



Research and
Development Center

首次覆盖：渗透率提高、新产品拓展驱动业绩快速增长

—— 安居宝（300155.sz）深度报告

2012年12月6日

边铁城
计算机行业分析师

证券研究报告

公司研究——调研报告

安居宝 (300155.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

安居宝相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-12-5)

收盘价(元)	8.70
52周内股价波动区间(元)	7.90-15.94
最近一月涨跌幅(%)	-25
总股本(亿股)	1.80
流通A股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	15.66

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 63081253

邮箱：

biantiecheng@cindasc.com

肖金德 研究助理

联系电话：+86 10 63081096

邮箱：xiaojinde@cindasc.com

首次覆盖：渗透率提高、新产品拓展驱动业绩快速增长

安居宝调研报告

2012年12月6日

合理估值区间：10.08-11.2元

本期内容提要：

◆ **楼宇对讲：渗透率提升为收入增长提供重要动力。**公司近年来一直在投入营销与服务体系建设，今年还积极推出新的销售模式。我们认为公司营销服务网络建设效果将逐渐显现，预计2012-2014年公司产品渗透率达到15%、17%、19%，能够为公司收入增长提供重要动力。

◆ **停车场管理系统、线缆产品：预计市场拓展进展较快。**公司在停车场系统方面技术领先，而下游客户对安防线缆产品有直接的需求，利用公司在社区安防领域具有的客户资源和销售网络，有望快速打开这两项产品的市场。

◆ **视频监控业务：双管齐下，潜力较大。**公司的视频监控产品一方面可以投入到社区安防应用中，与公司现有的楼宇对讲、智能家居、停车场管理系统相配合为客户提供全方位的安防产品；另一方面可以投入到平安城市建设中。短期来看，视频监控业务在平安城市领域创造收入略高于社区应用，长期能否取得更大的突破有待跟踪观察。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2012、2013、2014年每股收益分别为0.44、0.56、0.71元，目前股价对应的PE分别为19、15、12倍，给予公司2013年18-20倍市盈率，得到每股合理估值区间为10.08-11.2元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

◆ **风险因素：**楼宇对讲产品渗透率提高不及预期；国家推出新的房地产调控政策；新业务推广销售不及预期；限售股解禁。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	243.38	253.22	341.93	491.89	671.10
增长率 YoY %	12.24%	4.04%	35.03%	43.86%	36.43%
净利润(百万元)	63.25	59.19	79.82	101.09	127.34
增长率 YoY %	23.20%	-6.43%	34.87%	26.65%	25.96%
毛利率%	49.69%	47.69%	48.61%	46.35%	45.64%
净资产收益率 ROE%	10.99%	5.83%	7.74%	9.22%	10.51%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.33	0.44	0.56	0.71
市盈率 P/E(倍)	24	26	19	15	12
市净率 P/B(倍)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2012年12月5日收盘价

目录

投资聚焦	1
安防行业正处在快速成长期	2
需求面拓宽，民用安防需求逐渐释放	2
平安城市建设进入深化阶段，支撑行业继续快速增长	3
安居宝：社区安防整体解决方案提供商	4
楼宇对讲：渗透率提升为收入增长提供最大支撑	4
营销网络建设效果逐渐体现	4
房地产回暖也产生积极影响	5
新销售模式有助公司提高市场占有率	8
产品毛利率将维持较高水平	8
停车场管理系统、线缆产品：预计市场拓展进展较快	10
视频监控业务：双管齐下，潜力较大	11
客户全部配备监控产品可达到楼宇对讲规模的 20%	11
以广东作为平安城市建设的切入点	12
智能家居：短期内将继续保持温和增长	13
相关假设及盈利预测	14
未来三年经营情况假设	14
估值与投资评级	15
风险因素	15

图目录

图 1：安居宝正成为社区安防整体解决方案提供商	4
图 2：2012 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品品牌（可视对讲类）	5
图 3：2011 年公司收入分区域占比	6
图 4：东北地区住宅竣工面积预测	6
图 5：华南地区住宅竣工面积预测	6
图 6：华北地区住宅竣工面积预测	7
图 7：西南区住宅竣工面积预测	7
图 8：华东地区住宅竣工面积预测	7
图 9：2009 年楼宇对讲细分产品收入占比	8
图 10：2010 年楼宇对讲细分产品收入占比	8
图 11：2009、2010 年楼宇对讲细分产品毛利率	9
图 12：楼宇对讲产品历史及预测毛利率	9
图 13：普通停车场管理系统示意图	10
图 14：公司车位引导系统	10
图 15：公司自助缴费系统	10
图 16：视频监控规模占比最大	12
图 17：智能家居产品效果图	13

表目录

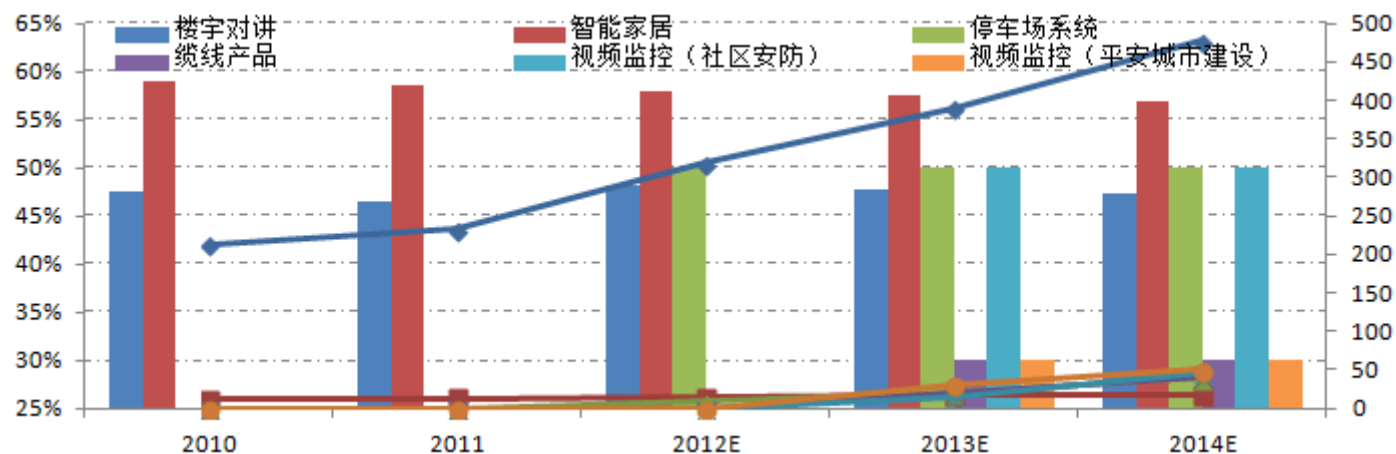
表 1：我国安防行业发展历程	2
表 2：部分城市平安建设进展（截止 2010 年）	3
表 3：楼宇对讲产品毛利率估算	9
表 4：公司主营业务收入预测（单位：万元）	14
表 5：安防行业上市公司估值比较	15

