

安居宝 (300155) 计算机硬件

领跑智能家居, 布局社区报警

2010年12月22日

| | | | |
|------|------|-----|---|
| 投资评级 | 公司评级 | 收盘价 | 元 |
|------|------|-----|---|

投资要点:

公司是国内社区安防中楼宇对讲系统、智能家居系统和防盗报警系统的主要供应商。在国内同类企业中具有最完善的销售网络, 具品牌优势, 综合毛利率50%左右, 且呈上升趋势。

中国社区安防市场目前仍在起步腾飞阶段, 根据赛迪顾问预测, 2013年社区安防行业市场规模将达到67.36亿元, 未来五年年复合增长率达20.4%。其中我国楼宇对讲行业将伴随着房地产业稳定快速发展, 市场销售额的年复合增长率有望达到19.8%。与发达国家相比, 国内智能建筑占比很小, 市场前景广阔, 预计从2009-2012年, 建筑智能产值年复合增长率将超过20%。

我国楼宇对讲市场TOP 4企业的市场总体销售规模超过40%, 处于中度集中寡占性阶段。公司09年市占率约13%, 处于第一梯队。

公司在智能家居产品和社区报警运营方面的布局将是未来最大盈利增长点, 由于行业均处于起步阶段, 因此均有望爆发式增长, 预计未来两者均有80%以上的增长。而且由于公司在产品上的横向拓展客户基础相同, 因此营销服务、研发等方面的协同性较强。

募投项目主要用于研发中心建设、产能扩张和营销服务体系扩建, 可大大纾解现有产能瓶颈, 增强研发与营销的实力, 提升公司综合竞争力。

申购建议。预计公司2010-2012年全面摊薄EPS分别为0.91、1.14、1.66元, 参照安防行业的估值, 公司合理估值可取11年30-35倍PE, 对应估值区间34.2-39.9元。

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 217 | 249 | 349 | 489 |
| 营业收入增长率 | 39.9% | 15.0% | 40.0% | 40.0% |
| 净利润(百万元) | 51 | 65 | 82 | 119 |
| 净利润增长率 | 74.8% | 27.4% | 25.6% | 45.5% |
| EPS(元) | 0.76 | 0.91 | 1.14 | 1.66 |

主要数据

52周最高/最低价(元)
 上证指数/深圳成指
 50日均成交额(百万元)
 市净率(倍)
 股息率

基础数据

流通股(百万股)
 总股本(百万股)
 流通市值(百万元)
 总市值(百万元)
 每股净资产(元)
 净资产负债率

股东信息

大股东名称
 持股比例

52周行情图

相关研究报告

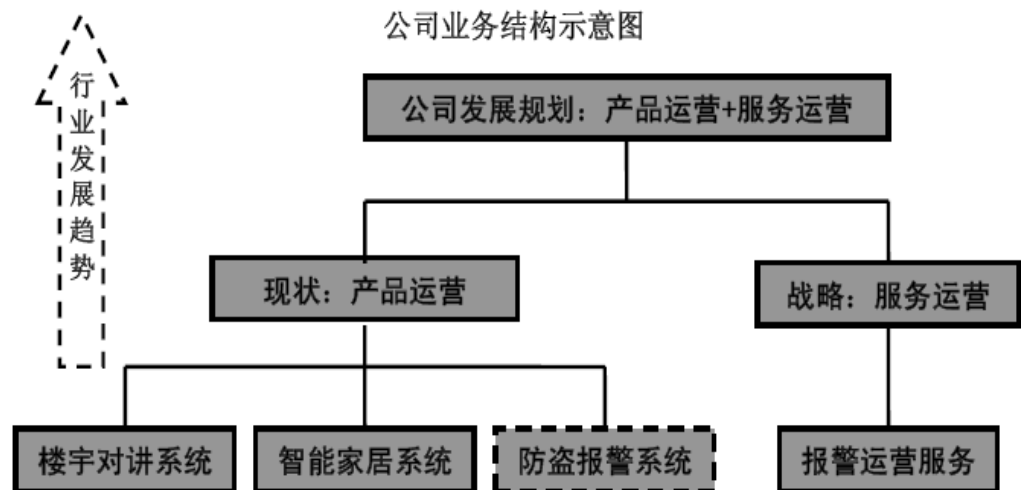
联系方式

研究员: 李芬
 执业证书编号: S0020109021251
 电话: 021-51097188-1938
 电邮: lifen@gyzq.com.cn
 联系人: 赵喜娟
 电话: (86-21) 51097188-1952
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路
 179号(230001)

