项目是以 BT 方式进行，在项目完成前主要通过在建工程的名目体现在资产负债表上。所以，该项目的实施可以大幅提高公司 12、13 年的业绩预期。

我们对该项目的盈利测算大致如下：50 亿元的总投资中有 10-15 亿是视频监控设备，净利润率是 30%以上，预计可以贡献 4 亿元净利润；另外 35 亿是软件系统、其它设备，这些业务的毛利率为 30%以上（鹏博士的安防工程毛利率 30%以上），净利润率 10-15%，预计也可以贡献 4 亿元左右净利润；在考虑通过 BT 方式实施，还会有利息收入，我们估计利息收入为 2 亿元左右。所以，整个项目能给公司大概带来 10 亿元净利润。

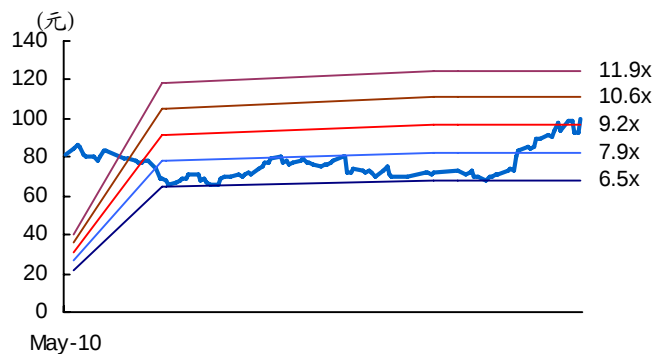
公告中说，项目实施期是协议签署日起开始算的 2-3 年内。保守起见，我们将这个项目的收益计入 13 年的利润表，并给予其 13 年 15 倍 PE，而其它业务给予 11 年 30 倍 PE，所以公司的合理估值是 115.2 元。我们维持公司 10、11、12 年的业绩预测不变，目前公司股价正好在我们前期目标价上，上调六个月短期目标价至 115 元，维持“强烈推荐-A”评级。

图 1: 海康威视历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 海康威视历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《安防行业深度报告-前端数字化时代的商业模式升级》 2010/08/01
- 2、《海康威视三季报点评-业绩符合预期, 估值支撑因素在积聚》 2010/10/26
- 3、《安防行业商业模式升级已经来临》 2010/11/01

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1262	1874	5682	6683	8509
现金	844	1149	4633	5185	6381
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	54	49	72	101	141
应收款项	133	251	374	523	732
其它应收款	12	18	31	44	61
存货	219	393	541	785	1129
其他	0	14	31	45	65
非流动资产	107	323	854	1167	1141
长期股权投资	16	11	11	11	11
固定资产	51	198	757	1116	1092
无形资产	22	25	22	20	18
其他	18	90	64	20	20
资产总计	1370	2197	6536	7850	9650
流动负债	392	659	911	1231	1684
短期借款	0	27	0	0	0
应付账款	220	409	618	897	1290
预收账款	30	57	93	135	194
其他	142	166	200	200	200
长期负债	8	41	0	0	0
长期借款	0	29	0	0	0
其他	8	12	0	0	0
负债合计	400	700	911	1231	1684
股本	450	450	500	500	500
资本公积金	36	37	3387	3387	3387
留存收益	484	1009	1737	2730	4078
少数股东权益	0	2	2	2	2
母公司所有者权益	970	1496	5624	6617	7964
负债及权益合计	1370	2197	6536	7850	9649

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	647	654	971	1292	1759
净利润	549	706	1040	1418	1925
折旧摊销	0	0	52	99	126
财务费用	(6)	(9)	(77)	(98)	(116)
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	0	(69)	(45)	(130)	(180)
其它	104	27	2	4	4
投资活动现金流	(48)	(228)	(610)	(411)	(100)
资本支出	0	(212)	(610)	(411)	(100)
其他投资					
筹资活动现金流	(175)	(150)	3123	(329)	(463)
借款变动	0	29	(29)	0	0
普通股增加	0	0	50	0	0
资本公积增加	0	0	3350	0	0
股利分配	0	0	0	(312)	(426)
其他	(175)	(180)	(248)	(17)	(38)
现金净增加额	424	276	3484	552	1196

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1742	2102	3138	4396	6148
营业成本	857	1007	1545	2242	3225
营业税金及附加	3	3	5	7	9
营业费用	191	227	361	484	646
管理费用	146	201	308	396	523
财务费用	(6)	(9)	(77)	(98)	(116)
资产减值损失	14	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	535	658	996	1365	1860
营业外收入	73	111	147	194	256
营业外支出	3	3	0	0	0
利润总额	605	766	1143	1559	2116
所得税	56	60	103	140	190
净利润	549	706	1040	1418	1925
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	549	706	1040	1418	1925
EPS (元)	1.10	1.41	2.08	2.84	3.85

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	47%	21%	49%	40%	40%
营业利润	56%	23%	51%	37%	36%
净利润	51%	29%	47%	36%	36%
获利能力					
毛利率	50.8%	52.1%	50.8%	49.0%	47.5%
净利率	31.5%	33.6%	33.1%	32.3%	31.3%
ROE	56.6%	47.2%	18.5%	21.4%	24.2%
ROIC	49.6%	38.5%	14.9%	17.4%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	29.2%	31.8%	13.9%	15.7%	17.4%
净负债比率	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.8	6.2	5.4	5.1
速动比率	2.7	2.2	5.6	4.8	4.4
营运能力					
资产周转率	1.3	1.0	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.9	3.3	3.3	3.4	3.4
应收帐款周转率	15.3	11.0	10.1	9.8	9.8
应付帐款周转率	4.6	3.2	3.0	3.0	2.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.10	1.41	2.08	2.84	3.85
每股经营现金	1.08	1.09	1.94	2.58	3.52
每股净资产	1.61	2.49	11.25	13.23	15.93
每股股利	0.00	0.47	0.62	0.85	1.16
估值比率					
PE					
PB					
EV/EBITDA					

资料来源：公司报表、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。