

2015年07月13日

大华股份 (002236.SZ)

设立运营服务平台公司，揭开安防发展新篇章

■设立运营服务平台公司，揭开安防发展新篇章：大华停牌期间公告10亿元设立大华安全运营服务投资管理有限公司，其中上市公司出资7.50亿元，大股东傅利泉出资2.50亿元；大华运营服务经验丰富，早在2010年就成立了大华安防联网运营服务公司，首先聚焦ATM安防监控服务这一个应用点，占据浙江省杭州等几大城市的较大份额。旗下的浙江大华保安服务有限公司，拥有近3000名保安人员，能够为银行网点提供从监控设备，到保安人员，再到数据存储分析报警等全套服务。

2010年大华开始投入，2013年实现盈亏平衡，2014年获得近千万盈利。大华未来的安防平台公司，将不再局限在某一个应用点，某一省市，而是通过资本和产业运作，实现全球布局，向各领域进军，实现全国扩张，运营服务有望快速成为收入和利润重要一环。大华从产品型公司2014年开始向解决方案转型，预计2015年将取得显著成效，目前提前布局运营服务，为公司持续发展打下坚实基础。

■大股东增持，第二期员工持股，彰显看好公司长期发展：大股东傅利泉拟增持不少于上半年减持金额的20% (1.05亿元)，吴军、朱江明等两位董事增持上半年减持金额的10%，董秘吴坚等八位高管也将增持上市公司股票；筹划第二期员工持股计划。

■投资建议：预计公司2015-2017年EPS分别为1.50元、2.41元、3.62元，业绩将在下半年迎来明显拐点。建议投资者前瞻性布局，持续重点推荐，给予买入-A评级，第一目标价45元，对应约30倍2015年PE。随着公司互联网战略的持续推进，市场将逐步认识到公司在智能视频大时代的技术优势和卡位价值，估值上限可进一步打开。

■风险提示：行业竞争加剧，解决方案转型不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,410.1	7,331.9	10,997.8	15,946.8	22,963.5
净利润	1,130.9	1,142.7	1,759.0	2,818.6	4,230.8
每股收益(元)	0.97	0.98	1.50	2.41	3.62
每股净资产(元)	3.56	4.45	6.07	8.00	10.89
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	33.4	33.0	21.5	13.4	8.9
市净率(倍)	9.1	7.3	5.3	4.0	3.0
净利润率	20.9%	15.6%	16.0%	17.7%	18.4%
净资产收益率	27.1%	22.0%	24.8%	30.1%	33.2%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.9%	1.5%	2.2%
ROIC	72.7%	38.1%	36.3%	51.3%	51.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

电子设备Ⅲ

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

45.00元

股价(2015-07-13)

35.50元

交易数据

总市值(百万元)	37,764.64
流通市值(百万元)	21,306.10
总股本(百万股)	1,170.27
流通股本(百万股)	660.24
12个月价格区间	21.27/47.26元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.50	-15.48	-67.05
绝对收益	-23.15	-20.96	24.59

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

安永平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515010002
anyp@essence.com.cn
010-66581600

郑震湘

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

相关报告

不仅仅是业绩拐点	2015-07-10
全面转型解决方案、互联网，拐点将至！	2015-05-14
推出员工持股计划，把握业绩拐点！	2015-04-07

1. 设立运营服务平台公司，揭开安防发展新篇章

我们此前在深度报告，详细梳理了大华股份解决方案和互联网转型的核心逻辑。随着系统风险的泡沫回调，市场重现进入业绩为核心的成长驱动模式，大华这种有业绩有估值，行业向好趋势确定，长期又有较多新看点的公司，值得投资者重点关注。

大华停牌期间公告：(1) 以 10 亿元设立大华安全运营服务投资管理有限公司，其中上市公司出资 7.50 亿元，大股东傅利泉出资 2.50 亿元；(2) 大股东傅利泉拟增持不少于上半年减持金额的 20%(1.05 亿元)，吴军、朱江明等两位董事增持上半年减持金额的 10%，董秘吴坚等八位高管也将增持上市公司股票；(3) 筹划第二期员工持股计划。

大力投入安全运营服务，揭开安防行业发展新篇章。从海外安防行业成熟国家情况来看，运营服务是整个产业链中市场空间最大，盈利能力最好的。在欧美日本市场，运营服务市场空间通常在产品市场的十倍以上，而中国安防运营服务发展相对落后，只占整体安防市场的 10% 不到。随着中国整体经济环境和安防行业的逐步发展成熟，运营服务进入快速发展期。大华股份此次重金投入运营服务，成立大华安全运营服务投资管理公司，将通过资本运作和产业投资等手段，实现安全运营服务业务全球战略布局，走在国内安防行业的第一位。

运营服务经验丰富，盈利拐点到来后全面铺开。大华股份早在 2010 年就成立了大华安防联网运营服务公司，首先聚焦 ATM 安防监控服务这一个应用点，已经占据浙江省杭州等几大城市的银行 ATM 安防监控服务市场的较大份额。旗下的浙江大华保安服务有限公司，拥有近 3000 名保安人员，能够为银行网点提供从监控设备，到保安人员，再到数据存储分析报警等全套服务。

2010 年大华开始投入运营服务以来，报表上可以看到 2013 年实现盈亏平衡，2014 年获得近千万盈利。大华通过多年经验积累，已经摸索出在中国国情条件下，发展安防服务的合适模式，未来的安防平台公司，将不再局限在某一个应用点，某一省市，而是通过资本和产业运作，实现全球布局，向各领域进军，实现全国扩张，运营服务有望快速发展成为大华收入和利润的重要一环。大华从产品型公司 2014 年开始向解决方案转型，预计 2015 年将取得显著成效，目前提前布局运营服务，为公司持续发展打下坚实基础。

2. 政策鼓励民营企业进入安防运营服务市场

《保安服务管理条例》2010 年 1 月 1 日起正式施行，明确规定国家机关及其工作人员不得设立保安服务公司，不得参与或者变相参与保安服务公司的经营活动。此前国内大部分保安公司属于公安机关的二产或三产，从此逐步向民营资本开放，与公安部门脱钩。在这一历史进程中，具有丰富安防行业经验，具有较强资本实力的公司，将充分享受中国安保服务行业开放带来的发展红利。

3. 中国民用市场对安防服务具有较大需求

中国安防市场与美国的一大区别，在于中国人口稠密，始终处于警力不足状态，未来通过监控报警网络系统，与保安公司合作，实现危机情况下安保人员快速到达现场，维护居民安全和保障现场环境，具有潜在巨大价值。大华去年十月推出乐橙系列产品，进军智能家居领域，未来乐橙作为居民社区安防核心产品，将推动大华安防运营服务向大众社区市场导入。未来大华的商业模式将不仅局限在传统的 B2B，也将向 B2 小 B 和 B2C 延伸。

4. 海外安防运营服务市场同样机会重大

大华股份近两年海外业务快速发展，增长率始终保持在 60% 以上，随着大华等国内安防行业龙头在海外市场占有率的快速提升，后续解决方案、运营服务等也将逐步导入海外

市场，目前海外安防运营龙头企业 ADT、泰科主要覆盖高端客户，仍留下较大的行业空白。此外海外安防运营公司目前估值普遍偏低，且有较好的现金流和用户基础，具有极高的并购价值，通过并购将海外安防运营服务企业的成熟商业模式和管理经验引入中国市场，有望助推中国安防运营服务实现快速发展。

5. 数据运营分析是大华股份运营服务业务的长期价值所在

随着大华股份全力布局运营服务市场，未来公司将掌握大量的安防数据资源，在保证用户隐私权的前提下，通过与用户签订合作协议，大华可以利用这些视频数据，通过大数据分析和应用，为用户提供一系列增值服务，创造新的商业模式，实现从产品向数据运营服务转型，为公司打开长期成长空间。

移动互联网的下一个大周期是以视频为核心的技术创新。大华股份这种视频企业有三种可能的参与方式：其一，摄像头智能硬件为核心，与阿里等互联网企业合作的模式；其二，视频会成为所有互联网企业重要的部分，但互联网企业自身不具备视频复杂的处理能力，大华股份可以成为基于视频的云计算和大数据平台，空间巨大；其三，整合内容资源，讲硬件、视频处理与教育、娱乐、社交、医疗、金融等互联网内容结合，成为视频平台型企业。

6. 大股东拟增持 1.05 亿元，第二期员工持股快速推出，彰显看好公司长期发展坚定决心

大股东傅利泉拟增持不少于上半年减持金额的 20%，此前上半年傅总以 31.05 元/股价格历史上首次减持 1690 万股给公司第一期员工持股计划，计算下来大股东未来需增持公司 1.05 亿元，吴军、朱江明等两位董事增持上半年减持金额的 10%，董秘吴坚等八位高管也将增持上市公司股票；公司正在筹划第二期员工持股计划，5 月 7 日公司第一期员工持股计划刚刚完成购买，均价 31.05 元/股，快速推出第二期员工持股计划，彰显公司坚定看好公司长期发展的信心。

7. 下半年恢复高增长趋势，一旦盈利能力恢复，公司业绩弹性巨大

公司去年收入 35% 增长，利润只增长 1%，一季度收入 5% 增长，利润-49%，一旦进入收入和利润同时上升的良性轨道，业绩弹性很大，并将延续到明年，公司业绩增速将复制海康两年前开始的 50% 增速，并由于较低的弹性，增速更高。

8. 从双寡头垄断格局看，大华股份明显低估

历史大华与海康市值占比在 25-65% 区间，2010-2013 年大华追赶海康是高清时代的复制路径，2015 年开始是解决方案时代的复制路径；目前大华和海康市值比为 25%，处于历史最低水平；随着系统风险的泡沫回调，市场重现进入业绩为核心的驱动模式，大华这种有业绩有估值，行业向好趋势确定，长期又有较多的新业务新看点的公司，值得投资者重点关注。

9. 投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.50 元、2.41 元、3.62 元，业绩将在下半年迎来明显拐点。建议投资者前瞻性布局，持续重点推荐，给予买入-A 评级，第一目标价 45 元，对应约 30 倍 2015 年 PE。随着公司互联网战略的持续推进，市场将逐步认识到公司在智能视频大时代的技术优势和卡位价值，估值上限可进一步打开。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月12日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,410.1	7,331.9	10,997.8	15,946.8	22,963.5	成长性					
减:营业成本	3,093.4	4,535.4	6,763.7	9,647.8	13,732.1	营业收入增长率	53.2%	35.5%	50.0%	45.0%	44.0%
营业税费	55.2	61.4	92.4	134.0	192.9	营业利润增长率	55.3%	-1.1%	57.4%	68.5%	58.0%
销售费用	564.5	680.8	1,022.8	1,451.2	2,043.7	净利润增长率	61.5%	1.0%	53.9%	60.2%	50.1%
管理费用	693.3	1,077.5	1,627.7	2,232.6	3,100.1	EBITDA 增长率	53.4%	2.2%	52.9%	67.1%	56.9%
财务费用	-21.0	-21.7	-40.8	-51.2	-65.0	EBIT 增长率	55.0%	-1.2%	56.7%	69.8%	58.7%
资产减值损失	98.6	79.4	80.0	80.0	80.0	NOPLAT 增长率	68.6%	-10.2%	57.8%	69.8%	58.7%
加:公允价值变动收益	4.0	0.9	-	-	-	投资资本增长率	71.6%	65.4%	20.3%	57.0%	27.9%
投资和汇兑收益	7.8	7.6	8.0	8.0	8.0	净资产增长率	94.3%	24.8%	36.5%	31.8%	36.2%
营业利润	937.8	927.6	1,460.2	2,460.6	3,887.6	利润率					
加:营业外净收支	187.4	325.3	454.4	607.4	717.5	毛利率	42.8%	38.1%	38.5%	39.5%	40.2%
利润总额	1,125.2	1,252.8	1,914.6	3,068.0	4,605.2	营业利润率	17.3%	12.7%	13.3%	15.4%	16.9%
减:所得税	-4.9	108.6	153.2	245.4	368.4	净利润率	20.9%	15.6%	16.0%	17.7%	18.4%
净利润	1,130.9	1,142.7	1,759.0	2,818.6	4,230.8	EBITDA/营业收入	17.8%	13.4%	13.7%	15.8%	17.2%
						EBIT/营业收入	16.9%	12.4%	12.9%	15.1%	16.6%
						运营效率					
资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	24	30	20	13	9
货币资金	1,818.6	1,320.7	2,495.5	2,290.9	3,786.3	流动营业资本周转天数	78	118	118	116	115
交易性金融资产	1.5	2.4	2.4	2.4	2.4	流动资产周转天数	263	293	270	256	245
应收帐款	2,167.9	2,833.9	3,623.6	6,251.8	8,204.8	应收帐款周转天数	106	123	106	111	113
应收票据	133.1	429.1	81.6	767.3	582.7	存货周转天数	57	55	63	59	57
预付帐款	46.9	25.3	79.1	81.9	137.9	总资产周转天数	314	344	311	285	264
存货	990.4	1,261.3	2,564.2	2,620.4	4,700.9	投资资本周转天数	114	142	130	125	121
其他流动资产	16.2	889.9	889.9	889.9	889.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	54.0	54.0	54.0	54.0	ROE	27.1%	22.0%	24.8%	30.1%	33.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.7%	14.3%	16.0%	19.9%	21.7%
长期股权投资	27.3	6.5	6.5	6.5	6.5	ROIC	72.7%	38.1%	36.3%	51.3%	51.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	563.1	640.9	579.5	603.8	590.1	销售费用率	10.4%	9.3%	9.3%	9.1%	8.9%
在建工程	4.7	56.4	126.4	98.2	29.5	管理费用率	12.8%	14.7%	14.8%	14.0%	13.5%
无形资产	33.7	32.0	78.9	94.8	107.6	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.9%	23.7%	23.7%	22.8%	22.1%
资产总额	6,027.5	7,990.0	11,017.7	14,197.9	19,528.7	偿债能力					
短期债务	42.7	-	-	-	-	资产负债率	30.8%	34.8%	35.4%	34.0%	34.6%
应付帐款	1,039.1	1,105.0	1,946.1	2,520.9	3,827.4	负权益比	44.4%	53.3%	54.9%	51.5%	53.0%
应付票据	185.9	491.0	364.7	932.0	945.6	流动比率	2.83	2.84	2.78	2.91	2.87
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.29	2.31	2.04	2.32	2.14
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-43.74	-41.69	-34.75	-47.03	-58.77
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,853.6	2,778.9	3,904.1	4,825.4	6,765.7	DPS(元)	0.10	0.10	0.30	0.48	0.72
少数股东权益	5.3	8.4	10.8	14.8	20.7	分红比率	10.1%	10.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,146.1	1,170.3	1,170.3	1,170.3	1,170.3	股息收益率	0.3%	0.3%	0.9%	1.5%	2.2%
留存收益	3,022.5	4,525.3	5,932.5	8,187.4	11,572.0						
股东权益	4,173.9	5,211.0	7,113.6	9,372.5	12,763.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.97	0.98	1.50	2.41	3.62
净利润	1,130.1	1,144.3	1,759.0	2,818.6	4,230.8	BVPS(元)	3.56	4.45	6.07	8.00	10.89
加:折旧和摊销	46.4	79.8	86.5	106.6	124.1	PE(X)	33.4	33.0	21.5	13.4	8.9
资产减值准备	98.6	79.4	-	-	-	PB(X)	9.1	7.3	5.3	4.0	3.0
公允价值变动损失	-4.0	-0.9	-	-	-	P/FCF	736.7	-305.0	36.7	106.3	16.2
财务费用	13.1	9.8	-40.8	-51.2	-65.0	P/S	7.0	5.2	3.4	2.4	1.6
投资损失	-7.8	-7.6	-8.0	-8.0	-8.0	EV/EBITDA	46.6	24.4	23.2	14.0	8.5
少数股东损益	-0.8	1.6	2.5	4.0	5.9	CAGR(%)	35.7%	54.7%	36.2%	35.7%	54.7%
营运资金的变动	-704.8	-2,063.6	-672.3	-2,451.5	-1,964.8	PEG	0.9	0.6	0.6	0.4	0.2
经营活动产生现金流量	356.5	-17.1	1,126.8	418.4	2,323.0	ROIC/WACC	10.2	5.3	5.1	7.2	7.3
投资活动产生现金流量	-152.9	-864.1	-134.0	-110.5	-46.5	REP	2.0	1.3	1.6	0.7	0.5
融资活动产生现金流量	905.1	375.1	182.0	-512.5	-781.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

赵晓光、安永平、郑震湘、邵洁分别声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

