

大华股份

002236

数字安全时代的来临

上市定价区间预测 (元)
RMB 50-60

发行数据

发行数量 (万股)	16.8
计划筹资额 (亿元)	4.07
发行价 (元)	24.24
发行市盈率 (倍)	19.87
上市日期	
主承销商	国信证券

发行后股权数据

总股本 (百万股)	66.8
流通 A 股 (百万股)	16.8
流通 H 股 (百万股)	N/A
流通股比例 (%)	25

控股股东

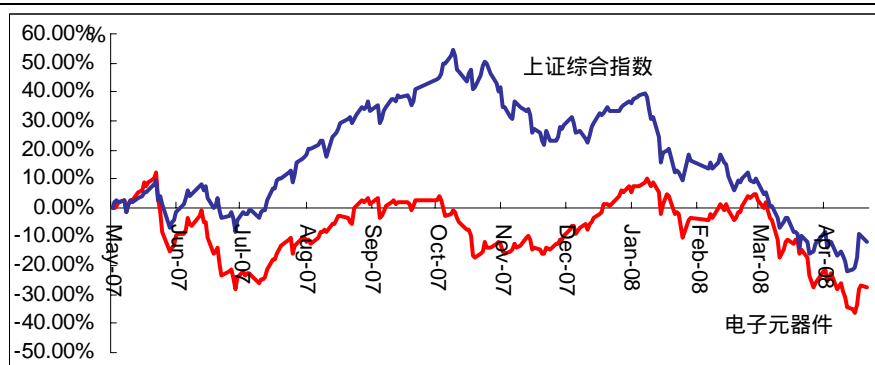
控股股东简称	傅利泉
持股比例 (%)	46
所有制性质	个人

分析师
卢山
(0755) 8249 2953
lushan@lhqz.com
龚浩
(021) 5840 6364
gonghao@lhqz.com

经营预测与估值	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	405	632	907	1240
主营利润 (百万元)	78	113	156	198
净利润 (百万元)	97	132	175	217
增长率 (%)	79.7%	27.5%	34.0%	23.9%
EPS (元)	1.28	1.64	2.19	2.72
P/E (倍)				

- 公司的主打产品为硬盘录像机，目前正处于一个需求旺盛的时期，是近期盈利的主要贡献。
- 公司的募投资项目将涉及 IP 摄像机、IP 存储和交通行业的项目，并进一步加强研发和营销的投入，符合视频安防行业的发展特点。
- 公司尽管处在一个充分竞争的行业，但行业发展和变化都很快，对研发和客户的快速响应要求很高。公司的研发实力和市场响应能力构成了公司的核心竞争力。
- 视频安防行业的市场空间巨大，行业正处于一个快速发展期，十一五期间，我国安防行业的增长率有望保持在 20% 以上的水平，奥运和平安城市项目目前直接带动行业的发展。
- 我们预计 08、09、10 年公司的每股收益分别为 1.64 元，2.19 元，2.72 元，净利润增长率在 25% 以上。
- 可比公司 2008 年平均市盈率为 27 倍。公司是一家研发型公司，行业正处在一个高速的发展阶段，同时行业将维持一个较长的景气周期，鉴于公司在行业地位和成长性，我们给予公司 2008 年 24-27 倍的市盈率，股价的合理区间应该为 50-60 元。

最近 52 周股价表现



大华股份是我国安防视频监控行业的龙头企业，主要产品为嵌入式 DVR。公司已形成音视频编解码算法技术、信息存储调用技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术、嵌入式开发技术五大核心技术平台和面向安防视频监控前沿领域的“大安防”产品架构，产品被应用于世界最大水电工程三峡葛洲坝电厂远程监控项目、国内最大直流 500KV 换流站宜昌龙泉换流站项目等重大项目。

公司盈利能力很强

近三年，公司的主营业务收入和利润主要来源于年嵌入式 DVR 产品，07 年 DVR 的销售收入占总收入的 76%，毛利润占比为 78%。（见图 1 和图 2）

图 1、销售收入占比

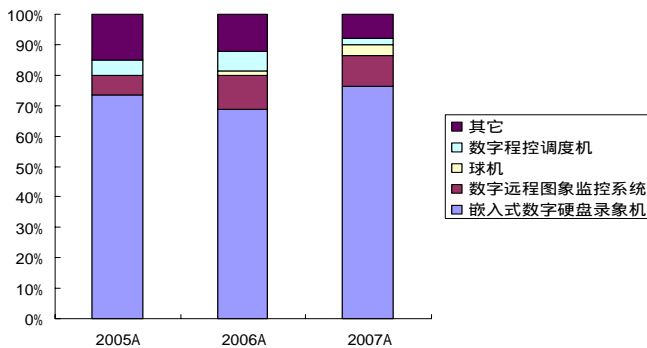
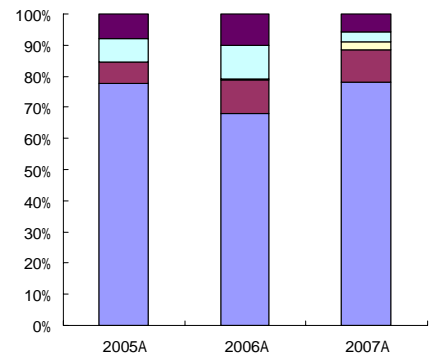


图 2、利润占比



资料来源：招股书，联合证券研究所整理

注：为了更真实的分析的经营情况，我们在以后的讨论中均剔除了大华数字的机顶盒产品。

公司产品是具有核心技术的高科技产品，拥有较高的毛利率和净资产收益率。

图 3、05-07 年来分产品的毛利率变化情况

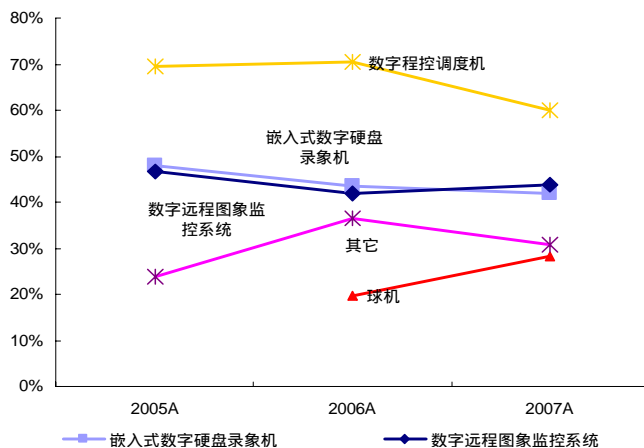
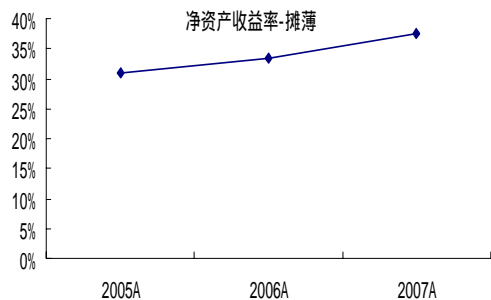


图 4、05-07 年公司的净资产收益率比较



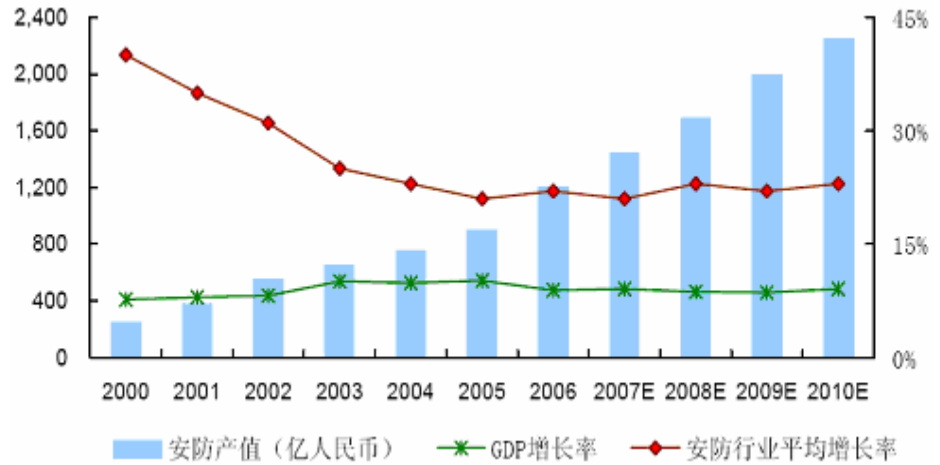
资料来源：招股书，联合证券研究所整理

安防行业正处在高速发展期，并能维持较长的景气周期

根据《中国安防行业“十一五”发展规划》，我国“十一五”期间的安防产业

发展目标是：继续保持快速的发展势头，年增长率达 20% 以上，到 2010 年实现增加值 800 亿元以上，年出口交货值占销售额的比重提高到 20% 以上。

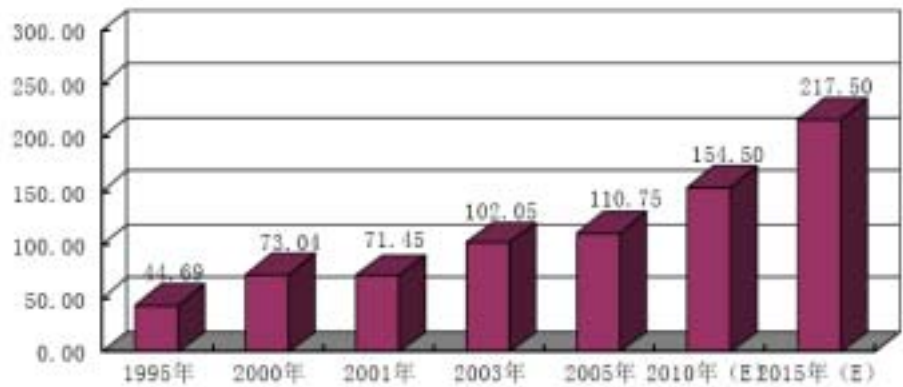
图 5、2000-2006 年我国安防市场情况及预测



资料来源：新华信，联合证券研究所

美国是全球电子安防市场需求最大的国家，从 1995 年到 2005 年的 10 年期间，美国对电子安全产品的需求增加了 153%，而且预计今后 10 年的需求将继续增加。

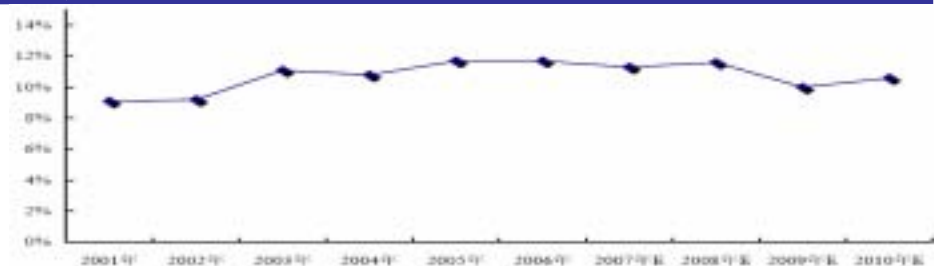
图 6、美国 1995 年 - 2015 年电子安全产品总产值走势 亿美元



资料来源：招股书，联合证券研究所

公司在安防产品上，主要专注于视频监控产品。根据 Frost & Sullivan 的分析 2003 年全球视频监控产品市场需求约 50 亿美元，预计 2010 年上升到 86 亿美元，年复合增长率为 11%，其中来自美国的需求占了全球总需求的 26%。

图 7、2001 年 - 2010 年全球视频监控产品市场需求增长率情况



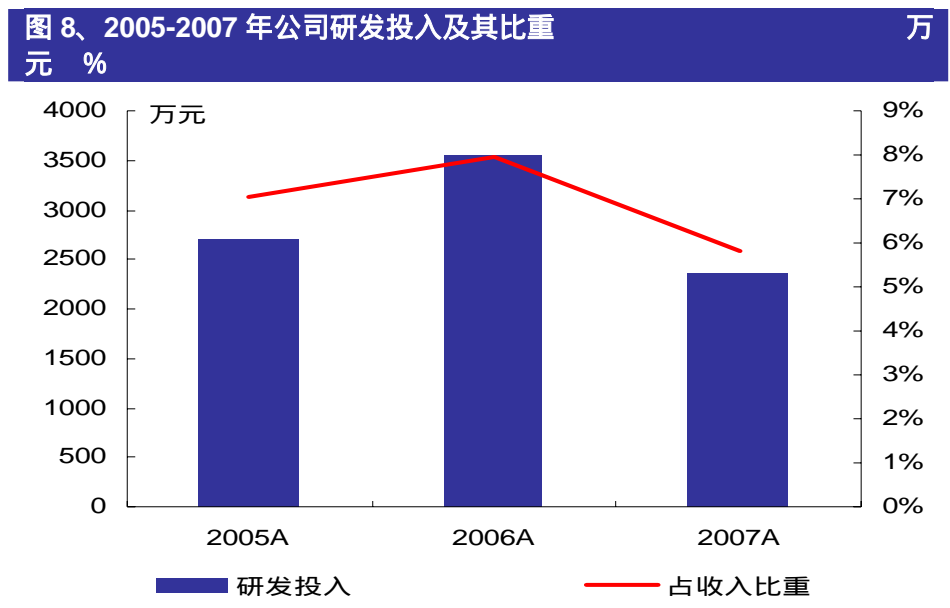
资料来源：Frost & Sullivan，联合证券研究所

2006 年我国安防产业全年产值达到 1200 亿元，并且，奥运、平安城市等重大项目的实施将在 2007 到 2010 年间持续形成强大的影响效应，根据新华信预计，2010 年我国安防产值将达到 2250 亿元，复合增长率为 17%。

视频安防行业是一个新兴行业，是电子行业中较为景气的子行业，出于人类对安全的需要，视频安防行业将会维持较长的景气周期，行业前景较为看好。

公司是研发型企业

视频安防行业的技术更新很快，公司是典型的研发型企业，其主要商业模式是注重研发和市场，而附加值较低的生产基本交给外协完成。公司研发投入如图 8 所示：



资料来源：招股书，联合证券研究所

视频安防产品的发展历程由图 9 的三个阶段组成：



资料来源：联合证券研究所整理

目前公司的产品集中在第二阶段。公司一直致力于新产品的研发，在未来产品上有较多的储备，同时公司保持着技术创新的机制和进一步开发的能力。不断通过研发推出新产品，是高科技公司必备的素质，在募投项目中，产品就包含了 IP 摄像机和存贮设备，从而为公司未来几年的发展打下基础。

视频安防行业集中度高

在国内, DVR 的行业集中度很高, 随着技术的快速发展, 集中度还在逐年提高, 07 年行业前三位的市场占有率已经在 70% 以上。

表1、2004-2006年硬盘录像机企业市场占有率比较

排名	厂商名称	产量(万路)	市场占有率 (%)
2006年			
1	杭州海康威视数字技术有限公司	52-64	32-40
2	大华技术	48	30
3	浙江大立科技股份有限公司	14	9
合计		114-126	71-79
2005年			
1	杭州海康威视数字技术有限公司	25-27	29-31
2	大华技术	25	29
3	浙江大立科技股份有限公司	6	7
合计		56-58	65-67
2004年			
1	杭州海康威视数字技术有限公司	13-15	25-29
2	大华技术	13	25
3	浙江大立科技股份有限公司	3	5
合计		29-31	55-59

资料来源: 招股书, 联合证券研究所

集中度进一步提高体现了视频安防行业的变化很快, 形成技术壁垒的公司迅速提高自己的市场份额。

募集资金项目成效分析

公司的募集资金分为 4 个项目。

表2、公司募集资金项目

项目名称	总金额	万元			
		2008	2009	2010	2011
1 年产11.4万台安全防范音视频监控产品项目	16600	6030	6030	3036	1504
2 年产1300套智能交通取证与管理系统项目	5700	2100	2100	1155	344
3 视频智能化处理平台开发项目	3000	1500	1500	-	-
4 营销与服务体系建设项目	3800	3800	-	-	-
合计	29100	13430	9630	4192	1848

资料来源: 招股书, 联合证券研究所。

其中项目 1 建成后, 将形成表 3 的生产能力:

表3、公司募集资金项目

序号	产品大类	产品小类	达产产量
1	IP视频监控系列产品	IP摄像机	50,000
		IP存储	5,000
		IP视频监控管理平台	15,000
小计			70,000
2	球机系列产品	模拟球机	10,000
		网络球机	15,000
		自动识别智能球机	5,000
小计			30,000
3	移动DVR系列产品	车载硬盘录像机系统	10,000

	公交影音监控系统	2,500
	车载影音监控系统	1,500
小计		14,000
合计		114,000

资料来源：招股书，联合证券研究所。

项目兼顾近期和未来的产品，并将生产也部分纳入到了公司体系，这是为了可以快速提高客户的响应能力，并能够进一步降低外协成本。如果产能能充分释放，并有较好的毛利率，将构成新的盈利点。

项目 2 具体针对智能交通取证项目，项目 3 和 4 则进一步强化研发和营销。

盈利预测和假设

根据公司目前的经营情况，参照公司公布的募投项目的计划，我们做出如下假设：

表 4、公司盈利预测假设		2007A	2008E	2009E	2010E
嵌入式数字硬盘录像机	销售收入 (万元)	30964	49542	71341	97023
	销售量 (台)	103673	207346	373223	634479
	销售量增长率	112.31%	100.00%	80.00%	70.00%
	单价 (元)	2987	2389	1911	1529
	价格增长率	-22.17%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
	销售收入增长率	65.24%	60.00%	44.00%	36.00%
	毛利率	42.02%	41.00%	40.00%	39.00%
数字远程图象监控系统	销售收入 (万元)	4,070	5,344	6,549	7,964
	销售量 (台)	124	161	208	266
	销售量增长率	29.17%	30.00%	29.00%	28.00%
	单价 (元)	328239	331521	314945	299198
	价格增长率	4.36%	1.00%	-5.00%	-5.00%
	销售收入增长率	34.79%	31.30%	22.55%	21.60%
	毛利率	43.94%	42.00%	41.00%	40.00%
球机	销售收入 (万元)	1473	3829	7581	12964
	销售量 (台)	3943	9858	19715	35487
	销售量增长率	262.74%	150.00%	100.00%	80.00%
	单价 (元)	3734.86	3884.2544	3845.41	3653.14
	价格增长率	8.85%	4.00%	-1.00%	-5.00%
	销售收入增长率	294.83%	160.00%	98.00%	71.00%
	毛利率	28.35%	25.00%	24.00%	23.00%
数字程控调度机	销售收入 (万元)	830	913	995	1075
	销售收入增长率	-54.02%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	60.05%	60.00%	55.00%	50.00%

资料来源：联合证券研究所预测。

同时假设公司的研发投入较大，管理费用将保持较高的比例，营业费用有望小幅降低。企业所得税从 2008 年起按 15% 计算。

依此我们预计 08、09、10 年公司的每股收益分别为 1.64 元，2.19 元，

2.72 元。

定价与投资机会分析

我们选取了 14 家业绩较为优良, 与公司属性相近的上市公司来作比较, 表 5 显示, 可比公司 2008 年平均市盈率为 27 倍。大华股份是一家研发型公司, 行业正处在高速发展阶段, 将会有个较长的景气周期, 鉴于公司在行业的地位和成长性, 我们给予公司 2008 年 24-27 倍的 PE, 股价的合理区间应该为 50-60 元。

表 5、大华股份可比公司估值表

证券简称	收盘价	EPS			PE		
		2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
生益科技	9.31	0.49	0.57	0.69	18.84	16.45	13.53
航天电器	23.55	0.53	0.72	0.89	44.20	32.89	26.40
莱宝高科	28.03	0.90	1.17	1.61	31.04	23.87	17.40
浙江阳光	13.59	0.59	0.52	0.59	23.15	26.38	22.99
华微电子	16.99	0.61	0.77	1.08	28.01	22.01	15.66
法拉电子	13.07	0.60	0.69	0.84	21.97	18.92	15.53
有研硅股	15.12	0.41	0.60	0.79	36.86	25.28	19.16
长电科技	7.7	0.38	0.63	0.83	20.28	12.21	9.28
士兰微	7.78	0.05	0.19	0.40	145.69	41.47	19.64
中环股份	13.95	0.28	0.51	0.73	49.09	27.29	19.10
实益达	21.8	0.46	0.70	1.06	47.11	31.07	20.52
远望谷	31.45	0.85	0.66	0.97	37.04	47.84	32.31
得润电子	15.4	0.45	0.64	0.89	33.98	23.90	17.25
大立科技	15.06	0.50	0.47	0.62	29.85	32.28	24.40
平均	16.63	0.51	0.63	0.86	40.51	27.27	19.51
大华股份		1.64	2.19	2.72			

数据来源: wind, 联合证券研究所。

风险提示

公司目前的生产模式为“以委托外协加工为主的生产模式”, 并专注于研发和市场。募投项目完成后将实现部分自主生产, 公司在生产领域是否具有经验和优势, 管理是否能及时跟上, 以及产能是否能够充分释放, 将给公司带来一定的风险。

表 6、盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	315	784	933	1195	营业收入	405	632	907	1240
现金	88	438	437	503	营业成本	238	382	559	779
应收账款	122	168	244	339	营业税金及附加	3	4	6	9
其它应收款	7	36	51	62	营业费用	39	59	82	112
预付账款	3	5	7	10	管理费用	49	83	119	160
存货	94	132	192	275	财务费用	-1	-10	-17	-18
其他	1	4	3	5	资产减值损失	-0	4	4	4
非流动资产	65	161	232	256	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	3	3	3
固定资产	39	142	215	240	营业利润	78	113	156	198
无形资产	4	3	2	2	营业外收入	20	20	20	20
其他	22	16	15	14	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	379	946	1165	1451	利润总额	97	132	175	217
流动负债	149	217	288	389	所得税	11	20	26	33
短期借款	12	19	18	18	净利润	86	112	149	184
应付账款	73	90	130	191	少数股东损益	0	3	2	3
其他	65	108	140	180	归属于母公司净利润	86	109	146	181
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	82	113	159	206
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.28	1.64	2.19	2.72
其他	1	0	0	0					
负债合计	150	218	288	389	主要财务比率				
少数股东权益	0	3	5	8	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	50	67	67	67	成长能力				
资本公积	0	370	370	370	营业收入	-9.1%	56.0%	43.5%	36.8%
留存收益	179	288	435	616	营业利润	141.3%	44.8%	38.1%	26.9%
归属母公司股东权益	229	725	872	1053	净利润	79.7%	27.5%	34.0%	23.9%
负债和股东权益	379	946	1165	1451	获利能力				
					毛利率	41.1%	39.6%	38.4%	37.2%
					净利率	21.2%	17.3%	16.2%	14.6%
					ROE	37.4%	15.1%	16.8%	17.2%
					ROIC	50.5%	33.4%	30.4%	31.3%
					偿债能力				
					资产负债率	39.6%	23.0%	24.8%	26.8%
					净负债比率				
					流动比率	2.11	3.61	3.24	3.07
					速动比率	1.48	3.00	2.57	2.36
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	0.95	0.86	0.95
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.94	4.70	5.08	4.85
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.28	1.64	2.19	2.72
					每股经营现金流	1.01	0.75	1.06	1.45
					每股净资产	3.43	10.86	13.05	15.77
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-1	-1	-0	-0

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层
邮政编码：200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

客户服务热线 (+86-755) 8249 3836

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司(以下简称“联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。