投资聚焦

投资逻辑:

宏观经济增速放缓抑制了软件行业下游需求，行业整体增速有所下降，各个公司业绩分化越来越严重。经过统计筛选，我们发现安防行业内公司在宏观经济下滑的不利局面下实现了较快增长。安居宝正成为社区安防整体解决方案提供商，经过对其各项业务客观、全面地分析，我们认为：除了核心产品市场渗透率提高、收入大幅增长之外，停车场系统、线缆产品、视频监控产品的市场拓展也面临很大的机遇，公司未来几年业绩有望实现快速增长。

产品收入（单位：百万元）和毛利率预测：



有别于大众的认识:

第一，今年前三季度公司营业收入和净利润都大幅增长，其中既有房地产行业增长带来的积极影响，也有公司产品渗透率提高的原因。根据我们的测算，如果剔除产品渗透率的影响，楼宇对讲产品今年同比增速大约有 15.49%，所以今年公司业绩高速增长的关键因素是产品渗透率的提高，这也将成为未来两年公司业绩增长的重要动力；第二，我们对视频监控业务中来自平安城市建设领域的收入估计较为谨慎，主要原因是短期内公司的监控产品和竞争对手差距较大，工作重心更可能在工程施工上，如果未来公司监控产品的研发能够持续加快推进，可以生产丰富的产品，那么将会有更大的机会。

盈利预测与投资评级:

我们预计公司 2012、2013、2014 年每股收益分别为 0.44、0.56、0.71 元，对应目前股价的 PE 分别为 19、15、12 倍，给予公司 2013 年 18-20 倍市盈率，得到每股合理估值区间为 10.08-11.2 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

主要风险：楼宇对讲产品渗透率提高不及预期；国家推出新的房地产调控政策；新业务推广销售不及预期；限售股解禁。

安防行业正处在快速成长期

需求面拓宽，民用安防需求逐渐释放

我国安防行业经历了三十多年的发展，在综合了计算机、网络通信、传感、机电一体化、多媒体等多种技术基础上，形成了门类齐全、技术先进的产业体系，能够提供丰富的产品和广泛的应用，比如各类监控产品、智能停车场管理系统、对讲系统、防盗报警产品等等，安防行业最主要的四个子行业是视频监控、出入口控制与管理、防盗报警和楼宇对讲。

二十世纪八十年代，我国安防行业在沿海省市兴起，最初客户只限定在一些特殊单位或部门，比如故宫、天安门，客户面十分狭窄。随着产品种类逐渐丰富，其应用拓宽至金融、交通、医疗、教育等多个社会经济领域，市场走向规模化，相关法律、标准也逐渐完善。从2003年开始，楼宇对讲、智能家居、停车场管理系统安防产品陆续应用到社区和普通居民家庭，居民日益增长的安全需求给安防行业提供了广阔发展的前景。

表 1：我国安防行业发展历程

发展阶段	时间	发展特点	主要应用领域
起步阶段	1979-1983	国外安防概念进入中国，国内开始研究报警监控产品	非常重要或特殊的单位或部门，如故宫博物院和天安门。
提高阶段	1984-2002	安防产品种类逐渐丰富，市场走向规模化，行业内企业大幅度增长，相关法律、法规及标准的逐步完善带动市场规模迅速扩大	应用到金融、文博、交通、海关、机关、邮政、教育、医疗、工矿企业、公共场所等众多社会经济领域。
快速发展阶段	2003-至今	市场规模迅速扩大，企业大幅度增长，行业内产生了一批有影响力的企业，市场竞争日趋严重，行业出现两极分化，对市场、对技术的重视加强	应用到社区及普通居民家庭。

数据来源：信达证券研发中心

当前我国安防行业正处在快速成长阶段。一方面，在海关、机场、公共场所、金融等传统安防市场稳定增长的同时，物流、交通、能源、林业等新领域应用逐渐拓展开来；另一方面，随着城镇化的继续推进、社会结构的变化，我国社会矛盾日趋复杂，社会治安防控体系建设将继续快速发展，我国居民收入增长加大了人们对安全的消费需求，“民用安防”市场潜力被激发出来。

平安城市建设进入深化阶段，支撑行业继续快速增长

2005年，公安部选择了北京市宣武区、杭州市、苏州市和济南市作为最初四个平安城市建设试点，并在试点的基础上提出了“3111”工程（也就是城市报警与监控系统建设），在全国选择了22个城市作为试点，推动了平安城市建设的步伐。经过几年的平安建设，全国城市报警与监控系统已经初具规模，最早起步省市如浙江、江苏和广东都取得了显著的成效，东部沿海城市基本已经完成二、三期项目建设，其中浙江义乌完成了四期项目建设。

2010年，我国安防行业总产值2300亿元，2005-2010年行业增加值复合增长率达到23%，安防企业达到2万5千家，从业人员120万人。目前产值超过1亿元的安防企业已达到100家左右，产业集中度有了较大幅度的提高。按照安防行业“十二五”规划，到2015年总产值达到5000亿元，年增长率达到20%左右。公安部科技信息化局表示在“十二五”期间，将继续深入推进城市报警与监控系统建设和应用工作，在全国城市地区基本完成报警与监控系统建设，实现对重点地区的全覆盖。

表 2：部分城市平安建设进展（截止 2010 年）

深圳市	已经完成 23 万个监控摄像头建设。
东莞市	已经安装摄像头 12.8 万个。
佛山市	已经安装摄像头接近 10 万个。
杭州市	共建监控点超过 10 万个。
台州市	已经安装摄像头 7.4 万个。
南京市	超过 10 万个监控摄像机
苏州市	超过 10 万个监控摄像机
无锡市	超过 10 万个监控摄像机
成都市	超过 10 万个监控摄像机

数据来源：公开资料，信达证券研发中心

平安建设仍将驱动行业快速增长。首先，东部沿海城市的平安建设将继续深化。以广东省为例，在实施了2008-2010视频监控系统建设三年规划，到2011年底，全省共建成视频监控头110万个，全省90%以上的城市派出所、珠三角地区全部派出所建立了视频监控室。今年5月底，广东省政法委和综治委又推出了2012-2014新的三年视频监控系统建设规划，计划3年内建设96万个监控点，其中一类采集点9.6万个，二类采集点86.4万个，估计总投入将达到300亿元左右。

第二，中西部地区、县市和基层平安建设的崛起也将使平安建设的浪潮持续推进，虽然中西部地区平安城市建设开展较晚，但近两年开始迅猛崛起，内地许多城市都已完成一期工程项目建设，其规模不逊于东部沿海省市，陕西省大同市2010年一年就完成了18900个摄像头的建设安装任务，成都、黄冈等地也投入了巨额的资金。

安居宝：社区安防整体解决方案提供商

安居宝是配套齐全的社区安防系统集成供应商，目前公司是楼宇对讲领域的领先企业，还提供智能家居、停车场管理系统、线缆等一系列安防产品，视频监控产品有望在年底也将投入市场。2011年楼宇对讲产品占到公司总收入的90%以上，是公司的核心产品，智能家居贡献5%左右的收入，公司从今年才开始提供停车场管理系统和线缆产品，视频监控产品也将从年底开始陆续投入市场。

图 1：安居宝正成为社区安防整体解决方案提供商



资料来源：信达证券研发中心

楼宇对讲：渗透率提升为收入增长提供最大支撑

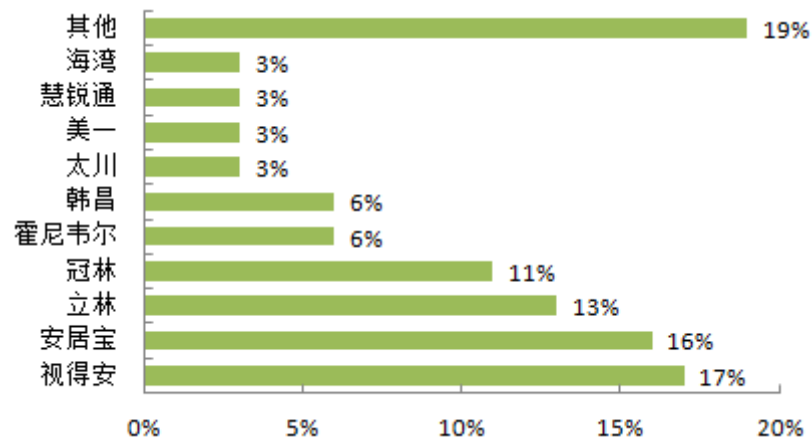
今年前三季度，公司营业收入和净利润分别同比增长37%、38%，其中既有房地产行业增长带来的积极影响，也有公司产品渗透率提高的原因。根据我们的测算，如果剔除产品渗透率的影响，楼宇对讲产品今年同比增速大约有15.49%，所以今年公司业绩高速增长的关键因素是产品渗透率的提升。

营销网络建设效果逐渐体现

楼宇对讲系统在上世纪80年代末在国内开始投入使用。早期以非可视对讲系统为主流产品，市场容量较小，只有广东地区个别厂家生产，用户也集中在广东和其他少数沿海发达地区。随着居民安全需求不断加深，开发商竞争日益激烈，各房地产开发商、工程商不断加大建筑中楼宇对讲系统的采用率，2000年以后开始大量进入省会城市并开始向小城市扩张。

楼宇对讲市场竞争激烈，仅有少数企业具有规模优势。经过20多年发展，不断扩大的市场规模吸引了大量企业进入楼宇对讲行业，在激烈的市场竞争中，安居宝、视得安罗格朗、冠林、立林4家企业代表了一线品牌，市场占有率较大，并具有较高的品牌知名度。行业中大部分企业规模较小，多以模仿为主，产品同质化严重，业务局限在个别区域中。

图 2: 2012 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品品牌 (可视对讲类)



资料来源:《2012 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品品牌测评报告》, 信达证券研发中心

在楼宇对讲领域, 客户较为分散, 单个项目金额较小, 客户最重视的是产品质量以及售中、售后服务, 因此销售网络的建设对收入影响十分突出。公司近年来一直在投入营销与服务体系建设, 截止到今年 6 月底, 公司在全国设立营销服务网点已经超过 110 个, 并配备了专业的营销团队, 大大提高了营销网络的覆盖面。

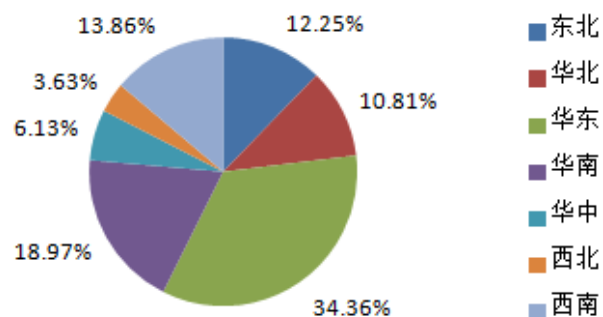
2011 年我国住宅竣工套数达到 721.92 万套, 公司楼宇对讲产品交户数有 90 万套左右, 由此估算出 2011 年公司楼宇对讲产品的市场渗透率达到 12.6%。截止到今年 9 月底, 全国住宅竣工面积 4.06 亿平方米, 按平均每套 100 平米计算 (2011 年全年平均每套住宅面积 99.32 平方米), 前 9 个月住宅竣工套数 406 万套, 结合估计公司产品交户数, 公司产品市场渗透率已经接近 15%。公司营销服务网络体系建设效果逐步显现, 我们预计 2012-2014 年公司产品渗透率达到 15%、17%、19%, 每年有 2 个百分点的提高。

房地产回暖也产生积极影响

公司楼宇对讲产品重点销售市场有北京、上海、天津, 以无锡、南京为重点的江苏省, 以杭州、宁波为重点的浙江省, 重庆市, 以广州、深圳为重点的广东省, 以昆明为重点的云南省, 以济南为重点的山东省, 以合肥为重点的安徽省, 以大连为重点的辽宁省。

由于其中一些城市的房地产数据不够完整, 我们全部选取省份的数据, 将公司业务区域分为华北 (由北京、天津构成)、华东 (由上海、江苏、浙江、安徽、山东构成)、华南 (由广东省代表)、东北 (有辽宁省代表) 和西南 (由重庆和云南构成), 我们先来看看 2011 年公司披露的收入按区域分布 (图 3), 由于楼宇对讲产品占到公司总收入的 92%左右, 可以认为其收入分布基本等同公司总收入分布:

图 3: 2011 年公司收入分区域占比

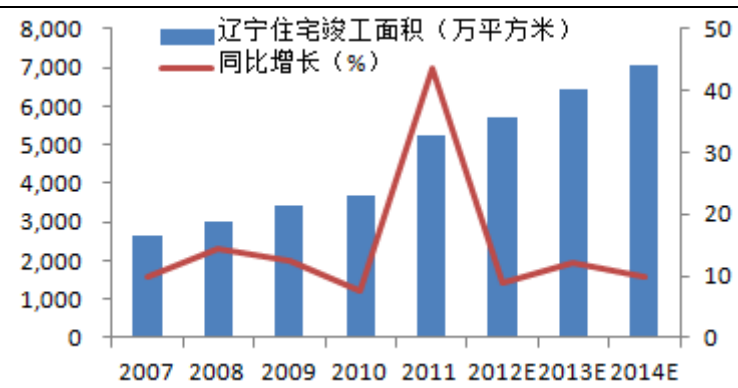


资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

其中华东和华南地区收入合计占到总收入的 50%以上, 是公司业务最为集中的两个地区。而华中和西北地区合计占比不足 10%, 所以我们直接给予这两个地区一定的增速, 下面从我们定义 5 个地区的住宅竣工面积 (图 8-图 12) 来分析房地产对公司产品收入的贡献到底有多大。

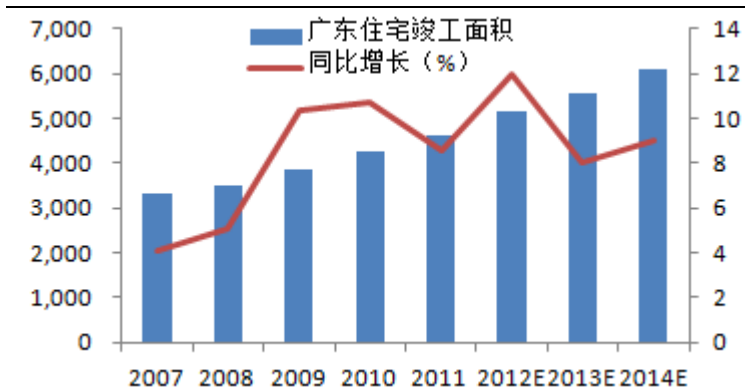
我们以今年前 10 个月住宅竣工面积 (楼宇对讲产品销售、安装工作在房地产开发过程中处于比较靠后阶段, 住宅竣工面积与公司产品相关性最大) 及同比数据为基础, 做出了 2012 年的全年预测数据, 拿 2011 年与 2012 年竣工面积数据做对比。同一地区包含多个省份, 其当年竣工面积同比增速为各省份增速的加权平均, 权重为前一年该省份住宅竣工面积在该地区所占比重。

图 4: 东北地区住宅竣工面积预测



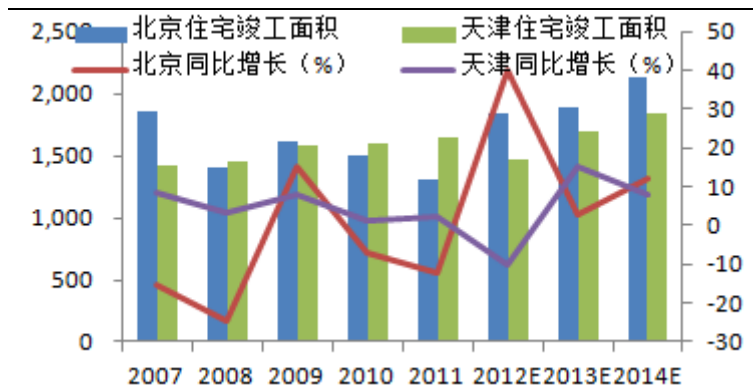
资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 5: 华南地区住宅竣工面积预测



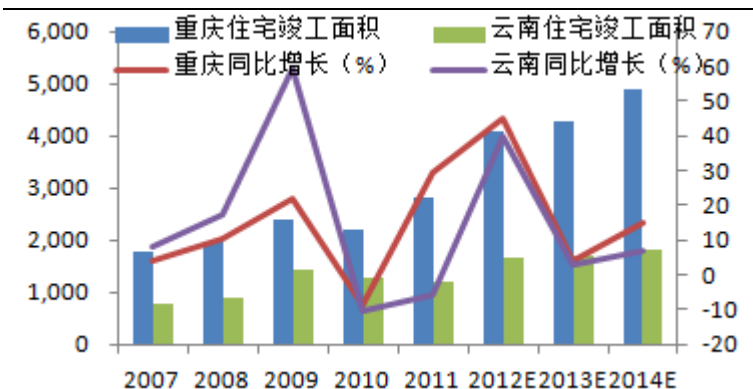
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 华北地区住宅竣工面积预测



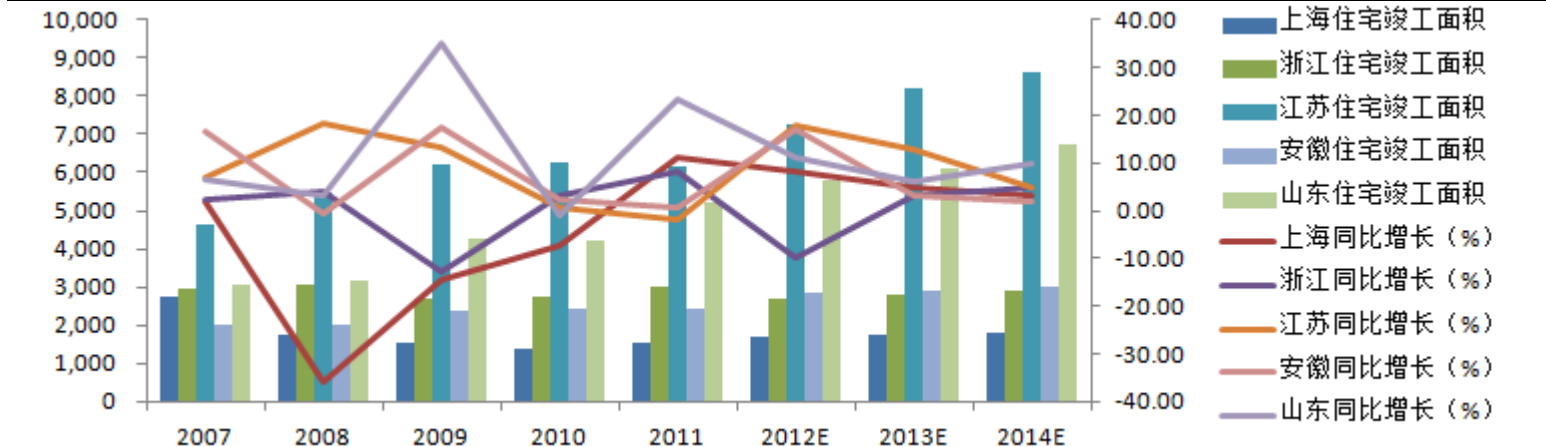
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 西南区住宅竣工面积预测



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 8: 华东地区住宅竣工面积预测



资料来源: wind, 信达证券研发中心

今年华东、华南、华北、西南等区域住宅竣工面积同比增速都要好于去年，这对公司产品销售带来了积极的影响。根据我们的测算，如果剔除产品渗透率的影响，楼宇对讲产品今年收入同比增速大约有 15.49%。

经过以上分析可以发现，今年公司业绩高速增长中既有房地产行业增长带来的积极影响，也有公司产品渗透率提高的原因。而后者起到了更重要的作用，我们认为未来 3 年公司产品渗透率的提高是公司业绩增长的重要动力。

新销售模式有助公司提高市场占有率

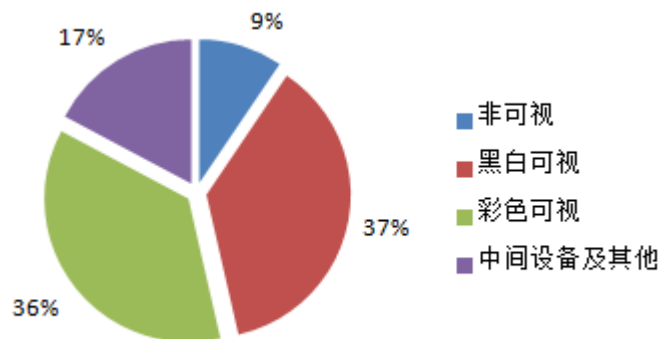
公司在 11 月初在全国范围内启动了“工程合作资金支助计划”：公司的产品几乎是全部是通过工程商安装到楼盘的，公司将与工程商合作，以总包的方式与房地产商签订合同，把公司提供的器材供应到工地，待工程结束后将扣除器材费的余额给回工程商，工程商利润没有变化，省去拿钱买器材的过程。

在楼宇对讲产品工程施工中器材价格占 60-70%，而公司产品的毛利率在 47%左右，产品成本不到工程收款的 40%。在新的销售模式中，收款对象由工程商变为房地产商，公司按工程进度确认收款，在工程商之前获得收入，收款风险并不大。竞争对手不太容易复制该销售模式，一是该模式下需要能够提供地产商需要的所有产品，二是需要足够的资金实力和品牌影响力。在我国经济增速下行和国家信贷政策较紧的大环境下，新销售模式利用公司的行业品牌优势和强劲的资金实力，为资质齐全的工程商提供资金、产品和技术支持，从而达到共赢的目标，也有助于公司扩大市场占有率。

产品毛利率将维持较高水平

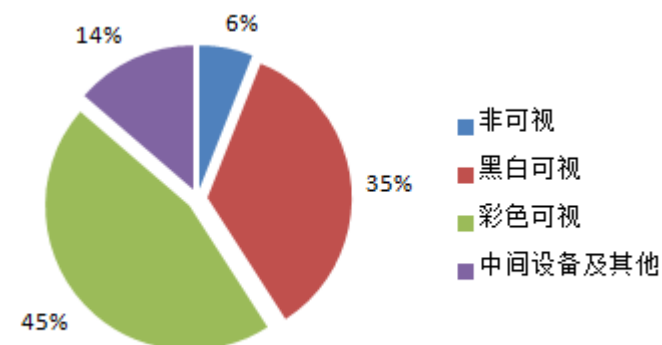
楼宇对讲市场竞争激烈，近年来非可视、黑白可视和彩色可视产品的价格都出现了明显的下降，公司楼宇对讲产品的毛利率却处于较为稳定的水平，我们认为主要有两方面原因：第一，作为楼宇对讲产品的原材料，液晶屏、单板镜头和 IC 芯片价格都有较大幅度的下降，总体来看各类产品毛利下降并不明显，高端产品的毛利甚至出现上升；第二，公司高端产品销售占比不断提高，其毛利率较高，也维持了楼宇对讲产品的综合毛利率水平。

图 9：2009 年楼宇对讲细分产品收入占比



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

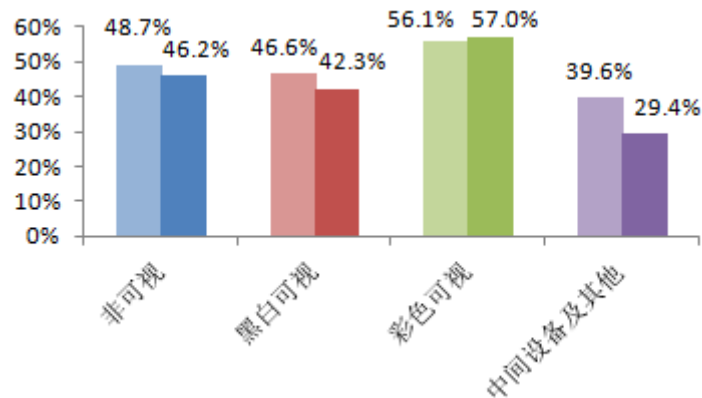
图 10：2010 年楼宇对讲细分产品收入占比



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

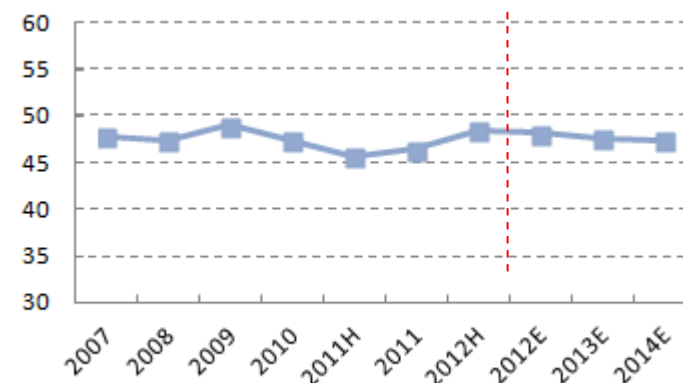
我们认为未来 3 年，公司各类楼宇对讲产品毛利率整体上仍会有所降低，但高端产品销售比重提高是大的趋势，综合来看楼宇对讲产品毛利率下降幅度较小（详细估计见表 3）。

图 11: 2009、2010 年楼宇对讲细分产品毛利率



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

图 12: 楼宇对讲产品历史及预测毛利率



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

表 3: 楼宇对讲产品毛利率估算

		2011	2012E	2013E	2014E
平均价格 (元)	非可视	60	55	52	50
	黑白	240	216	190	165
	彩色	500	450	405	365
平均成本 (元)	非可视	33	31	30	30
	黑白	142	130	120	110
	彩色	210	193	178	164
毛利率	非可视	45%	44%	42%	40%
	黑白	41%	40%	37%	35%
	彩色	56%	57%	56%	55%
	中间设备及其他	28%	27%	25%	25%
销售 比重	非可视	4%	4%	3%	2%
	黑白	33%	31%	29%	25%
	彩色	50%	55%	60%	65%
	中间设备及其他	13%	10%	8%	8%
综合毛利率		46.97%	48.14%	47.65%	47.39%

资料来源: 信达证券研发中心

停车场管理系统、线缆产品：预计市场拓展进展较快

停车场管理领域与楼宇对讲有很大相似之处，从业企业小而散、数量达到上千家，而 2010 年市场规模估计不足 20 亿元。行业整体上还处于发展初期，竞争激烈，多数企业产品单一，客户资源较为匮乏，难以做大做强。目前行业内没有绝对领先的企业，深圳捷顺科技和富士智能是规模较大的两家，庞大的销售网络和完善的售前售后服务是扩大收入规模的重要途径。捷顺科技作为行业标准参与者之一，其品牌影响力较大，有 13 家分公司，全国 100 家左右经销商，销售人员 500 人，2011 年停车场管理系统收入 1.88 亿元。

2011 年 10 月底，公司与广州高堡仕智能科技有限公司共同投资设立了安居宝智能控制系统有限公司，主要从事停车场管理系统、车辆引导系统等产品生产和销售，2011 年 12 月安居宝智能控制系统有限公司收购了广州高堡仕与停车场系统有关的经营性资产，包括商标和软件著作权。

高堡仕成立于 2009 年 9 月，主要经营电子及网络系统：包括门禁控制、考勤系统、停车场管理系统、一卡通系统等产品。在停车场管理系统方面，其车牌自动识别、车位引导、自主缴费等技术具有明显的优势，其产品曾用于中华广场、广州天河城广场、天河体育中心等重要场所。

在技术方面，高堡仕在停车场系统领域技术优势处于领先地位，又具备项目实施经验；在销售方面，以安居宝在安防行业具有的品牌影响力和销售网络，也可以和一线品牌相媲美。假设 2012-2014 年，公司分别建设 160、400、800 个住宅小区（估计占楼宇对讲客户 12.8%、26.2%、42.8%）的停车场管理系统，收入大约为 800 万元、2000 万元、4000 万元。

图 13: 普通停车场管理系统示意图



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

图 14: 公司车位引导系统



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

图 15: 公司自助缴费系统



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

缆线产品方面，2012 年 4 月，公司设立了安居宝光电传输科技有限公司，专门生产开发线缆产品，作为中间传输介质投入到楼宇对讲、视频监控及平安城市建设中。安防工程需要不同器材的间的紧凑配合，传输部分产品的可靠性对于整个安防系统十分重要，因此缆线在安防行业中的重要配套产品。

安防线缆是电线电缆行业的一个细分市场，由于安防行业起步较晚，没有像通信、电力、广电等行业对线缆应用设定标准规范，再加上随着近年来发展迅速，吸引了大量企业加入到安防线缆行业中，一些生产能力、质量控制差的小企业也混迹其中，加剧了行业的竞争。

据不完全统计，2011年国内安防行业电缆产品需求量为40亿左右，而行业内的几百家企业在规模、产品质量存在显著差别。目前多数企业都采用代理商的方式，进行国内市场的销售，而代理商可能同时代理多个厂家的产品，缺乏对品牌的忠诚度，厂家对客户的质量保障承诺难以落实。而有实力的企业更加注重销售和服务模式上的提升，在国内主要城市设立分公司和办事处，保障客户利益。

公司下游客户多为工程商，对安防线缆有直接需求，通过直销的模式公司可以将线缆产品的毛利率30%左右。在社区安防领域，安装调试一个小区的视频监控系统常见的报价在10-30万之间，其中各种线缆占比通常在15%-20%的水平，再加上防盗报警、楼宇对讲等领域的需求，我们假设平均每个小区安防建设中安防线缆需求有4万元，假设2013、2014年分别有500、1000个小区（估计占公司客户的32%、53.5%）在安防建设中购买公司的线缆产品，那么线缆产品收入分别为2000万元、4000万元。

视频监控业务：双管齐下，潜力较大

公司目前正在研发自己的视频监控产品，根据我们的了解，前端模拟产品今年年底将投入市场，而前端数字产品和后端产品预计明年5月份能够面世。公司的视频监控产品一方面可以投入到社区安防应用中，与公司现有的楼宇对讲、智能家居、停车场管理系统相配合为客户提供全方位的安防产品；另一方面可以投入到平安城市建设中。

客户全部配备监控产品可达到楼宇对讲规模的20%

随着社区安全越来越受到人们的重视，社区监控系统应用越来越普及，除了广州、深圳、上海等一线城市外，一些省会城市（比如成都、太原、哈尔滨）也强制要求当地新建小区必须配置视频监控设备。而购买公司产品的客户大多有建设社区监控系统的需求，所以公司利用已有的客户资源将视频监控产品推广到社区安防中。

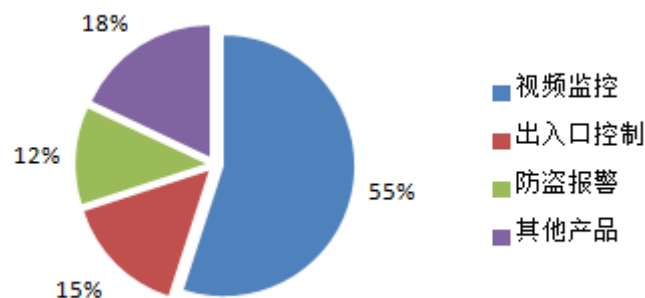
之前已经提到，安装调试一个小区的视频监控系统常见的报价在10-30万之间，通常其中前后端视频监控产品投入占到25%-40%，按5万元估计，仍假设公司楼宇产品销售客户90万套，一个小区有1000套，公司合作小区数大约900个，占到楼宇对讲产品收入（约2.32亿元）的19.4%。但我们认为在社区安防领域，由于公司监控产品13年才投入市场，需要有2-3年的渗透期，我们估计2013、2014年分别有300、900个小区（估计占楼宇对讲客户的19.2%、48.1%）选择公司视频监控产品，社区监控领域可贡献收入1500万元、4500万元。

以广东作为平安城市建设的切入点

平安城市建设给视频监控行业带来了前所未有的机遇，截止到 2010 年，视频监控产品收入规模在整个电子安防产品已经占到 55%，远远领先其他几个子行业。之前我们也已经提到未来 3 年仅广东平安城市建设总投入预计达到 300 亿元，安居宝也在积极的探索，尝试进入平安城市建设市场。

