

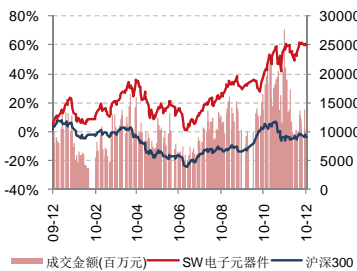
合理价格区间

41.65-47.60 元

发行基本情况

发行前总股本	11,000 万股
发行价	53.80 元
发行价/2009 年摊薄后 EPS	99.63 倍
发行后每股净资产	3.02 元
发行前资产负债率	17.35%
发行数量	3,700 万股
网下发行	737 万股
网上发行	2,963 万股
上市交易日期	2010.12.24
拟募集资金	50,950 万元
实际募集资金	185,404 万元
第一大股东	刘肇怀
发行后持股比例	71.09%

行业走势图



研发部

邵明慧

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系人：TMT 研究小组

联系电话：010-68858150

Email: heyangyang@cnpsec.com

国内领先的中高端电子安防产品供应商

——英飞拓（002528）新股分析报告

摘要：

- 公司拥有全系列视频监控系统、光纤传输系统和出入口控制系统的领先技术和丰富的产品线，能为客户提供集硬件设备和软件平台于一体、含前中后端整体化解决方案的产品，是国内为数不多的高端安防产品供应商之一。公司目前实际控制人为董事长刘肇怀，通过直接和间接方式合计持有公司发行前 95% 股权。
- 我国安防视频监控行业需求情况好于全球水平，预计 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。数字化、网络化、集成化、智能化是行业发展趋势，且行业集中度仍有待提高。
- 公司目前构建了以视频监控系统为核心的产品布局，产品线较为丰富，包括快球、摄像机、云台摄像机、矩阵及辅助设备、DVR、视频管理软件、光端机以及门禁系统等。公司在各项产品上均具备较强的竞争力，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。
- 公司竞争优势体现在：1、全球化视野，品牌定位高端；2、强大的技术研发实力；3、齐全而完善的产品线；4、营销渠道和物流优势；5、技术服务优势
- 本次 IPO 所募集资金将投资于视频监控产品技改扩建项目、光端机系列产品技改扩建项目、营销网络建设项目和研发中心技改扩建项目等四个项目，总投资额为 50,950 万元。募投项目实施后，有望缓解公司产能瓶颈，并提升公司的整体研发水平和技术水平，利于公司继续保持在同行业中的领先地位。
- 预计公司 2010 至 2012 年的收入分别为 4.89 亿元、7.28 亿元和 10.88 亿元，净利润分别为 1.12 亿元、1.75 亿元和 2.47 亿元，对应的摊薄后每股收益分别为 0.76 元、1.19 元和 1.68 元。参考相关公司估值，我们认为公司的合理估值区间是 2011 年 35 到 40 倍 PE，对应的价格 41.65 元至 47.60 元。
- 风险提示：1，原材料采购风险；2，下游市场开拓进展低于预期导致募投项目产能无法消化的风险；3，市场竞争加剧导致盈利能力快速下滑的风险。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	377	489	728	1,088
(+/-)	13.3%	19.5%	29.8%	48.8%	49.5%
归属母公司股东净利润	58	80	112	175	247
(+/-)	-12.6%	38.9%	39.1%	56.9%	41.3%
每股收益 (EPS)	0.52	0.73	0.76	1.19	1.68
市盈率 (P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

目 录

1. 国内领先的中高端电子安防产品供应商	4
1.1 公司基本情况及股权结构介绍	4
1.2 中高端安防产品供应商	5
2. 安防行业需求前景乐观	6
2.1 我国安防视频监控行业需求情况好于全球水平	6
2.2 数字化、网络化、集成化、智能化是行业发展趋势	7
2.3 行业集中度仍有待提高	8
3. 公司产品线丰富，具备较突出的竞争优势	9
3.1 产品线丰富，部分领域市占率领先	9
3.2 公司竞争优势较为突出	11
3.3 募投项目将大幅扩充公司规模	12
4. 盈利预测与估值	14

