

短期扰动不改安防长期需求, 继续看好

公司成长逻辑

18 年公司业绩基本符合预期

18 年全年营收 236.66 亿, 同比增长 25.58%; 归母净利润 25.32 亿, 同比增长 6.42%, 处于此前三季报预告区间中枢, 基本符合预期; 其中 18Q4 单季营收 86.35 亿, 同比增长 21.26%; 归母净利润 9.68 亿, 同比增长 3.64%。公司 18 年 ROE 为 22.1%, 近五年第二高, 略低于 17 年 0.63 个 pct。净利润率 10.7%, 较去年下降约 1.7 个 pct。18 年安防整体疲软, 公司营收仍保持 20%+ 增长。

国内外市场乏力营收增长放缓, 中长期看有望重回高增长

目前大华方案和产品收入约 5:4, 国内和海外营收约 7:3。其中国内以方案为主, 占比约 80%; 海外基本为产品。18 年安防需求整体偏弱, 公司营收增速较往年放缓, 主因在于: 1) 国内宏观经济面临多重压力, 加上去杠杆、PPP 规范化等因素, 政府/部门安防支出收缩, 导致公司方案业务乏力; 2) 海外由于贸易摩擦, 汇率波动等因素, 营收增长放缓。中长期看, 有望重回高增长, 主要包括, 1) 方案市场, 国内: PPP 入库标准规范化, 将提高方案业务门槛, 随着 PPP 回暖, 大华作为优质安防方案商, 有望提升方案市占率; 海外: 匈牙利/丹麦等明星项目示范带动下, 未来有望持续突破。2) 产品市场, 公司深耕渠道, 国内实现渠道下沉到县乡村; 境外大力增加方案和产品覆盖, 非美市场增长改善。

安防行业需求稳定存在, AI 带动产品和方案能力齐升

需求看, 传统视频监控行业增长稳健, 目前需求主要受国内外不确定因素抑制而延后, 但仍长期存在。财务表现看, 公司一方面抢占/维持市场份额, 另一方面处于大投入周期, 费用高增长, 导致利润端有所牺牲, 收入端保持高增长。行业成长看, 国内对安防需求确定, 渗透远未到天花板, 海外非美市场发展空间较大。待到宏观经济好转, 安防有望恢复景气度, 公司营收和利润表现有望好转。此外, 公司推出“大华 HOC 城市之心”战略, 主要针对公安/政府方案业务的数字/智能化转型, 提升整体方案能力, 构建智慧城市/智慧物联架构。

行业波动不改长期成长逻辑, 智慧物联打开新空间

宏观因素短期扰动不改安防长期下游需求, 成长空间巨大。大华从传统视频监控升级为智慧物联解决方案与运营服务商, 市场空间增至 7000 亿美金+。随着公司全系列智能化产品和各行业智能化解决方案的发布, 智能化已经逐步应用, 预计下半年渗透明显加速, 提升产品与解决方案附加值, 带动盈利能力提升。公司方案业务优势明显, 经验深厚, 未来有望实现智慧城市操作能力的有效复制, 推动更多项目落地。我们继续看好公司的长期成长逻辑, 预计 2018-2020 年归母净利润为 25.3/30.6/39.4 亿元, EPS 为 0.87/1.06/1.36 元, 对应 PE 为 18/15/12X, 以 2019 年 18xPE 给予 6 个月目标价 19.1 元, 维持“买入”评级。

请参阅最后一页的重要声明

大华股份 (002236)

维持

买入

黄瑜

0755-82521369

huangyu@csc.com.cn

执业证书编号: S1440517100001

研究助理 季清斌

0755-23953843

jiqingbin@csc.com.cn

发布日期: 2019 年 02 月 28 日

当前股价: 15.99 元

目标价格 6 个月: 19.1 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
31.93/15.84	25.31/8.08	-45.16/-35.78	
12 月最高/最低价 (元)			30.55/10.84
总股本 (万股)			299,762.19
流通 A 股 (万股)			183,430.92
总市值 (亿元)			479.32
流通市值 (亿元)			293.31
近 3 月日均成交量 (万)			5,689.09
主要股东			
傅利泉			38.68%

股价表现



相关研究报告

- 18.10.29 大华股份:18 年三季报符合预期, 方案与 AI 能力带来长期空间-20181030
- 18.08.21 大华股份: 18 年半年报和三季度展望符合预期, 长期成长依然清晰-20180821

预测和比率

基本指标	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0.82	0.87	1.06	1.36
BVPS	3.61	4.35	5.25	6.41
PE	19.49	18.30	15.14	11.76
PEG	1.06	1.00	0.83	0.64
PB	4.43	3.67	3.05	2.50
EV/EBITDA	20.10	14.14	11.63	8.82
ROE	22.73%	20.07%	20.12%	21.23%

风险提示

宏观经济波动影响；全球贸易摩擦风险；行业政策变化等导致产品销售和方案市场开拓不及预期；PPP 回暖不及预期。

财务报表预测
利润表（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18844	23665	29512	37238
营业成本	11639	14964	18582	23348
毛利	7205	8701	10930	13891
%营业收入	38.2%	36.8%	37.0%	37.3%
营业税金及附加	142	178	222	280
%营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	2417	2788	3630	4580
%营业收入	12.8%	11.8%	12.3%	12.3%
管理费用	2308	2745	3541	4506
%营业收入	12.2%	11.6%	12.0%	12.1%
财务费用	167	39	-3	-2
%营业收入	0.9%	0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	246	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-30	0	0	0
营业利润	1896	2802	3390	4377
%营业收入	10.1%	11.8%	11.5%	11.8%
营业外收支	10	10	10	0
利润总额	2642	2812	3400	4377
%营业收入	14.0%	11.9%	11.5%	11.8%
所得税费用	265	281	340	438
净利润	2377	2531	3060	3939
归属于母公司所有者的净利润	2378.7	2532.6	3062.1	3942.4
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
EPS（元/股）	0.82	0.87	1.06	1.36

现金流量表（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流净额	914	3382	1980	2522
取得投资收益收回现金	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-100	-100	-100
固定资产投资	-285	-692	-829	-1006
其他	-10	0	0	0
投资活动现金流净额	-295	-792	-929	-1106
债券融资	0	0	0	0
股权融资	41	0	0	0
银行贷款增加（减少）	1010	-1771	0	150
筹资成本	357	-419	-456	-589
其他	-962	0	0	0
筹资活动现金流净额	445	-2190	-456	-439
现金净流量	1064	401	595	977

资产负债表（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3613	4014	4608	5586
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7823	9821	12248	15455
存货	2806	3253	3925	4859
预付账款	154	170	211	265
其他流动资产	729	830	1076	1363
流动资产合计	17556	21141	25876	32331
可供出售金融资产	78	78	78	78
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	61	61	61	61
投资性房地产	181	181	181	181
固定资产合计	1307	1844	2469	3206
无形资产	253	338	419	495
商誉	71	71	71	71
递延所得税资产	251	15	15	15
其他非流动资产	1574	1574	1574	1574
资产总计	21333	25303	30743	38013
短期贷款	1771	0	0	150
应付款项	6137	8699	10802	13572
预收账款	462	1183	1476	1862
应付职工薪酬	851	1095	1359	1708
应交税费	480	532	652	832
其他流动负债	216	271	332	418
流动负债合计	9916	11780	14620	18543
长期借款	230	230	230	230
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	45	0	0	0
其他非流动负债	548	548	548	548
负债合计	10740	12559	15399	19321
归属于母公司所有者权益	10466	12619	15222	18573
少数股东权益	127	125	122	119
股东权益	10593	12744	15344	18692
负债及股东权益	21333	25303	30743	38013
基本指标				
EPS	0.82	0.87	1.06	1.36
BVPS	3.61	4.35	5.25	6.41
PE	19.49	18.30	15.14	11.76
PEG	1.06	1.00	0.83	0.64
PB	4.43	3.67	3.05	2.50
EV/EBITDA	20.10	14.14	11.63	8.82
ROE	22.7%	20.1%	20.1%	21.2%

分析师介绍

黄瑜：电子行业首席分析师，执业证书编号：S1440517100001。复旦大学硕士，6年电子行业研究经验。2014年新财富第二名，水晶球第一名上榜。善于挖掘长期成长型的行业与个股，2017年加入中信建投电子团队。

研究助理

季清斌：电子行业研究助理。北京大学物理学博士，半导体光电领域6年科研经验。专注于半导体、安防、LED、激光器、射频及功率器件等领域研究。2017年加入中信建投电子团队。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859