

中威电子 (300270)

专注的安防视频传输设备提供商

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
编号	S0880511010010	S0880511080003

本报告导读:

公司为国内领先的安防视频传输设备提供商,在高速公路领域市场占有率超过 30%;
 公司所处安防视频监控行业未来四年复合增长率超过 20%。

投资要点:

- 公司为国内领先的安防视频传输设备提供商,主要收入来源于 VAR 光平台和数字视频光端机,占 2010 年 99%,其中 VAR 光平台收入为 5200 万,数字视频光端机为 4256 万,毛利率分别为 77.54%、60.10%,净利润为 3449 万元。
- 公司来自华东区域收入比重最高,2010 年为 40%。近三年,公司对华东地区收入比重依赖程度逐渐降低。
- 公司产品应用领域主要在高速公路。在高速公路行业市场占有率超过 30%。2010 年,来自高速公路的营收为 6581 万,占总营收的比例为 68.94%。
- 公司 2011 年 7 月新签订合同为 543.66 万元,其中高速公路领域 424.36 万元。而公司截至 2011 年 6 月 30 日已签订尚未确认收入的合同总额为 2400 万,二者合计 2943 万。
- 公司销售模式以间接投标为主,2010 年占 89%。在公司的客户结构中,前五名客户销售额占比超过 30%,客户集中度较高。
- 本次公司拟向社会发行 1000 万股,投向 3 个项目,项目建成后将对公司现有的核心产品 VAR 光平台进行智能化、集成化技术升级并在两年后实现 5000 路的产能,并建成数字视频联网监控技术研发中心,同时扩大公司的销售与技术服务区域。
- 我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 1.50 亿元、2.04 亿元、2.69 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.57 亿元、0.83 亿元、1.09 亿元;对应 EPS 分别为 1.42 元、2.07 元、2.73 元。
- 行业可比公司 11 年平均 PE 为 31 倍,我们建议的合理询价区间为 31.24-36.92 元,对应 2011 年的 PE 为 22-26 倍。上市目标价 38.34-45.44 元,对应 2011 年 PE 为 27-32 倍。

建议询价区间

31.24-36.92

上市首日定价区间

38.34-45.44

2011.09.23

发行上市资料

发行前总股本(万股)	3,000
本次拟发行量(万股)	1,000
发行日期	2011.09.26
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	国信证券
预计上市日期	2011.10

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.18
净资产收益率(%)	19.3%
资产负债率(%)	37.5%

主要股东和持股比例

石旭刚	78.89%
恒生电子股份有限公司	5.00%
朱广信	4.66%
胡丽娟	3.50%
周翼剑	2.50%
高志勇	2.00%
章良忠	1.95%
何珊珊	1.50%

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	57	95	150	204	269
(+/-)%	37%	67%	57%	36%	32%
经营利润(EBIT)	18	36	58	87	118
(+/-)%	33%	107%	60%	50%	34%
净利润	18	34	57	83	109
(+/-)%	46%	90%	64%	46%	32%
每股净收益(元)	0.60	1.15	1.42	2.07	2.73
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

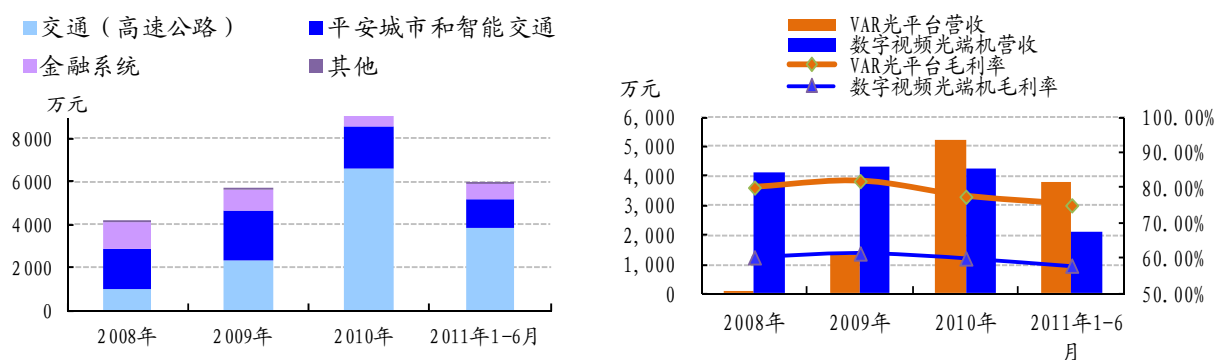
1. 专注的安防视频传输设备提供商

1.1. 安防视频传输设备提供商

公司从事安防视频监控传输技术及产品的研发、生产与销售，主要产品为数字视频光端机和 VAR 光平台两大块，公司产品被列入中国安全防范产品行业协会“平安城市建设推荐优秀安防产品”目录。

目前公司的产品主要应用于高速公路，平安城市 and 智能交通、金融系统等，其中高速公路是公司前期的发展重点。2010 年营业收入的 68.94% 来自于高速公路行业，而且 2008 年到 2010 年，公司的主营业务越来越集中于高速公路。分产品来看，VAR 光平台在主营业务收入中占比越来越高，而数字视频光端机占比逐渐下降。

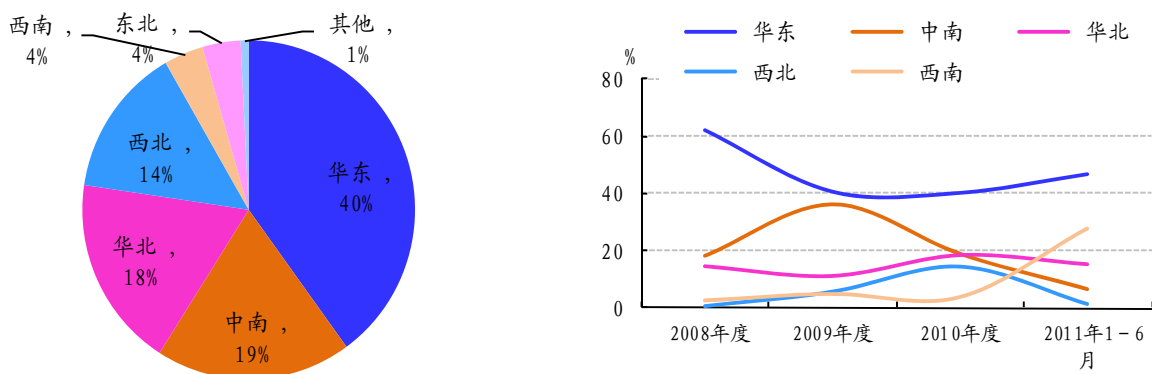
图 1 公司主营业务收入与毛利率情况（分产品和分行业）



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

公司位于浙江，在华东地区市场上具有相当的优势。2010 年，来自华东地区的营业收入占公司总收入的比重达到 40%。来自其他地区的收入占比则在逐渐上升。

图 2 主营业务分地区情况（2010 年）及变化情况



资料来源：招股意向书，国泰君安证券研究

1.2. 公司在高速公路领域拥有超过 30% 的市场份额, VAR 光平台增长迅速

由于近几年,公司在高速公路领域确定了领先的市场地位,市场占有率超过 30%,公司与交通运输部公路科学研究所(交通运输部所属科研机构)共同编制《视频光端机》交通行业标准,是中国安全防范产品行业协会常务理事单位。

根据招股说明书的推算,公司 2008 年-2010 年公司最近三年在平安城市和智能交通市场的占有率为 0.81%、0.82%和 0.54%。按照间接中标次数来推断,公司 2008 年到 2010 年的高速公路市场占有率分别为 25.42%、35.34%和 38.71%。

表 1 2008-2010 年公司产品在各目标市场的占有率

	2008	2009	2010
高速公路	25.42%	35.34%	38.71%
平安城市 and 智能交通	0.81%	0.82%	0.54%
金融系统	0.83%	0.48%	0.36%
整体市场	0.54%	0.58%	0.76%

数据来源:招股意向书,国泰君安证券研究

VAR 光平台是公司于 2005 年开发的核心产品。该平台主要包括远端光接入模块和局端汇聚交换设备,其中局端汇聚交换设备集成了传统视频监控解决方案中的光接收机、字符发生器、模拟矩阵、视频分配器、视频编码器等众多设备,将其功能融为一体,具有较高集成度,符合行业集成化智能化的发展趋势。2008 年和 2009 年,公司对该平台进行了两次技术升级,使得公司该产品技术应用能力快速提升,收入占比持续上升至 55%,凭借 VAR 光平台的推广,2010 年公司在高速公路市场占有率迅速上升至 30%以上。

1.3. 公司以间接参与招投标销售为主,未履行合同达 2943 万

公司销售模式主要包括直接参与招投标和间接参与招投标两类,对于不同的下游客户适用不同的销售模式。目前应对银行用户采购主要为直接参与招投标,应对政府用户和高速公路建设方用户的采购主要为间接参与招投标。2010 年间接招标的占 89%。

表 2 公司间接参与招投标销售收入占比持续提升

	2008 年	2009 年	2010 年
直接中标	30.98%	16.76%	9.61%
间接中标	66.96%	79.19%	89.07%
其他方式	2.06%	4.05%	1.32%

数据来源:招股意向书,国泰君安证券研究

据招股意向书披露,2010 年公司新增高速公路建设方用户 31 家,合同金额总计 2611 万,其中有 308.41 万合同截止 2010 年末尚未履行;新增 12 家平安城市 and 智能交通客户,合同金额总计 633 万,其中 321

万合同截止 2010 年末尚未履行。而目前公司正在履行的重大合同总金额约为 690.45 万。

2011 年 7 月公司新签订的合同分别为 544 万。而截至 2011 年 6 月 30 日已签订尚未确认收入的合同总额为 2400 万，二者合计达 2943 万。

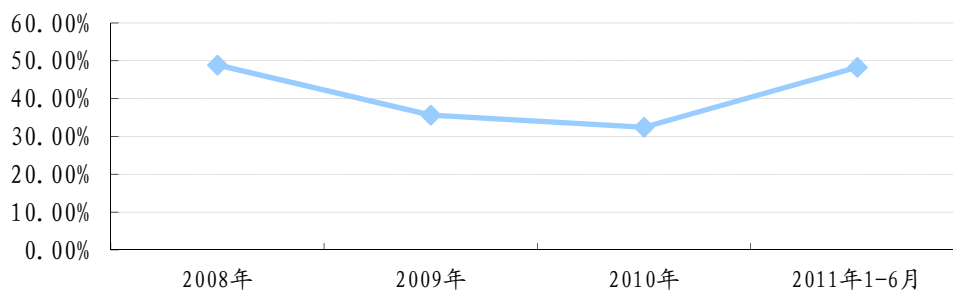
表 3 截至 2011 年 7 月公司已签订尚未履行合同总金额达到 2943 万元

项目	截至 2011 年 6 月 30 日已签订尚未确认收入的合同	2011 年 7 月新签订合同	合计
交通（高速公路）	1,800.22	424.36	2,224.58
平安城市 and 智能交通	524.58	59.9	584.48
金融系统	74.89	59.4	134.29
合计	2,399.69	543.66	2,943.35

资料来源：招股意向书，国泰君安证券研究

在公司的客户结构中，前五名客户销售额占比超过 30%，客户集中度较高。新增大客户对公司销售收入影响较大，2011 年上半年新增的成都曙光光纤网络有限责任公司为公司贡献销售收入 1428.2 万元，占公司上半年销售收入的 23.99%。公司重视保持老客户，浙江建达科技股份有限公司和福建新大陆电脑公司为公司多年老客户。

图 3 公司前五名客户销售额占比超过 30%



资料来源：招股意向书，国泰君安证券研究

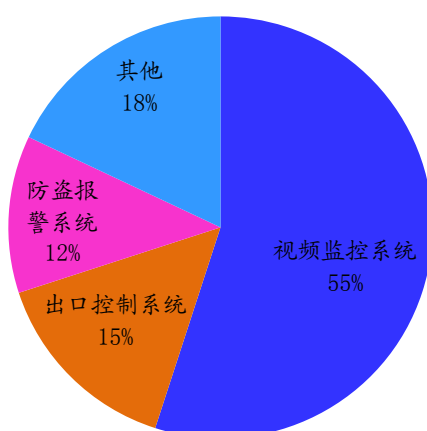
2. 我国安防市场发展迅速 安防视频监控产品下游需求旺盛

2.1. 我国安防行业处于高速发展期 市场竞争激烈

根据《中国安防行业“十二五”发展规划》所述，近几年安防行业规模迅速扩大。2010 年，安防行业总产值达到 2300 多亿元，其中安防产品产值约为 1000 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。在电子安防产品中，视频监控系统占比 55%。而根据《中国交通信息化杂志》的披露，视频传输系统占据视频监控系统的 25% 的份额，因此安防视频传输系统需求将随着安防行业的发展

展而迅速增加。

图 4 2010 中国电子安防产品应用结构



资料来源：中国安全防范产品行业协会，国泰君安证券研究

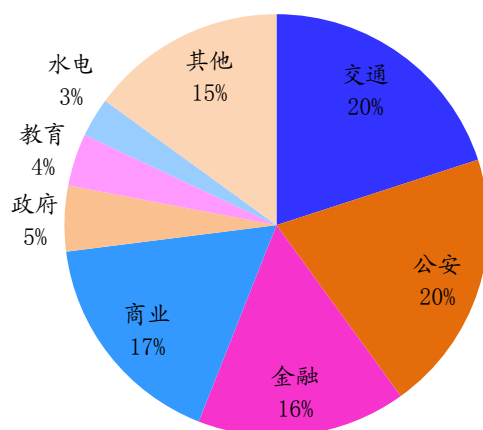
根据 IMS research 的预测，中国 2009 年视频监控市场规模估计为 14 亿美元，在 2010~2014 年将以 20.2% 的复合增长率快速增长并在 2014 年达到 35 亿美元。市场增长的推动力主要来源于政府的基建投资和公共安全项目，平安城市建设项目将进入第二阶段，而港口，机场和铁路以及教育部门将是未来五年增长最快的细分市场。

另一方面，我国安防视频监控行业市场化程度较高，市场竞争激烈，企业规模也普遍不大。根据中国安全防范产品行业协会的统计，全部安防企业中，60% 以上年销售额 1,000 万元以下，销售额 3000 万元以上企业仅占 10%，超过 1 亿元的企业更少。

2.2. 视频监控行业下游需求旺盛

视频监控产品的最终用户通常为交通、公安（平安城市）、金融、邮电、电力、医院等公共设施或部门以及大型社区等。公司下游客户所处行业主要为交通，平安城市、智能交通和金融系统，而交通，公安和金融行业客户的采购比例达到整个视频监控行业的 56%，因此这些行业需求的增加将推动视频传输设备需求增加。

图 5 2009 年交通、公安和金融行业客户采购比例占视频监控行业 56%



资料来源：《中国公共安全》，英飞拓招股说明书， 国泰君安证券研究

根据交通部发布的《交通运输“十二五”规划》，“十二五”期间全国要实现国家高速公路网基本建成。高速公路总里程将达到 10.8 万公里，较 2010 年的 7.4 万公里增加 3.4 万公里，年均新增通车里程 6800 公里，略高于“十一五”期间年均 6600 公里新增高速公路通车里程。新增高速公路的信息化建设投资以及旧有高速公路的机电改造和联网建设将增加对安防视频传输设备的需求。

随着第二批平安城市试点工作的完成，公安部顺利带动全国整体进入平安城市建设期。据公安部科技局的估计，一个中型城市的平安城市建设投入将达几百亿元，其中视频监控系统所占比例为 28%。目前我国共有 2,300 多个设市城市和县城，随着“平安城市建设”逐步向县、镇深入，其蕴藏了巨大的市场潜力。

3. 募投项目将建设 5000 路 VAR3 光平台

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 1000 万股，并把其中 1.08 亿元募集资金投向“智能化 VAR3 光平台项目”、“数字视频联网监控技术研发中心建设项目”和“销售与技术服务区域中心建设项目”等 3 个项目。公司将对目前的 VAR 光平台进行智能化技术升级，并形成年产 5,000 路“智能化 VAR 3 光平台”生产能力，巩固和提高公司在安防视频监控传输领域的市场地位。

表 4 募投项目基本情况一览表（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资
1	智能化 VAR3 光平台项目	4,759.00
2	数字视频联网监控技术研发中心建设项目	3,512.00
3	销售与技术服务区域中心建设项目	2,531.00

资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

4. 风险因素

4.1. 应收账款占比过高

报告期内各期末，公司应收账款账面价值较大，分别为 1,095.19 万元、2,407.73 万元和 4,712.95 万元，分别占当期营业收入的 26.25%、42.03%和 49.37%。应收账款账面余额的增加，一方面将挤占公司的营运资金，另一方面也增加了坏账的风险。

4.2. 市场拓展风险

目前，公司的主要营业收入来自于高速公路行业，而在智能交通和平安城市领域，尽管公司有一定的行业经验积累，但是经验积累水平和品牌知名度远远落后于竞争对手，公司在平安城市领域的拓展将面临激烈的竞争，拓展成果有待进一步验证。公司在华东地区的竞争优势，能否顺利延伸其他地区，将是公司面临的考验。

4.3. 毛利率快速下降风险

目前，公司产品的毛利率水平较高，2011 年上半年 VAR 光平台的毛利率水平尽管低于 2008 年的 80.14%，仍高达 75.11%，数字视频光端机毛利率水平也高达 58.6%。公司高毛利率主要是由于公司产品技术的领先，但是随着多业务光传输平台技术的推广，越来越多的企业生产光传输平台，产品的市场价格有可能快速下降，公司的毛利率可能会快速下降。

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 2011-2013 年销售收入分别为 1.50 亿元、2.04 亿元、2.69 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.57 亿元、0.83 亿元、1.09 亿元；对应 EPS 分别为 1.42 元、2.07 元、2.73 元。

表 5 中威电子分业务收入预测

主营收入 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011	2012	2013
VAR 光平台	0.28	13.34	52.14	104.28	156.42	218.99
数字视频光端机	40.89	42.95	42.56	44.69	46.92	49.27
其他	0.56	0.99	0.76	0.76	0.76	0.76

数据来源：国泰君安证券研究

表 6 中威电子分业务毛利率预测

毛利率 (%)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
VAR 光平台	78.6	81.9	77.5	75.0	75.0	75.0
数字视频光端机	60.4	61.5	60.1	60.0	60.0	60.0
其他	96.4	93.9	94.7	94.7	94.7	94.7

数据来源: 国泰君安证券研究

表 7 中威电子利润表预测

单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	42	57	95	150	204	269
营业收入	42	57	95	150	204	269
二、营业总成本	30	41	61	93	119	155
营业成本	16	19	29	44	58	74
营业税金及附加	1	1	1	2	3	3
销售费用	3	6	10	16	15	20
管理费用	8	14	19	30	41	54
财务费用	0	0	0	-2	-3	-3
资产减值损失	2	1	2	3	5	6
三、营业利润	11	16	34	57	86	114
加: 营业外收支	3	4	6	9	12	14
四、利润总额	14	21	40	67	97	128
减: 所得税	2	3	6	10	14	19
五、净利润	12	18	34	57	83	109
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	12	18	34	57	83	109
股本	30	30	30	40	40	40
全面摊薄每股收益 (元)	0.41	0.60	1.15	1.42	2.07	2.73

资料来源: 国泰君安证券研究

5.2. 估值定价

A 股市场以安防视频监控行业为主业的上市公司主要包括海康威视、大华股份、英飞拓和威创股份等。我们选取这四家公司为可比公司, 目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 31 倍, 我们建议的合理询价区间为 31.24-36.92 元, 对应 2011 年的 PE 为 22-26 倍。上市目标价 38.34-45.44 元, 对应 2011 年 PE 为 27-32 倍。

表 8 可比公司市盈率

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002415	海康威视	41.1	28.6	21.11
002236	大华股份	50.23	31.16	20.89
002308	威创股份	37.47	27.96	20.32
002528	英飞拓	50.23	36.62	25.33
	行业平均	44.76	31.09	21.91

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**魏兴耘:**

执业资格证书编号: S0880511010010

电话: 0755-23976213

邮箱: weixy1@gtjas.com

袁煜明:

执业资格证书编号: S0880511080003

电话: 021-38674633

邮箱: yuanyuming008092@gtjas.com

范国华（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111080428

电话: 02138674925

邮箱: fanguohua@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		