

强烈推荐-A (上调)

大华股份 002236.SZ

目标估值: 95 元
当前股价: 72.79 元
2011 年 3 月 1 日

DVR 持续快速增长, 智能交通和前端业务将打开进一步成长空间

基础数据

上证综指	2905
总股本 (万股)	13954
已上市流通股 (万股)	4862
总市值 (亿元)	102
流通市值 (亿元)	35
每股净资产 (MRQ)	7.5
ROE (TTM)	19.0
资产负债率	34.1%
主要股东	傅利泉
主要股东持股比例	44.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-5	90
相对表现	2	-18	91



相关报告

- 1、《安防行业深度报告-前端数字化时代的商业模式升级》2010/08/01;
- 2、《安防行业商业模式升级已经来临》2010/11/01;

何金孝

0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn
S1090210080003
张良勇
0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090208060205

事件:

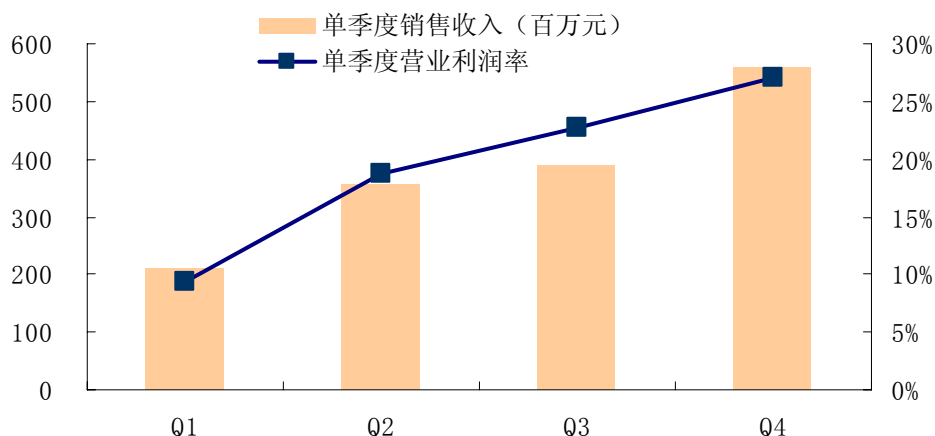
公司公布了 2010 年业绩快报, 实现销售收入 15.15 亿元, 净利润 2.60 亿元, 合 1.86 元 EPS, 略超市场预期。

评论:

1、单季度收入规模扩大带来利润率明显提升

一方面, 由于公司推出的基于 ASIC 方案的中低端 DVR 产品市场推广效果良好, 公司的营业收入逐季提高; 另一方面, 视频监控行业本身的季节规律, 下半年的销售收入明显要高于上半年。全年公司销售收入环比快速提高, 这同时也带动了利润率的快速提高, 营业利润率从一季度的 9.5% 上升到四季度的 27%。

图 1: 公司单季度收入和毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

2、预计 2011 年 DVR 业务仍将维持 50% 以上增长

从 09 年下半年开始, 公司的 DVR 产品通过积极导入 ASIC 方案, 快速打开一片蓝海市场, 在商业应用市场的占有率快速提高, 实现了高速增长。我们认为, ASIC 方案的 DVR 产品市场占有率未来还会持续提高, 而 DVR 产品价格下降也还会进一步刺激需求增长。因此, 公司的 DVR 业务 2011 年维持 50% 以上增长难度不大。

3、前端业务和智能交通业务将成为超预期因素

从视频监控设备市场结构来看, 前端摄像头的市场容量是 DVR 的 4-5 倍, 因此, 对公司来说未来必须持续开拓前端摄像头业务。随着公司摄像头制造技术和产品的逐步成熟, 我们认为今年很可能是公司摄像头业务的启动年。

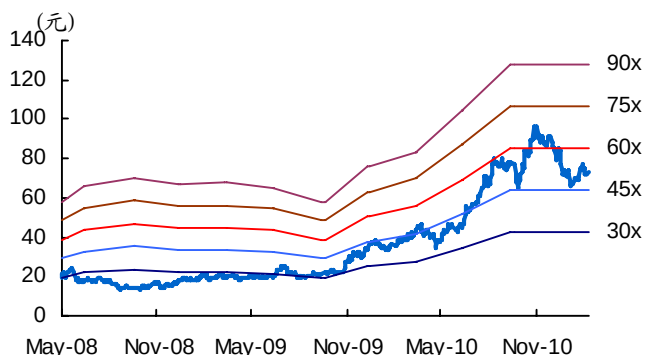
广大中西部地区的智能交通建设仍非常落后，仍处于刚开始普及阶段。我们认为，公司在其中将会有很大作为，这也是公司今年发展一个超预期因素。

4、上调为“强烈推荐-A”评级

我们预计公司未来两年高成长确定性高，11、12 年的 EPS 分别为 2.72、3.85 元。以公司的成长性，我们认为可以给予公司 2011 年 35 倍 PE，因此，我们上调公司评级为“强烈推荐-A”，上调 6 个月短期目标价至 95 元。

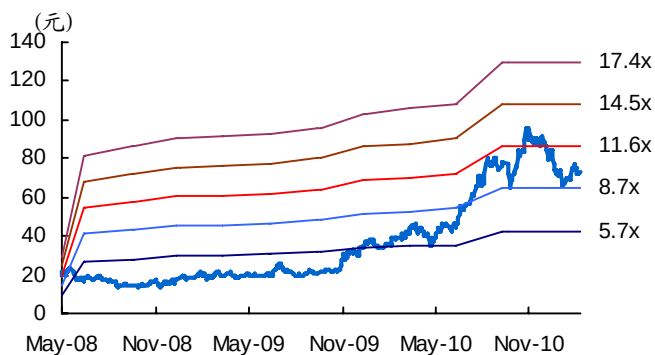
风险提示：中低端视频监控市场竞争加剧，可能会导致产品价格过快下降，影响盈利能力。

图 2：大华股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：大华股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《安防行业深度报告-前端数字化时代的商业模式升级》2010/08/01
- 2、《安防行业商业模式升级已经来临》2010/11/01

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	737	1014	1367	1839	2461
现金	414	479	511	543	538
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	4	8	12	17
应收款项	163	271	453	685	1012
其它应收款	10	14	26	39	58
存货	140	233	356	540	806
其他	8	12	13	20	30
非流动资产	128	146	147	139	179
长期股权投资	0	10	10	10	10
固定资产	89	86	57	96	139
无形资产	30	38	34	31	28
其他	9	12	46	2	2
资产总计	865	1160	1514	1978	2640
流动负债	139	332	431	630	916
短期借款	0	65	0	0	0
应付账款	77	165	284	432	645
预收账款	36	58	98	149	222
其他	25	44	49	49	49
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	139	332	431	630	916
股本	67	67	140	140	140
资本公积金	373	373	373	373	373
留存收益	287	389	570	836	1212
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	726	828	1083	1348	1724
负债及权益合计	865	1160	1514	1978	2640

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3	46	108	144	208
净利润	104	117	259	379	537
折旧摊销	0	11	14	18	23
财务费用	(9)	(8)	(10)	(11)	(11)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	(85)	(157)	(244)	(344)
其它	(92)	12	2	2	3
投资活动现金流	(61)	(31)	(81)	(10)	(63)
资本支出	0	(17)	(81)	(10)	(63)
其他投资					
筹资活动现金流	372	(1)	5	(103)	(150)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	73	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(78)	(114)
其他	372	(1)	(68)	(26)	(36)
现金净增加额	314	14	32	31	(5)

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	632	836	1522	2302	3401
营业成本	387	512	889	1350	2016
营业税金及附加	4	5	9	14	20
营业费用	76	133	198	299	442
管理费用	91	94	183	276	408
财务费用	(9)	(8)	(10)	(11)	(11)
资产减值损失	2	9	15	23	34
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	81	91	238	350	491
营业外收入	32	38	47	71	105
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	111	128	286	422	597
所得税	7	11	26	42	60
净利润	104	117	259	379	537
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	104	117	259	379	537
EPS (元)	0.75	0.84	1.86	2.72	3.85

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	56%	32%	82%	51%	48%
营业利润	4%	12%	162%	47%	40%
净利润	21%	13%	121%	46%	42%
获利能力					
毛利率	38.8%	38.8%	41.6%	41.4%	40.7%
净利率	16.5%	14.0%	17.0%	16.5%	15.8%
ROE	14.3%	14.1%	24.0%	28.1%	31.1%
ROIC	9.2%	8.5%	19.2%	22.7%	25.1%
偿债能力					
资产负债率	16.0%	28.6%	28.5%	31.8%	34.7%
净负债比率	0.0%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.3	3.1	3.2	2.9	2.7
速动比率	4.3	2.4	2.3	2.1	1.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.2	1.3
存货周转率	3.3	2.7	3.0	3.0	3.0
应收帐款周转率	4.4	3.9	4.2	4.0	4.0
应付帐款周转率	5.2	4.2	4.0	3.8	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.75	0.84	1.86	2.72	3.85
每股经营现金	0.03	0.52	0.78	1.03	1.49
每股净资产	8.13	9.27	7.76	9.66	12.36
每股股利	0.00	0.53	0.56	0.82	1.15
估值比率					
PE					
PB					
EV/EBITDA					

资料来源：公司报表、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究执行董事，电子行业高级分析师，2006-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师，2010 年《新财富》电子行业最佳分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。