

公司研究/深度研究

2017年02月27日

电子元器件/其他电子器件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

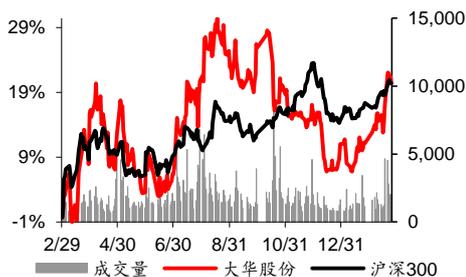
当前价格(元): 14.84
合理价格区间(元): 22.25~24.92

张騫 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1 《大华股份(002236):符合预期业绩向好,新业务不断落地》 2016.05
- 2 《大华股份(002236):解决方案汇聚利润,研发实力成就霸业》 2016.03
- 3 《大华股份(002236):前端产品持续放量,推动业绩快速增长》 2013.10

股价走势图



解决方案+海外+PPP 继续助力高增长

大华股份(002236)

视频监控行业继续扩张, 解决方案化和智能化趋势明显

随着智慧城市的建设的深入, 视频监控行业持续保持快速增长态势, 根据业内中国视频行业调查报告预判, 视频监控行业未来 3 年复合增速 14% 左右。同时, 行业门槛提高, 智能化和解决方案化趋势明显。

大华股份转型解决方案, 智能应用初显成效

解决方案带来的产业链缩短及行业集中度的提升, 龙头厂商行业话语权及议价权加强, 使得行业利润向龙头厂商汇集。结束前期的高投入期, 智能化解决方案布局进入收获期, 2015 年的大华迎来业绩拐点, 随后重回快车道。预计 16-18 年大华股份利润 CAGR 达 31.57%。

PPP 助力国内业务攻城略池, 扩大市占率

2016 年广西百色及新疆石河子 PPP 项目给大华提供了积攒建设+运维模式实际经验的机会。同时, 作为标杆项目, 在相关省市起到了示范作用, 为后续在相关省市承接新的 PPP 订单打下了基础。公司目前对于 PPP 业务态度既积极, 又谨慎。对于项目的审核标准严格, 同时对于审核过的项目积极争取, 通过杠杆及项目的滚动, 提升资金利用效率, 提升利润率。

海外战略得当, 继续高速增长

左手代工扩大市占率, 右手自主品牌应用式入侵, 海外权威排名不断提升, 2016 年上升至全球第 4 位。中期海外天花板尚早, 尚不会出现左右手互掐的局面, 中期维持海外 35% 左右的高增速判断。

把握时代脉搏, “视频+” 战略引领安防巨头未来发展

大华股份围绕视频监控领域, 对新业务、新服务进行了探索和布局, 在 VR/AR、智能机器人、人脸识别、机器视觉、智能汽车电子等前沿应用科学领域进行全面的技术布局。新业务虽然收入贡献占比不大, 但有利于行业因进入高速发展临界点时助力大华抢占制高点。

大华国内外收获期高速增长不变, PPP+创新业务助力, “买入” 评级

中期看好大华股份解决方案布局已进入收获期, 同时 PPP 助力国内业务攻城略池。同时, 作为安防行巨头, 海外的扩张, 有实力有战略。创新业务技术进步及新服务模式的探索值得期待。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.63 元, 0.89 元, 1.08 元, 6 个月合理估值水平为 17 年 25-28 倍, 目标价 22.25-24.92 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济风险、海外竞争加剧、PPP 业务进展低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,899
流通 A 股 (百万股)	1,709
52 周内股价区间 (元)	12.69-37.30
总市值 (百万元)	43,027
总资产 (百万元)	12,932
每股净资产 (元)	2.58

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	7,332	10,078	13,329	17,105	21,558
+/-%	35.52	37.45	32.26	28.33	26.03
净利润 (百万元)	1,143	1,372	1,830	2,569	3,125
+/-%	1.04	20.10	33.36	40.35	21.67
EPS (元)	0.39	0.47	0.63	0.89	1.08
PE (倍)	35.83	29.84	22.37	15.94	13.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

视频监控市场持续扩张，智能化发展趋势明显	4
监控市场保持快速增长态势，未来 3 年复合增速 14%左右	4
行业门槛提高，技术融合加速，智能化趋势明显	4
行业门槛提高之解决方案化	5
行业门槛提高之智能化	5
转型解决方案，安防巨头智能应用已显成效	7
解决方案缩短产业链，提升行业集中度，汇聚利润至龙头生产商	7
深修内功，转型解决方案提供商，大华重归快跑道	7
行业解决方案酝酿初期，海康领路，享受龙头的盛宴	7
寡头垄断，大华怎甘落后？解决方案市场，大华直面“危”与“机”	8
梅花香自苦寒来，大华迎来业绩拐点，重回快车道	9
PPP，助力国内业务攻城略池	10
海外市场：更大空间中当下战略得当	11
大华，全球领先的监控供应商	11
海外战略：左手代工扩大市占率，右手自主品牌应用式入侵	11
海外市场特征明显	11
针对海外市场的特点，大华提出左手代工，右手自主品牌的发展战略	11
海外经营情况体现	12
把握时代脉搏，“视频+”战略引领安防巨头未来发展	13
安保运营-大华新业务中的特色领域	13
大华新业务中的特色领域-大华安保，已见成效	13
投资建议	15
PE/PB - Bands	16

图表目录

图表 1: 中国视频监控市场规模情况.....	4
图表 2: 中国视频监控行业发展现状.....	4
图表 3: 安防解决方案整体框架.....	5
图表 4: 各类解决方案供应商优劣势对比.....	5
图表 5: 人体特征.....	6
图表 6: 车辆特征.....	6
图表 7: 标准化产品和参考设计缩短渠道市场产业链.....	7
图表 8: 海康大华近年来研发费用投入对比(单位:百万元).....	8
图表 9: 大华海康收入及增速对比.....	8
图表 10: 大华海康净利润及增速对比.....	8
图表 11: 大华解决方案示例.....	9
图表 12: 大华近 5 年毛利率.....	9
图表 13: 大华近 5 年净利率.....	9
图表 14: 大华已签部分重大 PPP 项目.....	10
图表 15: 2016 全球安防 10 强榜单.....	11
图表 16: 大华海外收入占比.....	12
图表 17: 大华海外收入增速.....	12
图表 18: 大华海外毛利率情况.....	12
图表 19: 大华股份四大创新.....	13
图表 20: 大华安保服务提供.....	14
图表 21: 可比公司估值情况.....	15
图表 22: 大华股份历史 PE-Bands.....	16
图表 23: 大华股份历史 PB-Bands.....	16

视频监控市场持续扩张，智能化发展趋势明显

监控市场保持快速增长态势，未来3年复合增速14%左右

随着我国智慧城市建设的深入，国内视频监控市场继续保持快速增长的态势。根据业内中国视频行业调查报告预判，视频监控行业2015年市场规模预计达到740亿元，未来三年增速有所下降，但平均复合增长率依然有望达到14%左右。

图表1：中国视频监控市场规模情况

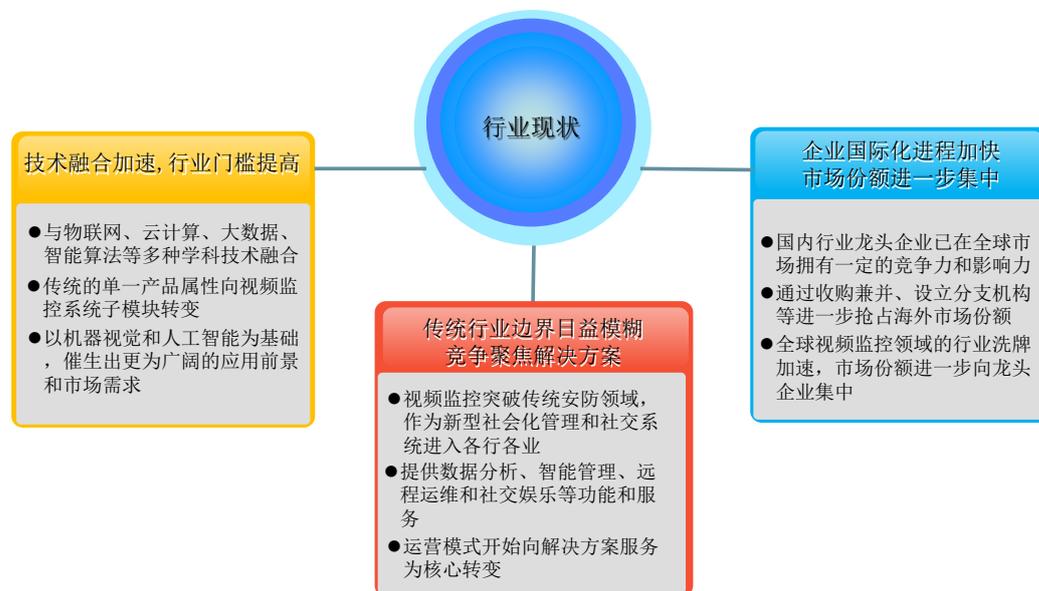


资料来源：《中国安防》，华泰证券研究所

行业门槛提高，技术融合加速，智能化趋势明显

随着技术的发展,视频监控行业现在总体处于解决方案化、国际化及技术融合加速的过程中。

图表2：中国视频监控行业发展现状



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

行业门槛提高之解决方案化

之前平安城市初期带来的安防行业快速发展,掩盖了产品的同质化及重建设轻应用。伴随着行业的持续发展,满足客户需求,进行差异化竞争,成为安防企业突出重围的关键所在。相关公司的解决方案供应商角色开始上演。

视频监控行业作为安防的一部分,其解决方案,实质是针对下游客户(公安、交通、智能楼宇、金融机构、家庭等)就其需求与存在的问题进行深入的挖掘,如商铺安防中商铺希望结合安防系统来统计商铺人流量等数据并与商铺运营管理系统进行数据对接等。需求确定后针对需求结合市场已有或者可以开发的产品与技术提出解决建议。

图表3: 安防解决方案整体框架



资料来源: 大华股份官方微信公众号, 华泰证券研究所

在安防产业中,有能力扮演起解决方案提供商角色的公司,分为四类:大型产品制造商(类似海康大华等)、大型系统集成商(类似易华录、高新兴等)、小型产品制造商、小型系统集成商。从产品研发能力、应用开发能力、需求深入能力及施工集成能力4个维度来做评判,可以看到各类公司的优劣势。

图表4: 各类解决方案供应商优劣势对比

供应商类型	大型产品制造商	大型系统集成商	小型产品制造商	小型系统集成商
产品研发能力	强	弱	一般	弱
应用开发能力	一般	一般	一般	一般
需求深入能力	弱	强	弱	一般
史公集成能力	弱	强	弱	一般

资料来源: 大华股份官方微信公众号, 华泰证券研究所

大型系统集成商是解决方案供应商的雏形,但是国内集成商由于在技术研发投入上的不足,导致缺乏核心产品研发能力。目前行业的趋势就在于产品供应商在系统集成方面进行强有力的进攻,大型系统集成商在产品成本优势上将无法抵抗。而且硬软件结合+服务,铸造更高行业壁垒。

