

方正证券研究中心

通信与电子行业分析师：王亮

电话：(86571) 87782604

电邮：wangliang@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

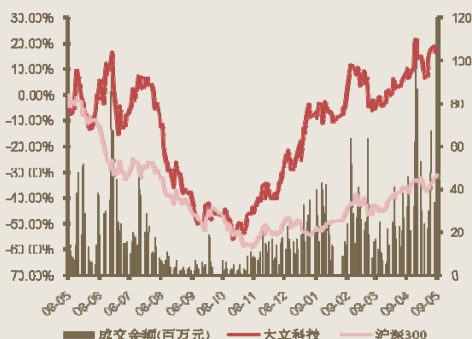
电话：(86571) 87782600

电邮：wujialei@foundersc.com

股票数据

总股本（万股）	10000.00
流通股（万股）	5540.38
第一大股东	庞惠民

历史表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

市场前景明朗 业务持续可期

大立科技(002214)调研报告

公司研究·调研报告
2009.05.07 增持

通信与电子行业

投资要点

※ 公司实力明显，产品市场占有率高

公司是是国内规模最大、综合实力最强的民用红外热像仪生产厂商之一，2006 年，公司和广州飒特、武汉高德三家企业已占据了国内民用红外热像仪接近 2/3 的市场份额，2007 年、2008 年公司市场占有率进一步提高，将近 30%；同时，公司还是国内第四大硬盘录像机生产企业、第三大嵌入式硬盘录像机生产企业。

※ 红外热像仪产品前景广阔

过去几年中，国内外民用红外热像仪的需求稳步增长，我国民用市场有效需求的年均增长率大约为 20%，预计到 2011 年国内市场将超过 10 亿美元。军用方面，未来 5 年全球市场预计将达到 40 亿美元以上。目前，公司已成功承接了数个军品项目，其中值得注意的是，2009 年公司海防业务快速增长，增收 2000-3000 万元。

※ 公司业务目标有所推迟，但公司竞争优势不减

公司焦平面探测器国产化进程，由于上海合作方芯片生产延期以及进口办理出口退税延期，造成整个进程前期局部延缓，不过预计在 2010 年底或 2011 年初可按计划实现量产。在红外热像仪扩张产能方面，也同样由于进口设备办理出口退税的延期，使得此项计划推迟半年左右，有望在 2009 年年底实现。尽管公司业务目标有所推迟，但公司产品的核心竞争优势明显，一时的延缓不会对公司的的发展产生大的影响。

※ 盈利预测

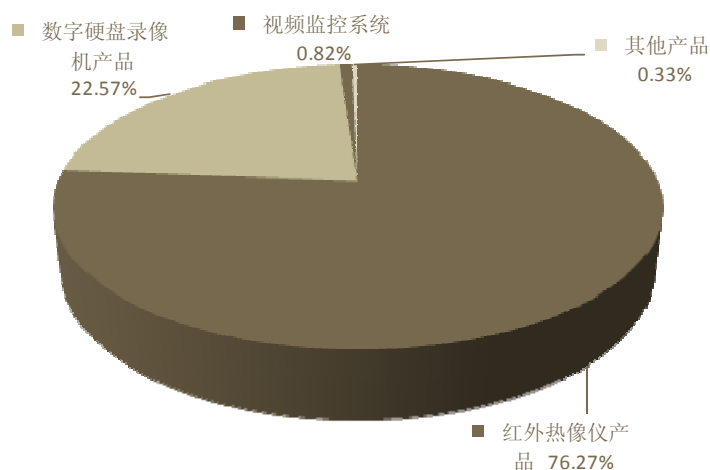
预计公司 2009 年、2010 年 EPS 为 0.42 元、0.46 元，对应的动态 PE 为 35.75 倍、32.29 倍。我们认为公司有较好的中长期投资价值，公司的目标价格为 21.6 元，维持“增持”的投资评级。

主要指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万元）	181.6	215.06	266.67	328.01
营业收入增长率	19.20%	18.43%	24.00%	23.00%
净利润（百万元）	37.84	39.14	41.56	46.02
净利润增长率	64.58%	3.46%	6.18%	10.73%
EPS	0.50	0.39	0.42	0.46
EV/EBITDA	-	40.77	28.25	26.14
市盈率	-	37.96	35.75	32.29
市净率	-	4.45	3.95	3.52

一、公司基本情况

公司主要从事红外热像仪和安防产品两大系列产品的研发、生产和销售，是国内较早从事红外热像仪研发、生产的企业，是国内规模最大、综合实力最强的民用红外热像仪生产厂商之一。公司的红外热像仪系列产品根据用途主要可以分为八大型号，即体温检测专用、工业测温类、制程控制类、安防监控类、警用观察类、热成像机芯组件、煤矿专用类、消防专用类、生命探测仪和车载专用类等，红外热像仪系列产品是公司的主打产品，这几年一直占公司营业收入的 70% 以上，2008 年更是达到 76% 以上；安防系列产品主要有嵌入式硬盘录像机、网络摄像机、嵌入式网络解码器和其他安防产品，其中硬盘录像机产品占公司营业收入 20% 以上。

图表 1 2008 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报、方正证券研究中心

公司红外热像仪主要可以用于军事、电力、化工、冶金、建筑、消防、科研、安防等领域；硬盘录像机产品主要可用于电力、电信、金融、交通、政府机关、工厂仓库、机场、码头、超市、娱乐场所等领域的安防监控。

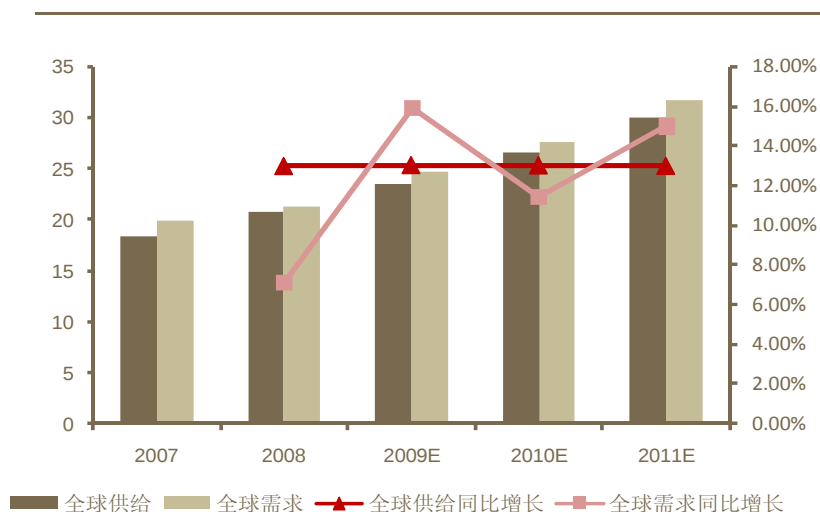
2006 年，公司和广州飒特、武汉高德三家企业已占据了国内民用红外热像仪接近 2/3 的市场份额，2007 年、2008 年公司生产、销售业绩表现突出，市场占有率进一步提高，将近 30%。公司目前还是国内第四大硬盘录像机生产企业、第三大嵌入式硬盘录像机生产企业，处于硬盘录像机第二阵营的领军位置。

二、红外热像仪产品前景广阔

红外热像仪主要是通过探测目标物体的红外热辐射，并通过光电转换、电信号处理等手段，将目标物体的温度分布图像转换成视频图像。其探测距离远，对温度很敏感，非制冷型敏感度可达 0.1

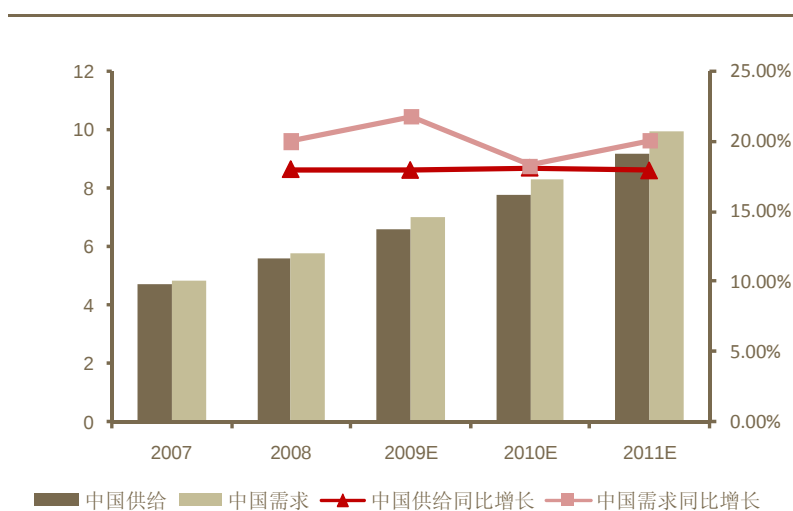
摄氏度，制冷型可分辨 0.01 摄氏度的温差，应用十分广泛。目前，红外热像仪由于技术和成本等方面的原因，主要应用于军事领域，特别在欧美发达国家，红外热像仪的使用非常广泛。目前，军品与民品市场比例约为 7: 3，但随着相关技术的进步和成熟以及民用需求的增长，红外热像仪在民用领域也存在广阔的市场空间。

图表 2 全球民用红外热像仪供给需求



资料来源: 方正证券研究中心, 单位: 亿美元

图表 3 国内民用红外热像仪供给需求



资料来源: 方正证券研究中心, 单位: 亿美元

在过去几年中，国内外民用红外热像仪的需求稳步增长，并且国内外都出现了供不应求的局面，在未来几年这种需求稳步增长的趋势将持续。我国民用市场有效需求的年均增长率大约为 20%，预计 2011 年中国民用红外热像仪市场的有效需求量将超过 10 亿美元。

在我国，民用红外热像仪应用最成熟的领域主要是电力行业的预防检测，目前公司生产的民用红外热像仪主要市场也是电力行业，占国内电力行业红外热像仪应用市场 30% 以上的份额。随着国内产业升级、安全生产以及国民安防意识的提高，红外热像仪潜在民用市场是非常巨大的，而国内市场依然处于开拓期，与国外相比很多应用领域尚未开发。我们认为，公司红外热像仪产品在冶金、采煤业和消防等领域的应用也有望迅速展开。

红外热像仪在军用市场增长潜力更大，未来 5 年全球红外热像仪军用市场总需求预计将达到 40 亿美元以上。由于目前在我国红外热像仪的军事应用还处于较初级的阶段，并且在该领域大部分技术面临国外的禁运或者限制，因此如果公司的产品能够在核心技术上取得突破，产品性能不断满足军队实际应用需要，必将大力推动军队对红外热像仪的使用，带来大量军方订单，大幅提升公司的销售业绩。目前，公司已成功通过军品生产的各项认证并承接了数个军品项目，突破了军品集中采购时对新进入者的市场开拓障碍。其中值得注意的是，公司 2009 年在海防业务上有望快速增长，增收 2000-3000 万元。

三、公司业务目标有所推迟，但公司竞争优势不减

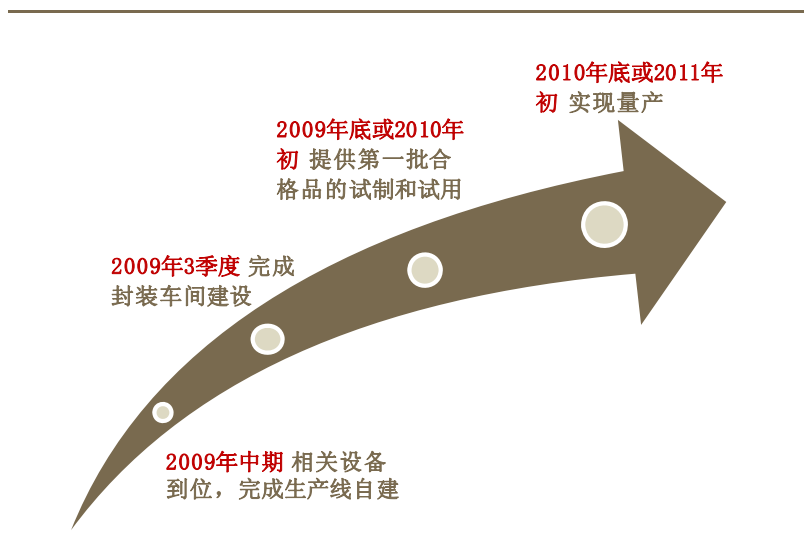
1、焦平面阵列探测器国产化项目受拖累，进展局部延缓

公司生产红外热像仪所需的最核心元件是焦平面探测器，目前世界上仅有美国、法国两个国家掌握焦平面探测器产业化生产的核心技术。但是由于此类产品很多应用于军事领域，因此美国的此类产品对我国有着严格的出口管制。国内所使用焦平面探测器绝大多数来自于法国的 SOFRADIR、ULIS 公司。而在国内除个别科研院所外，尚无企业能够生产。公司在做出所购买的焦平面探测器应用于民用领域、非进攻性武器承诺的前提下，法国政府方给予了 SOFRADIR、ULIS 出口许可证，从而使公司的焦平面探测器的供应得到了保证。并且公司已经与法国方面形成了良好的长期合作关系，确保了公司未来对焦平面探测器的需求。

公司包括国内的相关企业的焦平面探测器主要来源于进口，如果公司能实现研发突破形成国产化，这样必将改变公司红外焦平面严重依赖进口的局面，大幅度降低生产成本，为未来公司发展奠定了良好基础，同时也提高了公司同上游供货公司的议价能力，有利于公司效益的提升。基于以上原因，公司把自我研发、生产焦平面探测器作为公司的重大战略决策。2008 年公司 IPO 募集资金主要投向之一就是非制冷红外焦平面阵列探测器国产化项目。按照当初的焦平面阵列探测器进程，2009 年一季度实现研发中心的设备安装和封装厂建设，但由于公司上海合作方芯片生产延期以及进口元件办理出口退税延期，造成整个进程前期局部延缓，不过整体来看变

化不大，最新的公司计划如图表 4 所示，预计能按计划在 2010 年底或 2011 年初实现量产。

图表 4 公司焦平面探测器产业化进程图



资料来源: 方正证券研究中心

2、焦平面阵列探测器国产化项目受拖累，进展局部延缓

在红外热像仪扩张产能方面，公司原计划通过升级旧生产线，实现新增红外热像仪产能 500 台，当初预计新生产线会在 2009 年 6 月前建成投产，并实现产能超过 3000 台，但同样是由于进口设备办理出口退税的延期，使得此项计划推迟半年左右，不过有望在 2009 年年底实现。而且，新生产线在升级过程中，产能将被逐渐释放出来，预计未来 3 年最大产能可扩大到 4000 台以上。

3、公司核心竞争能力依然

尽管公司在焦平面阵列探测器国产化项目和红外热像仪产能扩张方面局部受挫，但从波特五力模型分析来看，公司红外热像仪产品的核心竞争能力明显，一时的延缓不会对公司的未来发展产生大的影响。

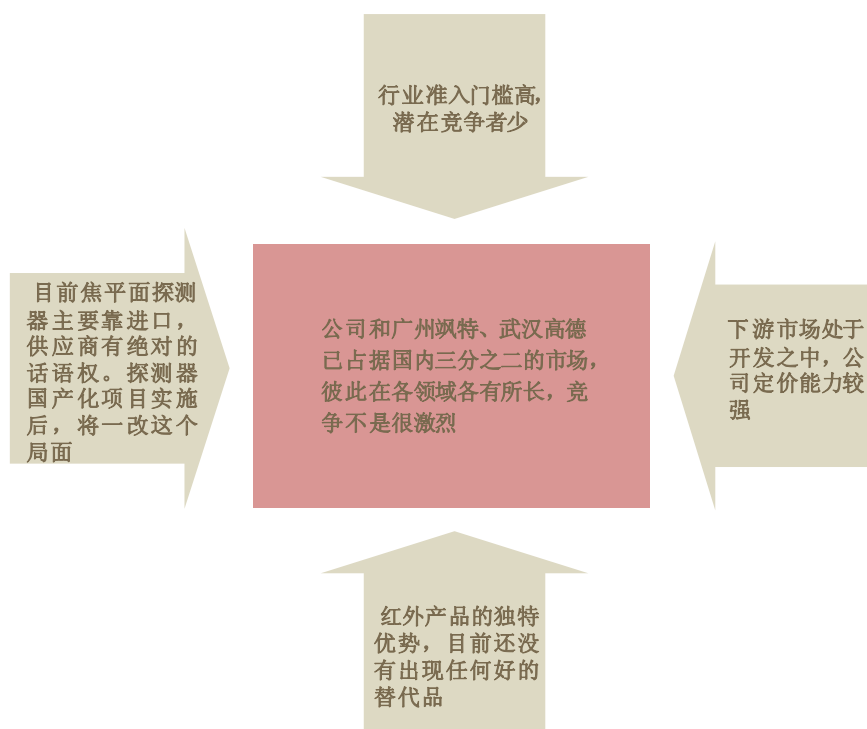
从公司发展战略层面来看，公司目前在军工、外贸和民用领域的收入占比为 1:1:1，公司在军工方面目标是 3~5 年内成为军用红外热像仪的主要供应商；外贸方面，依靠代理商制度，已经几乎到达了发展上限，未来公司会考虑在国外热点区域设立分公司，以带动国外业务的发展；民用方面，在除电力外的煤炭、消防等领域也不断拓展，促进公司业务稳定增长。

4、公司硬盘录像机业务增速较慢，缘自未投入过多力量

公司在公司产品战略上以红外热像仪为主，硬盘录像机由于与红外热像仪存在一定程度的关联，比如在图像处理技术方面，因此

成为公司的副业。公司所生产的硬盘录像机在原材料、稳定性方面严格把关，以不求全但求精为方针，主要定位中高端市场。2008 年硬盘录像机收入占公司营业收入比重为 22.5%，较 2007 年的 23.93 有所下降，增速也只有 4.85%，远低于专业生产硬盘录像机的大华股份等企业的业务增速，这主要是由于公司在硬盘录像机这副业上没有投入过大力量，产品和研发基本上跟随一线硬盘录像机生产企业而已。

图表 5 公司波特五力模型分析



资料来源：方正证券研究中心

四、盈利预测

我们认为未来两年是公司增长明确的两年，公司产品销量将因国内外需求快速增长而迅速增加。公司经营稳健，核心红外热像仪业务突出，焦平面阵列探测器国产化指日可待，生产成本有望大规模降低，内外部双重因素将拉动公司整体业绩不断提高。因此，我们认为公司具备了较高成长性，预计公司 2009 年、2010 年 EPS 为 0.42 元、0.46 元，对应的动态 PE 为 35.75 倍、32.29 倍，公司的目标价格为 21.6 元，维持“增持”的投资评级。

图表 6 公司主要业务收入假设

产品\收入	2007A	2008A	2009E	2010E
红外热像仪产品	13,183.47	16,219.87	21,090.70	26,791.51
数字硬盘录像机产品	4,578.60	4,800.46	4,992.48	5,184.69
视频监控系统	162.95	174.26	186.53	199.47
其他产品	234.66	70.48	95.25	130.62
合计	18,159.68	21,265.07	26,364.95	32,306.30

资料来源：方正证券研究中心，单位：万元

五、风险提示

公司红外热像仪生产所需探测器严重依赖进口，存在不确定性；合作方生产经营状况亦存在不确定性；焦平面阵列探测器国产化过程有可能出现其他难以预料的问题。

盈利预测

利润表（百万元）

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	181.6	215.06	266.67	328.01
营业成本	99.93	115.58	136.54	172.2
销售费用	15.6	16.84	21.07	27.55
管理费用	32.4	35.25	44.27	57.07
资产减值损失	0.15	7.32	6.4	5.9
EBITDA	33.51	40.08	58.4	65.27
折旧	3.03	3.6	4.75	6.16
摊销	0.39	0.45	0.58	0.72
EBIT	30.09	36.03	53.08	58.4
财务费用	6.24	3.84	8.44	8.96
税前利润	37.84	42.06	44.64	49.43
所得税费用	0	2.92	3.08	3.41
净利润	37.84	39.14	41.56	46.02
母公司所有者净利润	37.84	39.14	41.56	46.02
NOPLAT	44.08	40.61	48.86	53.75

资产负债表（百万元）

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
现金及等价物	29.83	165.06	193.26	185.35
应收账款	52.37	87.11	93.4	123.87
存货	109.89	161.69	168.57	231.48
其他流动资产	3	3	3.47	3.94
流动资产合计	209.6	430.23	473.08	564.12
长期股权投资	1.07	1.04	1.04	1.04
固定资产	55.34	57.49	71.2	87.58
无形资产	15.7	17.7	21.87	26.9
资产总计	286.89	513.76	575.04	688.1
应付帐款	21.3	26.73	30.08	38.41
短期借款	96.07	138.52	145.07	198.12
其他流动负债	5.45	1.54	1.33	1.61
流动负债合计	128.3	169.93	180.92	245
非流动负债合计	9.24	9.54	18.27	21.23
负债合计	137.55	179.47	199.19	266.23
母公司所有者权益	149.35	334.29	375.85	421.88
负债和股东权益总计	286.89	513.76	575.04	688.1

现金流量表（百万元）

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
母公司所有者净利润	37.84	39.14	41.56	46.02
折旧	3.03	3.60	4.75	6.16
摊销	0.39	0.45	0.58	0.72
营运资本变化	-24.61	-93.54	-16.97	-94.24
经营活动现金流	23.08	-41.26	44.20	-27.09
投资活动现金流	-3.59	-8.21	-23.19	-28.28
融资活动现金流	1.84	184.71	7.19	47.46
现金净增加额	21.33	135.24	28.19	-7.91

主要财务比率

增长率

营业收入增长率	19.20%	18.43%	24.00%	23.00%
EBITDA 增长率	7.45%	19.59%	45.72%	11.77%
EBIT 增长率	8.03%	19.71%	47.34%	10.02%
税前利润增长率	64.58%	11.16%	6.14%	10.73%
母公司所有者净利润增长率	64.58%	3.46%	6.18%	10.73%

利润率

EBITDA	18.45%	18.64%	21.90%	19.90%
EBIT	16.57%	16.75%	19.90%	17.80%
税前利润	20.84%	19.56%	16.74%	15.07%
母公司所有者净利润	20.84%	18.20%	15.59%	14.03%

每股指标

每股收益	0.50	0.39	0.42	0.46
每股净资产	1.99	3.34	3.76	4.22
每股现金流	0.31	-0.41	0.44	-0.27

流动性比率

流动比率	1.63	2.53	2.61	2.30
速动比率	0.78	1.58	1.68	1.36
营运资本/收入	81.24%	108.69%	91.62%	101.42%

资产管理比率

应收账款周转天数	105.3	147.8	127.8	137.8
存货周转天数	401.4	510.6	450.6	490.6
应付账款周转天数	77.8	84.4	80.4	81.4

负债比率

资产负债率	47.94%	34.93%	34.64%	38.69%
债务权益比率	70.51%	44.29%	43.55%	52.18%
利息保障倍数	7.06	11.97	6.29	6.52

资料来源：公司报表、方正证券研究中心

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 (310006)
电话:	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真:	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com