



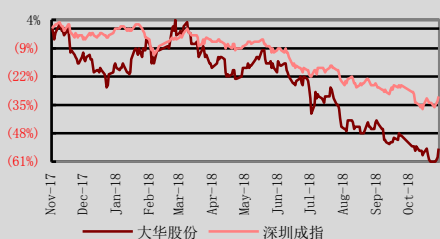
002236.SZ

买入

市场价格：人民币 13.04

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(43.3)	(11.7)	(23.2)	(53.5)
相对深证成指	(13.7)	(5.4)	(12.9)	(23.1)

发行股数(百万)	2,899
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	23,934
3 个月日均交易额(人民币 百万)	653
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
傅利泉	39

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 11 月 2 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

大华股份

转型期业绩符合预期，已处于低估位置

公司是安防领域仅次于海康威视的领先企业，近年来向围绕视频的智慧物联网解决方案商转型。从安防积累的视频处理技术向更广阔的领域延伸是可靠的路径。北美市场短期承压，看好其他海外地区市场机会。目前估值位于历史底部，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 传统安防行业龙头。公司是安防行业领军企业，A&S 公布的 2017 年度“全球安防 50 强”排名暨调查报告显示公司从第四名上升到第三名。在国内市场，公司和海康威视占据市场一半以上份额。
- 向视频物联网转型。安防赛道相对拥挤，对于每年研发投入 10 多亿元、占营收 10% 左右的大华来说，需要寻找更广阔的市场以快速成长。通过安防领域积累的视频处理经验，公司定位为以视频为中心的智慧物联网供应商，切实可行。由于新业务投入期叠加安防行业需求有所调整，使得公司三季报业绩增速 8%（扣非后增速 10%），低于 2015-2017 年 20-30% 的水平。营收增速为 28%，符合前期增速。
- 10 月 23 日，公司的城市之心 HOC 方案在 2018 年安博会亮相，是 AI 技术在产品中应用的集中体现，有助于从产品供应商向服务运营商角色转变。
- 加盟的新总裁具华为海外背景，海外市场也是公司重点开拓的方向。2018 年中报显示，海外营收占整体营收约 35%，高于海康威视 30% 的水平。今年海外市场增速超 26%，表明虽然在北美地区业务承压，但全球其他地区的市场开拓较好。

评级面临的主要风险

- 安防领域竞争加剧；转型效果不及预期。

估值

- 预计 2018~2020 年实现净利润分别为 25.7 亿、30.7 亿和 39.4 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.06 元和 1.36 元，当前股价对应估值为 15 倍、12 倍和 10 倍。看好公司转型后的高增长，并且当前估值处于历史低位，给予买入评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	13,329	18,844	23,502	31,183	40,511
变动(%)	32	41	25	33	30
净利润(人民币 百万)	1,825	2,379	2,574	3,070	3,941
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.821	0.888	1.059	1.359
变动(%)	(46.8)	30.3	8.2	19.3	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	20.7	15.9	14.7	12.3	9.6
价格/每股现金流量(倍)	80.3	41.3	4.9	(13.4)	4.3
每股现金流量(人民币)	0.16	0.32	2.64	(0.97)	3.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.7	16.0	11.6	10.3	6.2
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.127	0.152	0.195
股息率(%)	0.8	1.5	1.0	1.2	1.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	13,329	18,844	23,502	31,183	40,511
销售成本	(8,388)	(11,781)	(15,148)	(20,334)	(26,324)
经营费用	(3,480)	(4,808)	(5,789)	(7,495)	(9,621)
息税折旧前利润	1,461	2,255	2,565	3,355	4,567
折旧及摊销	(119)	(162)	(299)	(520)	(755)
经营利润 (息税前利润)	1,342	2,093	2,266	2,834	3,812
净利息收入/(费用)	82	(167)	(35)	(78)	(68)
其他收益/(损失)	589	717	637	680	645
税前利润	2,012	2,642	2,868	3,436	4,389
所得税	(202)	(265)	(296)	(369)	(451)
少数股东权益	(15)	(2)	(2)	(3)	(3)
净利润	1,825	2,379	2,574	3,070	3,941
核心净利润	1,883	2,380	2,573	3,069	3,939
每股收益 (人民币)	0.630	0.821	0.888	1.059	1.359
核心每股收益 (人民币)	0.650	0.821	0.888	1.059	1.359
每股股息 (人民币)	0.100	0.200	0.127	0.152	0.195
收入增长(%)	32	41	25	33	30
息税前利润增长(%)	22	56	8	25	34
息税折旧前利润增长(%)	22	54	14	31	36
每股收益增长(%)	(47)	30	8	19	28
核心每股收益增长(%)	(47)	26	8	19	28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,012	2,642	2,868	3,436	4,389
折旧与摊销	119	162	299	520	755
净利息费用	(82)	167	35	78	68
运营资本变动	(824)	(1,442)	4,757	(7,577)	6,140
税金	(217)	(267)	(296)	(369)	(451)
其他经营现金流	(538)	(348)	2	1,091	(2,197)
经营活动产生的现金流	471	914	7,666	(2,820)	8,704
购买固定资产净值	(1)	133	1,474	1,669	1,692
投资减少/增加	(94)	(54)	(0)	(0)	0
其他投资现金流	(161)	(374)	(2,948)	(3,337)	(3,384)
投资活动产生的现金流	(257)	(295)	(1,474)	(1,669)	(1,692)
净增权益	(290)	(580)	(369)	(440)	(565)
净增债务	510	991	4,199	0	(233)
支付股息	290	580	369	440	565
其他融资现金流	(364)	(546)	(361)	(518)	(634)
融资活动产生的现金流	146	445	3,838	(518)	(867)
现金变动	360	1,064	10,030	(5,007)	6,145
期初现金	1,756	2,759	3,613	13,643	8,635
公司自由现金流	214	619	6,192	(4,489)	7,012
权益自由现金流	642	1,778	10,426	(4,411)	6,847

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,759	3,613	13,643	8,635	14,780
应收帐款	7,570	10,254	729	11,571	3,958
库存	2,205	2,806	1,913	656	2,670
其他流动资产	67	154	761	468	1,123
流动资产总计	12,985	17,556	17,597	21,883	23,143
固定资产	980	1,307	2,457	3,596	4,513
无形资产	120	253	279	288	308
其他长期资产	1,119	2,068	1,341	1,539	1,675
长期资产总计	2,220	3,628	4,077	5,423	6,496
总资产	15,366	21,333	21,823	27,436	29,755
应付帐款	4,088	6,137	1,914	4,341	3,758
短期债务	957	1,771	500	500	500
其他流动负债	1,673	2,009	1,539	2,098	1,627
流动负债总计	6,718	9,916	3,953	6,939	5,885
长期借款	53	230	5,000	5,000	5,000
其他长期负债	170	594	80	80	80
股本	2,899	2,899	2,899	2,899	2,899
储备	5,468	7,561	9,766	12,396	15,772
股东权益	8,367	10,460	12,665	15,295	18,670
少数股东权益	189	127	125	122	119
总负债及权益	15,366	21,333	21,823	27,436	29,755
每股帐面价值 (人民币)	2.89	3.61	4.37	5.28	6.44
每股有形资产 (人民币)	2.84	3.52	4.27	5.18	6.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(0.56)	(2.81)	(1.08)	(3.20)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.0	12.0	10.9	10.8	11.3
息税前利润率(%)	10.1	11.1	9.6	9.1	9.4
税前利润率(%)	15.1	14.0	12.2	11.0	10.8
净利率(%)	13.7	12.6	11.0	9.8	9.7
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.8	4.5	3.2	3.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	12.5	63.9	36.3	55.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.5	4.0	3.1	3.5
估值					
市盈率(倍)	20.7	15.9	14.7	12.3	9.6
核心业务市盈率(倍)	20.1	15.9	14.7	12.3	9.6
市净率(倍)	4.5	3.6	3.0	2.5	2.0
价格/现金流(倍)	80.3	41.3	4.9	(13.4)	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.7	16.0	11.6	10.3	6.2
周转率					
存货周转天数	81.0	77.6	56.9	23.1	23.1
应收帐款周转天数	188.2	172.6	85.3	72.0	70.0
应付帐款周转天数	96.5	99.0	62.5	36.6	36.5
回报率					
股息支付率(%)	15.9	24.4	14.3	14.3	14.3
净资产收益率(%)	24.1	25.3	22.3	22.0	23.2
资产收益率(%)	9.0	10.3	9.4	10.3	12.0
已运用资本收益率(%)	5.4	5.4	4.2	3.9	4.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测