

分析师： 陈志坚 (8627)65799506 chenzj@cjsc.com

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 彭琦 (8621)68751090 pengqi@cjsc.com.cn

迪威视讯新股询价报告

事件描述

深圳迪威视讯股份有限公司将于近期在深圳证券交易所中小板首次公开上市，基本情况如下：

- 立讯精密拟采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行 1,112 万股人民币普通股（A 股），占发行后总股本（4448 万股）的 25%。
- 我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 分别为 0.902 元、1.376 元、2.159 元，考虑给予公司 2010 年 48- 53 倍动态市盈率，对应估值区间为 43.30 元- 47.81 元，建议询价区间为 38.97 元-45.42 元。

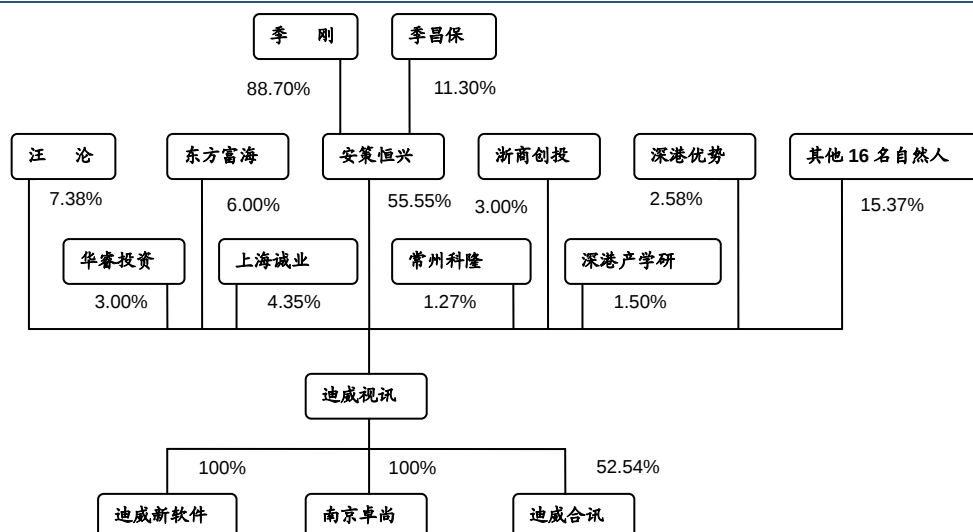
事件评论

公司概况

股权结构

迪威视讯股份有限公司的前身为 2001 年 9 月成立的迪威有限，于 2008 年 2 月整体变更为股份有限公司。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

公司的实际控制人是季刚。季刚先生持有本公司控股股东安策恒兴 88.70%的股权，并通过安策恒兴间接持有本公司 55.55%的股权，对公司有实际控制权。

公司拥有两家全资子公司迪威新软件和南京卓尚以及一家控股子公司迪威合讯。迪威新软件主要从事专网视频通讯领域的软件开发、生产和销售业务；南京卓尚主要从事图像综合运用领域的软件开发、生产和销售业务；迪威合讯主要从事录播系统音频技术细分领域的技术研发，产品开发和销售业务。

表 1：发行前后公司股本结构变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	比例	股份数（万股）	比例
安策恒兴	1,853.00	55.55%	1,853.00	41.66%
汪 沧	246.25	7.38%	246.25	5.54%
东方海洋	200.00	6.00%	200.00	4.50%
上海诚业	145.00	4.35%	145.00	3.26%
浙商创投	100.00	3.00%	100.00	2.25%
华睿投资	100.00	3.00%	100.00	2.25%
深港优势	86.00	2.58%	86.00	1.93%
深港产学研	50.00	1.50%	50.00	1.12%
常州科隆	42.50	1.27%	42.50	0.96%
其他 16 位自然人股东	513.25	15.38%	513.25	11.54%
本次发行社会公众股	-	-	1,112.00	25.00%
合 计	3,336.00	100%	4,448.00	100%

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

主营业务

公司是国内领先的专网视频通讯解决方案提供商，主要为政府、公安等专网用户提供定制化的视频通讯综合解决方案。公司的业务包括定制化的专网视频通讯解决方案业务和其他视讯相关业务，其中定制化的专网视频通讯解决方案业务是公司的主营业务，目前主要分为统一视频管理应用系统（SIAP）及视讯政务应用系统（VAS）这两大产品及服务。

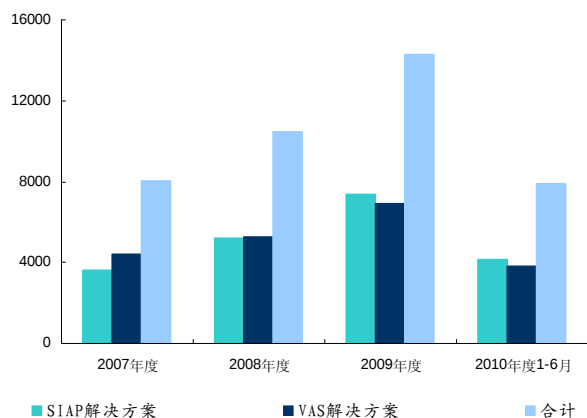
表 2：公司主要产品介绍

公司主要产品	产品主要特征	主要应用领域
统一视频管理应用系统（SIAP）	适用于要求对视频图像资源进行统一管理以及具有复杂应用需求的专网用户	以公安为主要应用领域
视讯政务应用系统（VAS）	适用于对视讯系统图像清晰度及系统稳定性、安全性要求较高的专网用户	以政府为主要应用领域

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

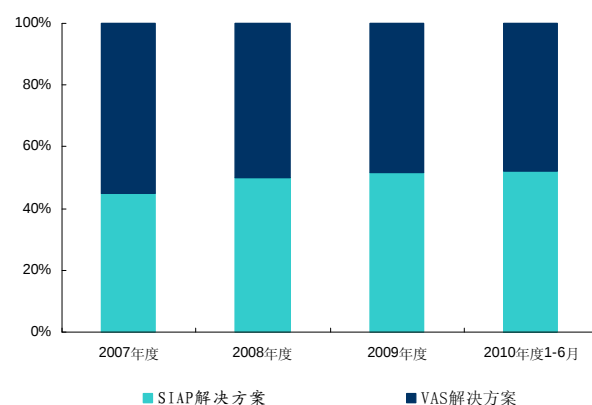
近三年来公司业的主营业务收入稳步提升，其中 SIAP 的收入占比不断提升。

图 2：2007-2010 年公司各产品营收情况（万元）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 3：2007-2010 年公司收入占比情况



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

行业分析

视频通讯行业作为信息技术产业的一个分支，包括专网视频通讯和公网视频通讯两大子行业。

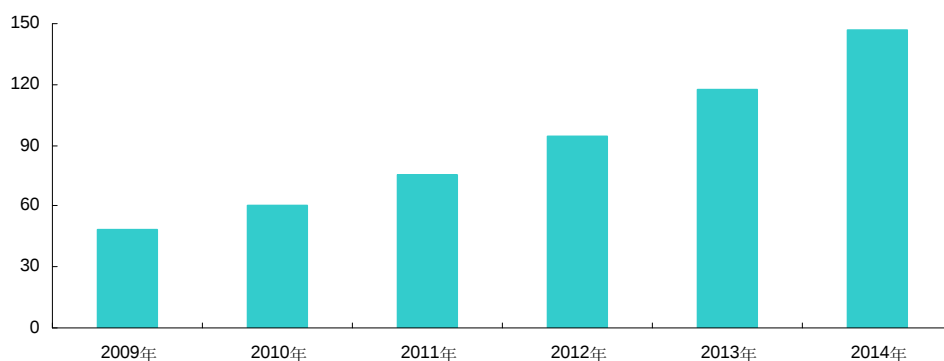
表 3：两大子行业情况介绍

行业类别	技术特点	主要应用领域
专网视频通讯技术	主要采用计算机通信、视音频编解码、网络传输与控制、视频通讯中间件、信息安全、自动化控制等多种技术，可以实现视音频交互、多模图像传输、应急指挥调度、海量视频信息存储检索、智能图像联网分析等多种功能	主要应用于政府、公安、国防、交通、能源等特定行业用户
公网视频通讯技术	主要采用通用型视讯软件和视频通讯设备，可以实现一般性的视频通讯需求	社会公众用户

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

近几年我国的专网视频通讯行业得到了快速发展，2009 年行业的市场规模达到了 48.24 亿元，根据计世资讯的统计和预测，未来五年，我国的专网视频通讯行业将保持年均 25% 的稳定增长，到 2014 年，市场规模将达到 146 亿元。

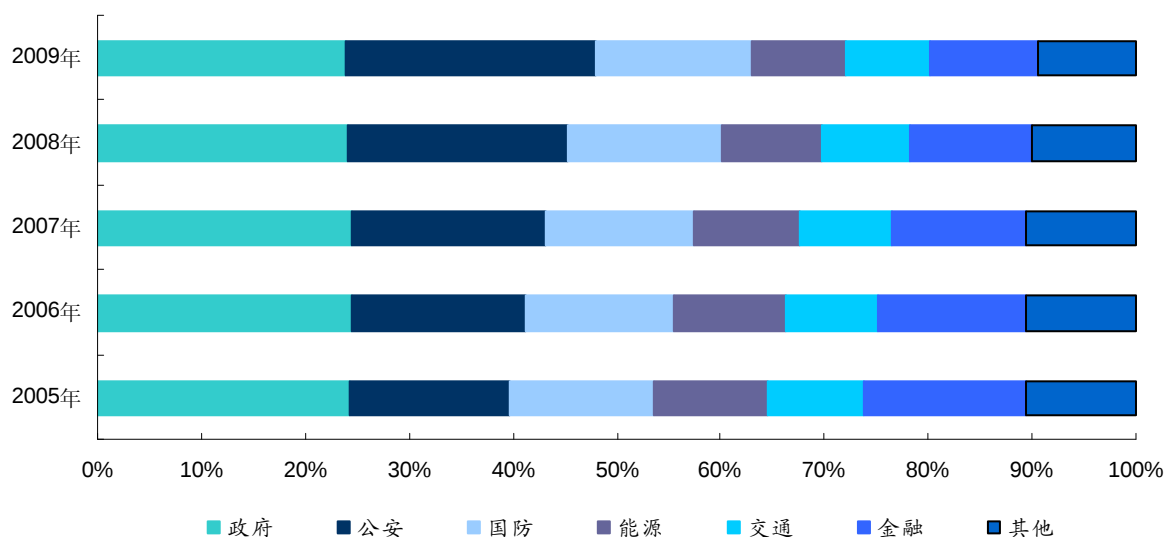
图 4：行业未来 5 年将保持年均 25% 以上的稳定增长（亿元）



资料来源：计世资讯、长江证券研究部

专网视频通讯行业主要分为五大应用领域，分别为政府、公安、国防、能源和交通，市场集中度达到 80.2%，体现了行业具有很高的行业应用集中度。而作为公司重点发展的政府和公安市场在总体规模中的占比在逐年提升，合计市场规模从 2005 年的 39.6% 提高到了 2009 年的 47.9%。

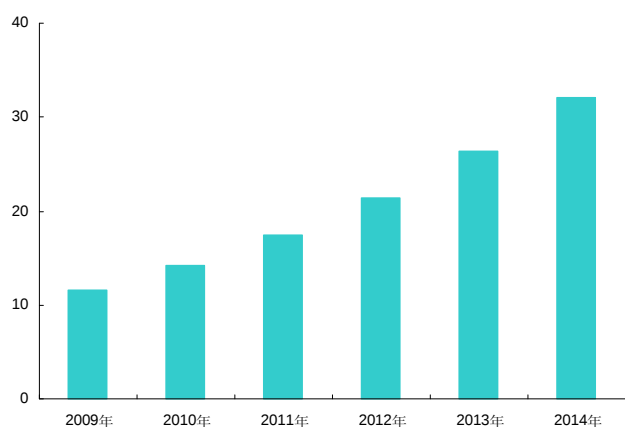
图 5：2005-2009 年政府和公安市场的占比不断提升



资料来源：计世资讯、长江证券研究部

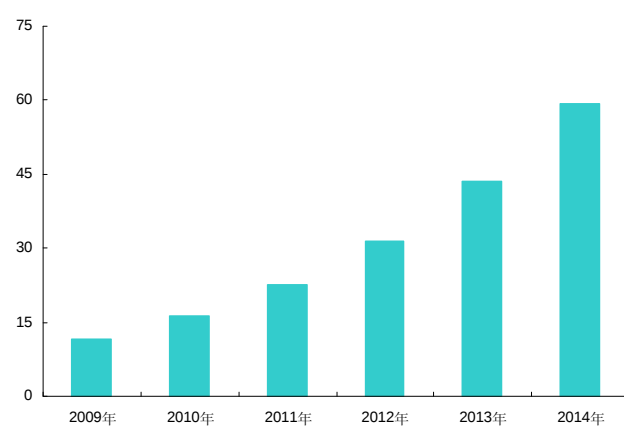
根据计世资讯的预测，在未来 5 年，政府行业的专网视频通讯市场将以约 23% 的增长率持续增长，到 2014 年，政府行业专网视频通讯市场的总容量预计可突破 32 亿元；公安行业专网视频通讯市场将保持 40% 左右的增长率，到 2014 年，公安行业专网视频通讯市场容量预计将达到近 59.37 亿元，是 2009 年市场容量的逾 5 倍。

图 6：2009-2014 年政府市场规模预测（亿元）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 7：2009-2014 年公安市场规模预测（亿元）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

影响行业发展的主要因素

1) 政策推动

专网视频通讯是专网用户继语音、数据通讯以后的新热点，在政府、公安、国防、交通、能源、金融等专网行业广泛应用。根据《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》（2005 年修订）规定，专网视频通讯行业属于电子信息领域，行业不但在国家对政府、公安等重点领域信息化建设中获得重大发展机遇，而且还有国家及各地方政府的政策支持。这些政策的不断推进和落实，为行业的发展增添了动力。

表 4：我国政府鼓励集成电路产业发展的系列政策

时间	颁布部门	政策文件
2000 年	国务院	《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2000]18 号）
2000 年	财政部、国家税务总局	《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展税收政策的通知》（财税[2002]70 号）
2002 年	全国人大常委会	《中华人民共和国政府采购法》
2005 年	国家发改委	《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录（2000 年修订）》
2007 年	财政部	《自主创新产品政府首购和订购管理办法》
2007 年	财政部	《政府采购进口产品管理办法》
2009 年	国家发改委等九部委	《关于贯彻落实扩大内需促进经济增长决策部署进一步加强工程建设招标投标监管工作的意见》
2009 年	国务院	《电子信息产业调整振兴规划》

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

2) 对突发事件的处理能力的提升需求促进行业发展

近年来，我国的公共安全事件的发生呈上升态势，2003 年“非典”、2004 年“禽流感”、2005 年“松花江污染事件”、2008 年“南方大面积冻灾”、“512 汶川大地震”和“拉萨暴力冲突事件”、2009 年“乌鲁木齐暴力冲突事件”和“甲型流感”以及近年来接连不断的矿难等重大安全事故等，给国家安全、政治稳定、社会安定、经济发展及和谐社会的建设带来了非常大的负面影响；提高对突发事件的处理能力得到政府的重视。国务院近年来发布了连续《国家突发公共事件总体应急预案》、《国务院关于全面加强应急管理工作的意见》（国发[2006]24 号）和《“十一五”期间国家突发公共事件应急体系建设规划》（国办发[2006]106 号）等多个文件，要求建设视频通讯指挥系统作为支撑的应急平台，通过整合资源，信息共享来构成科学高效的应急管理机制。专网视频通讯所具有的“全方位、全天候、全过程”特性，将在处置各类应急突发事件和维护稳定、打击犯罪、反恐方面发挥关键作用。在各级政府大力建设应急平台和应急管理机制的背景下，专网视频通讯行业必将获得持续发展。

3) 技术进步推动行业发展

专网视频通讯行业是技术推动行业的发展。视音频编解码技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术、中间件技术、信息存储调用技术、3G 无线通信技术等 IT 技术的发展催生了更多新应用和新的解决方案，同时也促进专网视频通讯厂商为了适应更新的技术发展而不断的提升产品适应新技术的能力，从而推动了专网视频通讯行业的发展。

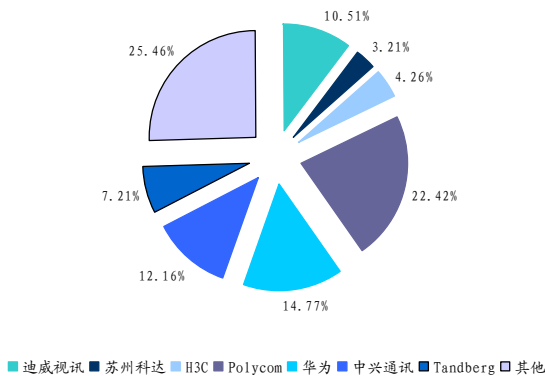
专网视频通讯行业竞争情况

专网视频通讯行业由于涉及到政府和公安等重要部分的通信信息，涉及到国家信息安全，所以该行业更加偏向于国产产品；国际厂商的市场份额正在逐年下降，预计到 2013 年，国际厂商的市场份额将下降到 30%左右。

在国内厂商中也呈现非常集中的态势，前 7 大厂商 Polycom、华为、中兴通讯、Tandberg、迪威视讯、H3C 和苏州科达的市场集中度高达 64.70%，其中迪威视讯的市场份额排名第五，市场占有率在 5.39%。

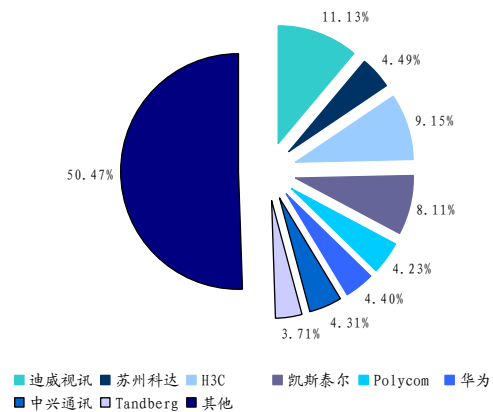
根据计世资讯的预测，未来 5 年行业内发展最快的两个细分市场将是政府和公安市场，分别保持 23%和 40%的增长率。一些厂商凭借在特定细分领域的多年积累，从而在技术上有明显领先优势，进而在特定细分的市场中占有较高的份额。

图 8：2009 年专网视频通讯政府细分市场结构



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 9：2009 年专网视频通讯公安细分市场结构



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

公司竞争优势

“视讯底层技术+行业应用技术”的完整技术体系提升公司核心竞争力

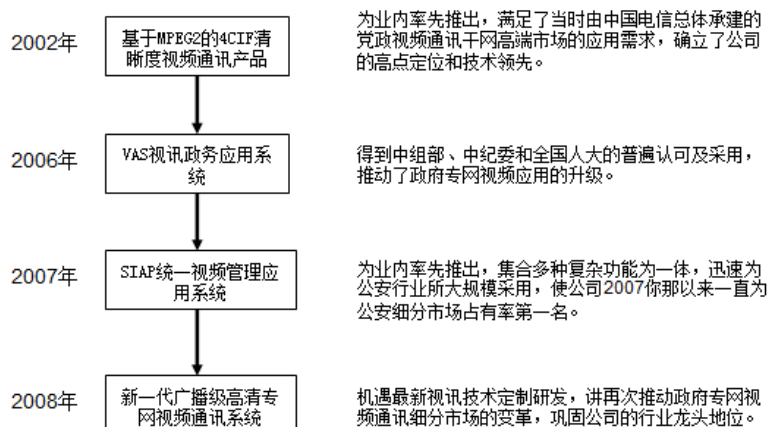
公司凭借其强大的研发实力何雄厚的技术积累，成为国内为数不多的拥有“视讯底层技术+行业应用技术”完整体系的企业。

视讯底层技术是指大型软硬件系统构建技术以及与视音频通讯相关的基础性网络传输、视音频编解码等技术，其技术体系已较为成熟并趋于标准化，是支撑专网视频通讯技术体系的基础；行业应用技术是指基于视讯底层技术，结合专网用户的具体需求开发出来的具有特定应用领域的技术，此类技术定制化程度高，因客户需求变化而变化，体系庞杂且演进周期较短。

行业应用领先的先发优势

公司为国内领先的专网视频通讯综合解决方案提供企业，可以充分挖掘和理解专网行业客户的需求，再利用领先的技术和产品优势引导客户需求，从而在市场竞争中占据先机。公司最近几年在引导和满足客户需求方面的重大领先举措如下：

图 10：公司最近几年在引导和满足客户需求方面的重大领先举措



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

客户优势与品牌优势明显

公司的客户网几乎覆盖全国所有省（自治区、直辖市），尤其是在政府、公安等领域逐渐形成了稳定成熟的客户群。

政府、公安等领域的客户对综合解决方案提供商有较高的要求，在进行项目招标时，行业应用成功案例、业绩积累和品牌知名度是用户进行招投标时的重要参考指标，而公司由于在该行业有明显的先发优势，相比于新进入者更容易中标；另一方面，专网视频通讯应用客户给予对系统可靠性、信息保密性和服务及时性的考虑，也倾向于选择具有长期合作关系、产品品质稳定、服务网络响应及时的供应商，因此，我们可以看出该行业有一定的客户锁定能力，强大的客户网将使得公司的发展能够优于其他公司。

优质的营销服务体系有助于提高公司的市场占有率

公司在经历多年的发展以后，逐渐建立起较为科学和完善的营销服务体系。目前，公司已经在全国 19 个省市建立了“总部——大区——办事处”的三级营销服务体系和完整的客户档案，优质和完善的营销服务体系一方面提高了老客户的满意度和忠诚度，另一方面也能及时挖掘潜在客户和客户的潜在需求，扩大市场份额。

优质的内部管理制度提升工作效率

公司是业内较早成功实施 ERP 管理信息系统、OA 办公自动化系统和 CRM 客户关系管理系统的公司，有效实现了信息资源共享，使得整个公司的工作效率有了大步提升，同时，公司在消化吸收众多先进企业管理经验的基础上也形成了有自己特色且较为完善的经营管理制度和内控制度，工作效率有进一步提升。

公司经营状况

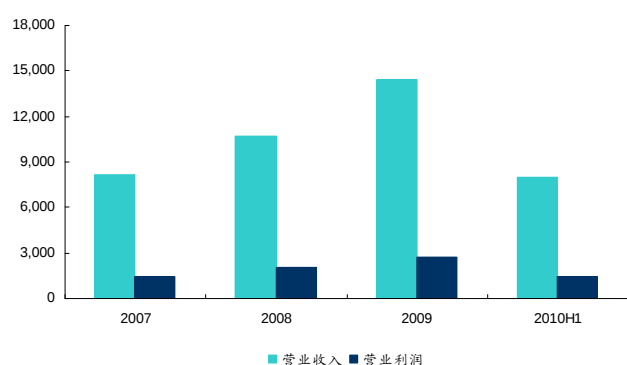
营业收入与毛利率双重因素推动营业利润逐年上升

2007 年至 2009 年，公司的营业利润分别为 1473.60 万元、2023.63 万元和 2712.08 万元，年复合增长率为 35.66%，推动营业利润稳步上升的因素主要有两个方面：

一方面，公司营业收入正在以 33.49% 的复合增长率增长，2007 年至 2009 年分别为 8221.30 万元、10684.79 万元和 14455.79 万元，因为公司的两种主营业务产品 VAS 和 SIAP 解决方案的销售收入都在稳定增长；

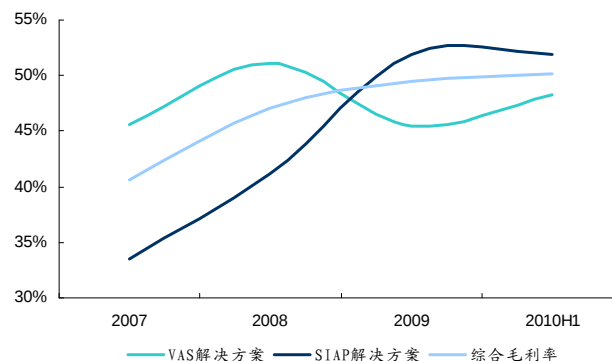
另外一方面，由于产品结构的变化使得公司综合毛利率也在稳步上升，预计该上升趋势有将会进一步保持。公司的主营业务产品为 VAS 和 SIAP 解决方案，2007 年至 2009 年，毛利率较高的 SIAP 解决方案的销售收入以及贡献的利润在逐年上升，导致公司的综合毛利稳步上升。