行业门槛提高之智能化

随着硬件(芯片等)、通信环境等技术的同步成熟,视频监控的智能化需求快速上升。

在智能化的视频监控系统当中,除了基本的人工监视和数据记录以外,更重要的是对监控视频进行智能化的处理,需要对视频当中的人、车和其他重要事物进行识别、检索和行为分析,并根据结果提供适当的提示。在对视频的智能处理当中,视频结构化尤为基础和重要,是要做到大数据应用的基础。

视频结构化的核心,是通过模式识别算法,实现关键帧定位、镜头分割和场景分割等,然后提取不同层次的内容,对这些内容中的特征识别出来贴上标签后入库。

图表5和6展示了在公安和交通两个领域,对于现实环境中视频监控内容的智能化特征提取。

图表5: 人体特征



资料来源: 安防知识网, 华泰证券研究所

图表6: 车辆特征



资料来源: 安防知识网, 华泰证券研究所

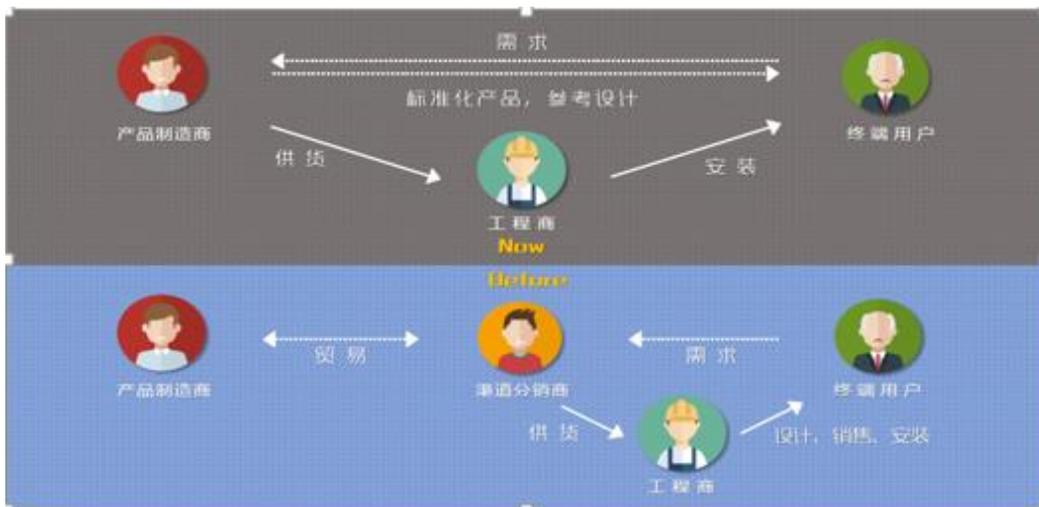
目前, 智能视频分析技术作为价值挖掘的前沿技术, 正处于起步和发展的阶段, 各个安防厂商都投入了大量的研发和资金不遗余力地研发视频大数据相关的产品。在某些领域取得了阶段性的成果, 例如基于车牌的车辆大数据, 已经在公安行业投入应用。而受制于产品研发的高投入, 智能化为龙头铸造更高技术壁垒。

转型解决方案，安防巨头智能应用已显成效

解决方案缩短产业链，提升行业集中度，汇聚利润至龙头生产商

传统安防监控市场，因为专业壁垒，产业链冗长，终端消费者不是设备采购决定者。解决方案的出现，缩短产业链，汇聚利润至生产商。

图表7： 标准化产品和参考设计缩短渠道市场产业链



资料来源：华泰证券研究所

产品制造商与终端用户建立直接联系的过程中，从用户的角度出发，将各类应用当做技术模块单独开发，深层次和具体的技术开发是，实质上开始由制造商完成。同时，在解决方案的开发过程中，产品制造商自产的相关硬件产品就会优先被带入方案之中，而通过解决方案软件平台，产品制造商与终端用户建立紧密的联系，产生黏性。

用户可以通过电商直接从产品制造商购买产品，而产品制造商越过渠道商，集结自己的工程商伙伴，市场中原属于渠道分销商的利润流向产品制造商。

解决方案也提升了龙头企业的市占率。据 IHS 数据显示，2015 年中国视频监控品牌海康威视，大华股份，宇视科技已经占据全球 28.8% 的视频监控市场份额，相比 2014 年上升了 5 个百分点。

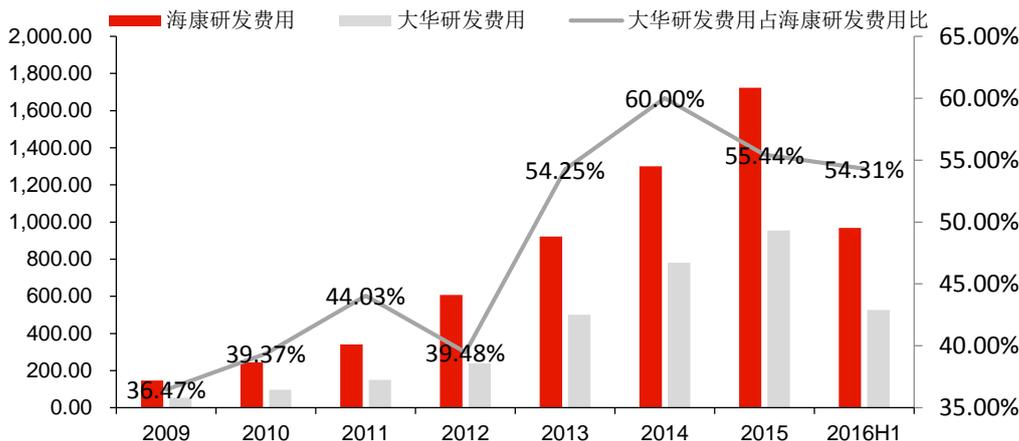
解决方案带来的产业链缩短及行业集中度的提升，龙头厂商行业话语权及议价权加强，使得行业利润向龙头厂商汇集。