目前公司正与广州奥迪安监控技术有限公司筹划合作工作，奥迪安在平安城市建设上有一定业务和技术基础，承接过广州市海珠区平安城市工程，还有广州火车站、白云机场监控系统的建设经验。由于资金方面的压力，奥迪安也希望借助公司的资源，在平安城市建设中取得长足的发展。

图 16: 视频监控规模占比最大



资料来源:《安防行业十二五发展规划》，信达证券研发中心

在视频监控领域，海康威视和大华股份最有实力，但都以供应器材为主，在项目结构简单的中低端市场，它们往往将直接销售给经销商；对于线路复杂、针对性强的大型项目，大多会由工程商介入，采取工程承包安装的形式。

根据广东省相关部门提出的要求，各地市已经开始规划，预计明年一季度开始陆续进入到招标阶段。广东省内平安城市建设的工程商不到 10 家，有较强实力的企业有金鹏集团、CSST、佳都新太、高新兴，而奥迪安也具有安全技术防范一级资质，如果能够在明年一季度之前完成并购，那么公司就找到了一个很好的切入点进入平安城市建设。

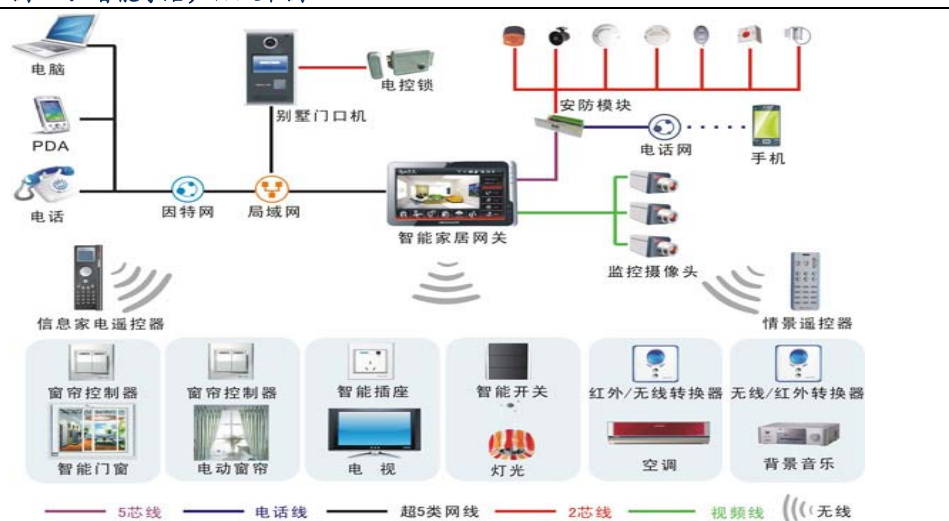
我们预计 2013、2014 年公司在平安城市建设中可以获得 3000 万、5000 万的收入，之所以对公司在该领域的收入估计较为谨慎，主要原因是短期内公司的监控产品和上述几个竞争对手差距较大，而当前各地平安建设几乎都采用 BT 形式，如果将工作重心放在工程施工上，而较少采用自己的产品，资金回报率就会比较低。我们也会持续关注公司在该领域的进展，如果未来公司监控产品的研发能够持续加快推进，那么公司将会有更大的机会。

智能家居：短期内将继续保持温和增长

智能家居产品可以看作楼宇对讲产品的延伸（广义的智能家居包括了楼宇对讲产品），它通过计算机和网络通信技术，将与家居生活各种子系统有机地结合起来，以多种方式实现家电控制、安全防范等功能。

智能家居网关是整个智能家居系统的核心，各种终端设备通过因特网（也可以直接通过局域网）与其连接后，可以对家电、照明、窗帘、音乐、安防等子系统进行一体化控制，实现家居的智能化和信息化，满足人们对安全、舒适、方便的需求。

图 17：智能家居产品效果图



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

从智能家居概念引入国内已经超过 10 年，目前行业内仍没有形成统一的技术标准和规范，各个厂商按照不同的接口标准和协议生产设备，不同设备无法实现互联互通。虽然楼宇对讲企业（安居宝、视得安、冠林）和家电企业（海尔，TCL）都涉足其中，当前行业竞争激烈，但国内多数企业规模较小，在研发和市场推广方面难有很大投入。国外厂商也较为谨慎，并没有对行业起到实质的带动作用。

虽然长期来看，人们高品质生活的需求和数字化技术的发展会给智能家居行业带来很大机遇，但目前我国智能建筑仍处于起步阶段，智能家居用户群主要集中在高端住宅区，且主要分布在东南沿海经济发达区域，尚未进入大规模应用阶段。2011 年公司智能家居产品收入 1288 万元，占总收入 5% 左右。我们认为短期来看，智能家居市场需求难有井喷之势，该产品收入还会保持温和增长。

相关假设及盈利预测

在客观分析了公司各项业务的基础上，我们做出如下判断：公司今年楼宇对讲产品高速增长的最主要原因是产品渗透率的提升，我们预计这将成为楼宇对讲产品未来两年收入增长的重要动力。停车场管理系统和缆线业务也将受益于当前产品的客户资源和营销网络；短期来看，视频监控业务在平安城市领域创造收入略高于社区应用，长期能否取得大的突破有待跟踪观察；智能家居产品仍然保持温和增长。

未来三年经营情况假设

- 1、当前楼宇对讲产品市场集中度较低，随着公司前两年营销服务网点拓展的效果逐渐显现，并配合新推出的销售模式，2012-2014 年公司产品渗透率达到 15%、17%、19%，楼宇对讲产品毛利率分别为 48.14%、47.65%、47.39%，出现小幅下滑；
- 2、公司停车场管理系统和线缆产品借助公司客户资源和销售网络快速推广，2012-2014 年客户中分别有 12.8%、26.2%、42.8% 选择公司的停车场系统；2013、2014 年分别有 32%、53.5% 的客户在社区安防建设中购买公司的线缆产品；
- 3、公司的视频监控产品按计划投产，2013、2014 年客户中有 19.2%、48.1% 购买公司视频监控产品用于社区安防系统建设；而公司在广东省平安城市建设中可以获得 3000 万、5000 万的收入。

表 4: 公司主营业务收入预测 (单位: 万元)

