

大华股份 (002236): 期间费用率的大幅提升使公司增收不增利 增持 (维持)

元器件

当前股价: 45.33 元

报告日期: 2009 年 4 月 16 日

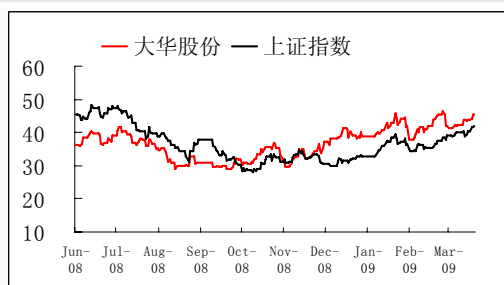
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	405	632	876	1,180
(+/-)	-9.1%	56.0%	38.5%	34.7%
营业利润	77	81	107	135
(+/-)	139.5%	4.8%	31.6%	26.9%
归属于母公司 的净利润	90	104	123	150
(+/-)	88.2%	15.9%	18.6%	21.3%
每股收益 (元)	1.71	1.56	1.85	2.24
市盈率 (倍)	27	29	25	20

公司基本情况 (2009 年 3 月 31 日止)

总股本/已流通股 (亿股)	0.67/0.17
流通市值 (亿元)	7.62
每股净资产 (元)	10.97
资产负债率 (%)	15.82

股价表现 (最近一年)



天相资讯科技组

联系人: 赵磊 组长: 邹高
010-66045547 zhaol@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-3 月, 公司实现营业收入 12,990 万元, 同比增长 64.1%; 营业利润 473 万元, 同比下降 11.9%; 归属于母公司所有者的净利润 631 万元, 同比增长 8.1%; 实现基本每股收益 0.09 元。公司预计 2009 年上半年归属于母公司所有者净利润同比增减变动幅度小于 30%。
- 公司产品依然维持较高毛利率。公司主营产品包括嵌入式 DVR、球机、NVS、板卡、数字远程图像监控系统等产品。公司保持着重研发——轻生产——重销售的哑铃式结构, 生产制造基本都是外包, 原材料价格上涨等不利因素对公司业绩影响不大。报告期内公司综合毛利率为 40.2%, 同比增加 2.7 个百分点, 环比增加 1.8 个百分点。未来公司综合毛利率依然有望维持在 40% 左右。
- 期间费用率的大幅提升是公司增收不增利的主要原因。公司期间费用率上升 5.3 个百分点至 35.3%, 1) 因加强市场开拓力度等, 销售费用率上升 4.2 个百分点至 19.7%; 2) 管理费用率上升 2.4 个百分点至 17.7%, 主要是加大研发费用所致; 3) 财务费用率下降 1.3 个百分点至 -2.1%, 主要是募投资金利息收入和汇兑收益增加所致。期间费用率的大幅提升是归属母公司净利润增幅远小于营业收入增幅的主要原因。短期看, 我们认为较高的期间费用率拖累了公司业绩, 但是市场的开拓与研发的高投入却有利于公司的长远发展。
- 公司所属的视频监控行业市场需求增长动力在于大事件、社会变革等。1) “十一五”期间我国安防视频监控市场预计将保持年均 20% 以上的增长速度。2) 据美国研究机构 Yankee 调查, 2004 年全美约有 700 万用户在使用数字硬盘录像机, 在 2008 年年底, 这一数字约为 3350 万, 年复合增长率达 48%。中国市场的增长速度低于美国市场, 这主要是受中国经济和社会发展水平的影响。随着中国经济、社会的快速发展, 中国视频监控行业市场规模也将呈现加速增长的趋势。作为国内视频监控行业龙头, 我们看好公司未来发展。
- 盈利预测与投资评级: 预计公司 2009~2010 年 EPS 分别为 1.85 元和 2.24 元, 以 14 日收盘价 45.3 元计算, 对应动态 PE 分别为 25 倍和 20 倍。我们认为, 公司未来两年净利润增速均有望保持在 20% 左右, 维持对公司的“增持”评级。

图表： 大华股份盈利预测（万元）

单位：万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	44,554	40,519	63,202	87,560	117,950
营业收入增长（%）	52.00%	-9.06%	55.98%	38.54%	34.71%
主营业务毛利率（%）	33.83%	41.15%	38.84%	39.87%	39.08%
二、营业总成本	42,044	32,925	55,047	76,900	104,420
营业成本	29,480	23,846	38,654	52,650	71,850
营业税金及附加	240	325	393	380	400
资产减值损失	1,205	-1	179	0	0
期间费用	11,119	8,755	15,821	23,870	32,170
其中：销售费用	4,139	3,925	7,631	11,250	16,980
管理费用	6,788	4,933	9,135	13,120	15,690
财务费用	192	-102	-945	-500	-500
期间费用率（%）	24.96%	21.61%	25.03%	27.26%	27.27%
加：公允价值变动净收益	0	-3	-1	0	0
投资净收益	718	140	-52	0	0
三、营业利润	3,228	7,730	8,101	10,660	13,530
营业利润增长（%）	-4.39%	139.49%	4.80%	31.59%	26.92%
营业利润率（%）	7.24%	19.08%	12.82%	12.17%	11.47%
加：营业外收入	2,130	2,033	3203	2500	2500
减：营业外支出	111	95	194	200	200
四、利润总额	5,247	9,668	11,110	12,960	15,830
利润总额增长（%）	7.50%	84.27%	14.92%	16.65%	22.15%
减：所得税	372	681	707	620	850
实际所得税率（%）	7.08%	7.04%	6.36%	4.78%	5.37%
五、净利润	4,875	8,987	10,403	12,340	14,980
净利润增长（%）	—	75.94%	15.75%	18.62%	21.39%
归属母公司所有者净利润	4,773	8,985	10,412	12,349	14,980
母公司净利润增长（%）	13.90%	88.25%	15.89%	18.60%	21.31%
净利润率（%）	10.71%	22.17%	16.47%	14.10%	12.70%
少数股东损益	102	3	-9	-9	0
基本每股收益（元/股）	0.95	1.71	1.56	1.85	2.24

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014