

公司研究/中报点评

2019年07月22日

电子元器件/其他电子器件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

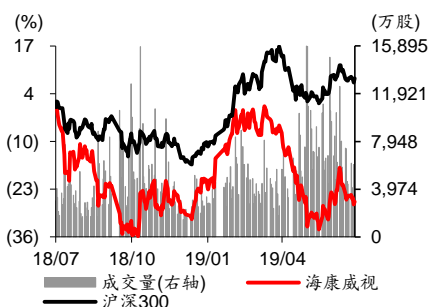
当前价格(元): 26.48
合理价格区间(元): 36.00~38.88

彭茜 执业证书编号: S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

- 1《海康威视(002415,买入): 弱市持续保持研发投入,夯实 AI 应用领域布局》2019.04
- 2《海康威视(002415,买入): 2018 稳健增长,视频监控智能化持续推进》2019.02
- 3《海康威视(002415,买入): 渠道影响预计 Q4 转好,安防智能化势不可挡》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q2 改善明显, 2019H1 业绩超预期

海康威视(002415)

Q2 改善明显, 半年报超预期, 维持“买入”评级

海康公布 2019H1 财报, 营收 239.23 亿元, 归母净利润 42.17 亿元, 扣非后归母净利润 41.22 亿元, 同比分别增长 14.6%、1.67%、2.82%。2019 年 Q1、Q2 单季度营收分别为 99.42、139.81 亿元 (同比增长 6.17%、21.46%), 归母净利润分别为 15.36、26.81 亿元 (同比增长-15.41%、14.98%), 扣非后归母净利润 14.83、26.39 亿元 (同比增长-18%、19.92%)。2019H1 虽净利润低增长, 但 Q2 环比改善明显, 带来半年报总体超预期。同时 2019H1 海康毛利率为 46.33%, 比上年同期提高 1.83pct。维持海康 2019-2021EPS1.44、1.74、2.11 元的预测, 维持“买入”评级。

国内业务逐步企稳, 海外受政治因素影响, 收入增速较过往有所下滑

国内及海外业务 2019 年上半年营收分别为 169.80、69.43 亿元, 分别实现同比增长 16.46%、10.29%, 国内业务逐步企稳, 海外受政治因素影响, 收入增速较过往有所下滑。公司年报投资者交流反馈的国内领域从 3 月份开始, 商机数量逐步增长, 在 Q2 业绩中也有所反映, PBG 企稳, EBG 较快增长, SMBG 较一季度有明显回升, 整体反映海康业务布局有一定的抗压性。海外业务因政治性因素干扰, 美国营收从 2018H2 以来负增长, 中高端市场的拓展, 短时间内很多国家进展不大; 同时还有汇率问题带来部分国家购买力波动, 但亚非拉区域的国家需求快速增长, 仍保持有针对性的业务布局, 持续投入。

创新业务持续高成长, 且毛利率持续提升, 逐渐成公司长期发展的新动能

2019 年上半年创新业务营收 17.28 亿元, 同比增长 56.21%, 占公司营收比重 7.22%, 毛利率 39.72%, 比上年同期增加 2.63pct, 其中萤石业务、机器人业务持续盈利, 并且保持较高增速, 汽车电子、存储业务等其他创新业务快速成长, 逐渐成为公司长期发展的新动能。

毛利率继续提升, 研发高投入, 随收入起量, Q2 期间费用率环比下降

2019H1, 海康毛利率 46.33%, 比上年同期提高 1.83pct, 几个方面对毛利率产生了正向影响: 1) 增值税下调; 2) 降本控费持续; 3) 收入结构变化 (低毛利的工程施工占比下降)。公司预计在退税减少预期下, 全年税收对毛利率影响将趋平。2016 年以来, 海康员工增加了约 2 万人, 新员工主要分布于研发销售两大领域, 面对碎片化的市场, 推动研发和销售的下沉。随 2018 年以来国内外宏观环境复杂, 但海康持续保持高研发 (2019H1 投入 25.05 亿元, 研发费用率 10.47%), 同时在 3 大 BG 变革及波动的经济环境背景下, 2019Q2 收入逐步起量, 期间费用率环比下降 3.97pct。

AI Cloud 计算架构+物信融合数据架构夯实 AI 布局, 维持“买入”评级

我们看好海康踏实积攒, 在复杂环境下, 不忘初心, 保证收入利润健康, 同时保持研发投入, 变革组织架构, 协同内部资源, 提高效能。同时 AI Cloud 计算架构+物信融合的数据架构, 不断夯实在 AI 智能、大数据、应用领域的布局。我们维持海康 19-21 年归母净利润为 134.20、162.51、196.85 亿元的预测, 维持目标价 36.00~38.88 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济风险、海外竞争加剧、新业务进展低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	9,348
流通 A 股 (百万股)	8,074
52 周内股价区间 (元)	23.60-36.85
总市值 (百万元)	247,534
总资产 (百万元)	64,345
每股净资产 (元)	3.91

资料来源: 公司公告

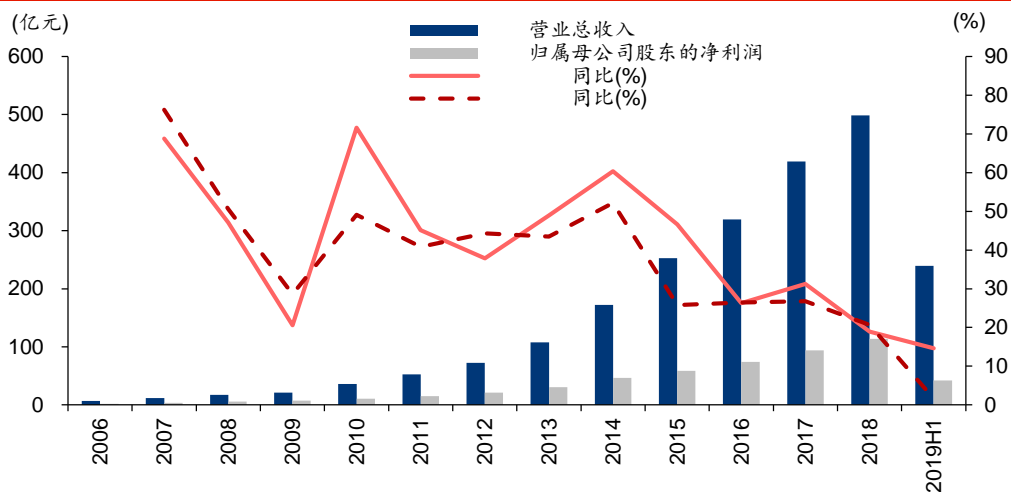
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	41,905	49,837	59,811	72,827	88,982
+/-%	31.22	18.93	20.01	21.76	22.18
归属母公司净利润 (百万元)	9,411	11,353	13,420	16,251	19,685
+/-%	26.77	20.64	18.20	21.10	21.13
EPS (元, 最新摊薄)	1.01	1.21	1.44	1.74	2.11
PE (倍)	34.67	28.74	24.31	20.08	16.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

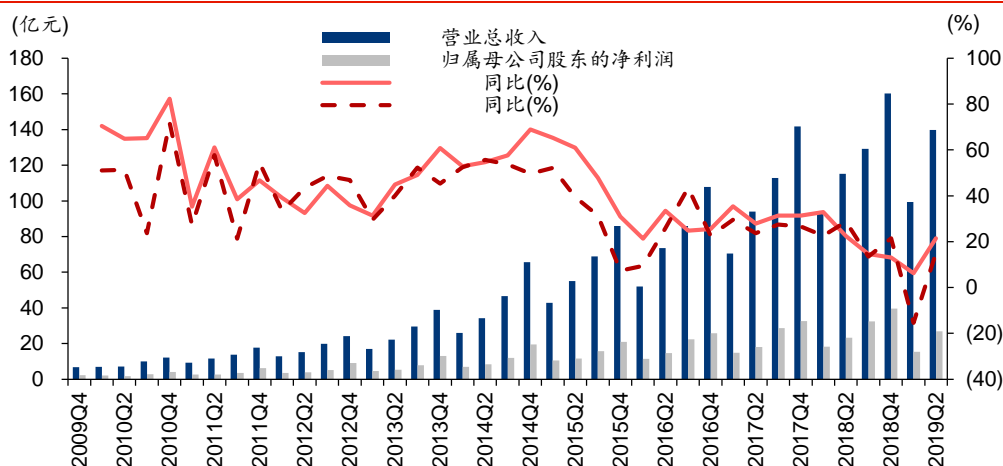
海康财务数据情况

图表1: 海康营收及归母净利润增长情况



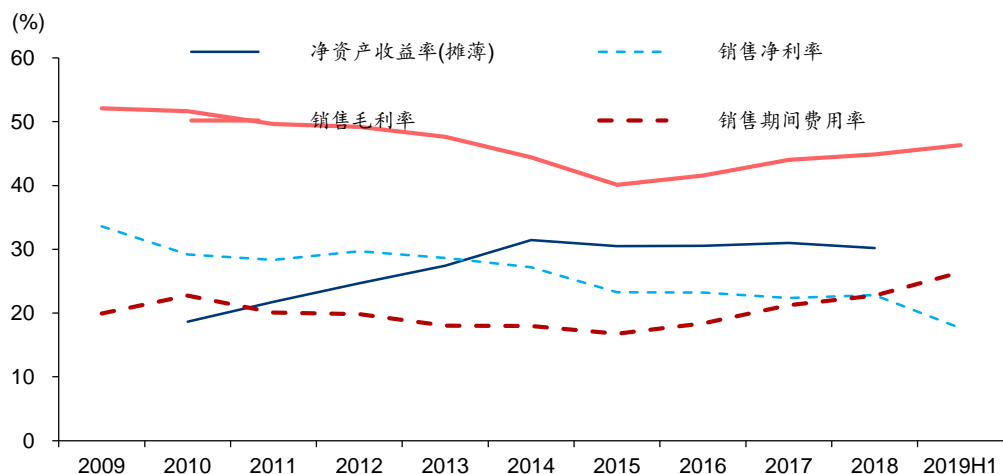
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 海康单季度营收及归母净利润增长情况, 2019Q2 单季对比 Q1 改善明显



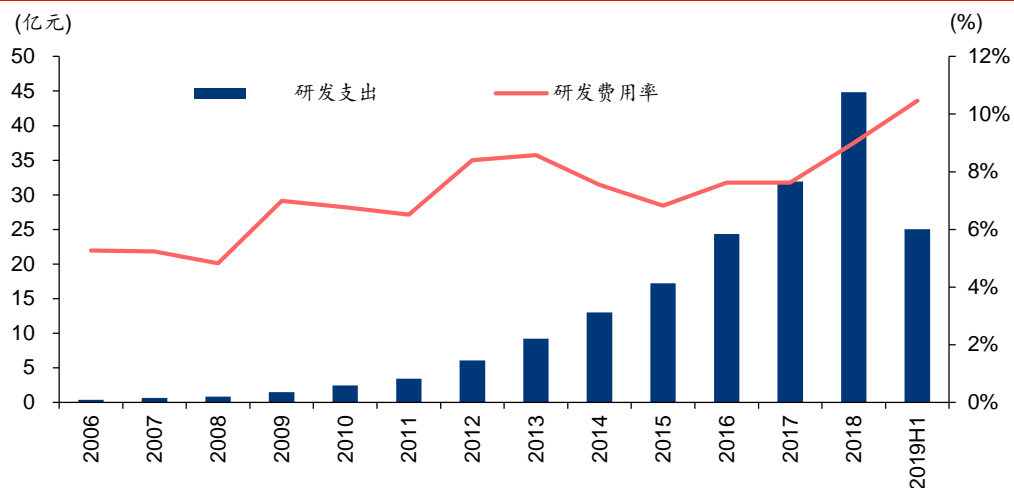
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 毛利率 2015 年见底后持续提升, 2016-2018 年为业务提前布局的 2w 人员加入带来期间费用率的提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

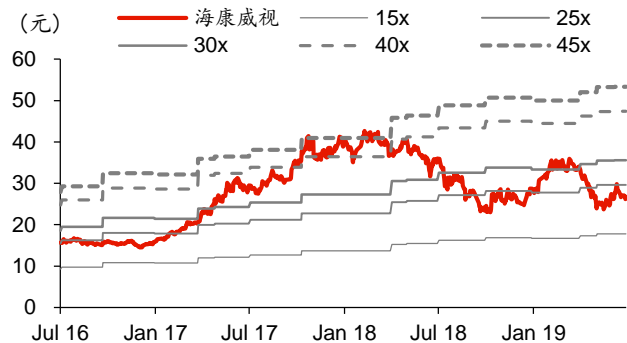
图表4： 研发费用坚定投入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

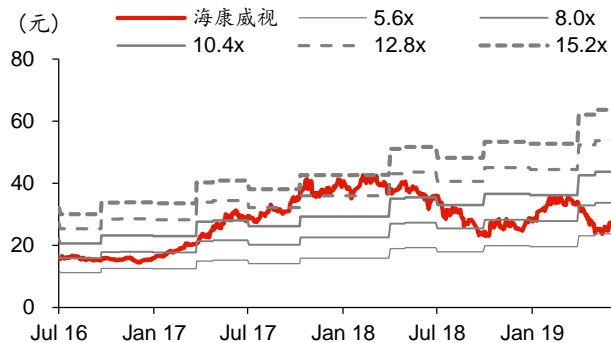
PE/PB - Bands

图表5： 海康威视历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 海康威视历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	44,653	53,627	67,311	80,047	96,173
现金	16,468	26,552	31,863	38,235	45,883
应收账款	14,705	16,619	20,670	25,011	30,325
其他应收账款	583.68	586.75	793.62	937.69	1,141
预付账款	527.58	460.30	604.01	741.43	889.09
存货	4,940	5,725	6,914	8,401	10,258
其他流动资产	7,428	3,683	6,467	6,721	7,678
非流动资产	6,918	9,858	9,074	9,372	9,567
长期投资	130.47	163.30	163.30	163.30	163.30
固定投资	3,024	5,082	5,056	5,069	4,888
无形资产	429.16	869.91	1,126	1,425	1,705
其他非流动资产	3,334	3,742	2,728	2,714	2,810
资产总计	51,571	63,484	76,385	89,419	105,740
流动负债	17,201	24,709	35,235	37,661	39,924
短期借款	97.11	3,466	15,000	13,856	11,955
应付账款	10,885	10,765	13,589	16,600	20,075
其他流动负债	6,219	10,479	6,645	7,205	7,894
非流动负债	3,765	810.80	575.96	616.02	643.85
长期借款	490.00	440.00	440.00	440.00	440.00
其他非流动负债	3,275	370.80	135.96	176.02	203.85
负债合计	20,967	25,520	35,811	38,277	40,568
少数股东权益	246.05	373.98	308.98	233.98	148.98
股本	9,348	9,348	9,348	9,348	9,348
资本公积	1,819	1,956	1,129	1,129	1,129
留存公积	20,082	26,821	29,909	40,551	54,627
归属母公司股东权益	30,358	37,590	40,386	51,028	65,144
负债和股东权益	51,571	63,484	76,506	89,540	105,861

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	7,373	9,114	4,502	13,218	15,281
净利润	9,378	11,382	13,355	16,176	19,600
折旧摊销	341.27	479.68	559.64	616.31	668.58
财务费用	265.41	(424.26)	(550.00)	(460.00)	(310.00)
投资损失	(44.65)	(51.93)	(150.00)	(200.00)	(300.00)
营运资金变动	(2,344)	(2,625)	(9,416)	(3,249)	(4,947)
其他经营现金	(222.79)	353.76	703.70	334.48	570.30
投资活动现金	(1,209)	1,451	(548.46)	(547.31)	(434.66)
资本支出	1,692	2,056	400.00	400.00	400.00
长期投资	(379.25)	(3,317)	(2.36)	0.59	0.10
其他投资现金	104.24	189.15	(150.82)	(146.71)	(34.56)
筹资活动现金	(3,402)	(805.36)	1,357	(6,298)	(7,200)
短期借款	64.82	3,369	11,535	(1,144)	(1,901)
长期借款	(1,232)	(50.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3,245	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	771.08	136.74	(826.73)	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,251)	(4,261)	(9,351)	(5,155)	(5,299)
现金净增加额	2,507	9,995	5,310	6,373	7,647

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,905	49,837	59,811	72,827	88,982
营业成本	23,467	27,483	32,896	40,055	48,940
营业税金及附加	370.99	418.32	507.21	620.02	754.79
营业费用	4,430	5,893	6,437	7,851	9,610
管理费用	1,011	1,376	5,772	7,034	8,706
财务费用	265.41	(424.26)	(550.00)	(460.00)	(310.00)
资产减值损失	484.57	426.95	446.16	439.75	441.89
公允价值变动收益	42.09	13.41	0.00	0.00	40.00
投资净收益	44.65	51.93	150.00	200.00	300.00
营业利润	10,443	12,336	14,453	17,488	21,179
营业外收入	46.73	111.36	150.00	200.00	260.00
营业外支出	3.02	8.59	8.00	10.00	20.00
利润总额	10,487	12,438	14,595	17,678	21,419
所得税	1,109	1,057	1,240	1,502	1,820
净利润	9,378	11,382	13,355	16,176	19,600
少数股东损益	(33.35)	28.82	(65.00)	(75.00)	(85.00)
归属母公司净利润	9,411	11,353	13,420	16,251	19,685
EBITDA	11,050	12,391	14,462	17,644	21,538
EPS (元, 基本)	1.01	1.21	1.44	1.74	2.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	31.22	18.93	20.01	21.76	22.18
营业利润	52.83	18.12	17.16	21.00	21.11
归属母公司净利润	26.77	20.64	18.20	21.10	21.13
获利能力 (%)					
毛利率	44.00	44.85	45.00	45.00	45.00
净利率	22.46	22.78	22.44	22.31	22.12
ROE	31.00	30.20	33.23	31.85	30.22
ROIC	53.91	68.31	50.50	55.38	58.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.66	40.20	46.81	42.75	38.32
净负债比率 (%)	10.18	27.76	51.99	45.65	38.39
流动比率	2.60	2.17	1.91	2.13	2.41
速动比率	2.30	1.93	1.71	1.89	2.14
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.87	0.86	0.88	0.91
应收账款周转率	3.00	2.96	2.98	2.96	2.99
应付账款周转率	2.62	2.54	2.70	2.65	2.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.21	1.44	1.74	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.98	0.48	1.41	1.63
每股净资产(最新摊薄)	3.25	4.02	4.32	5.46	6.97
估值比率					
PE (倍)	34.67	28.74	24.31	20.08	16.57
PB (倍)	10.75	8.68	8.08	6.39	5.01
EV_EBITDA (倍)	27.61	24.62	21.10	17.29	14.17

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com