

海康威视 002415

2010.11.29

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

平安城市建设下的受益者

——海康威视投资分析

投资要点:

- **国内综合实力最强安防视频系统供应商** 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。与竞争对手大华股份相比,大华在后端产品技术实力较强,而公司在综合实力上优势明显。公司的股东技术实力较强,同时中国电子科技集团作为大型央企,在大型项目的招投标中具有明显的竞争优势。
- **国内市场仍是中短期主要增长动力** 据公安部科技局的估计,一个中型城市的平安城市建设投入将达几百亿,其中视频监控系统所占比例为 28%。目前我国共有 2,300 多个设市城市和县城,随着“平安城市建设”逐步向县、镇深入,其蕴藏了巨大的市场潜力。安防视频监控面临国内需求旺盛,作为行业的领先者,公司面临良好的市场机遇。
- **“重庆模式”的复制将推动业绩超预期** 重庆项目标志着公司从设备生产商和系统集成商向系统开发商的升级。同时为公司物联网领域、唱数字化城市的开拓奠定基础。重庆项目的实施成功,将成为一个标杆项目,为公司在其它城市项目的复制打下良好的基础。从而为公司的业绩带来更多的超预期。
- **估值与投资建议** 由于重庆项目回收期预计在 2013 年后,我们初步预计公司 2010-2012 年 每股业绩分别为 2.01、2.56、3.55 元。综合比较行业和中小板以及相关上市公司估值情况,我们认为对应 11 年 40 倍 PE 左右区间较为合理。合理目标价为 102.4 元。考虑到公司未来的业绩存在超预期的可能,我们给予“推荐”评级。

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1742.47	2101.51	3173.28	4283.93	6126.03
增长率(%)	-	20.61%	51.00%	35.00%	43.00%
归属母公司股东净利润	548.85	705.58	1003.06	1280.13	1774.74
增长率(%)	-	28.56%	42.16%	27.62%	38.64%
每股收益(EPS)	1.10	1.41	2.01	2.56	3.55

电子元器件

评级: 推荐(首次)

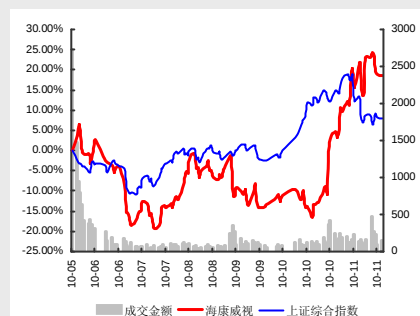
目标价格 ¥102.4

当前价格: 96.55 元

2010.11.29

基础数据

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	50
每股收益(元)	1.39
每股净资产(元)	10.48
毛利率(%)	49.87
ROE(%)	20.16
资产负债率(%)	9.20



朱志勇

行业研究员

电话

021-32229888*3510

邮箱

zhuzhiyong@ajzq.com

证书编号

S0820209120022

相关报告

目 录

一、国内综合实力最强安防视频系统供应商	4
1、市场占有率国内第一	4
2、中国电子科技集团是实际控制人	4
二、国内市场仍是中短期主要增长动力	5
1、平安城市建设提供巨大市场空间	5
2、海外市场惯性增长	6
三、“重庆模式”的复制将推动业绩超预期	6
1、重庆项目标志公司业务模式升级	6
2、重庆项目的成功成为标杆	7
四、产能急剧扩张	7
五、公司经营情况良好	8
六、盈利预测与估值	9
七、风险提示	10

图表目录

图 1 我国安防市场市场规模.....	5
图 2 2007-2010 中 国内外市场销售情况 单位：百万元.....	6
图 3 最近 3 年的自产产能及产量情况.....	7
图 4 最近 3 年的自产和外斜产量情况.....	7
图 5 募投项目建设前后产量情况.....	8
图 6 2010 单季度公司财务情况.....	8
图 7 2010 公司单季度收入和利润增速情况.....	8
表 1 盈利预测表(单位:百万元).....	9
表 2 板块、行业、公司估值比较(截止 2010. 11. 29).....	10

一、国内综合实力最强安防视频系统供应商

1、市场占有率国内第一

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，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，2009 年位列全球安防行业 50 强，排名第 12 位。公司在视频监控系統核心设备—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。

目前安防行业企业众多，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。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%，尚无一家公司能够占有市场份额 10%以上。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。其中公司 2006 年和 2007 年 DVR 和板卡合计的国内销售路数分别为 195 万路和 302 万路，国内市场占有率分别为 37.50%和 40.30%。

与竞争对手大华股份相比，大华在后端产品技术实力较强，而公司在综合实力上优势明显。

2、中国电子科技集团是实际控制人

五十二所是公司控股股东，系中电集团下属事业单位法人。五十二所又名杭州计算机外部设备研究所，创立于 1962 年，成立时为第四机械工业部第二研究所 2002 年更名为中国电子科技集团公司第五十二研究所。中国电子科技集团公司第五十二研究所是我国电子信息产业领域从事以计算机信息存储技术为核心的技术研究、产品开发、生产、销售、服务的军民结合的国家一类研究所。

公司的股东技术实力较强，同时中国电子科技集团作为大型央企，在大型项目的招投标中具有明显的竞争优势。

二、国内市场仍是中短期主要增长动力

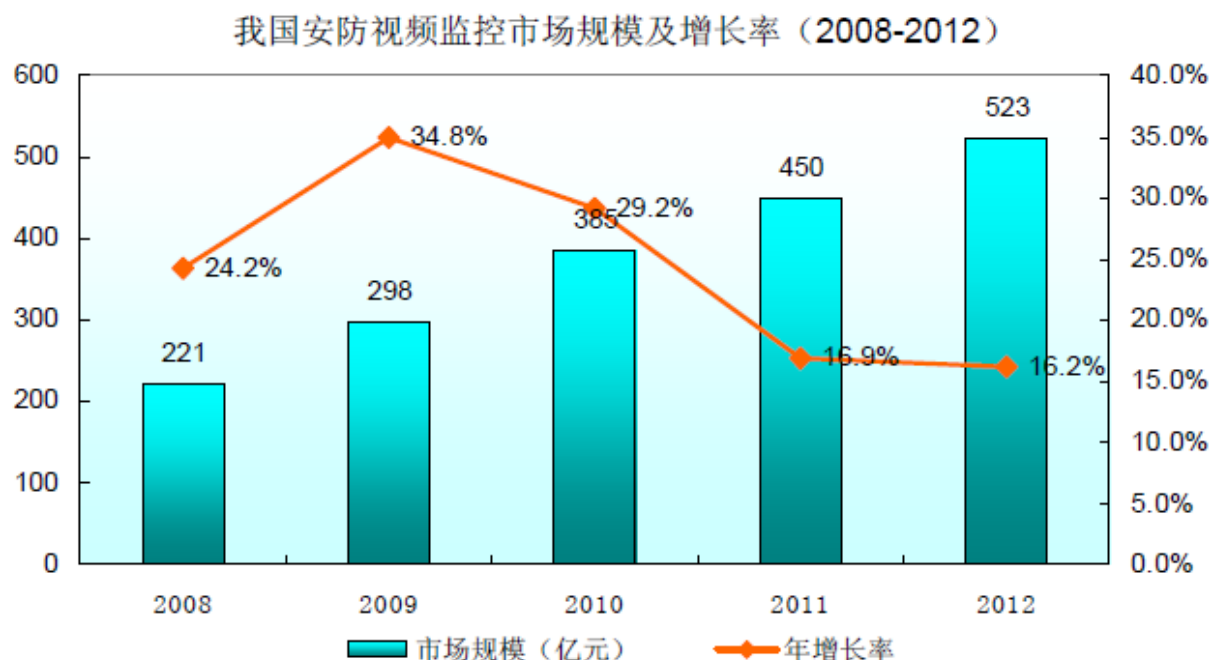
1、平安城市建设提供巨大市场空间

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，预计至 2010 年第二批试点城市结束，“3111 工程”直接投资 100 亿元。2010 年后“3111 工程”进入整体推进阶段，推广至每个地级市，整体直接投资近 1000 亿元。陕西省在 2009 年明确未来 5 年投资 5 亿元建设 5 道报警监控防线，重庆市至 2012 年实现所有小区监控，79 万个城市部件“编码监控”，西宁市 2009 年至未来 3 年，将建设视频监控集成平台，实现 4000 个监控点建设。据公安部科技局的估计，一个中型城市的平安城市建设投入将达几百亿，其中视频监控系统所占比例为 28%。目前我国共有 2,300 多个设市城市和县城，随着“平安城市建设”逐步向县、镇深入，其蕴藏了巨大的市场潜力。

同时各种其他国内各种有利因素如：金融、教育、煤矿等各类用户安防意识增强带动视频监控消费；治安监控管理现代化推动公安等部门的安防视频监控需求；各级管理部门和企业日益通过视频监控技术的手段来实现各；交通管理、环保管理和企业管理等应用；政府工程将拉动安防视频监控系统的应用；；经济增长、城市化和人均购买力增强，对于安防视频监控的需求和消费力增强；大型活动防视频监控行业的市场机遇也将更多出现。

安防视频监控面临国内需求旺盛，作为行业的领先者，公司面临良好的市场机遇。

图 1 我国安防市场市场规模



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

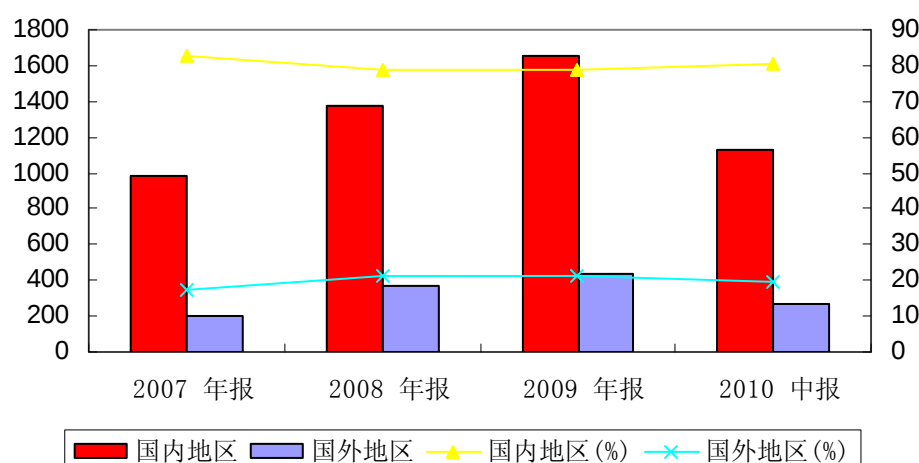
2、海外市场惯性增长

海外市场是作为公司未来战略的主要发展方向，公司计划在 2-3 年内完成在全球范围销售网络的布局与落地，实现市场推广和销售支持的本土化和无时差化。

在目前香港、美国的海外全资子公司、欧洲荷兰子公司及印度控股子公司的基础上，通过在市场规则尚不成熟的新兴经济体中与当地企业合资合作设立控股子公司，以及在市场规则成熟的发达国家市场设立全资海外子公司的形式来实现。公司目前计划在阿联酋、俄罗斯、英国等地区成立全资海外公司。加强海外营销服务体系的建设，在欧洲中心地区及美国东海岸投资设立物流与技术服务中心，提高针对整个的 EMEA 地区（欧洲、中东、非洲地区）与大美洲市场的货物配送与定制服务的响应速度，构建本土生产、当地定制化组装的业务经营模式。

虽然与国际竞争对手相比，公司产品的性价比有优势，但目前仍处于开拓阶段，公司在积极寻找突破。由于金融危机的影响仍然存在，公司目前海外市场的增长效果不明显，更多的是市场的惯性增长。在短期内，对海外市场的开拓不乐观。

图 2 2007-2010 中 国内外市场销售情况 单位：百万元



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

三、“重庆模式”的复制将推动业绩超预期

1、重庆项目标志公司业务模式升级

公司的实际控制人中国电子科技集团公司（以下简称中电集团）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》。项目建设原则上采取 BT 模式。项目建设期为 2-3 年，项目建设完成后业主 2 年左右时间内完成回购。（BT 是英文 Build 和 Transfer 缩写形式，意即“建设-移交”，是政府利用非政府资金来进行基础非经营性设施建设项目的一种融资模式。）预计项目

建设投资总额约为人民币 50 亿元左右，初步测算项目将为公司带来 10 亿左右的净利润。

根据重庆市政府规划，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。

重庆项目标志着公司从设备生产商和系统集成商向系统开发商的升级。同时为公司在物联网领域、喝数字化城市的开拓奠定基础。

2、重庆项目的成功成为标杆

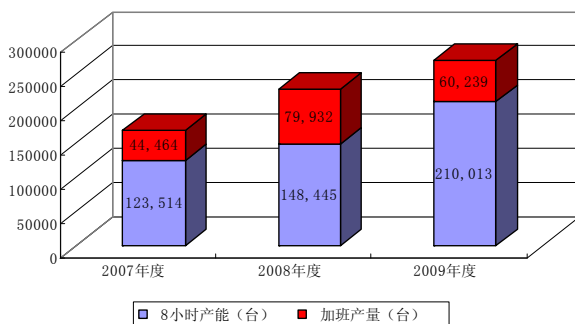
公司拟使用超募资金 17.5 亿元出资承建重庆市社会公共视频信息管理系统，其中 2 亿元用于设立与项目建设管理相适应的具有独立法人的项目公司-----重庆海康威视系统技术有限公司（暂定名），其余 15.5 亿元补充项目建设资金，建设资金不足部分通过银行贷款解决。超募资金用作 BT 项目建设的垫资。

虽然项目建设周期长，且需垫资建设，公司的财务费用影响较大，对公司短期业绩不构成利好。但是通过项目的承建，公司产品进一步强化了政府采购的市场占有。如果重庆项目的实施成功，将成为一个标杆项目，为公司在其它城市项目的复制打下良好的基础。从而为公司的业绩带来更多的超预期。

四、产能急剧扩张

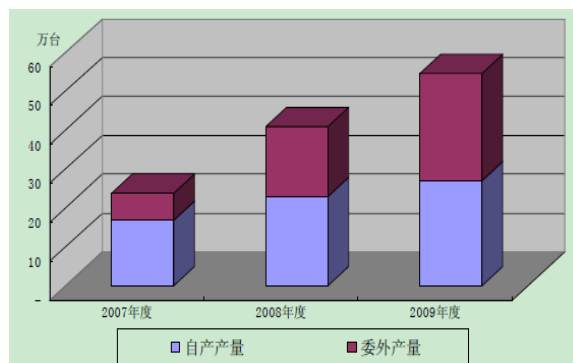
目前产能紧张 公司产品生产的核心是软硬件的自行开发及设计，外购集成电路芯片及元器件装配成硬件组件并装载软件，与其他组件装配成设备类产品，并进而与其他软硬件产品集成成系统类产品。公司产品的生产过程中，PCBA 工序是通过外协加工方式完成，DVR 整机的生产主要由公司自主完成，部分通过外协加工来实现的。公司通过部分基线产品整机外协加工的方式补充自身产能的不足，2007、2008 年和 2009 年度 DVR 产品整机的外协加工产量占总产量的比例分别为 29.38%、44.25%和 50.33%。

图 3 最近 3 年的自产产能及产量情况



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

图 4 最近 3 年的自产和外协产量情况



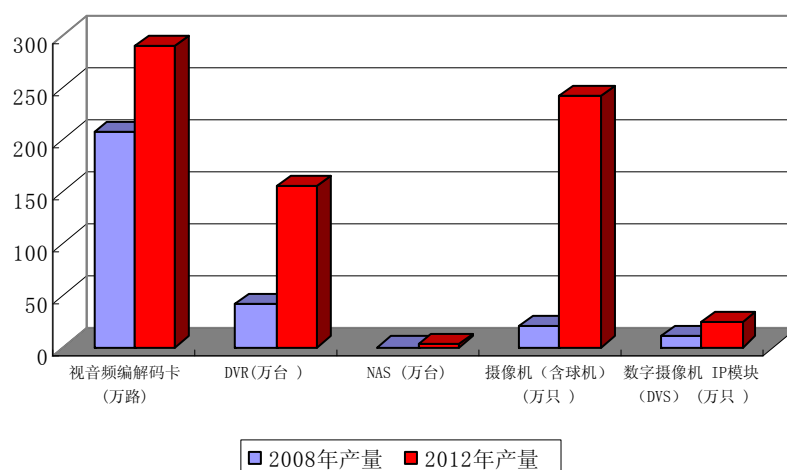
数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

募投项目完成产能大幅扩张

公司今年募集资金 12.66 亿元，主要投向 5 个项目，除少量用于研发和渠道建设外，大部分均用于产线扩产。公司已从 2009 年起以自有资金进行了前期投入，若 2012 年顺利达产，届时 DVR 产能将增长为现在的 3.8 倍，监控摄像机产能将增长为现在的 12.4 倍。考虑到产品价格的下降，预计达产后两种产品实际收入将分别增长为如今的 2.5 倍和 8.1 倍。

公司产能扩张为公司市场的打好坚实基础，公司业务的发展束缚较小。

图 5 募投项目建设前后产量情况

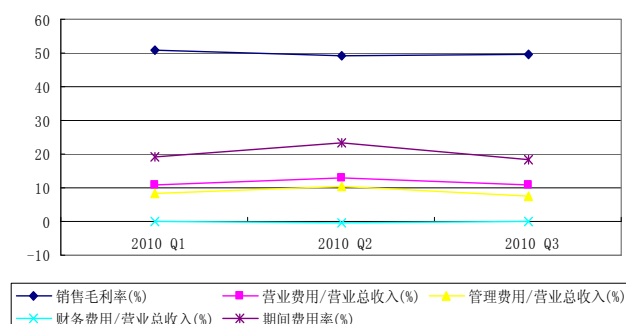


数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

五、公司经营情况良好

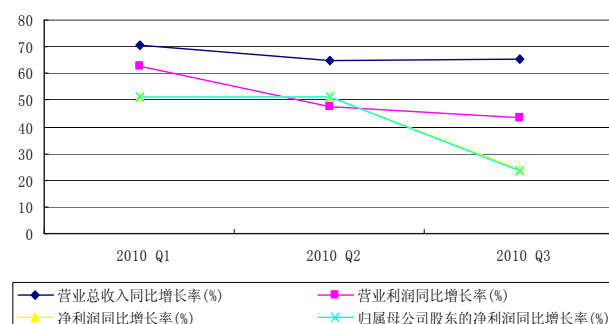
公司今年上市，从今年单季度的经营情况来看公司毛利率基本保持稳定，在上市后财务费用明显改善，同时公司其他费用也稳中有降。从增速来看收入依然保持高速增长，但由于销售费用的大增和营业外收入比去年有所减少，净利增速下降明显。整体上看公司经营情况良好。

图 6 2010 单季度公司财务情况



数据来源：公司财务报告 爱建证券研究发展总部

图 7 2010 公司单季度收入和利润增速情况



数据来源：公司财务报告 爱建证券研究发展总部

六、盈利预测与估值

我们盈利预测的假设前提如下：

- (1) 预计在 10-12 年收入年均复合增长率 40%左右。
- (2) 募投项目顺利完成
- (3) 整体毛利率保持稳定
- (4) 税率保持稳定。

综合前面分析，由于重庆项目回收期预计在 2013 年后，我们初步预计公司 2010-2012 年 每股业绩分别为 2.01, 2.56、3.55 元。综合比较行业和中小板以及相关上市公司估值情况，我们认为对应 11 年 40 倍 PE 左右区间较为合理。合理目标价为 102.4 元。考虑到公司未来的业绩存在超预期的可能，我们给予“推荐”评级。

表 1 盈利预测表(单位:百万元)

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1742.47	2101.51	3173.28	4283.93	6126.03
减: 营业成本	856.52	1007.09	1586.64	2184.81	3154.90
营业税金及附加	3.16	3.32	5.01	6.76	9.67
营业费用	190.88	226.80	349.06	428.39	612.60
管理费用	145.50	200.80	269.73	355.57	514.59
财务费用	-5.50	-9.11	-70.01	-87.77	-103.75
资产减值损失	14.30	13.20	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-2.41	-1.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	535.21	658.37	1032.85	1396.18	1938.01
加: 其他非经营损益	69.59	107.84	60.00	0.00	0.00
利润总额	604.79	766.21	1092.85	1396.18	1938.01
减: 所得税	56.07	60.19	89.22	115.28	162.18
净利润	548.72	706.02	1003.63	1280.90	1775.83
减: 少数股东损益	-0.12	0.44	0.57	0.78	1.09
归属母公司股东净利润	548.85	705.58	1003.06	1280.13	1774.74
摊薄后 EPS (元)	1.10	1.41	2.01	2.56	3.55

数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

表 2 板块、行业、公司估值比较(截止 2010.11.29)

行业板块	PE (TTM)	PE 2010E	PE 2011E	PEG 2010 (算术平均)	市净率
电子元器件(整体法调整)	61.57	56.46	38.85	1.43	5.44
创业板(整体法调整)	49.2	42.86	31.67	-1.43	6.07
大华股份	61.32	54.16	38.14	0.59	11.64
大立科技	77.16	58.81	40.09	1.25	9.91
鹏博士	81.75	38.56	28.45	0.52	4.21
高德红外	85.23	58.10	44.07	1.20	5.00
海康威视	54.48	48.03	37.71	1.13	9.21

数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

七、风险提示

主要风险：项目违约风险 合同签署的时间、金额、工期等仍具不确定性；同时公司需要投入大量的资金，虽然是政府客户，但是仍然存在一定的财务风险和违约风险。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。