

签订重庆平安城市大单 创新业务模式助力公司成长

推荐 维持评级**分析师: 王家伟**✉: wangjiawei@chinastock.com.cn

☎: 010-66568272

执业证书编号: S0130209081719

王 莉✉: wangli_zb@chinastock.com.cn

☎: 010-83574039

执业证书编号: S0130210070010

1. 事件

海康威视的实际控制人中国电子科技集团公司于 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》。

2. 我们的分析与判断

海康威视是本次项目实施的总包商。重庆市要求通过新建、扩建视频监控点,升级改造现有视频监控系统,形成一个覆盖全市的社会公共视频信息管理系统,为重庆的社会公共安全管理、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。我们认为,这是平安城市 3111 工程中的一部分,该项目实施将有助于展示公司实施大型安防项目的能力与实力,进而有效拓展西南乃至全国“平安城市”项目市场,在项目招标过程中,公司的中电集团背景凸显优势,海康威视将在今后的平安城市建设及政府安防监控设备采购中占据更高的市场份额。

根据重庆市政府要求的系统整合接入能力按不低于 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,我们预计项目将主要采用基于 IP 的高清数字摄像机,总数有几十万个,如果按照 25 万个摄像机,每台 3000 元粗算,仅前端摄像设备就超过 7.5 亿元。公司测算的项目总投资为 50 亿元,预计项目投资将有 18%-20% 左右用于海康威视的前后端视频设备。由于项目采取 BT 模式,建设期为 2-3 年,建成后重庆市政府 2 年内完成回购,预计项目全部建成需要 3 年时间,公司最早将于 2013、2014 年正式产生收益,预计 EPS 总共增厚 1 元以上。

由于项目建设周期长,且按照重庆市政府的规定,项目公司将负责项目建设阶段的全额融资且自有资金不低于项目总价的 35%,融资金额存入重庆本地省级以上银行指定的开户行账户,公司至少要垫付 15 亿元以上的自有资金,每年将减少 2865-3750 万元左右的利息收入,短期来看对业绩不形成实质性利好。但是我们认为该项目的标杆意义较大,一方面通过对 BT 创新业务模式的尝试将使公司进一步占领政府采购市场,另一方面,重庆项目建设将对全国其他城市起到标杆作用,进而带动全国的平安城市建设。

平安城市建设将迎来爆发式增长

2005 年 10 月,公安部对全国城市报警与监控系统建设试点工程(即 3111 试点工程)进行了部署,确定了 22 个城市为部级试点城市,全国各省、市、自治区确定了 400 多个 3111 工程试点县、市、区,要求 2010 年前在全国大中城市完成城市报警与监控系统建设的目标,目前平安城市建设仍在逐步推进。根据公安部科技局的估算,一个中型城市的平安城市建设投入在几百亿元,其中视频监控系统所占比例约为 28%。目前我国共 2300 多个市县,预计随着平安城市建设力度加大,市场将迎爆发式增长。

主要风险: 该协议是中电集团与重庆市政府签署的框架协议,后期项目实施还需要与重庆市、区县两级项目业主分别签署合同,合同签署的时间、金额、工期等仍具不确定性;另外,由于项目采取 BT 模式,公司需要投入大量的资金,建设期和回款期都较长,虽然公司面对的是信誉高的政府客户,但是仍然存在一定的财务风险和违约风险。

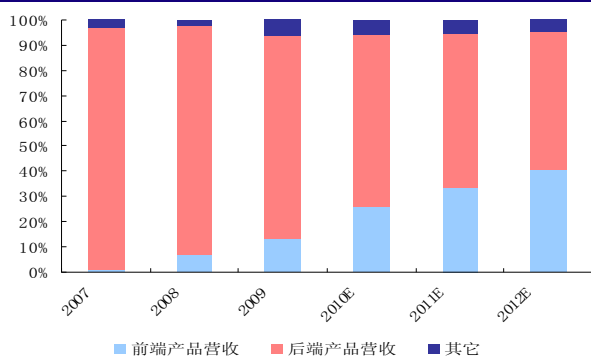
3、投资建议

我们认为随着平安城市建设力度加大后端视频监控设备将保持稳定增长，前端设备将保持快速增长，预计随着后端拉动前端效应显现，前端产品将为公司贡献更多利润。公司近3年营业收入及净利润年均复合增长率分别为33.20%、39.13%，我们认为高增速将持续。

预计公司2010年营收增长将达到49.9%，盈利将增长43.1%。2009年全面摊薄EPS是1.41元，预计2010-2012年EPS分别是2.02、2.65、3.7元，对应的PE分别是50、38、27，短期内估值偏高，但是相比TMT行业其它公司具有一定的相对估值优势和更可靠的成长性，建议长期关注。

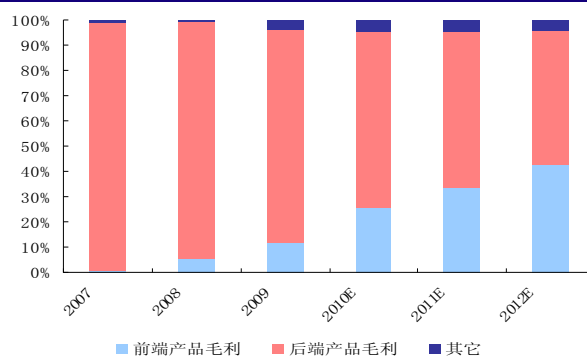
我们看好公司的增长前景，并继续维持推荐投资评级。

图3：前端产品营收占比不断提高



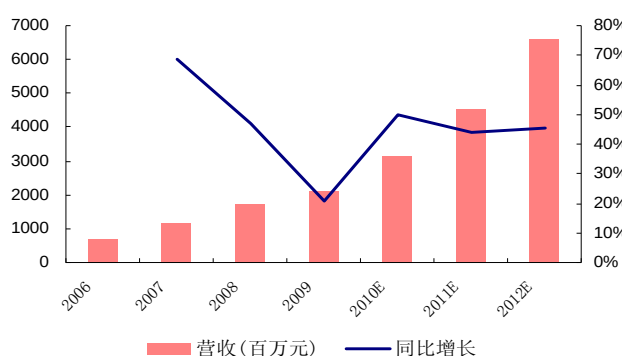
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图4：前端产品利润占比不断提高



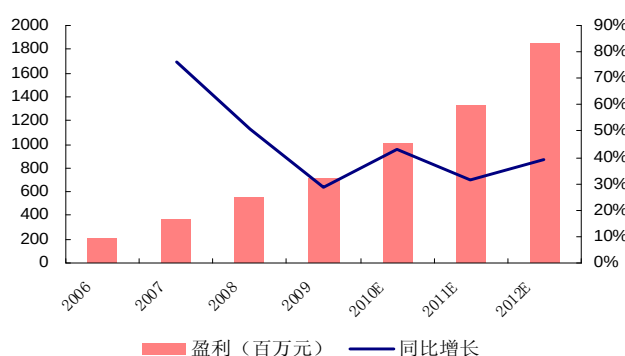
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图5：海康威视历史收入增长及未来三年预测



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

图6：海康威视历史盈利增长及未来三年预测



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 1: 海康威视经营预测 (百万元)

