

大华股份 (002236)

证券研究报告

2020年07月09日

低估值龙头企业，看好长期稳定增长

事件：2020年7月9日，公司发布公告《关于签订全资子公司股权转让框架协议暨关联交易的公告》，将公司全资子公司华图微芯100%股权转让给杭州淦成（含其投资及负责引入的政府产业扶持基金等主体）、宁波华凌、舟山巍芯、舟山知芯，100%股权作价12亿元。

点评：持续看好公司长期发展，公司作为全球安防行业龙头之一，将持续受益于全球安防需求提升，从政策角度受益雪亮工程及后续立体治安防控体系及市域治理，看好公司长期受益；在B端，公司通过设备可视化、自动化和智能化，为企业端客户降低了费用成本，预计未来随着公司在B端业务的布局加深及企业端需求持续提升，公司将持续受益。本次公司转让华图微芯将令公司聚焦主业，同时维持芯片供应稳定性，并丰富公司现金流。

转让全资子公司，聚焦公司主业。本次公司转让全资子公司华图微芯100%股权，主要因公司根据自身战略定位及未来发展规划，基于聚焦核心主业的战略考虑，进行业务结构的优化。交易完成后，有利于公司集中优势资源做好主营业务，提升经营效率和质量。后续，公司将与华图微芯持续保持合作关系，在产品规格、性能满足需求的前提下，大华股份在同等条件下优先向华图微芯和/或其全资子公司采购，因此我们认为，公司在聚焦主业的同时，将维持芯片供应的稳定性，有利于公司长期发展。同时，公司本次转让，对公司净利润影响仅1.66%（2019年度），通过本次转让，投资收益为9.41亿元，占2019年净利润比例为29.78%，丰富了公司货币及现金流。

低估值龙头企业，看好长期稳定增长。公司作为全球安防行业龙头企业，根据wind一致预期，当下市值对应全年仅为16.61倍PE，公司在过去五年年归母净利润复合增长率为23.46%，公司当下估值偏低。未来随着G端、B端及C端客户的需求持续提升，安防行业市场规模持续增长，公司作为龙头企业，预计将持续受益。

投资建议：维持公司20-21年盈利预测39.54亿元和49.42亿元，给予2022年盈利预测57.08亿元，给予“买入”评级，给予目标价30元。

风险提示：安防行业景气度不及预期、安防政策推进不及预期、研发进度不及预期

投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.38元
目标价格	30元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,003.28
流通A股股本(百万股)	1,856.94
A股总市值(百万元)	61,206.77
流通A股市值(百万元)	37,844.38
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	42.52
一年内最高/最低(元)	22.78/13.83

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许俊峰	联系人
xujunfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《大华股份-年报点评报告:公司战略效果显著，2020年机遇与挑战并存》2020-04-05
- 《大华股份-公司点评:业绩符合预期，盈利质量持续提升》2020-02-28
- 《大华股份-公司深度研究:盈利能力显著增强，AI赋能带动产业链升级》2020-01-06

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,665.69	26,149.43	30,987.08	35,635.14	40,980.41
增长率(%)	25.58	10.50	18.50	15.00	15.00
EBITDA(百万元)	4,356.72	6,213.00	4,226.81	5,074.67	5,684.62
净利润(百万元)	2,529.43	3,188.14	3,953.91	4,941.88	5,708.02
增长率(%)	6.34	26.04	24.02	24.99	15.50
EPS(元/股)	0.84	1.06	1.32	1.65	1.90
市盈率(P/E)	24.20	19.20	15.48	12.39	10.72
市净率(P/B)	4.85	3.91	3.06	2.52	2.10
市销率(P/S)	2.59	2.34	1.98	1.72	1.49
EV/EBITDA	6.70	8.57	12.59	9.16	8.16

资料来源：wind，天风证券研究所

维持公司 20-21 年盈利预测 39.54 亿元和 49.42 亿元，给予 2022 年盈利预测 57.08 亿元，给予“买入”评级，给予目标价 30 元。根据 wind 一致预期，公司同业竞争对手海康威视全球安防龙头企业，营收排名第一，2020 年 PE 为 24 倍，大华股份作为全球第二的安防企业，给予 22.76 倍合理估值，对应当年市值为 900 亿，目标价 30 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,160.15	3,084.43	7,121.37	12,638.70	12,610.42
应收票据及应收账款	12,577.07	13,241.20	16,294.54	16,093.25	21,152.71
预付账款	126.89	128.18	199.39	168.27	244.98
存货	3,035.58	3,839.81	3,794.09	4,860.10	5,102.99
其他	800.43	2,051.11	1,298.49	1,509.53	1,796.80
流动资产合计	20,700.12	22,344.72	28,707.88	35,269.85	40,907.89
长期股权投资	185.87	490.73	490.73	490.73	490.73
固定资产	1,407.47	1,522.46	1,640.48	1,703.62	1,720.84
在建工程	226.19	435.76	297.45	226.47	165.88
无形资产	372.47	411.76	369.75	327.73	285.72
其他	2,879.75	3,728.50	2,878.13	3,078.14	3,209.24
非流动资产合计	5,071.75	6,589.21	5,676.54	5,826.69	5,872.42
资产总计	26,350.60	29,564.65	34,910.01	41,674.89	47,358.52
短期借款	1,851.71	400.32	2,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	7,461.32	8,097.55	8,755.05	10,842.85	11,921.04
其他	3,253.62	4,033.39	2,969.00	4,290.48	3,958.21
流动负债合计	12,566.65	12,531.26	13,724.06	16,133.33	16,879.25
长期借款	179.00	153.50	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	701.69	903.72	733.12	779.51	805.45
非流动负债合计	880.69	1,057.22	833.12	879.51	905.45
负债合计	13,447.33	13,588.48	14,557.17	17,012.84	17,784.70
少数股东权益	284.51	333.16	352.88	388.30	395.42
股本	2,997.62	3,003.71	3,003.28	3,003.28	3,003.28
资本公积	1,501.18	1,882.86	1,882.86	1,882.86	1,882.86
留存收益	10,418.53	13,684.57	16,996.68	21,270.48	26,175.12
其他	(2,298.58)	(2,928.13)	(1,882.86)	(1,882.86)	(1,882.86)
股东权益合计	12,903.27	15,976.17	20,352.84	24,662.06	29,573.82
负债和股东权益总	26,350.60	29,564.65	34,910.01	41,674.89	47,358.52

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,594.59	3,160.86	3,953.91	4,941.88	5,708.02
折旧摊销	238.70	296.97	122.30	129.85	135.38
财务费用	(38.06)	96.46	(141.10)	(373.42)	(574.83)
投资损失	79.29	95.57	68.12	52.00	52.00
营运资金变动	(2,119.14)	(3,931.91)	(2,077.53)	2,214.78	(5,020.00)
其它	199.93	1,882.66	54.44	26.43	2.45
经营活动现金流	955.32	1,600.60	1,980.16	6,991.52	303.02
资本支出	731.03	678.33	230.61	33.61	24.06
长期投资	124.60	304.86	0.00	0.00	0.00
其他	(1,602.28)	(1,822.99)	(253.60)	(218.37)	(125.93)
投资活动现金流	(746.64)	(839.80)	(22.99)	(184.76)	(101.87)
债权融资	2,056.21	580.82	2,117.50	1,123.33	1,122.61
股权融资	328.45	212.59	1,188.56	376.05	577.46
其他	(2,008.14)	(2,567.29)	(1,226.29)	(2,788.80)	(1,929.50)
筹资活动现金流	376.51	(1,773.88)	2,079.77	(1,289.43)	(229.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	585.18	(1,013.07)	4,036.94	5,517.33	(28.28)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,665.69	26,149.43	30,987.08	35,635.14	40,980.41
营业成本	14,871.18	15,396.19	18,034.48	20,561.47	23,563.73
营业税金及附加	192.38	182.58	233.72	269.09	301.56
营业费用	3,365.38	3,952.95	4,431.15	4,988.92	5,696.28
管理费用	632.97	740.88	774.68	890.88	1,024.51
研发费用	2,283.87	2,794.22	3,346.60	3,919.87	4,712.75
财务费用	(123.17)	(70.08)	(141.10)	(373.42)	(574.83)
资产减值损失	359.00	(111.17)	27.50	(1.50)	75.50
公允价值变动收益	(38.60)	41.86	33.68	(9.59)	(4.84)
投资净收益	(79.29)	(95.57)	(68.12)	(52.00)	(52.00)
其他	(498.10)	(179.31)	68.88	123.18	113.67
营业利润	2,700.07	3,496.88	4,245.60	5,318.24	6,124.07
营业外收入	77.20	11.48	37.10	41.93	30.17
营业外支出	4.11	9.80	8.87	7.59	8.75
利润总额	2,773.16	3,498.56	4,273.84	5,352.57	6,145.49
所得税	178.56	337.70	299.17	374.68	430.18
净利润	2,594.59	3,160.86	3,974.67	4,977.89	5,715.31
少数股东损益	65.17	(27.29)	20.76	36.02	7.29
归属于母公司净利润	2,529.43	3,188.14	3,953.91	4,941.88	5,708.02
每股收益(元)	0.84	1.06	1.32	1.65	1.90

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.58%	10.50%	18.50%	15.00%	15.00%
营业利润	2.58%	29.51%	21.41%	25.26%	15.15%
归属于母公司净利润	6.34%	26.04%	24.02%	24.99%	15.50%
获利能力					
毛利率	37.16%	41.12%	41.80%	42.30%	42.50%
净利率	10.69%	12.19%	12.76%	13.87%	13.93%
ROE	20.04%	20.38%	19.77%	20.36%	19.56%
ROIC	36.92%	41.55%	41.69%	38.36%	54.14%
偿债能力					
资产负债率	51.03%	45.96%	41.70%	40.82%	37.55%
净负债率	-16.31%	-15.67%	-24.59%	-46.69%	-38.84%
流动比率	1.69	1.83	2.13	2.22	2.46
速动比率	1.45	1.53	1.85	1.92	2.16
营运能力					
应收账款周转率	2.10	2.03	2.10	2.20	2.20
存货周转率	8.10	7.61	8.12	8.24	8.23
总资产周转率	0.99	0.94	0.96	0.93	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.84	1.06	1.32	1.65	1.90
每股经营现金流	0.32	0.53	0.66	2.33	0.10
每股净资产	4.20	5.21	6.66	8.08	9.72
估值比率					
市盈率	24.20	19.20	15.48	12.39	10.72
市净率	4.85	3.91	3.06	2.52	2.10
EV/EBITDA	6.70	8.57	12.59	9.16	8.16
EV/EBIT	7.07	8.97	12.96	9.40	8.36

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com