

2017 年 08 月 07 日

公司研究·证券研究报告

大华股份 (002236.SZ)

动态分析

中期业绩快速成长，解决方案转型顺利推进

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 74.6 亿元，同比上升 50.8%，毛利率 39.5%，同比上升 1.0 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 9.83 亿元，同比上升 38.5%，每股收益 0.34 元，同比上升 36.0%。第二季度单季度实现销售收入 48.2 亿元，同比上升 52.1%，归属上市公司股东净利润 7.04 亿元，同比上升 40.8%。

点评：

➢ **解决方案类业务占比过半，国内市场营收大幅增长**：公司从 2017 年上半年更改业务分布的披露方式，从过去产品分布改为业务模式的分布，其中解决方案类销售收入规模为 37.4 亿元，占比超过 50%，公司的业务模式转型持续推荐。市场分布看，公司在国内市场的销售收入同比大幅度上升 64.1% 达到 47.8 亿元，通过了解不同政府、行业、民用不同市场的需求进而提供个性化的解决方案的模式，使得公司在国内市场收获了良好的效果。海外市场方面，公司也保持了 44.1% 的快速成长，市场开拓顺利推进。

➢ **毛利率全面回升，销售研发投入增加**：公司的整体毛利率水平同比上升 1.0 个百分点为 39.3%，达到过去 3 年内的高位，尤其是在按照业务分布方面公司解决方案和产品销售均实现了毛利率接近 1 个百分点的涨幅，处于全面回升状况。而市场分布方面，国内市场在收入大幅提升的情况下毛利率也获得了 0.5 个点的上升，呈现了增收增利的良好局面，海外市场尽管小幅下降 0.2 个百分点，但仍然保持在 42.9% 的高位。公司上半年持续开拓市场和业务转型，因此在三项费用率方面同比上升 1.9 个百分点至 27.0%，也使得公司的净利润增速低于收入增速。

➢ **业务转型持续推进，PPP 解决方案类项目为主要推手**：未来公司将会继续推进其向解决方案供应商转型的过程，在发布中期业绩的同时，公司公告其新疆子公司中标莎车县平安城市建设项目（PPP）的事项，该项目的合作期为 10 年（包含建设期 1 年，运营期 9 年），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），该项目规模较大，为公司未来业绩成长提供了坚实的基础。从公司公布的 2017 年前三季度的业绩预告显示，净利润增长规模预计为 25%~45%，基本与上半年保持一致，行业市场需求的持续改善，已经公司在解决方案供应商道路上的顺利转型，成为公司值得持续长期关注的主要因素。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.82、1.08 和 1.34 元。净资产收益率分别为 23.1%、24.5% 和 24.5%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 27.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 32.9、25.0 和 20.1 倍的动态市盈率。

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-B(维持)

6 个月目标价

27.00 元

股价(2017-08-04)

22.36 元

交易数据

总市值（百万元） 64,830.84

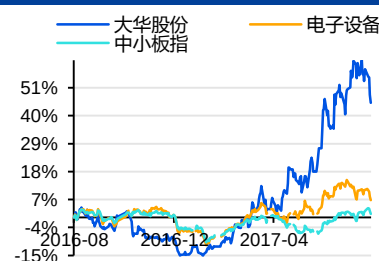
流通市值（百万元） 38,054.29

总股本（百万股） 2,899.41

流通股本（百万股） 1,701.89

12 个月价格区间 12.99/25.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.16	17.35	51.57
绝对收益	-1.93	23.83	54.3

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20655612

相关报告

大华股份：2016 年业绩稳健成长，新产品业务值得期待 2017-04-24

大华股份：三季度经营稳步推进，业绩保持快速增长 2016-10-18

大华股份：中期业绩显著增长显示转型效果良好 2016-08-21

大华股份：一季报营收增近五成，盈利翻番 2016-05-03

大华股份：四季度业绩带动全年实现增长目标 2016-03-02

◆ **风险提示：**解决方案类业务订单推进速度不及预期；产品市场价格竞争影响公司盈利能力；技术更新存在产品替代风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10,077.8	13,329.1	19,159.7	25,335.0	33,002.7
同比增长(%)	37.5%	32.3%	43.7%	32.2%	30.3%
营业利润(百万元)	1,201.8	1,433.3	2,197.1	3,067.8	3,824.6
同比增长(%)	29.6%	19.3%	53.3%	39.6%	24.7%
净利润(百万元)	1,372.3	1,825.2	2,375.8	3,130.8	3,895.7
同比增长(%)	20.1%	33.0%	30.2%	31.8%	24.4%
每股收益(元)	0.47	0.63	0.82	1.08	1.34
PE	47.2	35.5	27.3	20.7	16.6
PB	10.0	7.9	6.3	5.1	4.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：营收毛利快速提升，费用率略有上升	4
二、经营状况点评：国内市场驱动增长，解决方案是重要推手	5
（一）国内市场增收增利，海外市场稳健提升	5
（二）解决方案业务收入占比过半，盈利能力全面回升	5
（三）业绩指导：公司经营业绩持续快速增长，PPP 项目再告中标	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

