

投资评级 买入 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	21.20
05 月 05 日收盘价 (元)	17.76
52 周股价波动 (元)	12.49-18.90
总股本/流通 A 股 (百万股)	2899/1709
总市值/流通市值 (百万元)	51494/30347

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	27.9	20.7	15.6
市净率	6.2	6.5	5.3
市销率	3.8	2.9	2.2
EV/EBITDA	30.9	18.1	12.8
分红率 (%)	—	—	—

相关研究

《17Q1 扣非净利增长 38%, PPP 项目订单不断落地》2017.04.26

《大华股份系列研究 (三): 16 年报深度分析, 一个新时代的大华》2017.04.24

《启动 H 股上市计划, 加快海外业务拓展, 强化 PPP 项目落地》2017.03.25

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	8.7	15.6	27.8
相对涨幅 (%)	12.2	16.9	27.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 谢春生

Tel: (021) 23154123

Email: xcs10317@htsec.com

证书: S0850516060005

联系人: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

联系人: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yll1036@htsec.com

大华股份系列研究 (四): 细究公司历史的高管变动及影响

投资要点:

- **李柯接任大华股份总裁。**2017 年 5 月 3 日, 大华股份原总裁傅利泉先生因个人原因辞去公司职务, 但仍将继续担任公司董事、董事长及董事会专门委员会所担任的职务。同时, 李柯先生接任公司总裁, 其在加入大华前长年就职于华为, 曾任华为南美区总裁。
- **大华高管队伍不断扩张。**从 2008 年公司上市开始, 高管队伍不断扩张, 趋于细分化、专业化。2010 年, 公司内部架构调整, 新设研发中心、国内外营销中心负责人; 2012 年新设人力资源部、产品交付履行服务部负责人。大部分高管人员职位保持稳定, 国内销售中心负责人变动较大, 从 2008 年至今经历了两任总经理, 目前为空缺状态。
- **人事安排与公司业绩的潜在关系。**公司上市至今业绩保持稳健增长, 国内销售毛利率逐年下降, 而海外销售毛利率大幅提升。海外销售中心总经理陈雨庆上任后, 为公司的海外收益带来了良好影响, 国外销售额和毛利率均大幅提升, 帮助维持了公司整体较高的业绩水平。
- **新总裁推动公司海外市场扩张。**大华股份自 2004 年开始拓展海外市场, 其国外营收占比逐年增长, 至 2016 年已达 37.9%。多年来, 其积极布局海外市场, 在全球多处地区建立分支机构, 并于 2017 年 3 月董事会审议通过了《关于公司发行 H 股股票并在香港联合交易所上市的议案》。具有丰富海外市场经验的李柯有望对大华海外战略布局带来人员、资产、交易模式等方面的有利影响, 加快公司全球化战略布局。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为, 公司新任总裁有望加快公司新战略的快速实施。我们预计, 公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.85/1.12/1.45 元, 参考同行业可比公司, 给予公司 2017 年 PE 25 倍, 6 个月目标价为 21.20 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**PPP 项目订单落地节奏低于预期的风险, 人工智能产品进展低于预期的风险, 系统性风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10077.83	13329.09	17771.29	23425.86	30523.65
(+/-)YoY(%)	37.45%	32.26%	33.33%	31.82%	30.30%
净利润(百万元)	1372.30	1825.20	2457.85	3256.33	4206.64
(+/-)YoY(%)	20.10%	33.00%	34.66%	32.49%	29.18%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.63	0.85	1.12	1.45
毛利率(%)	37.22%	37.71%	38.35%	39.35%	39.77%
净资产收益率(%)	21.14%	22.16%	19.77%	21.05%	21.38%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 总裁傅利泉辞职，李柯接任

2017年5月3日，原浙江大华技术股份有限公司总裁傅利泉先生因个人原因辞去公司职务，但将继续担任公司董事、董事长及董事会专门委员会所担任的职务。同时，公司第五届董事会第三十次会议审议通过了《关于聘任公司总裁的议案》，同意聘任李珂先生为公司总裁。

李柯先生于1972年出生，中国国籍，获电子科技大学工学硕士学位。1996年6月至2017年1月，李柯任华为技术有限公司研发工程师、产品解决方案部总裁、营销副总裁、南美区总裁，带领华为在拉美市场占有率超过40%，也赢得了华为历史上第一个数亿美元级的巴西税务诉讼案件，有着丰富的海外市场经验。

