



**HIKVISION**

**@hua**

# 海康威视 vs. 大华股份

海康全面领先大华，龙头地位尚不稳固

李泽坤 1500017841

苏楠 1400018918

刘书颖 1500017448

喻成源 1500017428

张冠鹏 1500017469

## 目 录

选题原因 .....	1
一、宏观环境分析.....	1
二、行业分析.....	2
(一) 安防行业概况.....	2
(二) 行业特征分析.....	3
(三) 行业周期分析.....	8
(四) 行业获利能力分析——波特五力.....	8
三、公司分析.....	9
(一) 公司简介.....	9
(二) 主营业务构成.....	10
(三) SWOT 分析 .....	12
四、企业战略分析.....	14
(一) 海康威视.....	14
(二) 大华股份.....	15
(三) 对比分析.....	15
五、公司治理.....	16
(一) 股东与股权结构.....	16
(二) 管理团队：董事（含独立董事）、监事、高管.....	18
六、会计分析.....	18
(一) 审计意见.....	18
(二) 盈余管理分析.....	18
(三) 关键会计政策.....	20
(四) 其他关注项目 .....	23
七、利润表分析.....	24
(一) 营业收入.....	24
(二) 营业成本.....	25
(六) 本-量-利分析.....	26
(七) 利得与损失.....	28
(八) 政府补助.....	30
(九) 核心业务利润.....	31
(十) 市盈率.....	32
(十一) 利润表同型分析.....	33

八、资产负债表分析.....	34
(一) 货币资金.....	34
(二) 往来款项.....	35
(三) 在建工程.....	36
(四) 存货.....	37
(五) 投资性房地产.....	38
(六) 长期股权投资及收益.....	38
(七) 资产负债表同型分析.....	39
九、现金流量表分析.....	41
(一) 经营活动现金流量对比.....	41
(二) 投资活动.....	43
(三) 筹资活动.....	44
十、股东权益变动表分析.....	45
十一、偿债能力与盈利能力分析.....	45
(一) 偿债能力分析.....	45
(二) 盈利能力分析.....	46
十二、估值.....	47
十三、总结.....	49

## 说 明

- 1、除另有标注数据来源外，本报告中的数据均来源于公司年报。
- 2、本报告中部分数据仅更新至 2017 年半年报，原因为大华股份 2017 年三季报的信息非常有限，许多主要财务数据未直接披露，难以与海康威视同期数据进行比较，因此相关数据仅能更新至 2017 年半年报，敬请谅解。
- 3、研究分析思路按财务报表分析课程所讲授的框架展开，并根据分析过程中有价值的发现组织报告，力求将基本分析框架与自主创新思维相结合，但不过分偏向于任一方。

选题原因

近年来，安防行业快速发展。政策方面，“十三五”相关规划将安防作为重点领域，充分显示出国家对安防的高度重视。市场需求方面，我国平安城市、智能交通、民用市场成为安防行业发展的重要推动力。技术方面，人工智能、大数据等概念流行，芯片、算法和数据支撑人工智能技术在安防行业的应用，而安防市场天然的优质数据也为人工智能落地提供沃土，智能安防或将成为人工智能产业化的重要市场，即将开启新一轮成长期。

在安防行业中，海康威视为行业巨头，在知名媒体 a&s 发布的 2017 年“全球安防 50 强”中排名全球第一。在对比企业方面，我们选择了同为行业巨头、在相同排名中位列全球第三的大华股份。两家公司均为视频监控方面的知名安防企业，并且近年来积极布局人工智能技术，具有较强的可比性。

一、宏观环境分析

表 1-1 PEST 分析

Politics	Economics
<ul style="list-style-type: none"><li>● 国内顶层设计，人工智能被首次写入政府工作报告和十三五规划</li><li>● 海外安全形势恶化，催生更多安防需求</li><li>● “一带一路”需求</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 制造优势：中国大陆是全球安防制造基地</li><li>● 国内七大行业需求强劲，安防市场规模巨大，未来仍将快速成长。（七大行业包括公安、交通、智能楼宇、金融、能源、司法和文教卫）</li></ul>
Society	Technology
<ul style="list-style-type: none"><li>● 民用安防和智能家居结合，潜在市场广阔</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 视频监控行业正在从第二代向第三代过渡</li><li>● 安防监控行业迈向人工智能化，是发展的必然趋势</li></ul>

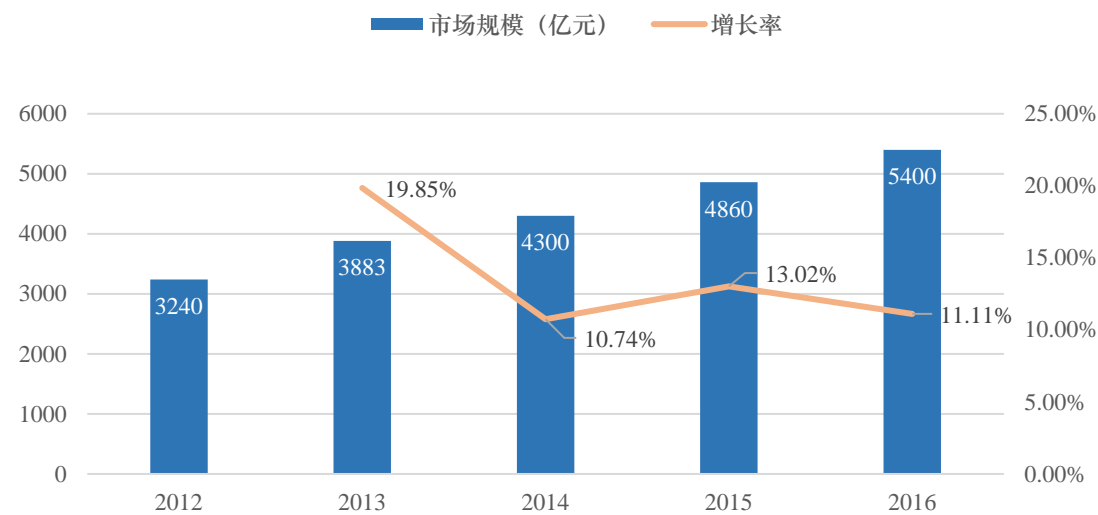
尤其需要注意的是，除了一直以来的政策利好外，民用安防和智能家居成为国内市场新增长点，一带一路为海外市场新增长点。

## 二、行业分析

### （一）安防行业概况

安防，可以理解为“安全防范”的缩略词。近年来，我国安防行业持续增长，从2012年的3240亿元增长到2016年的5400亿元，年复合增长率达到15%，根据前瞻研究院预测，随着人工智能产业化的加快落地，民用安防产品将得到快速发展，预计2022年安防行业市场规模将达到近万亿。

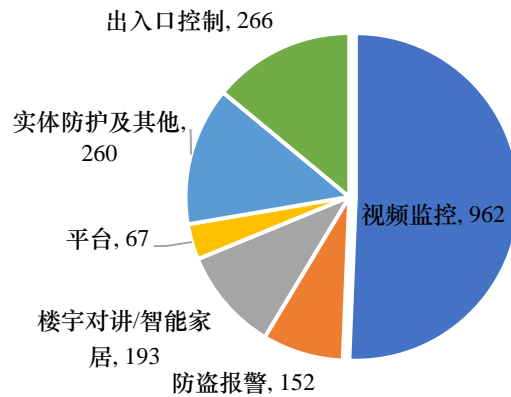
图 2-1 安防行业市场规模（2012-2016）



数据来源：CPS 中安网

就收入构成来看，安防行业的收入主要来源是安防工程和安防产品，其中视频监控产品产值在全部物理安防产品产值中占比最高，是搭建整个安防系统的物理基础，因此也成为安防行业最先发展的领域之一。

图 2-2 2016 年安防产品中各细节分类市场规模（亿元）



数据来源：CPS 中安网

“智能化”毫无疑问是当今乃至未来整个安防行业最重要的关键词。其原因在于随着高清监控的普及，整个安防监控系统的数据量都在爆炸式增长，远远超过人工处理能力。安防行业需要新的智能化技术来实时分析视频内容，探测异常信息，进行风险预测。各大安防公司都对人工智能、高性能芯片表现出极大兴趣，提前布局，掌握核心技术，增加研发投入，转型之风刮遍全行业。

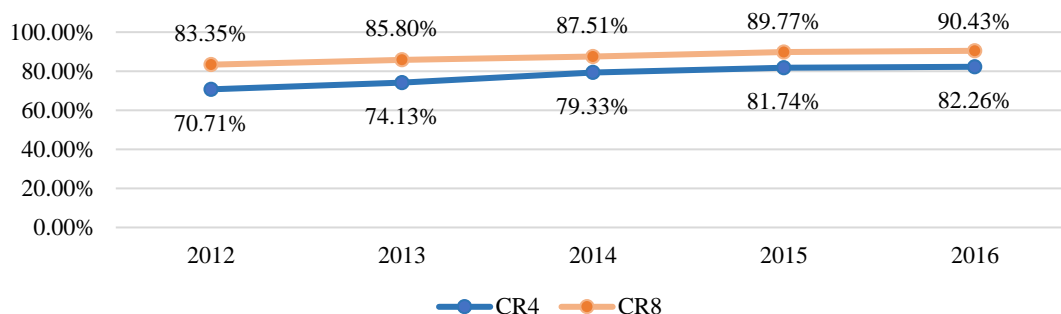
随着技术变革和产品升级，在产品同质化和成本降低的大背景下，安防需求已不再仅仅是设备和服务的需求，整体解决方案逐渐成为了企业的竞争核心，安防运营服务将成为企业的布局重点，传统的安防产品利润空间逐渐被压缩。

## （二）行业特征分析

### 1. 市场化程度

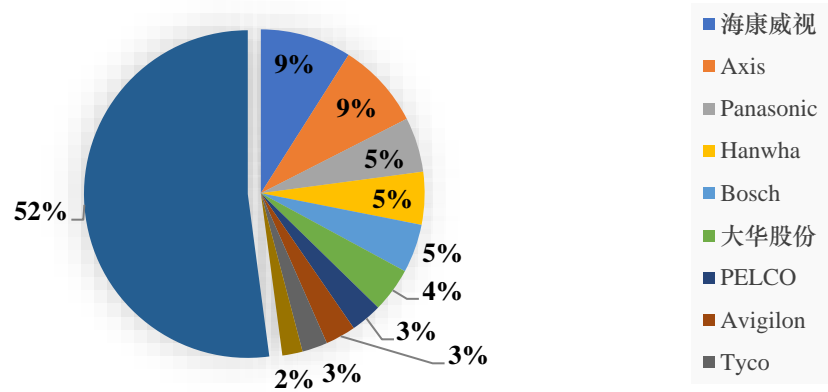
安防行业市场化程度较高，不存在国家的特殊管制，国内外各大厂商竞争激烈，定价权由市场决定。

图 2-8 视频监控主要上市公司市场集中度



数据来源: Wind (根据 20 家规模较大的上市公司营业收入计算)

图 2-3 2015 年海外市场视频监控市场份额



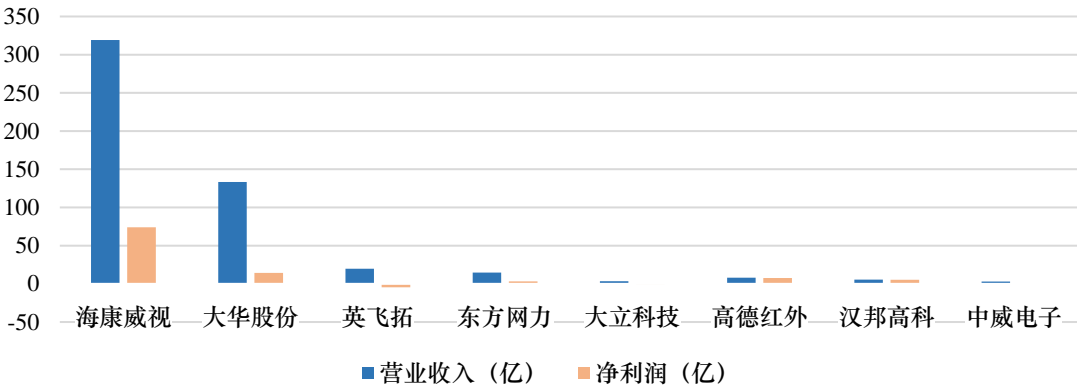
数据来源: IHS、华创证券

## 2. 竞争特征

### (1) 国内市场

传统安防行业在经历了前期的价格战以及并购整合后, 市场竞争局势逐渐明朗, 一方面大型企业快速崛起, 大型企业在综合实力、研发能力、议价能力、品牌影响力等方面全面领先。再加上大企业在产业链延伸、产业跨界等方面的优势, 直接导致了强者愈强的局面。再加上上游元器件和人工成本升高, 小企业的生存空间被进一步压缩。2016 年, 海康威视营收突破 300 亿, 大华股份突破 100 亿, 占据视频监控领域半壁江山。处于第二梯队的企业, 如英飞拓、东方网力、大立科技等, 营收徘徊在 10-30 亿之间, CR4 高达 82.26%。

图 2-4 2016 年视频监控主要上市企业营业收入及净利润对比



数据来源: Wind



但这还不是参与安防行业竞争的全部企业，众多 IT、互联网企业也开始在安防行业攻城略地。比如，华为凭借技术和渠道上的优势于 2012 年进入安防产业，在前端摄像机、网络传输、计算能力、存储能力方面遥遥领先。腾讯、阿里、百度等互联网企业也采取和传统安防企业合作的方式参与竞争。其中不乏资本与技术充足者，他们的进入恐迅速蚕食海康和大华已有的市场份额。

另一股不能忽视的力量来自于安防初创企业，国内的计算机视觉创业公司中应用于安防的占比高达 33%。这些企业往往重视技术储备和人才储备，商业模式灵活，获得资本青睐，发展前景光明，其代表有旷视科技、商汤科技、地平线机器人、格灵深瞳等。

总的来说，国内市场传统安防行业竞争也渐趋明朗，集中度逐步升高，但由于智能化的大趋势，拥有技术优势的互联网公司和初创企业使得竞争更加激烈。

**表 2-5 IT、互联网企业进军安防领域**

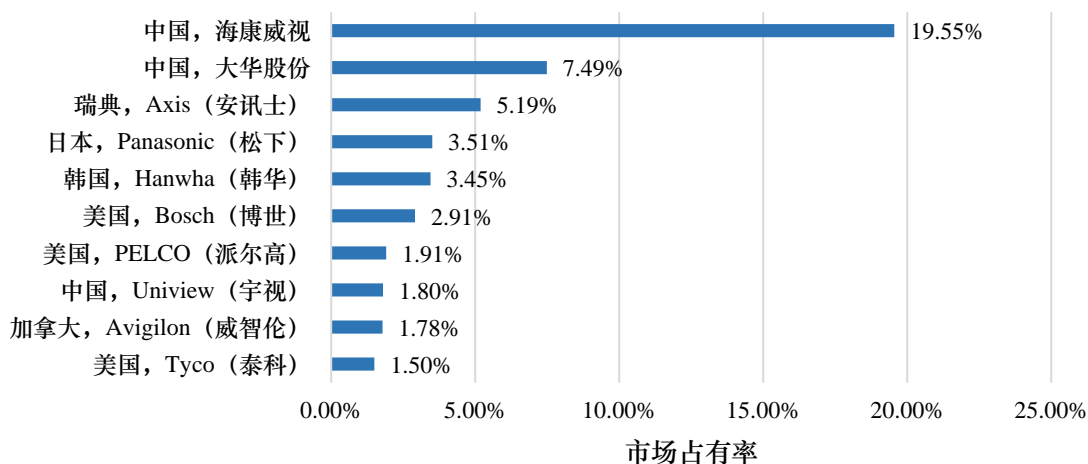
企业类型	企业名称	进入领域	相关产品
互联网企业	小米	家用摄像机	小蚁智能摄像头、小米 149 摄像机
	阿里	云存储	阿里云
	百度	云存储	百度云
	腾讯	云存储	腾讯云
IT 企业	中兴	家用摄像头	小兴看看 Pro 智能摄像头
	华为	智能分析系统	VCN 系列智能一体化平台、VCM 大数据智能分析系统
		芯片	海思安防芯片
		前端监控摄像头	支持 H.265 算法的 4K 高清摄像机

根据公开资料整理

## （2）海外市场

全球安防行业市场竞争同样激烈，并且格局分散，行业集中度较低。根据 IHS 《The World Market for CCTV and Video Surveillance Equipment》报告，2015 年全球前十大安防视频监控产品供应商合计占有市场份额 49.09%，并且除第一名海康威视外，没有一家公司超过 10%。而中国企业竞争力持续增强，海外扩张步伐加快，这其中的翘楚便是海康威视、大华股份。

图 2-6 2015 年全球前十大视频监控厂商



数据来源: HIS

合计: 49.09%

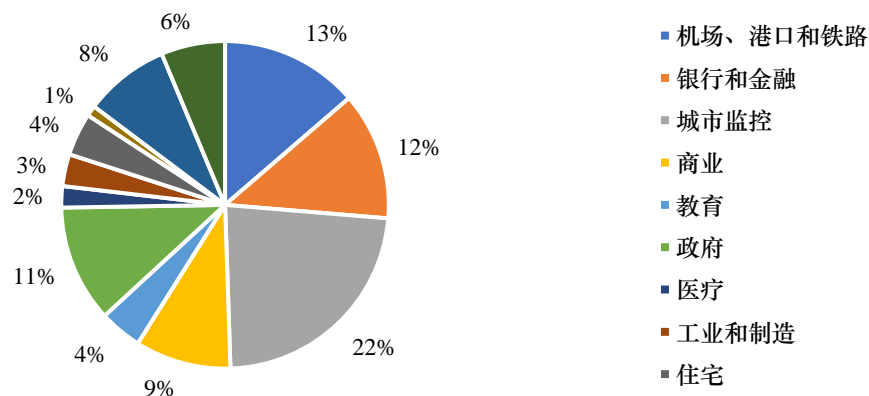
### 3. 需求特征

#### (1) 国内市场

截止 2016 年 6 月, 我国 95% 的副省级城市, 76% 的地级城市, 均在相关文件中明确提出建设智慧城市, 其潜力将在“十三五”集中释放。安防作为智慧城市的“铠甲”, 是智慧城市建设管理的重要组成部分。主要体现在以下几个方面: ①平安城市; ②智能交通; ③民用安防。

除了全国范围内的智慧城市铺开, 我们还应该关注地方特有的需求。在一带一路的背景下, 新疆维稳的需求再次升级, 其公共安全支出持续上升, 为安防产业带来了黄金发展机遇, 创造了建立品牌认同的好机会。

图 2-7 安防视频监控行业下游终端客户

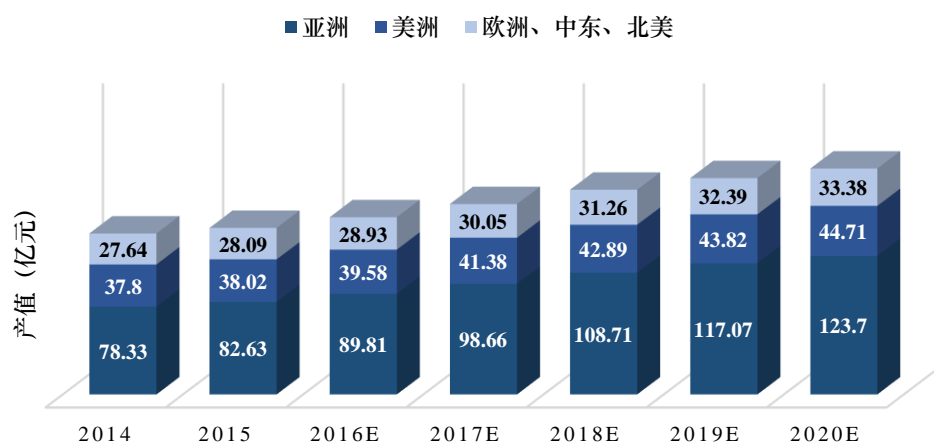


数据来源: 中国产业信息网, 智研数据中心

## (2) 海外市场

第一，北美和欧洲近年来面临恐怖主义威胁和“难民潮”的影响，本已成熟的视频监控市场面临新的挑战，高清化、网络化的升级正在进行。第二，亚洲、中南美洲地区等新兴经济体经济增长与社会转型并行，中上阶级人口膨胀、社会流动性增大。第三，非洲、中东地区部分国家社会局势动荡，另有如政府工程和油田检测、矿业检测等需求。这些因素导致新兴经济体的安防监控市场需求将迅速扩大。

图 2-8 全球安防市场地域分布



数据来源：HIS

## 4. 技术特征

从近几年的趋势来看，“智能化”成为技术上最主要的趋势。

### (1) 前端智能+后端智能

智能视频监控的实现主要依赖监控摄像机，它正在快速向新一代智能高清监控的发展方向演进。前端智能摄像机内置深度学习算法，可以对人脸、车辆等关键信息进行快速定位抓拍，有效解决漏抓误报问题。后端智能分析是指用后端服务器结合深度学习算法进行分析。

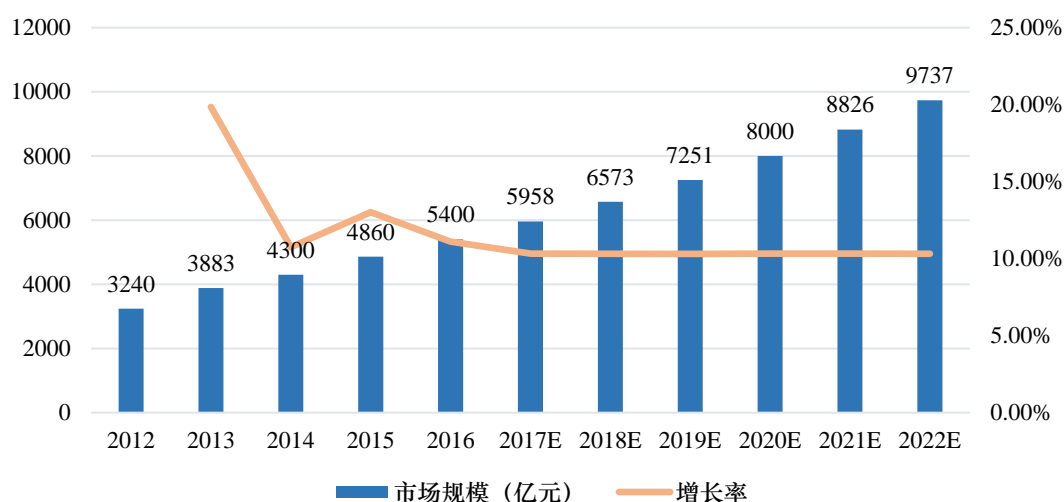
### (2) 智能化促进安防产品量价齐升

在智能化的趋势下，原有的一大批标清设备将逐渐被替换。根据 2015 年九部委联合出台的《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》，到 2020 年新建、改建高清摄像机比例达到 100%，保守估计 2016 年起中国换机市场每年为 2000 万台，占到总出货量的 40% 以上。可以说智能化极大地提升了安防产品的出货量。

### （三）行业周期分析

近年来，安防行业保持平稳较快增长。2012-2016 年，我国安防行业市场规模从 3240 亿元增长至 5400 亿元，年增长率均在 10% 以上。此外，根据前瞻研究院预计，2017-2022 年，安防行业仍将保持 10% 以上的年增长率。此外，安防行业巨头纷纷布局人工智能技术，预期 AI 技术的应用与发展将为安防行业带来更为广阔的发展空间。

图 2-9 安防行业市场规模



数据来源：CPS 中安网，前瞻产业研究院

但与此同时，安防行业市场集中度较高（相关数据请见下文），且呈继续提高态势。加之海康威视、大华股份等企业有分配股利行为。

根据上述事实及相关预测，我们判断安防行业介于成长期和成熟期之间，并即将迎来新一轮成长期。未来发展空间仍然较为广阔。

### （四）行业获利能力分析——波特五力

表 2-10 波特五力分析

现有企业间竞争	国内市场： 竞争激烈，各大型安防企业抓紧布局人工智能技术；同时行业呈现分化态势，“马太效应”明显。主流大型企业在品牌影响力、研发能力、产业链延伸能力和综合实力等方面领先中小企业，市场份额提升，市场集中度高且仍呈上升态势。
	海外市场：

	行业集中度远低于国内市场，竞争激烈（据统计 2015 年尚无国内外公司在海外市场占有市场份额 10%以上）
新进入企业的威胁	1. 图像识别行业出现一定数量的具有人才储备和技术优势，获得多轮融资的初创企业。 2. IT，互联网企业开始进入安防行业。部分企业如小米，中兴直接进入安防行业，另一部分企业与既有安防企业实行强强联合，例如百度云与海康威视，阿里云和大华合作。
替代品威胁	对于安防行业而言“人防”是其主要替代品。而智能安防在防范效果上愈发优于人防，因此替代产品的威胁较小
客户议价能力	行业分布：下游终端客户分布广泛，不存在依赖单一行业客户； 地域分布：虽然城市监控，政府，机场港口铁路等客户在市场结构中占比较高，但地域分布广泛，且民用安防需求快速增长，客户不单一集中，议价能力较低
供应商议价能力	除算法与专用集成电路外其他原材料：市场竞争充分，供应商议价能力较低； 算法：H.264 算法全球范围内统一标准授权，同时我国制定 AVS 和 SVAC 标准正在推广应用； 核心专用集成电路：厂商利用核心技术保持较高利润水平，竞争激烈，在技术与产品上存在较大可替代性，因而芯片供应商虽有一定议价能力但仍在有限范围内

### 三、公司分析

#### （一）公司简介

##### （1）海康威视

海康威视是以视频为核心的物联网解决方案和数据运营服务提供商，面向全球提供安防、可视化管理与大数据服务。业务涉及公安、交通、司法、文教卫、金融、能源和智能楼宇等众多领域；在以视频监控产品为主营业务的基础上，海康威视基于视频技术，将业务延伸到智能家居、工业自动化和汽车电子等行业，为持续发展打开新的空间。海康威视是全球最大的安防厂商，极大地推动了视频监控数字化、网络化、智能化，促进了安防产业的发展。

##### （2）大华股份

大华股份公司已形成音视频编解码算法技术、信息存储调用技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术、嵌入式开发技术五大核心技术平台和面向安防视频监控前沿领域的“大安防”产品架构，公司产品被应用于世界最大水电工程三峡葛洲坝电厂远程监控项目、国内最大直流 500KV 换流站宜昌龙泉换

流站项目等重大项目。公司作为国家火炬计划重点高新技术企业、年度国家规划布局内重点软件企业、浙江省高新技术企业和浙江省软件企业，建立了“数字图形图像处理省级高新技术研究开发中心”。

表 3-1 2017 年全球安防前五名

2017	2016	Company	Headquarters	Product Group
1	1	Hikvision Digital Technology	China	Video Surveillance
2	3	Bosch Security Systems	Germany	Multiple
3	4	Dahua Technology	China	Video Surveillance
4	6	ASSA ABLOY	Sweden	Access Control & Locks
5	8	Axis Communications	Sweden	Multiple

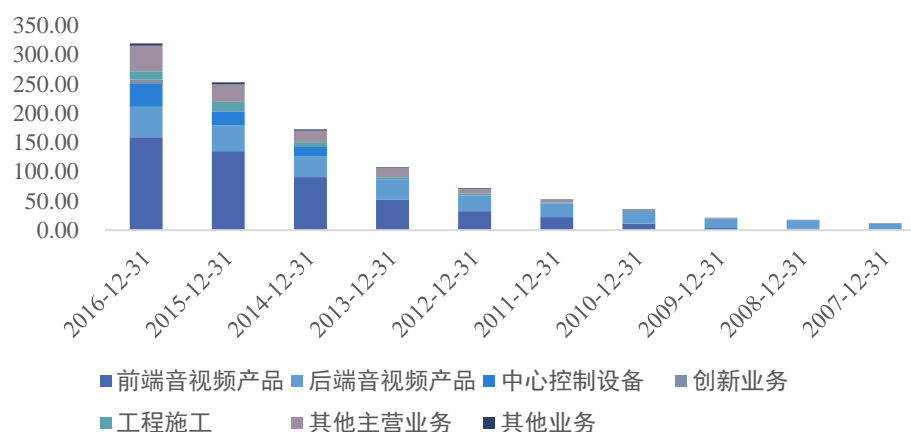
来源：a&s 发布（依据 2016 年 Revenue）

## （二）主营业务构成

### 1. 海康威视

#### （1）构成分析

图 3-2 海康威视 07-16 年营业总收入构成



数据来源：Wind

#### （2）波士顿矩阵——产品服务分析

表 3-3 海康威视产品服务波士顿矩阵

问号	明星
•智能机器人（仓储、分拣、搬运、泊车）	•智慧城市（包括政府、公安、交通、物联）

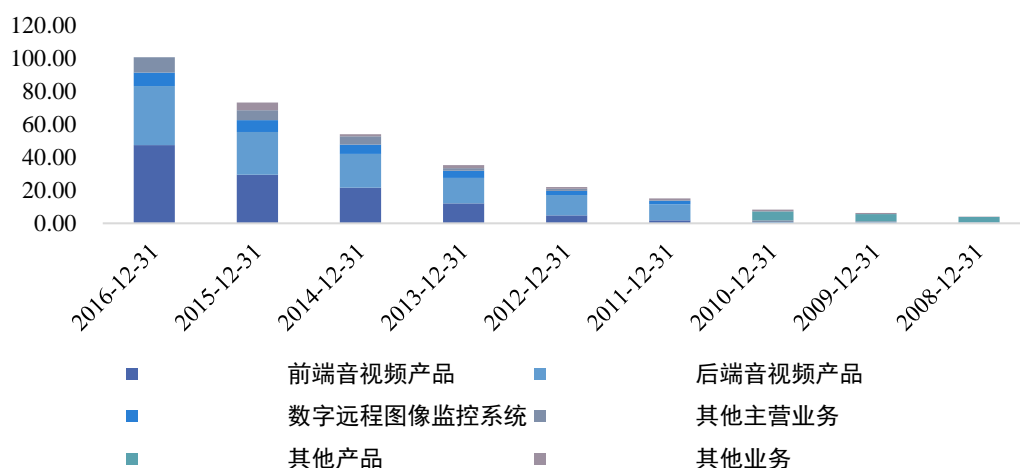
<ul style="list-style-type: none"> <li>•民用安防</li> <li>•商业分析（商铺客流、热力图、客户属性）</li> </ul>	
瘦狗	现金牛
	<ul style="list-style-type: none"> <li>•深眸系列、认证比对、海康神捕、海康超脑、海康刀锋、海康猎鹰、海康脸谱</li> </ul>

来源：Wind，公司年报

## 2. 大华股份

### (1) 构成分析

图 3-4 大华股份主营业务构成



数据来源：Wind

### (2) 波士顿矩阵——产品服务分类

表 3-5 大华股份产品服务波士顿矩阵

问号	明星
<ul style="list-style-type: none"> <li>•金融服务（ATM/自主网点）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•PPP（广西百色、新疆石河子、广西贵港、广西梧州、新疆莎车）</li> <li>•智慧城市（安保运营：安全技术防范、联网报警、高端人力保安、安全风险评估）</li> </ul>
瘦狗	现金牛
	<ul style="list-style-type: none"> <li>•HKDCVI 产品、摄像机（网络、数字、模拟）、智能楼宇产品、智能交通产品、存储产品、专用型存储产品、系统级产品、显示与控制产品、行业产品与软件平台</li> </ul>

来源：Wind，公司年报

### 3. 对比分析

对比海康威视与大华股份，在产品构成分类上，二者都较为齐全，增长稳步持续，但是细分起来存在较大不同。

首先，现金牛产品上，海康已经形成了有名气、声誉的主打产品；大华虽然产品种类分类细致，但是主要是可替代性强的产品，品牌及技术附加值体现不强。

其次，明星产品上，1) 海康威视的智慧城市、平安城市已经较为成熟，预计随着合作城市的增加，这一块业务将给海康带来持续稳定增长的现金流入；大华的智慧城市功能较为单一，主要是安保运营，并不涉及交通等其他方面，体系性不强，竞争力较海康低。2) 大华虽然在智慧城市的解决方案上体系性不强，但是与海康相比，其竞争力在于更多承接了 PPP 项目，预计也能有相当的业绩增长。

第三，问好产品上，两家都有着力延伸拓展新的领域，1) 金融服务上，海康已经渗透到商业分析，可以认为是更深入的产业链延伸，但大华仅仅是 ATM 机或网点安全服务，只是金融行业客户的安保运营服务。2) 海康已经借助人工智能科研基础，进军民用安防领域，而这一块市场非常广大。

最后，两家尚未出现收购产品。

### (三) SWOT 分析

表 3-6 海康威视与大华股份 SWOT 对比分析

	海康威视	大华股份
优势 (S)	<ul style="list-style-type: none"><li>1.强大的研发和技术能力，拥有 1252 件专利，将技术优势迅速转化为产品优势</li><li>2.丰富的产品线和一体化的行业解决方案提供能力</li><li>3.销售渠道上形成全球化的营销网络和三级垂直服务体系</li><li>4.优秀的管理层，良好的人才培养和激励机制</li><li>5.行业市场集中度高，已形成规模优势</li><li>6.雄厚国资背景，容易得到政府层面支持</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>1.国内市场空间广阔，行业集中度高，龙头企业受益</li><li>2.坚持“全产业布局+各行业智能化解决方案”布局重点</li><li>3.加紧布局海外业务，营收持续增长，市场前景广阔</li><li>4.核心攻坚技术创新，不断加大研发费用投入</li><li>5.构建科学完善的管理体系</li><li>6.形成独特的营销战略，提供“人防，物防，技防”三防合一的综合运营服务能力</li></ul>

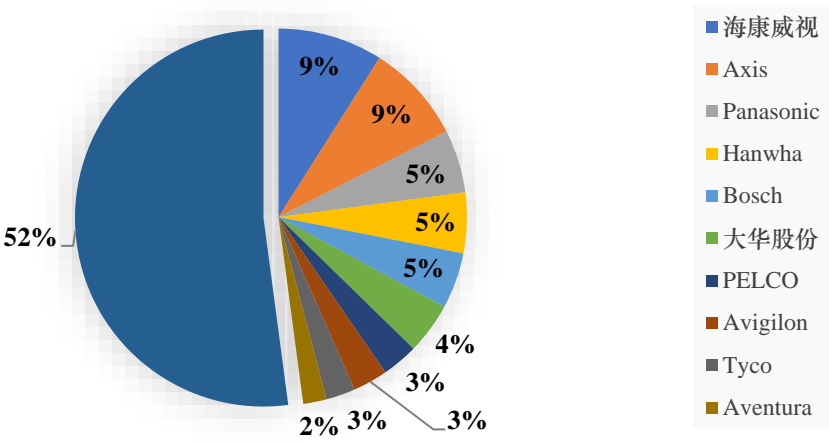


	<p>7.萤石品牌及早布局，领先竞争对手，开拓大众消费市场</p> <p>8.海外销售稳步增长，具有发展潜力</p>	<p>7.强大的制造能力</p>
劣势 (W)	<p>1.经营规模扩大，运营管理挑战加剧</p> <p>2.不断扩展业务范畴，实现跨界多元化加大经营风险</p> <p>3.海外市场不断拓展，面临汇率风险</p>	<p>1.寡头竞争，易形成同质化发展</p> <p>2.经营规模扩大带来风险</p> <p>3.汇率波动</p>
机会 (O)	<p>1.国内与国际市场对于安防产品需求增加</p> <p>2.安防行业客户稳定性高，产品和服务的需求粘性大</p> <p>3.传统安防不断转型，行业空间不断拓展，互联网视频应用趋势明朗化</p> <p>4.政府政策的支持。公共区域监控建设，城乡一体化建设，一带一路实施都带来无限的机遇</p>	<p>1.3.0 时代服务运营商来临，消费安防，智能家居等将成为行业消费热点</p> <p>2.视频监控行业作为技术密集型行业，高端产品溢价明显</p> <p>3.随着物联网兴起，积极布局互联网创新业务</p> <p>4.海外视频安防市场规模为国内市场 3 倍以上，积极扩大海外市场</p> <p>5.新型城镇化和政策支持，中国市场正在放量</p>

## 四、企业战略分析

两家公司并未出现前后向一体化、多元化战略等，这与行业整体发展阶段尚处初期到中期之间有关，两家公司都需要扩大市场范围、稳定市场地位，因而主要以国际化战略为主。

图 4-1 2015 年海外市场视频监控市场份额



数据来源： HIS、华创证券

### （一）海康威视

**国际化战略。**一方面，海康在中国大陆，拥有 35 家分公司和以分公司为基点向下延伸的 200 多个业务联络处，形成了业内覆盖最广最深的营销体系，保证公司能够快速响应客户、用户及合作伙伴的需求。在境外，公司建立了 28 个销售公司，形成覆盖全球 100 多个国家和地区并不断完善的营销网络，自主品牌产品销往 150 多个国家和地区。另一方面，海康建立了以杭州全球客户服务中心，分公司客户服务部和授权客户服务站三级服务体系，通过具备优势资源的杭州总部、对接主要市场的 50 多家分/子公司以及遍布全球的分支机构和合作伙伴，实现全球范围内的本地化服务。

表 4-2 2014-2016 年海康威视按来源地划分的利润

利润	2014		2015		2016	
境内	5,539,149,063.00	73.25%	7,165,606,003.10	70.70%	8,819,107,273.18	66.44%
境外	2,022,361,061.31	26.75%	2,968,990,752.88	29.30%	4,455,219,523.82	33.56%
合计	7,561,510,124.31	100.00%	10,134,596,755.98	100.00%	13,274,326,797.00	100.00%

单位：元

## （二）大华股份

**国际化战略。**大华已建立全球化的营销服务体系，不断拓展自主品牌的影响力，内伸与外延双管齐下，积极推进自主品牌实施全球化战略。目前，公司已在国内建立了 32 个一级办事处、122 个二级办事处，并通过不断的市场洞察和行业分析，建立完善的区域市场布局，以及不同客户个性化的商业模式。在海外设立了 35 个分支机构，覆盖了亚太、北美、南美、欧洲、非洲，向全球 180 多个国家和地区提供快速、优质的端到端产品和解决方案服务。

表 4-3 2014-2016 年大华股份按来源地划分的利润

利润	2014		2015		2016	
境内	1,947,066,179.94	70.30%	2,315,329,567.82	61.72%	2,923,954,637.17	58.18%
境外	822,665,140.66	29.70%	1,435,774,040.48	38.28%	2,101,808,845.66	41.82%
合计	2,769,731,320.60	100.00%	3,751,103,608.30	100.00%	5,025,763,482.83	100.00%

单位：元

## （三）对比分析

虽然海康威视在境外业务的绝对值增长量上超过大华股份，但是大华股份的境外业务占比高出海康威视近 10%，利润增速也超过海康威视，可见大华股份的境外业务对总体利润的贡献更大，说明大华股份的国际化战略对公司更重要。然而，并不能认为大华股份在海外业务发展得比海康更好，因为海康总体体量更大，且海外比重上升慢可能是到国内业务发展快的原因。总体而言，两家公司的海外业务发展都还不充分，并没有形成高达 10% 的分区，因为报表中也只简单划分为境内与境外。

## 五、公司治理

### （一）股东与股权结构

表 5-1 2014-2016 年海康威视五大股东

	2014	占比	2015	占比	2016	占比
1	中电海康集团有限公司	40.43	中电海康集团有限公司	39.91	中电海康集团有限公司	39.91
2	龚虹嘉	18.52	龚虹嘉	18.28	龚虹嘉	16.30
3	新疆威讯投资管理有限合伙企业	7.45	新疆威讯投资管理有限合伙企业	7.09	新疆威讯投资管理有限合伙企业	6.38
4	新疆普康投资有限合伙企业	2.40	新疆普康投资有限合伙企业	2.10	新疆普康投资有限合伙企业	2.10
5	中国电子科技集团公司第五十二研究所	2.00	中国电子科技集团公司第五十二研究所	1.97	UBS AG	2.02
累计		70.80		69.35		66.71

表 5-2 2014-2016 年大华股份五大股东

	2014	占比	2015	占比	2016	占比
1	傅利泉	42.09	傅利泉	41.25	傅利泉	41.26
2	朱江明	6.80	朱江明	6.67	朱江明	6.67
3	陈爱玲	3.25	陈爱玲	3.28	陈爱玲	3.28
4	吴军	2.57	吴军	2.50	吴军	2.50
5	全国社保基金一一五组合	0.91	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	1.87	全国社保基金一一零组合	1.22
累计		55.62		55.57		54.93

海康威视的实际控制人是中电海康集团有限公司，第二大股东是龚虹嘉，香港永久居民，其职务是海康威视副董事长，但没有薪酬。大华股份的实际控制人是傅利泉。前四大股东都是个人。两家公司的股权都较为集中。海康威视的前十大股东中连年出现了外资金融机构，说明外资机构的看好，如摩根斯坦利、摩根大通，以及内资保险机构；大华股份的前十大股东中则是较多出现了内资银行与保险机构；但是比例都较小。

表 5-3 2014-2016 年海康威视高管持股及占比

	2014	期末持股数	占比	2015	期末持股数	占比	2016	期末持股数	占比
1	龚虹嘉	743,850,000	18.52%	龚虹嘉	743,850,000	18.28%	龚虹嘉	994,500,000	16.30%
2	胡扬忠	102,286,077	2.55%	胡扬忠	97,763,022	2.40%	胡扬忠	81,750,651	1.34%
3	邬伟琪	28,833,759	0.72%	邬伟琪	27,293,896	0.67%	邬伟琪	7,481,926	0.12%
4	蒋海青	21,114,759	0.53%	蒋海青	20,438,896	0.50%	蒋海青	7,458,588	0.12%
5	周治平	21,114,759	0.53%	周治平	20,424,896	0.50%	周治平	4,863,584	0.08%
6	蒋玉峰	10,557,529	0.26%	蒋玉峰	10,259,592	0.25%	贾永华	3,661,163	0.06%
7	蔡定国	8,445,844	0.21%	贾永华	10,169,592	0.25%	礼攀	3,593,712	0.06%
8	徐礼荣	8,445,844	0.21%	礼攀	8,535,501	0.21%	黄方红	195,000	0.00%
9	陈军科	8,445,844	0.21%	蔡定国	8,225,501	0.20%	何虹丽	129,000	0.00%
10	郑一波	4,645,169	0.12%	徐礼荣	8,221,501	0.20%	傅柏军	129,000	0.00%
总股本（存量股）		4,016,217,944	100.00%		4,068,772,253	100.00%		6,102,706,885	100.00%

表 5-4 2014-2016 年大华股份高管持股及占比

	2014	期末持股数	占比	2015	期末持股数	占比	2016	期末持股数	占比
1	傅利泉	492,560,000	42.08%	傅利泉	478,463,296	41.25%	傅利泉	1,196,158,240	41.26%
2	朱江明	79,606,296	6.80%	朱江明	77,384,596	6.67%	朱江明	193,461,490	6.67%
3	陈爱玲	38,005,901	3.25%	陈爱玲	38,006,601	3.28%	陈爱玲	95,016,502	3.28%
4	吴军	30,100,000	2.57%	吴军	28,942,900	2.50%	吴军	72,357,250	2.50%
5	魏美钟	826,775	0.07%	陈雨庆	630,380	0.05%	陈雨庆	1,575,951	0.05%
6	陈雨庆	801,800	0.07%	魏美钟	575,121	0.05%	魏美钟	1,437,802	0.05%
7	吴坚	770,525	0.07%	吴坚	532,934	0.05%	吴坚	1,332,335	0.05%
8	应勇	770,525	0.07%	应勇	532,934	0.05%	应勇	1,332,335	0.05%
9	张兴明	735,900	0.06%	张兴明	500,565	0.04%	张兴明	1,251,413	0.04%
10	吴云龙	409,750	0.04%	吴云龙	264,912	0.02%	吴云龙	662,280	0.02%
总股本（存量股）		1,170,598,250	100.00%		1,159,899,502	100.00%		2,899,411,405	100.00%

虽然大华股份是民营企业，而海康威视是国有企业。虽然两家公司高管持股比例占总股本很低，但海康威视高管拥有股权的绝对价值巨大，过亿的有 7 位，且海康持股高管连年变动幅度较大华股份更大，说明激励有效，很大程度上解决了代理人成本问题。可期海康在高管的表现上会优于常见的国企。

## （二）管理团队：董事（含独立董事）、监事、高管

表 5-5 海康威视及大华股份现任监事会情况

监事会	职务（海康）	学历	年龄		职务（大华）	学历	年龄
程慧芳	监事会主席	博士	64	宋卯元	监事会主席，职工监事	专科	35
王秋潮	独立监事	硕士	66	宋轲	监事	硕士	39
陈军科	职工监事	本科	46	左鹏飞	职工监事	本科	39
		平均：	59			平均：	38

海康威视的董事数量、高管数量都多于大华股份，原因可能是海康威视的规模更大。两家的独立董事方面均没有问题。海康威视的董事及高管的教育水平平均略高于大华股份的，尤其是大华股份出现了高中、专科及以下的高管或董事。海康威视的高管及董事的年龄都明显大于大华股份，可以预计海康威视在近年的经营活动中更加稳健保守。大华股份的监事会人员构成需要引起注意，平均年龄显著小，监事会主席宋卯元（女，35岁）兼任总裁秘书，使得监事会的作用进一步受限。

## 六、会计分析

### （一）审计意见

注册会计师对 2014-2016 年的海康威视公司年报和大华股份年报均给出了无保留审计意见，无需特别关注。

### （二）盈余管理分析

2014-2016 年海康威视一直处于快速发展时期，公司每年的净利润增长率至少超过 20%，发展态势良好。虽然海康威视每年提取的资产减值损失也有波动，在 2014-2015 年增幅达 85.27%，但其原因在于应收账款增加导致坏账损失增加（尽管应收账款的大幅增加也可能是由于人为操控，但在“资产负债表分析”的“往来款项”部分，我们通过分析，发现应收账款占总资产的比重是稳

定的，基本说明应收账款增加是公司规模扩大的正常结果)。此外，和净利润的总额度相比太小，对公司净利润的影响作用很有限，平滑利润的动机不明显。

但大华股份的情况值得关注。大华股份虽然总体上每年的净利润增长率较高，但是仅 2014-2016 年间就出现了大的波动，与此相对应的是每年计提的资产减值损失的大幅波动，大华股份可能存在平滑利润的盈余管理行为。

2014 年，大华股份资产减值损失的计提相比上一年已经减少 19.84%，但是归属于母公司所有者的净利润增长率仅为 1.04%，基本和 2013 年持平，可见如果不是依靠计提的资产减值损失的较大幅减少，大华股份很难再 2014 年实现利润增长，甚至会出现利润降低；同样地，在 2015 年，大华股份的经营业绩较好，计提了大额的资产减值损失，相比于去年增加了 142.30%，使得净利润增长率稳定在 20.10%，没有出现净利润增长率异常增长的情况。根据上述事实，我们认为大华股份在计提与冲销资产减值准备方面存在明显的盈余管理行为。

表 6-1 2013-2017 年半年度 海康威视、大华股份资产减值损失情况

公 司	项 目	2013	2014	2015	2016	2017 年 Q3
海 康 威 视	资产减值 损失	157,113,213.55	182,907,411.02	338,874,649.43	317,497,358.88	375,478,800.00
	资产减值 损失增幅		16.42%	85.27%	-6.31%	57.25%
	归母净利 润	3,066,648,532.90	4,665,368,689.94	5,869,049,646.23	7,422,261,983.16	6,152,814,200.00
	归母净利 润增速		52.13%	25.80%	26.46%	26.82%
大 华 股 份	资产减值 损失	98,559,602.46	79,357,586.12	192,281,999.67	129,145,009.24	150811200.00
	资产减值 损失增幅		-19.48%	142.30%	-32.84%	18.46%
	归母净利 润	1,130,921,915.51	1,142,678,484.61	1,372,301,211.87	1,825,199,447.95	1445330900.00
	归母净利 润增速		1.04%	20.10%	33.00%	35.06%

单位：元

### （三）关键会计政策

#### 1. 研发支出相关会计政策

海康威视和大华股份都属于以产品质量和创新为主要竞争优势的制造型企业，因此与研发支出相关的会计政策非常重要。可以看到，2014-2016 年，海康威视每年投入的研究开发支出都几乎是大华股份投入的两倍，同时，海康威视将全部的研发支出费用化处理，计入当期管理费用，“无形资产本年增加额”都是来自于资产购置；而大华股份研发投入相对较少，且在 2016 年将一部分研发支出资本化（无形资产增加额中有 744.97 万元来自“内部研发”），减少了当期费用。从会计谨慎性的原则来看，海康威视对研发支出的费用化处理是更为谨慎的。

#### 2. 存货跌价准备的计提

存货是公司的一项重要资产，存货跌价准备的计提差异会对公司利润产生较大影响。而海康威视近年来均计提大额的存货跌价准备，但大华股份同期对存货跌价准备的计提金额为 0。详细的分析见“八、资产负债表分析”中的“（四）存货”部分。

#### 3. 无形资产的摊销政策

海康威视和大华股份对于无形资产的摊销政策基本一致，都采用的是直线法摊销方法，对于无形资产预期寿命的定值也基本一致，在无形资产摊销方面的处理都较为合理，在两家公司的资产结构中，无形资产所占的比例都很小，相对而言，无形资产的摊销对利润的影响很小。

表 6-2 无形资产摊销年限对比

海康威视	
类别	使用寿命（年）
土地使用权	50 年
知识产权	10 年
应用软件	5—10 年
大华股份	
类别	预计使用寿命（年）
土地使用权	50 年
专有技术	5—10 年



软件	2 年
商标权	6 年
软件著作权	10 年

#### 4. 固定资产的折旧

固定资产在两家公司的资产结构中占比较低，2014 年以来约处于 4%-9%这一区间。

两家公司均采用年限平均法计提折旧，其中，房屋与建筑物是最为主要的固定资产，两家公司采用的年折旧率基本一致。2014 年至今，两家公司对固定资产的折旧处理方式没有发生变化，处理情况基本一致，都较为合理。

表 6-3 固定资产折旧情况对比

海康威视			
	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物	20 年	10	4.5
通用设备	3~5 年	10	18.0 ~ 30.0
专用设备	3~5 年	10	18.0 ~ 30.0
运输设备	5 年	10	18
大华股份			
	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物	20 年	5	4.75
机器设备	5~10 年	5	19.00 ~ 9.50
运输工具	4~8 年	5	23.75 ~ 11.88
电子及其他设备	3~5 年	5	31.67 ~ 19.00

#### 5. 坏账准备

##### (1) 坏账准备计提比例分析

两家公司都是主要采用账龄分析法来计提坏账准备。

**海康威视：**2014-2017 年半年报中，海康威视计提坏账准备的比例未发生变化。

**大华股份：**2014-2015 年，大华股份对超过 3 年以上的账款的都是 100%计提坏账准备，坏账准备的计提比例高于同时期的海康威视；但在 2016 年，大华

股份对计提坏账准备的会计政策进行变更，新的计提比例和海康威视的计提比例一致。这一变化使得大华股份 2016 年合并财务报表中的坏账准备减少了 105,208,230.64 元，母公司 2016 年末的坏账准备减少 18029754.19 元。2016 年，归属于母公司所有者的净利润为 1,825,199,447.95 元，可以看出通过对坏账准备计提比例的变更，大华股份减少了部分当期费用，对利润也产生了一定的拉升作用。

表 6-4 报坏账计提比例

海康威视 2014-2016 年报、2017 半年报 坏账准计提比例	
账龄	提取比例(%)
1 年以内	5.00
1-2 年	10.00
2-3 年	30.00
3-4 年	50.00
4-5 年	80.00
5 年以上	100.00

大华股份 2016 年报、2017 半年报 坏账准计提比例	
账龄	提取比例(%)
1 年以内	5.00
1-2 年	10.00
2-3 年	30.00
3-4 年	50.00
4-5 年	80.00
5 年以上	100.00
大华股份 2014-2015 年报 坏账准计提比例	
账龄	提取比例(%)
1 年以内	5.00
1-2 年	10.00
2-3 年	30.00
3 年以上	100.00

## (2) 坏账准备占比分析

由于 2016 年两家公司坏账准备的会计政策完全一致，故具有较强可比性。2016 年大华股份计提的坏账准备金额约为净利润金额的 31.42%，海康威视计提的坏账准备金额约为净利润金额的 11.60%，因此，可以认为海康威视面临的经营风险更小，经营状况更为健康稳健，未来的发展潜力优于大华股份。

#### （四）其他关注项目

##### 1. 还原资产与负债

主要从商誉方面来分析不良资产，两家公司账面确认的商誉金额都有限，在公司总资产中占比不足 1%，出现的收购业务也是基于合理的扩张业务的需要，并没有借此刻意调节利润的意图。同时，对两家公司的财务报表附注进行分析，并未发现有通过表外业务隐藏负债的情况。

##### 2. 非经常性利润

关于非经常性利润的分析，请见“七、利润表分析”的“（七）利得与损失”中的“3.投资收益”部分和“（八）政府补助”部分。

##### 3. 关联交易

虽然 2014-2016 年海康威视发生的出售商品、提供劳务的关联交易金额远远高于大华股份，但是可以接受的是这部分关联交易在海康威视的营业总收入中的占比仅在 1%左右，影响作用非常有限。值得注意的是，大华股份在 2015、2016 年的总经理办公会议决议中，都有规定该年度公司与所有关联法人产生的与日常经营相关的关联交易总额度为不超过 300 万元。但是海康威视并没有对关联交易有相关的限制，可以说，大华股份在关联交易方面的处理和控制比海康威视更加严格。

表 6-5 关联交易情况

单位：万元

海康威视		
	出售商品、提供劳务的关联交易	占营业总收入比例（%）
2017 H1	35710.49	2.17
2016	38321.26	1.2
2015	8770.35	0.34
2014	6104.96	0.35
大华股份		

	出售商品、提供劳务的关联交易	占营业总收入比例 (%)
2017 H1	84.78	0.00
2016	503.59	0.037
2015	12.52	0.0012
2014	23.35	0.0031

单位：万元

## 七、利润表分析

### (一) 营业收入

#### 1. 营业收入

表 7-1 海康威视营业收入

	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业收入	1,074,590.70	1,723,311.40	2,527,139.03	3,192,402.09	1,128,220.24
同比增长率	48.96%	60.37%	46.64%	26.32%	31.33%

单位：万元

表 7-2 大华股份营业收入

	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业收入	541,009.40	733,188.14	1,007,783.34	1,332,909.40	1,172,329.49
同比增长率	53.21%	35.52%	37.45%	32.26%	47.12%

单位：万元

从 2013 年至今，海康威视和大华股份的营业收入持续增长且收入增长率都保持在 30% 以上，反映出智能安防行业还处在快速成长期。此外，海康威视的营业收入远高于大华股份且依然保持快速增长态势，体现了海康威视在行业内部的影响力大于大华股份。

#### 2. 主营构成

主营构成部分已在前文“公司分析”中“(二) 主营业务构成”部分进行了分析，在此不再赘述。

### 3. 客户集中度

表 7-3 海康威视前五大客户（占年度销售额比例）

	2014	2015	2016
第一名	1.10%	0.82%	1.20%
第二名	0.71%	0.73%	0.80%
第三名	0.70%	0.60%	0.61%
第四名	0.58%	0.49%	0.57%
第五名	0.54%	0.44%	0.46%
总计	3.63%	3.08%	3.64%

表 7-4 大华股份前五大客户（占年度销售额比例）

	2014	2015	2016
第一名	4.45%	5.31%	11.83%
第二名	2.35%	5.11%	3.80%
第三名	2.15%	3.30%	3.52%
第四名	2.03%	2.26%	2.25%
第五名	1.91%	1.49%	2.01%
总计	12.89%	17.47%	23.41%

对比两家公司的前五大客户，可以发现海康威视的客户较为分散，前五大客户加起来比重不超过 5%，比例基本保持稳定；而大华股份前五大客户占比加起来超过 20%，且呈现出逐年上升的趋势。说明相比于大华，海康威视的客户范围更广，自身议价能力更强，而大华股份更可能受制于客户，在定价等方面缺乏足够自主性。

### （二）营业成本

表 7-5 海康威视营业总成本报表

营业总成本报表	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业总成本	783,762.84	1,300,960.71	1,990,991.56	2,509,424.19	877,004.01
业务成本	562,883.84	957,826.67	1,513,679.35	1,864,969.41	605,696.87
税金及附加	11,510.94	15,169.41	19,687.66	25,507.89	10,267.55
销售费用	92,742.64	153,325.01	217,904.53	299,127.38	123,350.14
管理费用	109,569.88	164,551.82	221,122.19	310,676.14	110,035.55
财务费用	-8,655.79	-8,202.94	-15,289.64	-22,606.38	15,279.85
资产减值损失	15,711.32	18,290.74	33,887.46	31,749.74	12,374.05

单位：万元

表 7-6 大华股份营业总成本报表

营业总成本报表	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业总成本	448,400.12	641,276.82	888,480.20	1,190,531.38	1,066,653.90
-业务成本	309,342.42	453,543.49	632,672.98	830,333.05	713,500.85
-税金及附加	5,515.36	6,141.08	7,869.93	8,510.77	8,328.86
-销售费用	56,454.42	68,083.68	114,276.47	163,814.01	159,116.46
-管理费用	69,328.23	107,745.73	123,436.85	183,147.74	159,750.28
-财务费用	-2,096.27	-2,172.93	-9,004.24	-8,188.70	10,876.33
-资产减值损失	9,855.96	7,935.76	19,228.20	12,914.50	15,081.12

单位：万元

从两者的总营业成本看，主要业务成本占了大部分（接近 70%）海康威视的前端后端音视频产品加上中心控制设备占到其主要业务成本的 70%左右。

两者作为智能安防企业，税负压力较小，税金及附加占比相对较小。

观察海康威视的销售费用，可以看出呈现逐年上涨的趋势，主要原因是新产品扩大运营，提高市场占有率的需要。其中销售人员的薪酬，差旅费，运输费用，业务招待费几项占比较大。大华股份的销售费用基本构成与海康威视相同，同样呈现逐年上涨的趋势。

管理费用中研发费用和人工成本占据了很大部分，说明两家公司对人才、技术需求增加，持续投入技术创新，不断推出新型产品。

财务费用持续为负说明两家企业自有资金较多，利润的盈余抵消了原有支出。

关于营业成本的更多分析请见本章“（十一）利润表同型分析”部分。

## （六）本-量-利分析

从两者的总营业成本看，主营业务成本占了大部分（接近 70%），从本量利角度分析这部分是变动成本的重要来源；而剩下的创新业务因为 2016 年才开展，初始的固定成本很高，工程施工等也作为固定成本来源。而大华股份基本上全部主营成本收入都可计入变动成本。

财务费用持续为负说明两家企业自有资金较多，利润的盈余抵消了原有支出，财务费用作为常态性支出计入固定成本。

房产税，土地使用税，印花税在 2016 之前都归入管理费用，不具有比较意义。其中营业税与营业额较为相关，和城建税一起归入变动成本。其余的归入固定成本。

海康威视的销售费用中，销售人员的薪酬，差旅费，运输费用，业务招待费几项占比较大，同时与产量之间的关系相对较大，都可以看作是变动成本，其余的可以看作固定成本。大华股份的销售费用基本构成与海康威视相同，同样呈现逐年上涨的趋势，其中销售人员的人工成本，差旅费，业务招待费与产量之间的关系相对较大，都可以看作是变动成本，其余的可以看作固定成本。

管理费用中研发费用和人工成本占据了很大部分，说明两家公司对人才，技术需求增加，持续投入技术创新，不断推出新型产品。在管理费用中各费用与产量之间没有太大的线性关系，直接计入固定成本。

根据上述对于主营业务成本，税金及附加和大三费用的划分，进行固定成本和变动成本的分析：

**表 7-7 海康威视本-量-利预估**

年份	2014	2015	2016
营业总收入	1,723,311.40	2,527,139.03	3,192,402.09
变动成本	1,111,151.68	1,731,583.88	2,164,096.79
固定成本	171,518.29	225,520.21	183,469.81
营业利润	440,641.43	570,034.74	844,835.49
杠杆系数	1.38	1.40	1.22

单位：万元

因为固定成本和变动成本的具体比例以及数据无法获知，只能进行预估，同时根据杠杆系数的另一法则。

杠杆系数=营业利润变化百分比÷收入变化百分比 进行检验，根据已知营业收入和成本，计算结果如下：

海康威视的杠杆系数在 2014-2016 年分布在 1.02-1.83 内，基本贴合。

**表 7-8 大华股份本-量-利预估**

年份	2014	2015	2016
营业总收入	733,188.14	1,007,783.34	1,332,909.40
营业总成本	641,276.82	888,480.20	1,190,531.38
变动成本	521,627.17	746,949.45	994,147.06
固定成本	111,713.88	122,302.54	183,469.81

营业利润	99,847.09	138,531.35	155,292.53
杠杆系数	2.12	1.882	2.18

单位：万元

同时为了对照，做大华股份的本量利分析，杠杆系数基本处于2左右。可知海康威视杠杆系数偏小，利润随收入变化变动小，经营风险更小。

## （七）利得与损失

### 1. 资产减值损失

关于资产减值损失，在“六、会计分析”中的“（二） 盈余管理动机”中已经详细论述，在此不再赘述。

### 2. 公允价值变动收益

表 7-9 公允价值变动收益

单位：元

公司	项目	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	公允价值变动损益	3,032,932.74	-16,154,643.25	-40,171,578.80	38,552,490.41
	营业利润	4,377,564,181.26	5,493,993,483.96	6,830,100,717.35	3,812,354,251.94
	公允价值变动损益占营业利润比重	0.07%	-0.29%	-0.59%	1.01%
大华股份	公允价值变动损益	894,483.21	-5,228,415.65	2,851,456.00	0
	营业利润	927,565,196.87	1,201,816,530.07	1,433,274,487.66	1,117,215,103.68
	公允价值变动损益占营业利润比重	0.10%	-0.44%	0.20%	0.00%

通过比较两家公司的公允价值变动收益的绝对数量及其占营业利润的比重，可以看出两家公司的公允价值变动损益占营业利润的比重相对较小，几乎均未达到1%，对营业利润的影响较小。



### 3. 投资收益

表 7-10 投资收益

公司	项目	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	投资收益	151,024,364.74	148,673,437.25	40,493,287.66	49,652,189.10
	营业利润	4,377,564,181.26	5,493,993,483.96	6,830,100,717.35	3,812,354,251.94
	投资收益占营业利润比重	3.45%	2.71%	0.59%	1.30%
大华股份	投资收益	7,557,419.64	14,013,463.97	6,642,772.49	-14,018,542.65
	营业利润	927,565,196.87	1,201,816,530.07	1,433,274,487.66	1,117,215,103.68
	投资收益占营业利润比重	0.81%	1.17%	0.46%	-1.25%

单位：元

表 7-11 海康威视投资收益明细

项目	2013	2014	2015	2016	2017H1
权益法核算的长期股权投资收益	-454,672.64	-403,741.30			-3,877,702.05
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益		-923,068.78		-8,280,159.82	22,296,650.52
处置持有至到期资产取得的投资收益	39,128,924.43	152,351,174.82	6,165,969.68	48,773,447.48	22,727,398.21
可供出售金融资产在持有期间的投资收益					8,505,842.42
合 计	38,674,251.79	151,024,364.74	142,507,467.57	40,493,287.66	49,652,189.10

单位：元

表 7-12 大华股份投资收益明细

项目	2013	2014	2015	2016	2017H1
权益法核算的长期股权投资收益	-1,246,471.45	-787,545.47	715,015.65	-14,311,088.40	-19,106,762.60
处置长期股权投资产生的投资收益				1,754,195.59	387,298.43

处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	926,671.44	1,131,347.16	5,453,143.74	-2,093,408.00	-997,312.35
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	4,594,013.09		93,800.28	20,747,745.77	5,543,861.26
BT 项目确认的投资收益	3,479,168.03	2,467,219.20	1,505,406.78	209,059.92	
国债逆回购投资收益		4,746,398.75	6,246,097.52	121,205.21	
理财产品投资收益				215,062.40	154,372.61
合计	7,753,381.11	7,557,419.64	14,013,463.97	6,642,772.49	-14,018,542.65

单位：元

海康威视 2013、2014 及 2017 上半年年权益法核算的长期股权投资收益为负值（2015-2016 年不存在该项收益），大华股份今年权益法核算的长期股权投资收益也多为负值。另外，两家公司的投资收益中有大量持续性较差的投资收益（如处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益、处置持有至到期资产取得的投资收益等），投资收益的总体持续性较差。

另一方面，海康威视的投资收益占营业利润的比重比大华股份高，且在 2014、2015 年尤为明显，但仍位于 4% 以下。可见两家企业的投资收益占营业利润比重相对较小，对营业利润的影响较小。

因此，尽管两家公司的投资收益的持续性较差，但总体影响不大。

## （八）政府补助

表 7-13 海康威视与大华股份政府补助情况

海康威视政府补助情况					
	2013	2014	2015	2016	2017H1
政府补助	429,979,950.78	844,526,976.70	1,274,249,562.08	1,490,866,107.85	14,130,200.00
利润总额	3,385,954,342.42	5,206,342,370.77	6,750,041,732.39	8,310,178,348.51	3,844,590,000.00
占利润总额比重	12.70%	16.22%	18.88%	17.94%	0.36%
大华股份政府补助情况					
	2013	2014	2015	2016	2017H1
政府补助	192,958,777.82	330,839,300.86	390,841,702.14	588,938,807.56	7,657,000.00
利润总额	1,125,238,124.32	1,252,843,911.01	1,578,247,083.37	2,012,337,526.93	1,133,184,400.00

占利润总额比重	17.15%	26.41%	24.76%	29.27%	0.01%
---------	--------	--------	--------	--------	-------

单位：元

仅从财务报表“政府补助”一项看，2017年上半年，两家公司得到的政府补助比往年同期大幅下降，难道真的是政府给两家企业的资金支持减少了吗？我们详细查看了报表附注，发现两家公司都有如下补充：“根据《企业会计准则第16号——政府补助》修订的规定，自2017年1月1日起，与企业日常活动有关的政府补助计入‘其他收益’或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补贴计入营业外收入”。两家公司都将与企业日常活动有关的增值税超税负返还计入其他收益，这就导致从营业外收入中观察到的政府补助大幅下滑。

我们把其他收益与营业外收入加总，大华股份为352,067,303.00，而海康威视为691,541,492.41.调整之后的政府补助总额与往年的半年报披露结果大致相当。通过这种分解我们发现两家公司政府补助主要为增值税超税负返还，均与企业的日常活动有关，并没有过多不合理的直接补助。

但总的来看，近五年来海康威视和大华股份每年的营业外收入当中都有大额的政府补助，且政府补助在净利润中都占据了较高比例。反映出在此期间两家公司的经营业绩对于政府补助存在较高的依赖性，但海康威视政府补助占利润总额比重相对较低。

## （九）核心业务利润

表 7-14 海康威视核心业务利润

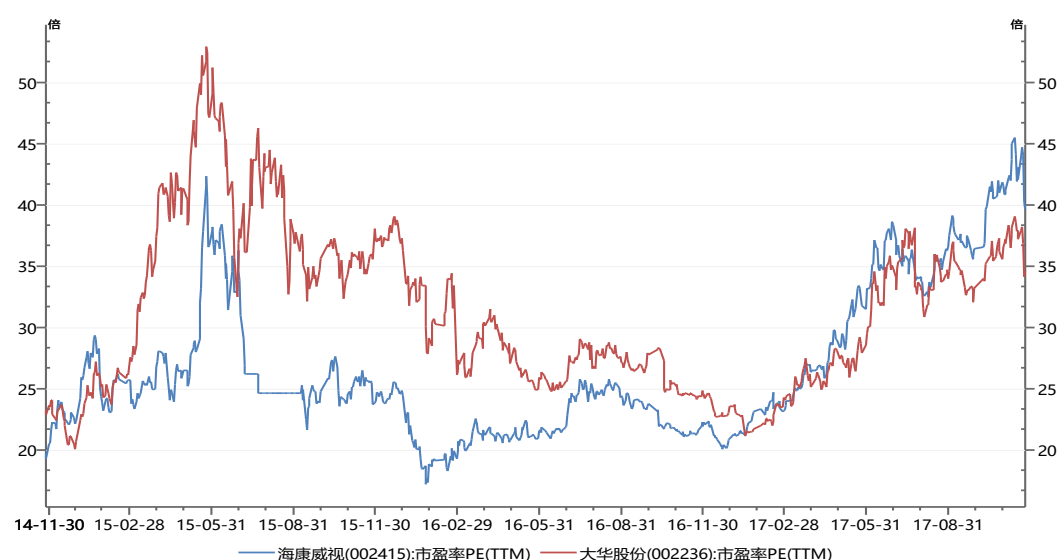
海康威视 核心业务利润分析					
项目	2013	2014	2015	2016	2017H1
核心业务利润	3,065,391,842.69	4,409,447,227.54	5,684,194,696.14	7,107,104,788.57	4,014,440,437.80
核心业务利润增速		43.85%	28.91%	25.03%	N/A
净利润	3,077,052,948.56	4,680,701,236.66	5,882,397,844.70	7,420,273,140.44	3,275,931,652.25
净利润增速		52.12%	25.67%	26.14%	N/A
大华股份 核心业务利润分析					
项目	2013	2014	2015	2016	2017H1
核心业务利润	1,028,625,627.73	999,365,363.35	1,380,085,065.77	1,555,776,724.41	1,220,862,168.92
核心业务利润增速		-2.84%	38.10%	12.73%	N/A
净利润	1,130,138,728.33	1,144,264,528.40	1,381,123,509.90	1,810,152,288.31	979,823,725.39
净利润增速		1.25%	20.70%	31.06%	N/A

单位：元

核心业务利润比净利润能更好反映公司的盈利质量。经过加减相关项目，我们计算出了两家企业的核心业务利润。可以看出，近年来，海康威视的核心业务利润增速虽然有所放缓，但仍保持着 20% 以上的高增速，且最近两年其增速与净利润增速非常接近，反映了较高的盈利质量。与之相比，大华股份近年来核心业务利润波动较大，最高时（2015 年）达到 38.10%，最低时（2014 年）一度出现了负增长的情况，为 -2.84%（尽管此时净利润为 1.25%）。

## （十）市盈率

图 7-15 海康威视与大华股份市盈率



数据来源：wind

两家公司的市盈率近年来保持在 20-50 倍这一区间，且多数时间内位于 40 以下。作为知名科技创新企业，两家公司的市盈率可算作正常水平，且在一定程度上体现了资本市场对两家公司经营管理的肯定。

对比两家公司的市盈率，我们发现，在 2015-2016 年内大部分时间内，海康威视的市盈率低于大华股份，前者大多保持在 20-25 倍这一区间，后者大多保持在 25-40 倍这一区间。而 2016 年末以来，两家公司市盈率呈现相似的上升态势，近期位于 35-45 倍这一区间，体现了市场信心的增强。

## （十一）利润表同型分析

表 7-16 2016 年海康威视与大华股份利润表同型分析

	海康威视		大华股份	
	金额	百分比	金额	百分比
营业收入	31,924,020,872.44	100.00%	13,329,094,010.82	100.00%
营业成本	18,649,694,075.44	<b>58.42%</b>	8,303,330,527.99	<b>62.29%</b>
税金及附加	255,078,931.50	0.80%	85,107,746.06	0.64%
销售费用	2,991,273,819.81	<b>9.37%</b>	1,638,140,112.84	<b>12.29%</b>
管理费用	3,106,761,432.94	<b>9.73%</b>	1,831,477,357.29	<b>13.74%</b>
财务费用	-226,063,754.62	<b>-0.71%</b>	-81,887,001.77	<b>-0.61%</b>
营业利润	6,830,100,717.35	21.39%	1,433,274,487.66	10.75%
利润总额	8,310,178,348.51	26.03%	2,012,337,526.93	15.10%
净利润	7,420,273,140.44	<b>23.24%</b>	1,810,152,288.31	<b>13.58%</b>

单位：元

表 7-17 2016 年海康威视与大华股份财务费用明细

	海康威视	大华股份
利息支出	143,058,881.09	35,680,898.91
利息收入	184,537,947.93	49,185,181.00
汇兑损益	<b>-196,689,249.60</b>	<b>-73,133,226.62</b>
其他	12,104,561.82	4,750,506.94
合计	<b>-226,063,754.62</b>	<b>-81,887,001.77</b>

单位：元

两家公司的税金及附加一项占比都不高，这反映出两家公司面临的税负较轻的现象，两家公司作为科技公司，都享受了一定的所得税优惠。与此同时，正如此前营业成本部分提到的，两家公司都有负的财务费用，原因为两家公司利息收入都大于利息支出，另外都在 2016 年有较多的汇兑收益。总的结果是，海康威视的营业利润、利润总额和净利润比例都显著高于大华股份，且几乎为后者的 2 倍。

表 7-18 2013-2017 年海康威视与大华股份成本情况综合对比

公司		2013	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	营业成本率	52.38%	55.58%	59.90%	58.42%	57.28%
	销售费用率	8.63%	8.90%	8.62%	9.37%	10.50%
	管理费用率	10.20%	9.55%	8.75%	9.73%	10.71%
	合计	71.21%	74.03%	77.27%	77.52%	78.49%
大华股份	营业成本率	57.18%	61.86%	62.78%	62.29%	60.55%
	销售费用率	10.44%	9.29%	11.34%	12.29%	12.68%
	管理费用率	12.81%	14.70%	12.25%	13.74%	13.65%
	合计	80.43%	85.85%	86.37%	88.32%	86.88%

通过对比近五年营业成本、销售费用、管理费用三者比率，我们发现海康威视的成本控制都要明显好于大华股份。在安防行业主要客户并非个人消费者的情况下，两家公司都不用投入太多的销售费用来宣传自己的产品。在发展差异化高质量产品的背景下，海康威视更好的成本控制无疑使它具有优势。

## 八、资产负债表分析

### （一）货币资金

表 8-1 2013-2017 年海康威视与大华股份货币资金情况对比

货币资金	海康威视		大华股份	
	金额	占总资产百分比	金额	占总资产百分比
2017H1	13,179,646,367.74	31.74%	2,331,153,358.91	13.71%
2016	13,634,993,154.18	32.98%	2,758,794,780.21	17.95%
2015	10,106,500,588.53	33.34%	1,755,784,045.50	15.26%
2014	7,199,658,946.19	33.82%	1,320,731,577.53	16.53%
2013	4,592,606,345.60	32.64%	1,818,588,875.24	30.17%

单位：元

由于公司规模差异，海康威视的货币资金远超大华股份。在 2013 年时，两家公司货币资金比例大致相当，均占总资产的 30%，此后大华股份的货币资金比例下降到 15% 左右，其报表中披露的理由主要是公司规模扩大，各项支出增加。而海康威视则连续多年货币资金比例高企，其报表中披露理由是销售回款增加。这里，我们认为大华股份对资金的利用更加合理，15% 左右即不至于因为货币资金比例太低产生风险，也不会让大量资金闲置，资金较为充分地利用到了公司业务的发展中。反观海康威视，据 16 年报表，货币资金中银行存款占比高达 99%，而这其中仅有 115,740,442.28 元（1%）作为各类保证金以及存款质押用于长期借款而受限。在报表中没有披露持有大量货币资金理由的情况下，我们认为其货币资金偏多，利用率不如大华股份。

## （二）往来款项

### 1. 应收账款、票据与应收账款周转率

表 8-2 2013-2017 年海康威视与大华股份应收账款情况对比

公司	财务数据	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	应收账款	4,281,526,957.05	8,125,932,742.98	11,242,812,902.86	13,304,046,010.12
	占总资产百分比	20.11%	26.80%	27.20%	34.24%
	应收账款周转率	4.81	4.07	3.29	2.68
大华股份	应收账款	2,759,017,312.09	4,974,772,699.57	6,205,557,180.90	6,934,385,789.06
	占总资产百分比	34.53%	43.25%	40.38%	40.80%
	应收账款周转率	3	2.62	2.38	2.27

单位：元

首先比较两家公司应收账款的情况。海康威视应收账款占总资产比重总体上在 20%-30% 浮动，且有稳步上升趋势，而大华股份总体上在 30%-40% 浮动，同样是稳步上升趋势。利用应收账款周转率指标，海康威视也均高于大华股份，说明其销售回款能力更强。同时，我们发现安防行业公司普遍应收账款比例较高，这种行业特色反映了安防公司的话语权和市场地位不算很高。两家公司应收账款的上升趋势呈现稳定增长，不存在突然的快速增加，且两家公司一年以内的应收账款占总应收账款的比例都超过了 80%，**“渠道填塞”**的现象不明显。我们认为该趋势部分反映了日趋激烈的行业竞争，企业更为重视的是销量以及由此带来的营业收入，对于应收账款规模的把控也显得有些力不从心，造成高营收账款率的原因可能与政府客户存在一定关系。



表 8-3 2016 年末应收票据构成

	银行承兑汇票（元）	商业承兑汇票（元）
海康威视	2,762,741,337.04	80,663,078.48
大华股份	1,148,207,671.63	0

单位：元

应收票据方面，大华股份只包含银行承兑汇票，不包含商业汇票，海康威视的应收票据中虽包含部分商业承兑汇票，但是也只占据约 2.8%的比例，影响作用很有限。银行承兑汇票比商业承兑汇票更可靠，风险更小。综上所述，两家公司在该方面的总体风险仍然在可控制范围内。

