

2019年08月18日

大华股份 (002236.SZ)

公司快报

电子元器件 | 电子设备 III

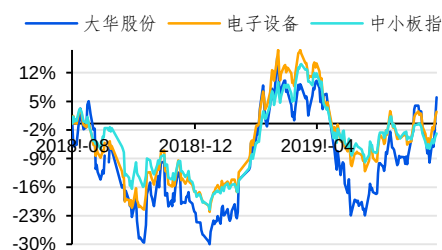
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2019-08-16) **16.69 元**

交易数据

总市值 (百万元)	50,029.57
流通市值 (百万元)	30,269.66
总股本 (百万股)	2,997.58
流通股本 (百万股)	1,813.64
12 个月价格区间	10.84/18.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.22	15.75	5.93
绝对收益	15.74	18.03	6.72

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号: S0910516110001

caijingyan@huajinsc.cn

021-20377068

相关报告

大华股份：中期业绩快速成长，解决方案转型顺利推进 2017-08-07

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

业绩改善盈利能力提升，行业趋势向好

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2019 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 108.1 亿元，同比上升 10.1%，毛利率 40.4%，同比上升 3.9 个百分点，归属母公司净利润为 12.4 亿元，同比上升 14.5%，每股净利润 0.42 元，同比上升 13.5%。第二季度公司实现营业收入为 64.6 亿元，同比上升 4.23%，毛利率 42.3%，同比上升 7.2 个百分点，归属上市公司股东净利润为 9.22 亿元，同比上升 17.3%。

◆ **上半年业绩保持稳健，季度盈利能力回升显著：**公司 2019 年上半年整体的收入和利润增速均保持了较为平稳的水平，从第二季度的情况看，尽管收入增速环比有所降低，但是毛利率水平显著提升。公司第二季度单季度毛利率水平从 2014 年第二季度下降至 40% 以下开始 5 年以来首次回升 40% 以上，达到了 42.4%，同比增长了 7.2 个百分点。从市场订单和行业趋势看，中高端高附加值产品市场的转暖显著，而随着下游市场中小企业逐步淘汰落后产能，行业市场的竞争更趋良性。从业务分部上看，解决方案业务的收入增速和毛利率水平也高于一般产品，公司在转型综合解决方案供应商过程中取得了良好的效果。

◆ **费用投入持续，业务转型过程平稳推进：**2019 年公司上半年的费用率水平整体有所上升，其中销售、管理和研发费用率分别提升 1.4、0.5 和 2.7 个百分点，考虑到公司上半年整体营收规模仍然维持平稳增加，其在费用方面投入的金额增长较为明显。我们认为，在公司从传统产品供应商向解决方案供应商转型的过程中，在客户关系管理以及产品研发推进方面均需要持续的投入支持，因此费用率提升顺理成章，重要的是，随着业务转型过程的推进，在收入和利润方面的积极变化显示公司的业务转型也在正确的轨道上进行。

◆ **行业向好公司转向顺利，2019 年下半年预期向好：**公司预计 2019 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 10%~25%，预计主要的原因是销售收入规模扩大带来的业务成长性。我们对于公司下半年的整体状况保持较为乐观的态度：1) 从行业需求层面上看，政府端和大型企业端在视频监控方面的需求逐步提升，传统安防行业的智能化升级以及泛安防市场的新兴需求均在成长；2) 从行业竞争情况看，随着行业逐步向技术能力和响应能力较强的核心供应商集中过程中，市场的竞争有望逐步向产品性能发展而不只是价格竞争；3) 从公司方面看，在视频解决方案供应商转型过程中，公司尽管仍然需要时间，但从经营情况的变化看较为顺利，未来值得期待。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.97、1.18 和 1.51 元。净资产收益率分别为 19.8%、20.5% 和 22.1%，给予买入-B 投资建议。

