

走高端品牌成长之路 引领行业技术潮流

——英飞拓 002528 投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

一、公司篇：持续创新铸就高端品牌，优质服务赢得全球市场

1.1 公司简介：拥有全球知名高端品牌的电子安防企业

近期，深圳英飞拓科技股份有限公司（以下简称“英飞拓”或“公司”）正式发布招股说明书，意味着公司即将登陆A股市场。深圳英飞拓科技股份有限公司成立于2000年10月，是由安防领域专家美籍华人刘肇怀博士亲手创办，主要从事矩阵、光端机、闭路电视监控系统产品、出入口控制系统产品、防爆视频监控产品、防爆工业通讯产品、视频传输技术开发及计算机应用软件等安防系统的研发、生产和销售。经过10年的励精图治，公司已发展成为电子安防与光通信设备领域全球领先的高科技跨国公司，旗下的“InfinoVA”作为高端品牌获得了全球市场的认同，培育了众多忠实的客户，并多次入选“安防行业十大品牌”，生产的产品更是获得了全球安防监控和安防行业系统集成商及用户的极度好评。

凭借强大的技术、品质和服务优势，英飞拓获得过无数荣誉和奖项，其中具有代表性的包括“Frost&Sullivan IP视频领域产品创新领袖奖”、“2010年ASIS荣誉获奖单位”、“2010年创新产品优秀奖”、“2010年质量用户信得过企业”、“平安城市建设推荐品牌”、“2009年中国安防产品市场占有率十佳品牌”、“中国知名安防品牌”等。公司是行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较强系统研发能力的制造商，其产品已成功进入美国迈阿密港、洛杉矶港、伊丽莎白港、洛杉矶城市地铁、泰国曼谷国际机场、迪拜(Oubai)国际机场、08北京奥运会场馆、上海世博会、南宁会展中心这样的世界级大型工程，同时也进一步促进了公司品牌价值的提升。

作为一家高科技企业，强大的研发能力是英飞拓不断取得成功的关键。公司自成立以来就非常重视研发能力的培养，每年投入的研发经费就占到当年营业收入的7%以上，这么高的研发投入在国内企业中是非常罕见的。公司目前拥有高水平的专门研发人员261人。优秀的研发团队加上巨额的研发投入使公司取得了骄人的研发成果。到目前为止，公司已经获得了22项专利和5项软件著作权，掌握的网络矩阵控制技术、监控管理平台技术等核心技术居全球领先地位。研发出的具备以太网功能的全新一代矩阵系统属全球首创。

公司本次发行3,700万股，占发行后总股本为25.17%；发行后的总股本将达到1.47亿股。公司董事长为公司的实际控制人。

表1：深圳英飞拓发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	所持股份(万股)	持股比例	所持股份(万股)	持股比例
刘肇怀	5,170	47.00%	5,170	35.17%
JHL INFINITELLC	5,28	48.00%	5,280	35.92%
英拓亿	330	3.00%	330	2.24%
腾邦宝	220	2.00%	220	1.50%
本次发行股份			3,700	25.17%
合计	11,000	100%	14,700	100%

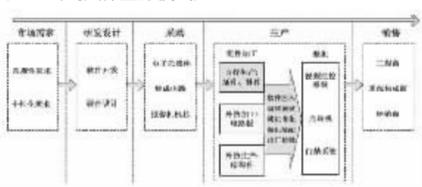
资料来源：公司招股说明书

1.2 业务与经营模式：专注于具有高附加价值的价值链两端

与行业内大多数厂商不同，公司主要专注于研发、品牌和市场，将有限的资源投入到安防产业价值链中高附加值最高的两端。这种经营模式契合了“微笑曲线”的价值链分布，通过不断增加对附加值最大的两端持续投入，将营销网络建设和决定产品质量与性能的软件开发、电路板设计、硬件设计，以及涉及自主知识产权保护的关键环节——软件注入等由公司自行完成，而附加值不高的电路板加工、结构件生产等环节则委托外协厂商完成。

这种经营模式有利于公司不断增强研发能力，扩大全球营销网络，树立品牌的高端地位，提升自身的核心竞争力。使公司始终站在行业竞争的制高点，牢牢掌握行业竞争的话语权。需要指出的是，这种经营模式对企业的研发能力和市场布局能力要求非常高，全球安防产品生产领域有实力采用此种经营模式的企业并不多，国内更是凤毛麟角。

