

强烈推荐-A (维持)

大华股份 002236.SZ

目标估值: 22.00 元  
当前股价: 17.38 元  
2017年03月26日

拟发行H股搭建海外资本平台, 国际化进程加速

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	289941
已上市流通股(万股)	170871
总市值(亿元)	504
流通市值(亿元)	297
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商证券-大华股份(002236)深度报告-PPP+海外助力高成长, 清晰布局千亿未来》2017-03-12
- 2、《大华股份(002236)-2016业绩符合预期, 价值明显低估》2017-01-16
- 3、《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

鄙凡

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S1090511060002

研究助理

兰飞  
021-68407413  
lanfei@cmschina.com.cn

**事件:** 大华股份3月24日盘后发布公告, 公司拟发行H股, 股数不超过724,852,851股, 即不超过发行后公司股份总数的20%(行使超额配售权之前)或不超过833,580,779股(全额行使15%超额配售选择权)。募集资金在扣除相关发行费用后拟用于扩大运营规模、项目投资建设、收购兼并、扩展销售渠道、研发支出、建造办公设施、偿还公司借款等债务、补充流动资金等。

评论:

- **发行H股有利于搭建海外资本运作平台。** 大华拟发行H股, 将从国内走向国际, 有利于公司搭建海外资本运作平台和全球品牌形象提升。1) 公司尚未决定具体募资规模, 我们认为H股发行规模在发行后公司股份总数10~20%之间(行使超额配售权之前), 参考当前港股整体估值提升和A股可比公司, 有望取得较合理定价; 2) 有利于公司树立全球品牌形象, 进一步拓展海外业务。大华2016全球排名第四, 发行成功后公司全球品牌形象有望迅速提升, 加速国际化布局进程; 3) 有利于搭建海外资本运作平台, 收购兼并优秀企业实现外延扩张。香港资本市场多种金融工具和更开放的信息渠道有助于公司开展国际并购, 加速和完善公司海外拓展自有品牌产品和解决方案。
- **募集资金有助于公司加大研发投入, 占据战略制高点。** 公司去年10月成立芯片设计、大数据、人工智能和先进应用等四大研究院。芯片设计部门每年自供IC已经达到1亿多规模, 发展非常迅速, 有效降低成本。人工智能方面加大投入, 公司已经建立与国际大厂合作关系, 产品已用在后端服务器中, 并向前端延伸。募集资金合理使用有助公司占据战略制高点。
- **H股尚无纯正安防标的, 大华股份未来三年高成长, 具有稀缺性。** H股尚无纯正安防标的, 大华股份作为全球排名前列的安防巨头, 处于明显向上发展周期, 未来三年增速有望维持复合30%以上, 当前A股估值也仅20倍, 更易受到海外资金青睐, 获得合理定价。公司经过三年布局, 国内业务解决方案、PPP和安防运营发展迅速; 海外持续扩张, 高增长趋势延续; 新业务前景无限, 将来有望内生+外延共促高速发展。
- **维持“强烈推荐-A”评级, 目标价22元。** 我们认为公司16/17/18年EPS为0.63/0.84/1.09元, 对应当前股价PE仅为28/21/16倍, 大幅低估。我们维持“强烈推荐-A”评级, 目标价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	44.1	36.7	27.5	20.6	15.9
PB	9.7	7.8	5.3	4.4	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 大华股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 大华股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

从近年 A 股公司 H 股 IPO 统计情况来看, 在董事会通过议案后下一个交易日, 各公司涨跌幅不一, 平均涨幅为 2.34%。另外从董事会通过议案时间算起, 到 H 股正式 IPO 经历时间为 6~22 个月不等, 更多公司会经历一年以上, 期间也会有因为其他因素取消 IPO 的情况发生。

表 1: 近年 A 股公司 H 股 IPO 统计

代码	公司	董事会通过议案时间	次日涨跌幅(%)	H 股 IPO 日期	间隔时间 (月)
600016.SH	民生银行	2009/6/8	5.78%	2009/11/26	6
601607.SH	上海医药	2010/9/9	5.05%	2011/5/20	8
601818.SH	光大银行	2011/2/11	5.57%	2013/12/20	22
600030.SH	中信证券	2011/3/29	1.71%	2011/10/6	6
600837.SH	海通证券	2011/4/26	-4.22%	2012/4/27	12
000002.SZ	万科 A	2013/1/19	12.15%	2014/06/25	6
600660.SH	福耀玻璃	2013/9/24	0.15%	2015/03/31	18
601299.SH	中国中车	2013/11/25	5.35%	2014/5/22	6
601857.SH	海康威视	2014/12/8	-2.42%	IPO 取消	
601788.SH	光大证券	2015/3/31	4.78%	2016/08/18	15
600999.SH	招商证券	2015/5/16	-6.84%	2016/10/17	17
600635.SH	大众公用	2015/7/13	10%	2016/12/05	17
600958.SH	东方证券	2015/8/29	-6.64%	2016/7/8	11

资料来源: 招生证券, Wind

参考报告:

- 1、《招商证券-大华股份 (002236) 深度报告-PPP+海外共驱高成长, 清晰布局千亿未来》2017-03-12
- 2、《大华股份 (002236) —2016 业绩符合预期, 价值明显低估》2017-01-16
- 3、《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
- 4、《大华股份 (002236) —高增长趋势确认, 仍明显低估》2016-08-19
- 5、《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
- 6、《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
- 7、《大华股份 (002236) —拐点进一步确认, 全年高增长可期》2016-04-29
- 8、《大华股份 (002236) —15 年百亿收入达标, 16 年重回高成长》2016-03-01
- 9、《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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>7990</b>	<b>11503</b>	<b>14940</b>	<b>18420</b>	<b>23385</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	396	142	142	142	142
长期借款	0	0	0	0	0
其他	396	142	142	142	142
<b>负债合计</b>	<b>2779</b>	<b>4937</b>	<b>5371</b>	<b>6944</b>	<b>9447</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>7990</b>	<b>11503</b>	<b>14940</b>	<b>18420</b>	<b>23385</b>

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(3951)	(864)	(39)	(39)	(39)
资本支出	(4272)	(127)	(39)	(39)	(39)
其他投资	322	(737)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	<b>(2283)</b>	<b>(506)</b>	<b>906</b>	<b>(493)</b>	<b>(334)</b>

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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	1253	1578	2104	2789	3627
所得税	109	197	261	332	433
<b>净利润</b>	1144	1381	1842	2457	3194
少数股东损益	2	9	12	16	20
<b>归属于母公司净利润</b>	1143	1372	1831	2441	3174
<b>EPS (元)</b>	0.39	0.47	0.63	0.84	1.09

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	44.1	36.7	27.5	20.6	15.9
PB	9.7	7.8	5.3	4.4	3.6
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。