图表目录

图表 1: 公司上市前股权结构.....	4
图表 2: 公司本次发行前后股东情况.....	5
图表 3: 公司近三年一期营收和净利润情况.....	5
图表 4: 主要业务近三年一期收入情况 (万元).....	5
图表 5: 全球视频监控市场 2010-2014 年增长情况.....	6
图表 6: 我国视频监控行业市场容量 2010-2014 年增长情况.....	6
图表 7: 2008 年视频监控行业客户采购比例.....	7
图表 8: 视频监控体系各环节产品.....	7
图表 9: 公司产品线.....	9
图表 10: 募投项目概况.....	12
图表 11: 公司产能规划与未来产品市场容量情况.....	13
图表 12: 公司细分产品收入预测 (单位: 万元).....	14
图表 13: 公司细分产品毛利率预测.....	14
图表 14: 相关公司估值情况.....	14
图表 15: 公司盈利预测表 (单位: 万元).....	15

1. 国内领先的中高端电子安防产品供应商

1.1 公司基本情况及股权结构介绍

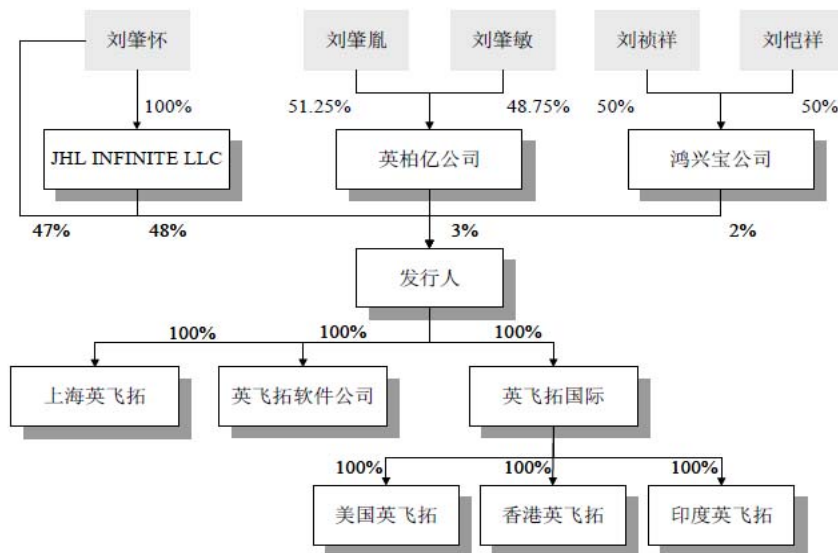
公司前身英飞拓科技（深圳）有限公司（原名“宽拓科技（深圳）有限公司”）成立于2000年10月。2008年1月8日，英飞拓科技（深圳）有限公司整体变更为深圳英飞拓科技股份有限公司。

自成立以来，公司始终专注于电子安防产品的研发、生产和销售。受益于公司强大的自主创新能力，公司拥有全系列视频监控系统、光纤传输系统和出入口控制系统的领先技术和丰富的产品线，能为客户提供集硬件设备和软件平台于一体、含前中后端整体化解决方案的产品。

公司目前实际控制人为董事长刘肇怀，通过直接和间接方式合计持有公司发行前95%股权。公司拥有三家子公司，分别是：

- 英飞拓软件公司，生产安防产品提供软件模块；
- 英飞拓国际公司，公司境外业务的控股主体；
- 上海英飞拓公司，为华东地区客户提供产品修理修配服务，目前尚未大规模开展经营活动。

图表 1：公司上市前股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

本次公司拟公开发行3700万股，占发行后公司总股本的25.17%。发行后第一大股东仍为刘肇怀，持股比例为71.09%。

图表 2: 公司本次发行前后股东情况

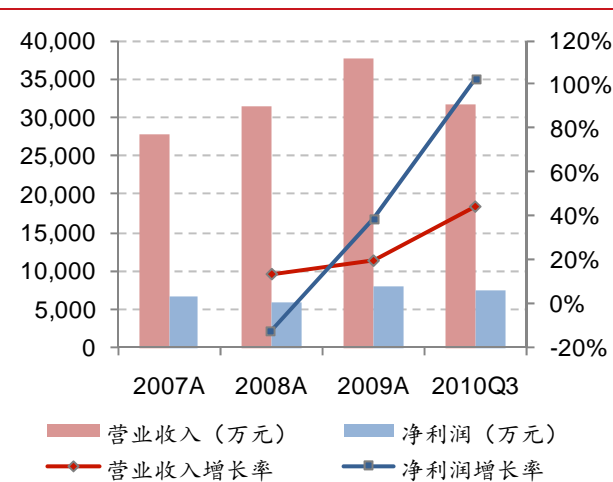
股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
一、有限售条件流通股	11000	100%	11000	100%
1、刘肇怀	5170	47%	5170	35%
2、JHL INFINITE LLC	5280	48%	5280	36%
3、英柏亿	330	3%	330	2%
4、鸿兴宝	220	2%	220	2%
二、本次发行流通股	-	-	3700	25%
合计	11000	100%	14700	100%

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

1.2 中高端安防产品供应商

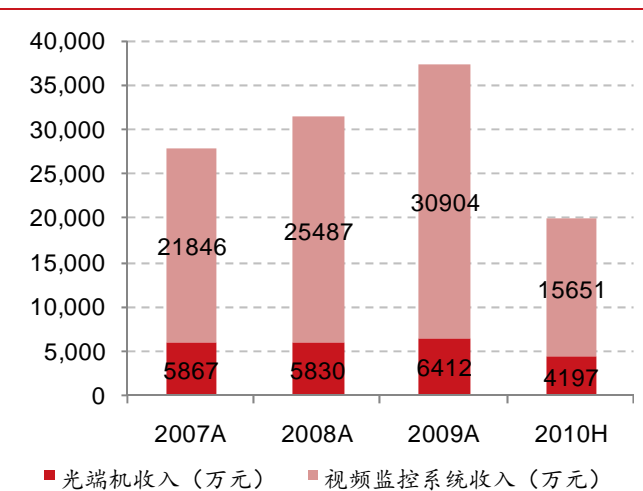
公司近三年来营收与净利润实现快速增长, 09 年营业收入增长 20%, 净利润增长 39%。目前, 公司主要产品包括视频监视系统和光端机, 2009 年这两项业务分别占公司主营业务收入比重的 82%和 17%; 其他产品和业务包括门禁系统、维修和配件等。

图表 3: 公司近三年一期营收和净利润情况



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 4: 主要业务近三年一期收入情况 (万元)



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

公司拥有领先的研究设计能力、完整的系统产品解决方案、高效的生产及运营体系和健全的销售服务体系, 具备较强的综合竞争实力, 并拥有自有品牌“INFINOVA”参与国际竞争。公司是国内为数不多的高端安防产品供应商之一。

公司产品主要应用于公安、交通、水利、金融、电力等行业领域, 亦有部分业务应用于工商设施、市政、社区、家居等领域。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行业第一位、第一位和第二位。

2. 安防行业需求前景乐观

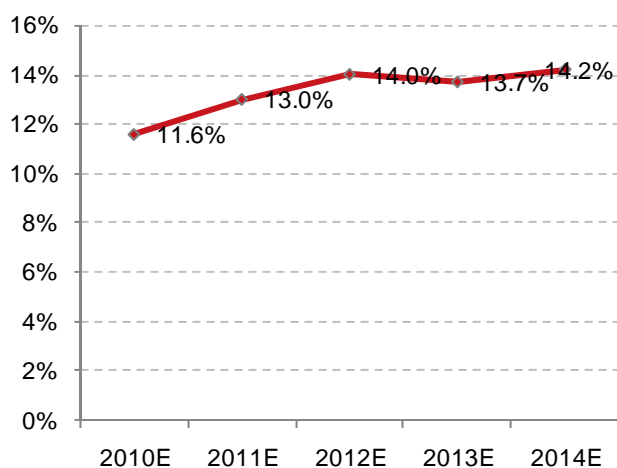
安防行业是一个集光电、材料、机械、生物、电子信息工程、通讯技术为一体的综合性高新技术应用行业，是一个知识和技术密集型产业，也是一个技术驱动型产业。

2.1 我国安防视频监控行业需求情况好于全球水平

全球恐怖攻击、意外事件不断发生，促使全球重视安全议题，对安全防范的需求大增，全球安防市场尤其是电子安防市场得以持续成长，为目前全球成长最快的产业之一。电子安防市场主要由视频监控行业组成。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 2008 年至 2014 年间保持 13% 的年均复合增长率，至 2014 年预计需求将达到 166 亿美元。

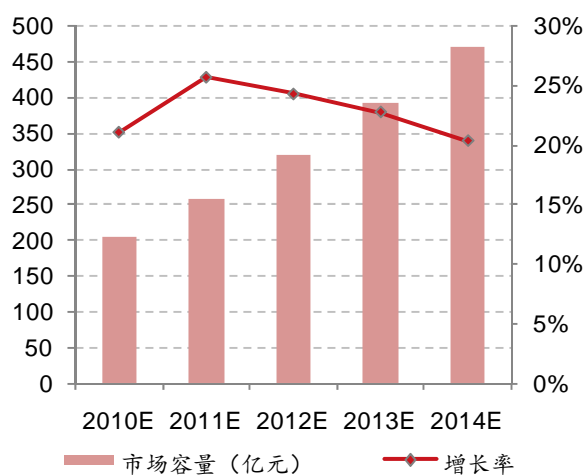
我国安防行业历经 30 年的发展，已经成长为国民经济行业中一个市场初具规模、产品种类齐全、应用领域宽泛、技术水平较高的新兴行业。自 2005 年以来，随着科技强警战略的深度实施，“3111”试点工程、“平安城市”等大型综合性安防项目在全国的深入开展，以及人们生活水平提高后对民用安防的需求增大，加上奥运会、世博会、亚运会等大型项目的安保，都为我国安防行业近几年的快速发展提供了契机。根据《中国公共安全》的调研数据，2010-2014 年我国视频监控行业市场容量年均复合增长率为 23%，至 2014 年将达到 470 亿元左右，成长性好于全球行业水平。

图表 5：全球视频监控市场 2010-2014 年增长情况



数据来源：Frost&Sullivan，公司公告，中邮证券研发部

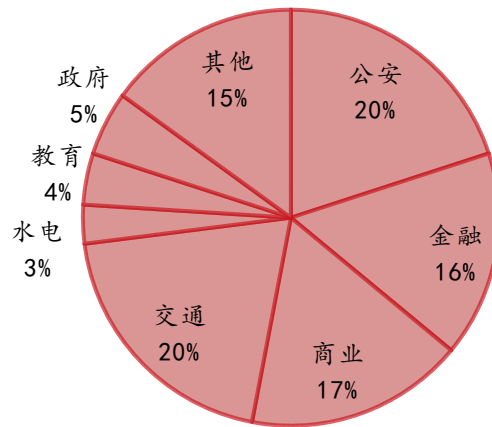
图表 6：我国视频监控行业市场容量 2010-2014 年增长情况



数据来源：《中国公共安全》，公司公告，中邮证券研发部

安防行业的下游行业主要是交通、公安、金融、商业、电力、邮政、电信等终端用户所处行业。这些行业多是关系国计民生的支柱性行业，因此，其投资往往具有可持续性，这些领域也将是带动安防产品未来市场需求的主要领域。

图表 7：2008 年视频监控行业客户采购比例



数据来源：《中国公共安全》，公司公告，中邮证券研发部

2.2 数字化、网络化、集成化、智能化是行业发展趋势

视频监控行业融合了现代计算机技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术和软件技术。视频监控体系主要包括视频采集、视频管理控制、视频存储和视频显示环节，与之相对应产品主要包括：摄像机等视频采集设备，矩阵和软件管理平台等视频管理控制设备，DVR、NVR 和磁盘阵列等视频存储设备以及监视器等视频显示设备，此外，还有配合视频监控系统的用于远距离信号传输的光端机产品。各环节与相应产品的对应关系如下图：

图表 8：视频监控体系各环节产品



数据来源：中邮证券研发部 WIND 资讯

随着技术的演进以及下游客户对安防需求的不断升级，安防行业呈现出了数字化、网络化、集成化、智能化的技术发展趋势。

- **数字化**：前端使用具有更高图像分辨率和更丰富的功能全数字化的 IP 摄像机（又称网络摄像机）取代模拟摄像机；后端基于 PC 机或嵌入式设备构成监控系统，并进行多媒体管理；视音频不再采用模拟同轴电缆传输，而是通过各种 IP 网络。
- **网络化**：网络监控技术通过设立中心监控平台实现对系统内所有视频编解码器及 DVR 等设备的集中管理与控制。
- **集成化**：为客户提供安防产品的便捷使用，目前已出现平台级的融合，如监控平台与 GIS 系统的集成、监控平台与城市管理平台的集成和整合、监控系统与 OA

系统的集成和整合等。

- 智能化：智能化的监控平台以网络化传输、数字化处理为基础，以各类功能与应用整合与集成为核心，从而实现单纯的图像监控向报警联动、GIS、GPS、流媒体、图像识别，以及移动侦测等应用领域的广泛拓展与延伸。

2.3 行业集中度仍有待提高

自 2005 年以来，中国安防行业经历了一次爆发性增长的过程。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，行业从业人员 100 万人以上。在近 1.5 万家安全防范产品生产企业中，平均每家企业的销售额约为 800 万元，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，市场集中度较低。









安防行业发展初期，由于市场区域性及盈利环境优良等因素，使得参与企业数量众多。随着市场竞争日趋规范、透明，行业整体盈利能力将趋于下行，安防行业竞争的热点将逐步转向产品创新及性能、质量、品牌、服务的全方位理性竞争，一部分仅具备制造能力的安防企业将逐步失去订单。同时，随着终端客户对安防企业生产、销售、系统集成乃至运营等全方面的综合要求，行业中的优势企业将凭借在规模、资金、技术等方面的优势，获得更多客户青睐，市场份额进一步向主流制造商集中使得行业集中度将呈上升趋势。

3. 公司产品线丰富，具备较突出的竞争优势

3.1 产品线丰富，部分领域市占率领先

公司目前构建了以视频监控系统为核心的产品布局，产品线较为丰富，如下图表：

图表 9：公司产品线

类别	产品细分	快球	简介
前端视频采集设备	快球		就把精密云台、解码器以及一体化摄像机集成在一起，实现了体积小、转动速度快，360 度旋转无视场盲角等功能；分成模拟和数字两种，适用于平安城市、高速公路、城市交通、港口、机场、体育场馆、楼宇、会议中心、酒店、银行、超市、娱乐场所以及大型企业视频监控系统。
	摄像机		可分成半球摄像机、枪式摄像机和一体化摄像机，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，是整个视频监控系统的重要组成部分。
	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。
后端视频处理设备	矩阵及辅助设备		矩阵切换器是整个视频监控系统的核心控制设备，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。除图像切换外，结合辅助设备，矩阵还能够实现图像控制、报警联动、音频跟随等功能。
	DVR(数字视频录像机)		DVR 是一套进行图像存储处理的计算机系统，具有对图像、语音进行长时间录像、录音、远程监视和控制的功能，其主要由主板、视频压缩模块、通信模块、显示模块组成，采用数字记录技术，在图像处理、图像储存、检索、备份、以及网络传递、远程控制等方面远优于模拟监控设备
	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。视频管理软件具有数字矩阵功能，具有系统巡视、成组切换、报警管理等功能。
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。
出入口控制产品	门禁系统		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。

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

公司在各项产品上均具备较强的竞争力，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。我们将就公司主要产品来进行分析。

➤ 快球

快球因其体积小、转动速度快，360 度旋转无视场盲角等优势，市场需求不断增加，近几年我国快球市场保持着约 30%的较高年增长率。据估计，2008 年中国快球市场容量约 36.5 万台，按金额折算约 22 亿元。在“平安城市”、2010 年中国世博会、亚运会等大型公用工程的推动下，预计未来五年我国快球市场容量将持续保持 30%左右的稳步增长。

