

多方位布局，充分受益行业发展

公司研究简报

◆事件：公司发布年报

◆业绩大幅增长，向前端及整体解决方案跨越

2011年公司实现营收22.1亿元，同比增长45.4%；净利润3.78亿元，同比增长45.2%；其中四季度营收7.4亿元，同比增长33.4%，净利润1.74亿元，同比增45.4%；全年EPS 1.35元，符合我们预期。

业绩大幅增长主要是因为前端产品大幅放量：2011年公司完成模拟高清、数字高清、高清网络等摄像机的系列化，及配套解决方案，逐步从后端存储向前端产品及整体解决方案跨越，2011年公司前端产品营收大幅增长163%，占比亦从去年的12%提升至22%。

◆后端产品小幅拉低毛利率水平，费用控制良好

2011年公司毛利率42.3%，比上年同期下滑1个百分点，主要是因为后端DVR等产品的毛利率下滑1.4个百分点。

费用率方面，2011年公司三费和率25.1%，相比2010年下降1个百分点，主要是销售费用率下降1.2个百分点至13.6%。

◆行业发展趋势有利于龙头

未来安防及视频监控行业的发展空间已毋庸置疑，我们认为两点原因将加速行业整合，有利于行业龙头把握机遇，大幅受益：

1. 高清、智能、网络化的发展趋势将促进安防产品更新换代周期缩短，提升技术门槛；2. 无论是金融、交通等传统领域，还是能源、水利等新领域，用户需求都逐步由单一产品向整体服务转型。

◆公司多方位布局，未来数年将持续受益

作为行业龙头之一，公司在把握行业发展趋势和契合用户需求上卓有成效，主动引领行业变革，市场份额不断扩张，2011年在A&S评比中跃居全球安防十强，未来数年有望持续从安防行业的发展和竞争中获益：

公司紧跟高清、智能、网络化的发展趋势：除了高清模拟、高清数字、网络摄像机外，公司在智能化方面亦投入大量精力，目前已初见成效，以智能交通为例，公司自主开发出交通事件分析系统、交通诱导系统区域控制器、手持式测速执法终端、交通诱导系统中心服务平台等智能监控系列产品。目前的增发项目中有7.85亿是投向智能监控系列产品。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,516	2,205	3,335	4,835	6,423
营业收入增长率	81.39%	45.44%	51.22%	44.98%	32.86%
净利润(百万元)	260	378	575	817	1,090
净利润增长率	122.12%	45.21%	52.00%	42.25%	33.37%
EPS(元)	0.93	1.35	2.06	2.93	3.91
ROE(摊薄)	22.19%	25.10%	28.58%	30.78%	31.14%
P/E	51	35	23	16	12

增持(维持)

当前价/目标价：47.29/54.00元

目标期限：6个月

分析师

周励谦(执业证书编号：S0930510120024)

联系人

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebcn.com

胡誉镜

021-22169328

huyj@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.79

总市值(亿元)：131.98

一年最低/最高(元)：37.51/86.60

近3月换手率：26.87%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.98	12.67	49.23
绝对	15.06	12.54	31.61

相关研报

前后端双轮驱动，加速向系统提供商转型

..... 2011-10-21

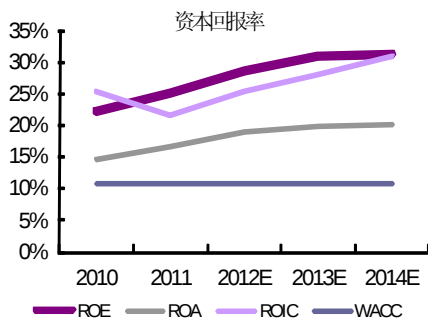
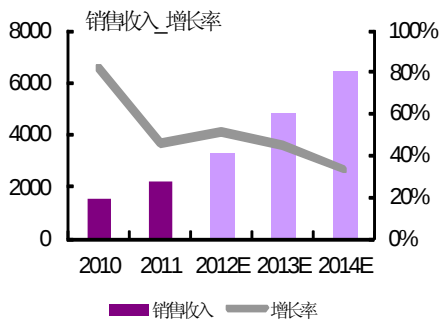
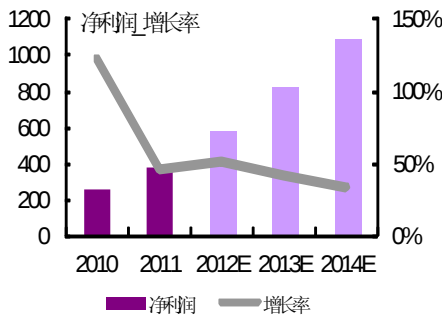
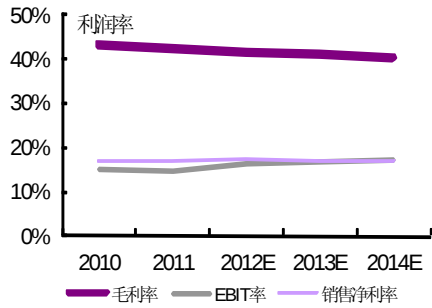
前端产品贡献大，龙头企业受益行业高增长

..... 2011-07-27

注重提升行业整体解决方案的提供能力：公司基于后端产品逐步向前端及行业整体解决方案大踏步前进，目前形成了以嵌入式 DVR 为核心的“大安防”产品架构，除了智能交通系统方案外，公司推出了业内领先的第三代平安城市解决方案及高端视频综合解决方案——视频综合平台 M60；在智能建筑安防系统方面，公司也成功地自主开发了可视对讲系统、门禁系统、报警系统及综合管理软件等系列新产品，与现有产品一起组成了完整的智能建筑安防系统，并通过增发项目进一步完善和产业化。

◆盈利预测与评级：

公司的两个增发项目，智能监控系统 and 智能建筑，都具备很好的前景和不错的盈利能力。预计 2012-2014 年 EPS 分别 2.06/2.93/3.91 元，目前估值较合理，维持增持评级，目标价 54 元。



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,516	2,205	3,335	4,835	6,423
营业成本	860	1,273	1,947	2,850	3,824
折旧和摊销	19	26	5	11	15
营业税费	9	17	23	31	39
销售费用	225	299	434	604	771
管理费用	179	264	384	532	674
财务费用	-8	-10	-9	-6	-7
公允价值变动损益	0	-1	0	0	0
投资收益	0	-4	0	0	0
营业利润	240	330	556	823	1,123
利润总额	288	413	631	898	1,198
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	260.29	377.98	574.55	817.28	1,090.03

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	1,778	2,269	3,021	4,147	5,454
流动资产	1,542	1,867	2,533	3,590	4,872
货币资金	720	503	526	725	1,164
交易型 融资产	0	0	0	0	0
应收账款	391	677	1,000	1,450	1,927
应收票据	10	27	33	48	64
其他应收款	29	41	62	89	119
存货	374	605	876	1,225	1,529
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	24	24	24	24
固定资产	113	144	252	334	375
无形资产	34	35	33	32	30
总负债	603	754	1,001	1,482	1,944
无息负债	456	716	1,001	1,458	1,944
有息负债	147	38	0	24	0
股东权益	1,174	1,515	2,020	2,665	3,509
股本	140	279	279	279	279
公积金	532	518	552	552	552
未分配利润	502	709	1,179	1,824	2,669
少数股东权益	1	9	9	9	9

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	124	74	223	421	71
净利润	260	378	575	817	1,090
折旧摊销	19	26	5	11	15
净营运资金增加	207	385	523	626	595
其他	-363	-715	-879	-1,033	-959
投资活动产生现金流	-29	-120	-101	-80	-40
净资本支出	29	107	100	80	40
长期投资变化	10	24	0	0	0
其他资产变化	-68	-251	-201	-160	-80
融资活动现金流	41	-60	-99	-143	-262
股本变化	73	140	0	0	0
债务净变化	82	-109	-38	24	-24
无息负债变化	189	260	284	457	487
净现金流	137	-107	24	199	439

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	81.39%	45.44%	51.22%	44.98%	32.86%
净利润增长率	122.12%	45.21%	52.00%	42.25%	33.37%
EBITDA 增长率	158.43%	40.13%	57.57%	49.93%	36.50%
EBIT 增长率	179.02%	40.30%	68.65%	49.30%	36.47%
估值指标					
PE	51	35	23	16	12
PB	11	9	7	5	4
EV/EBITDA	25	37	24	16	11
EV/EBIT	27	40	24	16	12
EV/NOPLAT	30	44	26	18	13
EV/Sales	4	6	4	3	2
EV/IC	8	10	7	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	43.27%	42.27%	41.62%	41.06%	40.47%
EBITDA 率	16.51%	15.91%	16.57%	17.14%	17.61%
EBIT 率	15.26%	14.72%	16.42%	16.91%	17.37%
税前净利润率	19.01%	18.74%	18.93%	18.58%	18.65%
税后净利润率 (归属母公	17.17%	17.14%	17.23%	16.90%	16.97%
ROA	14.61%	16.55%	19.02%	19.71%	19.99%
ROE (归属母公司) (摊	22.19%	25.10%	28.58%	30.78%	31.14%
经营性 ROIC	25.48%	21.72%	25.30%	27.91%	30.91%
偿债能力					
流动比率	2.59	2.50	2.54	2.43	2.51
速动比率	1.96	1.69	1.66	1.60	1.72
归属母公司权益/有息债务	7.97	39.83	-	109.47	-
有形资产/有息债务	11.81	58.83	-	169.63	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.93	1.35	2.06	2.93	3.91
每股红利	0.25	0.25	0.62	0.88	1.17
每股经营现金流	0.44	0.27	0.80	1.51	2.66
每股自由现金流(FCFF)	0.01	-0.52	-0.43	0.17	1.42
每股净资产	4.20	5.40	7.20	9.52	12.54
每股销售收入	5.43	7.90	11.95	17.32	23.02

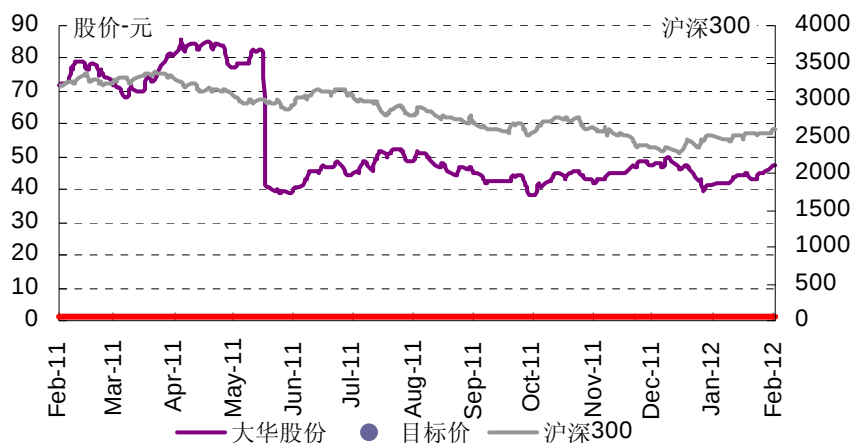
资料来源：光大证券、上市公司

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	评级
2010-08-20	68.90	76.80	增持
2011-07-27	45.20	50.00	增持
2011-10-21	40.50	46.00	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的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 销售交易部

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、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	13901184256	liangchen@ebsecn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-68561606	18910037319	yangyue1@ebsecn.com
	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
上海	严非(执行董事)	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(副总经理)	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
深圳	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
	濮维娜(副总经理)	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
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com