

强烈推荐-A (维持)

大华股份 002236.SZ

目标估值: 22.00 元
当前股价: 15.05 元
2017 年 03 月 12 日

PPP+海外助力高成长, 清晰布局千亿未来

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	289941
已上市流通股(万股)	170871
总市值(亿元)	436
流通市值(亿元)	257
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	22.5
资产负债率	40.7%
主要股东	傅利泉
主要股东持股比例	41.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-0	19
相对表现	5	-4	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《大华股份(002236)——2016 业绩符合预期, 价值明显低估》2017-01-16
- 2、《大华股份(002236)——费用提升致业绩及展望低于预期, 全年增长达中上限可期》2016-10-18
- 3、《大华股份(002236)——高增长趋势确认, 仍明显低估》2016-08-19

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

研究助理

兰飞
021-68407413
lanfei@cmschina.com.cn

大华股份 14~16 年经过三年调整、布局和人员扩张, 国内解决方案、PPP 和安防运营进展顺利; 海外高速增长, 占比持续扩大; “视频+”新业务占据战略制高点, 未来 3~5 年确定性增长趋势确立, **我们上调盈利预测和目标价至 22 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级!**

- **2014~2016 三年布局未来, 2017 开启千亿征程。**自 2014 年以来公司积极扩大人员和业务规模, 三年员工人数近乎翻倍, 增长至 11000 余人。公司由安防视频监控设备销售转型解决方案、进军安防运营和 PPP、成立四大研究院、开展多项视频新业务。目前人员和布局已近完成, 2017 年将进入产出期。未来三年营收有望超过 300 亿规模, 千亿市值值得期待!
- **国内增长与效益并重, 发力 PPP 和安防运营。**国内安防行业未来增速有望达到 15%, 龙头公司增长更快, 公司将注重国内业务增长与效益并重, 深入布局九大行业解决方案, 积极推进 PPP 项目和安防运营, 成效显著。PPP 项目有望在 2017 加速落地并确认收入。公司安防运营立足于杭州金融行业, 积极向浙江其他地市拓展, 并有望在国内其他地区复制。
- **海外加速扩张, 未来将成营收主力。**海外市场空间 2~3 倍于国内市场, 竞争充分, 且受保守主义趋势影响, 各国安保投入大增。公司海外市场份额较低, 发展空间巨大。海外营收占比近 40%, 增速超过 40%, 快于国内, 公司仍将大力投入, 积极推进自主品牌占比提升, 并将国内解决方案推广到国外, 借助国家一带一路政策积极走出去。未来海外营收规模有望超越国内!
- **积极布局视频新业务, 打造“视频+”智能安防物联网大平台。**公司 2016 年成立先进应用、人工智能、大数据和芯片四大研究院, 积极布局视频会议、机器视觉、机器人、无人机、新能源汽车等创新业务, 其中视频会议、机器视觉等已开始放量, 有望在 2017 取得高速增长。
- **维持“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 22 元。**我们上调公司 16/17/18 年 EPS 至 0.63/0.84/1.09 元, 对应当前股价 PE 仅为 24/18/14 倍, 大幅低估。我们维持“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 22 元。
- **风险提示: 宏观经济景气度下降, 竞争加剧, 海外及新业务拓展不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	7332	10078	13329	18246	24818
同比增长	36%	37%	32%	37%	36%
营业利润(百万元)	928	1202	1432	2017	2815
同比增长	-1%	30%	19%	41%	40%
净利润(百万元)	1143	1372	1831	2441	3174
同比增长	1%	20%	33%	33%	30%
每股收益(元)	0.39	0.47	0.63	0.84	1.09
PE	38.2	31.8	23.8	17.9	13.7
PB	8.4	6.7	4.6	3.8	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、2014~2016 三年布局未来，2017 开启千亿征程	5
1、十六年高速成长，铸就安防视频监控龙头	5
2、2014~2016 多点布局，千亿市值值得期待	5
3、持续研发高投入，保持行业领先优势	7
4、300 亿授信资金充沛，布局未来三大核心战略	9
二、国内增长与效益并重，发力 PPP 和安防运营	10
1、国内安防市场已达 5600 亿规模，未来行业增速达 15%	10
2、公司受益行业集中度提高，国内增长与效益并重	13
3、深入布局九大行业，解决方案放量提升盈利水平	14
4、全力打造安防运营服务，撬动万亿市场空间	16
5、PPP 项目加速落地，驱动国内业务滚动向上	18
1) PPP 模式与安防产业完美契合	18
2) PPP 项目加速落地，2017 开始确认收入	20
四、海外业务加速扩张，未来将成营收主力	22
1、海外市场空间更大，公司目前占比较低	22
1) 海外市场是国内 2~3 倍，发展空间巨大	22
2) 海外安全形势恶化，催生更多安防需求	25
2、海外投入持续扩大，增速显著快于国内	26
3、借力一带一路，未来海外业务将成营收主力	29
五、布局视频创新业务，打造智能安防物联新时代	29
1、建立“视频+”平台，打造智能安防物联新时代	29
2、华橙科技：“乐橙”智能视频云开放平台	30
3、华睿科技：机器视觉助力中国制造 2025	31
4、华飞科技：安防行业无人机先行者	31
5、零跑科技：新能源汽车整车前景无限	32
六、投资建议与风险提示	32

图表目录

图 1：大华股份成长路径	5
图 2：大华成立以来十六年营收持续高速增长	6

图 3: 大华股份股价与员工人数.....	6
图 4: 大华股份主营业务分类	7
图 5: 大华股份专利数量.....	7
图 6: 视频监控设备产品分类图	8
图 7: 大华股份主要产品.....	8
图 8: 大华股份营收净利增长情况	9
图 9: 大华 2015 营收分类	9
图 10: 大华分季度营收	9
图 11: 大华股份未来核心战略布局.....	10
图 12: 中国安防行业市场规模预测	10
图 13: 安防行业构成.....	11
图 14: 安防视频监控系统结构	11
图 15: 安防视频监控产业链	12
图 16: 2015 国内安防业务分类及比例	12
图 17: 2015 安防下游各行业分布	12
图 18: 安防市场主流发展路径	13
图 19: 安防公司按照业务分类	14
图 20: 安防行业集中度进一步提高	14
图 21: 大华海康人均营收对比	14
图 22: 大华海康人均净利对比	14
图 23: 安防产品在各行业应用占比	15
图 24: 大华交通信息发布系统解决方案	15
图 25: 大华智慧安监一体化解决方案.....	15
图 26: 大华和海康历史季度毛利率变化趋势	16
图 27: 大华“产品+解决方案+物联网信息服务”发展路线.....	17
图 28: 大华安保报警中心平台	18
图 29: 大华智能云安保运营系统.....	18
图 30: 典型 PPP 项目架构.....	19
图 31: PPP 不同运作方式.....	19
图 32: PPP 项目操作流程圖	20
图 33: “平安石城” PPP 项目签约	22

图 34: 全球安防视频监控设备市场规模	23
图 35: 2014 年全球视频监控公司份额 (含中国)	23
图 36: 2015 年全球视频监控公司份额 (含中国)	23
图 37: 2015 年海外市场 (不含中国) 视频监控厂商份额	25
图 38: 欧洲国土和公共安防需求预测	26
图 39: 欧洲家庭安防需求从 2014 年开始高速增长	26
图 40: 大华 2016 年海外营收分布	26
图 41: 大华海外和国内营收占比	27
图 42: 国内和国外毛利率对比	27
图 43: 安防企业渗透海外市场方式	28
图 44: 里约联动安保指挥中心	28
图 45: 奥运前大华设备安装与调试	28
图 46: 2016 安防公司排名大华第四	29
图 47: 一带一路示意图	29
图 48: 公司海外业务布局	29
图 49: 大华“视频+”四大研究院	30
图 50: 大华乐橙开放平台	30
图 51: Myriad2 平台智能工业相机	31
图 52: 大华韵达快递双 11 包裹分拣设备	31
图 53: 大华无人机	32
图 54: 零跑科技发展方向	32
图 55: 零跑科技 ADAS 布局	32
图 56: 大华股份历史 PE Band	33
图 57: 大华股份历史 PB Band	33
表 1: 大华安保运营服务	17
表 2: 大华 PPP 项目列表	20
表 3: 2015 年全球前 10 大视频监控厂商 (含中国)	24
表 4: 大华股份营收拆分和预测	33
附: 财务预测表	34

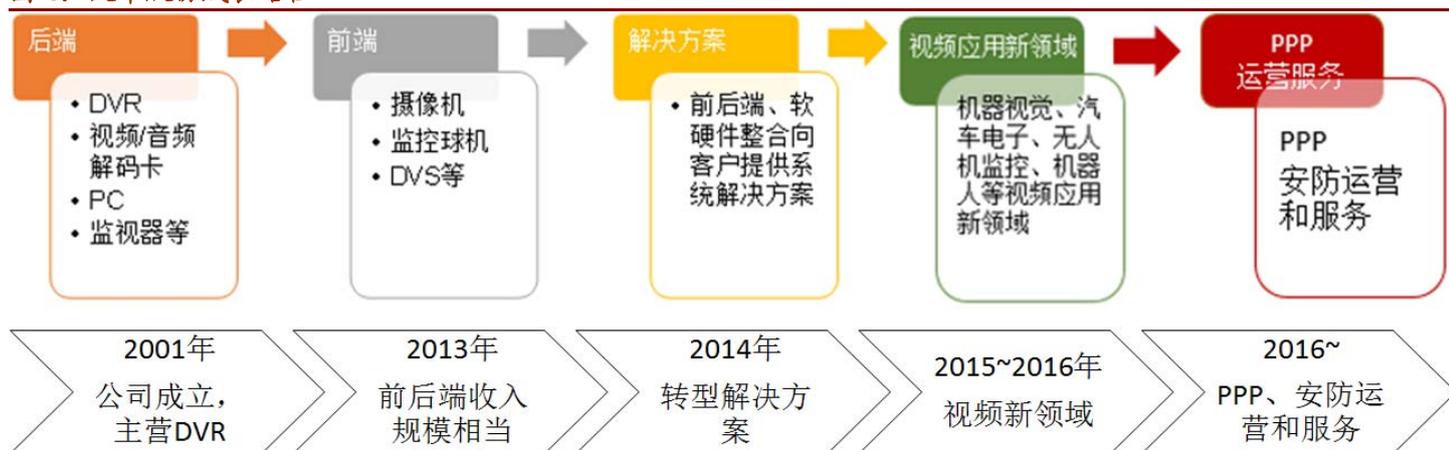
一、2014~2016 三年布局未来，2017 开启千亿征程

1、十六年高速增长，铸就安防视频监控龙头

浙江大华技术股份有限公司是领先的监控产品供应商和解决方案服务商，面向全球提供领先的视频存储、前端、显示控制和智能交通等系列化产品。大华连续 12 年荣获中国安防十大品牌，连续 9 年入选《A&S》“全球安防 50 强”，2016 年位列全球第四；2016 年 IHS 全球安防视频监控市场占有率位列第二。

大华股份于 2001 年成立，主营安防 DVR 产品，之后公司开始涉足前端市场，2010 年前端营收占比超过 10%，开启前端超越后端进程，至 2013 年前后端营收占比相当。公司 2014 年转型解决方案销售并完成了内部组织结构、人员构架的调整，为后续解决方案持续放量打下基础。2015~2016 年公司开始在既有视频技术和资源优势基础上，积极拓展视频新应用通过成立华橙、华睿、华飞、零跑、小华等多家子公司和控股公司，加强在机器人、机器视觉、无人机、汽车电子、视频会议等方面的布局。同时，公司从 2015~2016 年起开展安防 PPP 项目和安防运营，由“产品—解决方案—运营服务”发展路线清晰。

图 1：大华股份成长路径

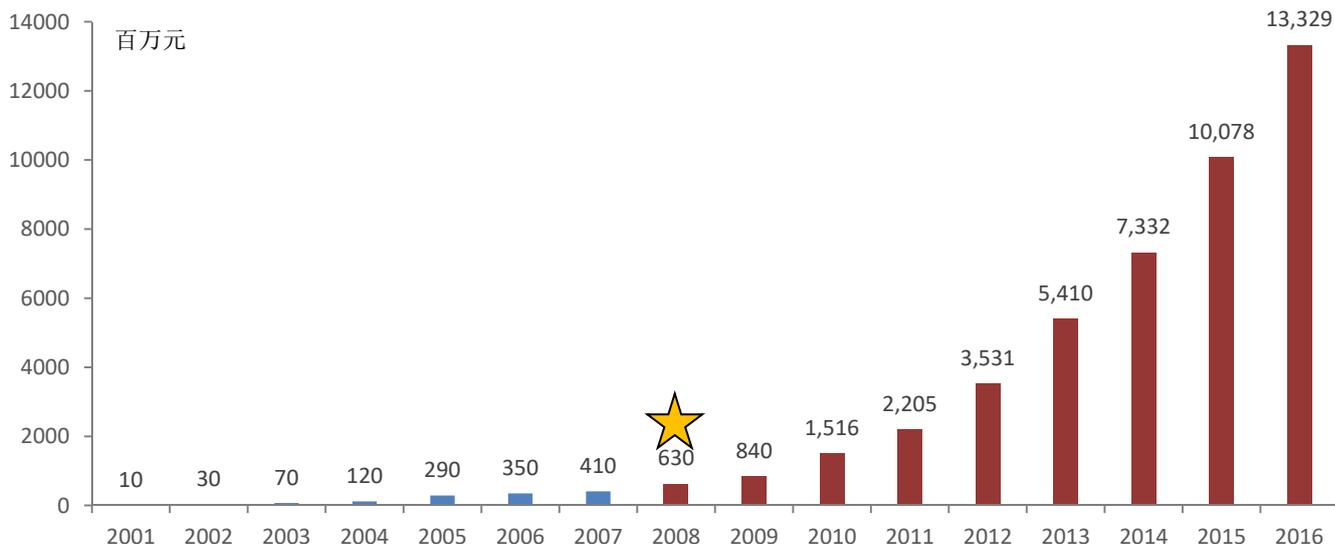


资料来源：招商证券

2、2014~2016 多点布局，千亿市值值得期待

大华自 2001 年成立以来，维持 16 年高速增长趋势，营收增长 1333 倍；自 2008 年 5 月 20 日上市以来，营收增长 21 倍，市值增长约 15 倍，2017 年 3 月 10 日公司市值约 436 亿。2016 年度公司实现营收 133.3 亿元，较上年同期增长 32.26%；实现归属上市公司净利润 18.3 亿元，较上年同期增长 33.37%。

图 2: 大华成立以来十六年营收持续高速增长

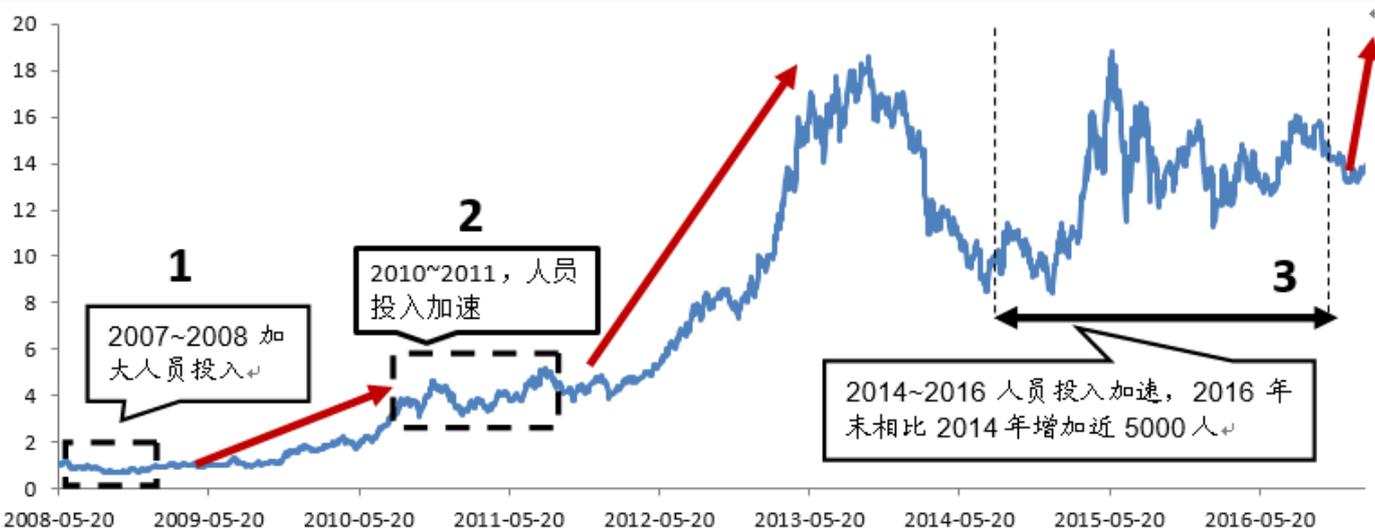


资料来源: 公司数据, 招商证券

公司历史上经历了三次人员投入加速期, 前两次之后都迎来了业绩高速增长:

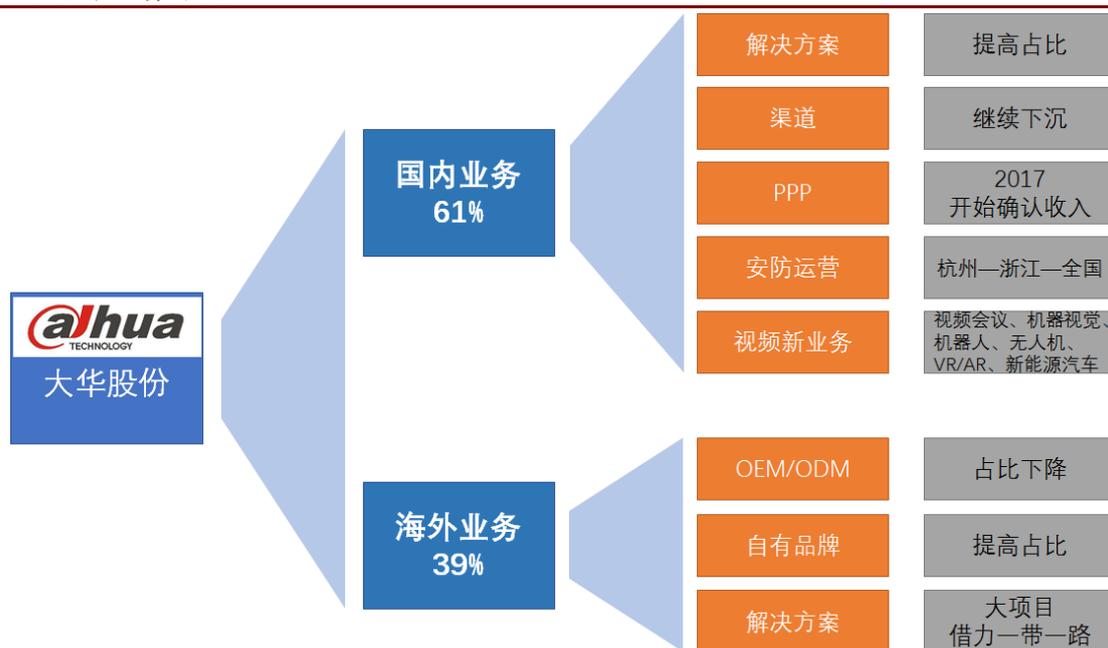
- 2007~2008 年, 开始加大人员投入, 2009~2010 年迎来快速增长期;
- 2010~2011 年, 人员加速增长, 2012~2013 年迎来业绩快速增长;
- 2014~2016 年, 公司经历了转型解决方案、PPP、安防运营、海外扩张、拓展视频新业务, 成立四大研究院等诸多布局, 2016 年末员工比 2014 年增加近 5000 人, 近乎翻倍! 我们认为大华员工增速有望放缓, 多点布局未来战略清晰, 奠定未来 3~5 年的确定性成长基础。2015 年百亿营收目标已实现, 未来十年千亿梦想可期。

图 3: 大华股份股价与员工人数



资料来源: 招商证券

图 4: 大华股份主营业务分类

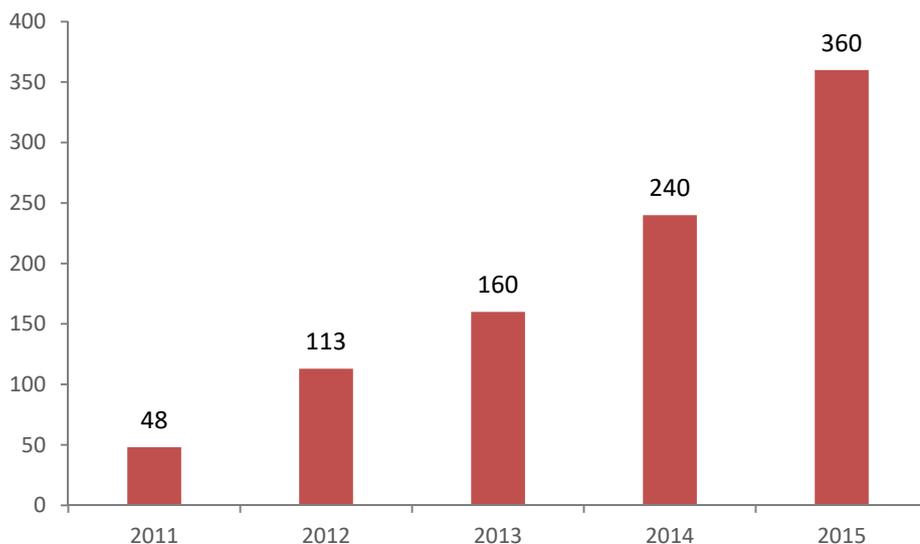


资料来源: 招商证券

3、持续研发高投入，保持行业领先优势

大华持续高比例研发投入，确保产品领先优势。大华股份目前有近 11000 名员工，研发技术人员占比超过 55%。公司近年来每年投入研发的比例约占公司总营收 10%，2015 年研发投入约 9.6 亿元。持续高比例研发投入确保公司能够紧跟甚至引领行业的最先进水平，综合竞争力不断提升。

图 5: 大华股份专利数量

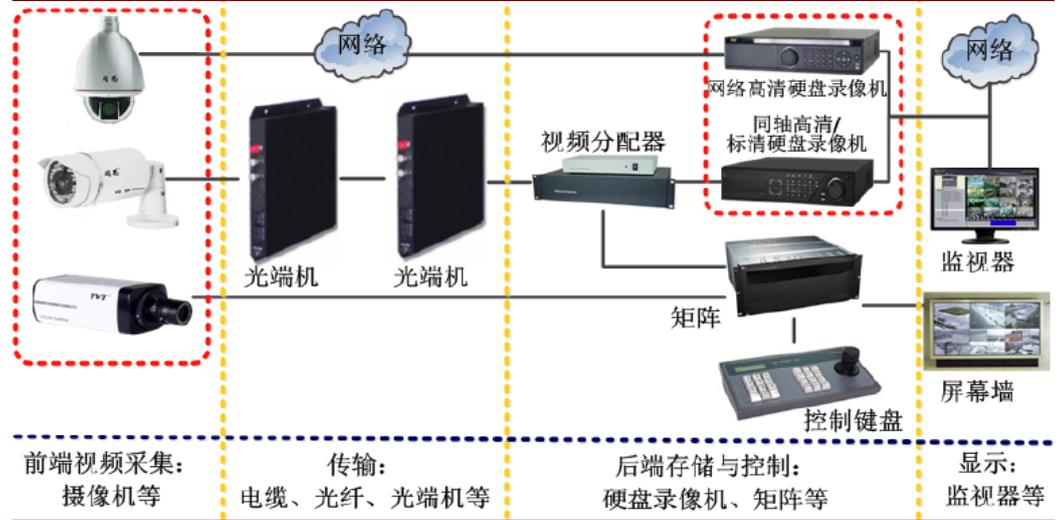


资料来源: 公司数据, 招商证券

安防产品由后端到前端，并扩大至全品类。公司最早提供后端设备，自 2010 年起前端设备开始超过后端，成为营收最主要部分。同时，公司还提供数字远程图像监控系统等全系列视频监控设备。近年来，公司立足视频监控为中心，积极拓展其他产品线，如智

能门锁、视频会议、机器视觉等，新业务增长迅速。

图 6: 视频监控设备产品分类图



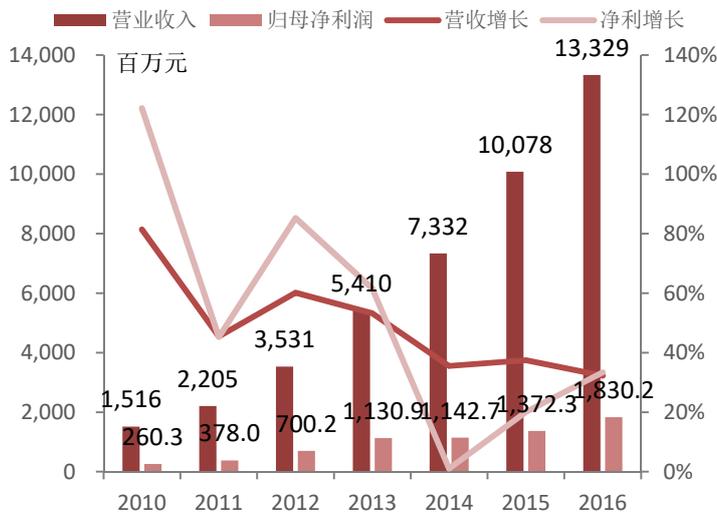
资料来源：同为股份招股书，招商证券

图 7: 大华股份主要产品

<p>▶ HDCVI 产品</p> <p>HDCVI 摄像机</p> <p>HDCVI 球型摄像机</p> <p>HDCVI 一体化摄像机/机芯</p> <p>HDCVI 数字硬盘录像机</p> <p>更多>></p>	<p>▶ 摄像机 (网络)</p> <p>Smart IPC</p> <p>网络摄像机</p> <p>球型网络摄像机</p> <p>一体化高清网络摄像机/机芯</p>	<p>▶ 摄像机 (数字)</p> <p>数字摄像机</p> <p>球型数字摄像机</p> <p>一体化高清数字摄像机/机芯</p>	<p>▶ 摄像机 (模拟)</p> <p>模拟摄像机</p> <p>球型模拟摄像机</p> <p>一体化模拟摄像机/机芯</p>	<p>▶ 智能楼宇产品</p> <p>报警产品</p> <p>门禁产品</p> <p>楼宇对讲产品</p> <p>智能物产品</p>	<p>▶ 智能交通产品</p> <p>一体化抓拍单元</p> <p>高清摄像机</p> <p>测速仪</p> <p>停车场管理系统</p> <p>更多>></p>
<p>▶ 存储产品</p> <p>数字硬盘录像机</p> <p>混合数字硬盘录像机</p> <p>NVR</p> <p>网络存储产品</p> <p>网络视频服务器</p>	<p>▶ 专用型存储产品</p> <p>车载移动监控</p> <p>ATM 专用硬盘录像机</p> <p>司法专用硬盘录像机</p> <p>金融专用硬盘录像机</p> <p>手持智能终端</p>	<p>▶ 系统级产品</p> <p>解码器</p> <p>视频综合平台</p> <p>智能视频分析产品</p> <p>键盘</p> <p>传输产品</p>	<p>▶ 显示与控制产品</p> <p>拼接单元</p> <p>液晶监视器</p> <p>交互式液晶一体机</p> <p>嵌入式多屏控制器</p> <p>更多>></p>	<p>▶ 行业产品与软件平台</p> <p>通用产品</p> <p>金融行业</p> <p>司法行业</p> <p>轨道交通</p> <p>更多>></p>	<p>▶ 客户端软件</p> <p>PC 客户端软件</p> <p>移动客户端软件</p> <p>▶ 专用产品</p> <p>▶ 大数据平台</p> <p>▶ 摄像机配件</p>

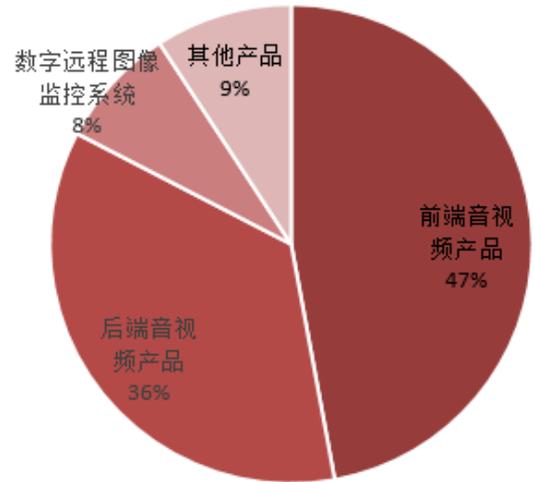
资料来源：大华股份，招商证券

图 8: 大华股份营收净利增长情况



资料来源: 公司数据, 招商证券

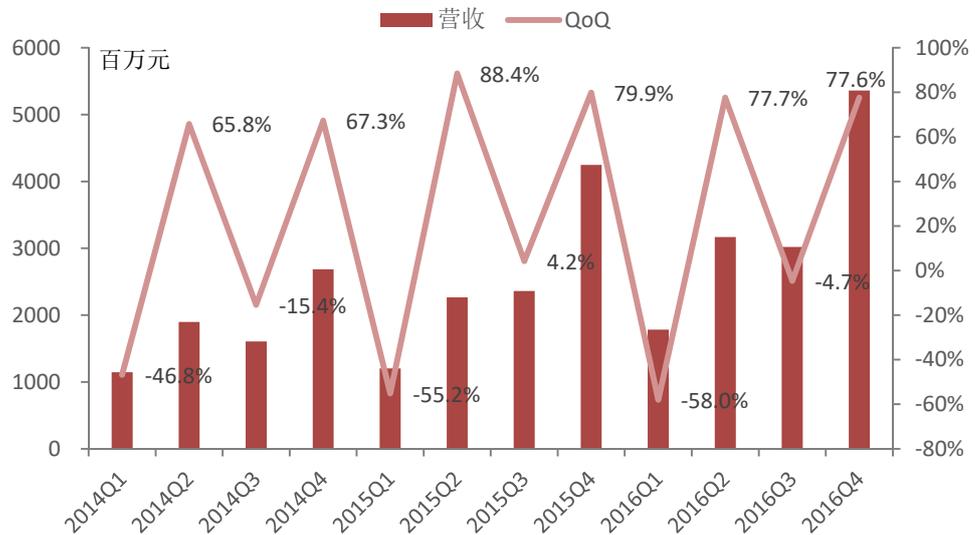
图 9: 大华 2015 营收分类



资料来源: 公司数据, 招商证券

受销售和激励制度影响, 季度营收波动规律明显。公司销售人员按半年和年度进行考核, 因此每年第二和第四季度都有冲量要求, 对应季度营收较大, 而一三季度营收较少。为了实现年底销售目标, 每年四季度单季营收最大, 环比增速较快。

图 10: 大华分季度营收



资料来源: 公司数据, 招商证券

4、300 亿授信资金充沛, 布局未来三大核心战略

2016 年以来, 大华分别与国家开发银行股份有限公司浙江省分行、中国进出口银行浙江省分行和平安银行股份有限公司签订战略合作协议, 已获得银行 300 亿授信, 进一步推进公司经营(无人机、机器人、汽车电子等)、海外业务发展和 PPP 项目模式的拓展。PPP 的市场参与方式将成为常态。

三大发展战略: 国内 PPP、海外借力一带一路和视频新业务。公司在国内业务方面, 将大力发展安防运营服务和 PPP 模式; 海外方面借助国家一带一路政策, 望与大型央

企加强合作，拓展海外市场；视频新业务方面，多点布局视频会议、机器视觉、无人机、机器人和汽车电子等。

图 11: 大华股份未来核心战略布局



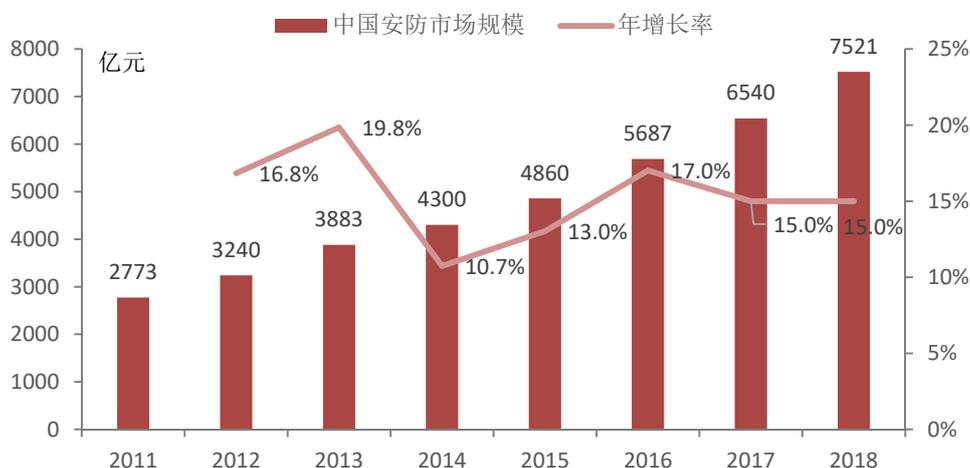
资料来源：大华股份，招商证券

二、国内增长与效益并重，发力 PPP 和安防运营

1、国内安防市场已达 5600 亿规模，未来行业增速达 15%

安防行业市场规模巨大，未来仍将快速成长。据中安网数据，2016 年我国安防行业总产值达到 5687 亿元，占 GDP 约 7%，行业规模同比增长 17%，国内安防市场的增速高于全球。

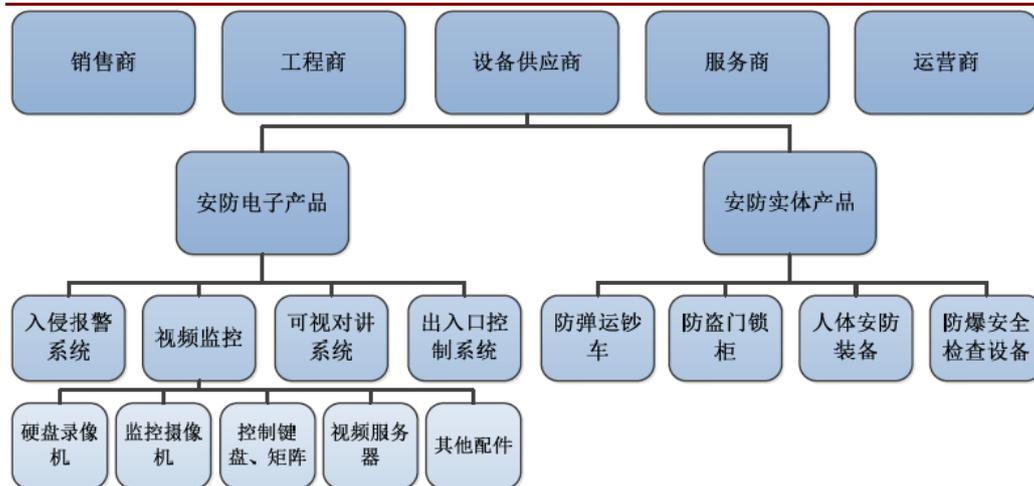
图 12: 中国安防行业市场规模预测



资料来源：中安网，招商证券

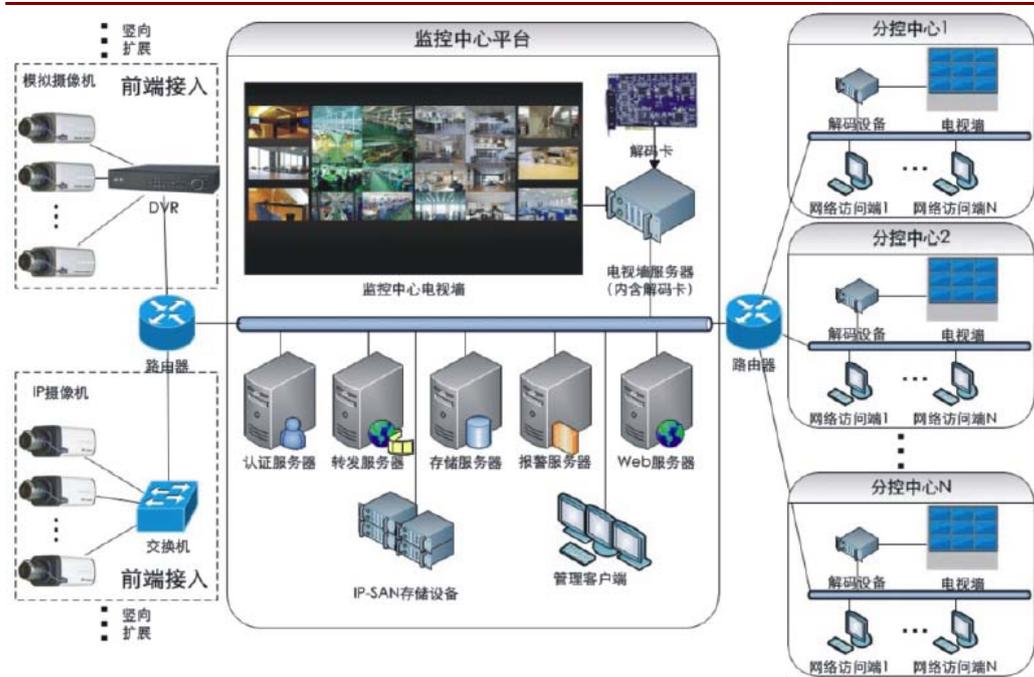
安防产业链较为完整，多数厂商集中于中游安防设备和解决方案。我国安防产业兴起于 20 世纪 80 年代，历经 30 多年的发展，已形成较为完整的产业链，即“上游零部件供应商—中游软硬件供应商、系统集成商、运营服务商和经销商—下游的终端用户”三大群体。2016 年各类安防企业达到 22000 家，从业人数达到 160 万人，绝大多数安防公司集中于中游安防设备和系统集成。

图 13: 安防行业构成



资料来源：同为股份招股书，招商证券

图 14: 安防视频监控系统结构



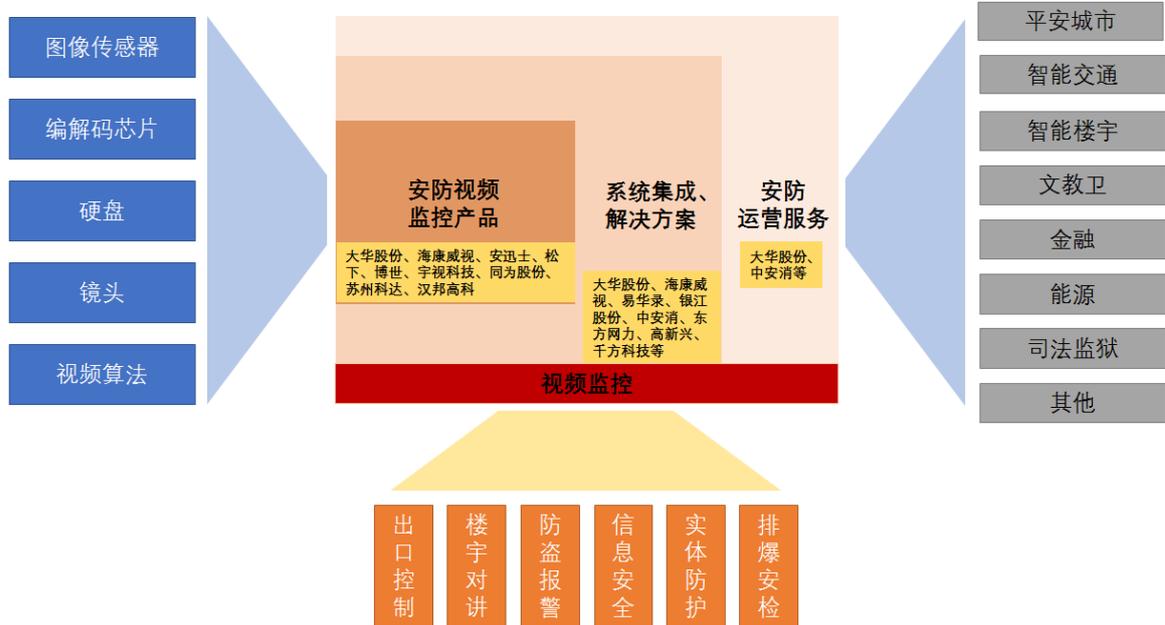
资料来源：同为股份招股书，招商证券

公司所在细分行业为安防视频监控行业，上游为零部件供应商，包括图像传感器、视频处理芯片等；中游为安防设备、解决方案集成和运营商等；下游为政府、公安、交通等各应用行业。安防其他细分行业包括出口控制、楼宇对讲、防盗报警、排爆安检等。

□ 上游零部件：包括芯片、图像传感器、镜头、存储、算法等。

- 中游设备、集成和运营：软硬件厂商，系统集成商、运营服务商等
- 下游应用：终端应用行业如政府、公安、交通、智能楼宇等

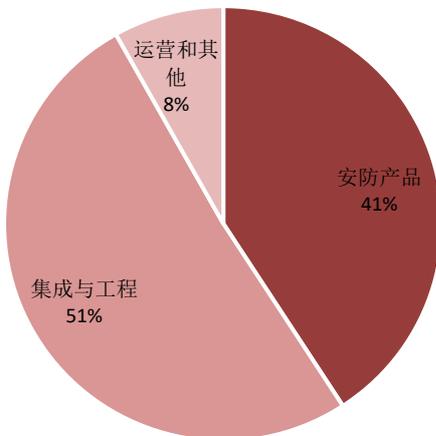
图 15: 安防视频监控产业链



资料来源：招商证券

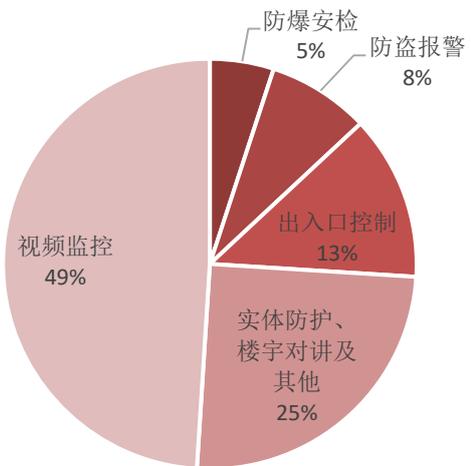
视频监控是构建安防系统核心，占市场份额最大。从产业构成来看，在安防行业总收入中，2015 年安防产品总收入约为 2000 亿元，安防集成与工程市场约 2500 亿元，运营服务及其他约为 400 亿元左右。按照产品分类来看，视频监控占比最大，其次为安检排爆，防盗报警、出入口控制和实体防护市场。近五年来，视频监控年增速约为 18.5% 左右，最低的实体防护增长也在 8% 以上。2015 年我国视频监控市场规模已达 1000 亿元以上，占有所有电子安防产品的 2/3。

图 16: 2015 国内安防业务分类及比例



资料来源：中安网，招商证券

图 17: 2015 安防下游各行业分布



资料来源：中安网，招商证券

“安防设备——解决方案——运营服务”市场规模逐级放大，成为安防市场主流发展路径。我国安防产品与安防集成工程占据约 92% 的市场份额，运营服务规模仅占 8%。在国外，安防运营占比一般约为 40% 左右。安防设备是千亿市场，解决方案市场更大，

而安防运营对应市场规模高达万亿。

图 18：安防市场主流发展路径



资料来源：中安网，招商证券

2、公司受益行业集中度提高，国内增长与效益并重

行业竞争加剧，集中度持续提高。随着安防龙头企业快速崛起，大华海康与中小企业之间的差距逐渐拉大，再加上产业链延伸、横向跨界、行业深耕方面的优势，强者越强、赢者通吃的趋势已经显现。2014~2015 年国内安防行业价格竞争激烈，导致传统产品毛利率略有下滑，**具有技术壁垒、规模效应、强议价能力安防龙头公司占据明显优势。**行业长尾效应明显，洗牌加剧，龙头企业依托技术、资源和规模优势仍能保持高速增长，而位于长尾尾端的众多中小企业已逐渐处于盈亏平衡状态，生存艰难。

国内安防上市公司已形成 50 多家公司安防板块，形成四大梯队：

- 第一梯队：龙头公司海康威视和大华股份，营收总额超 100 亿元，净利 10 亿以上；
- 第二梯队：英飞拓、银江股份、易华录等，营收在几十亿规模，一亿到数亿净利；
- 第三梯队：100 余家销售额在 1~10 亿元的企业，千万级别的净利；
- 第四梯队：数千家销售额在 1 亿以下的中小企业，占据安防公司数量 90% 以上；

图 19: 安防公司按照业务分类

安防产品	平台产品	集成运营	主营延伸
<ul style="list-style-type: none"> 海康威视 大华股份 同为股份 苏州科达 大立科技 英飞拓 安居宝 中威电子 捷顺科技 高德红外 汉邦高科 	<ul style="list-style-type: none"> 佳都科技 世纪瑞尔 华平股份 鹏博士 东方网力 	<ul style="list-style-type: none"> 三泰电子 辉煌科技 高新兴 银江股份 达实智能 易华录 国电南自 中安消 浩云科技 	<ul style="list-style-type: none"> 振芯科技 数字政通 万达信息 星网锐捷 凤凰光学 科大讯飞 同洲电子

资料来源: 招商证券

图 20: 安防行业集中度进一步提高



资料来源: 招商证券

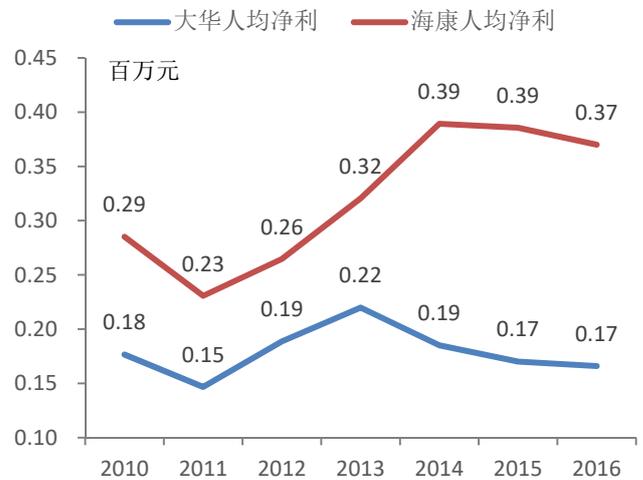
人均产出与海康差距较大, 未来将同时重视增长与效益。大华 2016 年人均销售额约为 121 万元, 海康 160 万元, 是大华的 1.32 倍; 2016 年大华人均净利约为 17 万元, 海康为 37 万元, 是大华的 2.18 倍, 差距较大。未来大华将同时重视营收增长与效益, 在人员投入、费用开支等方面实现精细化管理, 量化考核落实到每个经营体, 如果措施得当, 将有效收窄差距, 提升效益。

图 21: 大华海康人均营收对比



资料来源: Wind, 招商证券

图 22: 大华海康人均净利对比

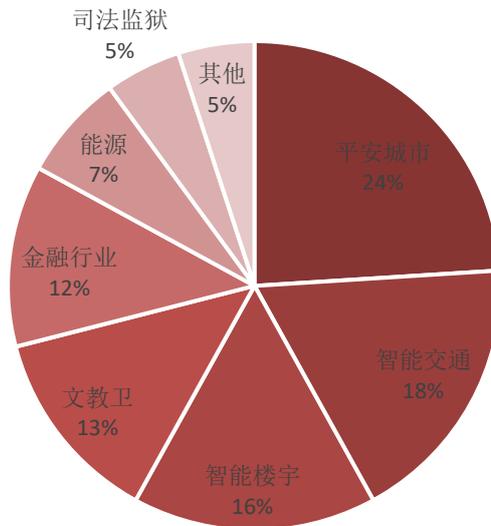


资料来源: Wind, 招商证券

3、深入布局九大行业, 解决方案放量提升盈利水平

平安城市、智能交通在下游应用行业中占比最大。根据中安网统计, 2016 年安防行业下游应用中, 平安城市占比最大达 24%, 其次为智能交通, 占比达 18%, 二者合计占比高达 40%。其次智能楼宇、金融行业和文教卫等占比也超过 10%。

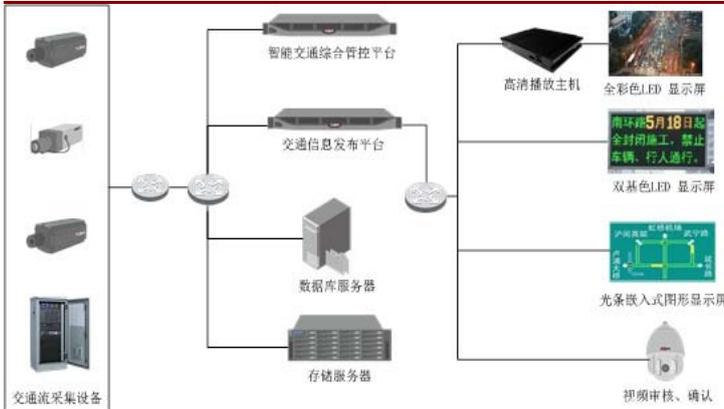
图 23: 安防产品在各行业应用占比



资料来源: 中安网, 招商证券

视频监控是“平安城市”建设的核心,也是“智慧城市”建设的重要组成部分。一方面,视频安防系统在空间不断拓展,从一线城市向二三线城市,由大、中城市向区县、乡镇推广;另一方面,随着信息技术及电子产业的发展变化,视频监控系统由模拟系统向全数字系统和智能系统升级趋势明显。安防系统建设已经由满足基本治安需求层次提升至智能安防层面。

图 24: 大华交通信息发布系统解决方案



资料来源: 大华股份, 招商证券

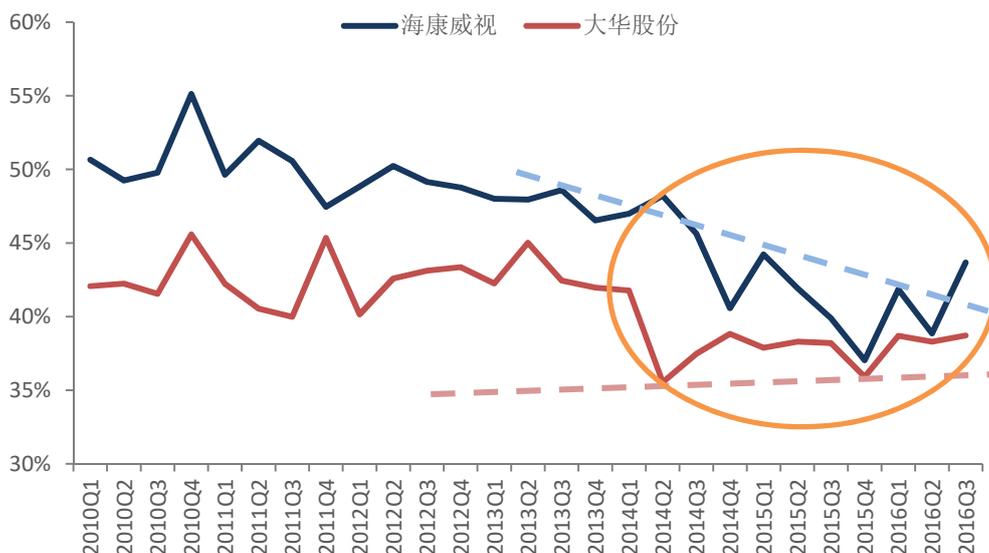
图 25: 大华智慧安监一体化解决方案



资料来源: 大华股份, 招商证券

九大行业解决方案成果显著,近三年毛利率稳中有升。2014 年以前,公司以安防产品销售为主,与海康的毛利率差距约 5~8 个百分点。2014~2015 年间,由于国内宏观经济放缓,部分政府、公安、交通等行业安防需求推迟,行业经历了一轮比较激烈的价格竞争和洗牌,中小公司生存艰难,龙头公司毛利也持续下降。但大华自 2014 年开始转型解决方案后成果显著,毛利率在 2014Q2 探底后稳中有升,而同期海康威视毛利仍经历了一段下滑趋势。公司目前已可提供公安、政企、智能楼宇、大交通、金融、科教文卫、运营商、专业、互联网等九大行业 114 个子行业解决方案。2016 年国内行业销售营收占比约 60%,分销 40%,已逐步实现从产品销售向解决方案的转变。

图 26: 大华和海康历史季度毛利率变化趋势



资料来源: 公司数据, 招商证券

圆满完成 93 阅兵、杭州 G20 等大型活动安保任务, 解决方案实战能力不断升级。大华作为 G20 安保工作的重要保障单位, 在核心区域提供了 2 万余台/套安防设备和 600 人的专项技术人员; 运用了车辆大数据、人脸识别、人证合一、星光级超低照度、电子罗盘、视频接力、视频浓缩、视频萃取、全景拼接、红外热成像、交通态势等数十项最新安防技术, 解决方案实战能力不断升级。

4、全力打造安防运营服务, 撬动万亿市场空间

安防运营服务市场规模高达万亿。与安防设备和解决方案是千亿级别市场, 而安防运营和服务则是规模高达万亿的更大的市场。根据中安网数据, 我国安防运营规模仅占安防整体市场规模约 8%, 而国外占比约为 40% 左右, 发展空间巨大。

以 ATM 机为例, 现有银行 ATM 机无人化管理运营市场规模上百亿。ATM 机插卡口是否有可疑欺诈装置, 取款人是否蒙面取款等各类异常情况均可通过后台视频算法实现无人化管理、监控、识别、警告和报警。据统计, 截止 2015 年底, 我国共有 ATM 机 86.7 万台, 假设每个 ATM 机装有 2 个监控摄像头, 每路视频监控数据每年无人值守运营费用约为 1 万元, 每台 ATM 机每年运营费用 2 万元, 全国各大银行 ATM 机每年对应安保运营费用约 173 亿。

安防视频监控业务与大数据技术的融合呈现加速态势。随着高清摄像头的快速普及, 数据量将进一步增加, 当前视频监控数据占大数据总量的 60% 以上, 通过大数据技术可进行实时智能分析和数据挖掘, 让视频监控从人工抽检发展成高效的事前预警、事后分析, 实现智能化的预测。大数据、云计算、云存储成为解决监控数据有效利用的重要手段, 这也将为视频监控运营服务带来更多的市场空间。

图 27: 大华“产品+解决方案+物联网信息服务”发展路线



资料来源: 大华股份, 招商证券

安保运营服务立足杭州, 拓展浙江, 辐射全国。大华已经完成内部安保运营资源整合, 成立子公司浙江大华安防联网运营服务有限公司, 为浙江省金融系统和治安保卫重点单位提供安防、消防联网报警服务和安检及人力保安服务, 构建“技防+人防+物防+保险理赔”为一体的安保服务新模式。

大华安保从金融行业入手, 营收连续翻番。目前, 公司监控中心已接入 36 家银行的 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。通过公司自主研发平台的智能分析, 视频复核, 过滤甄别误报、漏报警情信息, 联动“110”、“119”报警及时快速处置前端报警事件。

表 1: 大华安保运营服务

安保运营服务类型	服务内容
安全技术防范服务	根据安全风险评估结果, 为客户提供一种有形的标的物, 这种标的物可以降低安全风险的技术产品或产品组合(工程)
联网报警服务	技防: 为高端客户(30 多家银行)提供防盗报警、视频监控(复合)、消防远程报警联网服务(包括方案、产品、安装、维保、巡检、处置等)
高端人力保安服务	人防: 为银行、高铁站点、地铁、公交、公安、电力、院校、医院、广场、商场以及省、市两级政府重大活动、社会群体突发事件、文艺、体育、商业等活动提供高端的安检、守护等保安服务。公司已承担高铁站点、地铁、法院、公交、银行以及医院、学校、重要场所保安服务, 并参与省市大型活动(西博会、文博会、马拉松赛)、社会商贸活动等。
安全风险评估服务	根据专业知识和经验, 发现各类安全隐患, 正确评价这些隐患可能引发的后果, 并有针对性地提出消除隐患、加强安全防范的措施和解决方案。

资料来源: 大华安保, 招商证券

大华智能云安保运营系统主要分为前端报警采集、报警业务处理、报警对接等功能:

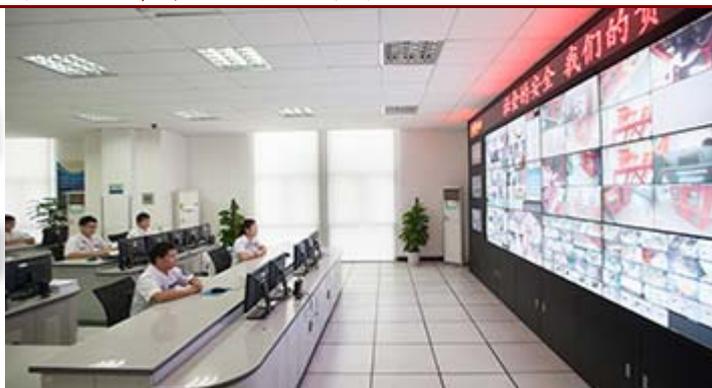
- **前端报警采集:** 构成了视频数据系统、报警采集源和报警主机构成了报警数据系统, 通过 IP 网络, 将前端的报警信息接收并发送给报警中心管理平台;
- **报警中心管理平台:** 报警系统的业务处理中心, 通过平台的各项功能模块, 对报警信息以及相关的设备数据、用户数据进行业务化的深入挖掘和管理, 实现报警的综合处理, 为客户解决实际的需求;
- **报警对接:** 报警中心管理平台负责将接收到的报警信息推动到安保运营客户端, 安保人员通过电话或视频复核等手段, 对警情进行确认, 并填写相关的处理意见, 系统进行相应的联动处理, 如进行 110 接警处理、推送报警信息到用户终端等。

图 28: 大华安保报警中心平台



资料来源: 大华安保, 招商证券

图 29: 大华智能云安保运营系统



资料来源: 大华安保, 招商证券,

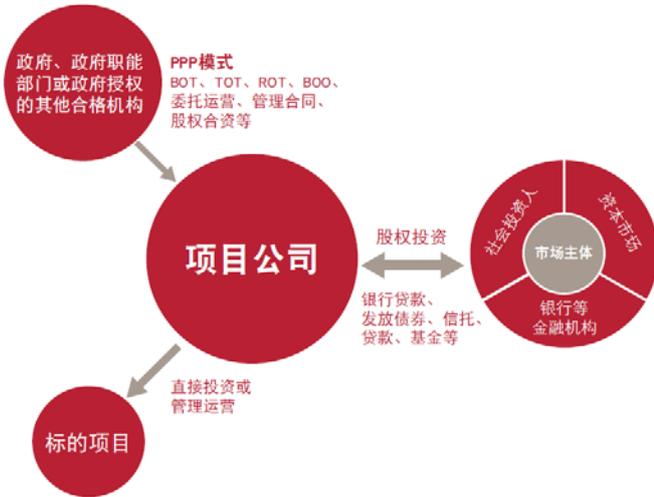
5、PPP 项目加速落地，驱动国内业务滚动向上

1) PPP 模式与安防产业完美契合

PPP 是指在基础设施及公共服务领域, 政府和社会资本基于合同建立的一种合作关系, 旨在利用市场机制合理分配风险, 提高公共产品和社会服务的供给数量、质量和效率。PPP 通过让社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施和公共服务的大部分责任, 并通过使用者付费”及必要的政府付费获得合理的投资回报, 保证公共利益最大化。

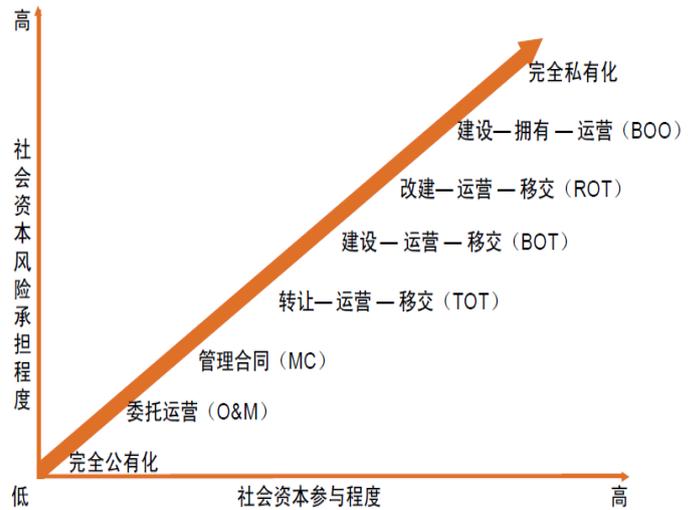
按照公共责任和项目风险向社会资本转移的程度, PPP 分为不同的运作方式, 主要包括: 委托运营 (O&M)、管理合同 (MC)、转让-运营-移交 (TOT)、建设-运营-移交 (BOT)、改建-运营-移交 (ROT)、建设-拥有-运营 (BOO) 等。这些方式可以单独应用, 也可以组合应用。

图 30: 典型 PPP 项目架构



资料来源: 普华永道, 招商证券

图 31: PPP 不同运作方式

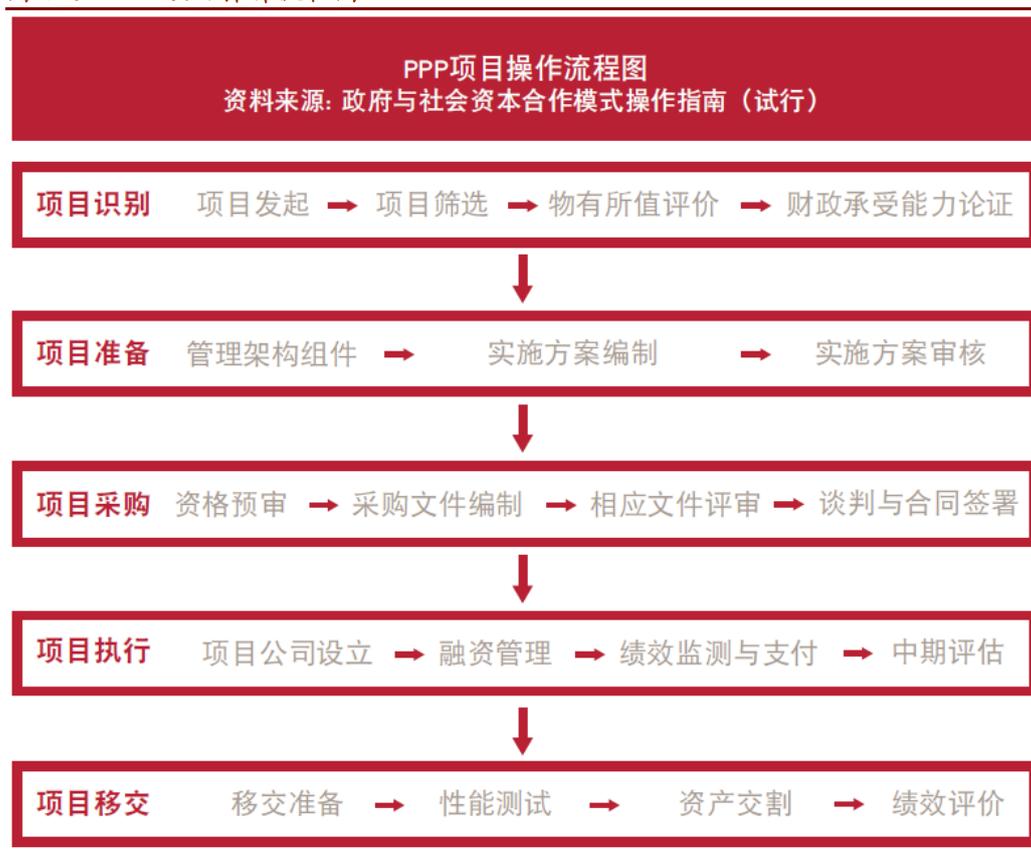


资料来源: 普华永道, 招商证券

政府是安防行业最大客户，PPP 模式显著优于 BT。平安城市、智慧城市等行业是安防行业最重要下游应用，公安、交通等政府部门是安防最大的客户。目前广泛采用 BT 模式进行安防项目融资，企业方面，项目需要垫付大量资金、回报率偏低，政府回款率低、财政压力大，最终导致企业参与意愿不强。PPP 模式在项目初始阶段，企业与政府、金融机构等共同参与项目成立 SPV，既可分散政府风险，又可增加企业在城市视频监控项目中的参与程度，充分调动企业的积极性，有望成为城市视频监控建设的主流项目形式。

视频监控安防 PPP 模式大致流程如下：1) 政府与企业按约定比例成立 SPV；2) 由 SPV 负责项目项目融资、建设和运营服务；3) 运营期满后项目整体移交当地政府。项目资金可来自于银行授信、股权投资和政府补贴等多种渠道。项目收入主要来自于交通罚款、数据运营、来自政府的可用性服务费及运营维护服务等，按照国家与地方划分标准以及 SPV 出资比例收取股权收益。

图 32: PPP 项目操作流程



资料来源：《政府与社会资本合作模式操作指南》、普华永道，招商证券

2) PPP 项目加速落地，2017 开始确认收入

公司 PPP 项目于 2015 年开始布局，目前资金充沛，项目开始加速落地。2015~2016 年，公司已承接广西百色（8.8 亿）、新疆石河子（5.89 亿）和广西贵港（1.2 亿）等多地平安城市 PPP 项目，部分项目已完成建设期，逐步进入到运营阶段。根据我们调研，公司 2017 年有望承接更多 PPP 项目并开始确认收入。

表 2: 大华 PPP 项目列表

城市	时间	项目名称	项目内容
广西百色		社会管理综合智能应用平台	和广西百色开发投资集团有限公司联合投资，项目建设投资总金额为 8.8 亿元，特许经营权 11 年(1 年建设，10 年运营)。
新疆石河子	2016 年 5 月	平安石城	首期 2.9 亿/总 5.9 亿，建设期暂定 1 年，运营期 10 年。包括治安防控前端、交通管理前端、平台系统、指挥中心、指挥调度、资源汇聚共享、安全系统、机房建设、视频云摘要、云存储、人脸识别、车辆大数据、社会视频资源整合接入、四台合一、公安专网 IP 电话、无线图传及 350 兆集群对讲系统扩容等
广西贵港	2016 年 5 月	天网三期	1.2 亿

城市	时间	项目名称	项目内容
广西梧州	2016年9月	天网四期	1.69亿元，建设期1年，运营期9年，项目采购内容包括卡口枪机、高清人脸抓拍摄像机、智能违停抓拍球机、红绿灯电子警察抓拍单元、rfid射频电子标识采集系统等。
新疆莎车	2017年1月	平安城市	38.65亿，大华帮助整体方案设计

资料来源：公司公告，招商证券

前期确认设备收入，后期分享运营收益。安防 PPP 项目分为建设期和运营期，根据项目建设能力不同，建设期一般为 1~2 年，运营期为 8~10 年，总时间为 10~11 年。在项目建设期，公司可逐步确认安防设备和部分工程收入；后期运营阶段，则可逐年分享交通罚款、数据运营、政府服务费等运营收益。运营期满后项目整体移交当地政府。

PPP 项目有望滚动进行，长期毛利先低后高。PPP 项目作为公司国内业务的纯增量，主要资金来源于政策性和商业银行授信，融资成本低，后续资金充沛。同时，前期项目逐步确认的设备、运营等收益则可作为后期项目的先期投入，实现 PPP 项目的滚动进行，驱动整体营收快速增长。多个中小 PPP 项目之间也可实现灵活管理和调节，确保公司营收净利稳健成长。由于 PPP 项目在建设期存在一定工程施工，可能会降低公司短期毛利水平，但在完成建设后的项目运营期则可提高毛利水平，我们预计长期毛利趋势有望先低后高，整体不会低于公司平均毛利水平。公司也可根据自身情况灵活决定是否将工程施工等外包。

PPP 周边带动效应明显。PPP 项目需要公司与当地政府深度合作，利益绑定，并且项目一般分期进行。如果公司在首期中标，则拿到后期项目可能性也大大增加。同时，所在城市的其他安防类项目也会优先考虑中标公司，长期合作机制的建立对周边带动效应明显，对公司整体营收贡献较大。公司 2017 年 1 月 26 日公告的 38.7 亿 PPP 项目框架性协议《莎车县平安城市 PPP 投资合作协议》即受前期新疆石河子“平安城市”PPP 项目成功实施的影响。

我们以 2016 年 5 月开始的“平安石城”PPP 项目为例简单介绍：

□ **项目投资和时间**

项目总投资约 5.9 亿元，特许经营期限暂定为 11 年，其中建设期暂定 1 年，运营期 10 年。

□ **项目建设内容**

治安防控前端、交通管理前端、平台系统、指挥中心、指挥调度、资源汇聚共享、安全系统、机房建设、视频云摘要、云存储、人脸识别、车辆大数据、社会视频资源整合接入、四台合一、公安专网 IP 电话、无线图传及 350 兆集群对讲系统扩容等。

□ **项目运作模式**

项目采用 BOT 的运作模式，实行特许经营。大华与石河子市天信投资发展有限公司成立项目公司 SPV 实施本项目。

项目公司资本金定为项目投资总额的 20%，其中大华出资比例定为 92%，石河子市天信投资发展有限公司出资比例定为 8%，均以现金出资。

特许经营期内，由项目公司负责本项目的融资、投资、建设和运营工作，政府每年给予项目公司可用性服务费及运营维护服务费。

特许经营期满后，项目公司将项目设施完好无偿移交给政府指定机构。

图 33：“平安石城” PPP 项目签约



资料来源：大华股份，招商证券

四、海外业务加速扩张，未来将成营收主力

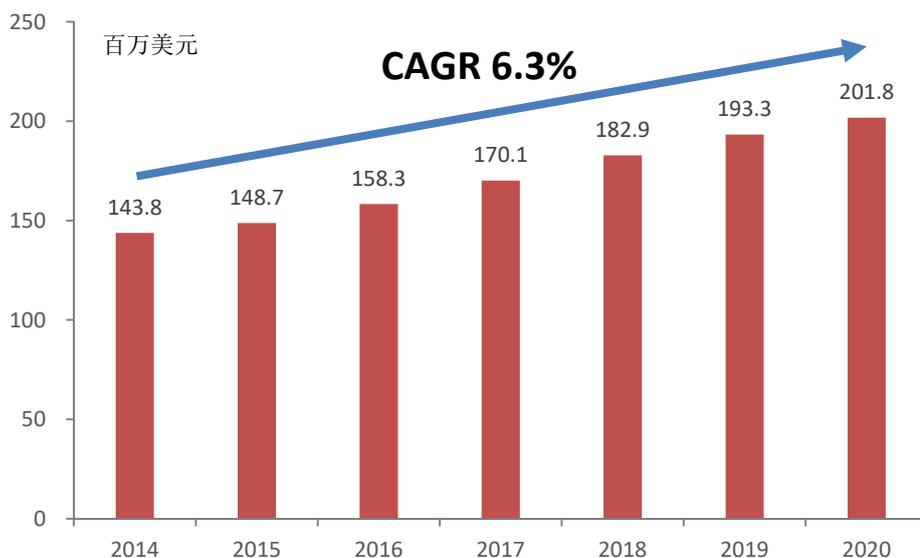
大华目前主要业务还是在国内，市场对公司海外业务重视度不够。我们认为海外市场空间更大，公司占有率低，发展空间更大。公司的海外业务增速显著快于国内业务增速，毛利水平高于国内，整体营收持续扩大，2016 年上半年占总营收已近 40%。借助国家一带一路东风，海外业务未来有望超越国内，成为公司成长的重要驱动力。

1、海外市场空间更大，公司目前占比较低

1) 海外市场是国内 2~3 倍，发展空间巨大

据 IHS 数据,2015-2020 年全球视频监控市场将保持 6.29%的复合增长率,至 2020 年,市场规模将达 201.79 亿美元。由于 IHS 只统计主流厂商数据,并未将广大长尾市场考虑在内,因此真实市场规模会大于统计数字。

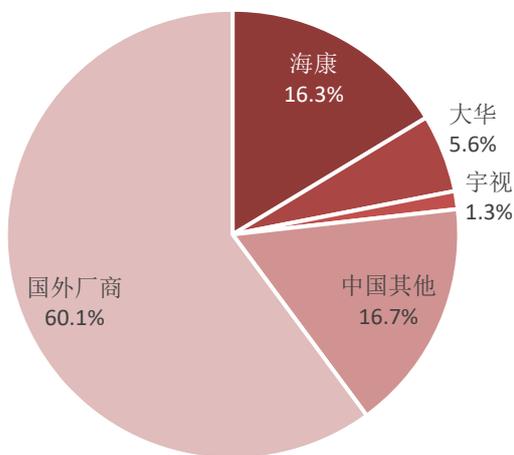
图 34: 全球安防视频监控设备市场规模



资料来源: IHS, 招商证券

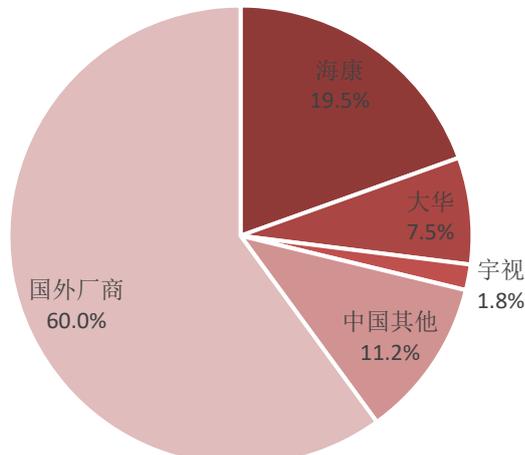
海外市场是国内市场至少 2~3 倍空间, 2015 年大华全球市场占比低于 8%。海外市场需求旺盛, 海外业务占公司 2016 上半年营收约 37%。根据 IHS 统计, 2014 年大华全球份额约为 5.6%, 凭借 2015 年的高增长已提升至约 7.5%, 我们预计大华 2016 年全球市场份额在 9~10%之间。

图 35: 2014 年全球视频监控公司份额 (含中国)



资料来源: IHS, 招商证券

图 36: 2015 年全球视频监控公司份额 (含中国)



资料来源: IHS, 招商证券

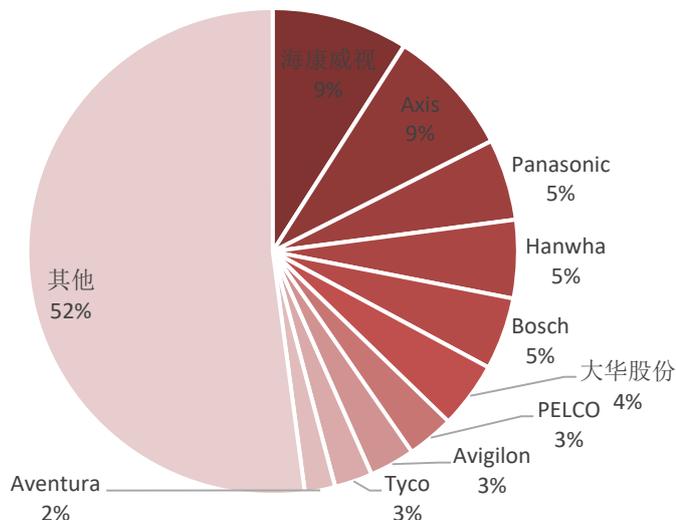
海外竞争格局分散, 行业集中度较低, 市场尚无寡头形成, 2015 大华占 4%。安防视频监控海外市场竞争格局较为分散, 行业集中度较低。根据 IHS 报告, 如果仅考虑中国以外市场, 2015 年全球尚无一家公司能够占有市场份额 10%以上, 其中海康威视和安迅士占比 9%, 松下、韩华和博世占比 5%, 大华占比约 4%。

表 3: 2015 年全球前 10 大视频监控厂商 (含中国)

公司	国家	全球占比	主营业务
海康威视	中国	19.55%	摄像机、显示与控制产品、存储产品、传输产品、编解码产品、客户端软件、热成像产品、行业产品与平台软件、报警产品、门禁产品、视频会议产品等
大华股份	中国	7.49%	摄像机、专用型存储产品、系统级产品、显示与控制产品、行业产品与软件平台、客户端软件、智能楼宇产品、智能交通产品等
Axis (安讯士)	瑞典	5.19%	端到端视频解决方案、网络摄像机、视频编解码器、网络视频存储、视频管理软件、物理门禁控制等
Panasonic	日本	3.51%	生活家电、数字视听等消费类产品, 安防监控系统、专业映像等、专业类产品以及电容器、传感器、半导体等元器件产品
Hanwha (三星韩华)	韩国	3.45%	机械设备、工业检测设备等大中型设备、门禁报警产品及零部件、监控系统及零部件、光学仪器、精密电机、安防软件、电子元器件等等
Bosch	美国	2.91%	摄像机、编解码器、存储设备、矩阵系统与键盘、视频软件等安防视频产品、防盗报警系统、火灾报警系统、会议系统、门禁控制等其他安防解决方案, 汽车与智能交通技术、汽车零部件等汽车类产品, 传动及控制技术, 热力技术等
PELCO (派尔高)	美国	1.91%	摄像机、云台、镜头、DX 硬盘录像机、视频系统、视频矩阵控制切换器、视频管理解决方案等
宇视	中国	1.80%	网络摄像机、网络硬盘录像机、交换机、大屏产品、显控产品、客户端软件、视频管理平台及视
Avigilon	加拿大	1.78%	HD 摄像机、网络安全录像机、网络安全工作站、编码器、附件、ACM 嵌入式控制器、视频分析设备等
Tyco	美国	1.50%	摄像机、镜头、矩阵切换控制系统、数字录像管理系统、监视器、网络视频编码器、网络视频管理平台、视频管理系统、显示与控制产品等

资料来源: 同为股份招股书, IHS, 招商证券

图 37: 2015 年海外市场（不含中国）视频监控厂商份额



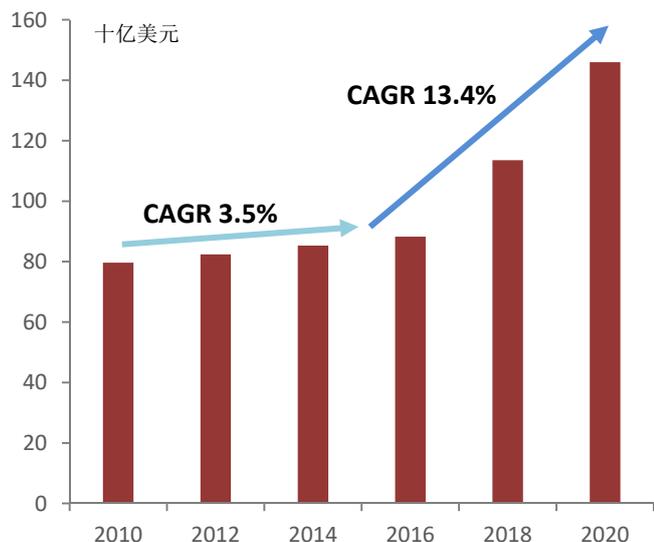
资料来源: IHS, 招商证券

2) 海外安全形势恶化，催生更多安防需求

国际形势从开放走向保守，安全形势恐持续恶化，催生更多安防投资。英国脱欧、美国特朗普“美国优先”战略以及正在进行的法国大选，标志着国际形势将由开放走向保守。美墨边境隔离墙、恐怖袭击和难民引发的安全问题已经成为欧美各国关注的头等问题。近一年内就有多起超过百人死伤的重大恐怖安全事件，并且呈愈演愈烈之势。欧洲文明腹地巴黎、布鲁塞尔亦不能幸免。各国不断增加安防安保投入，行业下游需求强劲。

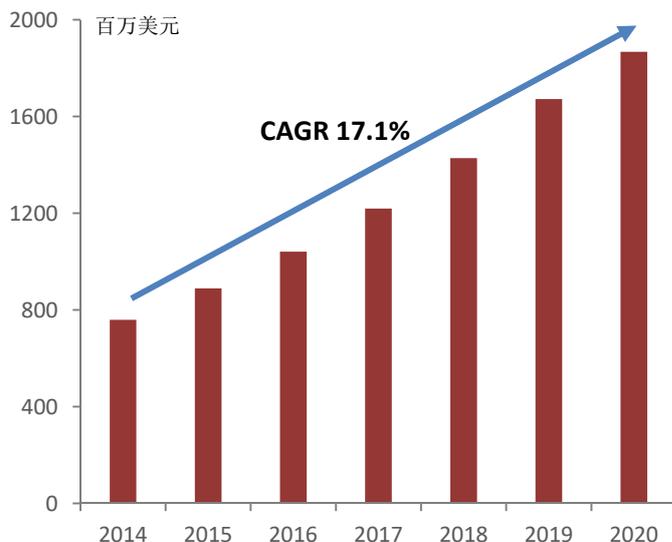
据 Homeland Security Research 预测，从 2015 年开始到 2020 年，欧洲国土和公共安全需求增速将从约 3.5% 迅速增至 13.4%，将近 4 倍增幅；同时，包括监控系统、防盗报警、门禁控制系统和软件在内的家庭和个人安防需求从 2014 年开始也将维持 17.1% 的复合增长。持续增长的安防需求为国内安防龙头企业带来了巨大的机会，大华已经拿到了匈牙利边境监控等项目。

图 38: 欧洲国土和公共安防需求预测



资料来源: Homeland Security Research, 招商证券

图 39: 欧洲家庭安防需求从 2014 年开始高速增长

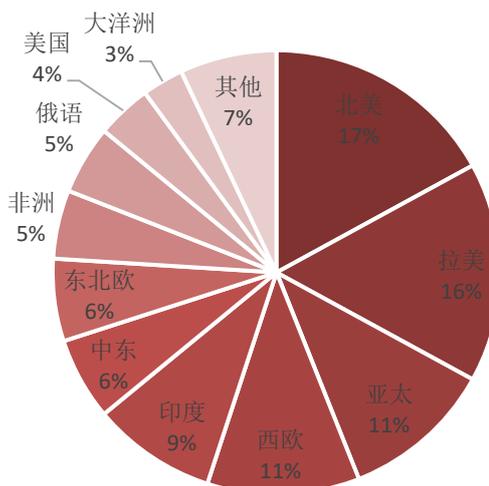


资料来源: Homeland Security Research, 招商证券

2、海外投入持续扩大，增速显著快于国内

海外仍将大力投入，持续扩张。与国内业务开始追求规模与效益的平衡不同，公司将继续加大对海外分支机构的增设力度，将在海外设立 30 多个分支机构，增进与当地集成商合作，构建本土化营销团队，持续提升自主品牌海外市场占有率，有序推进自主品牌实施全球化战略。目前海外已经形成 300 多个合作伙伴，产品出口到 100 多个国家。

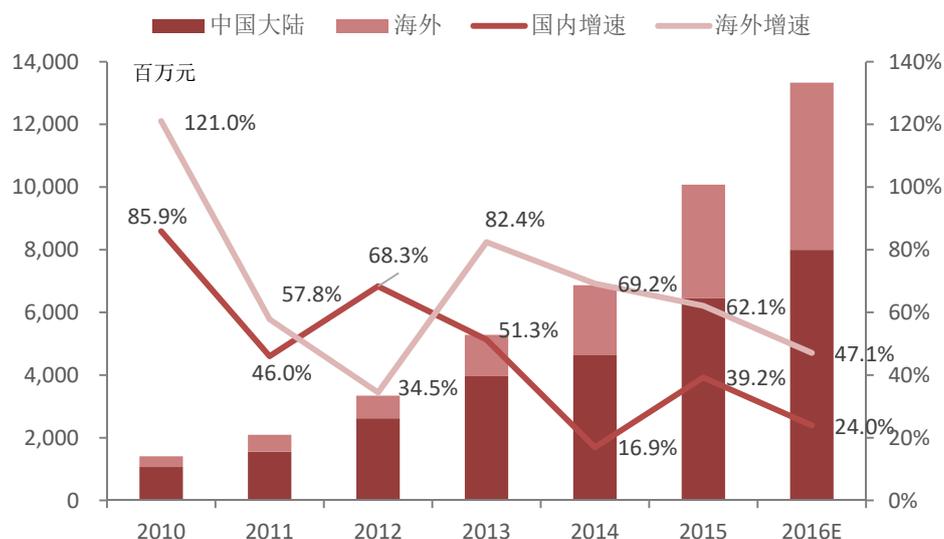
图 40: 大华 2016 年海外营收分布



资料来源: 公司数据, 招商证券

海外营收增速显著快于国内，2016 上半年占比近 40%。公司自 2009 年开始发展海外业务以来，营收规模增长迅猛。根据 2016 年半年报数据，海外营收已占公司总营收近 40%，我们预计 2016 年全年海外占比有望进一步增加。公司海外营收增速显著快于国内增速，2016 年海外业务同比增长有望达 41.5%，国内业务同比增长 27.1%，海外增速高出国内 14 个百分点。

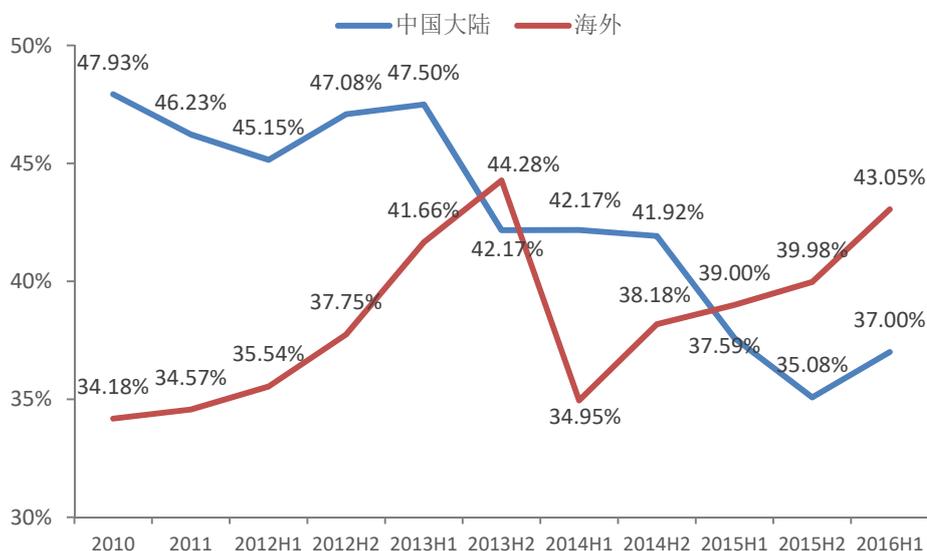
图 41: 大华海外和国内营收占比



资料来源: 公司数据, 招商证券

海外毛利率高于国内, 已成主要利润来源。由于全球主要视频监控设备公司都在中国, 因此国内市场竞争异常激烈, 导致公司国内业务毛利率持续下行。公司加大海外投入, 效果明显。自从 2014 年下半年以来, 海外毛利率稳步上升, 到 2016 年上半年已经达到 43.1%, 高出国内 6 个百分点, 成为主要净利润来源。

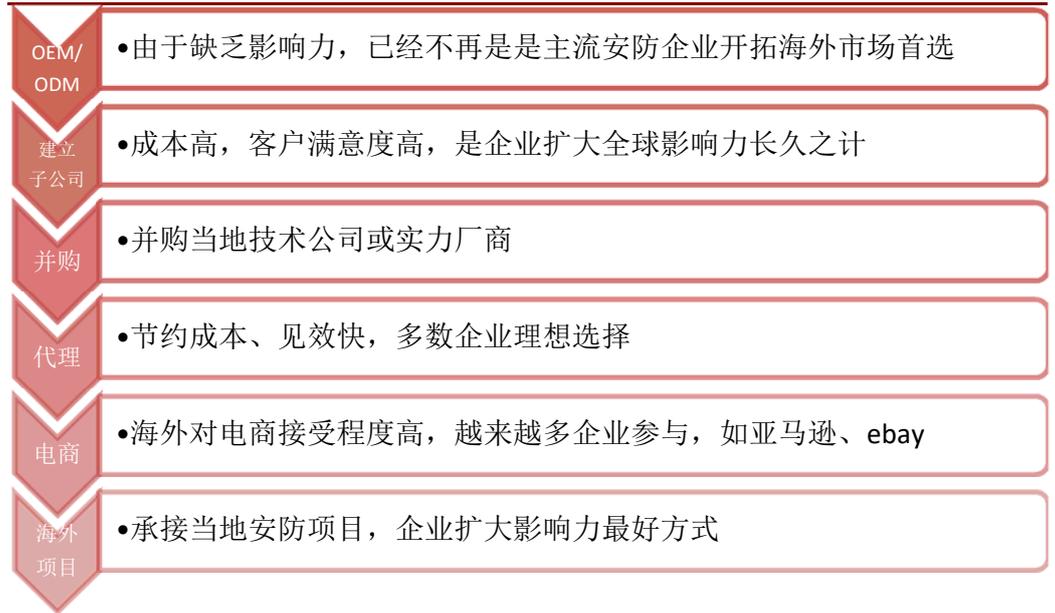
图 42: 国内和国外毛利率对比



资料来源: 公司数据, 招商证券

海外盈利能力增强源于自有品牌占比提升和解决方案放量。公司海外业务主要分为自有品牌和 OEM/ODM 两类。目前 OEM/ODM 占比更大, 客户均为国际一线品牌。公司与海外当地集成商加强合作, 自有品牌占比持续提升, 并且大力推进解决方案放量。公司已参与十多个国家的 PPP、BOT 项目及匈牙利边防一带一路项目推进工作, 实现解决方案向海外市场的复制路径。

图 43: 安防企业渗透海外市场方式



资料来源：CPS 中安网，招商证券

里约奥运会，大华代言中国制造。在里约奥运会，大华提供 80%以上监控设备，包括 IP 球机 373 台，IP 半球机 1450 台，监控摄像机占项目总量 80%以上，它们被安装在主场馆，奥运村、奥运分赛场及奥运区主要交通道路上。产品具备更高的图像清晰度，具有独特的智能分析功能，具备更高等级防水、防盐雾及防爆功能，在实战中联动包括军队、武警、警察和消防等共 8.8 万专业安保人员和 12 艘军舰、1169 辆军车、70 辆装甲车、28 架直升机等武装安保设备，组织形成海陆空立体多层防护网，接受指挥中心统一调度，成功护驾历史上最具挑战的一届奥运会。

图 44: 里约联动安保指挥中心



资料来源：CPS 中安网，招商证券

图 45: 奥运前大华设备安装与调试



资料来源：CPS 中安网，招商证券

国际排名逐年提升，2016 全球第四，2017 有望第三。根据 a&s 安全与自动化数据，全球安防公司排名 2016 年霍尼韦尔的消防和安防营收下降到了第二位，海康威视排名第一。博世安防依靠其视频和门禁管理软件、低光成像技术、楼宇自动化方面的增长，依旧排名第三。大华股份排名第四，由于汇率原因与排名第三的博世安防差距甚微。我们预计公司凭借 2016 的高速成长，在 2017 年的安防排名中将稳居全球第三。

图 46: 2016 安防公司排名大华第四

Top 10 Global Security Companies (based on product sales revenue in 2015)							
16	15	Company	Headquarters	Product Group	2015 Revenue (US\$ Million)	2014 Revenue (US\$ Million)	Revenue Growth (2015-2014)
1	2	Hikvision Digital Technology	China	Video Surveillance	3522.5	2453.8	43.6%
2	1	Honeywell Security & Fire	US	Multiple	2900.0	2800.0	3.6%
3	3	Bosch Security Systems	Germany	Multiple	1538.5	1387.2	10.9%
4	5	Dahua Technology	China	Video Surveillance	1505.5	1095.3	37.5%
5	4	Safran Identity & Security	France	Access Control	1354.7	1094.8	23.7%
6	6	Assa Abloy (Global Technologies)	Sweden	Access Control	1061.2	840.5	26.3%
7	7	Tyco Security Products	US	Multiple	775.0	760.0	2.0%
8	10	Axis Communications	Sweden	Multiple	773.7	635.5	21.7%
9	8	Fir Systems (Surveillance and Security)	US	Video Surveillance	729.6	699.1	4.4%
10	12	Aiphone	Japan	Intercoms	423.9	412.7	2.7%

Source: a&s International, Security 50 Rank

资料来源: a&s International, 招商证券

3、借力一带一路，未来海外业务将成营收主力

围绕国家一带一路战略，积极参与海外大项目。大华在持续推进产品精细化市场渗透同时，望与央企展开深度合作，承担海外一带一路大项目中的安防视频监控部分。

图 47: 一带一路示意图



资料来源: 互联网, 招商证券

图 48: 公司海外业务布局



资料来源: 公司官网, 招商证券

海外业务将超过国内，成营收主力。考虑到海外业务增速显著快于国内业务增速，同时公司战略方面仍在持续加大投入，我们认为在未来 3~5 年，海外营收有望超过国内，随后差距将持续扩大。海外业务成为公司营收和净利的主力来源。

五、布局视频创新业务，打造智能安防物联新时代

1、建立“视频+”平台，打造智能安防物联新时代

安防行业正在升级为“以视频为核心的物联信息服务”的“视频+”时代，即“视频+多维感知”和“视频+多维应用”。这一模式要求视频安防向下叠加多维的物联感知（包括空间信息、动环信息、生物体征、深度语音识别等）；向上输出更多的视频数据应用价值，支持更为宽广的业务应用（比如智慧城市的“数据大脑”、城市交通态势分析、机器视觉、大数据预警与决策等）。

大华已经在“视频+”做深度布局，搭建了芯片—大数据—人工智能—先进应用 4 个层次的金字塔形创新体系，实现更快更精准的物联感知，更轻松的高密度接入和输出，更深度的神经学习和更智能的数据碰撞分析，已可实现千亿图片秒级搜索。大华成立芯片研究院，向上整合视频监控芯片设计，加强智能视频监控布局，后续亦可能与国际实力芯片厂商展开深度合作。2016 年三季度管理费用增加，重要投入之一就是成立四大研究院。

图 49：大华“视频+”四大研究院



资料来源：大华股份，招商证券

2、华橙科技：“乐橙”智能视频云开放平台

华橙科技是大华股份控股子公司，于 2015 年 12 月成立，是大华股份旗下视联网品牌、云视频能力的提供商、服务商，推出了以视频智能硬件、视频云、视频智能技术“三位一体”的“乐橙”云开放平台，为视频应用提供完美的解决方案和能力，致力于在视频应用过程中成为价值的放大器、倍增器。

图 50：大华乐橙开放平台



资料来源：乐橙官网，招商证券

3、华睿科技：机器视觉助力中国制造 2025

华睿科技是大华股份控股子公司，于 2016 年 2 月成立，专注于机器视觉产品研发、生产与销售。据 SCC Research 预测，目前国内机器视觉零部件市场规模已达 50 亿元，在中国制造 2025、智能制造等政策不断推动下，未来五年有望实现超过 20% 的年复合增长，迎来黄金增长期。目前机器视觉产业上游基本被欧美日厂商占据，国产替代空间巨大。公司自成立以来发展迅速，2016 年已取得营收数千万元，成功打入智能手机自动化生产线和快递物流分拣线等。我们认为 2017 年公司营收仍将高速增长。

图 51: Myriad2 平台智能工业相机



资料来源：华睿科技，招商证券

图 52: 大华韵达快递双 11 包裹分拣设备



资料来源：华睿科技，招商证券

4、华飞科技：安防行业无人机先行者

华飞科技是大华股份的控股子公司，于 2016 年 8 月成立，主营安防行业无人机。大华深耕安防行业多年，其安防解决方案遍布全行业，而出于高空和立体监控的需求，来自公安、边防、电力等行业的客户希望大华能够提供这方面的解决方案。因此，这促使大华开始开发无人机飞行平台。

行业无人机前景广阔。据前瞻产业研究院数据，全球无人机市场规模目前保持在 312.64 亿元—315.17 亿元之间，预计未来 10 年，我国专业级无人机市场总规模将达到 240 亿元以上，出口额将达到 54 亿元左右；预计未来 5 年民用与消费级无人机两大领域年均复合增长率将保持为 19% 以上。大华也正是看中了无人机市场广阔的发展前景，适时地推出无人机系列产品。

表 4: 大华股份营收拆分和预测

分类		2014	2015	2016E	2017E	2018E
产品营收	前端音视频产品	2,947	4,747	6,361	8,906	12,379
	后端音视频产品	2,593	3,580	4,761	6,428	8,614
	远程图像监控	724	825	957	1,225	1,531
	其他产品	605	926	1,250	1,687	2,294
	总营收	6,870	10,078	13,329	18,246	24,818
产品毛利率	前端音视频产品	40.4%	39.9%	42.3%	42.4%	42.5%
	后端音视频产品	38.2%	37.4%	43.5%	43.6%	43.7%
	远程图像监控	48.6%	51.0%	39.0%	39.2%	39.1%
	其他产品	39.0%	10.9%	22.3%	21.1%	21.8%
	境内外营收	4,634	6,452	7,998	10,515	13,608
毛利率	境外营收	2,237	3,626	5,332	7,731	11,211
	境内毛利率	42.0%	35.9%	37.0%	37.3%	37.6%
	境外毛利率	36.8%	39.6%	43.1%	43.0%	42.8%

资料来源: 公司数据, 招商证券

我们在之前报告中已经多次强调公司价值被大幅低估。我们调整公司 16/17/18 年 EPS 至 0.63/0.84/1.09 元, 对应当前股价 PE 仅为 25/18/14 倍, 维持“强烈推荐-A”评级, 并上调目标价至 22 元。

风险提示: 宏观经济景气度下降, 竞争加剧, 海外及新业务拓展不及预期等。

图 56: 大华股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 57: 大华股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《大华股份 (002236) —2016 业绩符合预期, 价值明显低估》2017-01-16
- 2、《大华股份 (002236) —费用提升致业绩及展望低于预期, 全年增长达中上限可期》2016-10-18
- 3、《大华股份 (002236) —高增长趋势确认, 仍明显低估》2016-08-19
- 4、《大华股份 (002236) —中期业绩符合预期, 解决方案+运营+海外共驱高成长》2016-07-29
- 5、《安防行业跟踪报告—海外恐袭事件频发, 安防龙头公司受益》2016-07-24
- 6、《大华股份 (002236) —拐点进一步确认, 全年高增长可期》2016-04-29
- 7、《大华股份 (002236) —15 年百亿收入达标, 16 年重回高成长》2016-03-01
- 8、《大华股份 (002236) 深度报告—三季度展望进一步确认业绩拐点》2015-08-17

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6763	9976	13456	16976	21976
现金	1321	1756	2662	2169	1835
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	429	1095	1448	1982	2696
应收款项	2759	4975	6554	8971	12202
其它应收款	75	102	135	184	251
存货	1261	1518	1956	2708	3683
其他	915	531	702	962	1308
非流动资产	1227	1527	1483	1444	1409
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	641	606	575	547	522
无形资产	32	121	109	98	88
其他	548	792	792	792	792
资产总计	7990	11503	14940	18420	23385
流动负债	2383	4795	5229	6802	9304
短期借款	0	500	0	0	462
应付账款	1089	1670	2164	2996	4075
预收账款	183	193	251	347	472
其他	1110	2431	2814	3459	4296
长期负债	396	142	142	142	142
长期借款	0	0	0	0	0
其他	396	142	142	142	142
负债合计	2779	4937	5371	6944	9447
股本	1170	1160	2900	2900	2900
资本公积金	1076	1120	1120	1120	1120
留存收益	2957	4213	5463	7355	9797
少数股东权益	8	74	86	101	122
归属于母公司所有者权益	5203	6492	9483	11375	13816
负债及权益合计	7990	11503	14940	18420	23385

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	3214	(17)	181	(17)	(137)
净利润	1143	1372	1831	2441	3174
折旧摊销	1248	80	83	78	74
财务费用	147	10	(90)	(90)	(90)
投资收益	(44)	(8)	(14)	(22)	(22)
营运资金变动	714	(1514)	(1649)	(2453)	(3311)
其它	6	43	20	29	38
投资活动现金流	(3951)	(864)	(39)	(39)	(39)
资本支出	(4272)	(127)	(39)	(39)	(39)
其他投资	322	(737)	0	0	0
筹资活动现金流	(1546)	375	764	(437)	(159)
借款变动	(1360)	1072	(500)	0	462
普通股增加	24	(10)	1740	0	0
资本公积增加	(19)	44	0	0	0
股利分配	(573)	(585)	(580)	(549)	(732)
其他	382	(146)	104	112	112
现金净增加额	(2283)	(506)	906	(493)	(334)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7332	10078	13329	18246	24818
营业成本	4535	6327	8197	11349	15437
营业税金及附加	61	79	107	146	199
营业费用	681	1143	1693	2299	3102
管理费用	1077	1234	1799	2317	3127
财务费用	(22)	(90)	(90)	(90)	(90)
资产减值损失	79	192	205	230	250
公允价值变动收益	1	(5)	2	2	2
投资收益	8	14	12	20	20
营业利润	928	1202	1432	2017	2815
营业外收入	336	392	710	810	850
营业外支出	10	16	38	38	38
利润总额	1253	1578	2104	2789	3627
所得税	109	197	261	332	433
净利润	1144	1381	1842	2457	3194
少数股东损益	2	9	12	16	20
归属于母公司净利润	1143	1372	1831	2441	3174
EPS (元)	0.39	0.47	0.63	0.84	1.09

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	36%	37%	32%	37%	36%
营业利润	-1%	30%	19%	41%	40%
净利润	1%	20%	33%	33%	30%
获利能力					
毛利率	38.1%	37.2%	38.5%	37.8%	37.8%
净利率	15.6%	13.6%	13.7%	13.4%	12.8%
ROE	22.0%	21.1%	19.3%	21.5%	23.0%
ROIC	15.3%	13.8%	12.3%	14.8%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	42.9%	36.0%	37.7%	40.4%
净负债比率	2.5%	4.3%	0.0%	0.0%	2.0%
流动比率	2.8	2.1	2.6	2.5	2.4
速动比率	2.3	1.8	2.2	2.1	2.0
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.0	4.6	4.7	4.9	4.8
应收帐款周转率	3.0	2.6	2.3	2.4	2.3
应付帐款周转率	4.3	4.6	4.3	4.4	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.39	0.47	0.63	0.84	1.09
每股经营现金	2.75	-0.01	0.06	-0.01	-0.05
每股净资产	1.79	2.24	3.27	3.92	4.76
每股股利	0.50	0.50	0.19	0.25	0.33
估值比率					
PE	38.2	31.8	23.8	17.9	13.7
PB	8.4	6.7	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	40.2	32.6	27.2	17.3	14.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，8年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，2年半导体行业工作经验，2年证券从业经验，2016年3月加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任东北证券电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂国，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。