## 2. 预收款项

表 8-4 2013-2017H1 海康威视与大华股份预收款项明细

预收款项	海康威视		大华股份	
	金额	占总资产百分比	金额	占总资产百分比
2017H1	444,375,209.14	1.07%	411,763,255.27	2.42%
2016	233,831,105.17	0.57%	331,572,337.06	2.16%
2015	395,510,795.73	1.30%	193,357,680.79	1.68%
2014	503,067,411.07	2.36%	183,482,237.89	2.30%
2013	289,065,210.76	2.05%	162,543,723.75	2.70%

单位：元

与应收款项相对，两家公司的预收款项占比相当低，这也再次印证了安防行业在供应链管理中话语权有限。

## （三）在建工程

海康威视的报表中对于该项的披露更为详细，大华股份对于有些项目的完工进度用比较含糊的“部分完工”来概括。总体上看，两家公司所列示的在建工程均与主营业务关系密切，是业务扩张的自然表现，且在建工程与固定资产之间的转化符合规范，不存在人为操纵的情况。



#### (四) 存货

表 8-5 2014-2017H1 海康威视与大华股份存货情况对比

公司	财务数据	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	存货	2,291,934,275.76	2,818,665,737.11	3,825,159,212.28	4,935,820,439.51
	存货占总资产比例	10.77%	9.30%	9.25%	11.89%
	原材料占比	18.14%	17.45%	22.78%	24.51%
	在产品占比	6.83%	8.06%	4.18%	10.84%
	库存商品占比	63.21%	58.04%	67.73%	59.90%
	存货跌价准备	82,703,158.03	62,931,181.08	88,234,413.25	105,785,508.68
	存货周转率	-	9.89	9.61	7.50
大华股份	存货	1,261,260,358.89	1,517,545,001.40	2,204,641,465.30	2,745,628,101.04
	存货占总资产比例	15.79%	13.19%	14.35%	16.15%
	原材料占比	21.18%	20.99%	22.85%	28.42%
	在产品占比	23.98%	32.70%	32.80%	39.55%
	库存商品占比	42.72%	33.64%	37.73%	27.09%
	存货跌价准备	0.00	0.00	0.00	0.00
	存货周转率	-	7.25	7.16	6.03

单位：元

将存货分为 3 个子类别，即原材料，在产品，库存商品，我们发现两家公司的存货结构有着巨大的差异。海康威视的库存商品占比 60%左右，在产品占比小于 10%，而大华股份库存商品占比 30%左右，在产品的占比也是 30%左右。两家公司原材料占比相当，即海康威视的存货中，库存商品明显较多，而大华股份则是在产品明显偏多。首先这一定程度上反映了两家公司的存货策略。由于海康威视的库存商品一直维持在高位，占比并未突然增加，不太可能是因为滞销的缘故，所以我们认为海康威视执行维持较高水平存货量来应对市

场需求波动的策略，而大华股份则将库存商品压在一个较低的水平。随之而来的有趣现象是，大华股份近 4 年从未计提存货跌价准备，而海康威视每年都对存货跌价准备进行相应的调整。显然对于产品技术快速更新的智能化安防行业，库存商品一旦超过较长时间，就容易被市场淘汰，产品竞争力会明显下降，大华股份这样的处理方式明显是不合理的，盈利状况的质量一定程度上不被看好。

最后我们关注存货周转天数数据，可以看到海康威视存货周转天数高于大华股份，即存货周转效率更高。在存货占比也更高的情况下，可以说明海康威视的存货流转更加顺畅，管理更加到位。

## （五）投资性房地产

表 8-6 大华股份 2013-2017H1 投资性房地产情况

大华股份					
年份	2013	2014	2015	2016	2017H1
金额	0.00	0.00	0.00	170,876,329.57	184,507,034.61
占总资产比例	0.00%	0.00%	0.00%	1.11%	1.09%

海康威视近年来（2013 年至今）无投资性房地产。大华股份 2016 年起拥有投资性房地产，采用成本法计量，主要系公司新增办公用房出租所致，占总资产比例仅为约 1%，无需过多关注。

## （六）长期股权投资及收益

海康威视					
年份	2013	2014	2015	2016	2017H1
长期股权投资	403,741.30	0.00	0.00	35,000,000.00	129,122,297.95
占总资产比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%	0.31%
对联营、合营企业投资收益	-	-	-	-	-3,877,702.05
长期股权投资收益率	-	-	-	-	-3.00%
大华股份					
年份	2013	2014	2015	2016	2017H1
长期股权投资	7,274,290.45	6,486,744.98	7,201,760.63	37,128,177.33	77,630,935.16

占总资产比例	0.12%	0.08%	0.06%	0.24%	0.46%
对联营、合营企业投资收益	-1,246,471.45	-787,545.47	715,015.65	1,658,248.41	(18,719,464.17)
长期股权投资收益率	-17.14%	-12.14%	9.93%	4.47%	-24.11%

表 8-7 2014-2017H1 海康威视与大华股份长期股权投资情况对比

单位：元

两家公司长期股权投资情况并不理想。海康威视 2014 年因合营企业亏损减少投资，2016 年起再次开始投资其他企业，但至 2017 年依然处于亏损状态。大华股份的长期股权投资近年来有较大增长，但其长期股权投资整体上亦处于亏损状态。然而，两家公司长期股权投资占总资产比例都很低（1% 以下），因此不构成较大影响。

## （七）资产负债表同型分析

### 1. 资产结构（2017 年 H1）

表 8-8 2017H1 海康威视与大华股份资产结构对比

	海康威视		大华股份	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	36,105,677,044.10	86.95%	14,130,384,895.51	83.13%
货币资金	13,179,646,367.74	31.74%	2,331,153,358.91	13.71%
应收账款	13,304,046,010.12	32.04%	6,934,385,789.06	40.80%
应收票据	3,281,639,420.27	7.90%	1,214,481,784.14	7.14%
应收账款票据	16,585,685,430.39	39.94%	8,148,867,573.20	47.94%
预付款项	263,755,789.85	0.64%	77,836,252.39	0.46%
存货	4,935,820,439.51	11.89%	2,745,628,101.04	16.15%
非流动资产	5,419,257,417.07	13.05%	2,867,601,256.70	16.87%
固定资产	2,945,144,484.51	7.09%	1,064,113,732.98	6.26%
在建工程	764,850,814.58	1.84%	2,300,841.25	0.01%
无形资产	412,552,471.29	0.99%	239,312,499.08	1.41%
长期股权投资	129,122,297.95	0.31%	77,630,935.16	0.46%
商誉	248,364,401.47	0.60%	71,083,281.09	0.42%
资产总额	41,524,934,461.17	100.00%	16,997,986,152.21	100.00%

两家公司资产均以流动资产为主，流动资产占比高达 80% 以上。

两家公司固定资产占总资产比重较低，2014 年以来均维持在 10% 以下的水平。而两家公司无形资产占总资产比重同样很低，2014 年以来均维持在 1% 左右。

对货币资金、应收账款及票据、预付款项、存货及在建工程的分析在前文均已提及，在此不再赘述。

## 2. 资本结构（2017 年 H1）

表 8-9 2017H1 海康威视与大华股份资本结构对比

	海康威视		大华股份	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	12,798,481,874.04	30.82%	7,322,818,218.37	43.08%
短期借款	1,965,132,452.76	4.73%	2,096,105,129.96	12.33%
应付账款	6,155,893,782.95	14.82%	2,037,508,159.66	11.99%
预收款项	444,375,209.14	1.07%	411,763,255.27	2.42%
非流动负债	4,489,617,015.01	10.81%	496,773,067.09	2.92%
长期借款及债券	4,933,992,224.15	11.88%	226,028,147.80	1.33%
负债合计	17,288,098,889.05	41.63%	7,819,591,285.46	46.00%
所有者权益	24,236,835,572.12	58.37%	9,178,394,866.75	54.00%

由资本结构可以看出，两家公司的负债均以流动负债为主，海康威视流动负债占总资产比重较低，为 30% 左右，而大华股份为 40% 左右，但在非流动负债方面，海康威视非流动负债占总资产比重约为 11%，而大华股份仅占 3%。以下为对资本结构的进一步分析：

## 3. 资产负债率、权益倍数、资本负债率比较

表 8-10 2013-2017H1 海康威视与大华股份负债情况对比

		2013	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	资产负债率	21.03%	30.11%	36.35%	40.80%	41.63%
	权益倍数	1.27	1.43	1.57	1.7	1.73
	资本负债率	2.42%	7.22%	12.13%	17.05%	24.72%
大华股份	资产负债率	30.75%	34.78%	42.92%	45.17%	46.00%
	权益倍数	1.45	1.54	1.77	1.87	1.87
	资本负债率	1.02%	3.78%	7.61%	11.98%	25.30%

我们首先看一下两家公司负债的总体情况，无论是用资产负债率还是资本负债率衡量，其负债比例不算太高，但都呈现上升趋势。结合权益倍数变动，两家公司均由债权融资向股权融资转变，呈现出更为合理的债务结构。

## 4. 负债结构

表 8-11 2013-2017H1 海康威视与大华股份负债结构对比

		2013	2014	2015	2016	2017H1
海康威视	有息负债比例	9.31%	18.06%	24.18%	29.83%	46.04%
	流动负债比例	98.51%	95.33%	93.24%	71.82%	74.03%
	短期借款/有息负债	65.62%	31.29%	32.91%	0.64%	24.69%
	长期借款/有息负债	0.00%	21.14%	25.37%	34.23%	16.58%
	应付债券/有息负债	0.00%	0.00%	0.00%	58.72%	38.95%
大华股份	有息负债比例	2.30%	7.09%	10.13%	14.55%	29.70%
	流动负债比例	98.64%	85.75%	97.12%	96.79%	93.65%

更为详细地观察一下其债务结构，我们发现两家公司的负债均以流动负债为主，大华股份更是多年占比高达 95% 左右。两家公司有息负债不多，但都呈现上升趋势，这是债券融资增多的自然表现。分析海康威视的各项负债构成，我们发现 2015 年以前以短期借款为主，2016 年以后应付债券则占了相当大的比例。在报表附注中，我们找到了该项目的来源，海康威视 2016 年在爱尔兰证券交易所发行交易了一批欧元债券。这进一步印证了海康威视的债权融资转变，同时也是利用国际资本市场的一种尝试。

此外，考虑到资产结构和资本结构的对应问题，即以流动资产为主的企业通常以流动负债为主要融资方式。海康威视和大华股份的资产结构均已流动资产为主，资本结构均以流动负债为主，这体现了两家公司资产结构与资本结构之间存在良好对应关系。

## 九、现金流量表分析

### （一）经营活动现金流量对比

#### 1. 直接法分析：

表 9-1 销售商品、提供劳务收到的现金情况对比

海康威视				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 Q3

销售商品提供劳务收到的现金/经营活动现金流 (%)	91.43	90.01	91.38	91.75
经营活动产生的现金流净额 (亿元)	37.10	32.10	62.10	<b>0.95</b>
<b>大华股份</b>				
	<b>2014 年</b>	<b>2015 年</b>	<b>2016 年</b>	<b>2017 年 Q3</b>
销售商品提供劳务收到的现金/经营活动现金流 (%)	89.49	88.35	89.77	90.28
经营活动产生的现金流净额 (亿元)	-0.17	2.01	4.71	-11.42

数据来源: wind 资讯

“销售商品、提供劳务收到的现金”这一项是两家公司经营活动现金流入最主要的来源,显示出这两家公司的发展都较为成熟,符合正常的预期。海康威视,经营活动现金流相对充裕,2014——2016 年都保持稳定的增长,大华股份,经营活动现金流相对短缺,一定程度上制约公司未来的发展。

在 2017 年三季度报中,海康威视经营活动产生的现金流量净额和去年同时期相比,减少了约 10 亿元。通过比对发现,主要是因为在购买商品和接受劳务以及“支付给职工以及为职工支付支付的现金”这两项上有大幅的增长。一方面是因为海康威视在第三季度大规模发放职工奖励(三季度报中明确指出),另一方面,可能因为生产规模扩大,在第三季度大量购进相关产品用于生产,所以导致经营活动现金流出大幅增加。

大华股份,2017 年三季度报经营活动现金流量净额也达到了-11.42 亿,而对比 2016 年同时期,经营活动现金流量净额为-8 亿,说明大华公司第三季度的经营活动现金流量净额为大额负值是它的常态,但是观察大华股份年报的数据会发现,在最后一季度,大华股份会通过一些经营活动上的调整,使得经营活动现金流净额在年报的披露结果中扭转为小额正值。即便如此,也不能掩盖公司现金流紧张的问题。

## 2. 间接法分析:

海康威视:(1)2016 年“存货的减少”约为-10 亿,说明海康威视还在不断扩大生产规模,存货数量还在大幅上涨,这和安防行业需求增加也有关系。(2)“经营性应收项目的减少”约为-36 亿,海康威视账面上的应收项目每年都在大幅增加,对整体的经营活动现金流量净额也产生了比较大的影响,可以算作海康威视的一大风险,这和以前的分析也是契合的。(3)“经营性应付项目的增加”达到 28 亿,大大地提升了整体的经营活动现金流量净额,但是这一部分负债的增加,可能是拖欠供应商货款形成,并不一定是长期可靠的现金来源。

大华股份的情况和海康威视的情况类似，不做过多分析，只是需要注意经营活动产生的现金流量净额比海康威视低很多。

### 3. 自由现金流分析

表 9-2 企业自由现金流 （单位：万元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 Q3
海康威视	221,856.61	175,839.97	217,011.87	130,763.47
大华股份	-71,644.19	-17,766.75	22,145.41	-160,027.90

数据来源：wind 资讯

大华公司的自由现金流非常紧张，为负数；海康威视的自由现金流较充足。

#### （二）投资活动

2014 年——2016 年，海康威视“收回投资收到的现金”、“投资支付的现金”的金额都相当大，推测可能是因为海康威视账面上有大量闲置的货币资金，资金充足，所以会进行一些较多的股权类、债券类、理财产品等等方面的投资，

大华股份：经营现金流较为紧张，所以并没有很多闲置资金进行额外的投资，“收回投资收到的现金”、“投资支付的现金”和海康威视相比都有限，尤其是到 2016 年，这两项更是大幅缩减。

表 9-3 投资活动现金流量 （单位：万元）

海康威视			
	2014 年	2015 年	2016 年
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	499,249.99	292,800.00	498,955.03
投资活动现金流入小计	517,094.13	312,570.11	507,112.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	61,082.64	133,008.41	91,137.65
投资支付的现金	560,074.78	187,081.74	733,542.09
投资活动现金流出小计	621,157.42	320,090.15	845,427.12
投资活动产生的现金流量净额	-104,063.28	-7,520.04	-338,314.38



大华股份			
	2014 年	2015 年	2016 年
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	91,000.00	196,320.00	35,920.00
投资活动现金流入小计	92,461.39	203,451.38	42,223.31
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,731.58	36,798.00	56,431.38
投资支付的现金	164,170.00	160,670.00	11,009.60
投资活动现金流出小计	178,867.71	199,868.00	67,899.12
投资活动产生的现金流量净额	-86,406.32	3,583.39	-25,675.81

数据来源：wind 资讯

### （三）筹资活动

表 9-4 海康威视与大华股份筹资活动

海康威视（单位：亿元）				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年三季度报
筹资活动现金流入小计	38.65	27.94	84.80	69.92
筹资活动现金流出小计	39.84	29.13	80.37	99.84
筹资活动产生的现金流量净额	-1.20	-1.19	4.43	-29.93

大华股份（单位：亿元）				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年三季度报
筹资活动现金流入小计	10.83	7.61	16.81	38.29
筹资活动现金流出小计	7.08	5.71	15.36	28.53
筹资活动产生的现金流量净额	3.75	1.91	1.46	9.76

数据来源：wind 资讯

近年来海康威视的筹资活动产生的现金流量净额基本为负，而大华股份一直为正。说明海康威视的发展已经进入更为成熟的阶段，自身资金相对充裕；而大华股份则还处于成长期，由于自身经营现金流相对短缺，需要通过筹资活动获得更多资金。



## 十、 股东权益变动表分析

在两家公司 2014, 2015 的年报中, 没有单独的股东权益变动表, 而是附加在所有者权益表中, 表内数据较为复杂, 重点关注专项储备和利润分配两个方面。专项储备, 海康威视与大华股份从 2013-2017 年第三季度都没有计提专项储备。利润分配: 两家公司每年分红总体稳定, 海康威视总股数大于大华股份, 每股分红更多, 总的股利分配更多, 体现更强的盈利能力和更成熟的发展阶段。

表 10-1 海康威视 14-16 年股利分配

年份	股数	分红政策
2014	4,069,128,026 股	每 10 股派息 4 元
2015	4,068,772,253 股	每 10 股派发现金红利人民币 7 元、送红股 3 股、资本公积转增股本 2 股
2016	6,152,576,743 股	每 10 股送红股 5 股, 派发现金红利人民币 6 元

表 10-2 大华股份 14-16 年股利分配

年份	股数	分红政策
2014	1,170,270,750 股	每 10 股派发现金 1 元
2015	1,159,899,502 股	每 10 股派发现金 2 元, 送红股 8 股, 同时向全体股东每 10 股以资本公积金转增 7 股
2016	2,899,411,405 股	向全体股东每 10 股派发现金 1 元

## 十一、 偿债能力与盈利能力分析

### (一) 偿债能力分析

表 11-1 海康威视与大华股份偿债能力指标

		2013	2014	2015	2016	2017H1
	流动比率	4.25	3.13	2.60	3.01	2.82

海康威视	速动比率	3.76	2.75	2.32	2.70	2.44
	利息保障倍数	1,611.59	199.40	90.01	59.09	48.07
	货币资金（亿元）	45.93	72.00	101.07	136.35	131.80
	有息负债（亿元）	2.76	11.58	26.64	50.31	79.59
大华股份	流动比率	2.83	2.84	2.08	1.93	1.93
	速动比率	2.29	2.31	1.76	1.60	1.55
	利息保障倍数	300.71	169.20	570.26	57.40	30.38
	货币资金（亿元）	18.19	13.21	17.56	27.59	23.31
	有息负债（亿元）	0.43	1.97	5.00	10.10	23.22

偿债能力方面，两家公司表现都很优秀，海康威视较大华股份更为出色。流动比率均在 2 左右，速动比率也高于 1，利息保障倍数更是远远高于国际公认的警戒线，这些指标都印证了其偿债能力毋庸置疑，风险可控。有趣的是，我们通过比较有息负债和货币资金，得到两家公司调整后的净债务均为负，海康威视的情况尤为夸张。这一方面说明海康威视现金充裕，还债能力强；另一方面印证了海康威视资金管理不到位，出现存贷双高的情况。

## （二）盈利能力分析

图 11-2 2016 年海康威视（左）与大华股份（右）杜邦分析

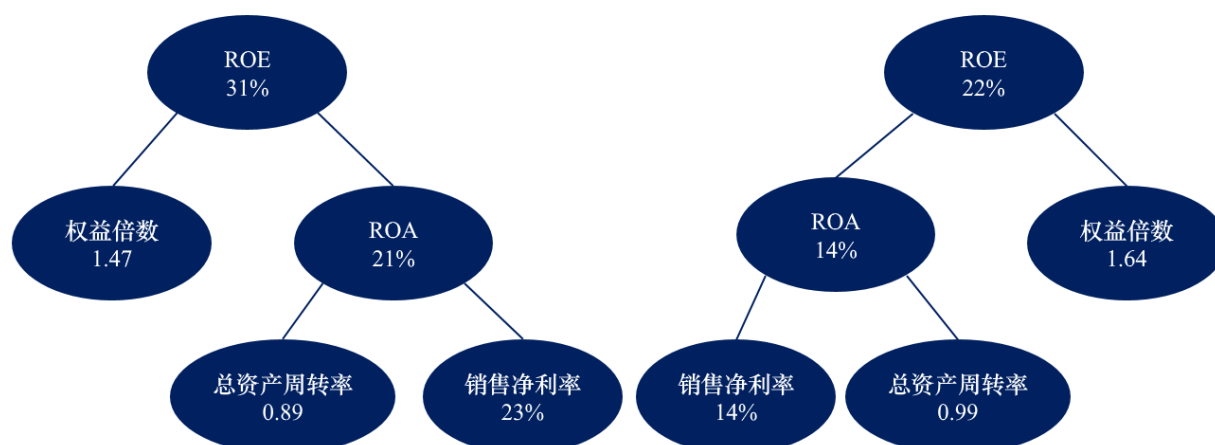


表 11-3 2013-2017 年两家公司财务比率汇总

	毛利率		营业利润率		成本费用利润率		总资产报酬率	
	海康威视	大华股份	海康威视	大华股份	海康威视	大华股份	海康威视	大华股份
2013	47.62%	42.82%	27.42%	17.33%	44.08%	25.66%	27.48%	23.96%
2014	44.42%	38.14%	25.40%	12.65%	40.59%	19.78%	29.59%	17.98%
2015	40.10%	37.22%	21.74%	11.93%	34.49%	18.16%	26.45%	16.22%
2016	41.58%	37.71%	21.39%	10.75%	33.54%	17.09%	23.59%	15.24%
2017H1	42.72%	39.45%	23.18%	14.97%	29.24%	17.20%	9.48%	7.24%

从 ROE 来看，两家公司均高于 20%，盈利能力比较优秀。但海康威视无疑更胜一筹，比大华股份高出 9 个百分点。将 ROE 拆分，我们发现股东权益大华股份更高，这反映了两家公司资本结构的不同。如果海康威视能够更好地利用其账面上巨额的货币资金，其权益倍数可以获得提升，从而进一步提高 ROE。海康威视的总资产收益率（ROA）自然较高，我们来细究其原因，从资产利用上看，大华股份更有效率，总资产利用率占优；但海康威视最大的优势在于成本控制，其销售净利率占优，这与之前对利润表的分析是一致的。我们还可以用别的指标来衡量两家公司的盈利能力，无论是毛利率、营业利润率还是总资产报酬率，均揭示了海康威视盈利能力更强，而成本费用利润率也显示海康威视控制成本能力确实远高于大华股份。但同时，近年来两家公司的盈利指标呈现出下降趋势，这也反映了安防行业竞争激烈，超强的盈利能力不易维持。

## 十二、 估值

首先基于前文分析，对海康威视与大华股份分业务板块的近三年利润做出估计，假设股本总体不变计算 EPS，再参考行业平均 PE 值做调整，最终得出对两家公司的估值。

忽略其他经营收益等净利润前额度太小的科目，但营业外收入是非常重要的，17 年由于财政部规定调整，政府的补贴中占较大比重的税费退回被列入其他收益科目，但并不影响总量，下面的估值仍然将该部分政府补助填列在营业外收益科目下。

选取同行业可比公司包括蓝思科技、巨人网络、立讯精密、三安光电、隆基股份、京东方 A 与京东方 B，去除 PE 过高的科大讯飞与负值的中兴通信，

采取近 12 个月的平均 PE 的均值为 37.59 作为行业参考。给出 19/18/17 年海康威视的 PE 为 30/34/38，预测股价为 61.49/49.80/39.63；大华股份的为 19/22/26，预测股价为 39.82/32.57/25.20。

综上，我组将近 6 个月海康威视的目标价上调为 44.72 元，大华股份目标价上调为 28.89 元，相较更推荐海康威视，但建议谨慎增持。

表 12-1 海康威视分业务估值预测

	19E	18E	17E	16
产品毛利	322.123	238.487	174.453	132.74
	35.07%	36.71%	31.42%	30.97%
前端音视频产品	175.56	135.05	100.04	76.95
	30%	35%	30%	21.35%
后端音视频产品	40.41	34.39	28.66	24.92
	17.50%	20.00%	15.00%	24.85%
中心控制设备	64.80	43.20	28.80	19.20
	50.00%	50.00%	50.00%	70.67%
创新业务	20.24	10.12	5.06	2.53
	100%	100%	100%	
工程施工	3.36	2.24	1.60	1.23
	50%	40%	30%	20.59%
营业外收入	27.20	21.76	18.13	15.11
	25.00%	20.00%	20.00%	16.77%
净利润	189.17	135.17	96.25	74.51
EPS	2.05	1.46	1.04	1.22

表 12-2 大华股份分业务估值预测

	19E	18E	17E	16
产品毛利	138.85	99.91	71.15	50.26
	38.97%	40.42%	41.56%	33.99%
前端音视频产品	84.35	60.25	41.55	27.70
	40.00%	45.00%	50.00%	46.48%
后端音视频产品	45.88	33.25	24.45	18.11
	38.00%	36.00%	35.00%	35.35%
数字远程图像监控系统	4.77	3.67	3.19	3.04

	30.00%	15.00%	5.00%	-27.79%
营业外收入	13.01	10.00	7.70	5.92
	30.00%	30.00%	30.00%	51.02%
净利润	60.75	42.91	28.10	18.14
EPS	2.10	1.48	0.97	0.63

### 十三、总结

宏观政策总体利好，安防行业不断增长，市场前景广阔，地域上以亚洲为主，中国市场最大。产品上视频监控为主。虽然现下国内市场集中度较高，但竞争非常激烈。由于海康与大华均未形成不可替代性强的技术，产品粘性较低、品牌效应不高，以拥有资源与客户优势的科技巨头为代表的潜在竞争者恐迅速改变行业格局。战略上二者实行国际化战略，但国际市场份额分散，大华海外业务贡献更大，海康国内业务增长更猛。行业整体处于上升中期，尚未有整合产业链的动作。

财务分析方面，大华股份存在盈余管理动机，且会计政策有不当之处。海康威视市场地位较优；成本控制较好；盈利质量更高。两家公司以流动资产、负债为主；海康威视存在资金管理上的不足，在存货管理和应收账款控制上优于大华股份。海康威视现金流情况优于大华股份。海康威视分红情况也优于大华股份。

根据上述分析对两家公司分业务板块进行预测并估值，基于现有数据与分析，我组认为，海康威视在财务表现方面全面领先大华股份，但考虑到行业发展阶段与市场竞争情况等，海康威视的龙头地位尚不稳固，因而更推荐海康威视，但建议谨慎增持。

财务报表分析课程 第 12 组  
二〇一七年十二月二十七日