◆ **风险提示：**国内政府及核心企业客户订单落实不及预期；产品市场价格竞争影响盈利水平；贸易争端引起的需求及渠道管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	18,844.5	23,665.7	27,901.6	33,008.9	39,569.8
同比增长(%)	41.4%	25.6%	17.9%	18.3%	19.9%
营业利润(百万元)	2,632.3	2,700.1	3,381.0	4,087.2	5,192.4
同比增长(%)	83.7%	2.6%	25.2%	20.9%	27.0%
净利润(百万元)	2,378.7	2,529.4	2,908.6	3,534.5	4,511.0
同比增长(%)	30.3%	6.3%	15.0%	21.5%	27.6%
每股收益(元)	0.79	0.84	0.97	1.18	1.51
PE	21.0	19.8	17.2	14.1	11.1
PB	4.7	3.9	3.3	2.9	2.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,844.5	23,665.7	27,901.6	33,008.9	39,569.8	年增长率					
减:营业成本	11,639.5	14,871.2	16,989.6	20,239.5	24,186.3	营业收入增长率	41.4%	25.6%	17.9%	18.3%	19.9%
营业税费	141.6	192.4	204.9	252.9	305.2	营业利润增长率	83.7%	2.6%	25.2%	20.9%	27.0%
销售费用	2,416.7	3,365.4	4,045.7	4,571.2	5,614.8	净利润增长率	30.3%	6.3%	15.0%	21.5%	27.6%
管理费用	2,308.4	2,916.8	3,634.6	4,304.6	4,868.9	EBITDA 增长率	99.9%	-2.3%	21.9%	17.5%	23.6%
财务费用	167.4	-123.2	-34.9	-64.3	-139.4	EBIT 增长率	107.1%	-7.9%	29.8%	20.2%	25.6%
资产减值损失	245.5	359.0	472.0	544.0	652.8	NOPLAT 增长率	107.2%	-4.3%	18.6%	22.5%	29.5%
加:公允价值变动收益	-	-38.6	-11.9	-16.8	-22.5	投资资本增长率	22.4%	14.1%	25.5%	-12.8%	33.5%
投资和汇兑收益	706.2	654.6	803.0	942.6	1,133.4	净资产增长率	25.7%	21.8%	16.1%	16.8%	18.3%
营业利润	2,632.3	2,700.1	3,381.0	4,087.2	5,192.4						
加:营业外净收支	9.9	73.1	17.6	26.8	37.5	盈利能力					
利润总额	2,642.2	2,773.2	3,398.6	4,114.0	5,229.9	毛利率	38.2%	37.2%	39.1%	38.7%	38.9%
减:所得税	265.4	178.6	424.8	514.2	653.7	营业利润率	14.0%	11.4%	12.1%	12.4%	13.1%
净利润	2,378.7	2,529.4	2,908.6	3,534.5	4,511.0	净利率	12.6%	10.7%	10.4%	10.7%	11.4%
						EBITDA/营业收入	14.1%	10.9%	11.3%	11.2%	11.6%
						EBIT/营业收入	14.9%	10.9%	12.0%	12.2%	12.8%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	50.3%	51.0%	47.1%	46.2%	44.3%
货币资金	3,612.9	4,160.2	5,154.7	6,162.9	11,247.9	负债权益比	101.4%	104.2%	89.0%	86.0%	79.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.77	1.69	1.92	1.94	2.38
应收账款	7,539.9	10,191.4	11,362.1	13,407.1	16,561.8	速动比率	1.49	1.45	1.59	1.64	2.02
应收票据	2,431.3	2,385.7	2,839.0	3,550.9	4,157.0	利息保障倍数	14.21	-20.54	-83.26	-54.95	-32.36
预付账款	154.4	126.9	161.2	212.4	229.8	营运能力					
存货	2,806.1	3,035.6	4,153.8	4,243.5	5,669.9	固定资产周转天数	18	20	17	12	7
其他流动资产	1,011.6	1,379.2	610.4	158.4	-456.9	流动营业资本周转天数	94	87	89	81	78
可供出售金融资产	78.0	83.0	83.8	81.6	82.8	流动资产周转天数	296	299	298	288	300
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	133	137	141	137	138
长期股权投资	61.3	185.9	185.9	185.9	185.9	存货周转天数	79	72	77	76	75
投资性房地产	181.1	346.8	232.9	253.6	277.8	总资产周转天数	355	368	358	337	322
固定资产	1,248.3	1,407.5	1,116.1	1,009.8	503.8	投资资本周转天数	115	108	110	97	88
在建工程	58.8	226.2	369.6	292.4	419.3						
无形资产	253.4	372.5	328.8	287.1	255.9	费用率					
其他非流动资产	1,886.6	2,526.1	1,786.5	2,787.4	-1,867.5	销售费用率	12.8%	14.2%	14.5%	13.8%	14.2%
资产总额	21,333.5	26,350.6	28,308.8	32,556.8	37,191.4	管理费用率	12.2%	12.3%	13.0%	13.0%	12.3%
短期债务	1,770.9	1,851.7	1,628.6	-	-	财务费用率	0.9%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
应付账款	2,809.8	4,841.3	3,867.8	5,628.8	5,913.6	三费/营业收入	26.0%	26.0%	27.4%	26.7%	26.1%
应付票据	3,434.8	3,671.6	4,094.4	5,447.9	5,890.9	投资回报率					
其他流动负债	1,439.1	1,858.8	3,254.3	3,749.1	4,385.0	ROE	22.7%	20.0%	19.8%	20.5%	22.1%
长期借款	230.0	179.0	179.0	179.0	179.0	ROA	11.1%	9.8%	10.5%	11.1%	12.3%
其他非流动负债	593.9	701.7	488.6	594.7	595.0	ROIC	38.6%	32.4%	30.6%	43.0%	41.7%
负债总额	10,740.2	13,447.3	13,327.8	15,054.6	16,485.6	分红指标					
少数股东权益	126.8	284.5	284.5	284.5	284.5	DPS(元)	0.24	0.30	0.36	0.46	0.57
股本	2,898.8	2,997.6	2,997.6	2,997.6	2,997.6	分红比率	29.2%	34.2%	37.1%	38.8%	37.5%
留存收益	7,561.0	10,418.5	12,500.2	15,020.0	18,223.3	股息收益率	1.4%	1.8%	2.2%	2.7%	3.4%
股东权益	10,593.2	12,903.3	14,981.0	17,502.2	20,705.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,378.7	2,529.4	2,908.6	3,534.5	4,511.0	EPS(元)	0.79	0.84	0.97	1.18	1.51
加:折旧和摊销	162.3	229.8	229.6	191.3	167.4	BVPS(元)	3.53	4.30	5.00	5.84	6.91
资产减值准备	-0.8	-0.0	-0.3	-0.4	-0.2	PE(X)	21.0	19.8	17.2	14.1	11.1
公允价值变动损失	-	38.6	11.9	16.8	22.5	PB(X)	4.7	3.9	3.3	2.9	2.4
财务费用	213.9	-38.1	-34.9	-64.3	-139.4	P/FCF	22.3	30.1	65.3	16.1	28.0
投资损失	29.5	79.3	34.1	47.6	53.7	P/S	2.7	2.1	1.8	1.5	1.3
少数股东损益	-1.9	65.2	65.2	65.2	65.2	EV/EBITDA	-1.5	-2.0	-1.7	-2.3	-3.0
营运资金的变动	-2,112.9	-2,316.8	-2,595.3	598.8	-3,474.0	CAGR(%)	14.1%	21.3%	24.3%	14.1%	21.3%
经营活动产生现金流量	914.2	955.3	1,207.2	4,189.0	6,550.6	PEG	1.5	0.9	0.7	1.0	0.5
投资活动产生现金流量	-294.9	-585.1	-20.5	-725.9	-525.5	ROIC/WACC	2.9	2.4	2.3	3.2	3.1
融资活动产生现金流量	444.8	376.5	-192.1	-2,455.0	-940.1						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn