

强烈推荐-A (维持)

大华股份 002236.SZ

目标估值: 30.00 元
当前股价: 24.69 元
2017 年 07 月 17 日

预中标43亿莎车平安城市PPP, 千亿征程在途

基础数据

上证综指	3176
总股本(万股)	289941
已上市流通股(万股)	172498
总市值(亿元)	716
流通市值(亿元)	426
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)一三期员工持股计划购买完成, 奠定长期发展基石》2017-06-02
- 2、《大华股份(002236)一发布大规模员工持股计划, 彰显未来发展信心》2017-05-03
- 3、《大华股份(002236)一一季度业绩开门红, 奠定全年高速增长基础》2017-04-26

郦凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

研究助理

兰飞
021-68407413
lanfei@cmschina.com.cn

事件: 大华股份发布公告, 2017 年 7 月 14 日, 新疆喀什地区政府采购网发布《关于莎车县平安城市建设项目 (PPP) 预中标结果公示》: 确定大华系统工程有 限公司 (联合体牵头方)、南北联合信息科技有限公司 (联合体成员) 为预中标社 会资本方, 预中标报价: 特许经营期内政府付费总额为人民币 431,479 万元 (最 终金额以签订合同为准)。

评论:

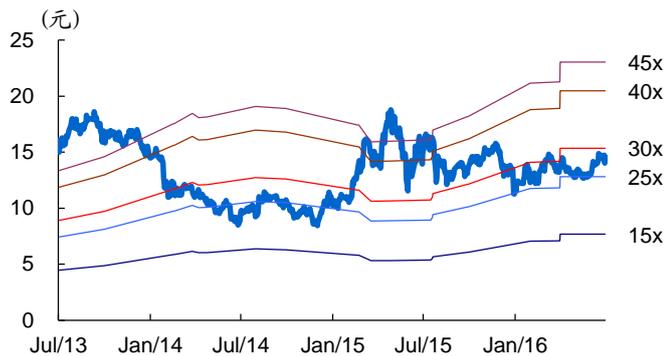
- **预中标莎车 43 亿平安城市项目超市场预期。** 公司曾于 2017 年 1 月 25 日公 告, 与莎车县政府签订平安城市 PPP 项目框架性协议, 总投资 38.65 亿; 此 次预中标预示协议开始落地, 我们认为有三大超预期: **1) 单县如此巨大投入 超预期:** 市场此前对莎车县是否真有 38.65 亿巨额安防投入存有疑虑, 公告 打消了大家的疑虑, 并且有理由对新疆其他县、地、州的安防投入产生更合 理预期; **2) 预中标合同金额超预期:** 此次预中标协议金额高达 43.15 亿, 比 之前公告 38.65 亿提高了 4.5 亿。总中标金额占公司 2016 年度营业总收入 的 32.37%, 对公司以后年度经营业绩将产生积极的影响。 **3) 大华独家中标 超预期:** 此前大华虽然负责前期项目框架协议设计, 但市场认为可能由多家 公司共同参与, 并未预期大华会独家中标。
- **更多 PPP 项目将逐渐落地, 有利于和当地政府建立长期合作基础。** 大华早在 2015 年已经在广西百色等地成功开展 PPP 项目, 去年又成功中标新疆石河子 5.89 亿“平安石城”项目, 此次预中标莎车项目绝非偶然, 后续更多 PPP 项 目都将逐渐落地。PPP 除显著带来营收利润增厚外, 更有利于和当地政府建 立互信关系和长效合作机制, 在数据使用和其他新增项目机会中占得先机。
- **新疆安防井喷式增长, 安防龙头公司显著受益。** 考虑到莎车一个县就有高达 43 亿安防投入, 全疆 90 多个县、地、州, 还有兵团和各类企事业单位, 总体 需求巨大。我们认为在未来两三年全疆每年安防投入都达数百亿量级。这一 过程龙头公司显著受益, 大华不仅可以给本地集成商销售产品, 还可以直接 参与大型平安城市项目竞标, 进退自如。
- **上调目标价至 30 元, 维持“强烈推荐-A”评级, 长线看千亿市值!** 考虑到公 司主营业务处于上行周期, 且新疆等地需求和 PPP 提供业绩弹性, 我们上调 公司 17/18/19 年 EPS 为 0.85/1.18/1.60 元, 当前股价对应 PE 仅为 29/21/16 倍。我们上调目标价至 30 元, 维持“强烈推荐-A”评级, 长线看千亿市值!
- **风险提示:** 合同具体内容存在不确定性, 国内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	18603	26900	38198
同比增长	37%	32%	40%	45%	42%
营业利润(百万元)	1202	1433	2022	2982	4207
同比增长	30%	19%	41%	47%	41%
净利润(百万元)	1372	1825	2466	3428	4629
同比增长	20%	33%	35%	39%	35%
每股收益(元)	1.18	0.63	0.85	1.18	1.60
PE	20.9	39.2	29.0	20.9	15.5
PB	4.4	8.7	7.7	6.0	4.6

