

上市公司调研简报

探索发展“大安防”战略

调研目的

了解公司业绩变动的推动因素，以及当前市场状况和公司的发展战略。

调研结论

上半年收入增长放缓，海外收入增幅较大

2009 年上半年，公司实现营业收入 2.99 亿元，同比增长 12.91%。海外市场收入同比增加了 57.96%，除了可能的需求局部恢复外，主要还是海外销售的信用管理制度发生了一些变化。目前的海外销售得到了保险公司承保，如果不能回收货款将获全额赔偿。在此前提下，一季度和上半年的海外收入增长显著，尤其是一季度，来自海外的收入增长了 100% 以上。相较而言，国内增长幅度并不高。上半年国内市场收入增长了 8.8%。从业绩来看，还是在一定程度上受到了宏观经济波动的影响。公司产品销售具有季节和地域分布不均衡的特点。2008 年上半年收入和净利润分别占全年的 41.9% 和 35.27%。因而下半年的经营情况对全年业绩的影响更大。从地域分布来看，国内销售大约占 75%，国外销售占 25%，国内市场影响更大。

2009 年将逐步加强费用控制

上半年收入和净利润增长形成明显反差：虽然收入增长 12.91%，但是净利润同比下降 7.36%。从数据对比来看，毛利率比去年同期还提高了 1.8 个百分点，费用率的上升是造成这种反差的主要原因。今年上半年三项费用率达到 28.70%，显著高于去年同期的 22.68%。造成费用上升的原因主要是公司在人员等方面扩张太快，以及研发费用的提高。目前公司员工已经超过了 1000 人。2009 年将把费用控制作为一项重要任务，但需要一个过程。从半年报来看，相比一季度的 35.34%，费用率已经有明显的下降。

哑铃型业务结构不变，延续轻资产发展策略

公司将延续以往的经营策略：保持“哑铃型”业务结构。以“研发+市场开拓”为主，采用轻资产的发展策略。目前员工中近 50% 是研发人员，其中 2/3 以上是软件开发人员。软件型企业的特点鲜明，公司也连续 6 年被评为省软件十强，连续 4 年被评为全国软件百强。生产制造基本外包，但是一些试生产的工作会由公司生产保障部完成。这样的策略使公司的生产经营具有灵活性，并且有助于保持相对稳定的盈利能力。

大华股份（002236）

首次评级

中性

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85,130,590

董志强

dongzq@csc.com.cn

010-85,130,966

当前股价：47.00 元

目标价格 6 个月：51 元

分析日期：2009 年 07 月 31 日

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
8.6/-3.6	15.5/-18.6	11.5/-8.2
12 月最高/最低价 (元)		55.55/27.51
总股本 (万股)		6,680
流通 A 股 (万股)		3,080
总市值 (亿元)		31.06
流通市值 (亿元)		14.32
近 3 月日均成交量 (万)		62.29
主要股东		
傅利泉		46.09%

股价表现



探索发展“大安防”策略，研发能力提供支撑

公司在上市的时候提出了“大安防”战略，并在这方面做了努力。近两年，嵌入式数字 DVR 的占比有所下降，数字远程图像监控系统、其他产品的收入占比都有提升。大安防战略范畴中，球机销售在今年上半年增长比较明显，增幅为 37.96%。网络摄像机、大屏幕显示系统、智能交通系统等产品都已推出。自主设计的网络存储设备等产品显示出了公司的研发实力，是公司在文件系统、显示界面、外围设备管理控制等方面领先于二、三线厂商的一个佐证。

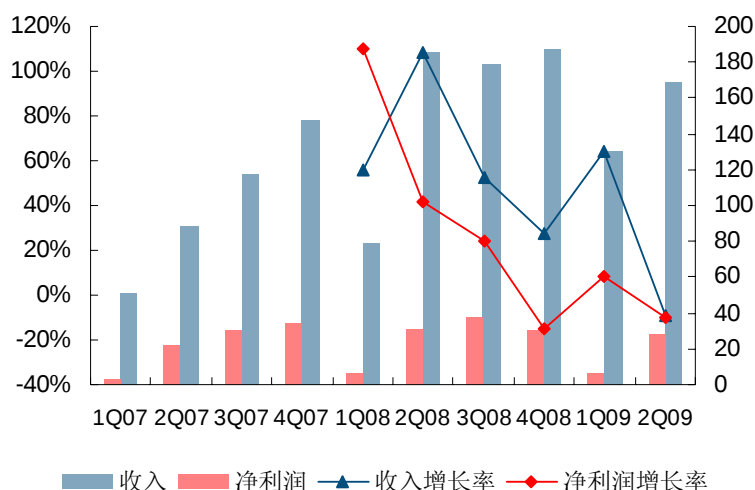
公司仍然在对“大安防”战略进行进一步的思考和探索。未来，有可能注重开拓系统集成方案方面的业务，提升以平台为基础的业务能力，开拓相关渠道。如果公司打算这方面谋求发展，华为 3Com 将成为竞争对手。大华股份具有很强的研发能力和市场渠道开拓能力，有望在这一领域取得较快进展。目前，公司已经介入或争取参与的业务包括全球眼、E 家监控、居家卫士、城市公交等。但在这一过程中，同时需要处理好与现有下游工程商的关系。另外，需要在开拓系统方案集成和平台业务过程中，注意控制成本，保持较好的盈利水平。最后，网络监控与企业、家庭相结合的平台业务，尚需在法律法规方面积极探讨，清除潜在障碍。

市场稳定增长，具备新的开拓空间

未来，随着“平安城市”等建设进程的延续，以及企业和个人需求的逐步增加，我国安防市场还将在一段较长时期内保持稳定的增长。2002-2005 年，DVR 制造行业经过残酷洗牌，目前已经形成了少数几家企业主导市场的局面。研发人员能够维持在 40% 以上的企业不超过 3 家。身处第一梯队的大华股份市场开拓能力和研发能力已经得到验证。2009 年也是产品更替较为频繁的一年。公司经营状况有望在三季度末或四季度逐渐好转。长期来看，各行业系统集成解决方案、与网络相结合的企业和家庭监控平台，都将为安防产品带来新的发展空间。我们预测 2009 年-2011 年，大华股份的年收入为 7.82 亿元、9.28 亿元、11.50 亿元，EPS 为 1.70 元、2.08 元、2.40 元。

附图 1：大华股份季度业绩变化情况

单位：百万元



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部整理

表 1：公司原有“大安防”战略

	产品布局	主要产品	占 2007 年营业收入的比例 (%)
安防视频监控产品	核心产品	嵌入式 DVR	76.41
	“大安防”产品架构中的新产品	球机、NVS、板卡、控制键盘等	7.16
	系统集成产品	数字远程图像监控系统	10.04
	其他产品	数字程控调度机	2.05

资料来源：公司公告

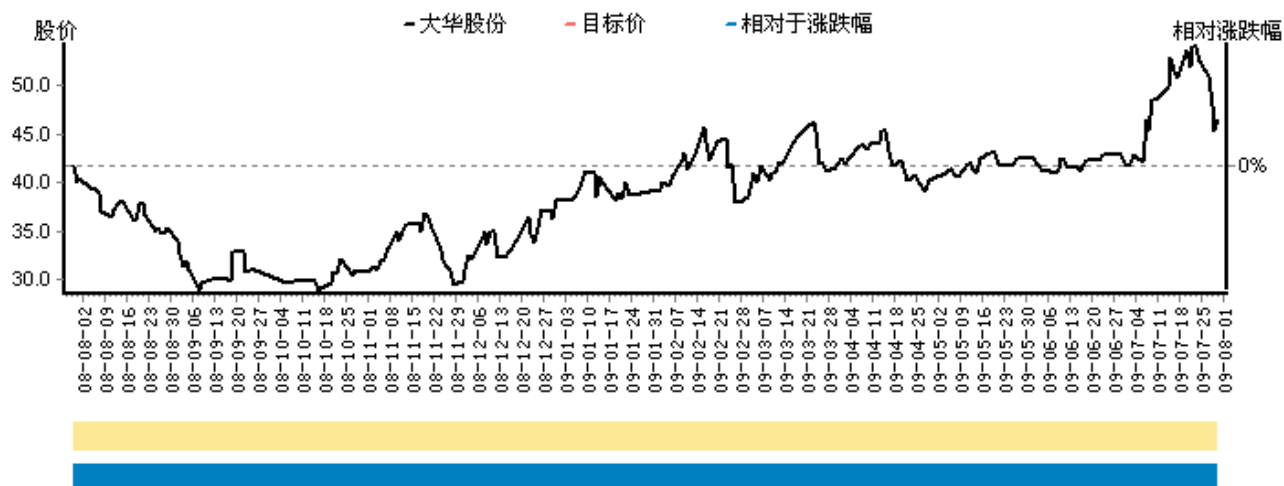
表 2：预测利润表

单位：百万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	632.02	782.43	928.15	1,149.64
减：营业成本	386.54	470.26	556.83	690.95
营业税费营业税金及附加	3.93	4.93	6.68	8.85
减：营业费用	76.31	113.45	128.08	155.20
管理费用	91.35	109.54	117.87	140.83
财务费用	-9.45	-11.74	-4.64	3.45
资产减值损失	1.79	2.00	3.00	4.00
加：非经营性收益	-0.54	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	81.01	93.98	120.33	146.35
营业外收入	32.04	30.00	32.50	30.00
减：营业外支出	1.94	2.00	3.00	4.00
三、利润总额	111.11	121.98	149.83	172.35
减：所得税	7.07	8.54	10.79	12.41
四、净利润	104.04	113.44	139.04	159.94
归属于母公司所有者的净利润	104.13	113.53	139.14	160.05
每股收益（元）	1.56	1.70	2.08	2.40
PE	30.15	27.65	22.56	19.62

资料来源：中信建投证券研发部

附:



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

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须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有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点
董志强 计算机行业高级分析师 曾获得 2003 年《新财富》计算机行业最佳分析师。
刘珂昕 电子元器件行业分析师

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010