

张良勇
 0755-82960140
 zhangly@cmschina.com.cn
 何金孝
 0755-82940775
 hejx@cmschina.com.cn

2010年3月31日

投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 首次
目标估值:

基础数据

总股本 (万股)	40761
流通股本 (万股)	40760
总市值 (亿元)	66
流通市值 (亿元)	66
52 周股价	7.4-16.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	59	158
相对表现	-4	46	122



相关报告

华工科技(000988.SZ)/16.17 元

着重发展激光应用和传感器两大领域，有多重驱动因素

近日，我们对公司进行了实地调研，与公司就四大主营业务发展状况进行了较为详细的沟通。我们认为，公司突出四大主业和大客户战略已经初见成效，未来几年有 3G、三网融合、物联网、汽车电子等多重因素持续驱动，预计可维持较高增速。

□ 从分散投资走向集中投资

公司是华中科技大学的校办企业，体制问题一直是困扰公司发展的主要问题。此前的发展思路体现出了明显的分散化投资的思路，公司的子公司数量达到 25 个，而公司的总收入才 10 来个亿。我们简单分析了一下，公司的这些投资存在明显的投机取巧现象。比如做网络存储和移动多媒体的子公司海恒化诚，主营业务一直没有起色，反而从政府那拿到了 2300 多万补贴（投资 1000 万）。虽然，这些投资很多确实通过各种资源也能赚到钱，但是都是一些小钱，无法使公司成长壮大。

现在董事长马新强在 08 年提出了突出四大主营的发展战略。此后，公司开始收缩业务线，将发展资源集中在激光设备、热敏电阻、激光防伪、光电传感器四大业务上。将其它偏离主营或者无法发展壮大的业务剥离到利润表之外，比如出售锐科激光 32% 的股权。因此，公司目前的发展思路也很明晰：集中力量，通过努力经营实现大的跨步。

我们认为，从近几年的财务数据来看，公司的这种转变是比较成功的。

□ 四大主营业务都有发展做大的潜力

（1）激光设备：紫外激光器自主生产和激光高精精密微细制造设备是亮点

激光设备制造，本质上就是一个购买关键零部件进行组装的过程，尤其在小功率领域，产品形态非常成熟，同质化竞争严重。挖掘的空间主要来自于对上游关键零部件的自主生产来替换昂贵的进口配件。

鉴于小功率领域的白热化同质竞争，公司的激光设备业务主要发展定位在大功率激光设备和激光高精精密微细制造设备上。大功率激光设备主要是大功率焊接和切割，应用领域是钢铁、造船等装备制造业领域；高精精密微细加工设备主要应用领域是半导体晶圆激光划片机、LED 激光划片机、太阳能硅片激光划片机、非晶硅薄膜激光刻蚀机、ITO 膜激光刻蚀机等。

激光加工设备的核心部件就是激光器，大功率激光设备用的是大功率激光器，而高精精密微细加工设备用的是紫外激光器。目前公司在这两个激光器上都有产品开发出来，紫外激光器正往 6 瓦以上更高功率开发。

我们比较看好高精精密微细加工设备的发展前景，因为未来其下游行业国内产能必然会高增长，对其需求非常大。而公司的紫外激光器如能成功自主生产，则具备竞争对手难以复制的成本优势。

（2）光电传感器：受益 3G 和三网融合，下游需求呈爆发性增长态势

光电传感器主要应用在光纤传输网络上的光电转换模块上，光纤入户是对其需求的最大刺激因素。

我们认为，3G、三网融合将明显加快光纤入户的进程。因为，之前光纤入户进程慢的原因，主要在于成本较高，相比 ADSL 和基于 5 类线的 LAN 宽带接入在成本上完全没有竞争力。所以，此前光纤传输主要应用在骨干网上，在“最后一公里”的接入网上应用比例非常低（10%一下）。但是，随着 3G 的推广，数据传输速度的要求进一步提高，光纤传输的性价比明显上升，而三网融合（宽带上网、有线电视 CATV 接入和传统固定电话）的推进，终端光纤接入的意义就更大了。

我们非常看好未来几年公司光电传感器业务的爆发性增长，预计今年可实现翻番的增长。

（3）热敏电阻：汽车温度传感器业务的拓展是最大看点

热敏电阻分负温度系数的热敏电阻（NTC）和正温度系数的热敏电阻（PTC）。NTC 的电阻值随着温度升高而降低，而 PTC 正好相反。PTC 传统应用主要在电视机和显示器的消磁电路上，NTC 则主要应用在温度传感器上，其探测敏感度可达 0.1 摄氏度。

NTC 业务目前主要应用方向是空调，其采用大客户战略非常成功，充分享受了下游优质大客户的快速成长果实。根据公司 09 年年报，格力和美的两大客户销售额占全年销售额的 83%。目前，公司也正往新的大客户拓展（比如海尔等）。

NTC 业务的最大看点是汽车领域的市场拓展。低端汽车每辆需要 10-20 个温度传感器，中高端汽车每辆需要上百个温度传感器。公司已经给国产低端品牌汽车小批量供货。因为，汽车温度传感器价格较高，7、8 元一个，毛利率可达 80、90%。如果，公司产品通过汽车厂商认证，开始大批量出货，其盈利前景非常可观。

公司原有的用于消磁电路的 PTC 业务因为液晶平板电视的兴起而快速萎缩。09 年，公司调整了该项业务方向，将其转向启动器、过流保护和发热产品市场，占该项业务整体销售的 70%以上。我们认为，这将是原本陷入亏损的 PTC 业务获得新的生机，成为又一个增长点。

（4）激光防伪：与 RFID 结合，切入物联网产业链

华工图像的激光防伪技术原本主要针对烟草、医药、食品、日化等领域的产品定制激光防伪解决方案。近两年，公司在 RFID 上的应用开发有较大突破，已经形成铁路车号自动识别系统、出入口管制、医药管理、图书馆管理、仓储物流管理等 RFID 系列解决方案。

我们预计，防伪标签业务未来应仍能保持 15-20%的自然增长。而 RFID 业务的拓展，将使公司的业务规模有大的飞跃。短期内，铁路车号自动识别系统将率先带来大订单，“放心肉”工程预计也能有所斩获。

综合来看，我们最看好光电转换器件发展做大的前景，而激光设备业务由于原来基础好，未来成为 10 亿以上业务单元的确定性也比较高。激光防伪和热敏电阻业务都有很好的发展机遇，我们对其发展做大的前景持谨慎乐观。

□ 新的激励措施有助于提高管理层积极性和执行力

从突出四大主营战略、大客户战略、产品高端化战略来看，对公司董事长马新强的战略制定水平，我们认为可以给予很高的评价。不过，公司是华中科技大学的校办企业背景让我们对其管理层的执行力有一定的怀疑。

在 09 年年报中，公司也认为“仅靠目前的激励办法还不能够充分地调动公司管理人员和核心员工的积极性”，并且在“探索新的办法，比如对公司的管理层和核心人员予以持股或实施股权等激励机制，建立长效的激励机制，充分地调动公司管理人员和核心员工的积极性”。如此来看，公司今年实现股权激励的可能性非常大。我们认为这将在较大程度上解决其因体制问题带来的管理短板，管理层的积极性和执行力都会有较大程度提高。

□ 股权投资收益也是公司一大特色

公司持有华工创投 32.48%的股权，华工创投参股的两家公司：华工数控、天喻信息都即将上市。可能给公司带来 3-4 亿元潜在投资收益。华工创投另外还参股新型电机和生物医药类的优质公司，未来上市几率也很大。

另外，公司仍持股 18%的锐科激光也在上市进程中。而目前仍持有 600 多万股可流通的长江证券股权，是近期投资收益的主要来源。

我们很认可公司以股权投资的方式参与主营相关产业的投资，这样既不会分散精力，又能享受整个产业发展的果实。这些股权投资的收益也是公司的一大特色。

□ 首次给予“审慎推荐-A”的评级

在不考虑投资收益和营业外收支，我们预计公司 10、11 年 EPS 分别为 0.41、0.61 元。公司发展面向 3G、三网融合、物联网、汽车电子等高速增长产业，可以享受较高估值水平。另外，公司极有可能实行的股权激励计划，也可提升市场对公司的信心和估值。我们认为，公司存在投资机会，暂时给予其“审慎推荐-A”评级。后续，我们将会对公司各项业务进行更深入的研究，敬请关注。

表 1: 公司简要盈利预测表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1003	1207	1463	2056	2673
同比增长	38%	20%	21%	41%	30%
营业利润(百万元)	39	58	188	218	324
同比增长	-4%	46%	225%	16%	49%
净利润(百万元)	45	56	151	167	248
同比增长	38%	25%	167%	11%	49%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.28	0.41	0.61
ROE	4%	6%	10%	10%	13%

资料来源：招商证券

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，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，浙江大学电子材料学士，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

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

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

免责条款

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。