

## PPP项目持续落地, 业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年度业绩快报, 2017年上半年营业收入74.7亿元, 同比提升50.8%, 营业利润11.2亿元, 同比增长94.4%, 归母净利润11.3亿元, 同比增长38.5%; 公司第二季度营业收入48.2亿元, 同比增长52%, 营业利润10.1亿元, 同比增长107%, 归母净利润为8.5亿元, 同比增长71%。公司业绩持续高增速, 超过市场预期。
- **PPP项目持续落地, 公司业绩有望进一步提升:** 公司持续加大对PPP模式项目的建设探索。报告期内, 公司中标“莎车县平安城市建设项目(PPP)”, 总规模43.1亿元, 占公司2016年营业总收入的32.4%。此次中标将为公司后续的PPP项目的开拓和合作提供经验, 并对以后年度经营业绩产生积极的影响。PPP项目订单的迅速落地有利于公司业绩的迅速提升, 快速抢占市场份额, 巩固行业地位。
- **公司海外业务维持高增速, 占比逐年提升:** 公司海外业务维持高增长, 2016年公司海外业务收入同比增长39.5%, 在总收入占比达到37.9%, 海外业务毛利率提升2个百分点, 达到41.6%。2015年公司在荷兰设立欧洲分销中心, 大大提升了公司在欧洲本地的供货能力, 为进一步打开国际市场打下坚实的基础。根据IHS, 公司在2015全球视频监控的市场份额已经达到7.5%, 排名全球第二。随着公司加大对海外市场的布局, 海外渠道逐步拓展, 未来三年公司海外业务有望维持高增速, 在收入占比中达到50%-70%。
- **研发继续维持高投入, 智能化持续升级:** 公司持续加大研发投入, 维持研发高投入。2016年公司研发费用达到14.2亿元, 在营业收入中的占比达到10.7%, 研发人员数量增长17.8%, 研发人员在公司中数量占比达到61.4%。此外公司还积极整合内部上百台高性能计算机, 建设深度学习计算集群, 完成深度学习计算中心的建设, 优化与深度学习相关的存储、传输、计算等技术。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司上半年业绩超过市场预期, 略微调高盈利预测。预计公司2017-2019年营业收入年复合增速为48.0%, 归母净利润年复合增速为34.8%, EPS分别为0.86元、1.16元、1.54元, 对应的PE分别为29倍、22倍和16倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争环境或恶化的风险, PPP项目推进或不及预期的风险, 海外市场拓展或不及预期的风险, 新技术/产品研发或不达预期的风险, 汇率波动风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13329.09	19812.75	29326.26	43203.26
增长率	32.26%	48.64%	48.02%	47.32%
归属母公司净利润(百万元)	1825.20	2486.91	3349.32	4465.53
增长率	33.00%	36.25%	34.68%	33.33%
每股收益EPS(元)	0.63	0.86	1.16	1.54
净资产收益率ROE	21.48%	23.46%	24.76%	25.63%
PE	40	29	22	16
PB	8.58	6.82	5.34	4.15

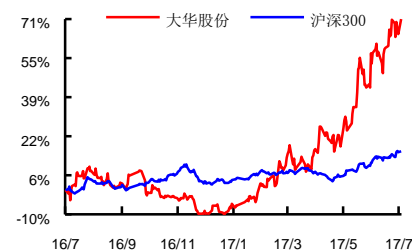
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-68415380  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	28.99
流通A股(亿股)	17.25
52周内股价区间(元)	13.16-24.94
总市值(亿元)	723.11
总资产(亿元)	148.87
每股净资产(元)	2.94

### 相关研究

1. 大华股份(002236): 大者无疆, 华美“视音智控” (2017-06-06)
2. 大华股份(002236): 研发高投入, 业绩高增长 (2017-04-24)
3. 大华股份(002236): 安防视频监控龙头, PPP和海外业务助力高成长 (2017-03-17)

**关键假设：**

受益于国内市场需求平稳增长、PPP 项目开展顺利，国外市场拓展及新业务的开展，公司各类产品销售收入稳健增长，但是考虑到收入基数逐渐增大，增速趋缓。假设 2017-2019 年前端音视频产品销量的年复合增速为 53.0%，后端音视频产品的销量年复合增速为 38.0%，数字远程图像监控系统的销量年复合增速为 14.0%，其他产品销量年复合增速为 65.9%。

虽然市场竞争激烈，但考虑到公司自主生产产品比例提升及高毛利率智能化产品放量，假设产品毛利率略升后维稳。假设 2017-2019 年前端音视频产品的毛利率维持在 43%，后端音视频产品的毛利率维持在 42%，数字远程图像监控系统毛利率维持在 36%，其他产品毛利率提升，未来三年毛利率分别为 10%、12%和 14%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：万元		2016A	2017E	2018E	2019E
前端音视频产品	收入	652,040	1,010,662	1,546,312	2,334,931
	增速	37%	55%	53%	51%
	毛利率	42%	43%	43%	43%
后端音视频产品	收入	439,592	615,429	849,291	1,155,036
	增速	23%	40%	38%	36%
	毛利率	41%	42%	42%	42%
数字远程图像监控系统	收入	87,933	101,123	115,281	130,267
	增速	7%	15%	14%	13%
	毛利率	35%	36%	36%	36%
其他	收入	153,345	254,061	421,742	700,091
	增速	66%	66%	66%	66%
	毛利率	9%	10%	12%	14%
合计	收入	1,332,909	1,981,275	2,932,626	4,320,326
	增速	32%	49%	48%	47%
	毛利率	38%	38%	38%	38%

数据来源：公司公告，西南证券

考虑到公司上半年业绩超过市场预期，略微调高盈利预测。预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 48.0%，归母净利润年复合增速为 34.8%，EPS 分别为 0.86 元、1.16 元、1.54 元，对应的 PE 分别为 29 倍、22 倍和 16 倍，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13329.09	19812.75	29326.26	43203.26	净利润	1810.15	2487.91	3351.32	4468.53
营业成本	8303.33	12206.51	18101.19	26730.90	折旧与摊销	118.82	112.84	112.84	112.84
营业税金及附加	85.11	142.48	206.04	301.31	财务费用	-81.89	-89.25	-146.12	-209.44
销售费用	1638.14	2654.91	3959.04	6048.46	资产减值损失	129.15	135.30	140.60	125.40
管理费用	1831.48	2615.28	3900.39	5832.44	经营营运资本变动	-369.10	-1812.22	-3180.44	-4626.53
财务费用	-81.89	-89.25	-146.12	-209.44	其他	-1136.40	-144.55	-150.56	-136.48
资产减值损失	129.15	135.30	140.60	125.40	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>470.74</b>	<b>690.03</b>	<b>127.64</b>	<b>-265.68</b>
投资收益	6.64	9.10	10.00	11.00	资本支出	-373.86	-6.00	-7.00	-8.00
公允价值变动损益	2.85	0.15	-0.04	0.08	其他	117.11	177.15	-20.04	-28.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-256.76</b>	<b>171.15</b>	<b>-27.04</b>	<b>-36.92</b>
<b>营业利润</b>	<b>1433.27</b>	<b>2156.75</b>	<b>3175.06</b>	<b>4385.27</b>	短期借款	456.93	-956.93	646.56	2040.82
其他非经营损益	579.06	585.68	551.57	568.96	长期借款	52.74	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2012.34</b>	<b>2742.43</b>	<b>3726.64</b>	<b>4954.23</b>	股权融资	930.60	0.00	0.00	0.00
所得税	202.19	254.52	375.32	485.70	支付股利	-231.89	-308.42	-420.23	-565.96
净利润	1810.15	2487.91	3351.32	4468.53	其他	-1062.79	96.95	154.12	215.44
少数股东损益	-15.05	1.00	2.00	3.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>145.59</b>	<b>-1168.39</b>	<b>380.44</b>	<b>1690.30</b>
归属母公司股东净利润	1825.20	2486.91	3349.32	4465.53	<b>现金流量净额</b>	<b>373.68</b>	<b>-307.21</b>	<b>481.04</b>	<b>1387.70</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2758.79	2451.58	2932.63	4320.33	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7637.31	10635.61	16222.01	24155.71	销售收入增长率	32.26%	48.64%	48.02%	47.32%
存货	2204.64	3136.62	4702.92	6919.64	营业利润增长率	19.26%	50.48%	47.21%	38.12%
其他流动资产	384.52	318.27	471.09	694.01	净利润增长率	31.06%	37.44%	34.70%	33.34%
长期股权投资	37.13	37.13	37.13	37.13	EBITDA 增长率	22.15%	48.30%	44.10%	36.50%
投资性房地产	170.88	170.88	170.88	170.88	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	980.34	883.71	787.07	690.44	毛利率	37.71%	38.39%	38.28%	38.13%
无形资产和开发支出	191.26	181.05	171.85	163.65	三费率	25.42%	26.15%	26.30%	27.02%
其他非流动资产	1001.52	1004.03	1034.03	1074.03	净利率	13.58%	12.56%	11.43%	10.34%
<b>资产总计</b>	<b>15366.40</b>	<b>18818.88</b>	<b>26529.61</b>	<b>38225.80</b>	ROE	21.48%	23.46%	24.76%	25.63%
短期借款	956.93	0.00	646.56	2687.38	ROA	11.78%	13.22%	12.63%	11.69%
应付和预收款项	5469.42	7554.69	11472.96	16917.00	ROIC	19.74%	24.04%	24.80%	23.62%
长期借款	52.74	52.74	52.74	52.74	EBITDA/销售收入	11.03%	11.00%	10.71%	9.93%
其他负债	461.53	608.46	823.27	1132.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6940.61</b>	<b>8215.90</b>	<b>12995.53</b>	<b>20789.16</b>	总资产周转率	0.99	1.16	1.29	1.33
股本	2899.41	2899.41	2899.41	2899.41	固定资产周转率	21.35	33.36	58.97	107.84
资本公积	589.58	589.58	589.58	589.58	应收账款周转率	2.38	2.59	2.57	2.56
留存收益	4878.72	7057.22	9986.31	13885.88	存货周转率	4.46	4.57	4.62	4.60
归属母公司股东权益	8237.01	10413.21	13342.30	17241.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.15%	—	—	—
少数股东权益	188.77	189.77	191.77	194.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8425.78</b>	<b>10602.98</b>	<b>13534.07</b>	<b>17436.65</b>	资产负债率	45.17%	43.66%	48.99%	54.39%
负债和股东权益合计	15366.40	18818.88	26529.61	38225.80	带息债务/总负债	14.55%	0.64%	5.38%	13.18%
					流动比率	1.93	2.07	1.91	1.76
					速动比率	1.60	1.68	1.54	1.42
					股利支付率	12.70%	12.40%	12.55%	12.67%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1470.21	2180.34	3141.79	4288.67	每股收益	0.63	0.86	1.16	1.54
PE	39.62	29.08	21.59	16.19	每股净资产	2.91	3.66	4.67	6.01
PB	8.58	6.82	5.34	4.15	每股经营现金	0.16	0.24	0.04	-0.09
PS	5.43	3.65	2.47	1.67	每股股利	0.08	0.11	0.14	0.20
EV/EBITDA	46.96	31.37	21.81	16.12					
股息率	0.32%	0.43%	0.58%	0.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn	