

行业持续高景气 前端设备将继续爆发性增长

投资要点:

1. 事件

我们对海康威视进行了持续的跟踪研究。

2. 我们的分析与判断

我们认为,全球经济发展及财富分配的不均衡是决定行业高速增长的核心驱动因素,不均衡作为全球经济发展所固有的结构性问题,在很长一段时期内将长期存在,这种长期存在的不均衡结构将使安防需求持续保持高速增长。对于新兴经济体而言,城镇化推进过程中产生的来自于安全及管理提升的需要推升安防视频监控行业景气。

我们预计未来5年,欧美等发达国家安防设备投入将继续保持稳定较快增长;对于新兴经济体来说,对于加速转型的中国社会及亚洲、东欧、非洲、中东及中南美洲地区等新兴经济体来说,其面临越来越多的不稳定因素,经济增长与社会转型并行、城镇化进程加速、中上阶层人口膨胀、人口流动大、贫富分化、外资涌入等诸多因素致使社会治安防范复杂度日益提高,预计未来用于维护公共安全投资将呈稳定增长。另外,在人力成本日渐高涨的背景下,视频监控能够极大替代人工,提高监控效率,行业景气将持续。

海康威视主要业务是以 DVR 为主的后端音视频监控设备及以摄像机为主的前端音视频监控设备,从客户上看,公司在后端产品市场占比超过 60%,技术实力和品牌优势强,后端产品客户基数大、粘性好,公司能够在原有客户基础上不断销售新的前端摄像头及其它产品,后端拉动效应显著;从新客户维度看,公司继续加强了国内细分市场及海外市场的开拓,客户数量及质量也在持续提升。

产品维度上,公司在原有的 DVR 基础上推出新的 natre 平台高端产品及富瀚的 soc 方案产品,旧产品在持续地升级换代;新产品维度上,公司不断加强横向整合,积极拓展产品线,除从后端视频存储设备拓展至前端视频采集产品外,又陆续增加了包括视频光端机、大屏、电子防盗报警在内的系列安防产品,渠道销售协同效应显著,目前公司已具备提供视频监控所需全系列产品的能力,包括前端摄像头在内的产品市场空间巨大,竞争者分散,国内尚无龙头性的前端设备企业出现,我们认为,海康的后端拉动效应正在显现,公司在前端视频采集市场仍然具有爆发性增长的潜质,公司新进入的中端传输及后端矩阵切换、大屏、电子报警等安防设备市场将持续向海康靠拢。

3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别是 1.56、2.23、3.16 元(按照 10 亿股本全摊薄),对应的 PE 是 25、17、12 倍,估值低于同行业上市公司。目前行业的合理估值在 30-35 倍左右,公司未来三年业绩复合增速有 40%且具有强大的整合能力,我们维持推荐投资评级。

海康威视 (002415.SZ)

推荐 维持评级

分析师



王家炜

☎: (8610) 6656 8272

✉: wangjiawei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020001



王莉

☎: (8610) 8357 4039

✉: wang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020008

市场数据 时间 2011.06.28

A 股收盘价(元)	38.20
总股本(百万)	1000
流通 A 股股本(百万)	435.7
总市值(亿元)	382

相关研究

- 1.《海康威视(002415)-DVR 景气不减 后端拉动前端效应显现》2010.10.29
- 2.《海康威视(002415)-签订重庆平安城市大单 创新业务模式助力公司成长》2010.11.22
- 3.《海康威视(002415)-业绩高速增长 向安防整体方案提供商转型》2011.03.19
- 4.《海康威视(002415)-一季度业绩稳增 将与富瀚微电子合作开发专用芯片》2011.04.29

近一年来股价表现



资料来源: wind

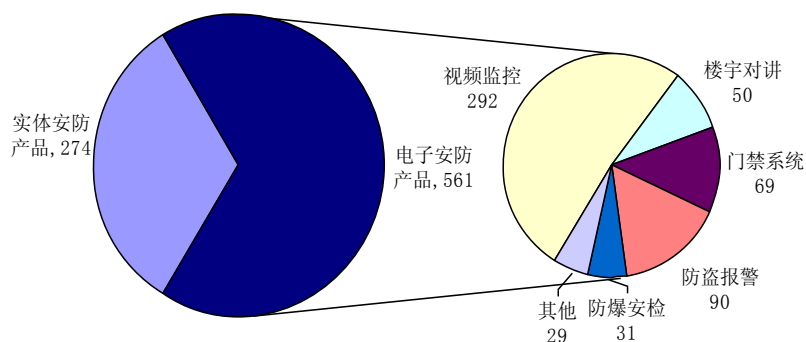
一、全球安防行业持续高景气

据 Memoori 数据, 2010 年全球电子安防产品总产值为 186.7 亿美元, 其中视频监控占 47.5%(成长 4.5%), 防盗/入侵侦测产品占 29.5%, 门禁管制产品占 23% 左右。预计未来 5 年全球安防设备市场将以每年 7.4% 以上的速度递增。

我们认为, 全球经济发展及财富分配的不均衡是决定行业高速增长的核心驱动因素, 不均衡作为全球经济发展所固有的结构性问题, 在很长一段时期内将长期存在, 这种长期存在的不均衡结构将使安防需求持续保持高速增长。对于新兴经济体而言, 城镇化推进过程中产生的来自于安全及管理提升的需要推升安防视频监控行业景气。

我们预计未来 5 年, 欧美等发达国家安防设备投入将继续保持稳定较快增长; 对于新兴经济体来说, 对于加速转型的中国社会及亚洲、东欧、非洲、中东及中南美洲地区等新兴经济体来说, 其面临越来越多的不稳定因素, 经济增长与社会转型并行、城镇化进程加速、中上阶层人口膨胀、人口流动大、贫富分化、外资涌入等诸多因素致使社会治安防范复杂度日益提高, 预计未来用于维护公共安全的投资将呈稳定增长。另外, 在人力成本日渐高涨的背景下, 视频监控能够极大替代人工, 提高监控效率, 行业景气将持续。

图 1: 安防设备各细分子行业产值对比 (单位: 亿元)



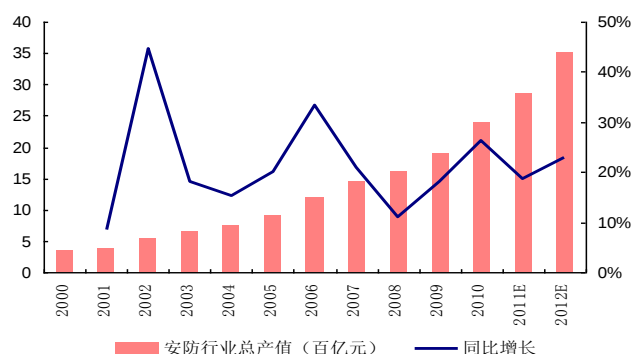
资料来源: 慧聪安防网

二、国内安防行业受政府投资驱动保持高增长

2010 年中国安防行业总产值达 2300 多亿元, 其中安防产品产值约为 1000 亿元, 安防工程和服务市场约为 1300 亿元, 全行业实现增加值 800 多亿元, 比 2005 年增长 1.8 倍, 年均增长 23% 以上。其中安防电子产品发展较快, 年均增长 25% 左右。2010 年安防电子各类产品比重约为: 视频监控系统 55%、出入口控制系统 15%、防盗报警系统 12%、其他类别的产品 18%。预计 2015 年国内安防总产值达到 5000 亿元, 实现增加值 1600 亿元以上。

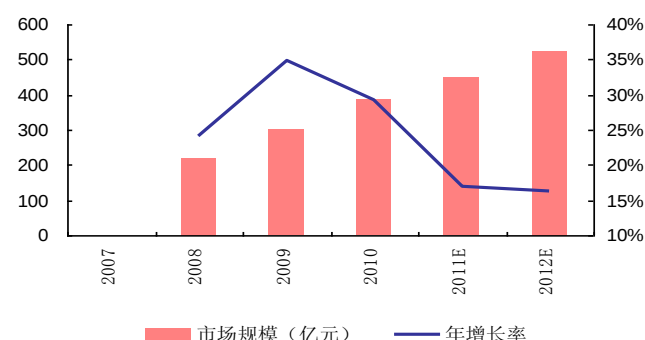
安防视频监控是安防行业中发展速度最快的子行业。2010 年视频监控行业总产值为 450 亿元, 约占当年安防行业总产值的 20% 左右。我们认为视频监控行业景气将持续, 预计未来 3 年行业复合增长率可达到 25% 左右。另外, 预计防盗报警业务将随着安防消费的普及进入爆发性增长期, 预计 2011 年中国防盗报警市场规模将约为 196 亿元。

图 2: 中国安防行业总产值保持快速增长



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 3: 中国安防视频监控系统需求保持高增速



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

由于安防产业对于保密和安全的特殊性要求, 短期来看, 政府推动将是国内安防行业发展的主要驱动因素。预计十二五安防规划或其它扶持政策将不断推出, “平安城市”、“科技强警建设工程”、“3111 工程”等重大公共工程项目将继续加大实施力度。据公安部科技局预计, 中国每年在平安城市建设中的投入约为 500 亿元, 其中视频安防监控系统约占 28%, 即监控系统年投入超过 140 亿元。

表 1: 平安城市所需视频监控产品估算

类别	数量	单位监控点	对应的 DVR	摄像机总量 (万台)	对应的 DVR 总量 (万路)	
		需求(万台)	(万路)			
		摄像头单价 是 500 元	DVR 单价是 200 元/路			
直辖市/各省市省会城市等一线城市	32	25+	25+	800+	800+	平安城市 市场总容量(不考虑 乡镇及农村需求)
地级市	255	20	20	5100	5100	
市辖区/县级市	1225 (含 856 个市辖区、369 个县级市)	5	5	6125	6125	
	4319 (含 1638 个县、2861 个县级行政区)	2	2	8638	8638	
县/县级行政区	2861 个县级行政区)	2	2	8638	8638	
总计 (亿元)				993.15	397.26	1390

资料来源: 中国银河证券研究部

除平安城市外, 金融、电力、电信、交通、城市治安等行业等对安全性要求较高企业级传统需求市场仍将保持增长, 其它企业级市场渗透率水平也将逐步提升。假设 3 年内渗透率超过 50%, 国内企业数量过千万, 按照 DVR1000 元/台、摄像机 1000 元/台, 每家安装摄像机 20 台计算, 仅企业级市场容量就近千亿元; 而从长期来看, 前端视频监控设备在住宅区安全监控等居民日常应用中的渗透率将大幅提高, 市场空间巨大。按照每台 DVR 配 4-8 台摄像机计算, 前端设备市场容量至少是后端设备市场的 4 倍以上, 而前端设备的更新换代期更短, 以此推算, 增量市场容量也更大。另外, 视频监控也是物联网各类应用中最明确最易启动的应用。

随着越来越多的 IT 企业参与到安防行业中来, 视频监控技术及产品发展迅猛, 产品更新

换代加快，预计更新换代周期将从现在的 3-5 年一次发展为 2-3 年一次，产品升级/更新换代将给公司提供持续稳定的营收。

三、海康威视前端设备将继续爆发性增长

海康威视主要业务是以 DVR 为主的后端音视频监控设备及以摄像机为主的前端音视频监控设备，从客户上看，公司在后端产品市场占比超过 60%，技术实力和品牌优势强，后端产品客户基数大、粘性好，公司能够在原有客户基础上不断销售新的前端摄像头及其它产品，后端拉动效应显著；从新客户维度看，公司继续加强了国内细分市场及海外市场的开拓，客户数量及质量也在持续提升。

产品维度上，公司在原有的 DVR 基础上推出新的 natre 平台高端产品及富瀚的 soc 方案产品，旧产品在持续地升级换代；新产品维度上，公司不断加强横向整合，积极拓展产品线，除从后端视频存储设备拓展至前端视频采集产品外，又陆续增加了包括视频光端机、大屏、电子防盗报警在内的系列安防产品，渠道销售协同效应显著，目前公司已具备提供视频监控所需全系列产品的能力，包括前端摄像头在内的产品市场空间巨大，竞争者分散，国内尚无龙头性的前端设备企业出现，我们认为，海康的后端拉动效应正在显现，公司在前端视频采集市场仍然具有爆发性增长的潜质，公司新进入的中端传输及后端矩阵切换、大屏、电子报警等安防设备市场将持续向海康靠拢。

图 4：安防视频监控设备

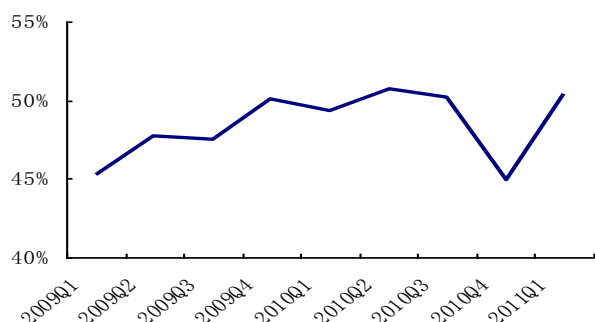


资料来源：慧聪安防网

另外，公司也在积极地纵向整合及谋求运营模式的转变及优化。随着公司向安防整体解决方案提供商转型，公司在营收方面将继续保持较快速增长。

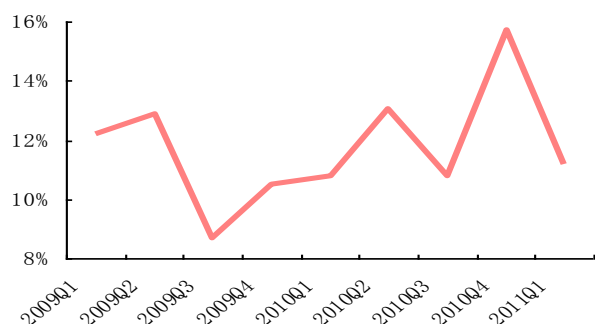
我们认为，公司通过横向布局（产品延伸到安防设备全产品线）+纵向整合（从产品到集成）+国际化布局织网，在品牌+自有渠道+规模优势下，目前国内分散的安防设备市场将向公司集中。

图 5: 海康威视季度毛利率水平



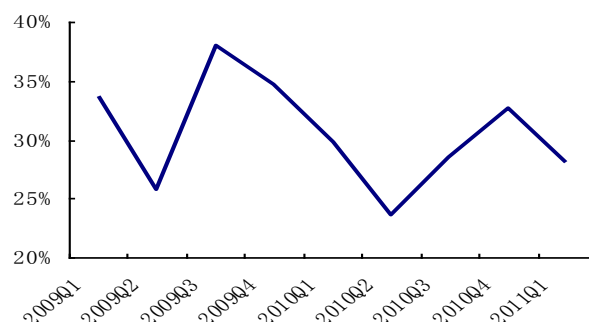
资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 海康威视季度销售费用率水平



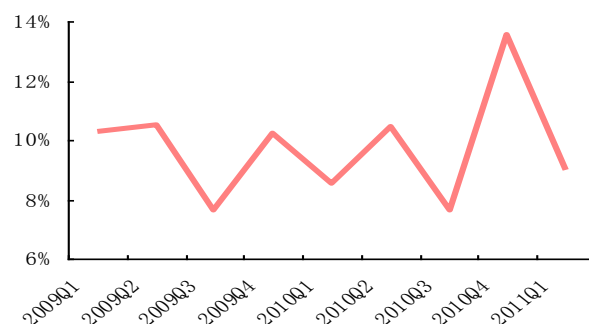
资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 海康威视季度净利润率水平



资料来源: 中国银河证券研究部

图 8: 海康威视季度管理费用率水平



资料来源: 中国银河证券研究部

4、投资建议

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别是 1.56、2.23、3.16 元 (按照 10 亿股本全摊薄), 对应的 PE 是 25、17、12 倍, 估值低于同行业上市公司。目前行业的合理估值在 30-35 倍左右, 公司未来三年业绩复合增速有 40%且具有未来强大的整合能力, 我们维持推荐投资评级。

表 2: 海康威视财务报表预测

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1148.6	4650.0	5724.9	6829.9	8482.7	营业收入	2101.5	3605.5	5480.0	8300.0	12950.0
应收票据	49.1	109.0	165.7	251.0	391.6	营业成本	1007.1	1743.8	2779.6	4334.0	7073.0
应收账款	250.7	532.3	809.0	1225.4	1911.9	营业税金及附加	3.3	10.3	15.6	23.7	37.0
预付款项	14.2	32.8	62.4	108.6	183.9	销售费用	226.8	464.9	723.4	1079.0	1683.5
其他应收款	18.1	36.0	54.7	82.9	129.3	管理费用	200.8	373.4	576.5	871.5	1359.8
存货	393.0	625.3	996.8	1554.3	2536.5	财务费用	-9.1	-19.0	-99.1	-119.9	-146.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	13.2	49.3	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	10.7	14.0	14.0	14.0	14.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	197.6	290.8	489.3	704.9	826.1	投资收益	-1.0	3.3	0.0	0.0	0.0
在建工程	70.3	167.7	233.8	266.9	183.5	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	658.4	986.1	1484.0	2111.7	2943.0
无形资产	24.9	45.2	40.7	36.1	31.6	营业外收支净额	107.8	156.8	209.3	315.4	492.1
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	766.2	1142.9	1693.3	2427.1	3435.1
资产总计	2197.1	6549.3	8591.5	11074.1	14691.2	减：所得税	60.2	90.5	134.1	192.2	272.1
短期借款	27.4	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	706.0	1052.4	1559.2	2234.9	3163.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	705.6	1051.8	1555.8	2230.0	3156.2
应付账款	409.0	409.0	643.1	1002.7	1636.4	少数股东损益	0.4	0.6	3.4	4.9	6.9
预收款项	56.9	90.5	141.6	219.0	339.7	基本每股收益	1.57	2.10	1.56	2.23	3.16
应付职工薪酬	175.6	329.5	378.9	435.8	501.2	全摊薄每股收益	0.71	1.05	1.56	2.23	3.16
应交税费	-12.4	31.0	35.6	41.0	47.1	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他应付款	2.6	6.3	6.3	6.3	6.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	20.6%	71.6%	52.0%	51.5%	56.0%
长期借款	29.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	21.4%	52.7%	36.7%	43.8%	40.4%
预计负债	10.5	11.6	11.6	11.6	11.6	净利润增长率	28.6%	49.1%	47.9%	43.3%	41.5%
负债合计	699.8	906.9	1689.9	2381.4	3471.5	盈利性					
股东权益合计	1497.3	5642.5	6901.6	8692.8	11219.8	销售毛利率	52.1%	51.6%	49.3%	47.8%	45.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	33.6%	29.2%	28.4%	26.9%	24.4%
净利润	706	1052	1559	2235	3163	ROE	47.1%	18.6%	22.5%	25.7%	28.1%
折旧与摊销	9	20	40	56	67	ROIC	39.35%	16.45%	18.40%	21.03%	22.89%
经营活动现金流	654	664	1576	1729	2243	估值倍数					
投资活动现金流	-228	-219	-300	-300	-100	PE	24.4	18.2	24.6	17.1	12.1
融资活动现金流	-150	3090	-201	-324	-490	P/S	8.2	5.3	7.0	4.6	2.9
现金净变动	276	3535	1075	1105	1653	P/B	11.5	3.4	5.5	4.4	3.4
期初现金余额	844	1149	4650	5725	6830	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%	1.7%
期末现金余额	1121	4684	5725	6830	8483	EV/EBITDA	23.9	14.0	22.8	15.3	10.4

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

王家炜，IT 行业证券分析师，总监。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

王莉，计算机/电子元器件行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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 100033

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