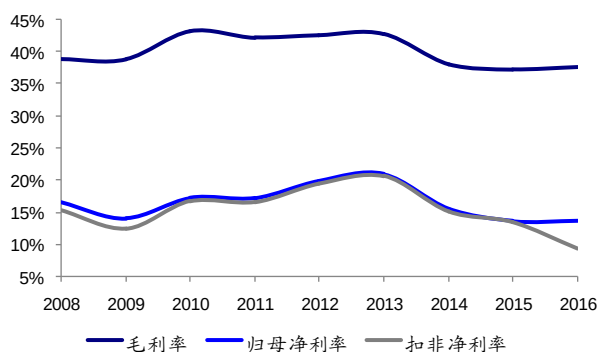
2. 大华股份高管变动情况

高管队伍不断扩张。从2008年公司上市开始，员工人数逐年大幅上升，其高管队伍也随之扩张，趋于细分化、专业化。上市之初，公司高管层只有总裁傅利泉、副总裁吴军、董秘吴坚、财务总监魏美钟四人。至2010年，公司新增研发中心总经理张兴明、国内营销中心总经理应勇、海外销售中心总经理陈雨庆，另设分公司和子公司总经理两名。2012年，应勇调任人力资源部总经理，国内销售中心总经理空缺直至2014年张建军接任，新设中心常务副总经理鲁丹、中心副总经理张伟。除此之外，新设常务副总裁朱江明、产品交付履行服务部总经理燕刚。至此，公司高管队伍基本定型。2015年及2017年，鲁丹丹、张建军相继辞职，国内销售中心总经理职位再度空缺，至今无其余变动。

3. 高管变动对业绩影响分析

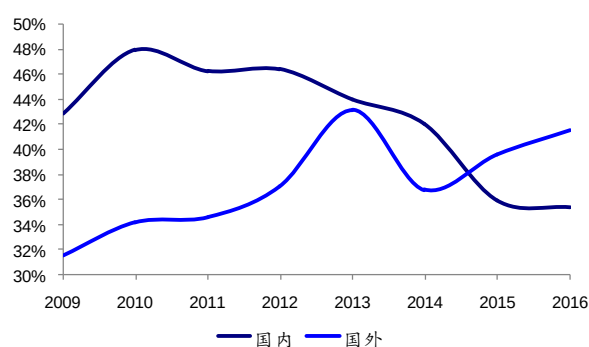
国外业绩优于国内。公司上市至今业绩保持稳健平稳，其中2010年至2013年业绩较好，2013年后国内外业务毛利率的开始下降。从地区来看，国内毛利率从2010年起呈逐年下降趋势，至2016年已跌至35%，而国外毛利率大体呈增长趋势，现已超过国内毛利率，势头良好。

图1 公司盈利能力指标



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公司国内与海外业务毛利率情况



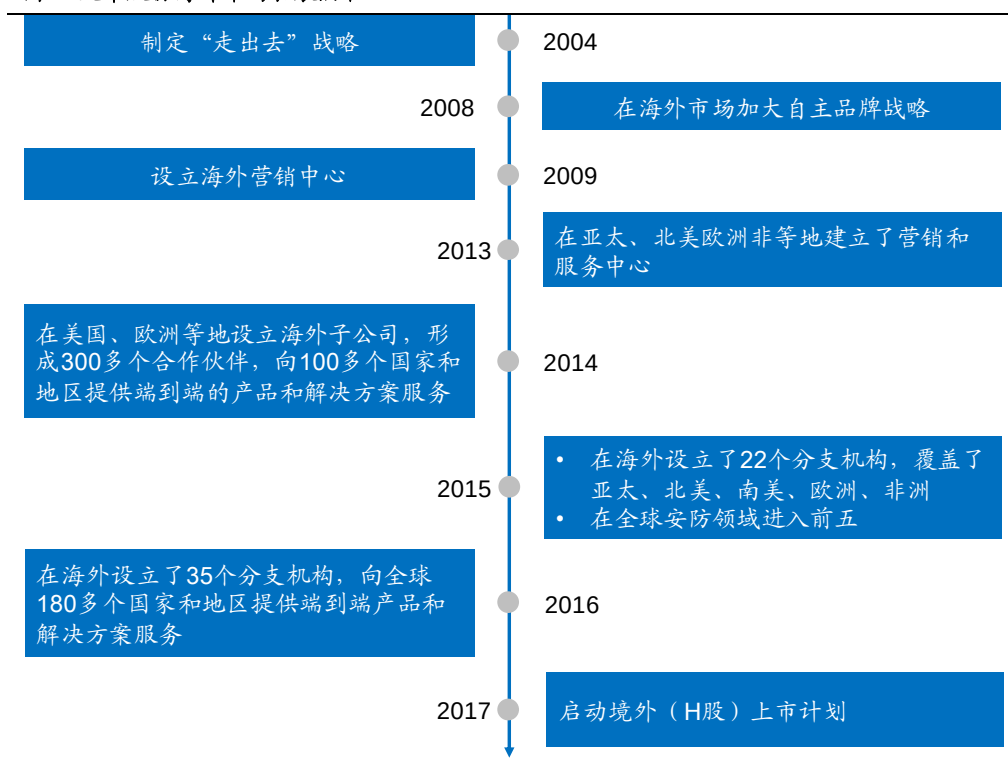
资料来源：Wind，海通证券研究所

国内销售中心负责人调整频繁。2010年，公司调整架构，设置研发、销售等部门领导人后，推动了业务模块专业化，业绩水平随之上涨，但国内销售利润却呈下降趋势。或出于此原因，2012年，原国内销售中心总经理调任，新增副总经理两人。2014年，张建军出任国内销售中心总经理。海外销售中心总经理、研发中心总经理职位一直未有变动，海外业绩呈良好趋势。

4. 新总裁影响力分析

大华重视海外市场。大华股份从 2004 年开始拓展海外市场，至今已在海外设立了 35 个分支机构，覆盖了亚太、北美、南美、欧洲、非洲，向全球 180 多个国家和地区提供快速、优质的端到端产品和解决方案服务。其海外业绩迅速提升，2016 年境外收入同比增加 39.45%，占营收比重 37.9%。2017 年 3 月 24 日董事会审议通过了《关于公司发行 H 股股票并在香港联合交易所上市的议案》，启动 H 股上市计划，搭建海外融资平台，更是加快国际化业务拓展、提高公司海外影响力的重要举措。

图3 大华股份海外市场拓展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

新总裁推动公司海外布局。作为前华为南美区总裁，李柯领导华为成为巴西第一大网络设备供应商，并与巴西企业建立了广泛合作联系，获得当地政府的认可与支持。其优秀的外交素质、丰富的海外市场经验不容置疑。在众多视频监控企业瞄准海外市场的当下，只有在全球把握市场机遇，才能在行业中拔得头筹。李柯的上任，更是公司对于海外市场重视的体现。我们认为，其有望为公司带来以下变化：

- （1）因地制宜，完善海外分支机构的合规运营、交易模式。
- （2）瞄准海外企业进行收购兼并，以壮大自身业务版图。
- （3）长年的国外工作经历积累了大量人脉，有利于公司国际化团队的培养、海外人才的引进。
- （4）熟悉海外业务链的运作模式，有利于公司海外产品交付水平的提升、海外销售渠道的扩展。
- （5）为国内销售中心寻求稳定负责人，解决国内销售业绩下滑问题。

5. 盈利预测与投资建议

我们认为，公司新任董事长有望加快公司新战略的快速实施。我们预计，公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.85/1.12/1.45 元，参考同行业可比公司，给予公司 2017 年 PE 25 倍，6 个月目标价为 21.20 元/股，给予“买入”评级。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(15-18E) (%)	PEG
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
海康威视	002415.SZ	37.00	2,276.5	1.23	1.54	1.90	30.1	24.1	19.5	25.8%	0.93
航天信息	600271.SH	19.83	369.4	0.90	1.01	1.18	21.9	19.5	16.8	12.3%	1.78
东方网力	300367.SZ	20.04	171.4	0.44	0.55	0.72	45.3	36.7	28.0	35.1%	1.29
苏州科达	603660.SH	34.00	85.0	0.64	0.99	1.39	53.2	34.3	24.4	42.5%	1.25
平均				0.80	1.02	1.30	37.6	28.7	22.2	28.9%	1.31
大华股份	002236.SZ	17.76	514.9	0.63	0.85	1.12	28.2	20.9	15.9	33.4%	0.84

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：大华股份采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期，股价为 2017 年 5 月 5 日收盘价。

6. 风险提示

PPP 项目订单落地节奏低于预期的风险，人工智能产品进展低于预期的风险，系统性风险。

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
谢春生 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：佳都科技,润和软件,易华录,新开普,四维图新,京山轻机,中海达,天源迪科,万惠金科,辰安科技,数字认证,云赛智联,银江股份,用友网络,广联达,通鼎互联,雄帝科技,启明信息,南天信息,神州泰岳,信雅达,中科曙光,达实智能,捷成股份,东华软件,捷顺科技,诚迈科技,恒华科技,创意信息,丰东股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。