第 1 部分 公司概况

公司自2004年进入安防行业，是国内社区安防中楼宇对讲系统、智能家居系统和防盗报警系统的主要供应商，未来发展规划主要在社区安防产品和服务的运营方面。目前，公司在国内同类企业中具有最完善的销售网络，具品牌优势，综合毛利率50%左右，且有上升趋势。2009年市场占有率约为13%。

图1、公司业务框架

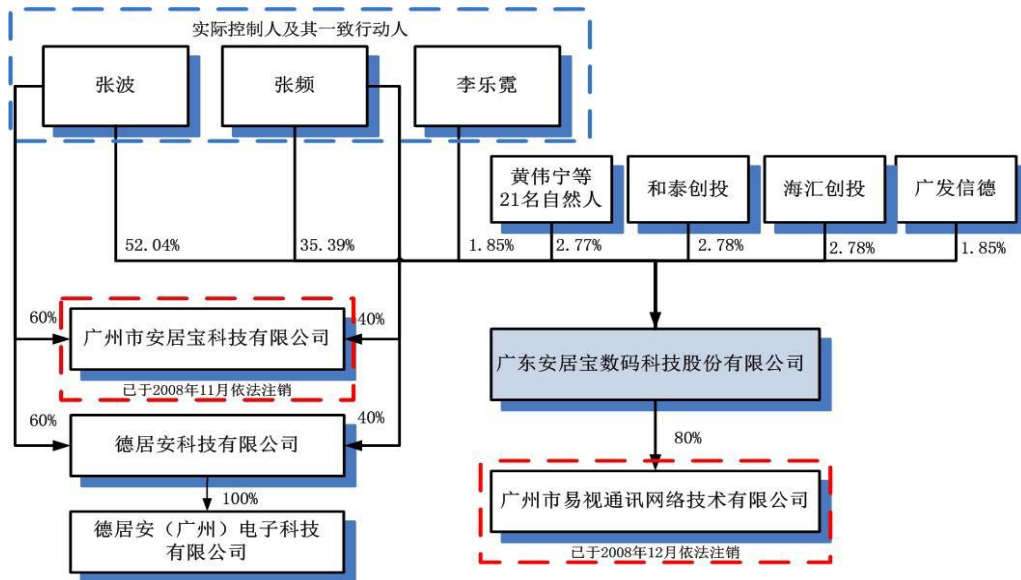


注：公司防盗报警系统尚处于市场开拓阶段

资料来源：招股说明书

公司控股股东、实际控制人为公司董事长张波。发行前，董事长张波、张频和李乐霓作为一致行动人，合计持有89.82%股份。其中，张波与张频为兄弟关系，张波与李乐霓为配偶关系。部分高管已通过自然人身份持有公司股权。

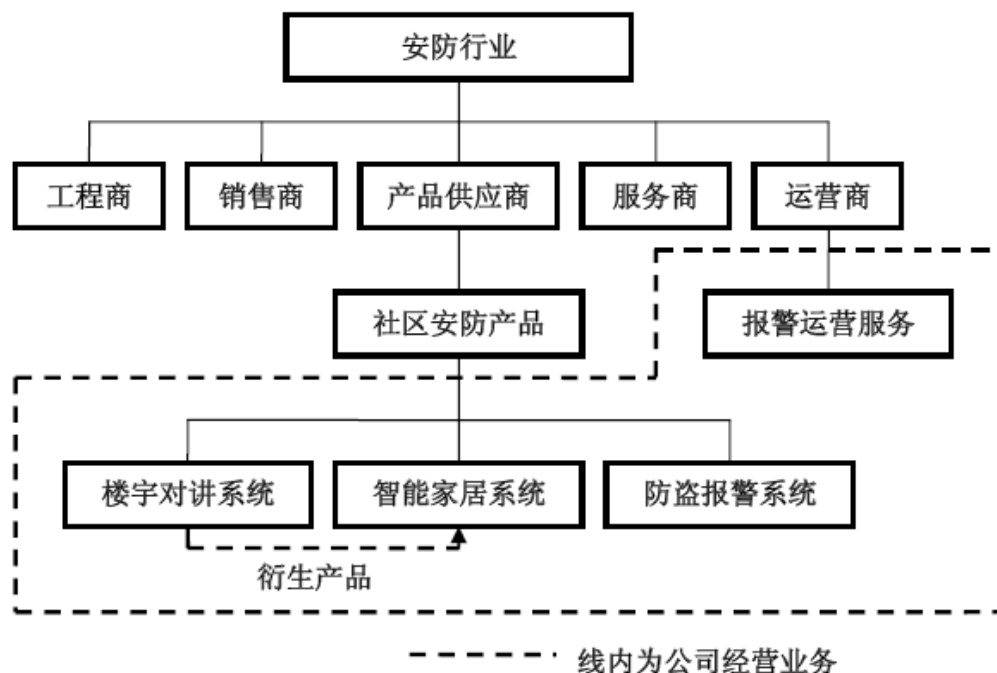
图2、公司发行前股权结构图



资料来源：招股说明书

第 2 部分 行业和公司分析

图 3、安防行业分类

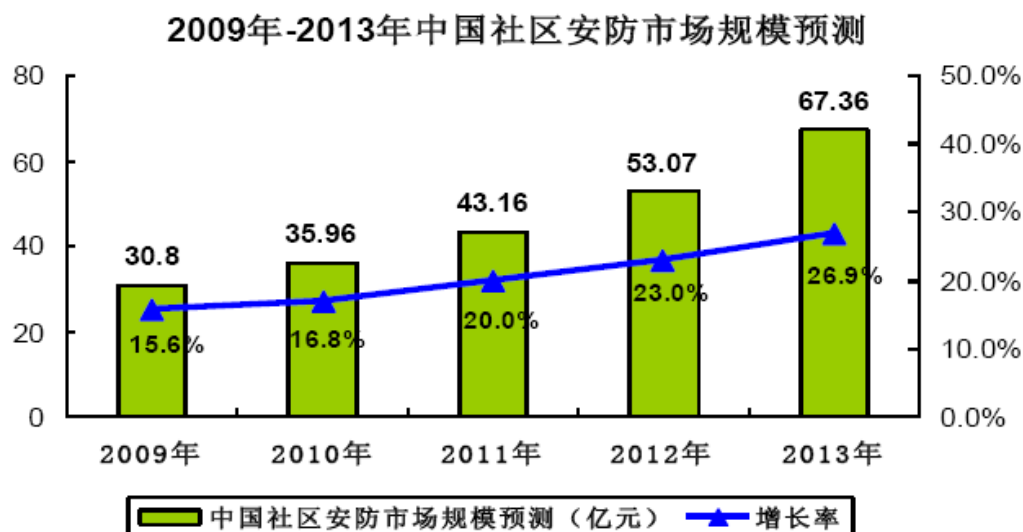


资料来源：招股说明书

中国社区安防市场处在起步腾飞阶段

根据赛迪顾问预测，2013年社区安防行业市场规模将达到67.36亿元，未来五年年复合增长率达20.4%。其中我国楼宇对讲行业将伴随着房地产业稳定快速发展，市场销售额的年复合增长率有望达到19.8%。与发达国家相比，国内智能建筑占比很小，市场前景广阔，预计从2009-2013年，建筑智能产值年复合增长率将超过20%。

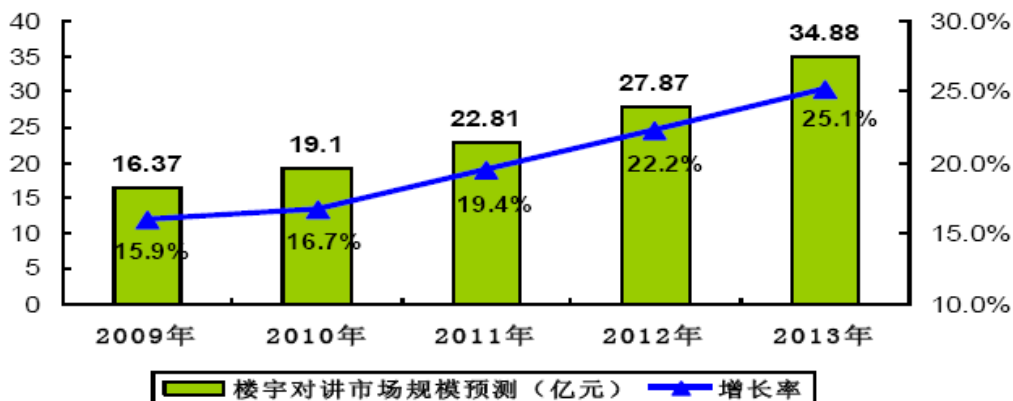
图 4、2009-2013 年中国社区安防市场规模预测



资料来源：招股说明书

图 5、2009-2013 年中国楼宇对讲市场规模预测

2009年-2013年中国楼宇对讲市场规模预测



资料来源: 招股说明书

表 1、2009-2013 年中国社区防盗报警产品与服务市场规模预测 (单位: 亿元)

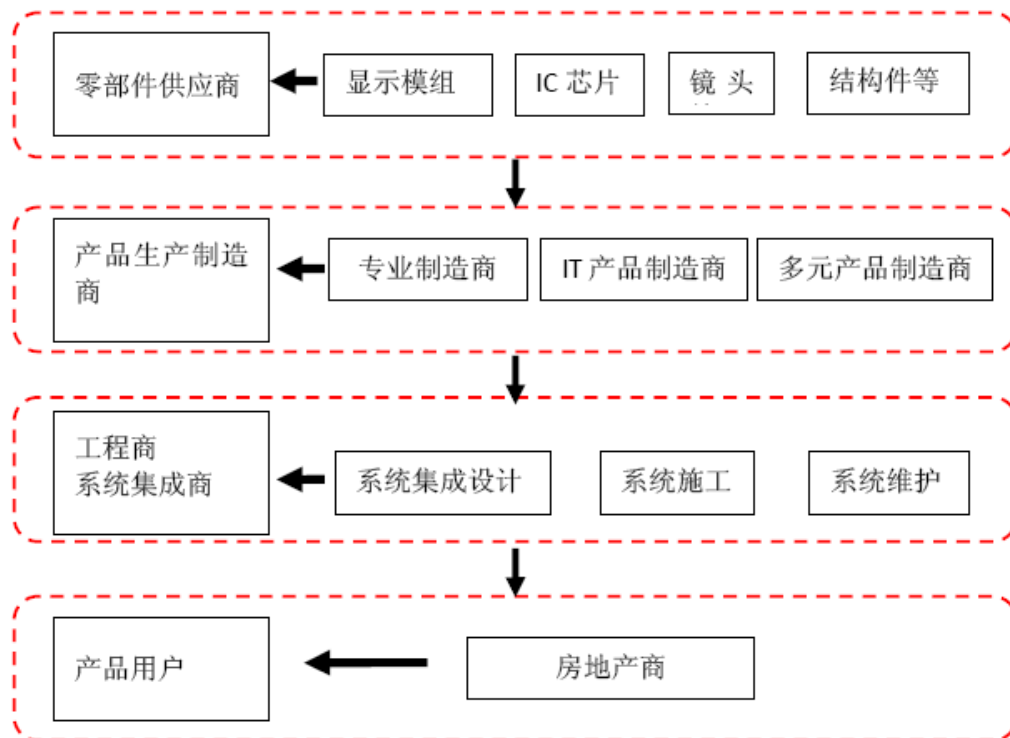
| 项目 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 社区防盗报警产品市场 | 2.31 | 3.23 | 5.10 | 8.20 | 13.60 |
| 社区防盗报警产品与服务市场 | 3.00 | 4.85 | 9.18 | 17.22 | 31.28 |
| 防盗报警产品占比 | 76.9% | 66.7% | 55.6% | 47.6% | 43.5% |
| 防盗报警服务占比 | 23.1% | 33.3% | 44.4% | 52.4% | 56.5% |

资料来源: 招股说明书

根据赛迪顾问预测, 未来几年, 社区防盗报警产品市场与服务将呈现较快的增长趋势, 其中报警运营服务的比重将日趋增加。

安防行业护城河靠研发和营销

图 6、安防行业产业链



资料来源: 招股说明书

我国楼宇对讲行业经过近30年的发展，已经具有一定规模，现有生产厂商300多家，以中小企业为主，其中300人以上的企业约有近10家，100人-300人的约有20家，其他均为100人以下的企业。目前国产产品的市场占有率已超过90%，进口产品仅占10%。其中TOP 4企业的市场总体销售规模超过40%，处于中度集中寡占性阶段。公司09年市占率约13%，处于第一梯队。

楼宇对讲产品上游零部件专有性不强，除IC芯片需进口外，其他都已实现国产化，并且价格处于下降趋势。

楼宇对讲主要应用于房地产项目，由于项目个性化需求日益增加，个性化的系统方案设计能力往往成为企业重要的市场竞争力。同时，产品的正常运营需要完善的售前、售中和售后营销服务网络。因此，企业的发展需要在微笑曲线两端“研发”和“营销”同时着力，打造品牌。领先企业规模化生产和营销网络的布局，可同时降低采购、物流、制造成本和营销费用等，突出成本和品牌优势，从而进一步加大与竞争对手的差距，拓宽护城河。

表 2、研发投入占营业收入比例较稳定（单位：万元）

| 项 目 | 2010年1-6月 | 2009年度 | 2008年度 | 2007年度 |
|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 研发投入占比 | 5.32% | 5.52% | 7.18% | 5.09% |

资料来源：招股说明书

图 7、公司已在全国设立了 40 家分公司



资料来源：招股说明书

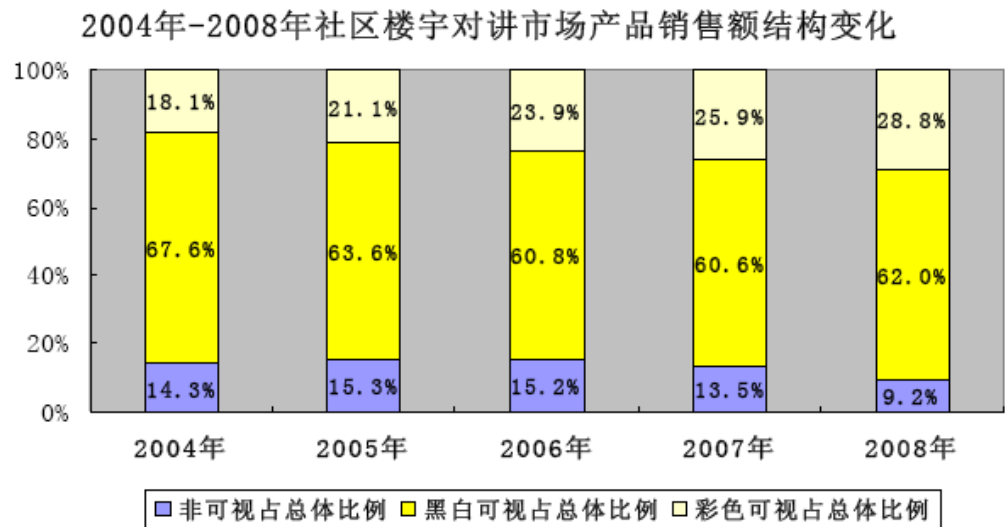
募投资金投向也强化了这两块，其中营销网点将按照城市GDP排名选取，在两年内扩充至100个，建立覆盖全国大部分区域的营销与服务体系。

最大亮点在于智能家居和社区报警运营

从产业链来看，公司在智能家居产品和社区报警运营方面的布局将是未来最大盈利增长点，由于行业均处于起步阶段，因此均有望爆发式增长，预计未来两者均有80%以上的增长。而且由于公司在产品上的横向拓展客户基础相同，因此营销服务、研发等方面的协同性较强。

从产品结构上来看，可视楼宇产品比重的加大增加了公司高端产品的需求，从而有望改善产品结构，提升整体毛利率。

图 8、可视楼宇尤其是彩色可视楼宇产品比重不断加大



资料来源：招股说明书

第 3 部分 募投项目提升公司综合竞争力

募投项目主要用于研发中心建设、产能扩张和营销服务体系扩建，可大大纾解现有产能瓶颈，增强研发与营销的实力，提升公司综合竞争力。

表 3、募投项目情况

| 募投项目 | 总投资（万元） | 投资回收期 | 投资利润率 | 财务内部收益率 | 建设期 |
|-------------------|-----------|-------|--------|---------|-----|
| 研发中心建设项目 | 3,008.41 | - | - | - | 2年 |
| 扩产至122万台数字化安防产品项目 | 12,582.52 | 4.18年 | 84.81% | 34.83% | 2年 |
| 营销与服务体系扩建项目 | 10,411.53 | - | - | - | 2年 |

数据来源：招股说明书，国元证券研究中心

第 4 部分 盈利预测和估值分析

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 217 | 249 | 349 | 489 |
| 营业成本 | 109 | 125 | 171 | 239 |
| 营业税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| 营业费用 | 35 | 40 | 58 | 80 |
| 管理费用 | 25 | 28 | 40 | 56 |
| 财务费用 | 1 | -2 | -5 | -8 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 45 | 57 | 82 | 117 |
| 营业外收入 | 7 | 18 | 12 | 20 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 51 | 75 | 94 | 137 |
| 所得税 | 0 | 9 | 12 | 17 |
| 净利润 | 51 | 65 | 82 | 119 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 51 | 65 | 82 | 119 |
| EPS (元) | 0.76 | 0.91 | 1.14 | 1.66 |

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.75、1.01、1.41 元，参照安防行业的估值，公司合理估值可取 11 年 35-40 倍 PE，对应估值区间 35.4-40.4 元。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

| | 二级市场评级 | | 公司质地评级 |
|------|----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上 | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平 |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上 | | |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|---|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上 |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上 |

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn