

技术领先的中高端安防产品供应商

英飞拓 (002528)

行业：信息设备

2010.12.27

评级：谨慎推荐

当前价格:54.95 元/股

52 周股价走势图

卢振宁

执业证书编号：S0320207010027

联系电话：020-87322668-335

联系电邮：luzhenning@gzs.com.cn

相关报告

广证研究

投资要点

- 公司拥有全系列视频监控系统、光纤传输系统和出入口控制系统的领先技术和丰富的产品线，是国内为数不多的高端安防产品供应商之一。公司核心产品矩阵切换器、快球和光端机 2008 年国内市场占有率分别居行业第一位、第一位和第二位。
- 未来以下方面因素是公司快速增长的动力：募投项目奠定快速扩张基础，到 2014 年公司募投项目达产后，主要产品快球、矩阵、光端机、摄像机产量和 2009 年相比，分别是 2.58、2.91、2.64、4.93 倍。新市场开拓力度加大，包括二、三线城市和海外市场都将形成新的增长点。三项费用比率有较大下降空间，超募资金巨大，带来超预期发展的可能。
- 预计公司 2010-2012 年销售收入增长速度分别为 40.0%、45.0%、45.0%，毛利率稳中略降，销售费用和管理费用平稳增长，财务费用由于超募巨大而变负。
- 预计 2010-2012 年每股收益为 0.83、1.59、2.45 元，年增长率在 50%以上，同行上市公司的 2011 年动态市盈率在 35-40 倍间，考虑到英飞拓正处于较快成长阶段，可给予公司 40 倍以上 2011 年动态市盈率，对应目标价格在 63 元以上，给予“谨慎推荐”评级。

► 公司概况

高端安防产品供应商

公司拥有全系列视频监控系统、光纤传输系统和出入口控制系统的领先技术和丰富的产品线，能为客户提供集硬件设备和软件平台于一体、含前中后端整体化解决方案的产品，是国内为数不多的高端安防产品供应商之一。

公司产品广泛应用于公安、交通、水利、金融、电力等行业领域以及社区等民用领域。其中，公司核心产品矩阵切换器、快球和光端机 2008 年国内市场占有率分别居行业第一位、第一位和第二位。

表 1 公司产品

大类	小类	产品细分	2009 年收入比例
视频监控系统	前端视频采集设备	快球	30.93%
		摄像机	16.37%
		云台摄像机	6.25%
	后端控制和视频处理设备	矩阵及辅助设备	23.23%
		DVR	5.24%
		视频管理软件	
传输类产品		光端机	17.02%
出入口控制产品		门禁系统	0.29%

资料来源：广州证券研究所根据招股说明书整理

技术领先，研发实力强大

公司掌握了网络矩阵控制技术、监控管理平台技术、音视频编解码技术、第三方开发包的整合技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术、嵌入式开发技术、FPGA 开发技术、智能视频分析技术、光纤视频传输技术等核心技术，其中，网络矩阵控制技术、监控管理平台技术处于国际领先地位。公司拥有优秀的设计开发能力、对监控产品强大的系统整合能力，在大中型项目中具有较高的应用水平。公司是国家级高新技术企业，拥有 5 项软件著作权、22 项专利。

公司非常注重持续的研发投入，近三年年均研发投入资金约为营业收入的 7%，拥有研发人员 260 多人。

公司是全球第一家生产出以太网联网矩阵控制系统的安防企业，并且是全球首创工业级网络快球，是为数不多开发出数字模拟兼容网络视频管理软件的企业。

公司将利用最新技术围绕核心业务开发以下新产品：在产品硬件方面，主要包括模拟和数字系列高清快球、数字系列高清摄像机、模拟高清矩阵系统、高清视频编解码器和 3G 系列安防监控产品；在产品软件方面，公司将重点对智能视频分析系统、网络视频录像（NVR）、视频管理平台等进行开发。

毛利率高于同行，三费率有下降空间

由于公司定位在中高端市场，产品以视频监控系统的核心产品为主，而且具有品牌优势，因此毛利率水平要高于同行上市公司，主要产品毛利率基本保持在 55% 以上。

但由于公司营收规模较小，因此三项费用率也明显高于同行上市公司，未来随着公司销售规模的增长，三项费用率有一定的下降空间。

敬请参阅最后一页重要声明

表 2 2010 中期财务指标比较

公司	销售毛利率 %	营业费用率%	管理费用率%	财务费用率%	营业总收入(亿)
海康威视	49.94	11.93	9.52	-0.21	14.02
大华股份	42.18	14.80	13.41	-0.39	5.7
英飞拓	57.81	17.33	17.68	0.05	2

资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

► 行业竞争分析：行业高增，公司在核心产品占有率领先

全球视频监控市场竞争激烈，欧美国家安防行业发展较早，部分安防巨头企业规模已远远超过国内企业水平。根据 A&S2009 年全球安防 50 强榜单，全球前三名安防企业 ADT SECURITY、BOSCH SECURITY 和 FLIR SYSTEM2009 年销售额共计约 60 亿美元，远超过国内安防企业的规模。

中国安防市场持续高速发展，成为全球第二大安防市场。根据中国安防协会统计，截至到 2008 年年底，中国安全防范行业企业数量近 1.5 万家，企业年产值近 1,500 亿元人民币。

国内视频监控行业市场集中度不高，据《安全自动化》全球安防 50 强榜单统计数据，截至 2008 年底，国内最大的视频监控厂商销售额为 18 亿元，是国内唯一一家销售额超过 10 亿元的视频监控企业，有 10 家企业销售额超过 1 亿元。

根据国外调研机构 IMS Research 预测，中国安防行业在未来几年将保持持续快速增长，其中视频监控行业在整个安防产业中发展最快，市场销售额将以 23.8% 的年增长率快速上升，到 2010 年将超过 30 亿美元。

公司在视频监控行业位居前列，其中，核心产品矩阵切换器、快球和光端机 2008 年国内市场占有率分别居第一位、第一位和第二位。2008 年，矩阵切换器国内市场规模约 7 亿，年增长率约 20%；快球国内市场规模约 20 多亿，年增长率约 30%；光端机国内市场规模约 8 亿，年增长率约 20%；DVR 国内市场规模约 40 亿，年增长率 10% 以上，公司之前在 DVR 市场主要靠采购其他公司主要部件，目前自主开发产品已经小量生产和试验。

► 未来主要增长点

募投项目奠定快速扩张基础

目前公司各产品线的产能利用率也达到或接近饱和状态。公司将利用募投资金对视频监控产品与光端机系列产品进行技改扩建。到 2014 年公司募投项目达产后，主要产品快球、矩阵、光端机、摄像机产量和 2009 年相比，分别是 2.58、2.91、2.64、4.93 倍。在行业快速增长的背景下，公司高成长可期。

表 3 募投项目产能

项目	投产前	全部达产后		
	年销量	市场占有率	预计年产量	市场占有率
快球（台）	18,932	4.21%	48,932	4.89%
矩阵（台）	1,572	5.24%	4,572	7.62%

敬请参阅最后一页重要声明

光端机（台）	33,612	6.11%	88,612	8.36%
摄像机（台）	50,942	0.91%	250,942	1.52%

资料来源：广州证券研究所根据招股说明书整理

图4 新增产能计划

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
快球	0	6,000	18,000	24,000	30,000
摄像机	0	40,000	120,000	160,000	200,000
云台摄像机	0	2,400	7,200	9,600	12,000
矩阵	0	600	1,800	2,400	3,000
DVR	0	1,000	3,000	4,000	5,000
达产率（%）	0	20	60	80	100

资料来源：广州证券研究所根据招股说明书整理

新市场开拓力度加大

在深圳、上海、北京、南京、广州、成都等6个城市建设营销服务网点，建立以深圳总部为营销管理中心、辐射全国的营销服务网络体系。

为适应产品消费市场从中心城市向二、三线城市扩展的趋势，公司拟在两年内形成“以深圳营销总部为核心，通过五大重点城市区域性中心，向全国五个销售服务大区延伸的”覆盖全国的营销服务网络体系。

增加外销渠道。在各大洲和地区积极发展经销商和集成商，并适当增设分/子公司网点。

公司还计划进一步扩大目标市场。目前公司主要客户集中在公安、交通、商业设施等领域，未来公司将加强对金融、电力、水利等方面客户的营销力度，促进产品在该行业的销售提升。

新领域和新区域的发展将有助于消化新增产能，带来新的增长点。

巨额超募资金带来想象空间

公司计划募集资金5.10亿元，但实际募集资金接近20亿，超募资金超过14亿。短期内将大大降低财务费用。在行业快速发展的背景下，公司有望利用超募资金加快发展速度，也具备了通过收购等外延式手段扩张的条件。

➤ 主要风险：原材料采购风险

电子安防产品的原材料主要包括集成电路、PCB板、各种结构件以及五金件和线材等零配件，其中，集成电路中的CCD、DSP芯片为摄像机的主要元器件。由于我国集成电路产业的基础相对薄弱，该产品目前主要被索尼、夏普、飞利浦、松下、富士、日立等电子巨头所垄断，上述厂商利用掌握的核心技术保持着较高的利润水平。这些电子巨头在技术和产品方面存在较大的替代性，相互之间的竞争也较为激烈，单个厂商对下游电子安防产品制造业的影响并不明显。但如果上游集成电路制造业发生重大不利变化，会带来企业成本和利润波动的风险。

➤ 盈利预测及估值

敬请参阅最后一页重要声明

根据公司今年前3季度的经营情况及募投项目的进展,预计公司2010-2012年销售收入增长速度分别为40.0%、45.0%、45.0%,毛利率稳中略降,销售费用和管理费用平稳增长,财务费用由于超募巨大而变负。

预计2010-2012年每股收益为0.83、1.59、2.45元,年增长率在50%以上,同行上市公司的2011年动态市盈率在35-40倍间,考虑到英飞拓正处于较快成长阶段,可给予公司40倍以上2011年动态市盈率,对应目标价格在63元以上,给予“谨慎推荐”评级。

表5 英飞拓盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	278.12	315.16	376.78	527.49	764.86	1109.04
增长率(%)	#DIV/0!	13.32%	19.55%	40.00%	45.00%	45.00%
归属母公司股东净利润	66.00	57.72	80.17	121.44	233.17	360.29
增长率(%)	23.73%	18.31%	21.28%	51.48%	92.00%	54.52%
每股收益(EPS)	0.600	0.520	0.730	0.826	1.586	2.451
销售毛利率	50.32%	53.00%	58.44%	57.00%	56.00%	55.00%
销售净利率	23.73%	18.31%	21.28%	23.02%	30.49%	32.49%
报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	278.12	315.16	376.78	527.49	764.86	1109.04
减: 营业成本	138.18	148.14	156.58	226.82	336.54	499.07
营业税金及附加	0.16	0.29	0.57	1.05	1.53	2.22
营业费用	10.02	40.06	61.64	81.76	95.61	121.99
管理费用	53.85	60.20	70.08	87.04	103.26	116.45
财务费用	3.23	2.55	0.75	1.05	(26.77)	(24.40)
资产减值损失	3.10	(0.15)	2.50	1.58	2.29	3.33
加: 投资收益	1.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	70.78	64.07	84.65	128.18	252.40	390.38
加: 其他非经营损益	0.29	1.75	3.10	5.27	3.82	5.55
利润总额	71.07	65.82	87.75	133.45	256.23	395.93
减: 所得税	5.07	8.10	7.58	12.01	23.06	35.63
净利润	66.00	57.72	80.17	121.44	233.17	360.29
减: 少数股东损益	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净						
利润	66.00	57.72	80.17	121.44	233.17	360.29

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。