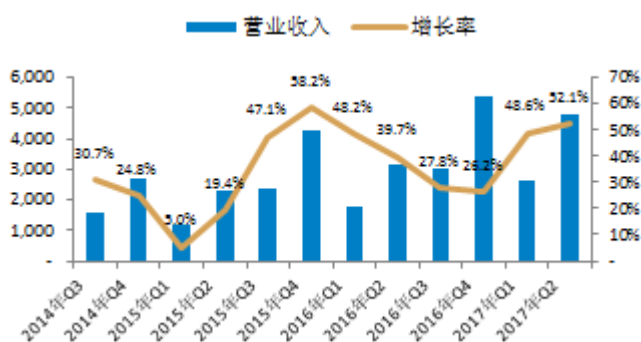
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：营收毛利快速提升，费用率略有上升

公司 2017 年上半年销售收入实现 74.6 亿元，同比上升 50.8%，其中第二季度的销售收入为 48.2 亿元，同比上升 52.1%。国内场景气度持续上升，公司平安城市、智慧城市等城市级和各行各业级大项目陆续开展，带来了业绩的有效成长。尽管海外市场面临不确定因素较多，但是公司通过研究和分析，针对不同的市场采取不同的应对策略，保证了海外业务的稳定增长。从业务模式上看，持续推动向解决方案转型的战略，使得公司在针对政府、企业、民用等不同领域内的个性化产品和方案的战略，获得了有效的回报。

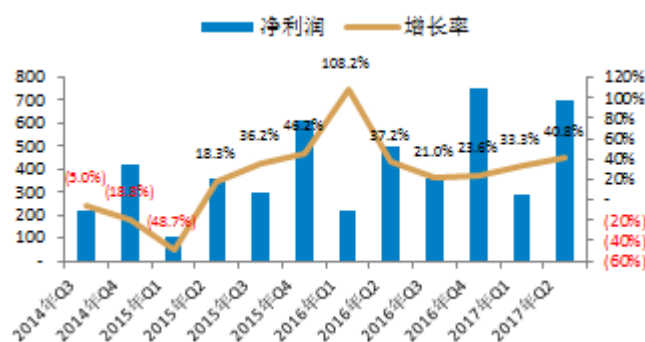
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 9.83 亿元，同比上升 38.5%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 7.04 亿元，同比上升 40.8%。由于在市场渠道和研发费用方面的投入持续，使得公司的净利润增速低于收入增速。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

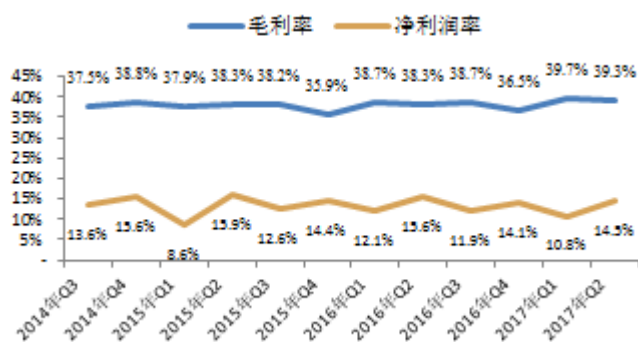
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

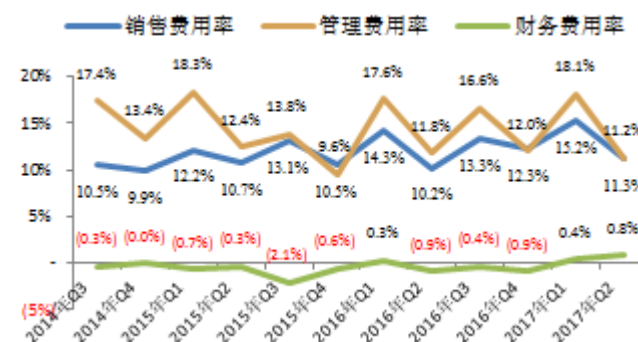
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 39.5%，同比上升 1.0 个百分点，其中第二季度的毛利率为 39.3%，同比上升 1.0 个百分点，公司毛利率在过去 2 年处于持续回升的过程中，随着公司向解决方案转型持续，高附加值业务的占比提升，上半年毛利率水平处于过去 3 年内的高位。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 12.7%、13.6%、0.7%，其中第二季度的分别为 11.3%、11.2%、0.8%，公司渠道开拓方面和研发费用方面持续增加投入规模是费用率水平上升的主要原因，使得公司净利润率在毛利率上升后仍然出现了小幅度下降。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



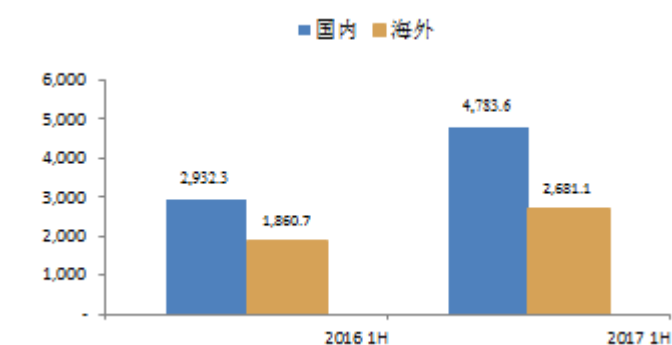
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：国内市场驱动增长，解决方案是重要推手

（一）国内市场增收增利，海外市场稳健提升

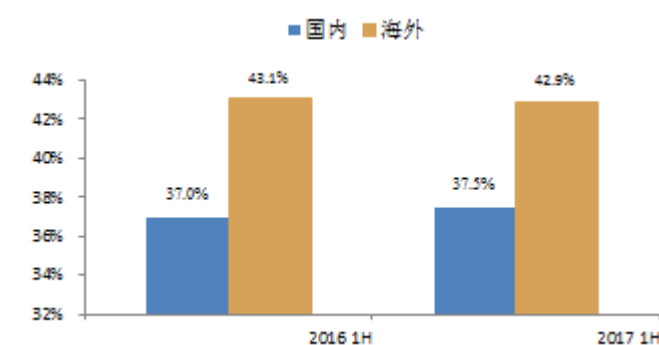
2017 年上半年，公司国内市场销售收入 47.8 亿人民币，同比上升 64.1%，毛利率为 37.5%，同比上升 0.5 个百分点。海外市场销售收入 26.8 亿元，同比上升 44.1%，毛利率为 42.9%，同比下降 0.2 个百分点。公司在国内市场积极推进政府、行业、民用等不同领域客户的解决方案供应，在订单方面收获了良好的效果，营业收入大幅提升的同时毛利率也获得了稳步的增量，海外市场方面则根据市场特性不同而采取不同的策略，维持了营业收入的稳健提升。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



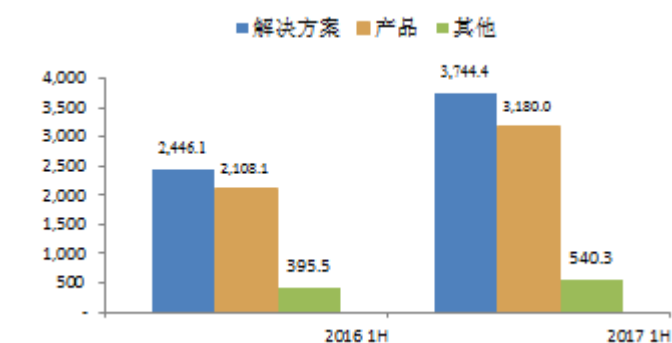
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）解决方案业务收入占比过半，盈利能力全面回升

业务细分看，公司从 2017 年上半年开始改变了业务细分的披露方式，从过去的产品类别分部改为了业务模式的分部。上半年解决方案类业务的收入为 37.4 亿元，同比上升 53.1%，占总收入 50.2%，占比过半。产品销售类业务的销售收入规模为 31.8 亿元，同比上升 50.8%，占收入的比例为 42.6%，公司的业务以产品销售向解决方案供应的转型推进获得效果。

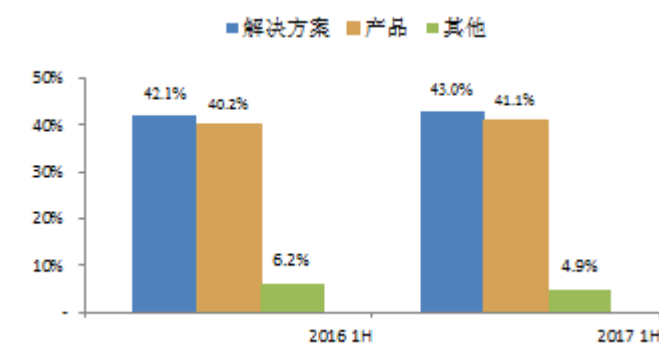
公司业务细分毛利率在解决方案和产品销售两个方面均呈现了上升的状态，毛利率分别提升 0.9 和 0.9 个百分点为 43.0% 和 41.1%，业务模式的转型不仅体现在收入方面也推升了盈利水平。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：公司经营业绩持续快速增长，PPP 项目公告中标

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 25%~45%，与中期业绩 38.5%的净利润增速基本相当，公司在国内市场的项目获取持续推进，海外市场则保持了稳定快速的增长，进而保证了公司在解决方案转型过程中业绩持续市场能力。

与半年报同时公司还公告了其在新疆子公司 PPP 项目中标，公司收到项目采购单位发出的《中标通知书》，中标通知书确认系统工程（联合体牵头方）、南北联合（联合体成员）为“莎车县平安城市建设项目（PPP）”的中标单位。主要内容如下：

项目合作期：合作期为 10 年，包含建设期 1 年，运营期 9 年

项目建设内容：主要包括莎车县公共视频联网共享平台、莎车县便民警务站项目、莎车县人员密集场所基础设施建设、莎车县乡村综合维稳基础设施建设、其他建设项目。

中标总额 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）。

三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.82、1.08 和 1.34 元。净资产收益率分别为 23.1%、24.5%和 24.5%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 27.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 32.9、25.0 和 20.1 倍的动态市盈率。

四、风险提示

解决方案类业务订单推进速度不及预期；

产品市场价格竞争影响公司盈利能力；

技术更新存在产品替代风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,077.8	13,329.1	19,159.7	25,335.0	33,002.7	年增长率					
减:营业成本	6,326.7	8,303.3	11,764.2	15,856.8	21,046.3	营业收入增长率	37.5%	32.3%	43.7%	32.2%	30.3%
营业税费	78.7	85.1	144.1	183.4	232.6	营业利润增长率	29.6%	19.3%	53.3%	39.6%	24.7%
销售费用	1,142.8	1,638.1	2,430.2	3,066.7	4,079.0	净利润增长率	20.1%	33.0%	30.2%	31.8%	24.4%
管理费用	1,234.4	1,831.5	2,450.8	2,942.9	3,529.9	EBITDA 增长率	22.1%	22.2%	61.9%	39.8%	25.1%
财务费用	-90.0	-81.9	14.2	43.4	76.3	EBIT 增长率	22.7%	21.6%	63.6%	40.7%	25.4%
资产减值损失	192.3	129.1	128.4	190.9	231.4	NOPLAT 增长率	17.6%	24.9%	59.2%	40.7%	25.4%
加:公允价值变动收益	-5.2	2.9	-39.9	6.7	8.8	投资资本增长率	30.4%	13.9%	84.3%	0.5%	48.9%
投资和汇兑收益	14.0	6.6	9.4	10.0	8.7	净资产增长率	26.0%	28.3%	24.1%	23.9%	24.0%
营业利润	1,201.8	1,433.3	2,197.1	3,067.8	3,824.6	盈利能力					
加:营业外净收支	376.4	579.1	517.6	507.8	614.1	毛利率	37.2%	37.7%	38.6%	37.4%	36.2%
利润总额	1,578.2	2,012.3	2,714.7	3,575.6	4,438.7	营业利润率	11.9%	10.8%	11.5%	12.1%	11.6%
减:所得税	197.1	202.2	339.3	446.9	554.8	净利润率	13.6%	13.7%	12.4%	12.4%	11.8%
净利润	1,372.3	1,825.2	2,375.8	3,130.8	3,895.7	EBITDA/营业收入	11.9%	11.0%	12.4%	13.1%	12.6%
						EBIT/营业收入	11.0%	10.1%	11.5%	12.3%	11.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	42.9%	45.2%	52.0%	52.2%	54.5%
货币资金	1,755.8	2,758.8	4,789.9	6,333.8	8,250.7	负债权益比	75.2%	82.4%	108.4%	109.3%	119.8%
交易性金融资产	-	-	0.8	0.3	0.4	流动比率	2.08	1.93	2.14	1.83	1.92
应收帐款	5,076.6	6,422.2	9,544.2	11,568.3	15,933.9	速动比率	1.76	1.60	1.79	1.54	1.59
应收票据	1,094.7	1,148.2	1,382.0	2,431.3	2,528.4	利息保障倍数	-12.35	-16.50	155.19	71.68	51.10
预付帐款	31.0	66.9	76.6	97.2	148.0	营运能力					
存货	1,517.5	2,204.6	3,222.4	3,906.9	5,628.6	固定资产周转天数	22	17	14	12	10
其他流动资产	500.5	384.5	591.6	492.2	489.5	流动营业资本周转天数	128	111	123	124	122
可供出售金融资产	65.0	90.5	90.5	90.5	90.5	流动资产周转天数	299	310	306	316	315
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	141	155	150	150	150
长期股权投资	7.2	37.1	37.1	37.1	37.1	存货周转天数	50	50	51	51	52
投资性房地产	-	170.9	170.9	170.9	170.9	总资产周转天数	348	363	349	348	340
固定资产	606.3	642.2	807.7	891.5	913.7	投资资本周转天数	148	135	142	140	134
在建工程	166.6	338.1	269.1	234.5	217.3	费用率					
无形资产	121.3	120.2	105.6	91.1	76.6	销售费用率	11.3%	12.3%	12.7%	12.1%	12.4%
其他非流动资产	560.9	982.1	707.0	773.5	820.8	管理费用率	12.2%	13.7%	12.8%	11.6%	10.7%
资产总额	11,503.5	15,366.4	21,795.4	27,119.0	35,306.2	财务费用率	-0.9%	-0.6%	0.1%	0.2%	0.2%
短期债务	500.0	956.9	3,125.6	3,838.4	6,114.7	三费/营业收入	22.7%	25.4%	25.5%	23.9%	23.3%
应付帐款	1,998.8	2,167.6	3,577.6	4,248.9	6,160.1	投资回报率					
应付票据	1,291.9	2,145.7	1,168.2	3,998.5	3,167.9	ROE	21.1%	22.2%	23.1%	24.5%	24.5%
其他流动负债	1,004.1	1,447.4	1,303.5	1,460.5	1,744.6	ROA	12.0%	11.8%	10.9%	11.5%	11.0%
长期借款	-	52.7	1,927.6	430.7	1,858.7	ROIC	27.1%	25.9%	36.3%	27.7%	34.6%
其他非流动负债	142.3	170.2	236.2	182.9	196.4	分红指标					
负债总额	4,937.1	6,940.6	11,338.7	14,159.9	19,242.3	DPS(元)	0.08	0.10	0.16	0.22	0.27
少数股东权益	73.9	188.8	188.3	186.2	174.2	分红比率	16.9%	15.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,159.9	2,899.4	2,899.4	2,899.4	2,899.4	股息收益率	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%
留存收益	5,611.8	5,468.3	7,369.0	9,873.6	12,990.2						
股东权益	6,566.4	8,425.8	10,456.7	12,959.2	16,063.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,381.1	1,810.2	2,375.8	3,130.8	3,895.7	EPS(元)	0.47	0.63	0.82	1.08	1.34
加:折旧和摊销	91.8	118.8	168.1	215.3	259.6	BVPS(元)	2.24	2.84	3.54	4.41	5.48
资产减值准备	192.3	129.1	-	-	-	PE(X)	47.2	35.5	27.3	20.7	16.6
公允价值变动损失	5.2	-2.9	-39.9	6.7	8.8	PB(X)	10.0	7.9	6.3	5.1	4.1
财务费用	-61.5	-38.3	14.2	43.4	76.3	P/FCF	111.0	38.5	32.6	28.7	23.3
投资损失	-14.0	-6.6	-9.4	-10.0	-8.7	P/S	6.4	4.9	3.4	2.6	2.0
少数股东损益	8.8	-15.0	-0.4	-2.2	-11.9	EV/EBITDA	34.1	25.0	27.1	18.6	15.3
营运资金的变动	-926.0	-1,319.3	-4,098.4	-85.4	-4,892.2	CAGR(%)	31.3%	29.0%	27.6%	31.3%	29.0%
经营活动产生现金流量	200.8	470.7	-1,589.9	3,298.6	-672.3	PEG	1.5	1.2	1.0	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	35.8	-256.8	-128.6	-257.9	-266.7	ROIC/WACC	2.7	2.6	3.7	2.8	3.5
融资活动产生现金流量	190.8	145.6	3,749.6	-1,496.9	2,855.9						

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn