

日期: 2010年12月10日

行业: IT-电脑及相关产品制造



陈启书

021-53519888-1918

mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870209090159

得益于安防电子产业的快速发展

IPO 询价区间 RMB26.76-32.11 元
合理估值区间 RMB34.40-41.28 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 37.00
发行后总股本 (百万股) 147.00
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 平安证券

主要股东 (IPO 前)

JHL INFINITE LLC 48.00%
刘肇怀 47.00%
深圳市英柏亿贸易有限公司 3.00%
深圳市鸿兴宝科技有限公司 2.00%

收入结构 (MRQ)

快球 30.93%
摄像机 16.37%
云台摄像机 6.25%
矩阵及辅助设备 23.23%
DVR 5.24%
光端机 17.02%

首次报告日期: 2010年12月10日

■ 投资要点:

行业发展起步晚、速度快, 行业增长势头明显

我国安防行业起步于上个世纪 70 年代后期, 当时主要以国内公安系统为主要应用领域, 经过三十年的发展, 我国安防行业目前初具规模, 国内安防产业已形成以珠江三角洲、长江三角洲和环渤海地区三大聚集地的安防产业集群。

近几年, 安防电子产业的发展非常迅速。2004-2008 年年复合增长率达到 22.3%, 高于同期全球的平均增长速度。截至 2008 年底, 我国已有安防产品生产、系统集成及工程、产品经销和安防报警服务等各类企业 1.5 万余家, 市场总规模达 1500 亿元。

公司在行业内处于领先地位

公司在安防视频监控行业优势显著, 处于前列。其中, 核心产品矩阵切换器、快球和光端机 2008 年国内市场占有率分别居第一位、第一位和第二位。2008 年度公司销售额占国内市场的 12.1%, 处于行业领先地位。

股票估值

预期未来 6 个月内公司股价对应 2010 年动态市盈率可达 45-54 倍, 对应合理估值为 34.40-41.28 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 26.76-32.11 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	376.78	550.09	698.62	971.08
年增长率 (%)	19.55	46.00	27.00	39.00
归属于母公司所有者的净利润	80.17	112.38	138.85	185.74
年增长率 (%)	38.90	40.17	23.55	33.78
基本每股收益 (元)	0.55	0.76	0.94	1.26

注: 有关指标按公司 IPO 后总股本计算

1. 公司及其业务概况

领先的视频监控设备提供商

公司前身为英飞拓有限公司，2008年1月8日整体变更为英飞拓科技股份有限公司，为外商投资股份有限公司，注册资本为11,000万元。

持有5%以上股份的股东为刘肇怀、美国JHL INFINITE LLC公司；发行人董事长兼总经理刘肇怀先生持有发行人47%的股份，JHL INFINITE LLC持有发行人48%股份，刘肇怀先生则持有JHL INFINITE LLC公司的100%股份，是发行人的控股股东、实际控制人。

公司业务领域和产品范围属于安防行业，主要从事视频监控系统等电子安防产品的研发、设计、生产和销售，主要产品为视频监控系统、光端机、门禁系统等。其中，前者属于电子行业下的其它电子设备制造业，后者属于信息技术业下的通信设备制造业。

视频监控系统又包括前端视频采集设备、后端控制和视频处理设备。

从近三年来的收入结构来看，2010年1-6月、2009年、2008年，视频监控系统收入分别占公司营业收入的78.1%、82.02%和80.87%。视频监控系统是公司主营业务收入的主要来源。

2. 行业发展前景

行业发展起步晚、速度快，行业增长势头明显

我国安防行业起步于上个世纪70年代后期，当时主要以国内公安系统为主要应用领域，经过三十年的发展，我国安防行业目前初具规模，国内安防产业已形成以珠江三角洲、长江三角洲和环渤海地区三大聚集地的安防产业集群。

近几年，安防电子产业的发展非常迅速。2004-2008年年复合增长率达到22.3%，高于同期全球的平均增长速度。截至2008年底，我国已有安防产品生产、系统集成及工程、产品经销和安防报警服务等各类企业1.5万余家，市场总规模达1500亿元。

图1 安防行业市场规模



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

行业市场容量较大，市场需求日益增长，未来发展前景广阔

中国良好的政策环境和居民日益增长的安全需求，给安防电子行业提供广阔的发展前景，安防产品在我国才刚刚兴起，有着较为广泛的市场容量。新兴应用市场的不断出现以及传统行业市场需求增加的拉动，人们的安防意识不断提升，都对安防电子产品的有着客观的需求，并将使其保持持续旺盛。

同时，安防产品的应用领域也越来越广泛，随着智能建筑、新型社区、商场超市、大型公共场所、工厂企业等的大量增加，也会为安防电子市场增加越来越多的需求点。未来几年，二、三线城市的市场需求将会放量增长，带动市场高速成长。

根据国外调研机构 IMS Research 预测，中国安防行业在未来几年将保持持续快速增长，其中视频监控行业在整个安防产业中发展最快，市场销售额将以 23.8% 的年增长率快速上升，到 2010 年将超过 30 亿美元。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。

3. 公司竞争能力

安防行业具备较高的进入壁垒

由于安防行业涉及社会公众防护安全，主管部门如公安部、工信部等对安防行业有着严格的准入要求和技术要求，这使得安防行业有着较高的进入壁垒。

目前我国安防行业内企业数目不多，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，产品存在一定的差异性，而该公司的市场定位及产品属于中高端市场领域。安防市场的客户对产品质量、集成性有着较高的要求，且处于不断提高的通道中，具有高技术含量、较高的品牌认可度的企业将获得竞争力。

随着未来市场需求的不断增长和要求的提高，品牌将在未来的市场竞

争中发挥重要作用，有利于提升企业自身形象和提高产品附加值。品牌的形成需要经过长时间的培育，后来者难以在短时间内获取竞争优势。

公司在行业内处于领先地位

由于安防产品存在如上所述的准入、技术及品牌壁垒，市场进入门槛较高，我国安防行业已初步形成了相对封闭的寡头市场格局，市场集中度较高。行业内有影响力、市场份额较大的公司有：海康威视、大立科技、大华股份。

该公司在安防视频监控行业优势显著，处于前列。其中，核心产品矩阵切换器、快球和光端机 2008 年国内市场占有率分别居第一位、第一位和第二位。2008 年度公司销售额占国内市场的 12.1%，处于行业领先地位。

公司拥有较为明显的竞争优势

公司具备产品认证技术优势，是国家级高新技术企业，拥有 5 项软件著作权、22 项专利，在技术研发和新产品开发方面具有核心技术优势。目前，公司已掌握了网络矩阵控制技术、监控管理平台技术、音视频编解码技术、第三方开发包的整合技术、智能视频分析技术、光纤视频传输技术等核心技术。

公司另一显著的优势在于其全球化的市场发展定位格局，公司大股东和实际控制人为具有多年海外安防行业从业经验和背景的美籍华人，在技术和销售方面具备全球视野，公司的海外业务可以增加产品销售收入、同时了解市场需求并反馈给公司研发部门。公司 2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月的主营业务收入中，出口销售的占比分别为 24.86%、18.42%、18.98%。

此外，公司产品线齐全，可以提供从前端摄像机到控制室全系列电子安防设备，具备系统化、整体方案解决的研发实力。公司的标志性项目覆盖机场、地铁、高速公路、港口、会展中心、军工及石化行业等领域。

4. 业务盈利能力

与相关公司比较具备很强的盈利能力

2009 年度和 2010 年中期，公司销售毛利率分别为 58.44% 和 57.81%，在与海康威视大立科技、大华股份等同类上市公司比较中，公司销售毛利率处于较高水平，这与公司在行业内的竞争地位有关，公司具备一定的定价能力。

表1 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-6
英飞拓	50.31	52.99	58.44	57.81
海康威视	48.54	50.84	52.07	49.94
大立科技	43.72	45.06	49.46	47.39
大华股份	41.15	38.84	38.81	42.18

数据来源：公司公告，上海证券研究所

而在销售净利率方面，公司也处于较高水平，2009年度和2010中期，公司销售净利率分别为21.27%和23.06%，高于大立科技和大华股份。与同行业相比，公司的盈利能力较强。

表2 公司和相关公司的销售净利率比较（单位：%）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-6
英飞拓	23.73	18.31	21.27	23.06
海康威视	30.77	31.49	33.59	26.69
大立科技	20.84	18.2	21.15	15.86
大华股份	21.17	16.46	14.01	13.73

数据来源：公司公告，上海证券研究所

成长性一般

2009年公司实现营业收入和净利润相对于2007年分别复合增长16.39%和10.21%，和相关公司相比较，公司收入和净利润成长性处于中等水平。

表3 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2008年同比 增长率	2009年同比 增长率	2009年相对于2007年的 复合增长率
英飞拓	13.32	19.55	16.39
海康威视	47.1	20.61	33.19
大立科技	18.43	-0.38	8.6
大华股份	55.98	32.26	43.63

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表4 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2008年同比增长率	2009年同比增长率	09相对于07年 复合增长率
英飞拓	-12.55	38.89	10.21
海康威视	50.57	28.55	39.17
大立科技	3.46	15.73	9.4
大华股份	15.89	12.54	16.85

数据来源：公司公告，上海证券研究所

与同类公司相比，公司营运能力中等偏上

2009年度和2010中期公司的存货周转天数分别为214.24天和253.52天，与同行业相比，处于一般水平，这主要是受公司部分核心部件采购周期较长及外协工序繁多影响；在应收帐款周转天数方面，2009年度和2010年中期公司应收帐款周转天数分别为59.12天和67.01天，与同类公司相比处于较好水平。公司整体营运能力中等偏上。

表5 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-6
英飞拓	249.58	214.91	214.24	253.52
海康威视	105.36	93.01	109.44	140.63

大立科技	320.05	413.74	564.52	773.86
大华股份	122.19	108.58	131.16	158.84

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表6 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-6
英飞拓	84.21	70.54	59.12	67.01
海康威视	27.49	23.52	32.82	44.41
大立科技	127.35	116.73	170.07	232.76
大华股份	96.34	81.14	93.43	99.40

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从总资产周转情况来看，公司 2008 年度、2009 年度和 2010 年中期的总资产周转率分别为 1.23 次、1.15 次和 0.54 次，其总资产周转速度与同类公司相比处于较高水平。

表7 公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-6
英飞拓	1.25	1.23	1.15	0.54
海康威视	1.75	1.55	1.17	0.35
大立科技	0.68	0.54	0.39	0.16
大华股份	1.19	1.02	0.83	0.45

数据来源：公司公告，上海证券研究所

5. 募投项目简述

募投项目均围绕当前主营业务进行拓展

本次募集资金主要投资于 4 个领域，主要用于扩大公司产能，提升研发、营销能力。很显然，公司 4 个项目建设都是围绕着目前的主营业务进行拓展。

表8 公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	本次募集资金投资计划	
		预计募集 资金使用量	建设期
视频监控产品技改扩建项目	24,890	24890	18 个月
光端机系列产品技改扩建项目	9,810	9810	18 个月
营销网络建设项目	8,990	8990	24 个月
研发中心技改扩建项目	7,260	7250	18 个月
其他与主营业务相关的营运资金	【 】		
合计	【 】		

数据来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

有助于提升公司产品的市场份额和核心竞争力

本次募集资金投资项目涉及视频监控产品技改扩建项目、营销网络建设项目、研发中心技改扩建项目等，募集项目顺利实施后，公司可以

进一步提高公司主营业务产品的产能，扩大产品的市场份额，巩固和提高市场份额。同时，研发及技改项目的实施，将提升公司安防产品的研发的核心竞争力，对公司长远持续发展有重要作用。

6. 投资风险因素

保持持续创新能力的风险

电子安防行业的技术密集型特征、市场竞争的日趋激烈以及客户对其的个性化需求的提高使得该行业的产品更新换代速度快，周期短，产品科技含量和持续创新能力是电子安防产品供应商的核心竞争力所在。若公司不能紧跟国内外电子安防技术的发展趋势，后续研发投入不足，则会面临因无法保持持续创新能力导致跟不上市场发展步伐、市场竞争力下降的风险。

募集资金项目风险

公司此次募投项目中，有两大项目为产能扩张型项目，达产后主要产品的产能增幅约为 186%，如果公司的销售能力不能与生产规模的扩张匹配，将存在募投项目市场拓展风险；

同时，电子安防产品的原材料主要包括集成电路、PCB 板、各种结构件以及五金件和线材等零配件，上述产品目前主要被索尼、夏普、飞利浦、松下、富士、日立等电子巨头所垄断，公司上游集成电路制造业的变化将影响公司的原材料采购。

税后优惠政策变化风险

公司目前享受的税收优惠如下，因公司被认定为高新技术企业，自 2008-2010 年享受 15% 的企业所得税率，同时还享受至 2010 年底前的增值税退税优惠政策。

若国家未能延续对软件产品的增值税税收优惠、公司未来不被认定为高新技术企业，公司将不再享受增值税和企业所得税优惠，将对公司的经营业绩产生一定影响。

国际化经营风险

公司有多家境外经营子公司，其在境外从事的产品销售业务已构成公司主营业务的重要组成部分，公司的国际化经营特征明显，但是国际化经营将面对因国际政治、经济环境变化、汇率波动等带来经营风险。因此，公司存在国际化经营的风险。

7. 盈利预测与估值

盈利预测

初步预计 2010-2012 年公司可分别实现营业收入 550.09 百万元、698.62 百万元和 971.08 百万元，同比增长 46.00%、27.00%和 39.00%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 112.38 百万元、138.85 百万元和 185.74 百万元，同比增长 40.17%、23.55%和 33.78%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.76 元、0.94 元和 1.26 元。

表9 公司利润表预测 (单位: 百万元)

项目 (单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	376.78	550.09	698.62	971.08
增长率	19.55%	46.00%	27.00%	39.00%
毛利率	58.44%	57.00%	56.80%	56.50%
二、营业总成本	292.12	434.85	541.71	761.61
营业成本	156.58	236.54	301.80	422.41
营业税金及附加	0.57	0.88	1.12	1.55
销售费用	61.64	93.52	118.56	164.50
管理费用	70.08	99.02	125.12	173.14
财务费用	0.75	0.50	-10.48	-7.77
资产减值损失	2.50	4.40	5.59	7.77
三、主营业务利润	84.65	115.24	156.91	209.47
增长率	32.13%	36.14%	36.15%	33.50%
收入比	22.47%	20.95%	22.46%	21.57%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
四、营业利润	84.65	115.24	156.91	209.47
营业外净收益	3.10	8.25	8.38	11.65
五、利润总额	87.75	123.50	165.29	221.12
减: 所得税	7.58	11.11	26.45	35.38
六、净利润	80.17	112.38	138.85	185.74
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	80.17	112.38	138.85	185.74
增长率	38.90%	40.17%	23.55%	33.78%
收入比	21.28%	20.43%	19.87%	19.13%
七、每股收益:				
调整后的加权平均股本(百万股)	110.00	110.00	147.00	147.00
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.73	1.02	0.94	1.26
增长率	40.38%	39.95%	-7.55%	33.78%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.55	0.76	0.94	1.26
增长率	38.90%	40.17%	23.55%	33.78%
PER(X)				

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

股票估值

目前, 和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2009-2012 年的动态市盈率均值分别为 97 倍、67 倍、48 倍 38 倍。

表10 相关公司估值比较 (单位: 元/股)

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002415	海康威视	99.05	1.41	1.95	2.61	3.45	70	51	38	29

002214	大立科技	34.20	0.45	0.68	1.04	1.29	75	51	33	26
002236	大华股份	95.17	0.84	1.75	2.37	3.25	113	54	40	29
002178	延华智能	17.33	0.17	0.18	0.24	0.30	103	97	72	58
	样本均值						97	67	48	38

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为2010-11-15日收盘价）

2008-2009年间，公司分别实现营业收入同比增长13.32%和19.55%；2007-2009年间，分别实现净资产收益率（ROE，加权）为59.47%、34.45%和36.98%；分别实现每股经营性现金流净额为0.19元、0.83元和0.52元。

预计2010-2012年公司可分别实现营业收入同比增长46.00%、27.00%和39.00%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长40.17%、23.55%和33.78%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.76元、0.94元和1.26元。

参考业务相近上市公司动态市盈率情况，并基于公司未来盈利能力和成长性的评估和预测，预期未来6个月内公司股价对应2010年动态市盈率可达45-54倍，对应合理估值为34.40-41.28元/股。

询价估值

考虑公司未来的成长性和盈利性，以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平，建议公司的IPO询价区间为26.76-32.11元，对应2010年的动态市盈率为35-42倍（相对于公司合理估值折让了22%）。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	1.1.1.1.1 In-Lin-e	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。