新股研究报告

信息技术

英飞拓 (002528.SZ)

合理价值区间价 45.7-53.2 元

2010 年 12 月 10 日

股票数据

总股本/流通 A 股（百万股）	147/37
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
上证综指/深圳成指	2810.95/12353.27
发行股本（百万股）	37

分析师： 段迎晟

电话 0755-82130761

E-mail duanyingsheng@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030013

联系人：黄磊，CFA

电话 0755-82151833

E-mail huanglei@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资价值分析

以研发和营销为依托的中高端安防电子产品供应商

- **以研发和营销为依托的中高端产品定位保障高成长、强盈利能力**

  公司是国内为数不多的中高端安防电子产品供应商。其主要产品构成为前、后端视频监控系统，传输类产品及出入口控制产品。公司在其收入贡献最大的快球、矩阵、及光端机市场占有率分别以 5.3%,12.6%及 8.5%占据第一、第一及第二位。公司依托技术优势，完善的销售网络，以及多年积累的中高端品牌效应，取得了下游客户对其相较国内其他竞争品牌同类产品更高的定价的认可。综合毛利率明显高于行业平均水平，2009 年的综合毛利率高达 59%。

- **国内安防电子产品市场前景广阔**

  安防电子产品广泛应用于公安、交通、水利、金融、电力等需求旺盛的行业。国内安防电子行业于近年进入高速发展阶段，预计未来五年，我国安防电子市场年复合增长率将达到 13.8%，2013 年市场规模将达 516.9 亿元。行业整体集中度不高，公司品牌具有竞争优势。

- **国内外业务并重；募投项目集中突破产能瓶颈，拓展营销网络。**

  公司是国内为数不多的在海外安防市场形成一定营收规模的企业。2009 年海外主要项目销售额达到 690 万美元。公司募投项目主要用于突破产能瓶颈(计划产能扩张 186%)、拓展营销服务网络及提升研发能力。

- **风险提示**

  市场拓展及产能消化风险，市场竞争风险，收入季节性波动风险

- **合理估值区间 45.7-53.2 元**

  预计公司未来 3 年净利润复合增长率达到 50%，2010-2012EPS 分别为 0.83、1.52、2.09 元。综合考虑可比公司当前估值水平及公司的成长潜力，我们认为发行的合理估值区间 45.7-53.2 元，对应 2011 年市盈率为 30-35 倍。可比上市公司 11 年市盈率为 37 倍。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	315	377	507	792	1181
(+/-%)	13.3%	19.5%	34.6%	56.2%	49.1%
净利润(百万元)	58	80	122	224	307
(+/-%)	-12.6%	38.9%	52.5%	83.0%	37.3%
每股收益（元）	0.52	0.73	0.83	1.52	2.09

内容目录

内容目录 2
图表目录 3
估值与投资建议 4
绝对估值法：47.2 元 4
相对估值法：45.7-53.2 元 4
投资风险提示 5
以研发和营销为依托的中高端安防产品供应商 5
以研发和营销为依托的中高端产品定位保障高成长、强盈利能力 5
行业集中度不高；公司品牌竞争优势突出 8
股权结构和本次发行概况 10
国内安防行业步入全面成长期；旺盛下游需求提供行业广阔成长空间 11
国内电子安防市场预计未来三年实现 14%年复合增长 11
视频监控市场下游需求旺盛 12
公司竞争力及未来增长点分析 13
中高端品牌+营销网络是公司的主要核心竞争力 13
新客户、新领域、新区域发展带来公司未来增长点 13
业绩预测 14
募投项目分析 14
收入与业绩预测 15
附表 1：财务预测与估值 16
国信证券投资评级 17
免责条款 17

图表目录

图 1: 营收成长假设 4
图 2: DCF 估值敏感度分析 4
图 3: 可比公司相对估值参数 5
图 4: 视频监控环节关系结构图 6
图 5: 公司主营产品构成：视频频监控系统，光端机，门禁系统 6
图 6: 公司国内外代表项目一览：产品广泛应用于各下游领域 7
图 7: 公司综合毛利率明显高于行业平均水平，且呈逐年提升态势 8
图 8: 国内安防电子市场分布格局 8
图 9: 国内快球市场份额（2008） 10
图 10: 国内快球市场容量预测 10
图 11: 国内矩阵市场份额（2008） 10
图 12: 国内矩阵市场容量预测 10
图 13: 国内光端机市场份额（2008） 10
图 14: 国内光端机市场容量预测 10
图 15: 公司股权结构变化 11
图 16: 中国安防电子市场规模预测 2005-2013E 12
图 17: 中国视频监控应用下游行业 12
图 18: 全球视频监控市场增速预测 13
图 19: 国内视频监控市场容量预测 2010-2014 复合增长 23% 13
图 20: 公司募投项目投资计划(万元） 14
图 21: 公司募投项目达产后销量及市占率预测 14
图 22: 公司募投项目产能扩张计划（台） 15

估值与投资建议

绝对估值法：47.2 元

我们采用标准的三阶段 DCF 模型从公司的内在价值上探寻公司的合理估值。预计公司在 2011 年后，随着高端产品加速成长及新产品服务的推出，迎来新一轮高速发展。出于谨慎的目的，我们假设最后几年增长率逐步下降。

图 1: 营收成长假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入增长率	13.32%	19.55%	34.55%	56.24%	49.15%	42.83%	34.14%	30.00%
营业成本/营业收入	47.00%	41.56%	42.01%	43.20%	43.85%	44.72%	45.97%	47.50%
管理费用/营业收入	19.06%	18.55%	17.80%	16.00%	15.90%	15.70%	15.50%	15.30%
销售费用/销售收入	12.71%	16.36%	16.10%	15.00%	14.90%	14.40%	14.20%	14.00%
所得税税率	12.30%	8.63%	7.50%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

我们的 DCF 基本假设如下：

1） 我们假设行业 beta 为 1.0

2） 我们采用 9%的基准折现率(2.5%的无风险利率及 6.5%的风险溢价)

3） 我们认为随着公司规模的逐步提高和产业的不断成熟，公司的成长将逐步和下游公司的成长接近。我们由此认为采用 2019 年后 2%的永续成长率较为合理。

考虑到折现率(WACC)及永续成长率(Tg)的可能变化对公司估值的影响，我们在下表中提供了基于这两个参数的敏感度分析。在 WACC 和 Tg 由于宏观因素出现 0.5%波动的情况下，公司估值区间为 41.7-54.7 元。

图 2: DCF 估值敏感度分析

	WACC 变化 0.5%				
Tg 变化 0.5%	8.0%	8.5%	9.01%	9.5%	10.0%
3.5%	70.75	62.80	56.35	51.03	46.56
3.0%	65.09	58.36	52.80	48.14	44.19
2.5%	60.46	54.66	49.79	45.67	42.13
2.0%	56.60	51.52	47.21	43.52	40.33
1.5%	53.33	48.83	44.98	41.65	38.74
1.0%	50.53	46.50	43.02	39.99	37.32
0.5%	48.10	44.47	41.30	38.52	36.06

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：45.7-53.2 元

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.92、1.29、1.82 元。未来 3 年 EPS 复合增长率为 50%。综合考虑公司所处行业同类公司目前平均估值水平（2011 年 37 倍）及公司的成长性，我们认为发行合理价位在 2011 年 30-35 倍的市盈率。

我们采用 A 股上市的安防类公司作为相对估值可比对象。可比公司对应 2011 年平均市盈率为 37 倍。

图 3: 可比公司相对估值参数

代码	公司名称	股价	EPS			PE		
		2010/12/06	2009	2010	2011	2009	2010	2011
002415	海康威视	90.00	1.57	1.98	2.67	57	45	34
002236	大华股份	86.40	1.75	1.61	2.28	49	54	38
002214	大立科技	38.09	0.45	0.67	0.98	84	57	39
	算术平均 PE					63	52	37

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

投资风险提示

1） 市场拓展及产能消化风险

公司募投计划产能扩张 186%，如果市场的拓展情况不尽如人意，存在产能消化风险。

2） 国际化经营风险

公司具有一定的海外市场，经营海外子公司受国际环境及资源分散等因素影响。存在一定的经营风险。

3） 收入季节性波动风险

行业客户通常集中在上半年制定采购计划、审核、招投标、签订合同。项目招投标到销售合同签订通常需要 3 个月的时间。客户年度资本开支主要集中在下半年。由此造成公司下半年尤其四季度收入比重大。一旦客户投入时间发生延迟，公司的收入稳定性会受到不利影响。

4） 市场竞争风险

国内安防电子市场集中度较低，国内外第一集团竞争对手实力相当。在市场不断整合的过程中，存在竞争加剧的风险。

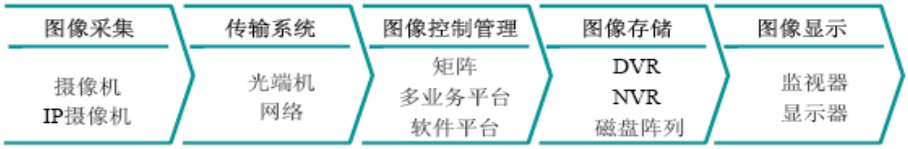
以研发和营销为依托的中高端安防产品供应商

以研发和营销为依托的中高端产品定位保障高成长、强盈利能力

公司是国内为数不多的中高端安防电子产品供应商。其主要产品构成为前、后

端视频监控系统，传输类产品及出入口控制产品。三大类产品 2009 年分别贡献 82.7%,17.0%,及0.3%的营业收入。公司 2009 年营收/净利润规模达到3.77亿/8017万元，相应同比增长 20%/39%。

图 4: 视频监控环节关系结构图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司产品广泛应用于公安、交通、水利、金融、电力等行业领域；在民用社区领域也有应用。同时公司也是为数不多的在海外安防市场形成一定营收规模的企业。2009 年海外主要项目销售额达到 690 万美元。

图 5: 公司主营产品构成：视频频监控系统，光端机，门禁系统

大类	小类	产品细分	产品示例	说明/特点	营收占比2009	销量（台）	产能利用率	毛利率(综合58.66%)
视频监控系统	前端视频采集设备	快球		精密云台、解码器以及一体化摄像机集成一起，实现了体积小、转动速度快，360 度旋转无视场盲角的快速球型摄像机，简称快球	30.9%	18932	97%	50.1%
		摄像机		获取监控现场图像的前端设备，它以CCD 图像传感器为核心部件，外加同步信号生成电路、视频信号处理电路及电源等组成。摄像机性能直接决定视频监控系统的图像质量	16.4%	50942	95%	49.8%
		云台摄像机		云台摄像机集解码器、快速云台和护罩于一体，内置大倍数光学变焦镜头和高性能摄像机。具有监控范围广、距离远、图像清晰、灵敏度高、动态范围宽、高信噪比和超低照度的特点，适用于城市治安监控和高速公路监控等对监控要求较高的场所。	6.3%	2621	95%	53.9%
	后端视频处理设备	矩阵及辅助设备		矩阵的基本功能是将视频图像从任意一个输入通道切换到任意一个输出通道，实现通过少量监视器以巡视方式观察大量摄像机图像的目的	23.2%	1572	99%	79.4%
		DVR		DVR 即Digital Video Recorder——数字视频录像机，由于DVR 存储介质是计算机硬盘，因此又被称为数字硬盘录像机	5.2%	2500	83%	53.9%
		视频管理软件		视频管理软件是综合模拟视频矩阵管理控制、DVR 管理控制和网络视频管理控制，并且具备与门禁控制集成联动功能。	NA	NA	NA	NA
传输类产品		光端机		光端机是将视、音频信号、控制数据、开关量信号和以太网信号等变成光信号并通过光缆传输，在接收端进行信号还原的设备。可以实现远距离、大容量、高保密性的传输视频、数据、音频等信号，是目前大型视频监控系统中远距离视频、数据传输的高质量、低成本设备解决方案	17.0%	33612	99%	57.5%
出入口控制产品		门禁系统		门禁是通过读取卡片、密码、指纹等方式，实现对建筑物内的主要管理区、出入口、电梯厅、主要设备控制中心机房、贵重物品的库房等重要部位的人员出入管理	0.3%	NA	NA	65.7%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所；注：图中数据均为 2009 年数据

由于大多数安防电子企业直接面对的客户是以销售商、工程商、集成商为主的中间商，以技术和完善的营销网络为依托的品牌成为了行业竞争的最核心实力。公司积极采用专注研发与营销环节、部分工序自行设计后委托外协加工的“哑铃型”经营模式，逐渐建立的自己的品牌，并由而获得了高利润的市场回报。公司成为国内行业内为数不多的同时在海内外市场具有一定品牌知名度和产品渗透的企业

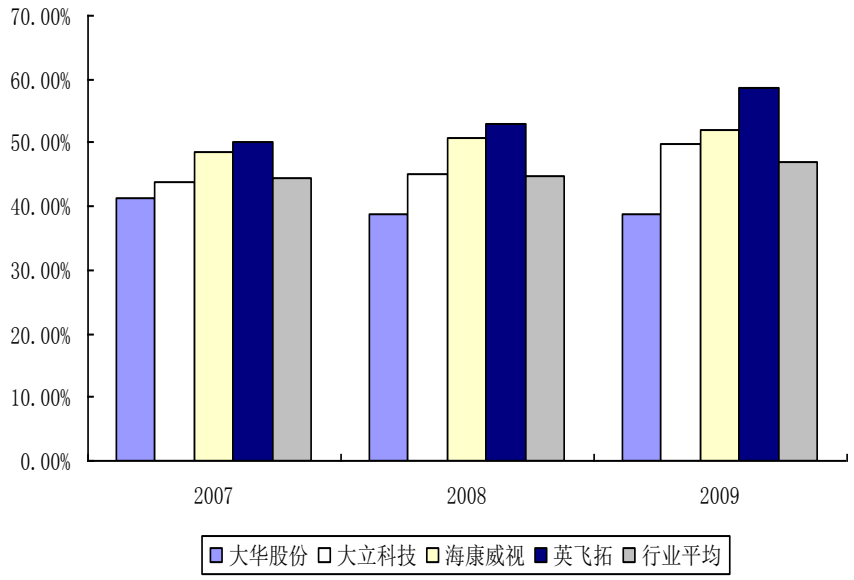
图 6: 公司国内外代表项目一览：产品广泛应用于各下游领域

项目类别	代表项目
国际（2009 年下列国际项目销售额 690.44 万美元，9 家单个项目超过 30 万美元）	
港口	美国迈阿密(Miami)港、美国洛杉矶(Los Angeles)港、美国伊丽莎白港(Elizabeth)监控系统
地铁	美国洛杉矶城市地铁、土耳其伊斯兰堡城市地铁监控系统
展览中心	全球最大会展中心——阿联酋(Abu Dabi)会展中心监控系统
学校	美国佛罗里达州公立学校、沙特阿拉伯国立科技大学监控系统
机场	泰国曼谷国际机场、迪拜(Dubai)国际机场、科威特(Kuwait)国际机场监控系统
其他	罗马尼亚炼油厂及加油站、美国洛杉矶全球最大宝马（BMW）经销商监控系统
国内（2009 年下列国内项目累计销售额 23,715 万元，56 家单个项目超过 50 万元）	
平安城市	上海浦东、南汇、虹口区，苏州、南京、重庆等 30 多个城市“平安城市”治安视频监控系统
地铁、轻轨	上海地铁 1、2、3、7、10、11、13 号线，南京地铁 1、2 号线，沈阳地铁监控系统，重庆轻轨、武汉轻轨监控系统
港口	连云港、天津港、深圳盐田港
公路隧道	宁波绕城高速、郑州西南绕城高速、广州西二环高速、广州北三环高速、广东虎门大桥、秦岭终南山公路隧道监控系统
公共场所	上海世博会场馆、广州白云国际会议中心、上海市中共一大会址、南宁会展中心、上海图书馆、珠海行政服务中心
公安机关	上海消防中心、厦门 110 指挥中心、深圳市监狱、广州市戒毒所、中山市戒毒所、中山市看守所监控系统
机场车站	上海浦东机场安检中心、杭州萧山机场、广州火车站、广州东站、上海铁路南站、福州火车站监控系统
政府机关	广东省委大楼、贵阳行政中心、上海市政府大楼、云南省委大楼、四川省省委大院监控系统
医院学校	北京 301 医院、北京人民医院、西安交通大学、江苏南京审计学院、复旦大学新闻学院、中国地质大学博物馆监控系统
宾馆楼宇	大连远洋洲际酒店、上海皇冠假日酒店、上海罗店高尔夫宾馆、北京奥林匹克饭店、北京联想研发中心、北京英蓝国际大厦、北京人寿大厦监控系统
体育场馆	上海特奥会场馆、2008 北京奥林匹克公园、奥运曲棍球馆、射箭馆、排球馆以及青岛奥帆中心监控系统、合肥体育中心、南京奥体中心监控系统

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司依托技术优势，完善的销售网络，以及多年积累的中高端品牌效应，取得了下游客户对其相较国内其他竞争品牌同类产品更高的定价的认可。公司综合毛利率在过去三年明显高于行业平均水平，2009 年的综和毛利率高达 59%。成本中主要构成为料本。尽管随着行业内产品成熟度的不断提升各类产品的单价长期成逐步下降趋势，但考虑到公司下游行业通常价格敏感度相对较低，且公司中高端产品的议价能力及研发推动的产品结构优化，我们预计公司未来 3 年毛利率仍将维持在 55-60%的高位。

图 7: 公司综合毛利率明显高于行业平均水平，且呈逐年提升态势



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

行业集中度不高；公司品牌竞争优势突出

中国各类安防企业共计 1.5 万多家左右，但规模以上企业较少，年销售额超过 1 亿元的企业不到 70 家，97%以上的企业销售额在 1,000 万元以下。根据赛迪顾问统计，从事安防电子产品制造的企业数量在 3,000 家左右，从企业规模来看，多数企业的产值在 1,000 万元以下，很多企业的产值甚至不足 500 万元。国内电子安防产品市场总体行业品牌集中度低，低档产品之间趋向同质化竞争；中高端产品竞争环境相对宽松。国内安防企业主要集中在珠三角、长三角、环渤海地区。

图 8: 国内安防电子市场分布格局

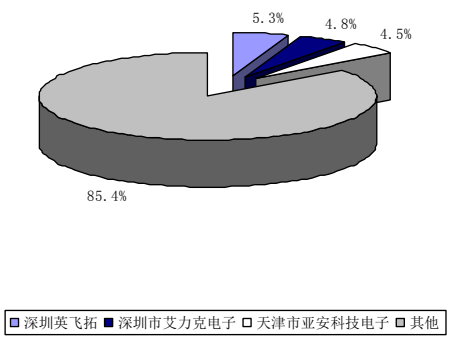
安防电子产业集群	中心省/市	重点企业	代表产业
环渤海地区	北京、天津为中心	天津亚安，天地伟业，北京蛙视	光端机，电子巡更、门禁产业
长三角地区	上海、浙江、江苏为重心	海康威视，大华，大立	DVR 制造、安防监控软件
珠三角地区	广东、福建	英飞拓、安居宝，视得安，立林，冠林，中国安防，创维群欣，慧锐通	楼宇对讲、公共广播、防盗报警

资料来源：国信证券经济研究所

国内视频监控子行业市场集中度同样不高，截至 2008 年底，国内最大的视频

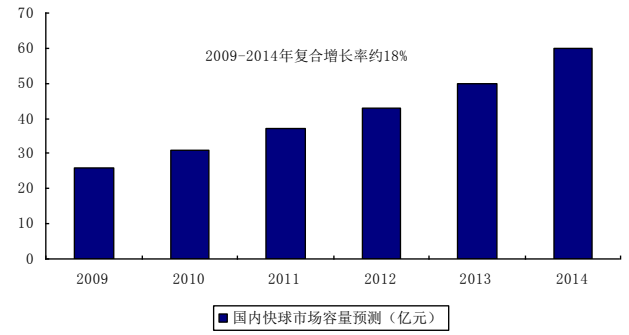
监控厂商销售额为 18 亿元,是国内唯一一家销售额超过 10 亿元的视频监控企业,有 10 家企业销售额超过 1 亿元。根据《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》,公司在其收入贡献最大的快球、矩阵、及光端机市场占有率分别以 5.3%,12.6%及 8.5%占据第一、第一及第二位。而根据第三方研究报告显示,这三个产品市场未来几年的复合增长率将高达 16%-25%,成长前景广阔。公司测算其他产品摄像机、云台摄像机、DVR 的市场占有率分别为 0.91%、3.08%和 0.08%

图 9: 国内快球市场份额（2008）



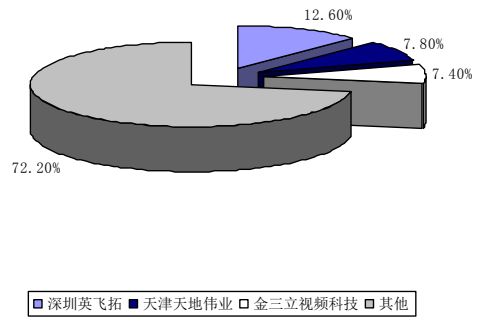
资料来源：《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》，招股说明书，国信证券经济研究所

图 10: 国内快球市场容量预测



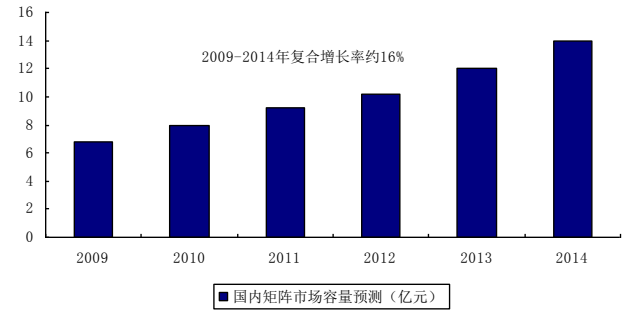
资料来源：《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》，招股说明书，国信证券经济研究所

图 11: 国内矩阵市场份额（2008）



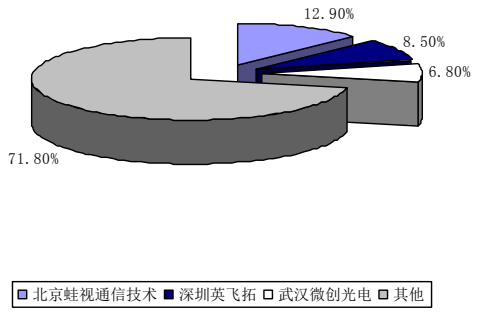
资料来源：《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》，招股说明书，国信证券经济研究所

图 12: 国内矩阵市场容量预测



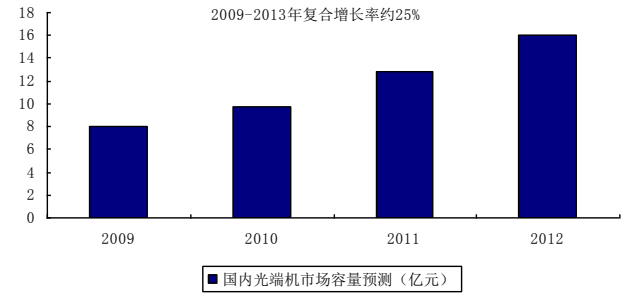
资料来源：《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》，招股说明书，国信证券经济研究所

图 13: 国内光端机市场份额（2008）



资料来源：《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》，招股说明书，国信证券经济研究所

图 14: 国内光端机市场容量预测



资料来源：《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》，招股说明书，国信证券经济研究所

股权结构和本次发行概况

本次发行前，公司总股本为 11000 万股；公司拟公开发行 3700 万股人民币普通股，占发行后总股本 14700 万股的 25.17%。本次发行前后公司股本变化情况如

下：

图 15：公司股权结构变化

股东	本次发行前股本结构	本次发行后股本结构
	持股比例	持股比例
一、有限限售条件的股份		
刘肇怀	47.00%	35.17%
JHL INFINITE LLC	48.00%	35.92%
英柏亿	3.00%	2.24%
鸿兴宝	2.00%	1.50%
合　计	100%	74.83%
二、本次拟公开发行的股份	-	25.17%
总　计	**100%**	**100%**

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

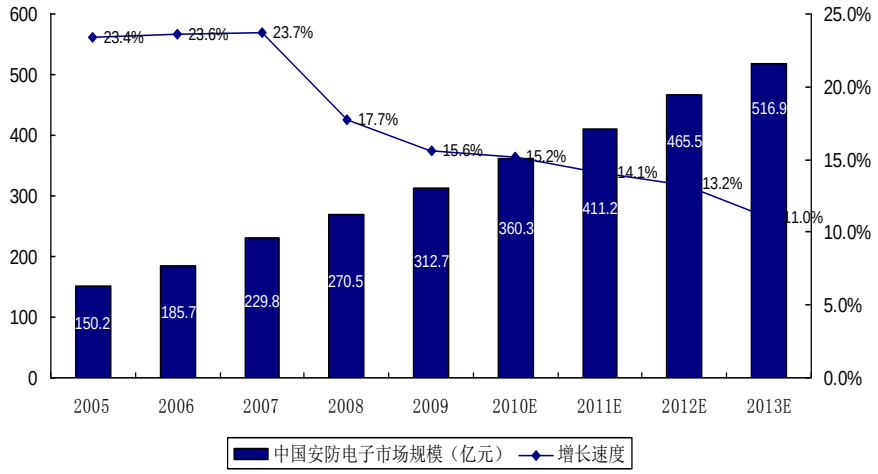
其中大股东 JHL INFINITE LLC 为刘肇怀 100%控股公司。

国内安防行业步入全面成长期；旺盛下游需求提供行业广阔成长空间

国内电子安防市场预计未来三年实现 14%年复合增长

国内安防电子行业起步于七十年代末，并于近年进入高速发展阶段，2004-2008 年的年复合增长率达到了 22.3%，高于同期全球的平均增长速度。“平安建设”项目中的“平安城市”、“平安校园”、“科技强警”、“3111 报警示范城市建设”等重大政府工程的开展，以及银行、矿区、工厂、商场等行业用户信息化的不断升级和中国民众的安防意识的提升将催生产业的持续高速发展。另外，随着“平安建设”的深入，“报警与联网”建设向二、三线城市甚至农村转移，带动形成新的市场。预计未来五年，我国安防电子市场年复合增长率将达到 13.8%，2013 年市场规模将达 516.9 亿元。

图 16：中国安防电子市场规模预测 2005-2013E

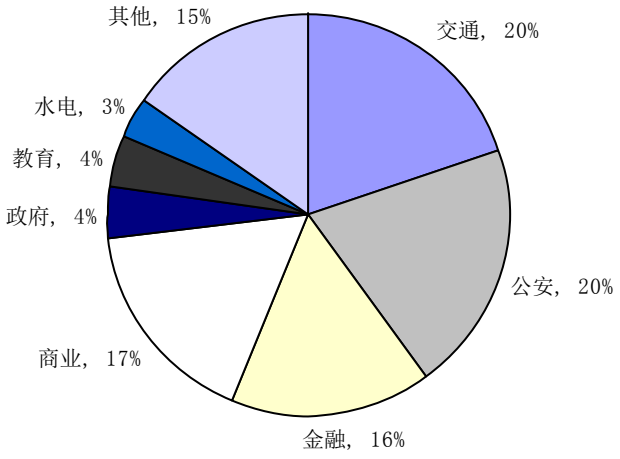


资料来源：广东省公共安全技术防范协会，赛迪顾问，国信证券经济研究所

视频监控市场下游需求旺盛

作为公司核心产品的视频监控产品广泛应用于与交通、公安、商业、金融等各大领域。在公共安全建设、大型项目拉动、生产安全投入、民用安全应用等需求的拉动下，这些行业的视频监控需求将保持持续旺盛。以监控应用最为广泛的交通领域为例，根据国家和各省的规划，我国未来尚有 9 万公里高速公路需要建设。仅高速公路未来增量的信息化市场容量就达 1300 亿左右。高速铁路网及地方机场的建设同样为公司带来了新机遇。

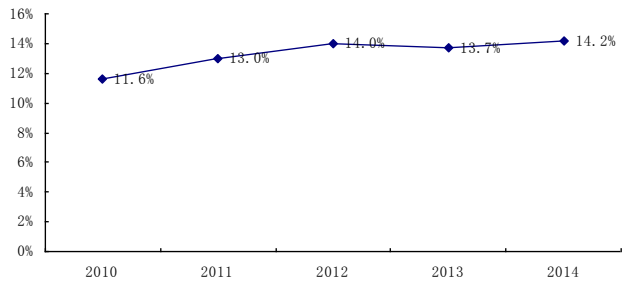
图 17：中国视频监控应用下游行业



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

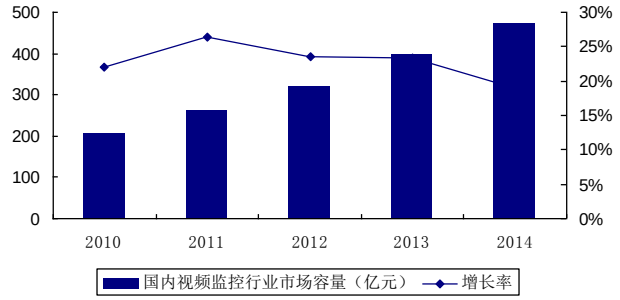
公司是国内行业内为数不多的同时在海内外市场具有一定品牌知名度和产品渗透的企业。根据美国 Frost&Sullivan《综合安全》调查研究，全球视频监控市场需求将在 2014 年达到 166 亿美元。我国视频监控的社会重视度以及发展同样在近年得到了快速提升。根据《中国安防行业“十一五”发展规划》制定的产业发展目标，“十一五”期间我国安防视频监控市场预计将保持年均 20%以上的增长速度。根据《中国公共安全》的调研数据，2010-2014 年我国视频监控行业市场容量年均复合增长率为 23%，至 2014 年将达到 470 亿元左右。

图 18: 全球视频监控市场增速预测



资料来源：Frost&Sullivan《综合安全》，招股说明书，国信证券

图 19: 国内视频监控市场容量预测 2010-2014 复合增长 23%



资料来源：《中国公共安全》，招股说明书，国信证券

公司竞争力及未来增长点分析

中高端品牌+营销网络是公司的主要核心竞争力

1） 由于大多数安防电子企业直接面对的客户是以销售商、工程商、集成商为主的中间商，以技术和完善的营销网络为依托的品牌成为了行业竞争的最核心实力。公司的“哑铃型”经营模式帮助公司成为国内行业内为数不多的同时在海内外市场具有一定品牌知名度和产品渗透的企业

2） 公司在海外市场已经取得了一定成绩。相较大多国内同类企业具有海外延展优势

新客户、新领域、新区域发展带来公司未来增长点

（1）现有市场新客户、产品挖掘。国内安防产业整体增长态势良好。公司上市带来的资金和品牌度提升效应同样为公司产品的推广及未来外延并购成长带来机会。

（2）新应用领域开拓。随着国家高速铁路网以及地方性机场网络的建设，未来在上述领域的安防产品需求将呈现爆发式增长。公司在巩固现有公安、楼宇场馆等优势市场的基础上，将加强对高速铁路、地方机场等新应用领域的市场开拓力度。

（3）国内外新区域市场开拓。随着募投资金的到位，公司现有产品营销仍以国内大型城市集群为主体。公司计划快速拓展国内营销网络，减小服务半径以更快响应客户需求，填补现有营销网络的空白区域。同时，公司还计划在未来择机增设境外子公司以扩大海外市场的覆盖区域。

业绩预测

募投项目分析

公司募投项目主要用于突破产能瓶颈、拓展营销服务网络及提升研发能力。

1）产能：公司 2009 年各主要产品年产能利用率接近饱和（平均 95%左右），产销率接近 100%。考虑到行业快速成长及公司市场占有率的稳步提升，公司现有产能已经很难满足公司未来的发展。募投项目计划将在现有产能基础上扩充 1-2 倍。

2）研发：公司区别于很多同质化竞争的低端产品企业的关键在于其中高端的产品定位。这就需要公司拥有较强的研发实力。

图 20：公司募投项目投资计划(万元)

投资项目	预计总投资额	预计募集资金使用量	建设期	项目核准
视频监控产品技改扩建项目	24,890	24,890	18 个月	深发改核准[2010]0029 号
光端机系列产品技改扩建项目	9,810	9,810	18 个月	深发改核准[2010]0028 号
营销网络建设项目	8,990	8,990	24 个月	
研发中心技改扩建项目	7,260	7,260	18 个月	深发改核准[2010]0032 号
其他与主营业务相关的营运资金项目	【】	【】		

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 21：公司募投项目达产后销量及市占率预测

项目	投产前		全部达产后	
	年销量	市场占有率	预计年产量	市场占有率
快球（台）	18,932	4.21%	48,932	4.89%
矩阵（台）	1,572	5.24%	4,572	7.62%
光端机（台）	33,612	6.11%	88,612	8.36%
摄像机（台）	50,942	0.91%	250,942	1.52%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 22: 公司募投项目产能扩张计划（台）

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
快球	0	6,000	18,000	24,000	30,000
摄像机	0	40,000	120,000	160,000	200,000
云台摄像机	0	2,400	7,200	9,600	12,000
矩阵	0	600	1,800	2,400	3,000
DVR	0	1,000	3,000	4,000	5,000
达产率（%）	0	20	60	80	100

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

3）营销服务：由于面对的主要客户是销售商、工程商、系统集成商等中间商，强力有效的营销网络是安防类公司的核心竞争力之一。公司现以上海、深圳、北京、重庆、西安为中心在全国设有 25 家分公司、营销网点。同时公司还在美国、香港拥有子公司负责公司在海外的业务发展。尽管公司现有营销网络的布局规模已经达到了一定的成熟度，但国内外行业内领军企业仍有一定的差距。募投项目具体计划再在深圳、上海、北京、南京、广州、成都等 6 个城市建设营销服务网点，建立以深圳总部为营销管理中心、辐射全国的营销服务网络体系推动公司开发潜力巨大的国内市场。

收入与业绩预测

我们预计公司 2010-2012 年销售成长率为 34.6%,56.2%,及 49.1%。公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83 元、1.52 元、2.09 元，2010-2013 年复合增长为 50%。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	64	1666	1226	1155
应收款项	110	125	195	291
存货净额	105	113	159	237
其他流动资产	4	6	40	59
流动资产合计	**284**	**1910**	**1620**	**1742**
固定资产	73	139	554	605
无形资产及其他	6	7	8	8
其他长期资产	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**367**	**2060**	**2186**	**2360**
短期借款及交易性金融	14	20	20	20
应付款项	40	31	49	73
其他流动负债	57	38	57	85
流动负债合计	**110**	**89**	**125**	**177**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**110**	**89**	**125**	**177**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	257	1971	2060	2183
负债和股东权益总计	**367**	**2060**	**2186**	**2360**

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.73	0.83	1.52	2.09
每股红利	0.01	0.50	0.91	1.25
每股净资产	2.34	13.41	14.02	14.85
ROIC	32%	25%	19%	20%
ROE	31%	6%	11%	14%
毛利率	58%	58%	57%	56%
EBIT Margin	23%	24%	26%	25%
EBITDA Margin	24%	25%	28%	28%
收入增长	20%	35%	56%	49%
净利润增长率	39%	52%	83%	37%
资产负债率	30%	4%	6%	8%
息率	0.0%	1.5%	2.7%	3.7%
P/E	61.7	54.1	29.6	21.5
P/B	19.3	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	55.7	52.3	30.0	20.2

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**377**	**507**	**792**	**1181**
营业成本	157	213	342	518
营业税金及附加	1	1	1	2
销售费用	62	82	119	176
管理费用	70	90	127	188
财务费用	1	(1)	(35)	(29)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变	(3)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	85	122	238	326
营业外净收支	3	10	25	35
利润总额	**88**	**132**	**263**	**361**
所得税费用	8	10	39	54
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**80**	**122**	**224**	**307**

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	80	122	224	307
资产减值准备	3	7	24	10
折旧摊销	3	7	22	39
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	1	(1)	(35)	(29)
营运资本变动	(25)	(45)	(90)	(132)
其它	(3)	(7)	(24)	(10)
经营活动现金流	**61**	**85**	**156**	**214**
资本开支	(53)	(81)	(461)	(101)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(53)**	**(81)**	**(461)**	**(101)**
权益性融资	0	1665	0	0
负债净变化	(30)	0	0	0
支付股利、利息	(1)	(73)	(134)	(184)
其它融资现金流	**17**	**6**	**0**	**0**
融资活动现金流	(44)	1598	(134)	(184)
现金净变动	(36)	1601	(440)	(71)
货币资金的期初余额	101	64	1666	1226
货币资金的期末余额	64	1666	1226	1155
企业自由现金流	5	(7)	(357)	59
权益自由现金流	(7)	0	(327)	83

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312
崔 嵘 021-60933159
吴土金 0755-82130833-1332

策略
黄学军 021-60933142
闫 莉 010-88005316

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
高 健 0755-82130678

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476
谈 煊 010- 66025229

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

机械
余爱斌 0755-82133400
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343

汽车及零配件
李 君 021-60933156
左 涛 021-60933164

钢铁
郑 东 010- 66025270
秦 波 010-66026317

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
祝 彬 0755-82131528
田惠蓝 0755-82133263
吴美玉 010-66026319

基础化工
张栋梁 0755-82130532
陈爱华 0755-82133397
邱 斌 0755-82130532
罗 洋 0755-82150633

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
陈 栋 021-60933147
杜佐远 0755-82130473

石油与石化
严蓓娜 021-60933165

电力设备与新能源
皮家银 021-60933160

传媒
陈财茂 021-60933163

有色金属
彭 波 0755-82133909
谢鸿鹤 0755-82130646

电力与公用事业
徐颖真 021-60875162
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
程 峰 021-60933167

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407
黄海培 021-60933150

计算机
段迎晟 0755- 82130761

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
黄 磊 0755-82151833
高耀华 0755-82130771

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

旅游
陈财茂 021-60933163

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建材
杨 昕 021-60933168

煤炭

建筑
邱 波 0755-82133390
李遵庆 0755-82133055

新兴产业
陈 健 010-66022025
李筱筠 010-66026326

固定收益
李怀定 021-60933152
高 宇 0755- 82133538
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340
蔺晓熠 021-60933146
刘子宁 021-60933145

指数与产品设计
焦 健 0755-82133928
王军清 0755-82133297
彭甘霖 0755-82133259
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
赵学昂 0755-66025232
邓 岳 0755- 82150533

投资基金
杨 涛 0755-82133339
刘舒宇 0755-82133568
康 亢 010-66026337
刘 洋 0755-82150566
李 腾 0755-82130833-6223

数量化投资
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
林晓明 0755-25472656
赵斯尘 021-60875174
程景佳 010-88005326
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154

交易策略
戴 军 0755-82133129
秦国文 0755-82133528
徐左乾 0755-82133090
黄志文 0755-82133928

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				徐　冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温　馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn