

公司研究

评级：无

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号院
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

发行上市资料

总股本（万股）	5400
发行量（万股）	1800
发行价（元）	-

发行前主要股东及持股比例

张波	52.04%
张频	35.93%
广州海汇创投	2.78%
深圳和泰创投	2.78%
李乐霓	1.85%

安居宝：社区安防产品供应商

2010年12月23日

投资要点：

- ◆ 公司是国内楼宇对讲系统及智能家居系统的生产商和系统方案提供商，现主营产品有楼宇对讲系统（收入占比94%）、智能家居系统，以及新开发的防盗报警系统。
- ◆ 安防行业是社会公共安全体系的重要组成部分，社区安防是其中一个细分领域。楼宇对讲系统是社区安防最重要的子系统，与房地产业市场关联度较高。近年来伴随着房地产业的繁荣发展，楼宇对讲市场发展迅速。2004-2008年楼宇对讲市场规模年复合增长率达到16.2%。赛迪顾问预测，未来几年我国楼宇对讲系统仍将稳定快速发展，年复合增长率将达到19.8%。
- ◆ 我国楼宇对讲市场竞争激烈，现有生产厂商300多家。不过目前仍以中小企业为主，其中300人以上的企业仅有10家左右。尽管如此，我国楼宇对讲市场集中度还比较高，其中TOP4企业的市场总体销售规模超过40%。2006-2008年，公司销售额市场占有率由2006年的5.2%上升至2008年的12.1%，处于行业领先地位。
- ◆ 近年来公司营业收入实现了较快增长，2008年、2009年分别比上年同期增长了236.9%和39.93%。2010年上半年公司实现营业收入1.13亿元，较上年同期增长18.61%。公司营业收入较快增长主要与国内房地产业发展快速，尤其公司销售重点的二线城市房地产投资增长比较快有关，同时公司产品结构优化和营销与服务渠道建设也是重要促进因素。
- ◆ 公司本次发行募集资金将投向研发中心建设、数字化安防产品扩产、营销和服务渠道建设等项目。本次发行募投资金重点投向提升公司产能和销售能力。
- ◆ 我们预测2010-2012年公司的业务收入分别为2.60亿元、3.38亿元和4.74亿元，增速分别为20%、30%和40%；2010-2012年归属于上市公司股东的净利润为0.65亿元、0.80亿元和1.09亿元，对应的全面摊薄每股收益分别为0.93元、1.14元和1.56元。参考电子设备板块以及安防业务上市公司估值水平，我们认为给予公司2011年35倍左右动态市盈率比较合理，由此得出的合理价格为39.9元左右。

公司是国内楼宇对讲系统及智能家居系统的生产商和系统方案提供商，现有主营产品有楼宇对讲系统、智能家居系统，现已成功开发出防盗报警系统。2009年公司战略性提出开展报警运营服务，为社区安防终端客户提供防盗报警的增值服务。

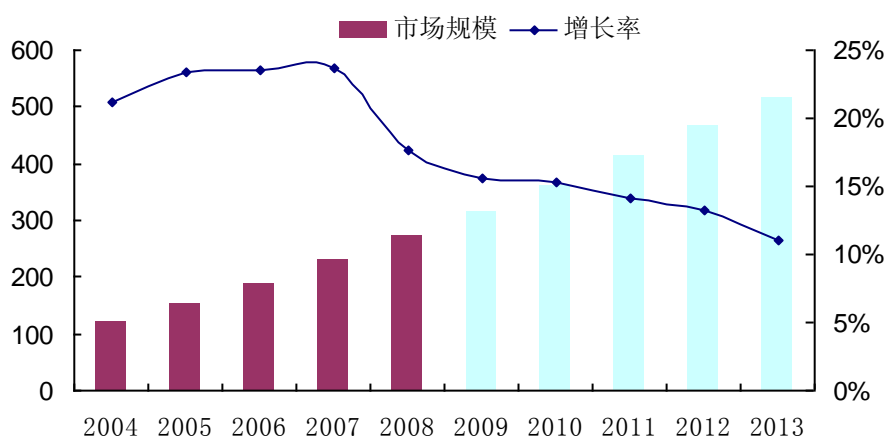
1. 中国安防市场需求旺盛

1.1 安防电子产品市场快速增长

公司所处行业是安防行业。安防行业是社会公共安全体系的重要组成部分，近年来我国安防行业的发展比较迅速。2004-2008年安防电子产品市场规模年复合增长率达到22.3%，高于同期全球的平均增速。这主要源于国内一系列大项目如“平安城市”、北京奥运会、上海世博会、广州亚运会等开展，安防建设需求旺盛。

当前人们的安防意识不断提升，对安防电子产品的需求将保持持续旺盛。未来几年二、三线城市的市场需求有望逐步放量，从而带动整体市场快速增长。从应用领域来看，安防产品的应用领域也越来越广泛，由过去以银行、高档写字楼逐渐向普通住宅小区、工厂等场所普及。赛迪顾问预计未来五年，我国安防电子产品市场年复合增长率将达到13.8%，2013年市场规模将达到516.9亿元。

图 1: 2004-2013 年中国安防电子产品市场规模（亿元）及增长情况



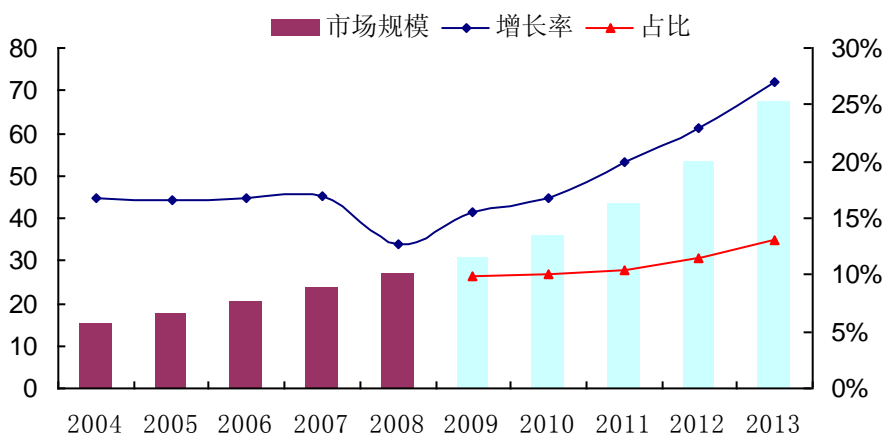
数据来源：公司招股说明书

1.2 社区安防行业方兴未艾

按照安防产品应用领域划分，安防行业可以细分为公共场所安防、企事业单位安防、社区安防和机动车辆安防等。我国社区安防起步比较晚，市场开发不足，2004-2008年我国社区安防电子行业的年复合增长率达到了15.9%。近年来随着国家大力推行“平安社区”、“安居工程”等，行业发展比较快。未来国家的投入将扩展到二、三级城市乃至四、五级城市，巨大的中小城市社区市场将逐步打开，我国社区安防市场需求将逐步增加，在整体安防电子市场的比重也将逐步提高。

赛迪顾问预测 2009-2013 年我国社区安防复合增长率达 20.4%，2013 年市场规模将达到 67.36 亿元，在安防行业中的占比逐步上升，达到 13%。

图 2:2004-2013 年我国社区安防市场规模情况

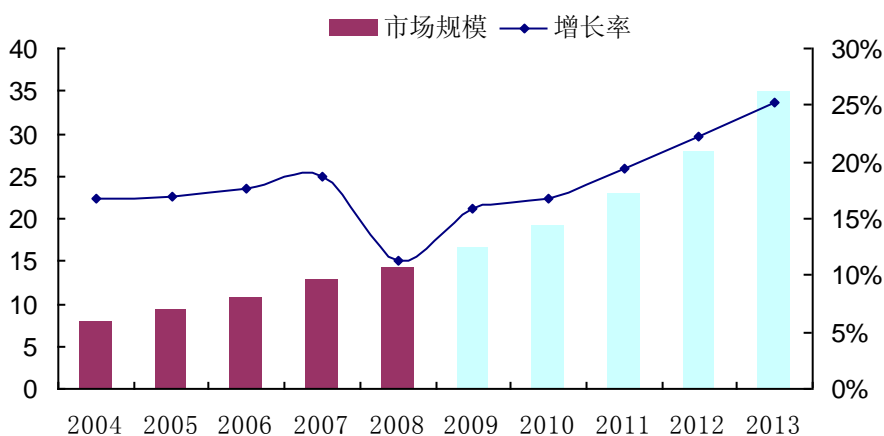


数据来源：公司招股说明书

1.3 房地产业带动楼宇对讲市场快速发展

楼宇对讲系统是社区安防最重要的子系统，与房地产业市场关联度较高。近年来伴随着房地产业的繁荣发展，楼宇对讲市场发展迅速。2004-2008 年楼宇对讲市场规模年复合增长率达到 16.2%。赛迪顾问预测，未来几年我国楼宇对讲系统仍将伴随房地产业稳定快速发展，年复合增长率将达到 19.8%。

图 3:2004-2013 年我国楼宇对讲市场规模情况



数据来源：公司招股说明书

2. 公司处于行业领先地位

我国楼宇对讲市场竞争激烈，现有生产厂商 300 多家。不过目前仍以中小企业为主，其中 300 人以上的企业仅有 10 家左右。尽管如此，我国楼宇对讲市场

集中度还比较高。广东省公共安全技术防范协会统计数据显示，我国楼宇对讲市场 TOP4 企业的市场总体销售规模超过 40%。

经过多年发展，公司现已成为国内住宅安防行业的领导者之一。2006-2008 年，公司销售额市场占有率由 2006 年的 5.2% 上升至 2008 年的 12.1%，处于行业领先地位。

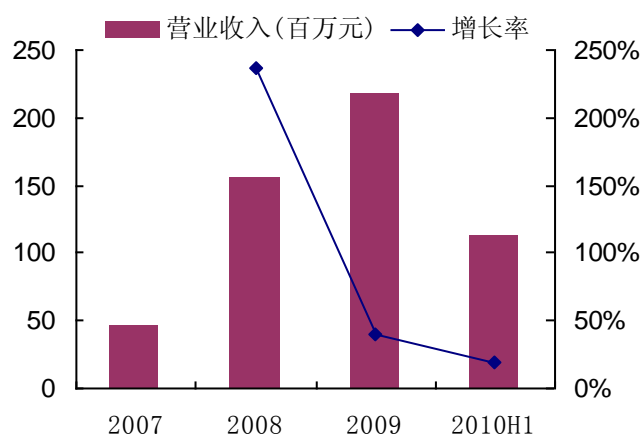
3. 财务分析

3.1 公司营业收入增长较快

近年来公司营业收入实现了较快增长，2008 年、2009 年分别比上年同期增长了 236.9% 和 39.93%。2010 年上半年公司实现营业收入 1.13 亿元，较上年同期增长 18.61%。

公司营业收入较快增长的原因有：首先，国内房地产行业发展快速，尤其公司销售重点的二线城市房地产投资增长比较快；其次，国家实施了平安城市、平安社区等项目；第三，公司营销和服务渠道扩充，并且产品结构得到优化。公司销售渠道由 2007 年的 20 家增加到目前的 40 家。

图 4: 公司营业收入增长情况



资料来源：公司招股说明书

3.2 毛利率比较高

报告期内，公司综合毛利率接近 50%，综合毛利率较高反映出公司产品技术含量比较高，属于个性化需求较多产品，公司有一定的产品定价权。此外公司采取直销模式，减少销售环节，也有利于提高了产品毛利率。

2009 年和 2010 年上半年公司毛利率略有提升，主要因为在公司销售收入中的比重有大幅度的提升，2010 年上半年已经占到 38.01%，较 2008 年提高了近 13 个百分点。彩色可视对讲产品由于技术含量较高而毛利率高，而且由于原材料价格下降毛利率也有所上升，2010 年上半年达到 58.55%。彩色可视产品是未来市场主流产品，由于七对图文信息和音频信息的处理技术难度较高，当前市场竞

争还不算激烈，因此预计公司综合毛利率维持较高水平。

4. 募投项目

公司本次发行募集资金将投向研发中心建设、数字化安防产品扩产、营销和服务渠道建设等项目。

表 1：公司募投项目及投资额

募投项目	投资额（万元）
1、研发中心建设	3008.41
2、扩产至 122 万台数字化安防产品	12582.52
3、营销与服务体系扩建	10411.53
合计	26002.46

资料来源：公司招股说明书

本次发行募投资金重点投向提升公司产能和销售能力。

扩产至 122 万台数字化安防产品项目的实施将显著增加公司产能。公司现有产能为 60 万套，其中数字化产能 30 万套，且 SMT 工序各种 PCB 板所包含的点数三分之一由外协完成。公司现有产能利用率比较高，2009 年达到 120% 以上，已经难以满足市场发展需要，限制了公司业务进一步拓展。

公司现在在国内一、二级城市设立了 40 家分公司，初步实现了本地化销售和服务。但三、四级房地产市场正在升温，公司目前的营销网点难以覆盖。公司的营销与服务体系扩建正是建设新的营销网点，计划在两年内共建立 100 个营销网点，建立起覆盖全国大部分区域的营销与服务体系，与产能扩张对接。

5. 盈利预测及估值情况

我们预测 2010-2012 年公司的业务收入分别为 2.60 亿元、3.38 亿元和 4.74 亿元，增速分别为 20%、30% 和 40%；2010-2012 年归属于上市公司股东的净利润为 0.65 亿元、0.80 亿元和 1.09 亿元，对应的全面摊薄每股收益分别为 0.93 元、1.14 元和 1.56 元。

参考电子设备板块以及安防业务上市公司估值水平，我们认为给予公司 2011 年 35 倍左右动态市盈率比较合理，由此得出的合理价格为 39.9 元左右。不过，今年下半年创业板平均首发市盈率（摊薄）超过 60 倍，因此首发价格有可能超过 40 元。

表 2：估值比较

简称	市盈率			
	09A	10E	11E	12E
行业	49.45	46.12	34.38	25.59
大华股份	102.07	52.90	36.36	25.99

海康威视	69.89	49.74	37.00	28.14
大立科技	95.58	65.00	44.31	33.83

资料来源：WIND

表 3: 利润表 单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	217	260	338	474
营业成本	109	130	169	237
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	35	38	52	72
管理费用	25	29	40	54
财务费用	1	-1	-1	-0
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	61	76	106
营业外收入	7	13	16	19
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	51	74	91	125
所得税	0	9	11	16
净利润	51	65	80	109
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	51	65	80	109
EBITDA	47	62	77	109
EPS (元)	0.73	0.93	1.14	1.56

资 料 来 源 : 信 达 证 券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102