

海康威视

建立创新平台，推动公司战略实现及长期可持续发展

公司动态

公司近况

海康威视发布两则公告，并于 2015 年 9 月 9 日开市起复牌。1) 披露核心员工跟投创新业务管理办法(草案); 2) 限制性股票计划首期第二个解锁期解锁 5,236,468 股限售股，于 9 月 14 日(下周一)起上市流通，占总股本的 0.13%，占自由流通股本的 0.44%。

评论

核心员工通过跟投平台持有海康子公司股权，草案已获实际控制人同意：跟投平台(持股 40%)与海康(持股 60%)共同投资创新业务子公司，前者由核心员工跟投、原则上自参加跟投之日起算须在公司和/或子公司工作不少于 5 年。跟投平台是员工持有创新业务子公司股权和股权增值权的动态管理工具。公司于 9 月 7 日获悉这一草案已得到实际控制人中国电子科技集团(由国务院国有资产管理委员会 100%控制)同意，于 9 月 8 日经董事会通过、将提交股东大会审议。并且近期将正式收到实际控制人书面批复。

完善长期激励，突破国有企业员工激励限制，是国企改革的重要试点：这一草案既不属于股权激励，也不属于员工持股计划，是国企员工激励的一大创新。国资发改革[2008]139 号规定，国有控股上市公司，职工入股原则上限于持有本企业股权，不得持有其所在企业出资的各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权。之前设立的新疆威视是直接持有上市公司(海康威视)股权，而此次草案则由员工通过跟投平台持有上市公司子公司(创新业务子公司)股权，突破了国有企业员工激励长期以来限制。

激发核心员工创业精神和创新动力，未来有望上市创造更多发挥空间：创新业务包含：1) 目前已投资并在持续亏损，需进一步投入的业务；2) 目前与公司所在行业无明显关联但未来可能存在关联性的业务。草案中提出未来若创新业务子公司发展壮大，并符合独立上市条件，则优先考虑及支持其上市。创新业务通常投资期长、且前景不明朗，这一条款将核心员工与公司创新业务牢牢绑定，形成共创、共担的业务平台，激发核心员工的创造性和拼搏精神。我们判断创新业务可能包括但不限于机器视觉，海康五月底发布工业立体相机和工业面阵相机正式进入这一领域。

估值建议

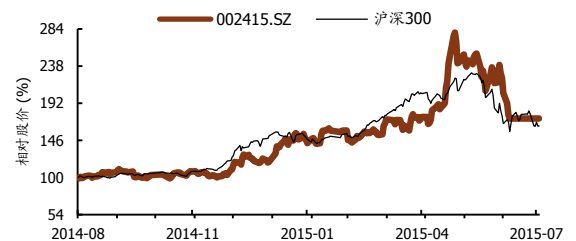
维持 2015/16 EPS 为 1.66 元/2.33 元，当前股价对应 2015/16 P/E 19.5x/13.9x。维持目标价 41 元和推荐评级。

风险

宏观经济疲软；新业务推进低于预期；互联网民品竞争过于激烈。

维持推荐

股票代码	002415.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 32.39
目标价	人民币 41.00
52 周最高价/最低价	人民币 56.48~18.14
总市值(亿)	人民币 1,318
30 日日均成交额(百万)	人民币 3,661.61
发行股数(百万)	4,069
其中：自由流通股(%)	25
30 日日均成交量(百万股)	108.42
主行业	电子元器件



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	10,746	17,233	27,545	42,459
增速	49.0%	60.4%	59.8%	54.1%
归属母公司净利润	3,067	4,665	6,763	9,478
增速	43.5%	52.1%	45.0%	40.2%
每股净利润	0.75	1.15	1.66	2.33
每股净资产	2.75	3.65	4.91	6.66
每股股利	0.25	0.40	0.58	0.80
每股经营现金流	0.46	0.91	1.18	1.64
市盈率	43.0	28.3	19.5	13.9
市净率	11.8	8.9	6.6	4.9
EV/EBITDA	38.0	24.0	16.3	11.4
股息收益率	0.8%	1.2%	1.8%	2.5%
平均总资产收益率	24.9%	26.4%	26.1%	25.6%
平均净资产收益率	30.9%	35.9%	38.8%	40.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈勤意

分析员

erica.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080007

SFC CE Ref: BAT983

宗佳颖

联系人

Jiaying.Zong@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S00801140800046



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	10,746	17,233	27,545	42,459	营业收入	49.0%	60.4%	59.8%	54.1%
营业成本	5,629	9,578	15,714	24,701	营业利润	48.1%	48.5%	53.5%	45.9%
营业税金及附加	115	152	242	374	EBITDA	46.6%	55.4%	45.3%	41.2%
营业费用	927	1,533	2,396	3,693	净利润	43.5%	52.1%	45.0%	40.2%
管理费用	1,096	1,646	2,575	3,969	盈利能力				
财务费用	-87	-82	-129	-155	毛利率	47.6%	44.4%	43.0%	41.8%
其他	0	0	0	0	营业利润率	27.4%	25.4%	24.4%	23.1%
营业利润	2,947	4,378	6,718	9,799	EBITDA 利润率	31.2%	30.2%	27.5%	25.2%
营业外收支	439	829	829	779	净利润率	28.5%	27.1%	24.6%	22.3%
利润总额	3,386	5,206	7,547	10,577	偿债能力				
所得税	309	526	762	1,068	流动比率	4.39	3.43	3.07	2.80
少数股东损益	10	15	22	31	速动比率	3.88	3.02	2.64	2.36
归属母公司净利润	3,067	4,665	6,763	9,478	现金比率	1.63	1.29	1.10	0.94
EBITDA	3,354	5,211	7,572	10,689	资产负债率	20.4%	30.1%	34.5%	37.3%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	4,593	7,200	9,642	12,562	回报率分析				
应收账款及票据	3,893	6,413	10,250	15,800	总资产收益率	24.9%	26.4%	26.1%	25.6%
预付款项	95	65	107	168	净资产收益率	30.9%	35.9%	38.8%	40.3%
存货	1,429	2,292	3,760	5,911	每股指标				
其他流动资产	2,380	3,138	3,138	3,138	每股净利润 (元)	0.75	1.15	1.66	2.33
流动资产合计	12,390	19,108	26,898	37,578	每股净资产 (元)	2.75	3.65	4.91	6.66
固定资产及在建工程	1,030	1,529	2,902	4,990	每股股利 (元)	0.25	0.40	0.58	0.80
无形资产及其他长期资产	650	653	803	803	每股经营现金流 (元)	0.46	0.91	1.18	1.64
非流动资产合计	1,682	2,183	3,705	5,793	估值分析				
资产合计	14,072	21,291	30,603	43,372	市盈率	43.0	28.3	19.5	13.9
短期借款	181	362	362	362	市净率	11.8	8.9	6.6	4.9
应付账款及票据	2,353	4,699	7,603	11,819	EV/EBITDA	38.0	24.0	16.3	11.4
其他流动负债	289	503	804	1,239	股息收益率	0.8%	1.2%	1.8%	2.5%
流动负债合计	2,823	5,564	8,769	13,421					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	44	284	1,234	2,184					
负债合计	2,867	6,411	10,567	16,168					
股东权益合计	11,178	14,842	19,977	27,113					
少数股东权益	26	37	59	90					
负债及股东权益合计	14,072	21,291	30,603	43,372					
现金流量表									
净利润	3,067	4,665	6,763	9,478					
折旧和摊销	72	109	154	266					
营运资本变动	-1,687	-975	-2,325	-3,293					
其他	244	-291	0	0					
经营活动现金流	1,863	3,706	4,798	6,666					
投资活动现金流入	-1,950	-587	0	0					
投资活动现金流出	-420	-454	-1,677	-2,354					
投资活动现金流	-2,370	-1,041	-1,677	-2,354					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	181	426	950	950					
其他	0	-6	0	0					
筹资活动现金流	-419	-120	-678	-1,393					
汇率变动对现金的影响	-24	-19	0	0					
现金净增加额	-950	2,527	2,443	2,919					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

海康威视是国内最大的安防产品及行业解决方案提供商，2013 年位列 IHS 全球视频监控 NVR/DVR/监控摄像机厂商第 1 位。海康是由中国电子科技集团第五十二研究所作为主要发起人、成立于 2001 年、2008 年转制成股份有限公司，于 2010 年上市。公司主要提供前端摄像机、后端存储、视频综合平台、中心管理软件等安防产品，并针对金融、公安、电讯、交通、司法、教育、电力等众多行业提供合适的细分产品与专业的行业解决方案。这些产品和方案面向全球 100 多个国家和地区，营销及服务网络覆盖全球。上游厂商主要是集成电路、芯片制造商，如海思、德州仪器等，下游客户主要是产品经销商、安防工程商和其它直接终端客户。



核心员工跟投创新业务管理办法

海康突破国有企业员工激励限制

国企员工持股原限于上市公司股权

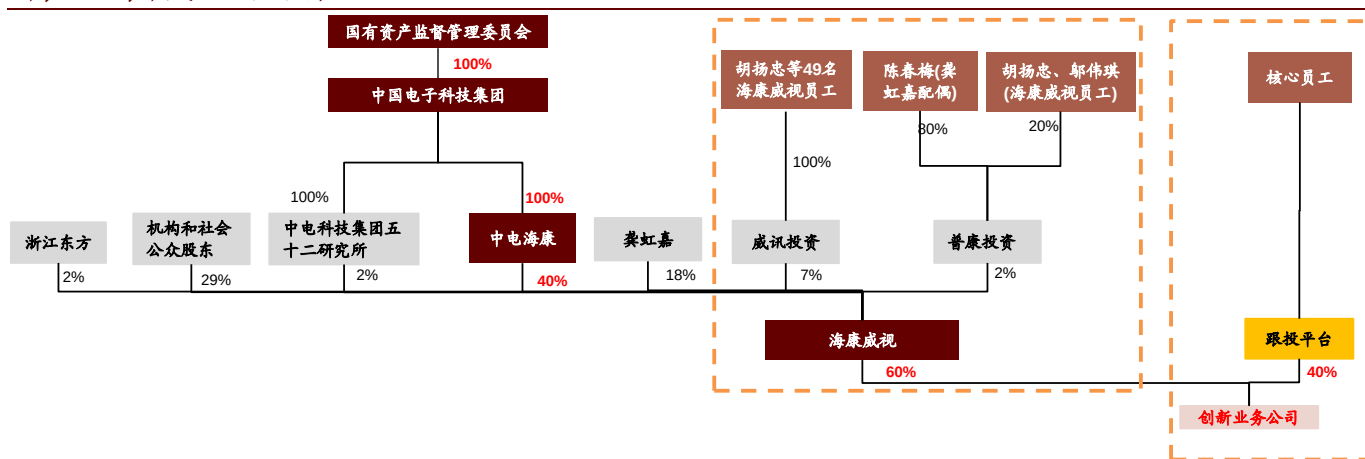
《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》(国资发改革[2008]139号)第四条规定如下:

对于国有控股上市公司，职工入股原则限于持有本企业股权。国有企业集团公司及其各级子企业改制，经国资监管机构或集团公司批准，职工可投资参与本企业改制，确有必要，也可持有上一级改制企业股权，但不得直接或间接持有本企业所出资各级子企业、参股企业及本集团公司所出资其他企业股权。

新疆威讯直接持有上市公司股权

海康威视以公司核心管理、技术和营销人员为主出资设立了新疆威讯公司，持有本公司14.25%的股份，通过股权纽带，更好地保持公司人才队伍的长期稳定，建立中长期激励机制。

图表 1: 海康威视股权结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

核心员工跟投创新业务管理办法（草案内容）

创新业务范畴：投资周期长，前景不明朗，高风险的业务。具体含 1) 公司已经投资正在亏损，须持续投入的业务；和 2) 与公司所在行业没有明显关联但未来可能存在关联的业务。

跟投平台投资主体: 1) **A 计划:** 海康及其全资子公司、创新业务公司的中、高层管理人员和核心骨干员工。2) **B 计划:** 创新业务子公司核心员工(全职)。

核心员工确定源自：1) 必须是全职员工；2) 原则上限于公司高级管理人员、对公司整体业绩和持续发展有直接影响的管理人员、核心技术人员和骨干员工。

投资主体限制: 自员工参加跟投之日起算, 在公司和/或子公司工作不少于 5 年; 或符合法定退休年龄, 自参加跟投日起满 3 年。



投资范围：1) **A 计划**强制跟投所有创新业务；2) **B 计划**参与跟投某一特定创新业务。

投资形式与投资标的：1) **出资跟投并获得股权：**核心员工通过跟投平台投资创新业务子公司并拥有相应的股权份额，一般为现金出资。2) **非出资跟投并获得股权增值权：**核心员工未缴纳出资，而是由平台指定主体将跟投平台的股权增值权授予员工。股权增值权主要授予 M2、P2 层级及以上的核心员工。3) **增值权的转换：**未来符合条件的股权增值权可从平台指定主体受让相应的股权转为出资跟投。

投资决策机制：跟投方案执行管理委员会，下设“跟投管理小组”辅助日常工作。

增资规则：原则上每年增资，扩大核心员股覆盖范围。

退出机制：1) **退出要求：**解除或终止劳动关系（退休除外），跟投平台股权或增值权将按照事先约定的条件转让给平台指定主体。2) **转让要求：**退出股权或增值权只能转让给平台指定主体，员工之间不得买卖、赠送。3) **增值权变现依据：**自员工参加跟投之日起算 5 年后股权增值权可按公允价值扣除出资成本正常变现。

可回购权：对于员工持有的创新业务子公司股权或增值权，公司可以决定进行整体回购。

优先购买权：经跟投平台的投资决策，跟投平台可以对外转让其持有的创新业务子公司股权，公司在同等条件下享有优先购买权。

独立上市条件：如创新业务子公司发展壮大，并符合独立上市条件，优先考虑并支持其上市。

图表 2：可比公司估值表

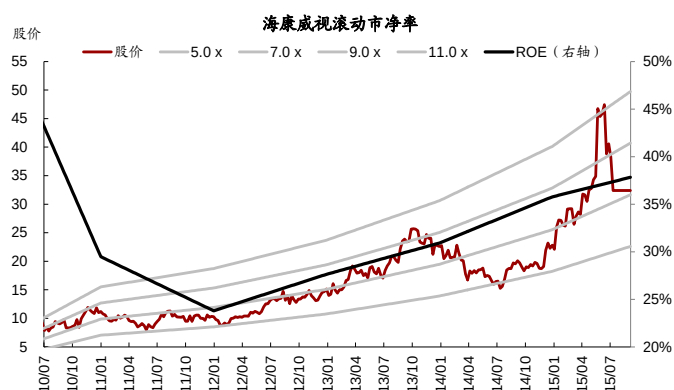
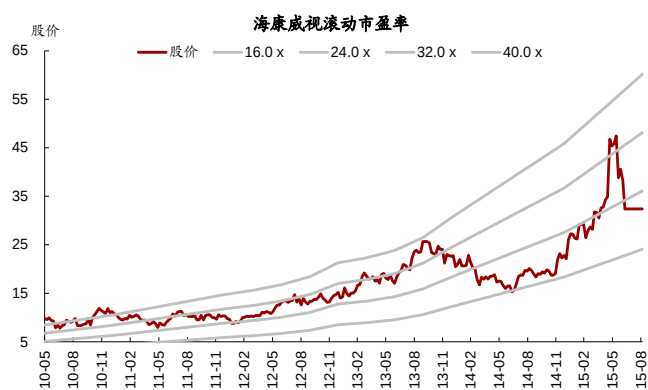
公司	代码	股价	投资建议	总市值 (亿元)	EPS			市盈率			市净率		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
安防产业链													
海康威视	002415.SZ	32.39	推荐	1,318	1.15	1.66	2.33	28.3	19.5	13.9	8.9	6.6	4.9
大华股份	002236.SZ	35.32	推荐	410	0.98	1.35	2.03	35.9	26.2	17.4	7.9	6.2	4.7
易华录	300212.SZ	29.79		96	0.45	0.78	1.25	66.7	38.0	23.9	9.9	6.9	5.5
中海科技	002401.SZ	18.87		57	0.17	0.21	0.28	112.0	89.4	68.5	8.5	7.9	7.1
银江股份	300020.SZ	14.93		98	0.28	0.38	0.50	53.2	39.6	29.8	5.3	4.5	4.1
安居宝	300155.SZ	12.10		66	0.15	0.18	0.24	80.0	67.0	51.2	5.9	5.6	5.2
平均值								62.7	46.6	34.1	7.7	6.3	5.2
中位数								60.0	38.8	26.9	8.2	6.4	5.1
苹果产业链													
平均值								43.3	30.5	21.1	6.8	5.3	4.3
中位数								36.3	30.1	20.6	5.8	4.3	3.6
金属机壳													
平均值								91.8	-146.1	18.2	5.5	4.6	3.9
中位数								62.9	27.1	18.0	5.2	4.9	4.1
触摸屏产业链													
平均值								312.0	200.1	145.4	5.7	3.6	2.4
中位数								56.2	32.8	19.1	2.9	3.3	2.8
显示器件产业链													
平均值								46.6	30.4	23.9	2.2	3.0	2.5
中位数								40.3	28.0	20.1	2.9	2.4	2.0
LED产业链													
平均值								200.9	40.7	26.4	4.7	3.8	3.3
中位数								54.7	39.3	23.7	2.1	3.9	3.3
蓝宝石产业链													
平均值								146.6	98.8	62.6	5.2	7.3	6.6
中位数								55.7	35.1	25.7	5.2	5.2	4.4
金融设备													
平均值								35.3	27.6	22.0	5.8	4.7	3.8
中位数								29.0	23.7	19.0	5.6	5.0	4.1
智能穿戴													
平均值								85.9	69.4	38.0	6.4	5.6	4.8
中位数								84.6	62.8	40.1	6.1	5.2	4.4

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：股价更新至 2015-9-8（停牌前收盘价），黄色标注的为中金覆盖公司，2015/16 EPS 为中金预测，其余为万得资讯一致预测值



图表 3：市盈率和市净率区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