图 11：营业收入及利润（万元）

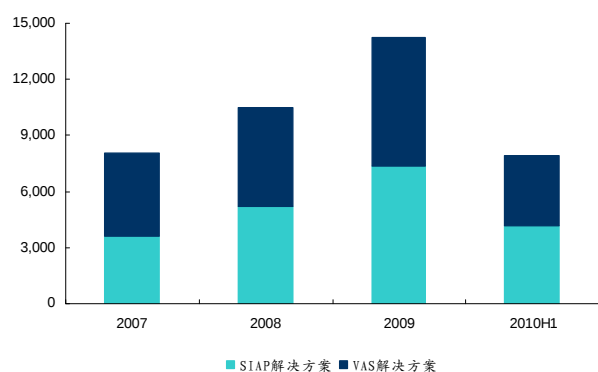


资料来源：招股意向书，长江证券研究书

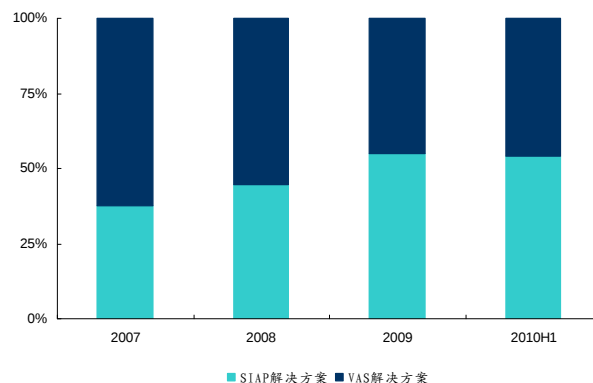
图 12：分产品毛利率



资料来源：招股意向书，长江证券研究书

图 23: 营业收入按产品分析


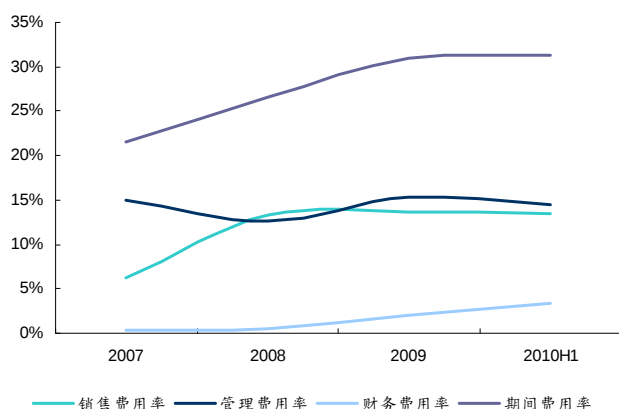
资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 14: 营业利润按产品分析


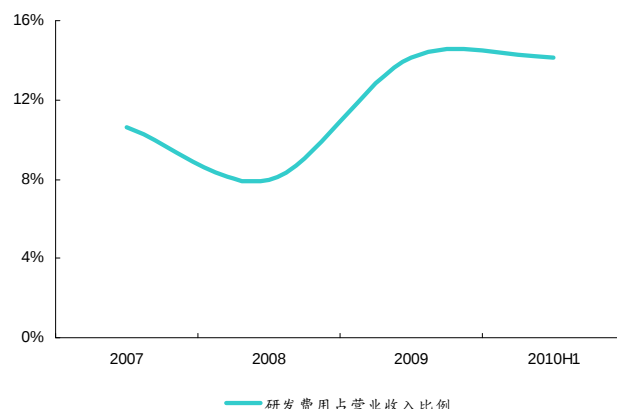
资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

高研发费用提升公司核心竞争力

自 2007 年以来, 公司的期间费用率在逐年上升, 一方面原因是拓展市场规模导致了销售费用和管理费用上升, 另一方面是公司为了提升核心竞争力而逐年加大研发费用的投放力度。

图 35: 期间费用率


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 16: 研发费用率


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

募资投向分析

根据发行方案, 公司的募投资金运用将主营业务的扩大项目进行, 包括如下两个方面:

表 5: 公司募投项目计划

项目名称	投资总额	预计建设周期	预计达产年营业收入	预计达产年税前利润	投资回收期
SIAP 产能扩大项目	10,697.94 万元	12 月	27,716 万元	5,045 万元	4.97 年
VAS 产能扩大项目	6,602.34 万元	12 月	14,800 万元	2,859 万元	5.34 年
创新技术研发中心项目	3,461.00 万元	12 月	-	-	-

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

本次发行所募集的资金投向均投为扩大公司的主营业务产能。产能扩大项目的实施有助于公司保持和强化在全国视频通讯系统建设总体部署过程中的竞争优势，巩固和扩大公司的市场领先地位；加强自主创新技术及产品的产业化能力，保持公司的竞争优势；更好的满足客户个性化需求，优化公司的生产模式并完善质量控制体系。创新技术研发中心项目的实施将使得公司构成一个完整、先进的研发体系和环境，构成具有较强研发能力、高水平、高起点的可将科研成果迅速产业化的科研开发机构。

风险提示

公司面临的风险主要有以下两条：

其一，公司的主营业务产品 VAS 和 SIAP 解决方案的客户分别为政府部门与公安部门，客户依赖性较强；

其二，公司应收账款占比较高，2007 年至 2010 年上半年分别为 32.71%，33.87%，25.96% 和 26.83%，若应收账款的收回出现问题，将对公司造成一定的影响。

盈利预测与询价建议

我们采用相对估值法对公司进行分析。目前国内上市公司中尚无主营业务与公司完全相同的可比公司，故选取与公司业务相近的华平股份、立思辰、川大智胜、数码视讯、台基股份和键桥通讯作为参考对象。综合考虑该公司行业地位和未来业务发展状况，给予公司 48-53 倍动态市盈率，对应估值区间为 43.30 元-47.81 元，建议询价区间为 38.97 元-45.42 元。

表 6：国内相关上市公司 PE 分析

代码	公司名称	EPS (元)		P/E	
		2009A	2010E	2009A	2010E
300074	华平股份	1.10	1.39	67.29	53.25
300010	立思辰	0.30	0.45	83.33	55.56
002253	川大智胜	0.45	0.69	85.33	55.65
300079	数码视讯	0.88	1.18	78.40	58.47
002368	太极股份	0.62	0.93	83.40	55.60
002316	键桥通讯	0.27	0.41	70.93	46.71
	算术平均 P/E			78.11	54.21

资料来源：招股意向书，长江证券研究

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	145	198	307	502	货币资金	82	575	490	478
营业成本	73	99	158	263	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	72	99	150	240	应收账款	55	73	112	183
% 营业收入	49.5%	50.1%	48.7%	47.7%	存货	28	38	60	100
营业税金及附加	1	1	2	2	预付账款	4	5	8	13
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	20	25	39	64	流动资产合计	169	693	674	780
% 营业收入	13.7%	12.8%	12.8%	12.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	22	26	40	65	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.3%	13.0%	13.0%	13.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	1	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	0.4%	-0.1%	0.0%	固定资产合计	8	16	101	103
资产减值损失	-1	3	3	4	无形资产	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	27	43	66	104	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	18.8%	21.9%	21.5%	20.7%	资产总计	187	717	784	891
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	11	0	0	0
利润总额	32	43	66	104	应付款项	11	15	23	39
% 营业收入	22.1%	21.9%	21.5%	20.7%	预收账款	1	2	3	4
所得税费用	2	3	5	8	应付职工薪酬	2	3	5	8
净利润	29	40	61	96	应交税费	3	4	6	10
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	2	3	4
的净利润	29.5	40.1	61.2	96.0	流动负债合计	29	25	40	65
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	30	30	30	30
EPS (元/股)	0.66	0.90	1.38	2.16	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	28	21	18	18	负债合计	60	56	71	96
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	127	661	713	795
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	127	661	713	795
固定资产投资	-11	-11	-94	-16	负债及股东权益	187	717	784	891
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-11	-11	-94	-16		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.663	0.902	1.376	2.159
股权融资	0	500	0	0	BVPS	3.79	19.81	16.03	17.87
银行贷款增加 (减少)	32	-11	0	0	PE	39.45	29.00	19.00	12.11
筹资成本	2	-7	-9	-14	PEG	0.82	0.60	0.39	0.25
其他	-6	0	0	0	PB	6.89	1.32	1.63	1.46
筹资活动现金流净额	28	483	-9	-14	EV/EBITDA	33.47	13.03	9.42	6.00
现金净流量	45	493	-85	-12	ROE	23.3%	6.1%	8.6%	12.1%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，从事 TMT 行业研究。

彭琦，同济大学经济管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。