

英飞拓 (002528)

专注的电子安防产品供应商

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
	S0880200010167	S0880110040003

本报告导读:

公司专注于视频监控系统等电子安防产品领域, 08 年在矩阵、快球、光端机市场份额分别达 13%、5%、9%, 位居第一、第一、第二。

投资要点:

- 公司专注于视频监控系统等电子安防产品的设计、生产和销售。上半年视频监控系统占收入的 79%, 光端机占到 21%。在视频监控系统中快球、摄像机与矩阵分别占到上半年收入的 31%、16%、23%。
- 公司 08 年在矩阵、快球、光端机市场占据了 12.6%、5.3%、8.5% 的市场份额, 分别位居第一、第一、第二。
- 公司毛利率 07-09 年、10 年上半年分别为 50%、53%、59% 和 58%, 呈小幅上升趋势。毛利率高达 60% 以上的矩阵业务具有拉动作用。
- 公司上半年国内与海外销售分别占 81% 与 19%。其中华东的收入占比逐年提高, 上半年达到 49%。公司在海外已完成包括美国陆军基地、迈阿密港、洛杉矶城市地铁、迪拜国际机场等一系列典型项目。
- 公司主要通过自有营销网络销售, 直接销售给工程商、系统集成商等客户的比例上半年高达 97%, 在海外也达到 73%。
- 公司产品的最终用户所在行业里, 城市治安与公安系统、商业及智能楼宇, 轨道交通系统、高速公路上半年分别占 26%、24%、12% 与 9%。
- 安防行业将保持蓬勃发展。全球与国内视频监控市场需求在未来 4 年复合增速将分别达到 13% 与 23%。
- 公司本次共募集资金 5.10 亿元, 拟投入 4 个项目, 每年将新增电子安防产品产能共计 35.5 万台(套), 主要产品的产能增幅约为 186%。
- 我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 5.02 亿、7.77 亿、11.38 亿; 归属于母公司所有者的净利润分别为 1.17 亿元、2.11 亿、3.05 亿元; 对应 EPS 分别为 0.80 元、1.44 元、2.08 元。
- 目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 47 倍, 我们建议的合理的询价区间为 23.96-28.75 元, 对应 2010 年的 PE 为 30-36 倍, 我们推测市场可能将目标价上抬至 47.40-56.02 元。上市目标价 40.22-47.40 元, 对应 2011 年 PE 为 28-33 倍。

建议询价区间

23.96-28.75

上市首日定价区间

40.22-47.40

2010.12.10

发行上市资料

总股本(万股)	11,000
发行量(万股)	3,700
发行日期	2010.12.14
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	2010.12

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.75
净资产收益率(%)	15.3%
资产负债率(%)	18.4%

主要股东和持股比例

JHL INFINITE LLC	48
刘肇怀	47
深圳市英柏亿贸易有限公司	3
深圳市鸿兴宝科技有限公司	2

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	377	502	777	1,138
(+/-)%	13%	20%	33.1%	54.9%	46.5%
经营利润(EBIT)	66	88	118	200	313
(+/-)%	-12%	32%	34.1%	69.6%	56.4%
净利润	58	80	117	211	305
(+/-)%	-13%	39%	46.4%	79.9%	44.6%
每股净收益(元)	0.52	0.73	0.80	1.44	2.08
每股股利(元)					

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

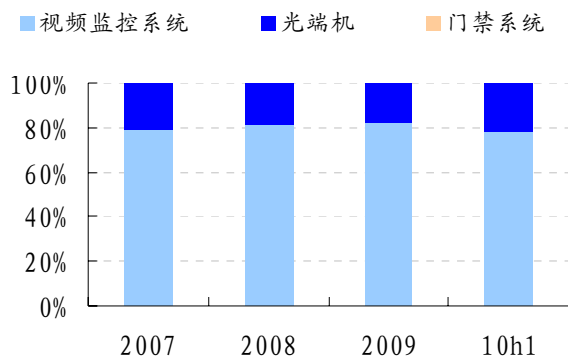
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 国内电子安防产品重要供应商

1.1. 专注于电子安防产品 矩阵与快球份额国内第一

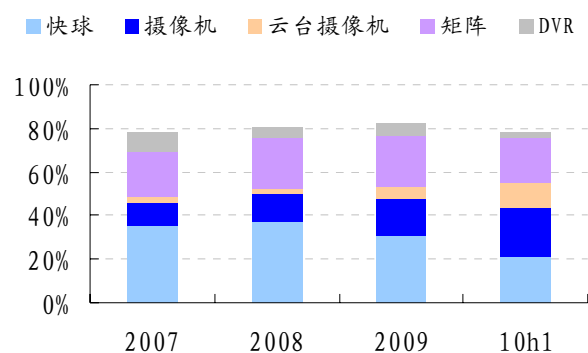
公司专注于视频监控系统等电子安防产品的研发、设计、生产和销售。上半年视频监控系统占收入的 79%，光端机占到 21%。在视频监控系统中快球、摄像机与矩阵是主要利润来源，分别占到上半年收入的 31%、16%、23%。

图 1：07-10 年公司主营收入按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

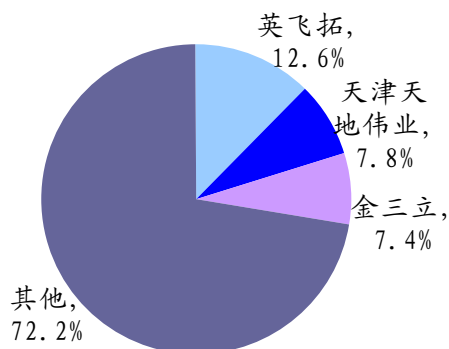
图 2：07-09 年公司视频监控收入细分构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

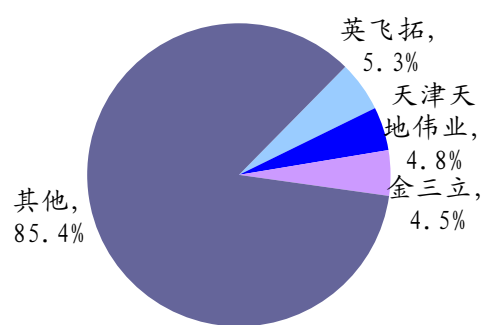
根据《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》的调查统计，公司 08 年在矩阵市场占据了 12.6% 的市场份额，位居第一；在快球市场占据了 5.3% 的市场份额，位居第一；在光端机市场占据 8.5% 的市场份额，仅次于北京蛙视通，位居第二。

图 3：公司 08 年在矩阵市场份额 13% 位居第一



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

图 4：08 年公司在快球市场份额 5% 位居第一

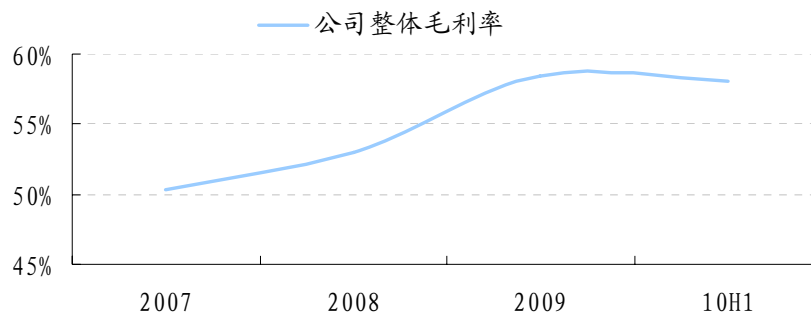


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.2. 毛利率较高且逐年小幅上升

公司毛利率 07-09 年、10 年上半年分别为 50.27%、52.96%、58.66% 和 58.02%，总体呈稳定小幅上升趋势。其中占公司收入超过 20% 的矩阵业务毛利率高达 60% 以上，具有一定拉动作用。

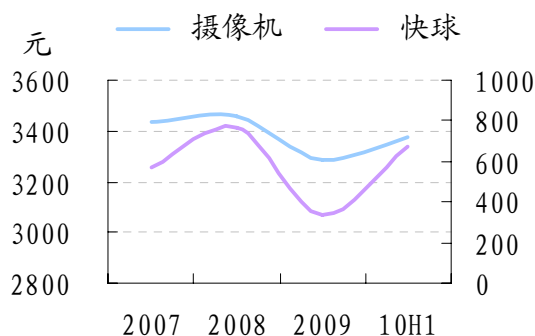
图 5: 公司毛利率较高且呈逐年小幅上升趋势



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

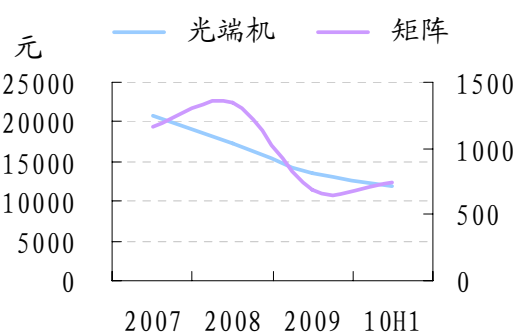
从均价走势看, 快球及摄像机总体保持稳定, 产品型号的结构性差异会造成平均单价存在一定差别; 而成本的降低使光端机和矩阵价格逐年下降, 07 年以来年均复合降幅分别为 17% 与 20%。

图 6: 07-10 年公司摄像机与快球均价走势



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 7: 07-10 年公司光端机与矩阵均价走势



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

公司视频监控系统的外购核心部件包括机芯、CCD 套片和微处理器套件, 光端机的外购核心部件为光模块。采购厂商包括日立、索尼、夏普、ATEMAL 等。

表 1: 公司主要产品的核心部件具体情况

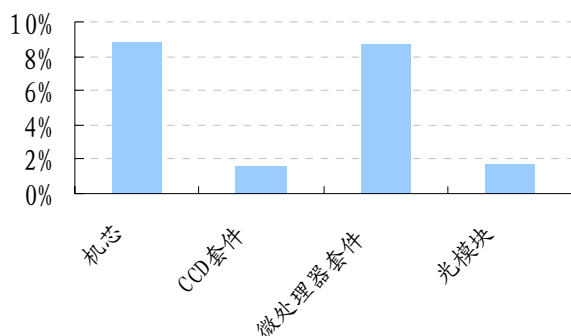
项目	产品	核心部件	功能	主要厂家
视频监控 系统	快球及云台摄像机	机芯	用于视频采集, 并在软件控制下, 对镜头进行缩放、聚焦、光圈操作	日立、索尼、LG、CNB、三星、三洋
	摄像机	CCD 套片 (包括 CCD 及 DSP)	CCD 是用于采集图像的光电耦合器件, 而 DSP 则用于图像处理	索尼、夏普
	矩阵控制器	微处理器套件	嵌入式 linux 操作系统的微处理器	ATEMAL 等
	光端机	光模块	作光端机的光电转换过程中起到光接收和光发射的作用	奥雷、飞泰克斯、光盛通、思达光电、博通光电等

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

09 年各核心部件占公司营收比重合计达 21%, 其中机芯和微处理器套件分别占 9%。从其价格走势看, 均呈下行趋势, 机芯与微处理器

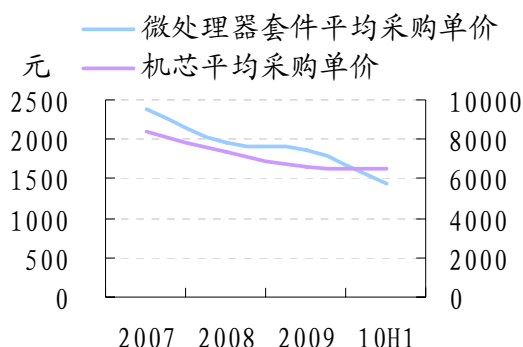
套件的平均采购单价 07 年以来年均分别下降 10%与 18%。

图 8: 09 年核心部件占公司营收比重合计为 21%



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 9: 核心部件价格呈逐年下降趋势



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

1.3. 直销为主 下游行业主要为治安楼宇交通

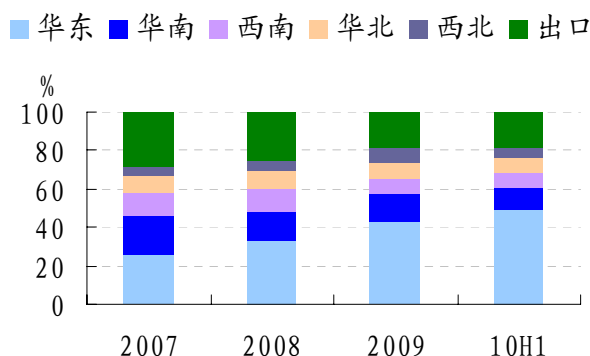
公司销售与国内为主, 上半年国内与海外分别占 81%与 19%。其中华东的收入占比逐年提高, 上半年达到 49%。

公司在国内市场主要通过自有营销网络进行, 直接销售给工程商、系统集成商等客户的比例上半年高达 97%, 在海外也达到 73%。

公司已建立了上海、深圳、北京、重庆、西安五个一级销售大区, 辐射华东、华南、华北、西南、西北市场, 共计建立 25 个二级办事机构, 负责当地市场的开发和售后服务。

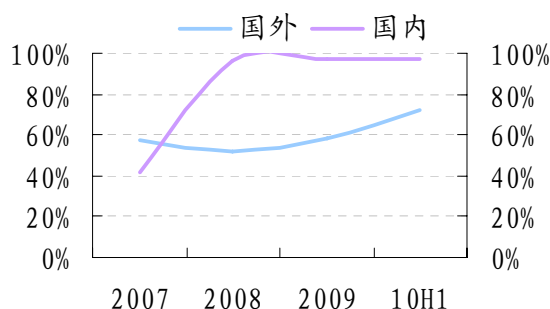
公司在国外市场的销售通过子公司美国英飞拓和香港英飞拓进行, 已覆盖了北美、中美、南美、欧洲、中东、印度、东南亚, 已完成包括美国陆军基地、美国迈阿密港、洛杉矶城市地铁、迪拜国际机场等一系列典型项目。

图 10: 07-10 年公司收入按地区构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 11: 公司在国内国外的直销比例分别达 97%、73%

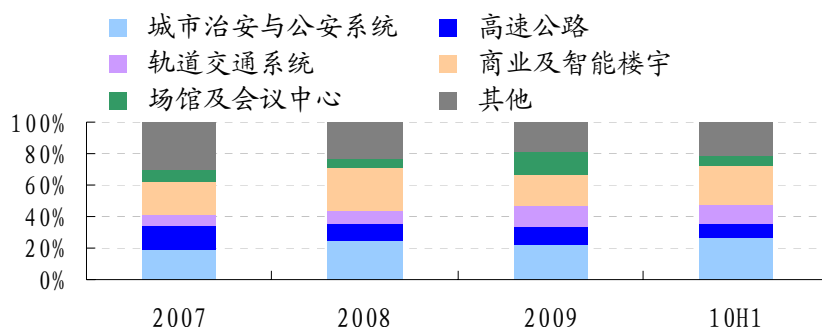


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

按公司产品的最终用户所在行业来划分, 占比最高的为城市治安与公安系统、商业及智能楼宇, 上半年分别占到 26%与 24%; 轨道交通

系统与高速公路则分别占到 12%与 9%。

图 12: 07-10 年公司产品最终用户的主要行业和构成划分

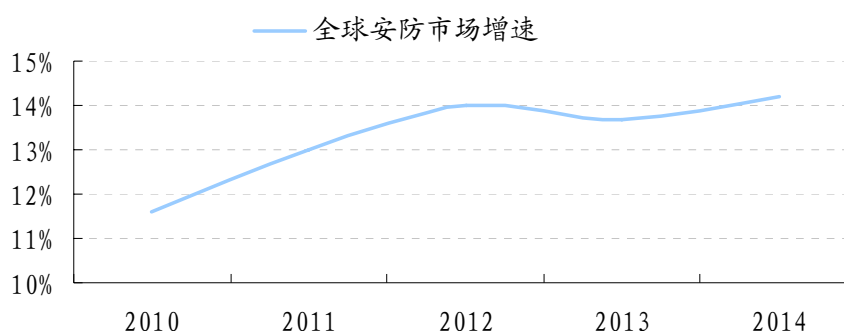


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

2. 安防行业保持蓬勃发展

全球安防行业保持蓬勃发展。根据美国 Frost&Sullivan《综合安全》调查研究, 全球视频监控市场需求将在 2008 年至 2014 年间保持 13% 的年均复合增长率, 至 2014 年预计需求将达到 166 亿美元。

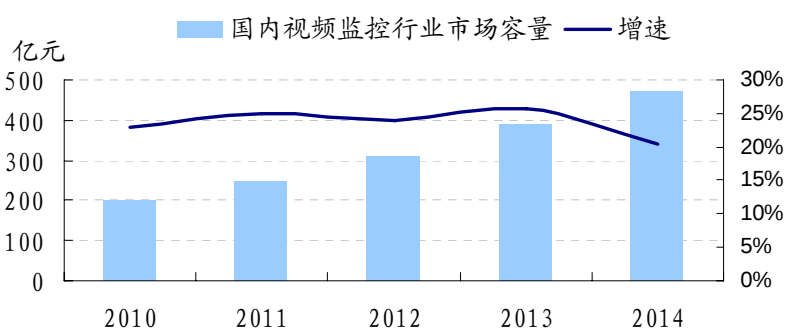
图 13: 未来 4 年全球视频监控市场需求保持 13% 的复合增速



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

我国是全球安防领域增长速度最快的市场之一, 根据《中国公共安全》的调研数据, 2010-2014 年我国视频监控行业市场容量年均复合增长率为 23%, 至 2014 年将达到 470 亿元左右。

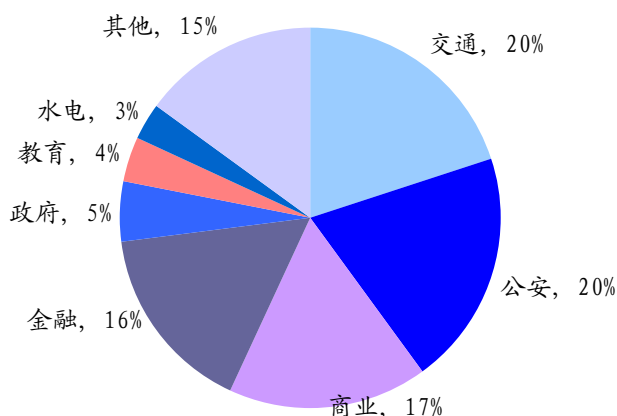
图 14: 未来 4 年我国视频监控市场容量保持 23% 的复合增速



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

安防行业的下游行业主要是交通、公安、金融、商业、电力、邮政、电信等终端用户所处行业。根据《中国公共安全》市场调查显示，08 年交通、公安、商业、金融分别占据了 20%、20%、17%、16% 的下游市场份额。

图 15：08 年国内安防下游行业结构



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

3. 募投项目将扩张产能 186%

公司本次共募集资金 5.10 亿元，拟投入 4 个项目，其中视频监控产品与光端机系列产品技改扩建项目进行产能扩张，每年将新增电子安防产品产能共计 35.5 万台（套），主要产品的产能增幅约为 186%；营销网络建设与研发中心技改扩建项目将分别加强公司的渠道建设与研发领域竞争力。

表 2：募投项目基本情况一览表（单位：万元）

序号	投资项目	资金投入	建设期
1	视频监控产品技改扩建项目	24890	18 个月
2	光端机系列产品技改扩建项目	9810	18 个月
3	营销网络建设项目	8990	24 个月
4	研发中心技改扩建项目	7260	18 个月
合计	25584	50950	

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 市场竞争的风险

国内安防行业的集中度偏低，同行业竞争对手与潜在进入者较多，市场竞争激烈，且已有海康、大华等实力强劲的企业。同时，国外品牌安防企业凭借其资金、品牌等优势，逐步进入中国市场。随着竞争对手技术水平的提升和国外电子安防巨头对中国市场的重视，公

司面临行业竞争加剧造成盈利能力下降的风险。

4.2. 募投项目产能大幅扩张的风险

公司募投项目中有两个为产能扩张型项目，达产后主要产品的产能增幅约为 186%。如果公司的销售能力不能与生产规模的扩张相匹配，则不能有效消化募投项目新增的产能，折旧、摊销费大量增加导致利润下滑，项目存在一定风险。

4.3. 行业景气度波动的风险

公司所处的安防行业与社会治安状况及居民、企业和政府的安防意识相关，也与宏观经济形势、基础设施建设投资相关，如本次金融危机出现反复，或是安防需求增速减缓，则会对公司的未来整体经营尤其是海外业务发展带来一定的负面影响。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 5.02 亿、7.77 亿、11.38 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.17 亿元、2.11 亿、3.05 亿元；对应 EPS 分别为 0.80 元、1.44 元、2.08 元。

表 3: 英飞拓分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测 (百万元)						
快球	99	116	117	163	222	372
摄像机	30	40	62	78	154	240
云台摄像机	5	8	24	59	106	138
矩阵	59	73	88	104	138	165
DVR	25	17	20	19	40	78
光端机	59	58	64	76	111	135
门禁	0	1	1	1	1	2
其他	1	1	3	4	6	9
毛利率预测 (%)						
快球	52%	57%	50%	54%	54%	54%
摄像机	31%	37%	50%	44%	44%	44%
云台摄像机	56%	43%	54%	54%	55%	55%
矩阵	61%	59%	79%	78%	78%	78%
DVR	55%	43%	54%	53%	60%	62%
光端机	44%	53%	57%	60%	60%	60%
门禁	50%	73%	66%	35%	35%	35%
其他	73%	65%	27%	25%	33%	43%

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 英飞拓盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	278	315	377	502	777	1138
营业收入	278	315	377	502	777	1138
二、营业总成本	208	251	292	383	553	805
营业成本	138	148	157	211	332	495
营业税金及附加	0	0	1	1	1	2
销售费用	10	40	62	82	120	164
管理费用	54	60	70	90	124	165
财务费用	3	3	1	-1	-24	-20
资产减值损失	3	0	3	0	0	0
四、营业利润	71	64	85	119	224	333
加: 营业外收支	0	2	3	9	22	22
五、利润总额	71	66	88	128	246	355
减: 所得税	5	8	8	10	34	50
六、净利润	29	58	80	117.4	211	305
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	66	58	80	117	211	305
股本	110	110	110	147	147	147
全面摊薄每股收益	0.45	0.39	0.55	0.80	1.44	2.08

数据来源: 国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选从事安防行业设备与其他专用设备行业的 11 家上市公司进行比较。目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 47 倍, 我们建议的合理的询价区间为 23.96-28.75 元, 对应 2010 年的 PE 为 30-36 倍, 我们推测市场可能将目标价上抬至 47.40-56.02 元。上市目标价 40.22-47.40 元, 对应 2011 年 PE 为 28-33 倍。

表 5: 国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002415.SZ	海康威视	64	45	34
002236.SZ	大华股份	102	54	38
002214.SZ	大立科技	88	60	41
002152.SZ	广电运通	44	35	27
002177.SZ	御银股份	55	45	29
002376.SZ	新北洋	85	57	38
600271.SH	航天信息	35	26	22
002197.SZ	证通电子	57	29	20
000948.SZ	南天信息	46	34	29
002296.SZ	辉煌科技	128	72	45
002232.SZ	启明信息	84	60	37
行业平均		72	47	33

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

厦门大学经济学博士，国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明:

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009 年 7 月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		