图1 公司具体业务模式图



资料来源：公司招股说明书

1.3 行业地位及竞争优势：核心产品居国际领先地位

1.3.1 核心产品竞争优势明显，行业地位突出

公司是国内知名的电子安防产品生产企业，在同行业中竞争优势非常明显，综合实力居全国前列，个别细分领域处于龙头地位。其核心产品矩阵切换器、快球和光端机国内市场占有率分别居第一位、第一位和第二位。不仅如此，公司的海外营销能力在行业内也是首屈一指的，其产品成功打入了北美、中美、南美、欧洲、中东、印度、澳洲和东南亚等市场。

1.3.2 持续的创新和优质的服务铸就了高端品牌

从目前的电子安防产品市场竞争格局来看，低端市场生产企业众多，产品同质化非常严重，竞争也异常激烈；而中高端市场由于对产品的性能和质量要求较高，竞争则相对缓和，产品的毛利率也比低端市场高得多。英飞达自成立开始就想在电子安防领域做强做大就必须树立自己的高端品牌，而树立高端品牌的唯一方法就是源源不断的科技创新。因此，公司始终视创新如企业的生命，不惜在研发上投入大量资源。从目前的情况来看，公司的这种投入已经获得了丰厚的回报。到目前为止，已经在网络矩阵控制、监控管理平台等技术领域走在国际前沿，公司也是全球少数有能力生产高性能光端机的企业之一，成功树立了全球高端品牌。其“InfinoVA”品牌已经多次入选“安防行业十大品牌”，系列产品已进入了全球多个重点工程的安防系统。

除了高性能的产品外，优质的技术服务对高端安防产品的市场销售尤为重要，甚至不亚于产品本身，因为不良的服务会

投资要点：

■ 我国是全球安防领域增长速度最快的市场之一，随着国内经济的高速成长，人们对安全的需求越来越大，行业正处于爆发式增长阶段，安防市场有极大的发展空间。

■ 公司是电子安防与光通信设备领域全球领先的高科技跨国公司，是行业内为数不多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较强系统研发能力的制造商。公司旗下的“InfinoVA”作为高端品牌获得了全球市场的认同，多次入选“安防行业十大品牌”。公司研发的具备以太网功能的新一代矩阵系统属全球首创，处于国际领先地位。

■ 凭借强大的品牌和技术优势，公司产品成功进入了美国迈阿密港、洛杉矶港、伊丽莎白港、洛杉矶城市地铁、泰国曼谷国际机场、迪拜(Dubai)国际机场、08北京奥运会场馆、上海世博会、南宁会展中心等世界级大型工程项目，这些经典工程应用的成功案例进一步提升了公司的品牌价值，为公司产品今后的市场推广提供了更有利的条件。

■ 与国内行业大多数厂商不一样，公司专注于研发、品牌和市场，将有限的资源投入到安防产业价值链中高附加值最高的两端，而将附加值不高的电路板加工、结构件生产委托外协厂商完成，始终掌握着行业竞争中的主动权。

■ 公司拥有自己的海外营销网络和一批熟悉当地文化和市场的销售精英，(大多数国内电子安防企业将产品打入到海外市场的方式都是通过海外代理人进行的)，利用自己的营销网络不仅可以降低营销成本，还可以将海外销售的主动权掌握在自己手中。

■ 由于公司2010年前三季度的实际业绩较2009年同期已有大幅增长，2010年全年的业绩已基本确定，我们预计公司2010年全年归属于母公司的利润为11593万元，同比增长44.61%；考虑到公司DVR、摄像机、云台等产品的扩建项目将于2011年投产运营并产生效益，很可能会给公司当年的业绩带来爆发式增长，预计公司2011年归属于母公司的净利润为22171万元，同比增长91.24%；与此对应公司2009-2011年摊薄后的EPS分别为0.55元、0.79元和1.51元。

■ 综合PE和PEG两种估值方法，我们给予公司合理的股价为55.68元/股-60.06元/股。公司竞争优势明显，未来成长性优良，行业拓展空间广阔，本次IPO将是公司高速成长的新起点，我们认为公司具有较好的中长期投资价值。

直接增加了中间商的运营成本，进而影响产品的最终销售，这和低端安防产品有着明显的区别。为此，公司将优质的服务作为制胜的法宝之一，非常重视售前技术咨询和售后服务。公司利用拥有自己的核心技术和全系列产品的优势，制定了“定制化服务”的品牌战略，积极向客户提供独特的定制化系统设计和产品制造，不仅大大提高了公司品牌的竞争力，获得了系统集成商和用户的广泛欢迎，也为公司带来了额外的收益。

图2：创新和服务铸就高端品牌



1.3.3 覆盖全球的营销网络为公司的腾飞奠定了坚实的基础

广泛成熟的营销网络是企业获得成功的关键，公司非常重视营销网络的布局建设工作。经过多年的努力，公司已经初步建成了覆盖全球的营销网络，为公司未来业务的持续增长提供了有力支撑。从国内来看，公司采取设立分公司、办事处的二级营销网络销售模式，已经在全国建立了上海、深圳、北京、重庆、西安五个一级销售大区及该五大区辐射下的华东、华南、华北、西南、西北市场，在绝大部分省会城市及主要二线城市都建立了销售服务网点。

从海外来看，公司组建了自身的营销网络，拥有一批熟悉当地文化和市场的销售精英，目前的海外营销网络已经覆盖北美、中美、南美、欧洲、中东、印度、澳洲和东南亚地区。这也是公司海外业务和同行相比一个明显的优势。出于海外自有网点建设的难度，几乎所有的国内电子安防企业将产品打入到海外市场的方式都是通过海外代理人进行的，自建的营销网络不仅可以降低营销成本，还可以将海外销售的主动权掌握在自己手中，不必看海外代理人的脸色。随着本次募投资金的到位，公司还将进一步完善国内外营销网络，将营销网络向国内二三线城市延伸，海外营销网络也将急速扩大。

1.3.4 深厚的海外背景和全球化视野形成了公司独特的竞争优势

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，其核心管理团队在安防领域均有十年以上的管理经验，正是由于这种深厚的海外背景造就了公司全球化视野。在经营目标方面，公司将其经营目标定位为安防领域全球性的龙头企业，而不是仅仅局限于国内；在技术方面，公司可通过香港和美国子公司以及遍布全球的营销队伍，及时了解全球行业技术动向并反馈给国内研发部门，以此保证公司的技术水平时刻处于国际领先水平，生产的产品符合国际市场需求；不仅如此，公司还可以以中国大陆为基地，将国内研发人才资源和制造资源的低成本优势与合全球性技术视野和全球化营销网络相结合，面向世界市场，形成了独特的竞争力。

1.4 公司经营情况：业绩在持续的行业增长中节节攀升

1.4.1 以核心产品带动其他产品，先做强再做大

国内大多数电子安防生产企业都是从摄像机等低端产品做起，然后再慢慢涉足技术难度较高的快球、矩阵、光端机等产品，采取“先做大，再做强”的经营思路。英飞拓则走了与国内同行不同的路线：以电子安防系统中技术难度最高、竞争相对缓和的矩阵、光端机、高端快球等系列产品作为突破口，先占据市场优势地位，然后再利用有利市场地位带动技术难度相对较小、竞争较为激烈的摄像机、DVR等产品的销售，采取了“先做强，再做大”的经营策略。实践证明，公司的“先做强，再做大”的经营策略是完全正确的，在高质量摄像机、光纤传输系统(光端机)、以太网矩阵切换系统等主打产品的带动下，公司各类产品销售量节节攀升，市场份额也越来越大。目前公司的三大核心产品快球、光端机和矩阵切换器的销售额之和占公司总销售额的比重为70%左右。随着其他产品销售的逐步崛起，预计这个比重今后可能会有所降低。

1.4.2 高端品牌带来高毛利率，盈利能力行业靠前

公司从诞生那一天起就定位于高端市场，致力于高端品牌的建设，因此也获得了较同行高的毛利率。从财务报告上的数据可以看出，公司2007年、2008年和2009年的营业收入分别为2.78亿元、3.15亿元和3.76亿元，3年复合增长率10.58%；

对应的毛利分别为1.4亿元、1.67亿元、2.21亿元，3年复合增长率16.44%。公司近三年的毛利率分别为50.27%、52.96%和58.66%，远高于行业平均水平。

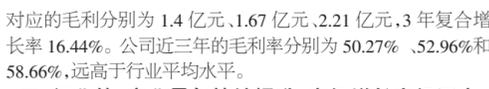
二、行业篇：产业景气持续提升，市场增长空间巨大

2.1 安防进入全面发展，行业持续快速成长

安全防范与社会经济、生产活动密切相关，随着经济的不断发展和技术的不断成熟，安防行业已经成为社会公共安全体系的一个重要组成部分。911事件以后，国际恐怖活动日益猖獗，促使全球重视安全议题，极大地刺激了对安防产品的需求，全球安防市场持续成长，为目前全球成长最快的产业之一。

我国安防行业历经30年的发展，不仅成长为国民经济行业中一个市场初具规模、产品种类齐全、应用领域广泛、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入实施，“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。截至2008年底，中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，市场总规模从2005年的540亿元增至1,500亿元左右。

图3：我国安防行业2005年以来的市场规模变化情况

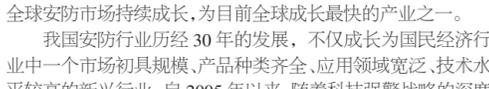


资料来源：公司招股说明书

2.2 行业市场需求巨大，发展前景潜力无限

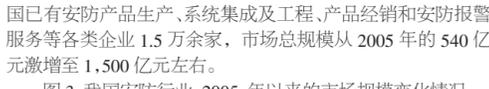
经过多年的激烈竞争与发展，安防行业逐步步入全面发展期，并向产业的成熟期过渡。根据美国Frost&Sullivan《综合安全》调查研究数据，全球视频监控市场需求将在2008年至2014年间保持13%的年均复合增长率，至2014年预计需求将达到166亿美元。

图4：2010-2014年全球视频监控市场年增长率预测情况



资料来源：公司招股说明书

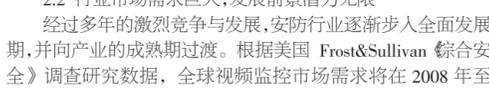
图5：2010-2014年我国市场容量和年增长率预测情况



资料来源：公司招股说明书

我国是全球安防领域增长速度最快的市场之一，随着国内经济高速增长，人们对安全的需求越来越大，未来我国安防市场有极大的发展空间。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。预计“十一五”期间我国安防视频监控市场将保持年均20%以上的速度增长，2010-2014年市场容量年均复合增长率将达到23%，至2014年达到470亿元左右，增长潜力无限。

图6：2010-2014年我国市场容量和年增长率预测情况

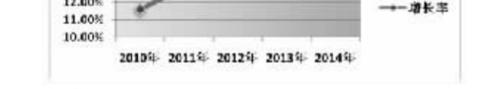


资料来源：公司招股说明书

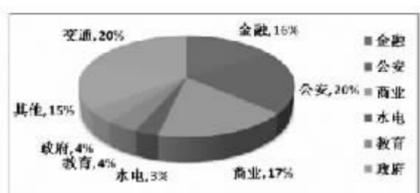
2.3 下游需求空间广阔，积极推动行业发展

安防行业所涉及的下游产业范围非常广泛，从政府层面的公共项目，到金融、商业及交通等各类行业应用，再到智能建筑、家居安防等民用安防消费领域。这些行业多是关系国计民生的支柱性行业，其未来的发展将带动安防产品的市场需求，为安防行业的发展起到积极的推动作用。我们认为安防产业在未来三年内都将保持快速增长的态势，行业将持续保持高度景气。

图7：2008年视频监控行业市场份额比例：



资料来源：公司招股说明书



资料来源：公司招股说明书

2.4 市场竞争日趋理性，产品转向加快国际合作

建立全国统一、规范有序、适度竞争的市场体系不仅是国家市场经济的总体要求，也是行业发展的必然结果。目前我国电子安防产品市场竞争总体比较充分，格局主要表现为：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。随着消费者对产品质量、集成性要求的不断提高，市场竞争的理念日趋理性化，今后竞争的热点将逐步转向产品创新及性能、质量、服务的提高等方面。

近几年，我国不断引进国外产品，吸收先进技术及加强自主开发，科研水平获得了快速提升，初步形成了安防实体防护、电子防护、生物技术防护等具有独立行业特点较为完整的技术体系，并向着数字化、网络化、集成化、智能化方向发展，研发出适应市场需求的中高端产品。随着产品创新和质量的提高，中国制造产品将更加受到国际市场的青睐，出口产品规模、品种将会继续增加，同时，也将有越来越多的国外知名品牌企业通过在中国建立分支机构，或与中国安防企业进行合作、合资、兼并等，开辟中国市场或扩大在中国市场的占有率，进一步增加市场对安防产品的需求，产业景气度将得到持续提升。

三、估值篇 募投项目与盈利估值分析

3.1 募投项目增强综合实力，行业地位进一步提升

公司此次IPO募投项目主要包括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、研发中心技改扩建项目等。这些募投项目的成功实施，将进一步扩大公司相比同行的竞争优势，在激烈的行业竞争中始终立于不败之地。具体如下表所示：

表3：本次募集项目

序号	项目名称	投资金额(万元)
1	视频监控产品技改扩建项目	24,390
2	光端机系列产品技改扩建项目	9,810
3	营销网络建设项目	8,990
4	研发中心技改扩建项目	7,260
5	其他与主营业务相关的营运资金项目	

资料来源：公司招股说明书

上述募投项目中，视频监控产品技改扩建和光端机系列产品技改扩建两个项目的成功实施可以顺利解决公司相关产品的产能瓶颈问题，解决公司产品目前存在的供需矛盾，进一步巩固提高产品的市场占有率；虽然公司目前的营销网络已具备一定的规模和成熟度，但在国内二三线城市和海外的某些地区中还存在一定的空白，公司拟通过此次营销网络建设募投项目的实施，将营销网络向国内二三线城市和海外空白区域延伸，进一步扩大和完善公司的营销网络；研发中心技改扩建项目的实施将会大幅提升公司的研发能力，增强公司的核心竞争力。届时，公司的综合实力将大大增强，行业地位也还更加靠前。

3.2 盈利预测与估值

由于公司2010年前三季度的实际业绩较2009年同期已有大幅增长，2010年全年的业绩已基本确定，我们预计公司2010年全年归属于母公司的利润为11593万元，同比增长44.61%；考虑到公司DVR、摄像机、云台等产品的扩建项目将于2011年投产运营并产生效益，很可能会给公司当年的业绩带来爆发式增长，因此我们预计公司2011年归属于母公司的净利润为22171万元，同比增长91.24%；与此对应公司2009-2011年摊薄后的EPS分别为0.55元、0.79元和1.51元。

表4：英飞拓业绩预测简表

	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	37678	50125	79183
同比增长	—	33.04%	57.97%
毛利率	58.66%	58%	58%
净利润(万元)	22101	29072	49206
归属于母公司股东的净利润(万元)	80,17	11959	23771
同比增长	—	44.61%	91.24%
每股收益(元)(摊薄后)	0.55	0.79	1.51

PE估值法

我们选取了电子安防行业具有代表性的3家上市公司和近期中小板上市的企业作为参照对象。公司的销售规模虽然明显小于国内同样主营电子安防产品的海康威视和大华股份，但考虑到公司还处于从“做强”到“做大”的转型期及世界知名高端品牌优势，我们认为相比前两家企业，公司具有更好的成长性。综合近期中小板上市股票的平均市盈率水平，考虑到公司超强的成长性，我们给予公司2010年市盈率估值区间为66-70倍，公司合理的估值应为52.14-55.3元/股，对应2011年的市盈率区间为34.53-36.62倍。

表4：行业内可比企业及近期中小板上市公司市盈率比较

股票名称	EPS 2009A	EPS 2010E	EPS 2011E	P/E 2009A	P/E 2010E	P/E 2011E
海康威视	1.57	1.98	2.63	61.85	49.04	36.92
大华股份	1.75	1.65	2.3	50.29	53.33	38.26
天立科技	0.45	0.58	0.95	44.8	45.79	40.16
平均	1.26	1.40	1.96	65.65	56.05	38.45
近期上市中小板						
中鼎股份	0.92	0.83	1.02	62.13	68.87	56.04
天汽模	0.51	0.41	0.56	58.55	72.83	53.32
天广消防	0.45	0.42	0.65	91.27	97.79	63.18
平均	0.63	0.55	0.74	70.65	79.83	57.52

PEG估值法

另外，根据盈利预测表，公司2009-2011年的每股收益分别为0.55、0.79和1.51，两年平均净利润增长率为67.93%，考虑到公司超强的成长性和巨大的市场潜力，我们给予公司合理的1.6-1.8PEG估值区间，对应的合理的市场价格区间为56.06元/股-61.27元/股。

综合两种估值方法，我们给予公司合理股价为55.68元/股-60.06元/股。公司竞争优势明显，未来成长性优良，行业拓展空间广阔，本次IPO将是公司高速成长的新起点，我们认为公司具有较好的中长期投资价值。

图8：2008年视频监控行业市场份额比例：