深修内功，转型解决方案提供商，大华重归快跑道

行业解决方案酝酿初期，海康领路，享受龙头的盛宴

在关注到产品市场空间有限后，海康 2011 年率先布局解决方案，随后两年开始前瞻性的加大研发投入。

图表8：海康大华近年来研发费用投入对比（单位：百万元）



资料来源：公司财报,华泰证券研究所

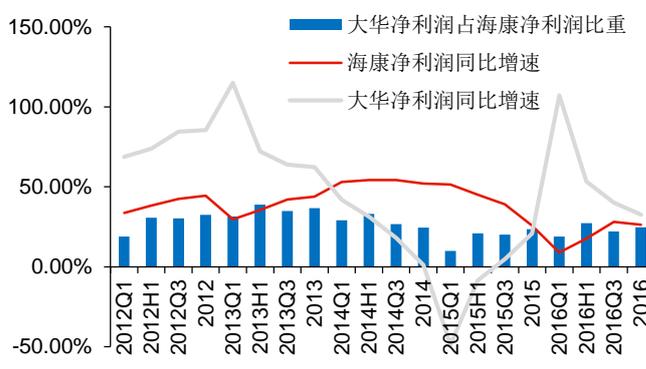
经过2年的高研发投入，经历了12年下半年和13年前期短暂的增速下滑后，海康的解决方案开始发力，从2013年开始，海康经历了营收及营收及净利润增速双升的过程，与大华拉开了距离。海康营收增速从2013Q1触底的31.3%一路飙升到2015Q1的65.26%，净利润增速也从2013年Q1的29.63%拐头向上，到2014年Q1达到了53.07%。可以看到，2015年Q1，也是大华从收入到利润与海康对比差距最大的时点。

图表9：大华海康收入及增速对比



资料来源：公司财报,华泰证券研究所

图表10：大华海康净利润及增速对比



资料来源：公司财报,华泰证券研究所

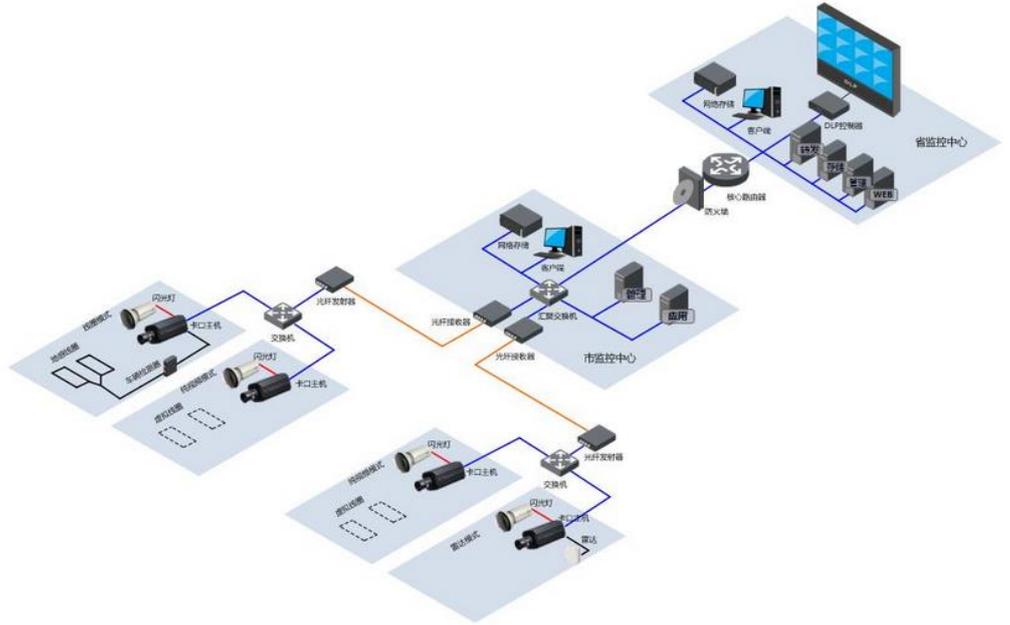
寡头垄断，大华怎甘落后？解决方案市场，大华直面“危”与“机”

但从图8可观察到，从2013年开始，大华紧随海康之后，加大了研发投入。尤其2014年，在大华收入占比只有海康的42.55%的情况下，研发投入在13年高基数的基础上迅猛增加，达到了海康研发投入的60%。

2013-2014年是D大华的投入阵痛期。2年研发的持续投入，虽然给短期业绩带来了影响；但与此同时，阵痛当中大华不断修炼内功，前后提出9个行业114个子方案，形成对安防应用的全覆盖，提升国内竞争优势。

2015年，大华的解决方案已然基本成型，成功转型成为安防解决方案提供商。

图表11: 大华解决方案示例



资料来源: 大华股份公司官网, 华泰证券研究所

同时,在智能化技术积攒方面,大华股份在自动跟踪、物体遗留及丢失报警、人物徘徊、非法停车、电子栅栏等智能分析功能上积攒深厚,深度完善人像大数据、车辆大数据、视频萃取、交通态势分析等技术应用,并在里约奥运会、G20 安防工作当中深度实战应用。平台化是智能化的载体与支撑。

大华软件平台融合云计算、大数据、物联网等技术,搭建统一数据分析平台,提高整体行业数字化水平,满足行业细分市场发展的需求。

梅花香自苦寒来, 大华迎来业绩拐点, 重回快车道

梅花香自苦寒来, 2015 年初, 大华转型成功的效益凸显, 营收增速开始快速提升, 从最低点 2015 年 Q1 的 5.05% 提升至 2016 年上半年的 40% 以上, 随后也保持在 30% 以上的增速。净利润增速也开始由 2015 年 Q1 的 -48.66% 回到了 2016 年全年的 33.4%。2015 年, 大华迎来业绩拐点。

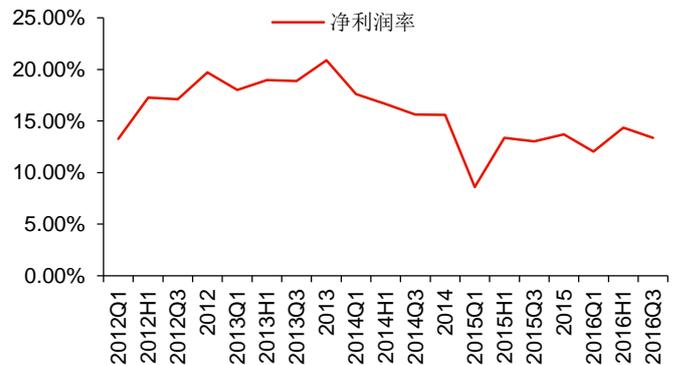
2016 年, 经过时间的验证, 大华重回快车道, 营收及利润增速恢复到 30% 以上增长, 远高于行业增速。与此同时, 成功转型, 费用投入稳定, 经历过提升期后, 毛利稳定在 35% 以上, 净利稳定在 11% 以上。

图表12: 大华近 5 年毛利率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表13: 大华近 5 年净利率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

PPP，助力国内业务攻城略池

对于 PPP，2016 年，大华度过了摸索尝试阶段。两个较大的 PPP 项目——广西百色市平安城市项目和新疆石河子市平安城市项目给大华提供了积攒建设+运维模式实际经验的机会。同时，作为标杆项目，在相关省市起到了示范作用，为后续在相关省市承接新的 PPP 订单打下了基础，比如新签的新疆莎车订单。

目前，大华已拥有几百人的专业团队来负责 PPP 项目的整体运作，主要包括区域销售、战略投资、售前技术支持、项目实施等主要业务模块。目前已在全国设立大区销售，主要覆盖的有广西、新疆、贵州、西藏、江苏、浙江等区域。

公司目前对于 PPP 业务态度既积极，又谨慎。谨慎体现在：因为 PPP 项目周期比较长，公司对于项目的审核有一套非常严格的审核标准，要求一定是发改委立项项目，发改委立项项目，地方政府无法违约；同时基本选择政府信用比较高的省份和城市。积极体现在：对于通过审核的项目，公司积极争取，同时，在超 250 亿低息授信（来源于国开行、进出口银行及平安银行等）的保证下，PPP 项目的资金来源有所保证。通过杠杆及项目的滚动，提升资金利用效率，提升利润率。

图表14： 大华已签部分重大 PPP 项目

时间	金额及年限	城市	收益模式
2017年1月	38.65亿元（框架协议,以最终确定为准）	新疆莎车县	政府付费
2016年9月	1.69亿元,建设期1年,运营期9年	广西梧州	政府付费
2016年6月	1.12亿元	广西柳州	政府付费
2016年5月	1.2亿元	贵州贵港	政府付费
2016年5月	首期建设投入2.89亿元,项目总规模约5.89亿元,新疆石河子市 特许经营期限暂定为11年（建设期暂定1年,运营期10年）		政府付费
2015年12月	8.8亿元,1年建设期,10年运营	广西百色	政府付费

资料来源：中国政府采购招标网，大华股份、华泰证券研究所

海外市场：更大空间中当下战略得当

根据慧聪安防网及 wind 统计预估，国内视频监控+行业解决方案大概 1000-2000 亿。而海外至少是国内 2 倍的空间。同时，解决方案的复杂化也在增加市场的容量。海外市场，对于走出去的安防企业而言，是一片更广阔的大海。

大华，全球领先的监控供应商

根据安防行业权威调研机构 IHS 的市场排名，自 2013 年开始，大华成为全球视频监控业务规模第二位，并且近年将领先优势不断扩大。大华的视频监控业务在国内第二的位置无可动摇，而在海外市场上作为中国军团的先锋不断高速收割市场。

同时，在行业资深媒体 A&S 杂志主导的 2016 全球安防市场 50 强排名中，视频监控产品供应商与各种提供复合产品和服务的公司一同排名，大华仍可以夺得全球第四位，足可见其在安防行业中举足轻重的地位，并且在排名上大华保持不断上升的势头（从 2015 年的第五位上升至 2016 年第四位）。

图表15：2016 全球安防 10 强榜单

2016 年排名	2015 年排名	公司	总部	产品类别
1	2	HIKVISION	中国	视频监控
2	1	Honeywell	美国	复合产品
3	3	Bosch	德国	复合产品
4	5	Dahua	中国	视频监控
5	4	Safran	法国	门禁控制
6	6	Assa Abloy	瑞典	门禁门锁
7	7	Tyco	美国	复合产品
8	10	Aixis	瑞典	视频监控
9	8	Flir	美国	视频监控
10	12	Aiphone	日本	对讲系统

资料来源：A&S 杂志，华泰证券研究所

海外战略：左手代工扩大市占率，右手自主品牌应用式入侵

海外市场特征明显

海外市场广阔，但对比国内市场，也有其特殊性。只有战略得当，才可攻城略池。

首先，世界知名的安防跨国公司市场开拓早、规模大，业务特点明显：多年市场验证，渠道非常成熟，品牌力强；集生产、工程安装、网络监控和运营服务于一体，具有寡头垄断的优势地位。

其次，国内主要是行业型应用为主，国外民用市场则非常成熟。因为是民用，所以对产品功能定制化需求不大，对产品稳定性的要求比较高。

第三，海外安防市场数据涉及国家数据安全，中国大国崛起背景下，国内安防企业海外扩展政治压力明显。

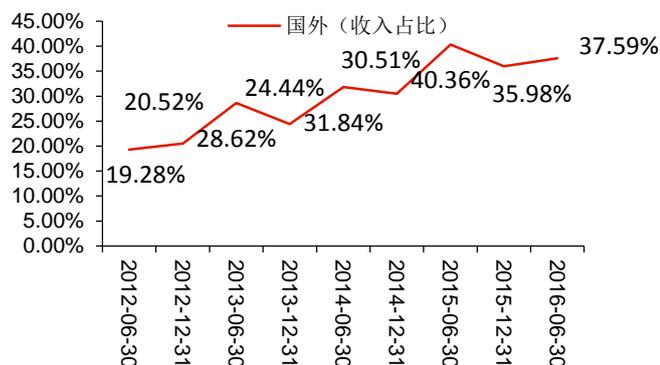
针对海外市场的特点，大华提出左手代工，右手自主品牌的发展战略

不得不提大华海外发展的战略，在当下规模下，充分适应海外市场的特点。

大华左手海外代工霍尼韦尔等国际安防品牌，扩大产品市占率，保持高增速，同时争取赢得工程商质量认可；右手在海外工程项目中推广大华自主品牌。海外渠道建设尚在加强的过程中，自主品牌收入体量也还不大，代工加快了 2B 端客户对于大华产品品质的认可，也更利于大华拓展自主品牌；同时，自主品牌体量小，在海外和代工的霍尼韦尔等 PK 的场合也比较少。天花板尚早，目前尚不会出现左右手互掐的局面，中期维持海外高增速的判断。

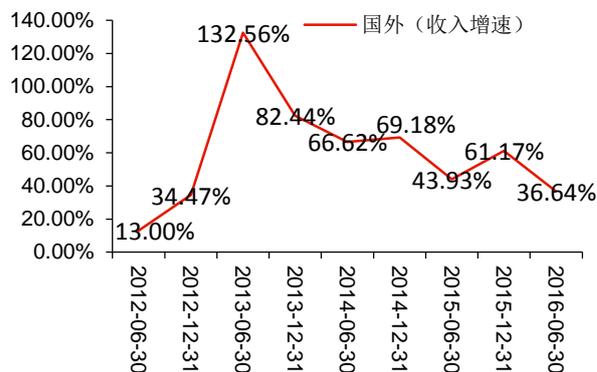
海外经营情况体现

图表16: 大华海外收入占比



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

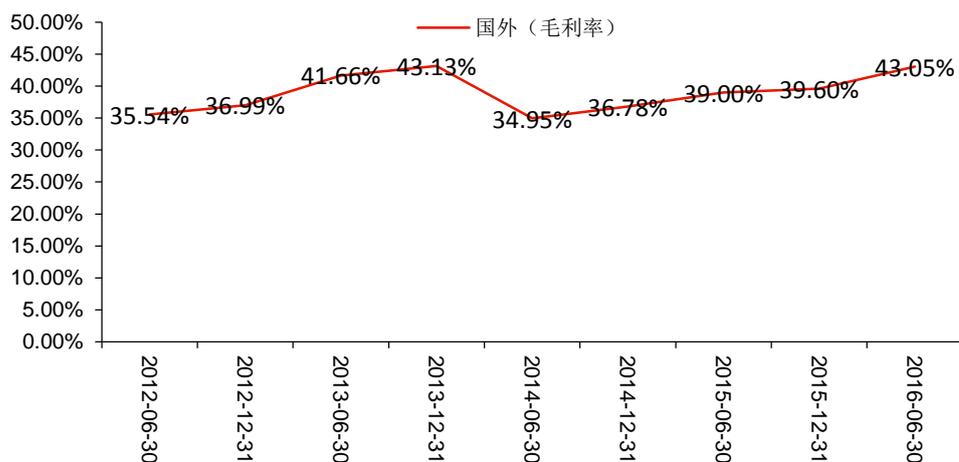
图表17: 大华海外收入增速



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

如图表 16 所示, 大华的海外收入占比一直处于稳步提升的阶段, 近 3 年年度占比均处于 30% 以上。同时, 由图表 17 可见, 虽然体量越来越大, 海外收入增速放缓, 但仍然年复合增速在 35% 以上, 保持高速增长。

图表18: 大华海外毛利率情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

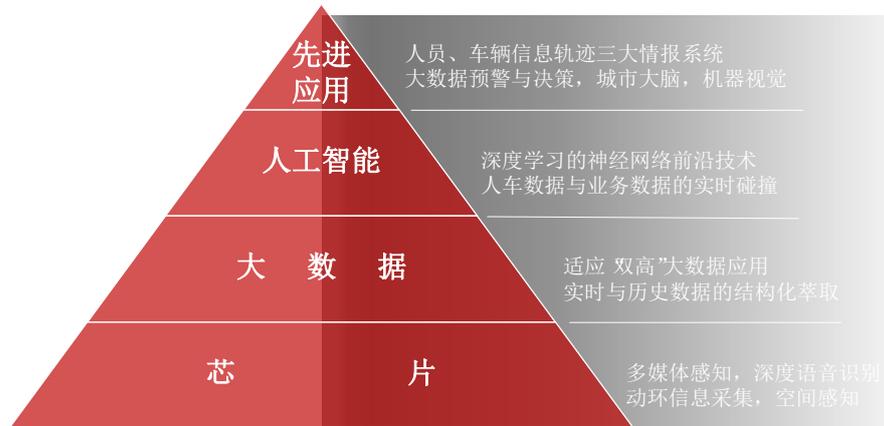
海外随着规模的增大, 摊低了成本, 大华海外市场毛利率持续走高。目前的海外市场, 对于中国安防企业而言, 类似 2012-2013 年的国内市场, 大趋势上在有些领域替代海外跨国安防龙头没问题。中国安防企业海外景气度高。

把握时代脉搏，“视频+”战略引领安防巨头未来发展

2016年，大华股份提出将“视频+”作为公司未来产业升级方向，围绕视频监控领域，对新业务、新服务进行了探索和布局，在VR/AR、智能机器人、人脸识别、机器视觉、智能汽车电子等前沿应用科学领域进行全面的技术研究，搭建以音视频数据业务为核心的立体化产业布局，涵盖安保运营、民用市场、机器视觉、云服务等新业务板块，努力向客户提供VaaS(Video-as-a-Service) & VSaaS(Video-Surveillance-as-a-Service)的音视频产品、解决方案及运营服务。

同时，大华成立四大研究院，分别着力于芯片、大数据、人工智能和先进应用等四个层次的创新，全面布局视频监控未来发展。

图表19： 大华股份四大创新



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

目前，虽然新业务总体营收贡献有限，目前机器视觉的行业空间拓展受硬件及算法等综合限制，安保运营模式在国内还在持续推广，但技术储备，在行业进入高速发展临界点时，有助于大华抢占先机。

安保运营-大华新业务中的特色领域

安保运营服务，最初在国外被称为电子保安，起源于上世纪五、六十年代，是以报警技术服务为手段、以公共安全和人身财产安全为服务目标的特殊行业，是近年发展十分迅猛的一个新兴行业。安防运营服务是国外安防市场最大的组成主体之一，也是中国安防产业未来的发展方向。

美国 ADT (Tyco 安防与消防旗下企业)、日本 SECOM (西科姆) 等都是世界知名的安防报警服务公司，他们在国内外都拥有庞大的服务客户群，创造了良好的社会效益与经济效益。安防运营服务空间广阔。我国安防行业产业链重心逐步从产品制造领域向系统集成和运营服务领域转移。在《中国安防行业“十二五”发展规划》中也明确提出，到“十二五”末期(2015年)，安防运营及各类服务业所占比重达到20%以上。相较于目前中国安防运营服务只占安防市场10%的现状，欧美安防运营服务市场规模是安防产品市场的5倍以上，这就意味着安防运营服务仍有很大的市场空间。

大华新业务中的特色领域-大华安保，已见成效

大华股份旗下的大华安保，承接了大华安保运营业务的构想，目前已为浙江省金融系统和杭州 G20 峰会、北京 9·3 阅兵及乌镇“世界互联网大会”等特保项目提供安防、消防联网报警服务和安检及人力保安服务。构建了“技防+人防+物防+保险理赔”为一体的安保服务新模式。

图表20： 大华安保服务提供



资料来源：大华股份官网，华泰证券研究所

目前，大华集中的监控中心已接入 36 家银行在浙江省内的 ATM/自助网点 4000 余个，防盗报警点上万个、远程消防联网报警点 3000 多户，视频图像近 10 万路。未来进一步向浙江省外进行推广。

投资建议

中期看好大华股份解决方案布局已进入收获期，同时 PPP 助力国内业务攻城略池，费用高投入期结束，收入利润延续 2016 年的态势，维持高速增长。同时，作为安防行巨头，海外的扩张，有实力有战略。

创新业务处于厚积薄发阶段，技术进步及新服务模式的探索值得期待。

未来 2 年预计经营环境与 2016 年比较类似，估值上参考大华 2016 年的情况及可比公司 2017 年的估值水平，未来 6 个月合理估值水平为 17 年 25-28 倍。预计 16-18 年 EPS 为 0.63 元，0.89 元，1.08 元，目标价 22.25-24.92 元，维持“买入”评级。

图表21：可比公司估值情况

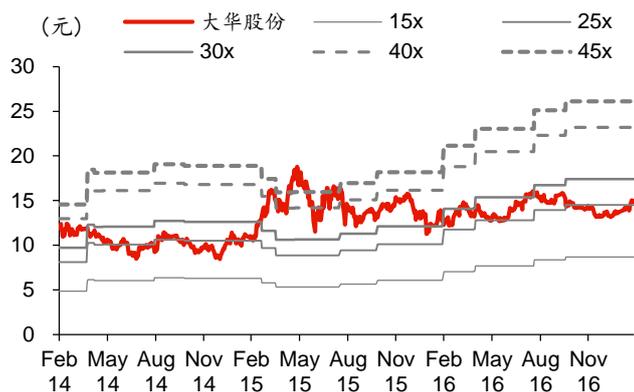
代码	简称	股价	市值	2017年净利润	2017PE
002236	大华股份	14.84	430.36 亿元	24.54 亿元	17.53
002415	海康威视	28.24	1739.58 亿元	95.00 亿元	18.3
002175	东方网力	20.04	171.34 亿元	5.16 亿元	33.21
300098	高新兴	12.89	139 亿元	4.24 亿元	32.97

数据来源：Wind, 华泰证券研究所

风险提示：宏观经济风险、海外竞争加剧、PPP 业务进展低于预期。

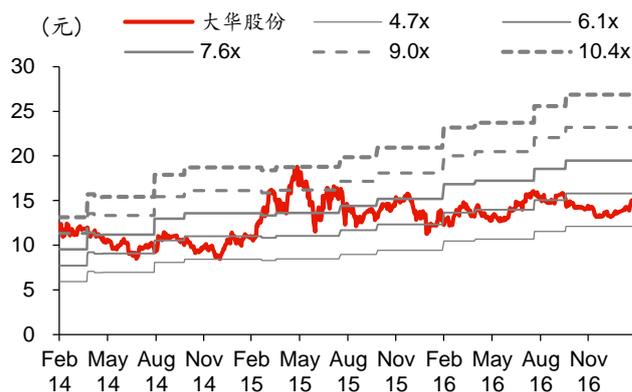
PE/PB - Bands

图表22: 大华股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表23: 大华股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6,763	9,976	11,944	15,668	20,144
现金	1,321	1,756	11,944	15,668	20,144
应收账款	2,759	4,975	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	74.90	101.87	0.00	0.00	0.00
预付账款	25.25	30.99	0.00	0.00	0.00
存货	1,261	1,518	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,321	1,595	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,227	1,527	840.02	781.47	722.36
长期投资	6.49	7.20	0.00	0.00	0.00
固定投资	640.88	606.33	611.80	568.13	499.87
无形资产	31.97	121.28	144.30	171.07	201.05
其他非流动资产	548.09	792.48	83.92	42.27	21.45
资产总计	7,990	11,503	12,784	16,450	20,867
流动负债	2,383	4,795	4,241	5,327	6,614
短期借款	0.00	500.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,089	1,670	2,195	2,784	3,533
其他流动负债	1,294	2,625	2,045	2,543	3,081
非流动负债	395.99	142.30	102.91	113.96	118.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	395.99	142.30	102.91	113.96	118.05
负债合计	2,779	4,937	4,344	5,441	6,732
少数股东权益	8.38	73.90	74.84	79.73	87.71
股本	1,170	1,160	2,900	2,900	2,900
资本公积	1,568	1,398	586.57	586.57	586.57
留存公积	2,957	4,213	4,883	7,451	10,577
归属母公司股	5,203	6,492	8,365	10,929	14,048
负债和股东权益	7,990	11,503	12,784	16,450	20,867

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(17.08)	200.76	10,517	3,683	4,420
净利润	1,144	1,381	1,831	2,573	3,133
折旧摊销	79.76	91.84	83.69	91.26	95.04
财务费用	(21.73)	(90.04)	(94.70)	(51.32)	(64.72)
投资损失	(7.56)	(14.01)	14.00	(22.80)	(27.29)
营运资金变动	(1,356)	(1,337)	8,914	1,092	1,286
其他经营现金	144.61	168.80	(230.35)	(0.10)	(2.48)
投资活动现金	(864.06)	35.83	35.15	(9.91)	(8.65)
资本支出	127.32	367.98	0.00	0.00	0.00
长期投资	731.70	(356.50)	(72.20)	0.00	0.00
其他投资现金	(5.05)	47.31	(37.06)	(9.91)	(8.65)
筹资活动现金	375.07	190.81	(364.55)	51.32	64.72
短期借款	(42.68)	500.00	(500.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	24.14	(10.37)	1,740	0.00	0.00
资本公积增加	473.89	(169.97)	(811.93)	0.00	0.00
其他筹资现金	(80.27)	(128.85)	(792.47)	51.32	64.72
现金净增加额	(505.49)	438.76	10,188	3,724	4,476

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,332	10,078	13,329	17,105	21,558
营业成本	4,535	6,327	8,271	10,567	13,307
营业税金及附加	61.41	78.70	113.66	149.27	180.21
营业费用	680.84	1,143	1,546	2,104	2,759
管理费用	1,077	1,234	1,733	1,882	2,414
财务费用	(21.73)	(90.04)	(94.70)	(51.32)	(64.72)
资产减值损失	79.36	192.28	309.10	257.40	301.70
公允价值变动收益	0.89	(5.23)	(3.86)	(5.19)	(6.52)
投资净收益	7.56	14.01	(14.00)	22.80	27.29
营业利润	927.57	1,202	1,433	2,215	2,681
营业外收入	335.65	392.28	597.93	670.53	823.70
营业外支出	10.37	15.85	18.87	22.76	26.66
利润总额	1,253	1,578	2,012	2,863	3,478
所得税	108.58	197.12	180.79	289.12	344.28
净利润	1,144	1,381	1,831	2,573	3,133
少数股东损益	1.59	8.82	0.94	4.89	7.98
归属母公司净利润	1,143	1,372	1,830	2,569	3,125
EBITDA (倍)	985.60	1,204	1,422	2,255	2,711
EPS (元)	0.39	0.47	0.63	0.89	1.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	35.52	37.45	32.26	28.33	26.03
营业利润	(1.09)	29.57	19.22	54.58	21.03
归属母公司净利润	1.04	20.10	33.36	40.35	21.67
获利能力 (%)					
毛利率	38.14	37.22	37.94	38.22	38.27
净利率	15.59	13.62	13.73	15.02	14.50
ROE	21.96	21.14	21.88	23.50	22.25
ROIC	19.43	19.32	(35.06)	(42.06)	(39.48)
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.78	42.92	33.98	33.08	32.26
净负债比率 (%)	7.09	10.13	0	0	0
流动比率	2.84	2.08	2.82	2.94	3.05
速动比率	2.31	1.76	2.82	2.94	3.05
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.03	1.10	1.17	1.16
应收账款周转率	2.75	2.39	4.92	0.00	0.00
应付账款周转率	4.29	4.59	4.28	4.24	4.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.47	0.63	0.89	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.01)	0.07	3.63	1.27	1.52
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.24	2.88	3.77	4.84
估值比率					
PE (倍)	35.83	29.84	22.37	15.94	13.10
PB (倍)	7.87	6.31	4.89	3.75	2.91
EV_EBITDA (倍)	40.17	32.89	27.84	17.56	14.60

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com