

证券研究报告—动态报告

信息技术

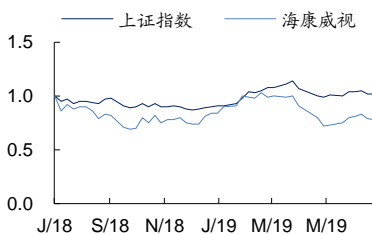
IT 硬件与设备

海康威视(002415)
买入

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 07 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	9,348/8,074
总市值/流通(百万元)	247,534/213,800
上证综指/深圳成指	2,924/9,229
12 个月最高/最低(元)	36.33/21.75

相关研究报告:

《海康威视-002415-深度报告: AI 时代, 海康威视的“矛”与“盾”》——2019-07-17
 《海康威视-002415-2018 年报&2019 年一季报点评: 需求有望触底回升, 战略加快 AI, cloud 落地》——2019-04-22
 《海康威视-002415-重大事件快评: 业绩符合预期, 稳健成长的安防龙头》——2019-02-15
 《海康威视-002415-重大事件快评: 股权激励落地, 看好公司未来持续稳健成长》——2018-12-07
 《海康威视-002415-2018 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 乐观看待安防龙头未来成长》——2018-10-22

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310
 E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

半年报业绩符合预期, 行业景气度触底回升

● 19 年半年报业绩符合预期, 毛利率改善明显

公司 19 年上半年实现营收 239.23 亿元, 比上年同期增长 14.60%; 实现归属于上市公司股东的净利润 42.17 亿元, 比上年同期增长 1.67%, 业绩符合市场预期。公司 2019 年上半年毛利率为 46.33%, 比上年同期提高 1.83 个百分点。国内营收 169.8 亿元, 同比+16.46%, 国外营收 69.43 亿元, 同比+10.29%。公司三大事业群均呈现企稳回升之势, 毛利率受到增值税下调, 公司降本增效, 以及收入结构变化等因素显著提升, 我们预计全年毛利率依然维持稳定。公司预计 19 年 1-9 月归母净利润同比增速区间为 0~15%。

● 业绩呈现环比改善趋势, 三大事业群企稳回升

虽然面临国内经济波动, 海外商业环境不确定性风险等因素, 公司二季度业绩依然有所回暖, 海外增速受汇率, 以及政策性等非市场性因素, 增速有所下滑, 国内情况来看, 公司三大事业群 PBG、EBG、SMBG 等都呈现企稳回升之势, 公司萤石业务、机器人业务持续盈利, 汽车电子、存储业务等其他创新业务快速成长。公司持续探索新的需求, 新的市场, 加快 AI Cloud 云边融合计算架构、物信融合数据架构持续落地。

● 公司战略方向明确, 积极拥抱 AI 时代的新市场

现阶段公司所面临的业务和需求已经不仅仅是安防的需求, 更加着眼于提升全社会各行各业效率的角度。公司的产品丰富, 应用领域众多, 公司不断夯实在深度学习、大数据、智能物联网、数据应用等领域的发展基础, 在技术创新和产品创新上持续引领市场。

● 风险提示

一, AI cloud 落地进展不达预期。二, 海外市场的政策性风险。三, 安防整体下游需求不达预期。

● 看好全年业绩稳健增长, 维持“买入”评级

考虑到前三季度公司业绩增速为 0~15%, 出于谨慎考虑我们调整盈利预测, 从前期的 19/20/21 年归母净利润 136.77/170.32/212.45 亿元, 调整到 130.41/159.86/194.97 亿元, 当前股价对应 PE 19/15.5/12.7X, 估值低于行业可比公司, 看好公司稳健成长, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	49,837	59,839	73,606	91,199
(+/-%)	18.9%	20.1%	23.0%	23.9%
净利润(百万元)	11,353	13,041	15,986	19,497
(+/-%)	20.6%	14.9%	22.6%	22.0%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.40	1.71	2.09
EBIT Margin	29.4%	24.3%	24.3%	23.7%
净资产收益率(ROE)	30.2%	28.3%	28.3%	28.2%
市盈率(PE)	21.5	19.0	15.5	12.7
EV/EBITDA	17.8	18.5	15.1	12.8
市净率(PB)	6.50	5.37	4.38	3.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

半年报业绩符合预期，行业景气度触底回升

19 年半年报业绩符合预期，毛利率改善明显

公司 19 年上半年实现营收 239.23 亿元，比上年同期增长 14.60%；实现归属于上市公司股东的净利润 42.17 亿元，比上年同期增长 1.67%，扣非归母净利润 41.22 亿元，同比增长 2.28%，业绩符合市场预期。公司 2019 年上半年毛利率为 46.33%，比上年同期提高 1.83 个百分点。净利率 17.66%，同比减少 2.02 个百分点。国内营收 169.8 亿元，同比+16.46%，国外营收 69.43 亿元，同比+10.29%。

19Q2 单季度营收 139.81 亿元，同比+21.46%，19Q2 单季度毛利率 47.39%，比去年同期提高 3.35 个百分点。公司三大事业群均呈现企稳回升之势，毛利率受到增值税下调，公司降本增效，以及收入结构变化等因素显著提升，我们预计全年毛利率依然维持稳定。公司预计 19 年 1-9 月归母净利润同比增速区间为 0~15%。

表 1：公司营收及归母净利润情况

	2015 年 H1	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
营收 (亿元)	97.96	125.48	164.48	208.76	239.23
同比增速 (%)	62.84%	28.09%	31.07%	26.92%	14.60%
归母净利润 (亿元)	21.72	24.09	38.12	47.05	51.28
同比增速 (%)	49.52%	10.91%	58.27%	23.41%	8.99%
扣非归母净利 (亿元)	22.07	26.07	32.92	41.47	42.17
同比增速 (%)	45.20%	18.14%	26.27%	26.00%	1.67%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司 19 年上半年实现经营活动现金流净额-4.31 亿元,同比增加 73.41%。19Q2 单季度经营活动现金流净额为 26.07 元。

资产负债率 42.6%，同比增加 3.04 个百分点。ROE 11.38%，同比减少 2.36 个百分点。销售期间费用率 26.41%，同比增加 2.49 个百分点。

表 2：公司的盈利能力情况

	2015 年 H1	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
毛利率 (%)	42.94	40.10	42.72	44.50	46.33
净利率 (%)	22.64	20.80	19.92	19.68	17.66
销售期间费用率 (%)	19.05	19.01	21.61	23.92	26.41
ROE (%)	14.55	13.59	13.62	13.74	11.38

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

营收结构有所变化，工程施工营收大幅降低，毛利率提升显著。创新业务、智能家居和中心控制产品营收保持大幅增长。除其他业务毛利率有所下滑以外，其他业务毛利率均同比提高显著。

表 3: 分产品收入及毛利率情况

	19H1 营收 (亿元)	营收同比增减	19H1 毛利率 (%)	毛利率变化 (%)
前端产品	114.00	10.8%	51.63	1.91
后端产品	31.96	6.7%	49.24	3.30
中心控制产品	34.87	24.6%	55.57	2.54
智能家居	11.39	56.9%	38.56	2.23
工程施工	4.78	-55.6%	26.95	12.49
创新业务	5.89	54.6%	41.96	3.42
其他创新业务	36.35	39.1%	23.96	-4.73

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

费用端, 19 年上半年受汇率波动影响, 汇兑损失增加, 财务费用同比+18.03%, 研发投入 25.05 亿元, 同比+30.96%。管理费用随公司业务规模扩大人员增加影响, 7.31 亿元, 同比+23.74%。

表 4: 公司的费用情况

	2018 年 H1	2019 年 H1	同比增减	说明
销售费用 (亿元)	32.13	26.49	21.28%	公司持续在国内外营销网络上增加投入
管理费用 (亿元)	7.31	5.91	23.74%	公司业务规模扩张
财务费用 (亿元)	-1.3	-1.59	18.03%	汇率波动影响, 本期汇兑损失增加
研发费用 (亿元)	25.05	19.13	30.96%	公司持续加大研发投入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从营运能力上看, 19 年上半年公司营业周期 234.96 天, 同比增加 17.34 天。存货周转天数 100.49 天, 同比增加 19.33 天。应收帐周转天数 134.48 天, 同比减少 1.99 天。总资产周转率 0.37 次, 同比减少 0.04 次。

表 5: 公司的营运能力

	2015 年 H1	2016 年 H1	2017 年 H1	2018 年 H1	2019H1
营业周期	180.86	210.01	218.02	217.62	234.96
存货周转天数	82.00	77.03	83.70	81.15	100.49
应收账款周转天数	98.85	132.99	134.32	136.47	134.48
固定资产周转率 (%)	6.19	5.49	5.67	5.88	4.60
总资产周转率 (%)	0.44	0.40	0.40	0.41	0.37
存货周转率 (次)	33.03	40.04	41.63	39.56	42.60
资产负债率 (%)	180.86	210.01	218.02	217.62	234.96

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

业绩呈现环比改善趋势, 三大事业群企稳回升

虽然面临国内经济波动, 海外商业环境不确定性风险等因素, 公司二季度业绩依然有所回暖, 海外增速受汇率, 以及政策性等非市场性因素, 增速有所下滑, 国内情况来看, 公司三大事业群 PBG、EBG、SMBG 等都呈现企稳回升之势, 公司萤石业务、机器人业务持续盈利, 汽车电子、存储业务等其他创新业务快速成长。公司持续探索新的需求, 新的市场, 加快 AI Cloud 云边融合计算架构、物信融合数据架构持续落地, 实现智能物联网与信息网之间的数据交互。完善公司的组织架构, 协调内部资源实现高效配置, 积极应对海内外市场的变化和不确定性风险。

公司战略方向明确, 积极拥抱 AI 时代的新市场

现阶段公司所面临的业务和需求已经不仅仅是安防的需求, 更加着眼于提升全社会各行各业效率的角度。公司的产品丰富, 应用领域众多, 公司不断夯实在深度学习、大数据、智能物联网、数据应用等领域的发展基础, 在技术创新和产品创新上持续引领市场, 海康继续深化整合 AI cloud 产品线, 同时提供 AI 开放开发平台, 加快 AI cloud 落地。

看好全年业绩稳健增长，维持“买入”评级

伴随二季度拐点和需求的改善，公司业绩迎来显著回暖，我们认为公司业绩将逐季改善，全年稳定增长可期并有望实现平稳增长。考虑到前三季度公司业绩增速为 0~15%，出于谨慎考虑我们调整盈利预测，从 19/20/21 年实现归母净利润 136.77/170.32/212.45 亿元，调整到 130.41/159.86/194.97 亿元。EPS 1.40/1.71/2.09 元，同比增速 14.9%/22.6%/22.0%，当前股价对应 PE19/15.5/12.7X，行业可比公司大华股份、千方科技 19/20/21 年平均 PE 22.9/17.96/14.32X，公司估值依然低于可比公司平均值，公司是安防行业龙头，且公司业绩环比改善显著，全年有望持续稳定增长，维持“买入”评级。

表 6: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002415.SZ	海康威视	26.48	2475.34	1.40	1.71	2.09	18.91	15.49	12.67
	Dahua	14.44	432.85	0.99	1.24	1.56	14.59	11.65	9.26
002373.SZ	千方科技	16.01	238.01	0.67	0.84	1.02	23.90	19.06	15.70
600728.SH	佳都科技	9.23	151.23	0.27	0.36	0.47	34.19	25.64	19.64
	平均值						22.90	17.96	14.32

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理(海康威视为国信证券经济研究所预测)

风险提示

- 一， AI cloud 落地进展不达预期。
- 二， 海外市场的政策性风险。
- 三， 安防整体下游需求不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	26552	28000	28863	35645	营业收入	49837	59839	73606	91199
应收款项	19189	27050	33274	41227	营业成本	27483	32528	40370	50837
存货净额	5725	7111	8813	11112	营业税金及附加	418	539	589	730
其他流动资产	1778	6582	8097	10032	销售费用	5893	6283	7729	9576
流动资产合计	53627	69127	79430	98399	管理费用	1376	5959	7027	8425
固定资产	5499	6348	7110	7743	财务费用	(424)	(264)	(297)	(494)
无形资产及其他	870	836	802	769	投资收益	52	50	50	50
投资性房地产	3326	3326	3326	3326	资产减值及公允价值变动	(414)	(450)	(450)	(450)
长期股权投资	163	253	343	433	其他收入	(2394)	0	0	0
资产总计	63484	79890	91011	110670	营业利润	12336	14394	17788	21725
短期借款及交易性金融负债	6644	11182	6700	6700	营业外净收支	103	133	140	140
应付款项	10765	15112	18728	23612	利润总额	12438	14527	17928	21865
其他流动负债	7300	6475	7965	9956	所得税费用	1057	1453	1900	2318
流动负债合计	24709	32769	33394	40269	少数股东损益	29	34	42	51
长期借款及应付债券	440	210	210	210	归属于母公司净利润	11353	13041	15986	19497
其他长期负债	371	451	531	611					
长期负债合计	811	661	741	821					
负债合计	25520	33430	34134	41089					
少数股东权益	374	394	419	450					
股东权益	37590	46067	56458	69131					
负债和股东权益总计	63484	79890	91011	110670					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	11353	13041	15986	19497
资产减值准备	(58)	79	41	47
折旧摊销	480	656	783	904
公允价值变动损失	414	450	450	450
财务费用	(424)	(264)	(297)	(494)
营运资本变动	2661	(10372)	(4212)	(5185)
其它	75	(59)	(16)	(16)
经营活动现金流	14924	3794	13032	15697
资本开支	(985)	(2001)	(2001)	(2001)
其它投资现金流	(312)	0	0	0
投资活动现金流	(1329)	(2091)	(2091)	(2091)
权益性融资	98	0	0	0
负债净变化	(50)	(230)	0	0
支付股利、利息	(4702)	(4564)	(5595)	(6824)
其它融资现金流	5896	4539	(4482)	0
融资活动现金流	(3510)	(256)	(10078)	(6824)
现金净变动	10084	1448	863	6782
货币资金的期初余额	16468	26552	28000	28863
货币资金的期末余额	26552	28000	28863	35645
企业自由现金流	15577	1360	10564	13057
权益自由现金流	21422	5906	6348	13499

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.23	1.40	1.71	2.09
每股红利	0.51	0.49	0.60	0.73
每股净资产	4.07	4.93	6.04	7.40
ROIC	34%	26%	27%	30%
ROE	30%	28%	28%	28%
毛利率	45%	46%	45%	44%
EBIT Margin	29%	24%	24%	24%
EBITDA Margin	30%	25%	25%	25%
收入增长	19%	20%	23%	24%
净利润增长率	21%	15%	23%	22%
资产负债率	41%	42%	38%	38%
息率	1.9%	1.9%	2.3%	2.8%
P/E	21.5	19.0	15.5	12.7
P/B	6.5	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	17.8	18.5	15.1	12.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032