公司在快球产品上具备很强竞争力，从 08 年数据来看，公司快球产品收入 1.16 亿元，销售额国内市占率达到 5.3%，居于第一。从整体看，目前我国快球领先企业销售额占整体市场容量的比例比较低，但是这些企业在业内的研发水平、质量管理、销售量等方面都处于领先水平。随着行业整体竞争的日趋激烈，部分没有研发实力，以仿制或以成本牺牲质量的企业将逐渐被淘汰出局，快球行业的集中度也会不断提高。公司有望继续保持快球市场的领先地位。

➤ 摄像机

摄像机作为视频监控系统中应用最为广泛的产品，近年来市场需求的不断增长。根据《2008-2009 年度中国视频监控行业市场研究报告》的调研结果，2009 年中国摄像机产量预计达 1,000 万台，其中国内销售约为 560 万台，销售额约 55 亿元。公司摄像机产品 09 年收入 6170 万元。

➤ 云台摄像机

云台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，需求前景较好。目前云台摄像机销售区域主要集中在华东和华南地区，其中华东区域占据了 50%以上的市场份额。过去三年中，云台摄像机的市场容量年均增长超过 20%，据估计，2009 年国内市场容量约为 8.5 万台，销售金额约 8.5 亿元。公司目前云台摄像机收入规模较小，09 年收入约 2355 万元。

➤ 矩阵

矩阵切换器简称矩阵，是整个视频监控系统的核心控制设备，是当前大型监控系统中必不可少的主要设备之一。矩阵经过 20 余年的发展目前已经处于成熟期，2008 年矩阵的市场有效需求已达到 5.8 亿元。2009 年我国矩阵的市场容量预计达到 6.8 亿元，未来五年矩阵市场有效需求平均增长率在 15-20%之间，到 2014 年市场有效需求将达到 14 亿元。公司在 2008 年我国矩阵市场占有率约 13%，居于领先地位。公司目前已开发出以下五大系列的矩阵切换器产品，可以满足不同层次需求。

➤ DVR

2008 年中国 DVR 市场容量约 220 万台（包括不同路数、各种压缩板卡的 DVR）销售规模约 32 亿人民币。2009 年 DVR 采购量预计增长幅度为 10%，市场总规模接近 36 亿人

民币。DVR 产品公司收入规模很小，09 年收入仅为 1976 万元。

➤ 光端机

光端机可以实现远距离、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。2008 年国内光端机市场容量在 6.8 亿元左右，2009 年我国光端机的市场容量预计达到 8 亿元。随着全球经济复苏对安防行业的拉动，特别是光网络平台广泛应用于安防领域，未来几年我国光端机市场的有效需求平均增长率将达到 25%，到 2012 年市场有效需求将达 16 亿元。

光端机市场现有从业企业众多，竞争激烈，品牌划分明显。小品牌以价格战为主要的竞争手段，以期通过价格优势获取一定的市场份额；行业内的大品牌通过提升技术含量，增强售后服务获得较高的利润水平。在高、低端产品供需关系不平衡的影响下，光端机行业的市场集中度正逐步提高，开始向知名厂商倾斜，大量以仿造、低价格等为竞争手段的小企业将被清退出局。2008 年公司光端机及辅助设备产品实现收入 6411 万元，在光端机领域市场占有率约 8.5%，排名第二。光端机是公司未来拟重点发展的产品之一。

3.2 公司竞争优势较为突出

公司的竞争优势主要体现在：

➤ 全球化视野，品牌定位高端

公司核心管理团队在安防行业均有十年以上的管理经验，在技术方面，具备全球视野，通过海外子公司及全球销售队伍，及时跟踪全球行业技术动向，以此保证公司的技术水平处于国际先进水平，产品符合国际市场的需求。在市场和销售方面，公司坚持定位在高端市场，推广自有品牌“Infinoa”和“英飞拓”，在国内有庞大的销售队伍，在国外有高素质的销售网络，这些优势是国内同行难以在短期内实现的。

➤ 2、强大的技术研发实力

公司自成立以来，一直重视产品研发和技术创新，已经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、集成电路应用技术、网络控制与传输技术、嵌入式开发技术、FPGA 开发技术、智能视频分析技术、光纤视频传输技术等核心技术，其中，网络矩阵控制技术、监控管理平台技术处于国际领先地位。公司拥有优秀的设计开发能力、对监控产品强大的系统整合能力，在大中型项目中具有较高的应用水平。公司是国家级高新技术企业，拥有 5 项软件著作权、22 项专利。目前公司拥有研发人员 261 人。

➤ 齐全而完善的产品线

公司产品种类众多，是业内为数不多的能提供从前端摄像机到控制室全系列电子安防设备和具有系统研发能力的制造商，能为客户提供具有竞争力的整体化解决方案。

➤ 营销渠道和物流优势

公司始终重视营销网络的布局建设工作，经过多年的努力，形成了覆盖国内主要省会城市及主要二线城市的销售服务网点。公司在国内市场采取设立分公司、办事处的二级营销网络的销售模式，目前在全国建立了上海、深圳、北京、重庆、西安五个一级销售大区，并由该五大区辐射相应的华东、华南、华北、西南、西北市场。公司在国外市场的销售通过子公司美国英飞拓和香港英飞拓进行，其中，香港英飞拓负责中国大陆以外的东南亚市场，美国英飞拓负责其他海外市场。公司的销售网络已覆盖了北美、中美、南美、欧洲、中东，印度、东南亚。

➤ 技术服务优势

优质的技术服务对安防行业尤其重要，不良的服务直接增加了中间商的运营成本，因而影响产品的销售。公司从产品设计阶段就考虑安装和使用方便，并且一直非常重视售前技术咨询和售后技术服务。由于公司拥有自己的技术和全系列产品，同时在产品渠道上也较为完善，使得公司可以提供独特的客户定制化的系统设计和产品制造，并且可以及时响应售后服务，由此提高最终用户的满意度和中间商的竞争力，进而提高了公司的市场竞争能力。

3.3 募投项目将大幅扩充公司规模

公司本次 IPO 所募集资金将投资于视频监控产品技改扩建项目、光端机系列产品技改扩建项目、营销网络建设项目和研发中心技改扩建项目等四个项目。项目总投资额为 50,950 万元。募投项目实施后，公司生产规模将得到扩大，以缓解目前产品供不应求的态势；另一方面公司的整体研发水平和技术水平也将得到提升，利于公司继续保持在同行业中的领先地位，巩固和扩大市场份额；此外，营销与服务体系扩建项目的实施，能够提升现有营销与服务网络的档次，从而提升公司品牌形象和形成与公司产能扩大相匹配的营销能力。

图表 10：募投项目概况

序号	项目名称	预计总投资额	募集资金使用量	建设期
1	视频监控产品技改扩建项目	24890	24890	1.5 年
2	光端机系列产品技改扩建项目	9810	9810	1.5 年
3	营销网络建设项目	8990	8990	2 年
4	研发中心技改扩建项目	7260	7260	1.5 年
合计		50950	50950	-

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

预计安防在下游各行业的渗透率提高，以及高铁、地铁等大型公共场所建设投资的增加，以及安防在二三线城市市场的开拓，安防产品未来国内市场容量仍将面临快速增长趋势，因此公司募投项目产能去化将较为顺利。

图表 11：公司产能规划与未来产品市场容量情况

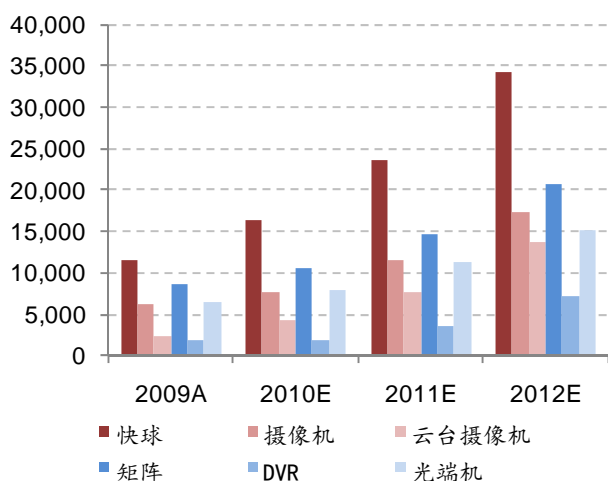
项目		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
快球	国内市场容量	540,000	640,000	755,000	870,000	1,000,000
	公司产能	20,000	26,000	38,000	44,000	50,000
摄像机	国内市场容量	7,100,000	9,100,000	11,300,000	13,800,000	16,560,000
	公司产能	55,000	95,000	175,000	215,000	255,000
云台摄像机	国内市场容量	102,000	122,000	146,000	172,000	200,000
	公司产能	2,800	5,200	10,000	12,400	14,800
矩阵	国内市场容量	36,000	42,000	48,000	55,000	60,000
	公司产能	1,600	2,200	3,400	4,000	4,600
DVR	国内市场容量	2,650,000	2,910,000	3,200,000	3,450,000	3,650,000
	公司产能	2,500	3,500	5,500	6,500	7,500
光端机	国内市场容量	660,000	760,000	875,000	965,000	1,060,000
	公司产能	36,000	47,000	69,000	80,000	91,000

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

4. 盈利预测与估值

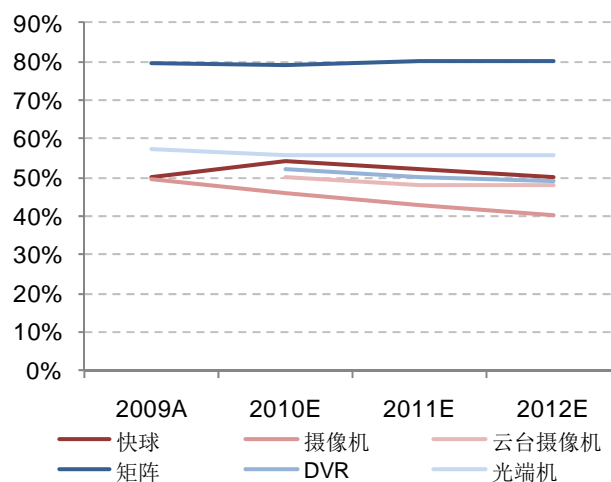
我们预计公司随着公司募投项目的投产，公司各产品线均将迎来较快速的收入增长。盈利能力方面，预计随着市场竞争激烈化，公司产品毛利率将有小幅下降。

图表 12: 公司细分产品收入预测 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 13: 公司细分产品毛利率预测



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

预计公司 2010 至 2012 年的收入分别为 4.89 亿元、7.28 亿元和 10.88 亿元，净利润分别为 1.12 亿元、1.75 亿元和 2.47 亿元，对应的摊薄后每股收益分别为 0.76 元、1.19 元和 1.68 元。

目前 A 股上市公司中从事安防行业的主要有海康威视，大华股份和大立科技，参考相关公司估值，我们认为公司的合理估值区间是 2011 年 35 到 40 倍 PE，对应的价格 41.65 元至 47.60 元。

图表 14: 相关公司估值情况

	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
海康威视	2.12	2.80	3.60	45	34	27
大华股份	1.73	2.44	2.97	48	34	28
大立科技	0.60	0.96	1.15	68	43	36

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 15：公司盈利预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	31,516	37,678	48,892	72,764	108,790
增长率(%)	13.3%	19.5%	29.8%	48.8%	49.5%
减：营业成本	14,814	15,658	20,573	31,829	49,446
营业税金及附加	29	57	49	73	109
销售费用	4,006	6,164	7,921	10,915	15,231
管理费用	6,020	7,008	8,703	12,515	18,168
财务费用	255	75	24	-1,091	-544
资产减值损失	-15	250	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,407	8,465	11,623	18,524	26,381
加：营业外收入	238	383	500	500	500
减：营业外支出	63	73	0	0	0
利润总额	6,582	8,775	12,123	19,024	26,881
减：所得税	810	758	970	1,522	2,150
净利润	5,772	8,017	11,153	17,502	24,730
归属于母公司所有者净利润	5,772	8,017	11,153	17,502	24,730
增长率(%)	-12.6%	38.9%	39.1%	56.9%	41.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	11,000	11,000	14,700	14,700	14,700
每股收益（元）	0.52	0.73	0.76	1.19	1.68

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。