

Netra 平台推出提升利润率水平 后端渠道协同效应带动前端高增长

投资要点:

1. 事件

海康威视发布 2011 年半年报, 上半年实现营收 20.8 亿元, 同比增长 48.45%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.27 亿元, 同比增长 41.03%, 实现全摊薄每股收益 0.53 元。

2. 我们的分析与判断

上半年营收稳健增长的主要原因是, 发达国家需求企稳回升, 新兴经济体由于城镇化推进使得安防监控投资加速, 国内平安城市建设及各类行业应用依然高增长。另外, 随着用户对高清化、智能化、IP 化监控的需求提升, 数字化逐渐取代模拟设备, 公司在数字化领域优势明显。目前公司已进入安防监控全系列产品线, DVR 销售渠道的协同效应将带动全产品销售, 前端市场将持续高增长。

上半年综合毛利率是 51.2%, 高于一季度的 50.4% 及去年同期的 49.9%, 环比同比均有改善, 毛利率依然逐步提升。其中, 后端 DVR/NVR 由于 Netra 平台推出及切入高端市场, 毛利率提升 3.56%; 前端产品由于原材料成本上升, 毛利率微降 1.78%。持续创新能力优于行业是公司保持高毛利的重要原因。

净利润率是 25.45%, 同比降低 1.24%, 原因是期间费用上升较快, 重庆平安城市项目产生支出全部当期费用化在短期内也将影响公司盈利。销售费用同比增长 59.67%, 主因是公司进一步增加营销投入, 新设长春、宁波、厦门、无锡等 4 家分公司, 同时决定在南非、巴西、新加坡设立三家海外子公司以完成对传统发达国家及新兴经济体国家营销网络的全覆盖, 本期海外收入同比增长 36.02%, 优于去年。虽然海外营销渠道铺设初期费用率水平较高, 但是到渠道成熟期, 其业绩释放效应及品牌效应将大幅显现。管理费用同比增长 52.45%, 原因是公司为保持技术领先优势, 持续加大研发投入所致, 预计公司将继续加大图像识别、行为分析、云计算等技术及物联网图像感知终端及各类智能终端产品的研发。预计近 2-3 年公司的费用水平仍将保持较高水平。

应收账款和其他应收款余额分别较期初增长 73.43% 和 42.59%, 主要原因是销售快速增长, 另外, 基于订单较满及下半年销售增长预期, 公司加大了原材料采购, 本期预付采购材料款增加使预付账款余额增长 183.82%。公司滨江制造基地投入使用导致本期末资产余额大幅增加而在建工程余额同比减少。

3. 投资建议

公司通过横向整合+产业链延伸+国际化布局。在品牌+自有渠道+规模优势下, 未来分散的安防设备市场将向公司集中。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别是 1.56、2.23、3.16 元, 对应的 PE 是 30、21、15 倍, 我们继续维持推荐投资评级。

海康威视 (002415.SZ)

推荐 维持评级

分析师



王家伟

☎: (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 2011.07.30

A 股收盘价 (元)	46.15
总股本 (百万股)	1000
实际流通 A 股 (百万股)	249.7
总市值 (亿元)	461.5

相关研究

- 1.《海康威视-DVR 景气不减, 后端拉动前端效应显现-101029》2010.10.29
- 2.《海康威视-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-业绩高增长 向安防整体方案提供商转型》2011.03.19
- 4.《海康威视-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
- 5.《海康威视-行业持续高景气, 前端设备将继续爆发性增长》2011.06.30
- 6.《安防监控行业深度研究-受益于城镇化推进 数字化推动行业集中度提升》2011.07.26

近一年股价走势

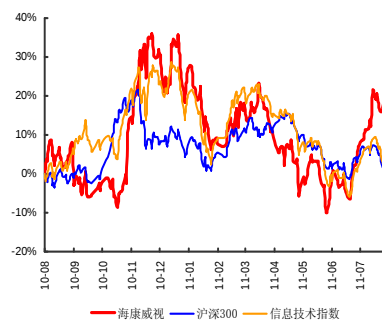


表 1: 海康威视财务报表预测

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	29.4	21.9	29.7	20.7	14.6
融资活动现金流	-150	3090	-201	-324	-490	P/S	9.9	6.4	8.4	5.6	3.6
现金净变动	276	3535	1075	1105	1653	P/B	13.9	4.1	6.7	5.3	4.1
期初现金余额	844	1149	4650	5725	6830	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.4%
期末现金余额	1121	4684	5725	6830	8483	EV/EBITDA	29.2	17.9	28.4	19.2	13.2

资料来源: 中国银河证券研究部

注 1: 假设 2012、2013 年重庆项目部分回款

注 2: EPS 按照 10 亿股总股本全摊薄计算

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。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任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

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任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、广联达（002410.SZ）、航天信息（600271.SH）、东软集团（600718.SH）、海康威视（002415.SZ）、英飞拓（002528.SZ）、江海股份（002484.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、信维通信（300136.SZ）、长盈精密（300115.SZ）等。

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证券投资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