

大华股份：业绩有望持续超预期

- 2010 年年报及 2011 年一季报点评

报告关键点：

- 2010 年年报符合预期，2011 年一季报超预期
- 安防监控行业前景广阔，行业龙头充分受益于行业集中度的快速提升
- 前端产品即将发力，未来业绩仍有望超预期增长

报告摘要：

- **2010 年高增长，全年业绩符合预期。**公司 2010 年实现营业收入 15.16 亿元，净利润 2.6 亿元，同比分别增长 81.39% 和 122.12%，每股收益 1.91 元。
- **十二五开局起步好，2011 年一季报超预期。**公司 2011 年第一季度实现销售收入 3.29 亿元，净利润 913.90 万元，同比分别增长 54.49% 和 111.76%，每股收益 0.28 元。公司净利润增幅大于营业收入的原因是，营业成本及期间费用的增幅低于营业收入的增幅，同时补贴收入较上年有较大幅度的增长所致。同时，公司预计 2011 年 1-6 月净利润同比增幅为 60%-100%
- **安防监控行业维持高景气度，市场空间广阔。**安防产业“十二五”规划的审议稿提出，到“十二五”末该产业规模将翻一番，总产值达 5000 亿元。安防监控占整个安防产业的比重约为 40%，按此推算，到“十二五”末安防监控行业的规模将达到 2000 亿元。
- **行业集中度快速提升，龙头公司强者恒强。**以平安城市建设为代表的大型安防需求，以个人安全、社区安全为代表的民用安防需求和报警运营服务等需求，成为目前安防市场发展的主要方向。这些新需求具有总体投资大、覆盖范围宽、涉及用户广、技术要求高的特点，满足这些需求需要企业同时具备兼容性好的软硬件产品、统一的系统集成平台、优质的工程施工以及完善的运营服务等条件。因此，集软硬件产品、系统集成、工程施工和运营服务于一体的综合性安防企业的出现将成为形势所趋。公司与海康威视在安防监控领域已经形成了寡头垄断的局面，将充分受益于行业集中度的快速提升。
- **前端产品即将发力，未来业绩仍有望超预期增长。**安防监控产品软硬结合，既不像纯硬件制造存在产能问题，又不像软件系统集成商依赖人力，业绩弹性非常大。就公司而言，在前端摄像机开发进度低于预期的情况下，收入仍然保持了高速增长，说明其在 DVR 领域的竞争力在快速提升。我们认为，公司的渠道优势和品牌优势能为后续前端产品的推广提供很强的支持。随着前端产品的不断丰富，公司未来几年业绩仍然具有很高的弹性，具备不断超预期的可能性。
- **上调盈利预测，维持“买入-A”投资评级。**我们提高了对公司的盈利预测，预计 2011、2012 年 EPS 分别为 3.08 元和 4.79 元，维持“买入-A”的投资评级和 100 元的目标价。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	835.9	1,516.3	2,392.5	3,636.6	5,198.6
Growth(%)	32.3%	81.4%	57.8%	52.0%	43.0%
净利润	117.2	260.3	430.1	668.8	954.9
Growth(%)	12.5%	122.1%	65.2%	55.5%	42.8%
毛利率(%)	38.8%	43.3%	44.7%	45.4%	45.5%
净利润率(%)	14.0%	17.2%	18.0%	18.4%	18.4%
每股收益(元)	0.84	1.87	3.08	4.79	6.84
每股净资产(元)	5.94	8.42	10.88	14.72	20.19
市盈率	98.7	44.4	26.9	17.3	12.1
市净率	14.0	9.9	7.6	5.6	4.1
净资产收益率(%)	14.1%	22.1%	28.3%	32.6%	33.9%
ROIC(%)	35.0%	60.8%	78.1%	66.5%	64.2%
EV/EBITDA	54.4	44.4	26.5	16.4	11.2

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

100.00 元

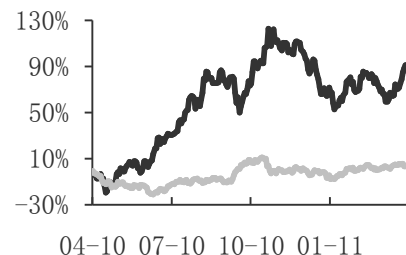
期限： 6 个月 上次预测：100.00 元

现价（2011 年 04 月 25 日）： 82.90 元

报告日期： 2011-04-26

总市值(百万元)	11,302.76
流通市值(百万元)	3,938.02
总股本(百万股)	139.54
流通股本(百万股)	48.62
12 个月最低/最高	33.29/97.94 元
十大流通股东(%)	38.01%
股东户数	5,590

12 个月股价表现



— 大华股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.90	11.95	86.35
绝对收益	14.07	24.24	89.80

侯利
021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

胡又文

021-68766271
huyw@essence.com.cn

前期研究成果

大华股份：全年业绩超预期，2011 年高速增长明确

2010-10-20

大华股份：行业高度景气，公司飞速增长

2010-08-20

大华股份：DVR 再发力，新品推广业绩弹性大

2010-06-02

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/4/25		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	32.3%	81.4%	57.8%	52.0%	43.0%
减: 营业成本	835.9	1,516.3	2,392.5	3,636.6	5,198.6	营业利润增长率	12.3%	163.3%	69.9%	62.1%	45.1%
营业税费	5.4	9.4	15.6	23.6	33.8	净利润增长率	12.5%	122.1%	65.2%	55.5%	42.8%
销售费用	133.1	224.6	358.9	545.5	779.8	EBITDA 增长率	19.1%	161.5%	69.4%	60.6%	44.2%
管理费用	93.7	179.3	263.2	400.0	571.8	EBIT 增长率	15.9%	179.3%	73.8%	62.6%	45.1%
财务费用	-8.0	-7.8	-4.1	-5.0	-7.2	NOPLAT 增长率	15.3%	130.8%	69.3%	55.8%	42.8%
资产减值损失	9.3	11.3	30.8	26.4	33.1	投资资本增长率	32.8%	31.8%	82.9%	47.9%	40.7%
加: 公允价值变动收益	0.0	0.3	-0.3	-	-	净资产增长率	14.1%	41.8%	29.3%	35.2%	37.2%
投资和汇兑收益	0.0	-0.0	1.0	1.0	1.0						
营业利润	91.0	239.5	406.8	659.7	957.1	利润率					
加: 营业外净收支	36.9	48.7	71.0	83.4	103.9	毛利率	38.8%	43.3%	44.7%	45.4%	45.5%
利润总额	127.8	288.2	477.8	743.1	1,061.0	营业利润率	10.9%	15.8%	17.0%	18.1%	18.4%
减: 所得税	10.7	28.5	47.8	74.3	106.1	净利润率	14.0%	17.2%	18.0%	18.4%	18.4%
净利润	117.2	260.3	430.1	668.8	954.9	EBITDA/营业收入	11.3%	16.2%	17.4%	18.4%	18.6%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.9%	15.3%	16.8%	18.0%	18.3%
货币资金	479.4	720.2	739.1	895.5	1,182.8	运营效率					
交易性金融资产	-	0.3	-	-	-	固定资产周转天数	38	24	18	12	8
应收账款	285.4	419.9	625.7	951.1	1,359.6	流动营业资本周转天数	97	76	91	107	113
应收票据	3.9	9.8	15.7	23.9	34.2	流动资产周转天数	377	303	257	221	215
预付账款	8.3	15.5	15.5	15.5	15.5	应收账款周转天数	93	79	79	82	84
存货	233.1	373.6	470.9	707.9	1,008.4	存货周转天数	80	72	64	58	59
其他流动资产	3.8	3.0	3.0	3.0	3.0	总资产周转天数	436	349	291	242	229
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	156	114	116	122	123
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.0	10.4	-	-	-	ROE	14.1%	22.1%	28.3%	32.6%	33.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	14.6%	20.6%	23.8%	25.1%
固定资产	86.1	113.3	119.5	118.6	115.4	ROIC	35.0%	60.8%	78.1%	66.5%	64.2%
在建工程	8.7	16.4	2.6	1.3	1.1	费用率					
无形资产	38.1	34.1	32.0	29.9	28.0	销售费用率	15.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
其他非流动资产	3.4	61.2	62.4	62.4	62.4	管理费用率	11.2%	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	1,160.2	1,777.6	2,086.5	2,809.0	3,810.4	财务费用率	-1.0%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
短期债务	65.0	147.2	63.0	62.8	62.2	三费/营业收入	26.2%	26.1%	25.8%	25.9%	25.9%
应付账款	169.5	240.8	369.5	555.4	791.2	偿债能力					
应付票据	-	10.0	3.6	5.4	7.8	资产负债率	28.6%	33.9%	27.2%	26.9%	26.1%
其他流动负债	97.3	196.6	171.7	171.7	171.7	负债权益比	40.1%	51.4%	37.4%	36.8%	35.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.06	2.59	3.32	3.46	3.64
其他非流动负债	-	7.3	4.0	4.0	4.0	速动比率	2.35	1.96	2.48	2.51	2.62
负债总额	331.9	603.2	568.1	755.6	993.1	利息保障倍数	-10.35	-29.58	-98.30	-131.51	-131.72
少数股东权益	-	1.2	1.2	1.2	1.2	分红指标					
股本	66.8	139.5	139.5	139.5	139.5	DPS(元)	0.11	-	0.62	0.96	1.37
留存收益	761.5	1,033.6	1,377.6	1,912.6	2,676.5	分红比率	12.8%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	828.3	1,174.3	1,518.4	2,053.4	2,817.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.7%	1.2%	1.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	117.1	259.6	430.1	668.8	954.9	EPS(元)	0.84	1.87	3.08	4.79	6.84
加: 折旧和摊销	13.9	18.9	14.4	15.4	16.4	BVPS(元)	5.94	8.42	10.88	14.72	20.19
资产减值准备	9.3	11.3	30.8	26.4	33.1	PE(X)	98.7	44.4	26.9	17.3	12.1
公允价值变动损失	-0.0	-0.3	-0.3	-	-	PB(X)	14.0	9.9	7.6	5.6	4.1
财务费用	-7.0	0.2	0.2	-4.1	-5.0	P/FCF	144.5	54.9	-133.3	60.7	32.7
投资收益	-0.0	0.0	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	13.8	7.6	4.8	3.2	2.2
少数股东损益	-0.1	-0.7	-	-	-	EV/EBITDA	54.4	44.4	26.5	16.4	11.2
营运资金的变动	-93.3	-240.9	-261.9	-409.2	-514.3	CAGR(%)	78.7%	54.4%	43.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	46.4	123.6	207.9	295.4	481.8	PEG	1.3	0.8	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-31.5	-29.0	0.6	-10.1	-10.1	ROIC/WACC	3.5	6.1	7.8	6.7	6.4
融资活动产生现金流量	-1.1	41.1	-146.1	-129.0	-184.4	REP	3.5	3.3	1.4	1.1	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034