

大华股份

设立安防运营服务平台，迈出转型更进一步，开拓未来新蓝海

公司动态

公司近况

大华发布公告，与其实际控制人傅利泉分别出资 7.5 亿/2.5 亿元，共同设立安全运营服务平台公司，其中大华持股 75%。

评论

从产品到解决方案再到安防运营，迈出转型更进一步。目前安防行业正从产品竞争向解决方案、运营服务等领域的竞争延伸。大华拥有前端、后端、传输与控制、平台软件、智能交通、门禁与报警运营和民用等全系列的产品线，并于 2014 年启动了向安防整体解决方案服务商的变革，此次设立安全运营服务平台公司，统筹管理运营服务在全球范围的战略布局，显示了大华对行业的把握和积极应对。公司 2Q15 业绩将呈现好转，预计最快 3Q15 将看到转型解决发难带来的实质业绩贡献。

从产品到运营未来市场空间有望翻倍。全球市场看，安防服务约占整体市场的 1/3，但国内的安防运营服务市场目前尚未兴起、只占整体的 3% 左右，但未来市场空间较产品有望翻倍。规模最大的海外龙头安防公司 SECOM2014 年安防总营收为 77 亿美元，是解决方案提供商海康的 3 倍/大华的 6.5 倍，其中 SECOM 收入的 56% 来源于安防服务，可见安防运营服务拥有更加广阔的市场，大华提前布局，抢占蓝海市场，有望构成公司未来五到十年长期增长新动力。

持续深化布局，纵效在长不在短。大华早在 2010 年就开始探索和积累运营服务经验，参股设立了浙江大华安防联网运营服务公司（大华持股 81%），并依托于此 1）在浙江省参股成立 8 家报警联网子公司，率先实现了“技防+人防+物防+保险理赔”一体化；2）获得专门行政许可经营报警联网运营服务和自主招收保安人员。未来预计将基于此次设立的安全运营服务平台通过新设、收购兼并等形式，更快更好做大安防运营业务。

估值建议

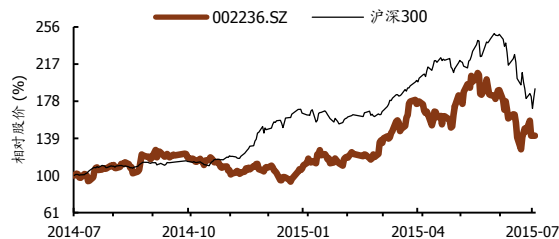
维持盈利预测不变，对应 15/16 EPS 分别为 1.17/1.55 元，当前股价对应 2015/16 市盈率 27.5x/20.8x。公司业绩最低点已过去，且相比海康市值差距仍大，维持确信买入和目标价 46 元。

风险

龙头厂商竞争加剧，公司转型为方案商进度低于预期。

维持确信买入

股票代码	002236.SZ
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 32.27
目标价	人民币 46.00
52 周最高价/最低价	人民币 48.10~21.13
总市值(亿)	人民币 374
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,171.45
发行股数(百万)	1,160
其中：自由流通股(%)	45
30 日日均成交量(百万股)	33.54
主营行业	电子元器件



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	5,410	7,332	10,013	13,658
增速	53.2%	35.5%	36.6%	36.4%
归属母公司净利润	1,131	1,143	1,371	1,814
增速	61.5%	1.0%	20.0%	32.3%
每股净利润	0.97	0.98	1.17	1.55
每股净资产	3.56	4.45	5.52	6.95
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.15
每股经营现金流	0.35	-0.40	0.49	0.63
市盈率	33.4	33.0	27.5	20.8
市净率	9.1	7.3	5.8	4.6
EV/EBITDA	31.3	28.0	23.2	17.5
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
平均总资产收益率	24.0%	16.3%	15.4%	16.1%
平均净资产收益率	35.8%	24.4%	23.5%	24.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈勤意

分析师

erica.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080007

SFC CE Ref: BAT983

宗佳颖

联系人

Jiaying.Zong@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S00801140800046



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	5,410	7,332	10,013	13,658	营业收入	53.2%	35.5%	36.6%	36.4%
营业成本	3,093	4,535	6,246	8,622	营业利润	55.3%	-1.1%	41.4%	37.0%
营业税金及附加	55	61	84	114	EBITDA	50.8%	13.5%	20.4%	31.4%
营业费用	565	681	910	1,214	净利润	61.5%	1.0%	20.0%	32.3%
管理费用	693	1,077	1,411	1,871	盈利能力				
财务费用	-21	-22	-20	-30	毛利率	42.8%	38.1%	37.6%	36.9%
其他	12	8	8	8	营业利润率	17.3%	12.7%	13.1%	13.2%
营业利润	938	928	1,311	1,797	EBITDA 利润率	21.2%	17.8%	15.7%	15.1%
营业外收支	187	325	192	192	净利率	20.9%	15.6%	13.7%	13.3%
利润总额	1,125	1,253	1,504	1,989	偿债能力				
所得税	-5	109	130	172	流动比率	2.83	3.09	2.85	2.72
少数股东损益	-1	2	2	3	速动比率	2.29	2.52	2.27	2.14
归属母公司净利润	1,131	1,143	1,371	1,814	现金比率	0.99	0.60	0.47	0.44
EBITDA	1,149	1,304	1,570	2,062	资产负债率	30.8%	34.8%	34.4%	35.6%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,819	1,321	1,420	1,796	回报率分析				
应收账款及票据	2,317	3,267	4,460	6,083	总资产收益率	24.0%	16.3%	15.4%	16.1%
预付款项	47	25	35	48	净资产收益率	35.8%	24.4%	23.5%	24.9%
存货	990	1,261	1,737	2,398	每股指标				
其他流动资产	1	888	888	888	每股净利润 (元)	0.97	0.98	1.17	1.55
流动资产合计	5,175	6,763	8,540	11,212	每股净资产 (元)	3.56	4.45	5.52	6.95
固定资产及在建工程	568	697	785	919	每股股利 (元)	0.10	0.10	0.12	0.15
无形资产及其他长期资产	258	470	470	470	每股经营现金流 (元)	0.35	-0.40	0.49	0.63
非流动资产合计	853	1,227	1,315	1,449	估值分析				
资产合计	6,028	7,990	9,855	12,661	市盈率	33.4	33.0	27.5	20.8
短期借款	43	0	10	20	市净率	9.1	7.3	5.8	4.6
应付账款及票据	1,024	1,089	1,500	2,070	EV/EBITDA	31.3	28.0	23.2	17.5
其他流动负债	761	1,097	1,482	2,027	股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
流动负债合计	1,828	2,186	2,992	4,117					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	25	97	97	97					
负债合计	1,854	2,779	3,388	4,513					
股东权益合计	4,169	5,203	6,457	8,136					
少数股东权益	5	8	10	13					
负债及股东权益合计	6,028	7,990	9,855	12,661					
现金流量表									
净利润	1,131	1,143	1,371	1,814					
折旧和摊销	46	80	86	103					
营运资本变动	-769	-1,697	-882	-1,181					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	408	-473	578	739					
投资活动现金流入	9	-723	0	0					
投资活动现金流出	-162	-141	-174	-237					
投资活动现金流	-153	-864	-174	-237					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-170	-43	-187	10					
其他	189	44	0	0					
筹资活动现金流	905	375	-304	-126					
汇率变动对现金的影响	-11	1	0	0					
现金净增加额	1,097	-505	99	376					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

大华股份是国内第二大监控产品供应商和解决方案服务商，2013 年位列 IHS 全球安防视频监控设备 NVR/DVR/监控摄像机第二位。大华成立于 2001 年，于 2008 年 5 月上市。公司面向全球提供领先的视频存储、前端、显示控制和智能交通等系列化产品。这些产品广泛应用于公安、金融、交通、能源、通信等关键领域，并相继问鼎三峡水电、六国峰会、奥运场馆、上海世博、广州亚运、陕西世界园艺博览会、英国伦敦地铁等重大工程项目。上游厂商主要是集成电路、芯片制造商，如海思、德州仪器等，下游客户主要是产品经销商、安防工程商和其它直接终端客户。

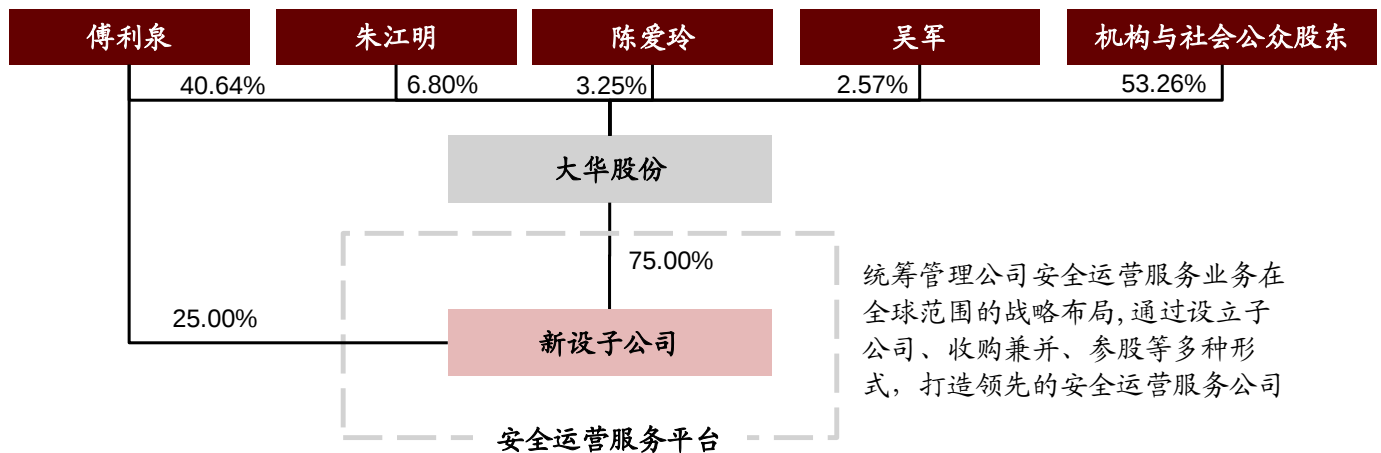


设立安防运营服务平台

安防发展路径：产品 - 解决方案 - 运营

从成熟安防厂商的发展来看，其路径通常包括两方面：一是横向竞争，扩张产品线；二是向产业链下游衍生，从产品提供到解决方案，再到转向运营管理，产业链越接近客户端则将享受更高价值。

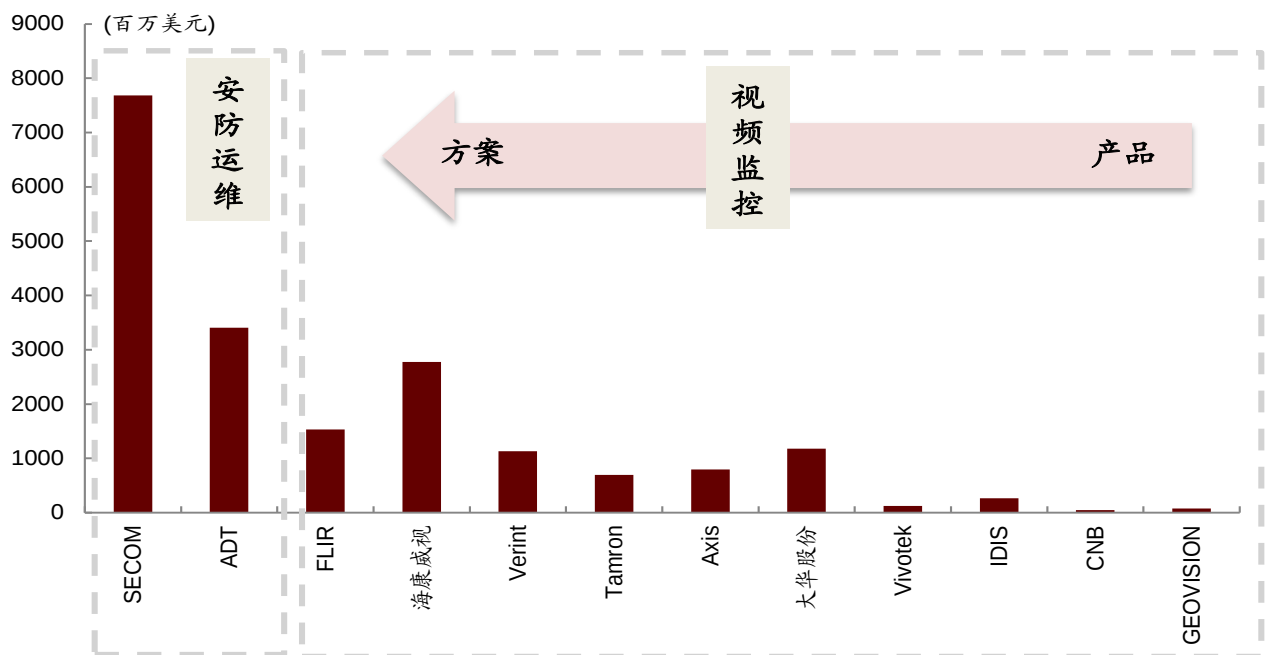
图表 1：新设公司股权结构



资料来源：公司公告。中金公司研究部

规模最大的海外龙头安防公司 SECOM2014 年安防总营收为 77 亿美元，是解决方案提供商海康的 3 倍/大华的 6.5 倍，其中 SECOM 收入的 56% 来源于安防服务，可见安防运营服务拥有更加广阔的市场，大华提前布局，抢占蓝海市场。

图表 2：世界龙头安防企业 2014 年收入规模



资料来源：中国公共安全。中金公司研究部

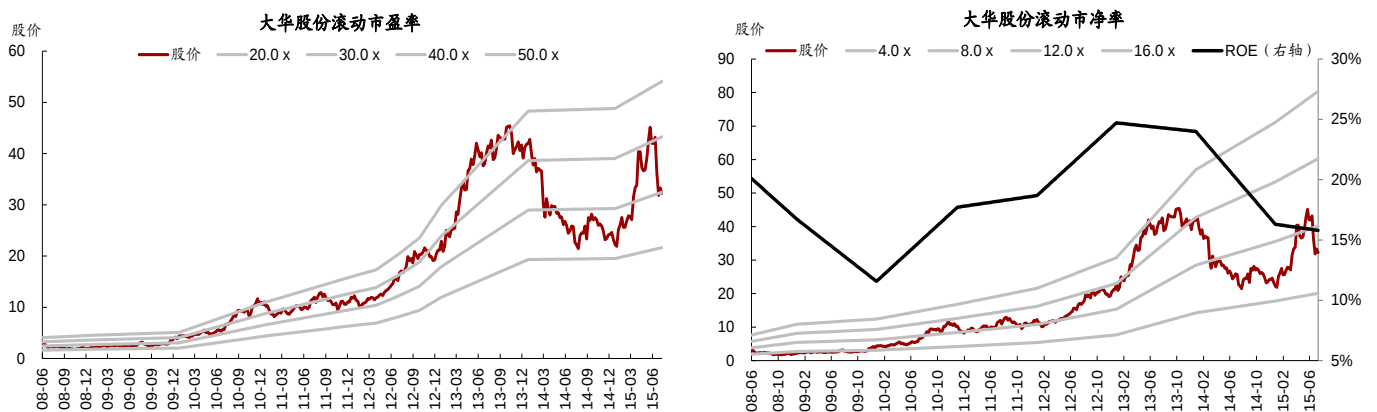


图表 3：可比公司估值表

公司	代码	股价	投资建议	总市值 (亿元)	EPS			市盈率			市净率		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
安防产业链													
大华股份	002236.SZ	32.27	推荐	378	0.98	1.17	1.55	33.0	27.5	20.8	7.3	5.8	4.6
易华录	300212.SZ	59.94		193	0.57	0.84	1.33	105.8	71.3	44.9	16.8	16.3	12.2
中海科技	002401.SZ	15.65		47	0.17	0.21	0.27	92.1	74.1	58.6	7.1	6.5	5.9
银江股份	300020.SZ	18.48		113	0.78	0.43	0.58	23.6	43.4	31.8	4.1	5.1	4.5
安居宝	300155.SZ	36.15		198	0.29	0.20	0.26	123.2	183.7	141.1	10.5	16.6	15.6
平均值								67.6	70.0	52.0	9.1	9.5	7.9
中位数								62.6	57.4	38.4	8.0	6.5	5.3
军工类电子													
高德红外	002414.SZ	39.36		236	0.13	0.20	0.30	293.5	201.0	132.8	9.6	9.2	8.7
苹果产业链													
平均值								39.1	32.2	22.7	6.8	6.2	5.0
中位数								36.3	33.6	23.2	5.3	5.4	4.6
金属机壳													
平均值								87.4	33.0	22.0	6.0	5.0	4.5
中位数								79.4	32.1	20.6	5.0	4.5	4.2
触摸屏产业链													
平均值								314.4	205.9	149.8	4.4	3.2	3.1
中位数								49.4	37.8	28.1	4.3	3.6	3.3
显示器件产业链													
平均值								34.4	29.6	23.5	3.8	3.1	2.7
中位数								29.5	26.6	19.3	3.5	2.6	2.1
LED产业链													
平均值								123.4	37.5	25.6	4.3	4.6	3.9
中位数								39.0	37.2	22.7	3.8	4.8	4.4
蓝宝石产业链													
平均值								49.9	98.6	62.8	7.9	8.1	7.1
中位数								49.9	35.6	26.3	7.9	6.4	5.3
金融设备													
平均值								44.1	33.3	25.7	8.2	6.8	5.6
中位数								47.1	33.8	25.5	6.9	6.1	5.1
智能穿戴													
平均值								74.6	49.6	36.1	6.9	5.6	4.7
中位数								75.2	48.0	37.3	5.7	4.4	3.9

资料来源：万得资讯，中金公司研究部 备注：股价更新至 2015-7-10，黄色标注的为中金覆盖公司，2015/16 EPS 为中金预测，其余为万得资讯一致预测值。

图表 4：市盈率与市净率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