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	
楼宇对讲产品	收入	21,315.11	23,210.40	31,910.59	39,058.91	47,816.64	
	增长率		4.55%	8.89%	37.48%	22.40%	22.42%
	毛利率		47.46%	46.43%	48.14%	47.65%	47.39%
智能家居产品	收入	1,225.49	1,288.71	1,482.02	1,630.22	1,793.24	
	增长率		8.93%	5.16%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		59.09%	58.54%	58.00%	57.50%	57.00%
停车场管理系统	数字化城管			800.00	2,000.00	4,000.00	
	毛利率				50.00%	50.00%	50.00%
缆线产品	总计				2,000.00	4,000.00	
	毛利率					30.00%	30.00%
视频监控业务	社区监控				1,500.00	4,500.00	
	毛利率					50.00%	50.00%
	平安城市建设				3,000.00	5,000.00	
	毛利率					30.00%	30.00%

合计	总收入	24,330.97	25,309.45	34,192.61	49,189.13	67,109.88
	综合毛利率	49.67%	47.67%	48.61%	46.55%	45.94%
	收入增长率	12.21%	4.02%	35.10%	43.86%	36.43%

资料来源：信达证券研发中心

估值与投资评级

我们预计公司 2012-2014 年的营业收入增长率分别为 35.03%、43.86%、36.43%，归属母公司净利润分别增长 34.87%、26.65%、25.96%。2012-2014 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.56 元和 0.71 元。

表 5：安防行业上市公司估值比较

代码	股票名称	股价(元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
			EPS			P/E		
300270.SZ	中威电子	30.31	0.61	0.92	1.32	50	33	23
002236.SZ	大华股份	41.4	0.68	1.16	1.71	61	36	24
300275.SZ	梅安森	21.4	0.74	1.11	1.53	29	19	14
002528.SZ	英飞拓	7.08	0.12	0.14	0.20	59	50	35
600728.SH	佳都新太	8.68	0.13	0.18	0.27	67	48	32
002415.SZ	海康威视	28.11	0.74	1.03	1.40	38	27	20
	均值					51	36	25
300155.SZ	安居宝	8.70	0.33	0.44	0.56	26	19	15

资料来源：安居宝为信达证券研发中心预测，其余公司采用 WIND 一致预期。价格为 2012 年 12 月 5 日收盘价。

我们选取安防行业内的上市公司，通过对比可以发现安居宝的估值水平偏低。当前公司销售网络建设效果逐步体现，停车场系统、线缆产品等新产品有望借此实现市场拓展，视频监控业务未来也有不小潜力。我们给予公司 2013 年 18-20 倍市盈率，计算得到每股合理价值区间为 10.08-11.2 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

风险因素

- 1、楼宇对讲产品渗透率提高不及预期；
- 2、国家推出新的房地产调控政策，影响住宅楼房的施工和销售；
- 3、新业务推广销售不及预期；
- 4、限售股解禁带来的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,013.27	994.69	1,010.45	1,100.43	1,239.27
货币资金	917.31	858.15	839.06	858.91	915.89
应收票据	0.00	1.94	3.42	4.92	6.71
应收账款	39.69	50.95	68.39	98.38	134.22
预付账款	5.14	2.77	5.52	8.29	11.46
存货	45.73	58.32	71.50	107.38	148.43
其他	5.40	22.56	22.56	22.56	22.56
非流动资产	78.37	100.83	126.23	170.13	198.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	26.16	34.79	84.58	88.62	136.92
无形资产	14.02	14.33	23.93	33.32	42.51
其他	38.19	51.71	17.73	48.19	18.95
资产总计	1,091.64	1,095.52	1,136.68	1,270.56	1,437.65
流动负债	72.60	70.76	82.10	113.87	152.34
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	31.26	40.00	48.96	73.53	101.64
其他	21.34	30.76	33.14	40.34	50.70
非流动负债	3.79	4.82	4.82	4.82	4.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.79	4.82	4.82	4.82	4.82
负债合计	76.39	75.58	86.93	118.69	157.16
少数股东权益	0.00	3.10	3.50	4.52	5.80
归属母公司股东权益	1,015.25	1,016.84	1,046.26	1,147.35	1,274.69
负债和股东权益	1,091.64	1,095.52	1,136.68	1,270.56	1,437.65

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	243.38	253.22	341.93	491.89	671.10
同比	12.24%	4.04%	35.03%	43.86%	36.43%
归属母公司净利润	63.25	59.19	79.82	101.09	127.34
同比	23.20%	-6.43%	34.87%	26.65%	25.96%
毛利率	49.69%	47.69%	48.61%	46.35%	45.64%
ROE	10.99%	5.83%	7.74%	9.22%	10.51%
每股收益(元)	0.35	0.33	0.44	0.56	0.71
P/E	24	26	19	15	12
P/B	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.73	22.69	16.61	12.97	10.27

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	243.38	253.22	341.93	491.89	671.10
营业成本	122.45	132.45	175.73	263.90	364.78
营业税金及附加	2.43	2.56	3.42	4.92	6.71
营业费用	37.22	49.02	66.18	86.03	111.84
管理费用	30.37	37.84	52.98	71.52	96.55
财务费用	0.43	-22.01	-25.74	-25.17	-25.77
资产减值损失	0.70	4.34	2.58	4.61	7.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.79	49.02	66.79	86.09	109.39
营业外收入	20.37	16.40	22.51	27.53	33.68
营业外支出	0.01	0.21	0.16	0.16	0.16
利润总额	70.15	65.20	89.14	113.46	142.91
所得税	6.90	6.07	8.91	11.35	14.29
净利润	63.25	59.13	80.22	102.11	128.62
少数股东损益	0.00	-0.05	0.40	1.02	1.29
归属母公司净利润	63.25	59.19	79.82	101.09	127.34
EBITDA	73.02	68.08	92.98	119.06	150.32
EPS(摊薄)	0.35	0.33	0.44	0.56	0.71

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	38.69	47.48	60.35	68.93	91.93
净利润	63.25	59.13	80.22	102.11	128.62
折旧摊销	2.01	2.81	3.84	5.60	7.40
财务费用	0.86	0.06	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-26.93	-18.16	-26.08	-42.98	-50.97
其它	-0.50	3.64	2.37	4.20	6.88
投资活动现金流	-23.13	-29.27	-29.04	-49.09	-34.95
资本支出	-23.13	-29.27	-29.04	-49.09	-34.95
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	818.31	-78.54	-50.40	0.00	0.00
吸收投资	837.90	3.15	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	-20.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	16.26	57.69	50.40	0.00	0.00
现金净增加额	833.86	-60.33	-19.09	19.84	56.98

分析师简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。

计算机行业重点覆盖公司

软控股份 (002073)	远光软件 (002063)	东华软件 (002065)	海隆软件 (002195)
御银股份 (002177)	太极股份 (002368)	广电运通 (002152)	北斗星通 (002151)
数字政通 (300075)	超图软件 (300036)	用友软件 (600588)	同方股份 (600100)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。