

公司研究/年报点评

2019年03月20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): 17.44  
合理价格区间(元): 21.78~23.76

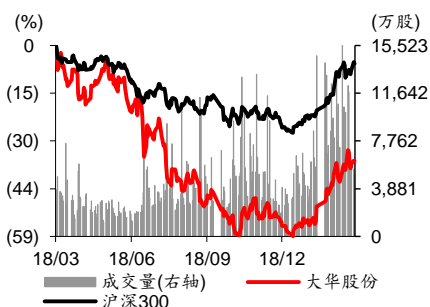
**彭茜** 执业证书编号: S0570517060001  
研究员 021-38476703  
pengxi@htsc.com

**胡剑** 执业证书编号: S0570518080001  
研究员 021-28972072  
hujian@htsc.com

相关研究

- 1 《大华股份(002236,买入): 2018Q4 企稳, 静待 2019 经营改善逐步体现》2019.02
- 2 《大华股份(002236,买入): 中报收入符合预期, 海外波动, 国内稳定》2018.08
- 3 《大华股份(002236,买入): Q1 汇兑影响, 全年看好智能前端产品渗透加强》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

经营改善效果初显, 静待 2019 宏微观改善

大华股份(002236)

大华 Q4 营收及利润增长企稳, 静待 2019 年经营改善逐步体现

大华发布 2018 年年报, 2018 年营业总收入 236.66 亿元, 同比增长 25.58%; 归母净利润为 25.32 亿元, 同比增长 6.42%。其中 Q4 单季度营收 86.35 亿元, 同比增长 21.26%, 归母净利润为 9.68 亿元, 同比增长 3.63%。2018 年, 受国内经济去杠杆和海外贸易摩擦影响, 大华总体收入增速同比放缓, 同时因综合毛利率的下降 (1.07pct) 及期间费用率的提升 (0.07pct), 导致全年利润同比增速不及收入同比增速, 不及预期。但 Q4 单季收入增速逐步企稳, 且毛利回升。2019 年我们预计公司内部继续推进精细化管理, 改善逐步体现, 预计 2019-21EPS0.85、0.99、1.25 元, 维持“买入”评级。

下半年毛利率逐步企稳回升, 海外市场结构调整贡献明显

2018 年, 大华总体收入增速快于归母净利润增速, 主要还是由于综合毛利率下降 (1.07pct) 及期间费用率的提升 (0.07pct)。从结构来看综合毛利率, 解决方案的毛利率下降是主因 (对比 2017 年下降 2.15pct); 从区域来看国内是主因 (对比 2017 年下降 2.08pct)。同时需要关注的是, 2018H2 大华的综合毛利率对比 2018H1 回升 1.1pct, 其中产品 (提升 2.46pct) 及海外 (提升 7.49pct), 海外毛利率的回升, 带动了产品毛利率的环比提升。海外毛利率 H2 环比提升主要源于 (1) 海外人员结构调整, 加强渠道管理, 经营效率提升; (2) 低毛利率产品结构调整; (3) 汇率趋稳正向影响。

2018 年内部精细化管理进一步推进, 预计 2019 年经营效果体现更为明显

自公司现任总裁李珂总上任以来, 大华启动了内部的管理优化。成立中央研究院, 提高研发效率; 销售端考核更加细致, 考核指标更加细化; 成立市场财经部门, 客户管理更细致; 成立供应链一级交付部门, 提高海外交付能力。2018 年因海内外宏观环境复杂, 行业景气度趋缓, 叠加研发加大投入 (研发费用 2018 年投入 22.84 亿元, 同比增长 27.67%), 股权激励费用等因素, 公司精细化管理在 2018 年全年期间费用管理控制中, 体现不明显 (2018 期间费用率为 26.03%, 比 2017 年增长 0.07pct), 但预计精细化管理政策在 2019 年的经营体现更为明显。

HOC 城市之心, “四全能力” 建设新型智慧城市架构

大华“HOC 城市之心”战略, 以全感知、全计算、全智能、全生态的“四全”能力为支撑, 建设面向行业级、城市级、民用级的“1 个平台、2 个中心、N 类应用 (1+2+N)”的新型智慧城市架构。“HOC 城市之心”助力大华在符合新型智慧城市建设和规范的框架内为城市级、行业级、民用级用户提供个性化解决方案, 在套件化、模块化服务之外提供个性化设计。

静待宏微观改善在 2019 年逐步体现, 维持买入评级

2018 年为海外环境动荡的一年, 但不改国内算法+专用芯片软硬件结合, 持续推进安防行业智能化的趋势。考虑到海外环境及行业变化, 我们预计大华 19-21 年归母净利润为 29.59/37.53/44.30 亿元, 对应 EPS0.99、1.25、1.48 元, 维持目标价 21.78-23.76 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内外宏观风险、智能化产品推进不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,998
流通 A 股 (百万股)	1,814
52 周内股价区间 (元)	11.11-27.29
总市值 (百万元)	52,278
总资产 (百万元)	26,351
每股净资产 (元)	4.21