(百万元)	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
前端产品							
销售收入	10.1	117.0	276.8	325.6	820.0	1500.0	2700.0
YoY		1053.55%	136.54%	-	196.28%	82.93%	80.00%
毛利率	33.8%	40.5%	45.2%	48.5%	50.0%	50.0%	50.0%
成本	6.7	69.6	151.5	167.7	410.0	750.0	1350.0
YoY		935.58%	117.8%	-	170.6%	82.9%	80.0%
毛利	3.4	47.4	125.2	157.9	410.0	750.0	1350.0
YoY		1284.84%	164.0%		227.4%	82.9%	80.0%
占总收入比重	0.9%	6.7%	13.2%	23.2%	26.0%	33.1%	40.9%
占主营业务利润比重	0.6%	5.4%	11.4%	22.6%	25.9%	33.7%	42.5%
后端产品							
销售收入	1135.3	1587.4	1687.6	970.9	2150.0	2800.0	3600.0
YoY		39.8%	6.3%	-	27.4%	30.2%	28.6%
毛利率	49.7%	52.4%	54.9%	51.4%	51.0%	49.0%	47.0%
成本	571.2	755.4	760.9	471.9	1053.5	1428.0	1908.0
YoY		32.2%	0.7%	-	38.5%	35.5%	33.6%
毛利	564.1	832.0	926.7	499.0	1096.5	1372.0	1692.0
YoY		47.5%	11.4%	-	18.3%	25.1%	23.3%
占总收入比重	95.8%	91.1%	80.3%	69.2%	68.3%	61.7%	54.5%
占主营业务利润比重	98.1%	93.9%	84.7%	71.3%	69.3%	61.6%	53.3%
其它							
销售收入	39.1	38.1	137.2	105.8	180.0	235.0	300.0
YoY		-2.6%	260.4%	-	31.2%	30.6%	27.7%
毛利率	19.1%	17.1%	31.0%	41.0%	42.0%	45.0%	45.0%
成本	31.6	31.5	94.7	62.4	104.4	129.3	165.0
YoY		-0.2%	200.3%	-	10.3%	23.8%	27.7%
毛利	7.5	6.5	42.5	43.4	75.6	105.8	135.0
YoY		-12.8%	551.2%	-	77.9%	39.9%	27.7%
占总收入比重	3.3%	2.2%	6.5%	7.5%	5.7%	5.2%	4.5%
占主营业务利润比重	1.3%	0.7%	3.9%	6.2%	4.8%	4.7%	4.2%
合计							
总收入	1184.5	1742.5	2101.5	1402.3	3150.0	4535.0	6600.0
YoY		47.10%	20.61%	-	49.89%	43.97%	45.53%
总成本	609.5	856.5	1007.1	702.1	1567.9	2307.3	3423.0
毛利	575.0	886.0	1094.4	700.2	1582.1	2227.8	3177.0
平均毛利率	48.5%	50.8%	52.1%	49.9%	50.2%	49.1%	48.1%

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部

表 2: 公司三大表预测 (百万元)

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	844.4	1148.6	5077.2	5971.9	7511.3	营业收入	1742.5	2101.5	3150.0	4535.0	6600.0
应收票据	53.7	49.1	73.6	105.9	154.2	营业成本	856.5	1007.1	1567.9	2307.3	3423.0
应收账款	132.6	250.7	375.7	540.9	787.2	营业税金及附加	3.2	3.3	5.0	7.2	10.4
预付款项	0.2	14.2	36.0	68.1	115.8	销售费用	190.9	226.8	346.5	498.9	726.0
其他应收款	11.9	18.1	27.2	39.1	56.9	管理费用	145.5	200.8	252.0	385.5	561.0
存货	219.4	393.0	611.8	900.3	1335.6	财务费用	-5.5	-9.1	-57.0	-103.8	-127.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	14.3	13.2	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	16.2	10.7	10.7	10.7	10.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	51.4	197.6	357.2	559.7	680.6	投资收益	-2.4	-1.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	4.7	70.3	185.1	242.6	171.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	535.2	658.4	1035.6	1440.0	2006.6
无形资产	22.4	24.9	22.4	19.9	17.4	营业外收支净额	69.6	107.8	60.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	604.8	766.2	1095.6	1440.0	2006.6
资产总计	1369.5	2197.1	6776.8	8459.0	10840.9	减: 所得税	56.1	60.2	86.1	113.1	157.6
短期借款	0.0	27.4	0.0	0.0	0.0	净利润	548.7	706.0	1009.5	1326.9	1849.0
应付票据	14.9	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	548.8	705.6	1009.7	1327.2	1849.4
应付账款	220.3	409.0	628.1	924.3	1371.2	少数股东损益	-0.1	0.4	-0.2	-0.3	-0.4
预收款项	29.5	56.9	97.9	157.0	242.9	基本每股收益	1.22	1.57	2.02	2.65	3.70
应付职工薪酬	120.2	175.6	175.6	175.6	175.6	全摊薄每股收益	1.10	1.41	2.02	2.65	3.70
应交税费	4.5	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4	财务指标					
其他应付款	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	47.1%	20.6%	49.9%	44.0%	45.5%
长期借款	0.0	29.0	29.0	29.0	29.0	EBIT 增长率	52.2%	21.4%	47.5%	36.5%	40.7%
预计负债	6.3	10.5	10.5	10.5	10.5	净利润增长率	50.6%	28.6%	43.1%	31.4%	39.3%
负债合计	400.0	699.8	932.5	1287.7	1820.6	盈利性					
股东权益合计	969.6	1497.3	5844.4	7171.3	9020.3	销售毛利率	50.8%	52.1%	50.2%	49.1%	48.1%
现金流量表						销售净利率	31.5%	33.6%	32.1%	29.3%	28.0%
净利润	549	706	1010	1327	1849	ROE	56.6%	47.1%	17.3%	18.5%	20.5%
折旧与摊销	9	9	28	43	53	ROIC	51.13%	39.35%	15.35%	17.10%	19.14%
经营活动现金流	647	654	862	1091	1512	估值倍数					
投资活动现金流	-48	-228	-300	-300	-100	PE	82.1	63.9	49.6	37.7	27.1
融资活动现金流	-175	-150	3367	104	127	P/S	25.9	21.5	15.9	11.0	7.6
现金净变动	424	276	3929	895	1539	P/B	46.5	30.1	8.6	7.0	5.6
期初现金余额	449	844	1149	5077	5972	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	873	1121	5077	5972	7511	EV/EBITDA	79.7	65.4	44.7	32.0	22.0

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部

表 3: 绝对估值-DCF 预测 (百万元)

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	66350	97863	133627	187958	250323	333528	437359	574119	660237	759272	873163
所得税	5212	7688	10498	14766	19665	26202	34358	45102	51867	59647	68594
NOPLAT	49575	61138	90175	123129	173192	230658	307327	403001	529017	608370	699625
营运资金净变动	5733	-6720	-13915	-17484	-26241	-19222	-23795	-22185	-17335	-19195	-22074
资本支出	-21187	-30000	-30000	-10000	-5000	-5000	-5000	-5000	-5000	-5000	-5000
自由现金流	34181	49063	79904	142238	212386	284964	382639	513851	591666	680354	782292

WACC	10.04%	Ke	14.34%
永续增长率	3.00%	Kd	0.00%
终值	327290	t	7.86%
企业价值	7024885	Rf	3.00%
非核心资产价值	623642	E(Rm)	12.00%
债务价值	3020	Rm - Rf	9.00%
股权价值	7021865	D/A	0.06%
股本	50000	E/A	99.94%
每股价值 (元)	140.44	Beta	1.26

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.09%	204.92	218.34	234.39	253.94	278.28
	6.59%	186.67	197.57	210.43	225.81	244.54
	7.09%	171.13	180.10	190.55	202.87	217.61
	7.59%	157.75	165.22	173.82	183.83	195.64
	8.09%	146.13	152.41	159.57	167.81	177.41
	8.59%	135.96	141.28	147.30	154.16	162.07
	9.09%	127.00	131.54	136.64	142.40	148.99

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部

表 4: 海康威视估值水平相比同行业依然较低

代码	简称	最新日期	最新股价	盈利预测 (元)			预期市盈率			总股本 (百万)	总市值 (亿元)	销售净利率 (2009)
				10E	11E	12E	10E	11E	12E			
002236	大华股份	2010-11-22	90.85	1.61	2.28	3.15	57	40	29	140	127	14%
002214	大立科技	2010-11-22	37.4	0.67	0.99	1.27	56	38	29	100	37	21%
002414	高德红外	2010-11-22	36.58	0.62	0.80	1.01	59	46	36	300	110	39%
600100	同方股份	2010-11-22	29.5	0.54	0.77	1.07	55	38	28	994	293	3%
002230	科大讯飞	2010-11-22	81.99	0.66	0.97	1.43	125	85	57	161	132	26%
600804	鹏博士	2010-11-22	10.82	0.27	0.37	0.50	40	29	21	1339	145	14%
000988	华工科技	2010-11-22	19.2	0.55	0.70	0.89	35	28	22	408	78	11%
002312	三泰电子	2010-11-22	31.5	0.53	0.70	0.89	60	45	36	118	37	16%
002052	同洲电子	2010-11-22	11.2	0.05	0.33	0.56	219	34	20	341	38	2%
002415	海康威视	2010-11-22	100.18	2.02	2.65	3.70	50	38	27	500	501	34%
均 值				0.84	1.17	1.81	84	47	38	489	166	20%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业分析师覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、东软集团（600718.SH）、东华软件（002065.SZ）、同方股份（600100.SH）、航天信息（600271.SH）、远光软件（002063.SZ）、川大智胜（002063.SZ）、广联达（002410.SZ）、高德红外（002414.SZ）、海康威视（002415.SZ）、大唐电信（600198.SH）、太极股份（002368.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100141

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908