

安居宝 (300155.SZ):

一体多翼齐发展, 社区安防是核心

——安居宝调研报告

⑤ 楼宇对讲需求良好, 市场占有率继续提升

当前国内新开工与在施工住宅面积的同比正增长, 是未来几年楼宇对讲系统需求持续的重要保证, 这也为公司社区安防业务提供了良好的发展空间, 每年以 5% 递增的市场占有率能够直接带动公司楼宇对讲系统的出货量 50-60 万套。公司通过与房开商合作关系的巩固, 楼宇对讲系统在 2014 年的商品房竣工中的配套建设中放量。

⑤ 向产业链上游延伸, 有效降低产品成本

利用超募资金设立控股子公司, 能够有效降低安居宝的液晶模组采购成本, 并通过快速的沟通反馈能力保证母公司产品质量与性能处于较高水平。多余的 LCM 产能还可能独立形成销售, 贡献利润。

⑤ 智能家居市场开拓具备先天优势

由于具备广阔的客户基础和稳定的房开商合作关系, 在产品、技术优良的情况下, 以安居宝为代表的安防厂商, 在智能家居的市场竞争中胜出的概率较大。

⑤ 入股奥迪安, 安防工程业务启动

奥迪安目标市场在商务楼宇、室外监控, 是对社区安防业务的补充, 凭借显著的本土优势, 奥迪安有望在广州市视频监控工程和广东省的“慧眼”工程招标中有所收获。

⑤ 智能家居市场开拓具备先天优势

公司第一个咪表项目有望近期落地, 后续有望在广东省内推广开来, 由于其能够为公司提供稳定的现金流, 且回报率较高, 在较长的运营周期内, 有望成为公司又一个新的利润增长点。

⑤ 盈利预测、估值和投资建议

我们测算, 公司 2013-2015 年的营业收入分别为 5.34 亿元、8.63 亿元、13.64 亿元, 归属上市公司股东的净利润分别为 1.10 亿元、1.58 亿元、1.99 亿元, 摊薄每股收益分别为 0.60 元、0.86 元、1.09 元, 当前股价 20.90 元, 对应 2014 年动态 PE 24.30 倍, 继续维持公司“推荐”的评级。

⑤ 风险提示

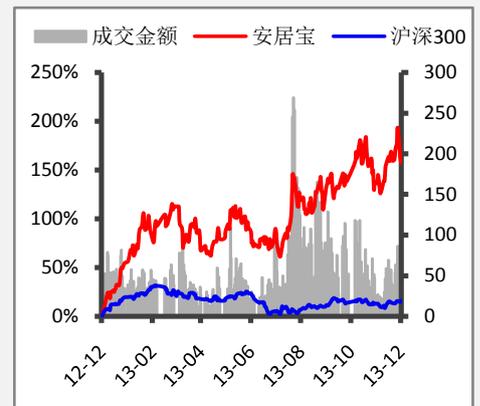
广东省“慧眼”工程低于预期;

房地产行业受政策影响较大, 楼宇对讲产品低于预期;

安居宝 (300155.SZ)

投资评级: 推荐

市场表现 截止 2013-12-04



市场数据	2013-12-04
收盘价	19.87
52周内高	23.80
52周内低	8.15
总市值(百万元)	3635.28
流通市值(百万元)	1147.62
总股本(百万股)	182.95
流通股(百万股)	57.76
每股净资产(元)	5.86

分析师: 张彬

执业证书编号:

分析师: 郑及游

证书编号: S1490512040001

联系人: 张彬

Tel: 010-58566807

Email: zhangbin@hrsec.com.cn

目录

一、公司简介：一体多翼齐发展.....	4
二、社区安防是公司业务的核心.....	4
1、楼宇对讲业务是公司收入的最主要来源.....	4
2、楼宇对讲需求旺盛，份额有望不断提升.....	5
3、销售渠道铺设顺畅，大客户战略明年放量.....	7
4、向产业链上游延伸，有效降低产品成本.....	9
三、社区安防的延伸：智能家居只需向前再走一步.....	11
四、入股奥迪安，安防工程业务启动.....	13
五、咪表停车项目即将落地，有望成为新的利润增长点.....	15
六、系统构架与完善的产业链配套为公司业务拓展保驾护航.....	17
七、盈利预测与投资建议.....	17
八、风险提示.....	18

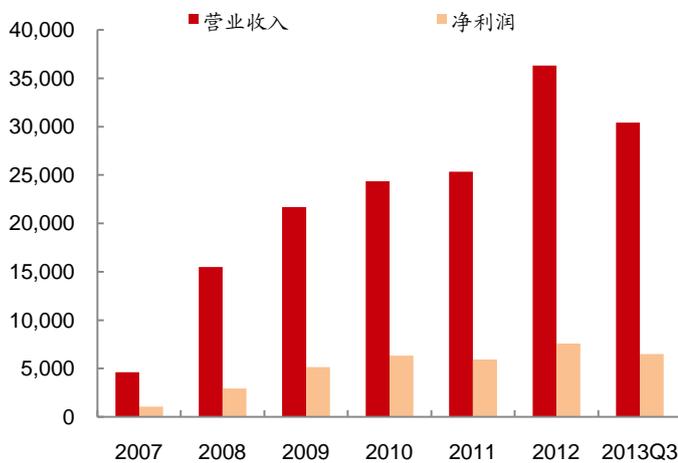
图表目录

图表 1: 公司营业收入及其增长率 (单位: 万元)	4
图表 2: 公司股权结构	4
图表 3: 公司营业收入及其增长率 (单位: 百万元)	5
图表 4: 楼宇对讲系统收入占比已经超过 85%	5
图表 5: 公司楼宇对讲系统的主要应用实例	5
图表 6: 住宅房屋施工面积与开工面积持续增长 (单位: 万平方米)	6
图表 7: 国内竣工住宅套数 (单位: 万套)	7
图表 8: 公司楼宇对讲系统市场占有率目标	7
图表 9: 公司与房开商或工程商合作完成的社区安防项目	8
图表 10: 公司前五大客户的收入占比较低	9
图表 11: 公司楼宇对讲系统的成本结构	10
图表 12: 安居宝对 LCM 模组的采购需求与安居宝电子科技的产能	10
图表 13: 安居宝智能家居解决方案	11
图表 14: 公司楼宇对讲系统市场占有率目标	12
图表 15: 我国智能家居行业蕴藏的潜在市场空间 (单位: 亿元)	13
图表 16: 奥迪安的经营范围	14
图表 17: 广州市慧眼工程与广东省安防摄像头的市场空间	14
图表 18: 奥迪安已经完成的平安城市建设项目	15
图表 19: 安居宝咪表运营系统	16
图表 20: 公司各项业务收入预测 (单位: 百万元)	17

一、公司简介：一体多翼齐发展

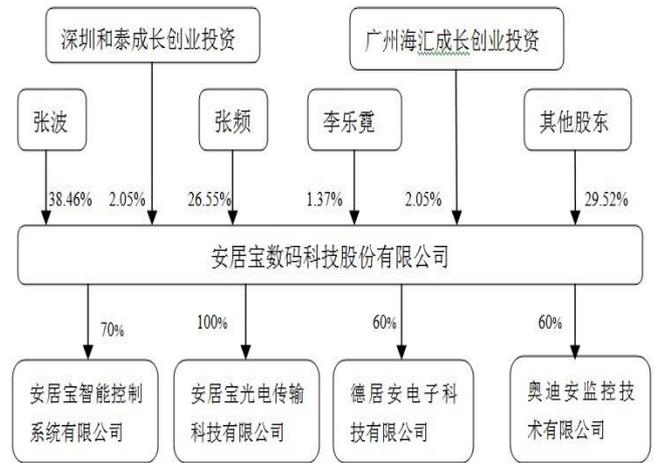
广东安居宝数码科技股份有限公司是一家专业供应社区安防设备的高科技企业。公司以楼宇对讲系统起家，逐步发展成为以社区安防技术研发为主体，集楼宇对讲、视频监控、停车场、专用线缆、智能家居等多重业务共同发展的家庭安防产业集成商。2011年的成功上市，解决了限制公司长期发展的资金短缺和产能不足问题，之后安居宝走上了快速成长的轨道。

图表 1：公司营业收入及其增长率（单位：万元）



数据来源：wind，华融证券市场研究部

图表 2：公司股权结构



数据来源：wind，华融证券市场研究部

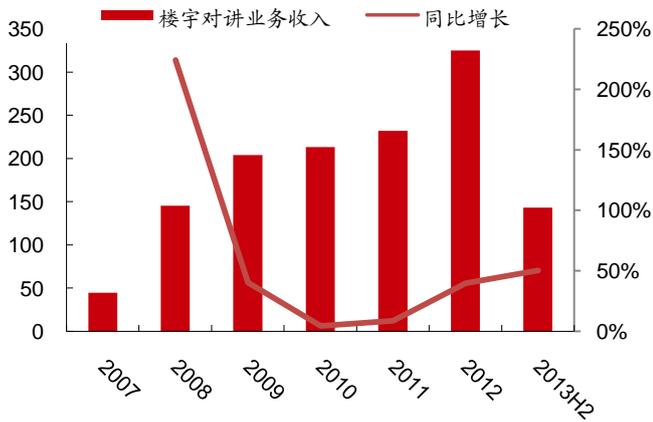
经过多年积累，凭借其较强的自主研发和技术创新能力，以及在产品研发、生产、销售、服务等方面协调发展，已经成为国内社区安防及智能家居领域最重要的集成生产商之一。

二、社区安防是公司业务的核心

1、楼宇对讲业务是公司收入的最主要来源

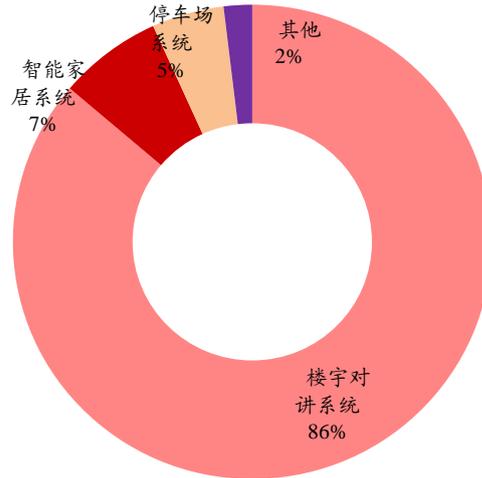
楼宇对讲系统是公司业务收入的主要来源，截止 2013 年上半年，该项业务收入占比超过公司全部营业收入的 85%。

图表 3: 公司营业收入及其增长率 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 华融证券市场研究部整理

图表 4: 楼宇对讲系统收入占比已经超过 85%



数据来源: wind, 华融证券市场研究部整理

图表 5: 公司楼宇对讲系统的主要应用实例

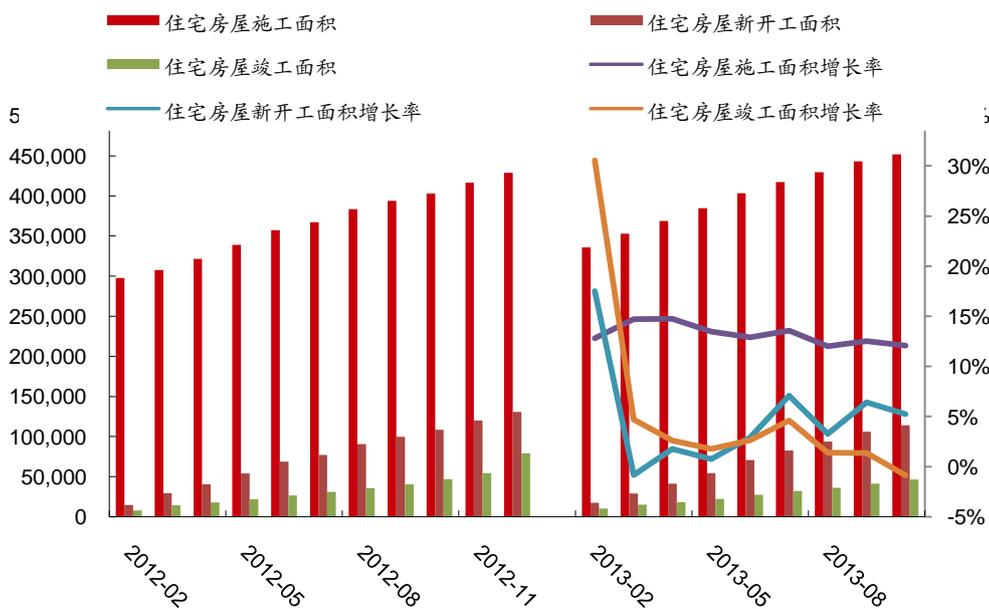


数据来源: 公司公告

2、楼宇对讲需求旺盛，份额有望不断提升

由于公司楼宇对讲产品主要应用于新建住宅小区中，故我们可以从住宅房屋的开工、施工、竣工情况分析公司产品的未来需求情况，数据显示，截止 2013 年 10 月末，我国住宅房屋的施工面积为 45.19 亿平方米，同比增长 12.07%；住宅新开工面积为 11.41 亿平方米，同比增长 5.25%，竣工面积为 4.64 亿平方米，同比小幅下滑 0.85%。

图表 6: 住宅房屋施工面积与开工面积持续增长 (单位: 万平方米)



数据来源：国家统计局，华融证券市场研究部整理

尽管截止 10 月底，国内住宅竣工面积同比小幅下滑，但安居宝公司三季度楼宇对讲系统的收入却继续维持快速增长的态势，这源于公司产品性价比较高带来的市场份额的提升。

按照历史数据分析，在施工、新开工的房屋将会陆续在后续几年中竣工，转化竣工面积，而楼宇对讲系统的安装是房屋竣工之后的配套设施。我们认为，目前新开工与在施工住宅面积的同比正增长，是未来几年楼宇对讲系统需求持续的重要保证，而这也为公司社区安防业务继续快速发展提供了良好的生存空间。

图表 7：国内竣工住宅套数（单位：万套）


数据来源：国家统计局，公司公告

图表 8：公司楼宇对讲系统市场占有率目标

	出货量 (万套)	国内需求量 (万套)	市场占有率
2011	86	722	12%
2012	120	764	15.70%
2013Q3	90	410	21.95%
2013E	170	850	20%
2014E	225	900	25%
2015E	288	960	30%

资料来源：华融证券市场研究部

在市场占有率方面，数据显示，截止 2013 年 3 季度末，我国住宅竣工面积约为 410 万套，公司楼宇对讲系统出货量约为 90 万套，市场占有率约为 22%，略超出公司年初预计的发展目标。而根据公司的业务发展规划，2014 年与 2015 年，其楼宇对讲系统的国内市场占有率将达到 25% 和 30%。如果我们考虑国内住房竣工数量仍然能够维持个位数的同比增长（6%），每年以 5% 递增的市场占有率能够直接带动公司楼宇对讲系统的出货量 50-60 万套。

3、销售渠道铺设顺畅，大客户战略明年放量

经过调研，我们了解到，目前，公司楼宇对讲系统主攻的销售渠道是两个方向，首先，公司和国内一流的房地产开发商都有合作，在他们的商品房中使用安居宝的

楼宇对讲系统。具体合作的方式主要是：首先，在招标采购入围之后，楼盘开盘时，安居宝的楼宇对讲系统会安装在房开商的样板房里面，成为房开商对外实物展示的一个重要方面。而由于业主选择置业的同时，也就意味着选择了与商品房相配套的辅助设施，故在小区竣工后，楼宇对讲的供应商的供应商一般不会更换，而公司与房开商的合作关系也就因此确定了下来。在这种典型的“甲定甲购”类型的合作模式下，公司已经和恒大、碧桂园、万科、保利等国内大型开发商都有比较密切的合作。2013 年，公司从房开商这边确认的收入比较少，原因是目前主要应用在样板房里，明年放量是大概率事件。

图表 9：公司与房开商或工程商合作完成的社区安防项目



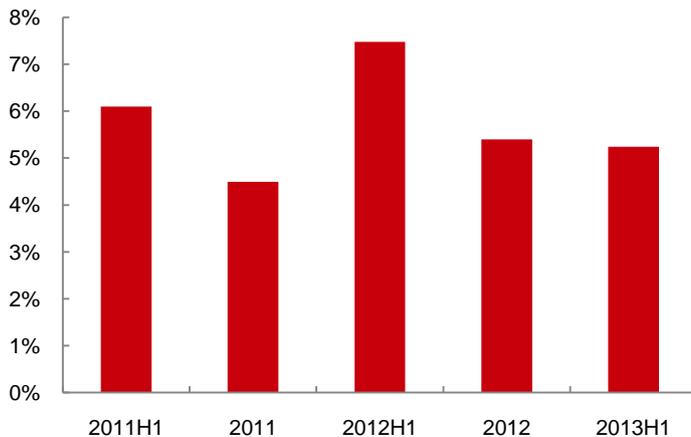
数据来源：公司网站

另外，我们了解到，公司 2013 年已经在恒大地产和保利地产的供应商招标中成功中标，并在近日与恒大地产进行了 2014 年的供应商续签。一般而言，进入供应商采购名单的企业大约 4-5 家，公司正在计划和恒大的其他供应商进行区域划分的谈判，即全国恒大地产的某一个区域（华南区或者华东区）的商品房楼宇对讲系统完全由安居宝供应，这样的区域性排他方案能够有效保证公司出货量与单套定价的稳定。

第二个渠道是和工程集成商合作，实际上，房开商在项目开发过程中，会将部分配套项目交由工程集成商完成，因此，工程集成商也是重点开发的对象。这属于典型的“甲定乙购”的方式，现在这部分收入的占比比较大。“甲定甲购”需要房开商有较好的供应链管控能力，只有恒大、万科等能够做到，而“甲定乙购”的方式比较省事，是中小房地产企业的首选。

正因如此，公司目前前五大客户的集中度并不高，但我们认为，随着公司与房开商合作关系的巩固与完善，2014 年其产品在房开商住宅房屋竣工中放量是大概率事件，其大客户战略带来的集聚与放量效应即将显现。

图表 10：公司前五大客户的收入占比较低



数据来源：公司公告

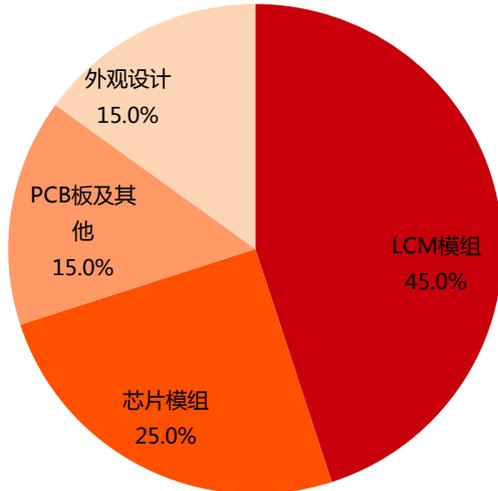
目前，公司在全国范围内有 116 个办事处和销售网点，负责跟踪房开商和工程集成商的工程进度，推广安居宝的产品。实际上，这是一种渠道下沉的做法，做好销售服务链，是公司成长的必要。

4、向产业链上游延伸，有效降低产品成本

分析公司楼宇对讲的成本结构，我们发现，触摸屏（主要是电阻屏）的是产品成本中占比最高的部分，超过 45%，其次是处理器芯片、电缆、元器件等占比是 25%-30%，最后是外观设计等，占比是 30%左右。因此，硬件成本的降低对公司产品价格的下降起到积极推动作用。

但是，公司在实际生产过程中，触摸屏、处理器芯片等核心零部件全部依靠外购来解决，供应商数量大约 3-4 家。而在这样的情况下，公司不但不能够有效控制采购价格，而且来自各个供应商的产品由于引线位置、面板大小等规格的不统一，也给公司客户的现场安装带来效率问题。基于以上原因，充分利用超募资金进行产业链上下游延伸，是公司一直以来思考的问题。

图表 11: 公司楼宇对讲系统的成本结构

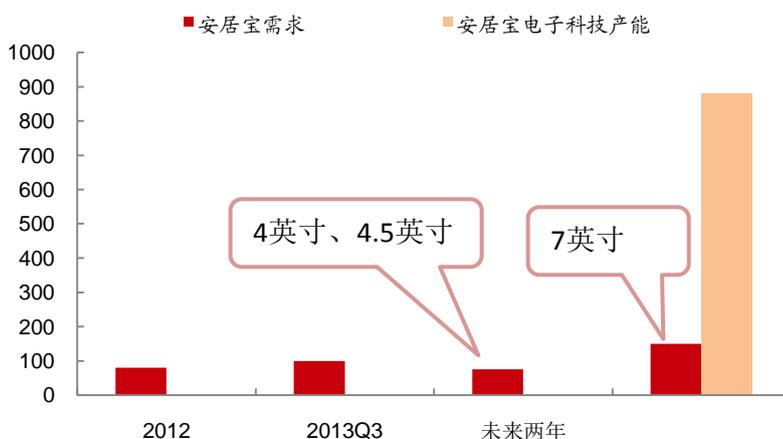


数据来源：华融证券市场研究部

基于以上原因，2013 年 11 月，公司拟出资 4200 万元，与自然人吴怡文、杨伟光共同设立广东安居宝电子科技有限公司，其中安居宝占有 84% 的股权。安居宝电子科技拟建设 4 条全自动生产线，用于生产 3.5 英寸-15 英寸 LCM 显示屏模组，年产量 880 万片，按照 60 元的单价计算，年产值将达 5.28 亿元。另外，在 LCM 良品率稳定的基础上，触控功能也将加入到模组当中去。

按照我们之前的测算，2014 与 2015 年，公司对讲系统的出货量将有望达到 210 万套和 270 万套，并由此带来 LCM 触控显示模组采购量的增加，控股子公司的成立，在全部满足安居宝采购需求的情况下，还能够有效降低母公司的采购成本，并通过快速的沟通反馈能力保证母公司产品质量与性能始终处于较高水平。

图表 12: 安居宝对 LCM 模组的采购需求与安居宝电子科技的产能



数据来源：公司公告

最后，控股子公司多余的 LCM 产能还可以独立形成销售，主要供应于通讯、家电、电子产品、车载系统、仪器仪表等领域，形成新的利润增长点。我们认为，尽管安居宝电子科技有限公司受到生产经验不足等方面的限制，在 LCM 模组的良率提升、市场推广可能存在实际困难，但母公司与子公司之间的相互反馈与沟通交流，有望能够帮助公司快速进入正常运转的轨道，在最短的时间内让产品达到可使用状态。

三、社区安防的延伸：智能家居只需向前再走一步

作为家庭安防对讲产品而言，除了完成必要的防盗、视频对讲功能之外，还可以作为家庭网关来使用，通过无线方式管理家用电器及家居用品，这形成了公司独特的智能家居解决方案。详细来说，就是利用家庭无线射频技术（HomeRF），以住宅为平台，利用计算机技术、网络通讯技术及现代控制技术，将与家居生活相关的灯光、电器、窗帘等设备有机结合起来，并对其进行单独或者集中控制和管理，从而创造出高效、舒适、安全、环保的居住环境。

图表 13：安居宝智能家居解决方案



数据来源：华融证券市场研究部

当前，智能家居解决方案大约分为五类，各类厂商的解决方案特点如下：

图表 14：公司楼宇对讲系统市场占有率目标

	解决方案特点	方案不足	典型代表
IT 厂商	软件和硬件的相结合，软件平台相对较好	需要对家电进行改进	联想、微软
家电厂商	嵌入式技术优势显著，客户基础良好	互联网存在欠缺	海尔、美菱
智能控制厂商	技术与产品上存在优势	渠道铺设成障碍	索博、波创
社区安防厂商	客户资源丰富，嵌入式技术良好	周边产品的开发可能存在障碍	安居宝
互联网厂商	产业后进者，掌握人机交互的信息输入	家居产品组网经验不足	小米、天龙 VHome

资料来源：华融证券市场研究部

比较几类智能家居解决方案的各自优点与不足，我们更加看好以安居宝为代表的社区安防厂商，在智能家居推广过程中胜出的概率。原因如下：

首先，销售渠道方面，公司在对外销售社区安防设备的同时，也将自己的楼宇对讲产品推广到千家万户的生活中，这就为公司后续继续推广基于楼宇对讲系统的智能家居业务奠定了良好的环境基础。

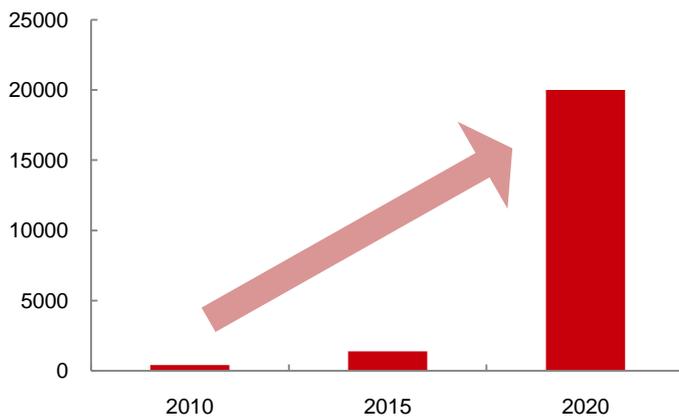
由于房地产开发项目有高端盘、中端盘、刚需盘的分别，故房开商在销售房屋的同时，也无形中将业务按照自身的消费能力与居住需求进行了分类，而安居宝与房开商的合作，可以帮助公司迅速找准自己的目标客户，抓住业务对于智能家居的功能需求。

其次，嵌入式软硬件的组合是安居宝社区安防产品的主要研发方向，嵌入式芯片与软件已经植入在公司楼宇对讲产品中，与家电厂商相比，公司电子控制技术的水平具备同样的竞争优势。

第三，尽管周边延伸产品的开发存在一定障碍，但公司通过在家具家电控制器中添加无线收发模块的方式，以最小的成本与代价解决了无线组网与远程控制的问题。

因此我们认为，在技术、产品、渠道方面，安居宝等社区安防厂商，具备较强的综合竞争能力。目前，公司智能家居业务主要应用在房开商的样板房中作为业务宣传或者市场的初期尝试，2013 年，公司智能家居产品合计完成 2 万套，单套价格是 1000 元左右。预计完成业务收入约 2000 万元。

图表 15: 我国智能家居行业蕴藏的潜在市场空间 (单位: 亿元)

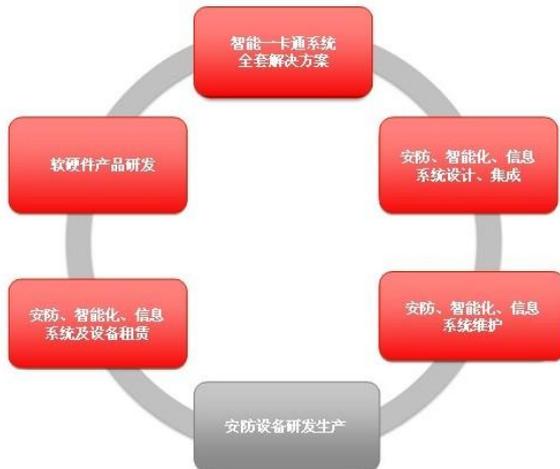


数据来源: 华融证券市场研究部

行业发展前景来看,随着无线互联技术的推广和嵌入式系统的发展,我国的智能家居产业进入一个快速发展的时期。其发展的推动力量来自于多个方面,首先,在政策方面,《家用及建筑物用电子系统通用技术要求》的颁布可以说是智能家居产业的一个规范指引,为整合行业的健康发展奠定了基础;其次,在价格方面,整套配置下来少则几千,多则上万,但实际上与业主家装时动辄几万、几十万的投入相比,这类智能家居产品所占的比例微乎其微,价格已经不再成为智能家居走进普通家庭生活的障碍。研究数据显示,我国 2010 年智能家居市场规模达 420 亿元,预计 2010-2015 年五年市场规模增速将超过 20%,2015 年有望达到 1380 亿元。

四、入股奥迪安,安防工程业务启动

2013 年公司使用 1800 万元的超募资金增资并控股了广东奥迪安监控技术有限公司,以此进入室外安防工程领域。奥迪安的经营范围涵盖视频监控、门禁管理、安全防范、计算机控制应用等系统开发、设备生产及系统集成服务等业务。作为对安居宝母公司社区安防产品的重要补充,奥迪安的目标市场定位在商务楼宇、室外监控、道路监控等领域,恰好与安居宝的目标客户与市场相互错位,而这也是公司布局大安防产业的重要举措。

图表 16: 奥迪安的经营范围


数据来源：公司网站，华融证券市场研究部

从安防行业的发展前景看，未来两年，我国安全监控行业将继续向广度和深度两个维度发展：广度方面，平安城市建设在国内二、三线城市、甚至县、乡、镇、村全面展开，以广东省为例，到 2015 年底，即“十二五”末期，广东全省要新增 100 万个监控图像采集点，除了广州、深圳之外，另有一半的视频监控点分布在中山、佛山等地；深度方面，高清化、智能化、网络化渗透率逐步提升，且是未来行业的发展趋势，由技术创新带动的高附加值产品的渗透率正在增加。

2013 年三季度，广州市政府常务会议审议通过了《广州市社会治安与城市管理智能化视频系统建设规划实施方案》，根据方案当中的指示，广州市拟投资 24.22 亿元，建设 20 万个视频图像采集点，目标是在到 2014 年底，广州市智能化视频系统将实现城市重点目标监控覆盖率达到 80% 以上。因此，自 2013 年四季度到 2014 年末，广州市视频监控摄像头将进入又一个集中采购的高峰。范围放大到广东省，全省规划在目前 116 万个视频监控点的基础上，再增加 96 万个，并由此带来广东省摄像头采购规模的上升。

图表 17: 广州市慧眼工程与广东省安防摄像头的市场空间

	时间点	新增数量	更换数量	平均单价	市场空间
广州市规划方案	2016 年底	20 万个	0	1.2 万元	24 亿元
广东省“慧眼”工程	2014 年底	100 万个	40 万个	1.5 万元	210 亿元

资料来源：华融证券市场研究部

奥迪安当前的经营模式是从海康、大华等厂商外购摄像头、DVR 等产品，承

揽平安城市项目，完成系统集成及后续服务工作。按照公司的规划，随着后续安居宝自己开发的视频监控摄像头分辨率性能的逐步提升，奥迪安将逐步减少外购摄像头的比例，并由母公司的摄像头产品逐步替代外购需求。

广州市视频监控工程的招标工作有望在 12 月份展开，我们认为，在产品与服务质量等同的条件下，作为广州当地的上市公司，奥迪安在招标过程中占有显著的本土优势，同时，公司已经完成的历史工程案例，也将成为公司竞争实力的无形名片，助力公司视频监控业务的长期发展。

图表 18: 奥迪安已经完成的平安城市建设项目

广州荔湾区社会治安视频监控系统 2010 年广州亚运会相关视频监控项目



广州市越秀区社会治安视频监控系统 广州市建设委员会治安视频监控系统



数据来源：奥迪安公司公告，华融证券市场研究部

五、咪表停车项目即将落地，有望成为新的利润增长点

在社区安防的主题下，2011 年公司控股子公司安居宝智能控制系统有限公司收购广州高堡仕智能科技有限公司拥有的与停车场系统有关的经营性资产，进入“停车场系统”经营领域。一年多以来，公司在车辆系统业务中收货颇丰，收入快速增长。目前，公司又在开拓与停车场系统相关的又一项新业务——咪表停车系统。

所谓“咪表”泊车管理，就是采取国际通行的“咪表”计时刷卡收费的方式，

提示车主在占用道路停放车辆时，应有时间观念和缴费意识，以减少机动车对道路的占用时间和空间，提高道路的通行功能。2013 年 12 月 3 日，广州市物价局官网公布了 96 条咪表路段的收费标准，城市道路分三类地区进行收费，最贵为 24 销售 80 元。我们认为，道路咪表系统收费标准的出台，有助整个咪表收费行业的健康发展，这对于推动整个广州地区甚至是广东省的咪表停车系统，都将起到积极作用。

图表 19: 安居宝咪表运营系统



数据来源：公司网站，华融证券市场研究部

我们了解到，公司咪表停车系统的研发工作已经完成，前期的准备工作基本就绪。参考行业普遍的运营规律，我们分析，安居宝咪表系统未来可能采用类似 BO 的模式运营：即公司与当地交通管理部门共同出资成立咪表运营公司，负责整个系统的运营；而安居宝公司需要在前期的咪表设备安装过程中垫付资金，将合同存续期间咪表系统的缴费收入按比例分成作为公司的平台运营收入和设备垫资的补偿。

我们预计，在 2014 年一季度，公司第一个咪表项目有望落地，结合公司的本土竞争优势，公司首个咪表系统项目可能会在广东某个城市或者区域展开。由于其能够为公司提供稳定的现金流，且回报率较高，在较长的运营周期内，有望成为公司又一个新的利润增长点。

六、系统构架与完善的产业链配套为公司业务拓展保驾护航

综合以上讨论，安居宝公司以社区安防为业务发展的大方向，在楼宇对讲系统等传统业务的基础上，逐渐衍生出智能家居、社区停车场系统、咪表停车系统、安防视频监控等多个业务领域，并正在努力拓展下游客户与收入规模，有望成为公司业绩增长新的驱动力。我们认为，公司多项业务蓬勃发展的基础，是其产品嵌入式系统构架和完善的产业链配套，具体而言，包含以下几个方面：

首先，安居宝楼宇对讲客户端与管理端的设计核心是基于 LINUX 系统的嵌入式软硬件组合，这充分利用了 LINUX 系统稳定性强、软件开发拓展性强的特点，并可根据需要随时拓展系统软件的功能；而 TCP/IP 传输协议，在满足信息传输稳定可靠的前提下，可以大大简化了系统节点布线的复杂性，并可以很顺利的拓展到多用户、智能家居的应用领域。以上这些都是公司产品与同行业竞争对手产品差别的核心所在，也是公司技术研发部门多年来积累的结晶；

第二，为了更好的发挥安防设备的性能，公司自己开发了专门用于安防设备节点间连接的专用线缆，其核心思想是将数据、语音、视频等信号分多个通道传输，并综合在一根线缆内。公司专用线缆产品，是与其安防系统的生产与销售相互配合的，在减少布线长度、节约布线成本的同时，提升网络的可靠性。

第三，无论是安居宝电子科技有限公司的设立，还是组织专业人员进行视频监控摄像头产品的开发，都表明公司要完善产品线，并向产业链上下游延伸的决心。按照公司的规划，摄像头产品性能提升后，将直接对奥迪安公司销售，并逐步替代海康、大华在公司供应链中的份额，而产业链上下游的延伸，将进一步降低公司的采购成本，有助于维持毛利率的在较高水平。

七、盈利预测与投资建议

在讨论公司各项业务的基础上，我们对公司的业务收入做出以下预测：

图表 20：公司各项业务收入预测（单位：百万元）

		2012A	2013E	2014E	2015E
楼宇对讲系统	营业收入	324.83	433.30	538.64	681.92
	营业成本	168.65	229.65	288.17	368.24
	毛利率	48.08%	47.00%	46.50%	46.00%
智能家居系统	营业收入	18.08	28.98	49.29	88.17
	营业成本	8.78	14.20	24.65	45.85
	毛利率	51.43%	51.00%	50.00%	48.00%

停车场系统	营业收入	11.18	19.28	49.51	87.65
	营业成本	6.77	11.76	30.70	54.34
	毛利率	39.45%	39.00%	38.00%	38.00%
其他	营业收入	9.1	12.0	15.0	19.0
	营业成本	4.75	6.48	8.1	10.26
	毛利率	47.79%	46.00%	46.00%	46.00%
安防系统工程	营业收入	0.0	40.0	145.0	288.0
	营业成本	0	25.6	92.8	184.32
	毛利率	0.00%	36.00%	36.00%	36.00%
城市咪表系统	营业收入	0.0	0.0	5.0	9.0
	营业成本	0.0	0.0	2	3.6
	毛利率	0.00%	0.00%	60.00%	60.00%
液晶显示模组	营业收入	0.0	0.0	60.0	190.0
	营业成本	0.0	0.0	52.2	167.2
	毛利率	0.00%	0.00%	13.00%	12.00%
合计	营业总收入	363.18	533.56	862.44	1363.74
	营业总成本	188.95	287.69	498.61	833.81
	综合毛利率	47.97%	46.08%	42.19%	38.86%

资料来源：华融证券市场研究部

我们测算，公司 2013-2015 年的营业收入分别为 5.34 亿元、8.63 亿元、13.64 亿元，归属上市公司股东的净利润分别为 1.10 亿元、1.58 亿元、1.99 亿元，摊薄每股收益分别为 0.60 元、0.86 元、1.09 元，当前股价 20.90 元，对应 2014 年动态 PE 24.30 倍，继续维持公司“推荐”的评级。

八、风险提示

广东省“慧眼”工程低于预期；

房地产行业受政策影响较大，楼宇对讲产品低于预期；

资产负债表 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,013.0	1,086.5	1,377.6	1,840.4
现金	823.8	836.7	944.9	1,148.6
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	4.6	5.4	9.9	14.8
应收款项	68.6	99.1	166.7	257.6
其他应收款	4.0	6.6	10.8	16.6
存货	84.5	119.5	216.2	360.3
其他	27.5	19.2	29.2	42.6
非流动资产	226.1	240.0	254.6	258.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	139.4	163.0	189.9	189.3
无形资产	27.3	34.1	40.1	47.8
其他	59.4	42.8	24.5	21.8
资产总计	1,465.1	1,566.5	1,886.8	2,358.3
流动负债	207.8	184.8	322.6	569.4
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	52.7	80.1	142.8	234.4
预收账款	23.9	28.9	37.4	69.7
其他	131.2	75.8	142.4	265.4
长期负债	10.0	10.6	19.4	32.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	10.0	10.6	19.4	32.6
负债合计	217.7	195.5	342.0	602.0
股本	180.0	183.0	183.0	183.0
资本公积金	714.8	714.8	714.8	714.8
留存收益	123.9	230.9	390.9	598.7
少数股东权益	2.7	2.3	1.6	0.8
母公司所有者	1,018.7	1,128.7	1,288.7	1,496.5
负债及权益合	1,239.1	1,326.5	1,632.2	2,099.3

现金流量表 单位: 百万元

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金	63.2	30.2	122.2	202.5
净利润	75.3	109.7	159.2	207.0
折旧摊销	7.0	26.3	31.9	35.6
财务费用	0.0	-20.8	-22.3	-26.2
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-16.7	-84.9	-53.5	-23.9
其他	-2.4	-0.1	6.8	9.9
投资活动现金	-59.8	-38.7	-45.0	-38.2
资本支出	-59.8	-38.7	-45.0	-38.2
其他投资	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金	-66.5	21.4	31.0	39.4
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-21.2	0.0	0.0	0.0
股利分配	-50.4	0.0	0.0	0.0
其他	5.1	21.4	31.0	39.4

利润表

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	363.2	533.6	862.6	1,364.0
营业成本	189.2	287.7	498.7	833.9
营业税金及附加	3.5	5.3	8.6	13.5
营业费用	63.7	80.0	103.5	163.7
管理费用	57.5	74.7	103.5	150.0
财务费用	-23.2	-20.8	-19.5	-16.1
资产减值损失	2.6	1.4	8.3	11.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	69.9	105.2	159.5	207.2
营业外收入	17.1	17.9	17.1	17.4
营业外支出	0.2	0.2	0.2	0.2
利润总额	86.7	123.0	176.4	224.3
所得税	11.4	13.3	19.6	26.2
净利润	75.3	109.7	156.8	198.1
少数股东权益	-0.4	-0.4	-0.7	-0.8
归属母公司净利润	75.8	110.0	157.5	198.9
EPS (元)	0.42	0.60	0.86	1.09

主要财务比率

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
同比增长率				
营业收入	4.0%	43.5%	46.9%	61.6%
营业利润	-2.7%	44.3%	50.5%	54.2%
净利润	-7.4%	28.7%	45.6%	45.2%
盈利能力				
毛利率	47.7%	47.9%	46.1%	42.2%
净利率	23.1%	20.7%	20.6%	18.5%
ROE	5.8%	7.4%	9.7%	12.4%
ROIC	16.2%	18.3%	19.6%	22.4%
偿债能力				
资产负债率	6.9%	17.6%	14.7%	21.0%
流动比率	14.06	4.88	5.88	4.27
速动比率	13.22	4.46	5.23	3.60
营运能力				
资产周转率	0.23	0.29	0.40	0.53
存货周转率	2.27	2.24	2.41	2.31
应收账款周转率	4.79	4.96	5.10	4.88
每股资料 (元)				
每股收益	0.33	0.42	0.60	0.87
每股经营现金	0.26	0.37	0.17	0.67
每股净资产	5.65	5.66	6.17	7.04
每股股利	0.32	0.28	0.00	0.00
估值比率				
PE	64.91	51.00	35.61	24.50
PB	3.79	3.78	3.47	3.04

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

张彬, 在此声明, 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, 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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真: 010-58568159 网址: www.hrsec.com.cn