

期待红外焦平面阵列研发项目的突破

——大立科技（002214）调研简报

分析师

岳雄伟

☎ (86-10) 88366060-8782

✉ yxw@cgws.com

要点:

- **主营业务为红外热像仪和硬盘录像机:** 上半年公司来自红外热像仪的收入超过了八成, 公司的主要看点也在于红外热像仪, 红外产品的成长点来自于军工订单和海外市场开拓。此外, 公司为全国第四大硬盘录像机 (DVR) 产商, 具有较强的研发和创新能力。
- **红外军工市场前景看好:** 军工市场是公司战略发展重心, 也是公司最大的亮点。公司于去年年底获得“装备承制单位”资质, 军工业务模式为与军工厂配套, 即由军工厂申请项目, 公司提供热像仪机芯。目前公司军工销售占比为 1/3 左右, 今年公司又拿到了 3-5 个项目, 预计 2011 年起每年会形成稳定的 1.5-2 亿元的收入。
- **海外市场稳定增长, 民用市场有待启动:** 公司的红外热像仪主要出口美国和德国, 销售方式为经销代理, 分为传统机型出口和定制加工两种方式。公司重点推广定制加工 (OEM), 今年德国客户从去年的 200 台增长至 400 台。与全球行业龙头美国 FLIR 相比, 目前公司产品在测温、成像和软件方面差距不大, 但在探测器和应用开发方面存在一定差距。总的来看, 海外市场将稳定增长。民用主要集中在电力领域, 公司在全国电力市场份额占比 30% 左右, 集中在长三角、珠三角和东北地区。海外市场销量最大的领域是消防, 其次为工业制程, 而国内此类市场领域仍有待启动。
- **红外焦平面阵列探测器国产化值得期待:** 红外探测器国产化意义重大。目前国内基本从国外进口红外焦平面阵列探测器, 高端产品受制于国外政策限制。公司在 03-06 年每年投入 300 万元左右, 06 年引进美国留学归来的姜博士, 组建研究团队后每年投入 600-800 万元进行前端研究。公司首先研究 160*120 像素的探测器, 在上海集成电路研发中心有限公司流片。预计在明年年初会出样品。探测器研制成功后, 可大大减少进口量, 每台红外热像仪缩减成本 2000 元左右。更大的意义在于打破国外技术封锁和垄断, 为公司获取更多军工订单打下基础。

投资评级: 谨慎推荐 (首次)

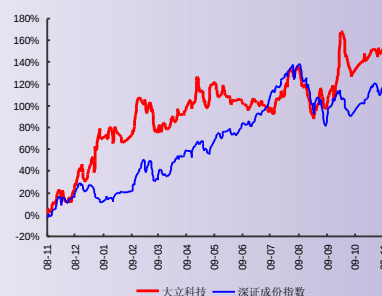
市场数据

总市值 (亿元) 22.84
流通市值 (亿元) 12.65
总股本 (万股) 10,000.00
流通股本 (万股) 5,540.38
12 个月最高/最低 9.98/33.94
十大流通股 (%) 61.41
股东户数 6,407

公司盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入 (万元)	21506	23913	33116
(+/-%)	18.4%	11.2%	38.5%
净利润 (万元)	3914	4953	6298
(+/-%)	3.5%	26.5%	27.2%
摊薄每股收益	0.391	0.495	0.630
PE	58.3	46.1	36.3

股价表现图



相关报告

无

独立声明

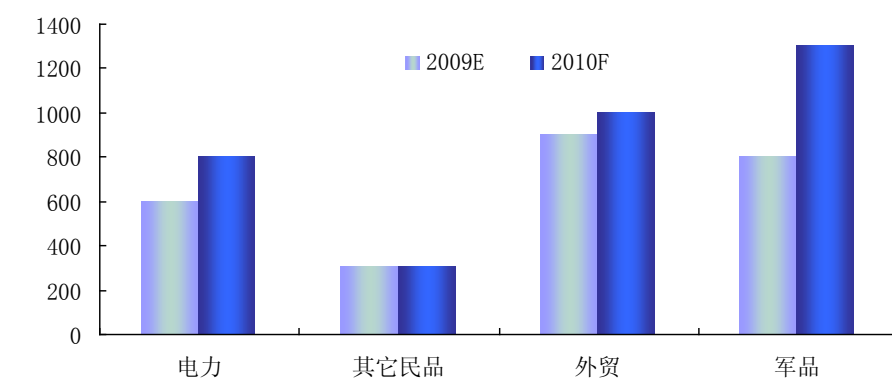
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



DVR 业务保持将现有状态：上半年 DVR 市场和价格都下降厉害。目前已有良好恢复。此块业务公司属于二线产商，由于竞争激烈，公司将不再重点发展此块业务，我们预计未来公司 DVR 业务将维持现有状态。

盈利预测与评级：预计未来三年公司 EPS 分别为 0.49、0.63 和 0.93 元，当前股价对应动态市盈率分别 46 倍、36 倍和 24.6 倍。我们认为公司红外焦平面阵列探测器产业化的突破将是公司发生质的飞跃的第一步，公司的研发进展值得密切关注，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

图 1 今年公司红外热像仪产品按市场领域分类出货预测



数据来源：长城证券研究所

表 1 公司主要产品收入和毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010F	2011F
红外热像仪					
销售收入(万元)	13,183.47	16,219.87	21,000.00	28,500.00	35,000.00
毛利率	48.31%	48.49%	53.00%	52.00%	55.00%
DVR					
销售收入	4,578.60	4,800.46	2,400.00	4,000.00	4,000.00
毛利率	28.33%	30.74%	28.00%	30.00%	30.00%

数据来源：公司财报，长城证券研究所

附：财务预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	21506	23913	33116	39689	成长性				
营业成本	11815	11853	16790	18884	营业收入增长	18.4%	11.2%	38.5%	19.9%
销售费用	1684	1913	2649	3175	营业成本增长	15.6%	0.3%	41.7%	12.5%
管理费用	3525	4065	5961	6350	营业利润增长	35.1%	65.7%	29.7%	50.8%
财务费用	384	586	573	579	利润总额增长	11.2%	38.6%	27.2%	47.4%
投资净收益	-3	0	0	0	净利润增长	3.5%	26.5%	27.2%	47.4%
营业利润	3216	5327	6910	10423	盈利能力				
营业外收支	990	500	500	500	毛利率	45.1%	50.4%	49.3%	52.4%
利润总额	4206	5827	7410	10923	销售净利率	18.2%	20.7%	19.0%	23.4%
所得税	292	874	1111	1639	ROE	11.7%	13.4%	15.2%	19.4%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	13.7%	14.6%	14.5%	17.1%
净利润	3914	4953	6298	9285	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
流动资产	43023	42804	39138	43658	管理费用/营业收入	16.4%	17.0%	18.0%	16.0%
货币资金	16506	19656	4927	10205	财务费用/营业收入	1.8%	2.5%	1.7%	1.5%
应收帐款	8711	9565	13246	15876	投资收益/营业利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	300	359	397	635	所得税/利润总额	6.9%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	16169	11853	18469	15107	应收帐款周转率	2.35	2.10	2.27	2.27
非流动资产	8353	12072	19464	23019	存货周转率	0.84	0.78	1.00	1.11
固定资产	5749	9536	16979	20585	流动资产周转率	0.50	0.58	0.80	0.84
资产总计	51376	54876	58601	66678	总资产周转率	0.40	0.42	0.53	0.57
流动负债	16993	17026	16342	17919	偿债能力				
短期借款	13852	13852	11852	12852	资产负债率	34.9%	32.8%	29.5%	28.3%
应付款项	2673	2681	3798	4272	流动比率	2.53	2.51	2.39	2.44
非流动负债	954	954	954	954	速动比率	1.58	1.82	1.26	1.59
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	17947	17980	17296	18873	EPS	0.391	0.495	0.630	0.928
股东权益	33429	36896	41305	47805	每股净资产	3.34	3.69	4.13	4.78
股本	10000	10000	10000	10000	每股经营现金流	-0.40	0.89	-0.25	1.20
留存收益	23429	26896	31305	37805	每股经营现金/EPS	-1.0	1.8	-0.4	1.3
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	51376	54876	58601	66678	PE	58.3	46.1	36.3	24.6
现金流量表（万元）					PEG	1.75	1.25	0.76	-
经营活动现金流	-4036	8919	-2470	12030	PB	6.8	6.2	5.5	4.8
其中营运资本减少	-8622	3401	-9746	1334	EV/EBITDA	51.32	37.54	28.51	19.51
投资活动现金流	-577	-4283	-8369	-4967	EV/SALES	11.31	10.17	7.28	6.10
其中资本支出	-780	-4301	-8369	-4967	EV/IC	7.11	6.99	4.55	4.32
融资活动现金流	17929	-1486	-3890	-1785	ROIC/WACC	1.43	1.51	1.50	1.78
净现金总变化	13524	3150	-14729	5278	REP	4.99	4.62	3.02	2.43

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

岳雄伟: 北京大学微电子学硕士，2008 年加入长城证券，任电子元器件行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。