

强烈推荐-A (维持)

大华股份 002236.SZ

目标估值: 22.00 元
当前股价: 17.94 元
2017 年 05 月 02 日

发布大规模员工持股计划, 彰显未来发展信心

基础数据

上证综指	3144
总股本 (万股)	289941
已上市流通股 (万股)	170871
总市值 (亿元)	520
流通市值 (亿元)	307
每股净资产 (MRQ)	2.9
ROE (TTM)	22.2
资产负债率	41.4%
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、《大华股份 (002236) 一一季度业绩开门红, 奠定全年高增长基础》2017-04-26
- 2、《大华股份 (002236) 一高投入大力布局人工智能, 三年高成长可期》2017-04-24
- 3、《大华股份 (002236) 一拟发行 H 股搭建海外资本平台, 国际化进程加速》2017-03-26

鄙凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

研究助理

兰飞
021-68407413
lanfei@cmschina.com.cn

事件: 公司公布三期员工持股计划草案, 计划募集资金上限为 8 亿元; 参加本员工持股计划的监事和高级管理人员共 11 人, 认购总份额为 3036 万份, 占员工持股计划总份额的比例为 3.8%; 其他员工预计不超过 3219 人, 认购总份额预计不超过 76964 份, 占员工持股计划总份额比例预计为 96.02%。

评论:

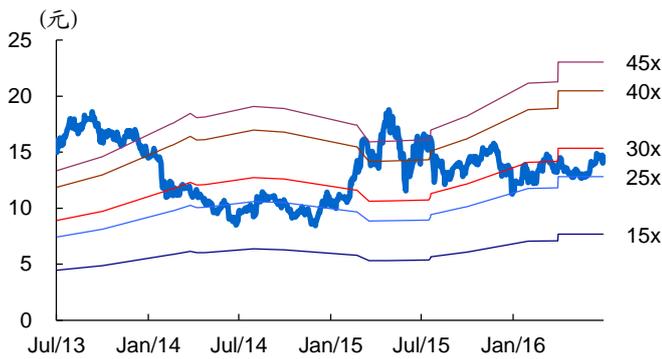
- **8 亿员工持股计划规模庞大, 受众对象广泛。**公司计划募集资金总额上限高达 8 亿, 参加员工持股计划的总人数不超过 3230 人, 约占员工总人数三分之一, 受众对象广泛。公司于 2015 年 4 月和 2015 年 7 月分别实施了一期和二期员工持股计划, 规模上限分别为 1.4 亿和 1.17 亿。本次计划 8 亿规模庞大, 是一期和二期员工持股计划总额的 3 倍多。
- **核心高管认购, 彰显未来发展信心。**参加本计划的监事和高级管理人员共计 11 人, 包括董秘、财务总监以及多名副总裁, 认购总份额为 3,036 万份, 占员工持股计划总份额的比例为 3.80%, 核心高管和员工认购彰显对公司未来业绩和股价的发展信心。持股计划将委托财通证券资产管理有限公司设立定向资产管理计划, 主要通过二级市场购买、大宗交易、协议转让等方式获得公司股票, 资金主要来源为控股股东无息借款等。
- **国内 PPP 和安防运营, 海外规模持续扩张。**国内方面增长与效益并重, 深入布局九大行业解决方案, 积极推进 PPP 项目和安防运营, 新疆等地 PPP 有望在 2017 加速落地并逐步开始确认收入; 海外业务 2016 年占比已达 38%, 增速近 40%, 增速和毛利以及对整体净利的贡献都远高于国内, 未来有望成为营收和利润贡献主力; 同时公司拟发行 H 股, 募集资金也利于大力发展海外业务和相关并购扩张。
- **新业务进展迅速, 人工智能值得期待。**大华于 2016Q3 大力投入成立芯片、大数据、人工智能和先进应用四大研究院, 开始布局人工智能。17 年 3 月, 公司联合英伟达发布多款“睿智”系列前端后和后端智能设备, 在安防智能化大趋势下 AI 相关布局和进展值得期待。同时公司控股视频会议、无人机、机器视觉、参股零跑新能源汽车等业务均进展顺利, 提供更多业绩弹性。
- **维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 22 元。**我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.84/1.10/1.45 元 (暂不考虑 H 股摊薄), 当前股价对应 PE 仅为 21/16/12 倍, 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	10078	13329	18231	24422	32545
同比增长	37%	32%	37%	34%	33%
营业利润 (百万元)	1202	1433	1983	2766	3796
同比增长	30%	19%	38%	39%	37%
净利润 (百万元)	1372	1825	2433	3199	4213
同比增长	20%	33%	33%	32%	32%
每股收益 (元)	0.47	0.63	0.84	1.10	1.45
PE	37.9	28.5	21.4	16.3	12.3
PB	8.0	6.3	5.6	4.4	3.5

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

参考报告:

- 1、《大华股份 (002236) —— 一季度业绩开门红, 奠定全年高增长基础》 2017-04-26
- 2、《大华股份 (002236) —— 高投入大力布局人工智能, 三年高成长可期》 2017-04-24
- 3、《大华股份 (002236) —— 拟发行 H 股搭建海外资本平台, 国际化进程加速》 2017-03-26
- 4、《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
- 5、《大华股份 (002236) —— 2016 业绩符合预期, 价值明显低估》 2017-01-16
- 6、《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
- 7、《大华股份 (002236) —— 高增长趋势确认, 仍明显低估》 2016-08-19
- 8、《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
- 9、《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
- 10、《大华股份 (002236) —— 拐点进一步确认, 全年高增长可期》 2016-04-29
- 11、《大华股份 (002236) —— 15 年百亿收入达标, 16 年重回高成长》 2016-03-01
- 12、《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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9976	12985	15299	20485	27751
现金	1756	2759	1355	1806	2877
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1095	1148	1570	2103	2803
应收款项	4975	6206	8461	11334	15104
其它应收款	102	217	297	398	530
存货	1518	2205	3000	4019	5339
其他	531	450	615	824	1098
非流动资产	1527	2381	2401	2417	2430
长期股权投资	7	37	37	37	37
固定资产	606	642	674	701	723
无形资产	121	120	108	97	87
其他	792	1582	1582	1582	1582
资产总计	11503	15366	17700	22902	30180
流动负债	4795	6718	8089	10847	14907
短期借款	500	957	688	1367	2734
应付账款	1670	1942	2652	3553	4719
预收账款	193	332	453	607	807
其他	2431	3487	4295	5320	6647
长期负债	142	223	223	223	223
长期借款	0	53	53	53	53
其他	142	170	170	170	170
负债合计	4937	6941	8312	11070	15130
股本	1160	2899	2899	2899	2899
资本公积金	1120	459	459	459	459
留存收益	4213	4878	5861	8331	11584
少数股东权益	74	189	169	143	108
归属于母公司所有者权益	6492	8236	9219	11689	14942
负债及权益合计	11503	15366	17699	22902	30180

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(17)	471	354	533	695
净利润	1372	1825	2433	3199	4213
折旧摊销	80	119	118	123	126
财务费用	10	(38)	(90)	(90)	(90)
投资收益	(8)	(7)	(9)	(18)	(18)
营运资金变动	(1514)	(1399)	(2088)	(2668)	(3519)
其它	43	(29)	(9)	(13)	(17)
投资活动现金流	(864)	(257)	(139)	(139)	(139)
资本支出	(127)	(564)	(139)	(139)	(139)
其他投资	(737)	308	0	0	0
筹资活动现金流	375	146	(1619)	58	515
借款变动	1072	(463)	(269)	680	1367
普通股增加	(10)	1739	0	0	0
资本公积增加	44	(661)	0	0	0
股利分配	(585)	(580)	(1450)	(730)	(960)
其他	(146)	111	100	108	108
现金净增加额	1109	(506)	208	54	524

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10078	13329	18231	24422	32545
营业成本	6327	8303	11340	15190	20178
营业税金及附加	79	85	146	195	260
营业费用	1143	1638	2261	3004	4003
管理费用	1234	1831	2461	3224	4296
财务费用	(90)	(82)	(90)	(90)	(90)
资产减值损失	192	129	140	150	120
公允价值变动收益	(5)	3	3	3	3
投资收益	14	7	7	15	15
营业利润	1202	1433	1983	2766	3796
营业外收入	392	592	710	810	910
营业外支出	16	13	13	13	13
利润总额	1578	2012	2680	3563	4693
所得税	197	202	267	390	515
净利润	1381	1810	2413	3173	4178
少数股东损益	9	(15)	(20)	(26)	(35)
归属于母公司净利润	1372	1825	2433	3199	4213
EPS (元)	0.47	0.63	0.84	1.10	1.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	37%	32%	37%	34%	33%
营业利润	30%	19%	38%	39%	37%
净利润	20%	33%	33%	32%	32%
获利能力					
毛利率	37.2%	37.7%	37.8%	37.8%	38.0%
净利率	13.6%	13.7%	13.3%	13.1%	12.9%
ROE	21.1%	22.2%	26.4%	27.4%	28.2%
ROIC	13.8%	12.9%	16.8%	18.0%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	45.2%	47.0%	48.3%	50.1%
净负债比率	4.3%	6.6%	4.2%	6.2%	9.2%
流动比率	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3
应收帐款周转率	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5
应付帐款周转率	4.6	4.6	4.9	4.9	4.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.47	0.63	0.84	1.10	1.45
每股经营现金	-0.01	0.16	0.12	0.18	0.24
每股净资产	2.24	2.84	3.18	4.03	5.15
每股股利	0.50	0.50	0.25	0.33	0.44
估值比率					
PE	37.9	28.5	21.4	16.3	12.3
PB	8.0	6.3	5.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	8.3	8.1	6.7	4.3	2.9

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。