

张良勇 86-755-82960140
 zhangly@cmschina.com.cn

姜霄 86-755-25310921
 jiangxiao@cmschina.com.cn

2009年2月12日

大立科技(002214.SZ)/18.15 元

军品订单将是 09 年业绩增长的保障

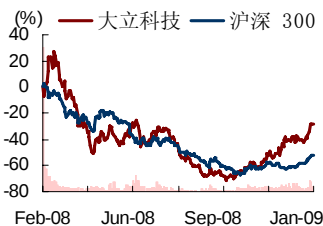
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 首次
目标估值: 15.6-18.2 元

基础数据

总股本(万股)	10000
流通股本(万股)	2500
总市值(亿元)	18
流通市值(亿元)	5
52 周股价	7.2-32.3 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	40	168
相对表现	1	45	221



相关报告

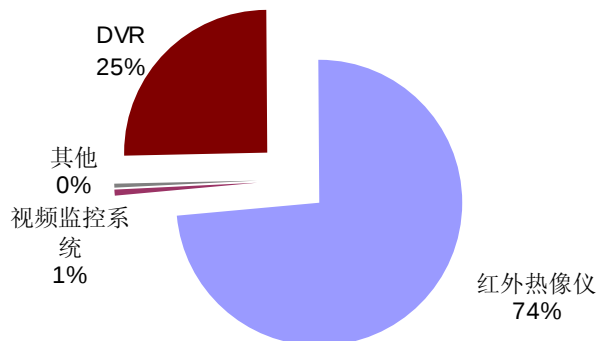
基本结论:

- 1、大立科技主营红外成像与 DVR，是国内非制冷红外探测器产业化进程走在最先、最有可能突破的企业；
- 2、持续增长的军品需求是未来几年公司业绩增长的保障，在电力、消防、煤炭等民用领域，红外成像市场空间十分广泛；
- 3、预估 08-10 年 EPS 分别为 0.43、0.52、0.70，首次给予“审慎推荐-A”的投资评级，建议股价回调时积极介入。并敬请关注近期我们即将发送的深度报告。

调研要点:

- 1、大立科技是国内最大非制冷红外热像仪供应商，第三大安防视频监控产品 DVR 供应商。2007 年，公司红外热像仪产品占主营业务收入的 74%、毛利的 82%，而 DVR 产品占主营业务收入的 25%、毛利的 17%。

图 1: 2007 年大立科技主营收入结构



数据来源：公司公告

2、业绩增长点

(1) 军品为过去和未来几年业绩最大增长点，基本不受经济周期影响:

与国外情况不同，中国军用红外热像设备应用比例非常低，这几年增速远高于民用市场。2005 年民营企业被允许进入军品生产领域，公司军品业务在 2006 年开始爆发式增长。08 年大立红外热像仪收入已有约四成来自军用，而且根据现有积累的项目进度，2009 年和 2010 年大立军品能维持 50% 的高增长。同时由于红外热像设备项目列装部队的计划性较强，军品增长确定性也较高。

(2) 民用红外热像仪空间大，但目前增速不如军品:

从全球来看，红外热像仪民用正处于快速推广阶段，未来数年都能维持接近 20% 的增速，而且市场空间很大；但国内民用市场，由于技术认识存在过程，

以及成本高等原因，市场规模还较小，增速也一直不如军用。大立民用占 08 年红外设备收入的六成（出口和内销各占一半）。电力仍是公司民用热像仪设备的最大应用领域，占到 7 成，未来数年仍能维持 20% 以上的增长。不过自 2006 年大立陆续推出消防、制程控制、煤炭等专用产品（过去一直是通用系列），以促进民用市场推广。在美国，消防和制程控制是主要的两大市场；而在国内，尽管 2006 年《城市消防站建设标准》颁布，但市场规模并没有达到预期；制程控制方面，尽管国内产品性能已不弱于国外产品，但是国内企业在行业应用解决方案的经验上还比较欠缺。

3、行业技术壁垒不低，国内具有人力成本优势明显：

尽管关键的红外探测器通过采购，但是后续制程的视频软件开发和后续电路设计的技术门槛亦不低，目前能够掌握红外热像仪精确测温的红外热像仪企业全球也只有包括大立科技在内的 12 家。而且红外热像仪产品无论研发和生产都需要很大的人员投入，所以国内企业具有明显的成本优势。

4、非制冷红外探测器国产化是国内行业竞争制高点：

非制冷红外探测器技术成熟是目前红外热像设备大幅推广的关键，目前大立是国内企业中非制冷红外探测器产业化走在最先、最有可能突破的企业。公司计划下半年开始试生产，年底作出第一个生产线样品，10 年底或 11 年初实现产业化。公司 MEMS 制造由华虹控股的上海集成电路中心代工，我们认为 MEMS 的制造工艺难度并不非常大，MEMS 封装成本控制将成为公司产业化成功的关键。此外，由于客户认同等原因，替代进口探测器是个缓慢过程；而且产业化初期由于产量很小，国产化探测器的成本优势也不会特别明显；

5、DVR09 年压力大，但负增长可能性小：视频监控产品过去几年行业一直维持高速增长，但 2008 年第四季度国内 DVR 企业受金融危机和国内房地产低迷影响开始凸现。09 年国内 DVR 市场除房地产持续低迷影响外，企业利润下滑导致资本支出减少对 DVR 市场存在滞后影响将在 09 年显现。

6、提示：2 月 18 日，3585 万股限售股解禁，占总股本的 35.85%：其中个人股东解禁 2560 万股，浙江日报集团解禁 878 万股，浙江省科技风险投资有限公司解禁 148 万股。

7、首次给予“审慎推荐-A”投资评级：根据我们的财务模型，预计 08-10 年 EPS 分别位 0.43、0.52、0.70，暂以 09 年 30-35 倍 PE 估值，目标价值区间为 15.6-18.2 元。首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

姜霄，浙江大学物理学学士、计算机科学与技术学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心电子行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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 $\pm 5\%$ 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

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。