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

参考报告:

- 1、《大华股份 (002236) —三期员工持股计划购买完成, 奠定长期发展基石》2017-06-02
- 2、《大华股份 (002236) —发布大规模员工持股计划, 彰显未来发展信心》2017-05-03
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《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
- 7、《大华股份 (002236) —2016 业绩符合预期, 价值明显低估》2017-01-16
- 8、《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
- 9、《大华股份 (002236) —高增长趋势确认, 仍明显低估》2016-08-19
- 10、《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
- 11、《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
- 12、《大华股份 (002236) —拐点进一步确认, 全年高增长可期》2016-04-29
- 13、《大华股份 (002236) —15 年百亿收入达标, 16 年重回高成长》2016-03-01
- 14、《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	15620	22595	32644
现金	1756	2759	1383	1995	3401
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1095	1148	1602	2317	3290
应收款项	4975	6206	8633	12484	17727
其它应收款	102	217	302	437	621
存货	1518	2205	3069	4451	6310
其他	532	451	630	912	1294
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	724
无形资产	121	120	108	97	88
其他	793	1582	1582	1582	1582
资产总计	11504	15366	18021	25012	35074
流动负债	4795	6718	8377	12708	19207
短期借款	500	957	834	2346	5050
应付账款	1670	1943	2714	3936	5580
预收账款	193	332	463	672	953
其他	2431	3487	4365	5754	7624
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	8600	12931	19430
股本	1160	2899	2899	2899	2899
资本公积金	1119	459	459	459	459
留存收益	4213	4879	5895	8583	12183
少数股东权益	74	189	169	140	102
归属于母公司所有者权益	6493	8237	9253	11941	15542
负债及权益合计	11504	15367	18022	25012	35074

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	201	471	366	46	56
净利润	1372	1825	2466	3428	4629
折旧摊销	92	119	119	123	126
财务费用	(62)	(38)	40	85	203
投资收益	(14)	(7)	(10)	(18)	(18)
营运资金变动	(1133)	(1399)	(2240)	(3561)	(4870)
其它	(54)	(29)	(8)	(10)	(14)
投资活动现金流	36	(257)	(130)	(122)	(122)
资本支出	(368)	(564)	(140)	(140)	(140)
其他投资	404	308	10	18	18
筹资活动现金流	191	146	(1613)	687	1471
借款变动	897	(455)	(123)	1512	2703
普通股增加	(10)	1740	0	0	0
资本公积增加	44	(660)	0	0	0
股利分配	(585)	(580)	(1450)	(740)	(1028)
其他	(155)	102	(40)	(85)	(203)
现金净增加额	427	360	(1376)	612	1406

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	18603	26900	38198
营业成本	6327	8303	11603	16824	23854
营业税金及附加	79	85	119	172	244
营业费用	1143	1638	2214	3174	4546
管理费用	1234	1832	2474	3551	5042
财务费用	(90)	(82)	40	85	203
资产减值损失	192	129	140	130	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	2022	2982	4207
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	2013	2719	3779	5104
所得税	197	202	273	379	513
净利润	1381	1810	2446	3400	4591
少数股东损益	9	(15)	(20)	(28)	(38)
归属于母公司净利润	1372	1825	2466	3428	4629
EPS (元)	1.18	0.63	0.85	1.18	1.60

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	37%	32%	40%	45%	42%
营业利润	30%	19%	41%	47%	41%
净利润	20%	33%	35%	39%	35%
获利能力					
毛利率	37.2%	37.7%	37.6%	37.5%	37.6%
净利率	13.6%	13.7%	13.3%	12.7%	12.1%
ROE	21.1%	22.2%	26.6%	28.7%	29.8%
ROIC	13.7%	12.9%	18.0%	19.0%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	45.2%	47.7%	51.7%	55.4%
净负债比率	4.3%	6.6%	4.9%	9.6%	14.5%
流动比率	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
速动比率	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4
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	4.5	4.4
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	5.0	5.1	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	1.18	0.63	0.85	1.18	1.60
每股经营现金	0.17	0.16	0.13	0.02	0.02
每股净资产	5.60	2.84	3.19	4.12	5.36
每股股利	0.50	0.50	0.26	0.35	0.48
估值比率					
PE	20.9	39.2	29.0	20.9	15.5
PB	4.4	8.7	7.7	6.0	4.6
EV/EBITDA	65.9	54.2	36.1	24.7	17.4

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。