

前端产品贡献大，龙头企业受益行业高增长

公司研究简报

◆事件：公司发布中报。

◆业绩如预期增长，前端产品贡献大：

上半年，公司实现营业收入 8.9 亿元，同比增长 57%；实现净利润 1.3 亿元，同比增长 64%；每股收益 0.46 元；基本符合市场预期。

来自前端音视频产品的营业收入超过 2 亿元，同比增长 214%；远程图像监控产品的收入也增长 67%，接近 7,000 万元。按地区划分，来自国外的营业收入增长 91%。

◆毛利率略有下滑，费用率有所下降：

毛利率为 41%，同比略微下滑一个百分点，主要是由于后端产品的毛利率有所下滑。

由于销售规模的增加，销售费用率和管理费用率分别同比下降 2.8 和 1.7 个百分点，三项费用率之和由去年上半年的 27.8% 下降至 23.4%。

净利率率同比上升 0.7 个百分点至 14.4%。

◆短期增长确定，中长期受益于行业的高成长：

安防产品不属于消费类电子产品，不会受到今年电脑和液晶电视市场增长放缓的影响。我们预计公司在下半年仍将保持 50% 以上的高增长。

安防行业的十二五规划指出：到 2015 年末，安防产业实现规模翻一番，年增长率达到 20%，实现 5,000 亿元的总产值。我们认为，随着产品向网络化和智能化的升级，安防行业的技术壁垒正日益提高，不具有核心技术实力的小型厂商将逐渐失去市场份额。作为安防行业的两大龙头企业之一，侧重于中低端市场的大华股份将受益于行业在未来几年的高成长和行业的整合。

公司传统的业务强项是后端产品 DVR，前端业务产品在上半年取得了成倍的增长，收入规模突破 2 亿元，我们认为这有利于公司给客户提供系统的安防解决方案。

◆高增长对应高估值，维持增持评级：

我们预计公司的营业收入和净利润在未来三年的年均增长都在 50% 以上，考虑到当前的估值较高，维持增持评级。

◆风险提示：

在 5 月末，公司有 2,100 万股的解除限售股实际可上市流通，在短期可能有减持的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	836	1,516	2,426	3,770	5,506
营业收入增长率	32.27%	81.39%	59.98%	55.41%	46.05%
净利润（百万元）	117	260	405	620	910
净利润增长率	12.54%	122.12%	55.78%	52.86%	46.76%
EPS（元）	0.42	0.93	1.45	2.22	3.26
ROE（归属母公司） （摊薄）	14.15%	22.19%	26.87%	30.88%	33.31%

增持（维持）

当前价/目标价：45.20/50.00 元

目标期限：6 个月

分析师

赵磊 (执业证书编号：S0930510120026)

联系人

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.79

总市值(亿元)：126.14

一年最低/最高(元)：37.92/97.94

近 3 月换手率：27.57%

股价表现(一年)



收益表现

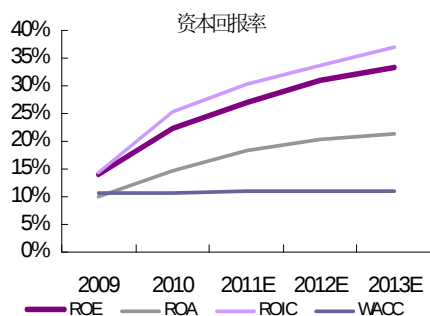
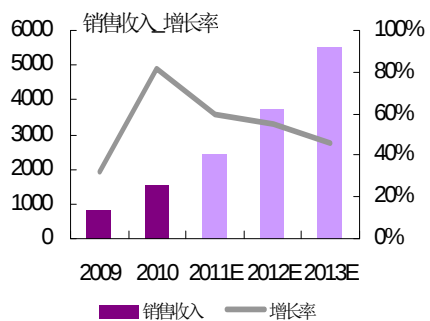
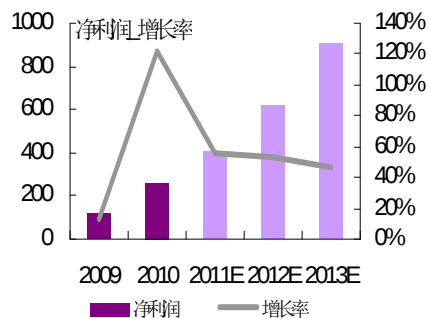
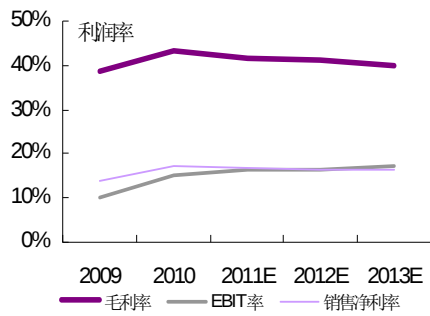
%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.88	18.08	56.38
绝对	10.24	9.71	62.99

相关研报

安防行业需求高增长是公司持续高成长的源泉

..... 2010-08-20

P/E 108 48 31 20 14



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	836	1,516	2,426	3,770	5,506
营业成本	512	860	1,418	2,218	3,297
折旧和摊销	14	19	16	17	18
营业税费	5	9	15	23	34
销售费用	133	225	315	471	661
管理费用	94	179	279	415	551
财务费用	-8	-8	-8	-11	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	91	240	402	635	955
利润总额	128	288	456	704	1,034
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	117.19	260.29	405.48	619.80	909.61

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,160	1,778	2,196	3,054	4,241
流动资产	1,014	1,542	1,962	2,817	4,002
货币资金	479	720	715	934	1,318
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	271	391	570	850	1,190
应收票据	4	10	24	38	55
其他应收款	14	29	32	45	61
存货	233	374	596	909	1,319
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	86	113	119	124	127
无形资产	38	34	32	31	29
总负债	332	603	686	1,045	1,509
无息负债	267	456	686	1,045	1,509
有息负债	65	147	0	0	0
股东权益	828	1,174	1,510	2,008	2,732
股本	67	140	279	279	279
公积金	422	532	503	528	528
未分配利润	340	502	727	1,200	1,924
少数股东权益	0	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	124	223	349	577
净利润	117	260	405	620	910
折旧摊销	14	19	16	17	18
净营运资金增加	114	207	328	478	598
其他	-199	-363	-526	-766	-948
投资活动产生现金流	-31	-29	-20	-20	-20
净资本支出	22	29	20	20	20
长期投资变化	10	10	0	0	0
其他资产变化	-63	-68	-40	-40	-40
融资活动现金流	-1	41	-209	-111	-173
股本变化	0	73	140	0	0
债务净变化	65	82	-147	0	0
无息负债变化	128	189	230	359	464
净现金流	14	137	-5	219	384

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	32.27%	81.39%	59.98%	55.41%	46.05%
净利润增长率	12.54%	122.12%	55.78%	52.86%	46.76%
EBITDA 增长率	20.34%	158.43%	63.37%	56.77%	49.65%
EBIT 增长率	15.04%	179.02%	69.91%	58.76%	50.82%
估值指标					
PE	108	48	31	20	14
PB	15	11	8	6	5
EV/EBITDA	28	24	30	19	13
EV/EBIT	33	26	31	20	13
EV/NOPLAT	36	29	35	22	15
EV/Sales	3	4	5	3	2
EV/IC	5	7	11	8	5
盈利能力 (%)					
毛利率	38.81%	43.27%	41.54%	41.16%	40.12%
EBITDA 率	11.59%	16.51%	16.86%	17.01%	17.43%
EBIT 率	9.92%	15.26%	16.21%	16.56%	17.10%
税前净利润率	15.29%	19.01%	18.78%	18.68%	18.77%
税后净利润率 (归属母公	14.02%	17.17%	16.72%	16.44%	16.52%
ROA	10.09%	14.61%	18.46%	20.30%	21.45%
ROE (归属母公司) (摊	14.15%	22.19%	26.87%	30.88%	33.31%
经营性 ROIC	14.35%	25.48%	30.48%	33.72%	37.17%
偿债能力					
流动比率	3.06	2.59	2.88	2.70	2.66
速动比率	2.35	1.96	2.00	1.83	1.78
归属母公司权益/有息债务	12.74	7.97	-	-	-
有形资产/有息债务	17.20	11.81	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.42	0.93	1.45	2.22	3.26
每股红利	0.14	0.25	0.44	0.67	0.98
每股经营现金流	0.17	0.44	0.80	1.25	2.07
每股自由现金流(FCFF)	-0.13	0.01	0.08	0.31	0.90
每股净资产	2.97	4.20	5.41	7.19	9.78
每股销售收入	3.00	5.43	8.69	13.51	19.73

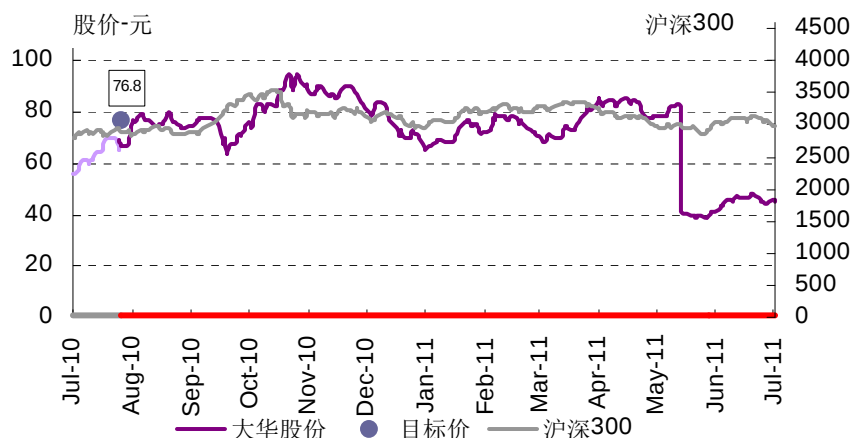
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

大华股份 (002236)



日期	股价	目标价	评级
2010-08-20	68.90	76.80	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com