



002236.SZ

买入

市场价格：人民币 11.49

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	(50.0)	(8.7)	(22.6)	(45.3)
相对深证成指	(14.6)	(3.2)	(9.2)	(11.5)

发行股数(百万)	2,998
流通股(%)	61
流通股市值(人民币 百万)	21,076
3个月日均交易额(人民币 百万)	612
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，聚源及中银国际证券
以2018年12月27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

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

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

转型塑造企业价值，估值具备修复空间

公司为视频智慧物联网解决方案商。研发力度增大和股权激励的实施，为公司发展提供持续动力。目前估值位于历史底部，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 安防监控市场赛道拓宽，蓝海战略空间更广阔。公司发展战略定位为以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商，行业空间从原来的传统视频监控市场，拓宽至以视频为核心的物联网领域。转向物联网蓝海，公司将迎来广阔的市场空间和重大发展机遇。
- 加大研发力度，迎接 AI 时代。公司三季度研发支出 6.5 亿，同比增长 56%，前三季度累计研发支出 15.1 亿，同比增幅达 25%。此外公司今年投资 8 亿建设西安研发中心，旨在持续提升研发竞争优势、激发创新动力。未来公司将进一步聚焦“全智能、全计算、全感知、全生态”领域的技术积累，在 AI 时代发挥更高企业价值。
- 股权激励落地，看好长期发展。公司实施大规模股权激励，激励人数 3423 人，占员工总数的 29%，充分绑定核心员工。三次解锁条件要求 2019-2021 年 ROE 分别不低于 17%、18%、19%，解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的复合营业收入增长率不低于 23%。激励政策落地，将激发员工能动性，为公司实现长远目标奠定基础。
- 估值处于历史低位，具备修复空间。公司当前估值为 17 倍，处在历史低位。近年国内安防产业利好政策不断，需求有增无减；公司海外销售占总营收 35%，半年报此项增速达 26%，海外市场增速维持较高水平；未来公司向视频物联网开疆拓土。目前估值具备修复空间。

评级面临的主要风险

- 安防领域竞争加剧；新领域拓展效果不及预期。

估值

- 预计 2018~2020 年实现净利润分别为 25.75 亿、30.72 亿和 39.42 亿元，EPS 分别为 0.859 元、1.025 元和 1.315 元，当前股价对应估值为 13.4 倍、11.2 倍和 8.7 倍。看好公司转型后的高增长，并且当前估值处于历史低位，维持买入评级。

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	2,575	3,072	3,942
全面摊薄每股收益(人民币)	0.609	0.794	0.859	1.025	1.315
变动(%)	(48.5)	30.3	8.3	19.3	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	18.9	14.5	13.4	11.2	8.7
价格/每股现金流量(倍)	73.2	37.7	4.5	(12.2)	4.0
每股现金流量(人民币)	0.16	0.30	2.56	(0.94)	2.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.4	14.6	10.2	9.3	5.5
每股股息(人民币)	0.097	0.193	0.123	0.147	0.189
股息率(%)	0.8	1.7	1.1	1.3	1.6

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

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)	(76)	(67)
其他收益/(损失)	589	717	637	680	645
税前利润	2,012	2,642	2,869	3,438	4,390
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	2,575	3,072	3,942
核心净利润	1,883	2,380	2,574	3,070	3,941
每股收益 (人民币)	0.609	0.794	0.859	1.025	1.315
核心每股收益 (人民币)	0.628	0.794	0.859	1.024	1.315
每股股息 (人民币)	0.097	0.193	0.123	0.147	0.189
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(%)	(49)	30	8	19	28
核心每股收益增长(%)	(49)	26	8	19	28

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	13,742	8,736	14,883
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	17,697	21,984	23,245
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	21,922	27,537	29,857
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	2,998	2,998	2,998	2,998	2,998
储备	5,468	7,561	9,767	12,398	15,775
股东权益	8,466	10,559	12,764	15,396	18,772
少数股东权益	189	127	125	122	119
总负债及权益	15,366	21,333	21,922	27,537	29,857
每股帐面价值 (人民币)	2.82	3.52	4.26	5.14	6.26
每股有形资产 (人民币)	2.78	3.44	4.17	5.04	6.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(0.54)	(2.75)	(1.08)	(3.13)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	2,869	3,438	4,390
折旧与摊销	119	162	299	520	755
净利息费用	(82)	167	35	76	67
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)	(441)	(565)
净增债务	510	991	4,199	0	(233)
支付股息	290	580	369	441	565
其他融资现金流	(364)	(546)	(262)	(517)	(632)
融资活动产生的现金流	146	445	3,937	(517)	(865)
现金变动	360	1,064	10,129	(5,006)	6,147
期初现金	1,756	2,759	3,613	13,742	8,736
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	(4,413)	6,845

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	9.9	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	65.4	37.1	57.3
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)	18.9	14.5	13.4	11.2	8.7
核心业务市盈率(倍)	18.3	14.5	13.4	11.2	8.7
市净率(倍)	4.1	3.3	2.7	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	73.2	37.7	4.5	(12.2)	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.4	14.6	10.2	9.3	5.5
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(%)	24.0	25.0	22.1	21.8	23.1
资产收益率(%)	9.0	10.3	9.4	10.2	11.9
已运用资本收益率(%)	5.4	5.3	4.1	3.9	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测