资料来源: 公司公告

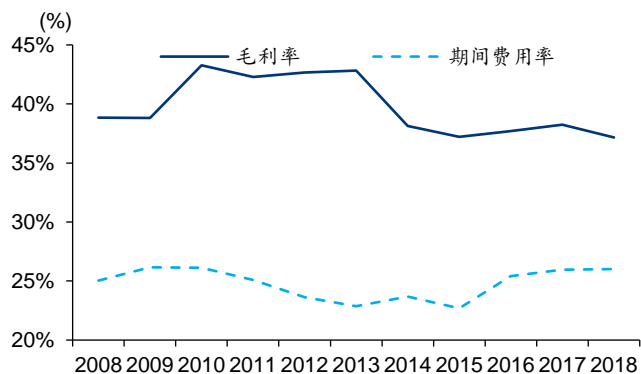
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	18,844	23,666	29,247	36,547	45,140
+/-%	41.38	25.58	23.58	24.96	23.51
归属母公司净利润 (百万元)	2,379	2,529	2,959	3,753	4,430
+/-%	30.33	6.34	17.00	26.81	18.04
EPS (元, 最新摊薄)	0.79	0.84	0.99	1.25	1.48
PE (倍)	21.98	20.67	17.67	13.93	11.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

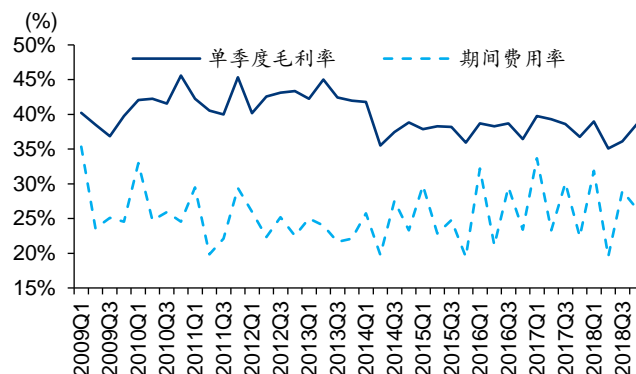
## 大华 2018 年财务情况反映毛利率见底回升

图表1： 大华 2018 年毛利率下滑及期间费用率提升



资料来源:Wind 资讯, 华泰证券研究所

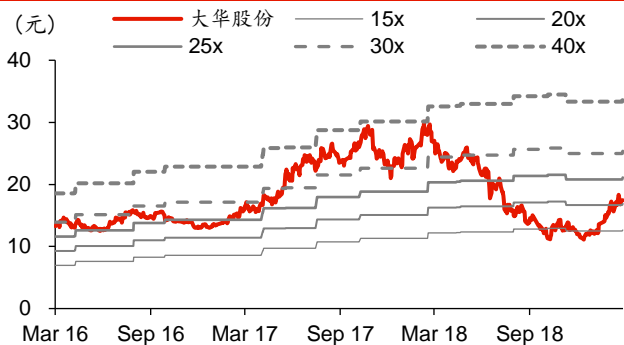
图表2： 2018 年 Q4 毛利率回升明显



资料来源:Wind 资讯, 华泰证券研究所

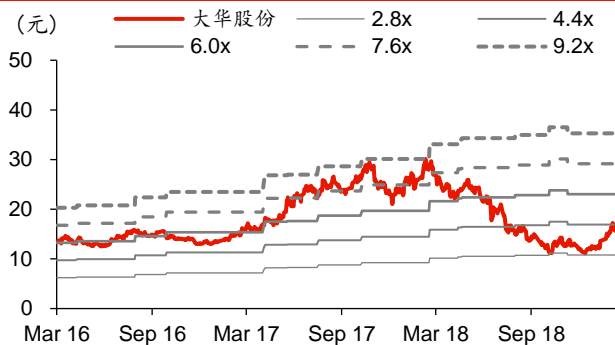
## PE/PB - Bands

图表3： 大华股份历史 PE-Bands



资料来源:Wind、华泰证券研究所

图表4： 大华股份历史 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	17,556	21,279	25,241	32,595	44,586
现金	3,613	4,160	3,852	6,209	12,169
应收账款	7,540	10,191	12,441	15,447	19,184
其他应收账款	292.28	398.17	474.27	595.03	738.39
预付账款	154.36	126.89	186.02	233.16	282.76
存货	2,806	3,036	4,272	5,226	6,478
其他流动资产	3,151	3,367	4,015	4,885	5,734
非流动资产	3,777	5,072	4,522	4,598	4,676
长期投资	61.27	185.87	185.87	185.87	185.87
固定投资	1,248	1,407	1,379	1,285	1,302
无形资产	253.36	372.47	490.34	606.61	723.42
其他非流动资产	2,214	3,106	2,467	2,520	2,464
资产总计	21,333	26,351	29,762	37,193	49,262
流动负债	9,916	12,567	13,551	17,208	24,843
短期借款	1,771	1,852	0.00	0.00	150.00
应付账款	0.00	0.00	4,886	6,147	11,532
其他流动负债	8,145	10,715	8,665	11,062	13,161
非流动负债	823.93	880.69	450.16	464.35	460.15
长期借款	230.00	179.00	179.00	179.00	179.00
其他非流动负债	593.93	701.69	271.16	285.35	281.15
负债合计	10,740	13,447	14,001	17,673	25,303
少数股东权益	126.80	284.51	289.94	296.79	304.99
股本	2,899	2,998	2,998	2,998	2,998
资本公积	593.34	1,501	586.57	586.57	586.57
留存公积	6,968	8,917	11,887	15,640	20,070
归属母公司股东权益	10,466	12,619	15,471	19,224	23,654
负债和股东权益	21,333	26,351	29,762	37,193	49,262

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	914.23	955.32	1,126	2,290	5,726
净利润	2,377	2,595	2,965	3,760	4,438
折旧摊销	162.26	238.70	153.67	162.90	173.93
财务费用	167.43	(123.17)	(279.35)	(192.26)	(358.81)
投资损失	29.51	79.29	(22.80)	(27.29)	0.00
营运资金变动	(2,082)	(2,117)	(1,423)	(1,758)	1,072
其他经营现金	260.49	282.91	(267.05)	344.48	400.35
投资活动现金	(294.91)	(746.64)	309.52	(125.03)	(274.46)
资本支出	287.81	552.12	0.00	0.00	150.00
长期投资	50.13	(10.58)	(348.50)	0.56	(0.19)
其他投资现金	43.03	(205.11)	(38.98)	(124.47)	(124.65)
筹资活动现金	444.85	376.51	(1,744)	192.37	508.78
短期借款	813.99	80.79	(1,852)	0.00	150.00
长期借款	177.26	(51.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.66)	98.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.76	907.84	(914.61)	0.00	0.00
其他筹资现金	(549.51)	(659.98)	1,023	192.37	358.78
现金净增加额	987.50	639.60	(308.06)	2,357	5,960

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,844	23,666	29,247	36,547	45,140
营业成本	11,639	14,871	18,545	23,154	28,852
营业税金及附加	141.63	192.38	255.23	305.52	383.69
营业费用	2,417	3,365	3,783	4,605	5,778
管理费用	519.52	632.97	3,510	4,403	5,417
财务费用	167.43	(123.17)	(279.35)	(192.26)	(358.81)
资产减值损失	245.51	359.00	380.00	380.00	380.00
公允价值变动收益	0.00	(38.60)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(29.51)	(79.29)	22.80	27.29	0.00
营业利润	2,632	2,700	3,076	3,919	4,689
营业外收入	22.63	77.20	120.00	135.00	160.00
营业外支出	12.69	4.11	15.00	20.00	25.00
利润总额	2,642	2,773	3,181	4,034	4,824
所得税	265.42	178.56	216.31	274.31	385.92
净利润	2,377	2,595	2,965	3,760	4,438
少数股东损益	(1.94)	65.17	5.43	6.86	8.20
归属母公司净利润	2,379	2,529	2,959	3,753	4,430
EBITDA	2,962	2,816	2,950	3,890	4,504
EPS (元, 基本)	0.79	0.84	0.99	1.25	1.48

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.38	25.58	23.58	24.96	23.51
营业利润	83.63	2.58	13.92	27.40	19.65
归属母公司净利润	30.33	6.34	17.00	26.81	18.04
获利能力 (%)					
毛利率	38.23	37.16	36.59	36.65	36.08
净利率	12.62	10.69	10.12	10.27	9.81
ROE	22.73	20.04	19.13	19.52	18.73
ROIC	29.73	24.74	23.66	27.97	36.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.34	51.03	47.04	47.52	51.36
净负债比率 (%)	18.63	15.29	1.28	1.01	1.30
流动比率	1.77	1.69	1.86	1.89	1.79
速动比率	1.48	1.45	1.55	1.59	1.53
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.99	1.04	1.09	1.04
应收账款周转率	2.50	2.42	2.34	2.37	2.36
应付账款周转率	11.98	0.00	7.59	4.20	3.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.84	0.99	1.25	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.32	0.38	0.76	1.91
每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.21	5.16	6.41	7.89
估值比率					
PE (倍)	21.98	20.67	17.67	13.93	11.80
PB (倍)	4.99	4.14	3.38	2.72	2.21
EV_EBITDA (倍)	16.84	17.71	16.90	12.82	11.07

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