



新股投资价值分析报告

研究报告
电子行业-红外热像仪

谨慎申购

高德红外 (002414)

2010 年 7 月 5 日

股票价格

发行价格	26 元
合理价格	23.14 元
网下发行数量	1500 万股
网上发行数量	6000 万股

股本结构

总股本 (万股)	30000
流通 A 股 (万股)	7500
B 股/H 股 (万股)	0/0

重要日期

网下申购日	2010 年 7 月 5 日
网上申购日	2010 年 7 月 5 日

相关研究

电子行业分析师

邱春城

SAC 执业证书编号: S0850208110575
电话: 021-23219413
Email: qiucc@htsec.com

联系人

张孝达

电话: 021-23219697
Email: zhangxd@htsec.com

军品支撑公司领跑红外热成像市场

公司是国内领先的红外热像仪厂商,销售国内外市场并重,市场侧重军品,综合毛利率水平较高,募投项目达产后公司产能将得到实质性扩张,公司长期将有明显成长性,但是具体年度成长性仍然难以把握,公司发行价比较高,建议谨慎申购。

主要财务数据及预测

	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	-9.08	25.00	15.00	15.00
净利润增长率 (%)	11.55	51.36	21.01	12.05
毛利率 (%)	61.00	60.00	57.00	56.00
每股收益 (元)	0.44	0.66	0.80	0.90

资料来源:招股说明书,海通证券研究所

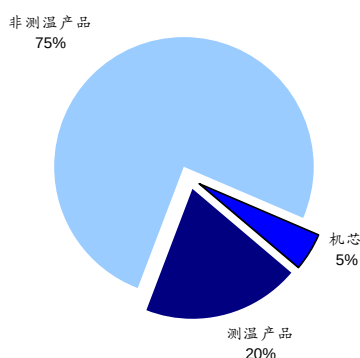
- **产品发展的三个层次。**红外热像仪相关产品分为三个层次,机芯、光学加机芯、系统。公司并不仅仅生产是机芯,更多的是整机和系统,未来发展方向是系统。
- **行业地位和竞争。**2007-2008 年,公司测温类红外热像仪销售额连续两年均居全球第四,是全球排名最前的中国厂商。
- **主营产品和应用。**公司主营业务收入主要来自于红外热像仪整机的销售,机芯销售收入占比比较低,09 年 1-6 月整机销售在主营业务收入中占比为 97.17%。根据 2010 年 05 月 07 日中国证券报对公司高管采访报道可知,公司在红外光电行业中率先进入军品领域,先发优势决定了行业领跑者的地位,红外热像仪整机包括测温类与非测温类两种,非测温类产品在 08 年、09 年 1-6 月分别占整机产品销售收入中的 79.31%、72.21%,显示市场应用和一般企业的差异之处。
- **收入和利润。**2007 年-2008 年,公司营业收入增长率分别为 62.10%和 29.23%,2009 年上半年为营业收入为 1.75 亿;2007 年-2008 年净利润分别为 1.05 亿和 1.17 亿,增长率为 26.97%和 12.25%。
- **毛利率。**2007 年、2008 年以及 2009 年 1-6 月公司综合毛利率分别为 51.46%、51.72%和 61.21%,高于同行业可比公司。
- **募投项目分析。**IPO 募集投资红外热像仪产业化基地项目、红外光学加工中心项目、研发与实验中心项目等 3 个项目,其中红外热像仪产业化基地项目建成达产后,公司红外热像仪年生产能力将由 3500 台增加至 8450 台套。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.66 元、0.80 元、0.90 元,给予 2010 年 35 × PE,对应股价在 23.14 元左右,建议谨慎申购。

1. 国内领先的红外热像仪企业

公司从事红外热像仪产品的研发、生产、销售，是红外热成像领域具有国际竞争力的本土企业之一。产品涵盖测温类和非测温类、制冷型和非制冷型等大类，广泛应用于电力、安全监控、医疗检疫等领域，是国内产销规模、销售收入排名居前并已完成全球布局的领导厂商。2007-2008 年，公司测温类红外热像仪销售额连续两年均居全球第四，是全球排名最前的中国厂商。公司也是国内较早取得军工产品质量体系认证和武器装备科研生产许可的专业红外热像仪厂商。

公司主营业务收入主要来自于红外热像仪整机的销售，09 年 1-6 月红外热像仪整机销售在主营业务收入中占比为 97.17%，08 年为 95.38%；其他收入来源于机芯销售。红外热像仪整机包括测温类与非测温类两种。非测温类产品在 08 年、09 年 1-6 月分别占整机产品销售收入中的 79.31%、72.21%，是整机销售收入的主要组成部分。

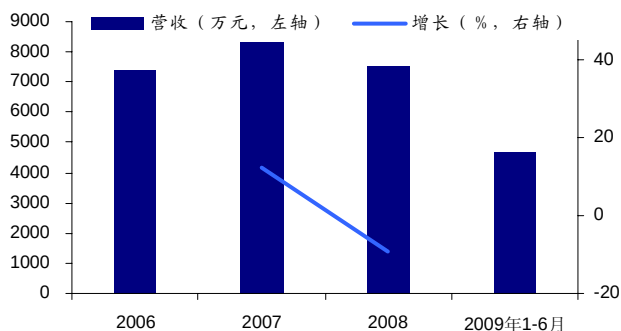
图 1 高德红外营业收入构成 (2008 年)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

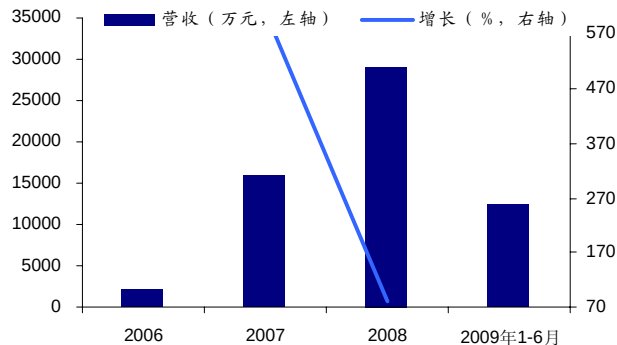
2006 年度至 2008 年度，公司营业收入分别为 18049.27 万元、28592.10 万元、38391.04 万元，年均复合增长率达 45.8%。其中，测温类整机产品保持相对稳定，2006 年-2008 年测温类红外热像仪产品销售收入的持续增长主要得益于预防维护类产品在海外市场的持续热销；2009 年 1-6 月测温类红外热像仪产品销售收入主要来源于检验检疫类产品。另外 2008 年测温产品销售收入较 2007 年略有下降，主要系当年交货的非测温产品订单金额较大，公司适当倾斜了生产资源，影响了测温产品的销售。

图 2 测温类整机营收及增长情况 (2006-2009)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 3 非测温类整机营收及增长情况 (2006-2009)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

非测温类红外热像仪产品销售收入 2007 年以来已成为公司主要的收入来源。公司非测温整机产品中的研发样机型号日益丰富，且由于功能优异而能够较好满足客户需求预期，已逐步开始获取市场订单，2007 年、2008 年非测温整机中的便携观察类和政府安全类整机销售收入先后取得突破性增长。

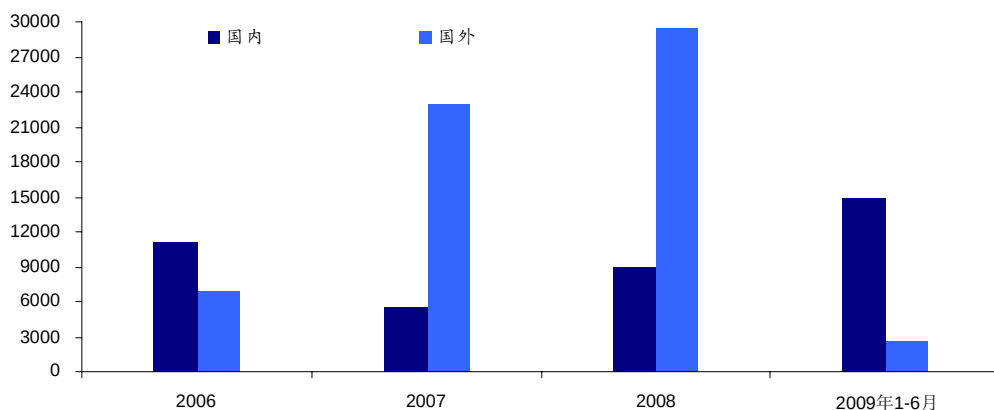
机芯销售主要为满足部分客户系统集成、相关军工科研院所生产、研究需要，目前生产实用型、超小型、智能型、增强型、超强型、分离式等多个系列的机芯。

2. 产品销售更侧重于国外市场，国内、外收入波动较大

相较于国内市场，红外热成像产品的海外市场更为成熟，产品群发达程度更高、应用市场更广阔、消费能力更强，在市场容量数十倍于国内的海外市场占据一定市场份额是公司差异化营销的重点。2007 年-2008 年公司主营业务收入以外销为主，分别占当年销售收入的 80.63%、76.93%，其中非测温产品外销收入占当年销售收入的 54.12%和 63.18%，主要是非测温整机产品中的便携观察类和政府安全类产品凭借多项技术性能优势和高性价比在海外市场取得销售突破。

2009 年 1-6 月公司主营业务收入以内销为主，公司响应国家质检总局为防控国内甲型 H1N1 流感疫情于 5 月发出的紧急邀标，向全国 28 个省域快速供应红外体温检测仪产品和红外热成像自动搜索测温系统等检验检疫类产品，同期公司获取了高端非测温类红外热像仪系统产品的国内订单，占用了公司较多设备、人员资源投入，影响了 2009 年度海外非测温类红外热像仪整机和其他商用产品的生产安排。

图 4 高德红外分地区收入情况（2006 年-2009 年 1-6 月）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

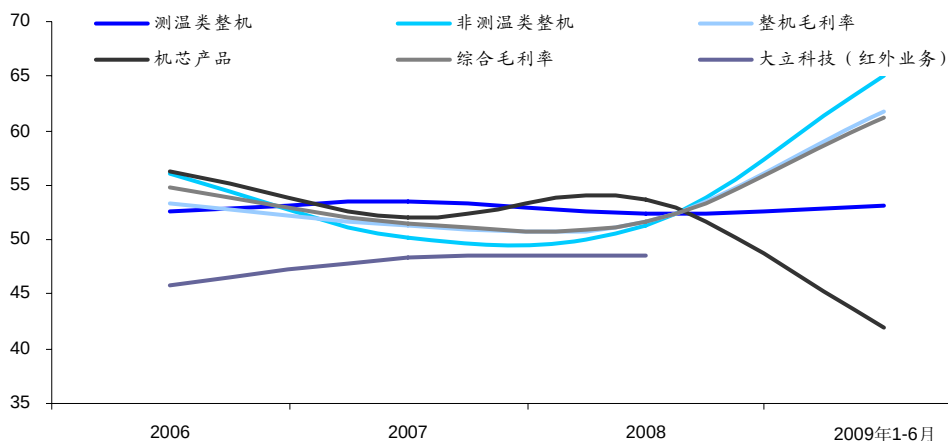
公司作为武器装备科研生产许可单位，需根据国家任务或订单安排相关产品的研发和生产，在目前产能有限的前提下，必须在优先完成政府装备项目后才能满足其他客户的供货需求。因此，在公司产能未得到明显扩张的一段时期内，公司产品的内外销比例受当年承担国家任务或订单的规模大小的影响。

3. 毛利率水平稳定在较高水平

2006-2009 年上半年，公司产品综合毛利率始终保持在 51%以上，略高于大立科技红外业务。主要是因为公司规模优势以及创新能力的体现。其中测温类整机的毛利率保持稳定；而非测温类产品毛利率波动较为明显，综合毛利率的波动主要是非测温类产品毛利率的变动引起的。

2006 年国内销售的非测温类产品主要是定制化机芯产品，毛利率平均高达 56.80%；2009 年 1-6 月国内销售的非测温类产品为高端红外热像仪系统产品，毛利率水平约 67%。2007 年、2008 年产品综合毛利率相对较低但较稳定，主要是因为 2007 年、2008 年销售的非测温类产品主要为便携观察类和政府安全类一般整机产品，毛利率水平低于高端红外热像仪系统产品，同时由于以外销为主，受人民币升值影响导致折算后的人民币单价下降，因此综合毛利率水平低于 2006 年和 2009 年 1-6 月。

图 5 高德红外主要产品及大立科技红外业务毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 未来应用前景广阔

红外市场正处在快速增长期，产品应用领域随着市场对红外热像仪认知程度的不断提高而拓展，房顶检测、房屋潮湿检测、建筑节能检测、船舶检测、车载夜视、医疗等新兴应用领域不断出现。在同一应用领域中，产品的辐射深度也得以不断拓展，如电力领域正逐步从省级电力系统向县乡级电力系统乃至电力终端用户辐射，而随着经济型红外热像仪产品市场价格逐渐下降，最终用户群也在由行业专业应用向普通消费大众辐射。

根据权威机构 Maxtech International 的预测，2009 年至 2014 年全球民用红外热像仪市场将继续保持高速稳定的增长趋势，复合年增长率将保持在 15% 的水平。至 2014 年，预计民用红外热像仪销售额将达到 61.77 亿美元。

5. 公司募投项目分析

公司本次公开发行 7500 万股，按 26 元的发行价，募集资金约 19.5 亿，投入于红外热像仪产业化基地项目、红外光学加工中心项目、研发与实验中心项目等 3 个项目。其中红外热像仪产业化基地项目建成达产后，公司红外热像仪年生产能力将增加至 8450 台套，将解决产能瓶颈问题。红外光学加工中心项目建成达产后，将形成年产 42250 片的红外光学镜片生产规模（其中定焦类红外热像仪产品用 3-4 片，非定焦类红外热像仪产品用 5-11 片，平均每台红外热像仪产品用 5-6 片）。研发与实验中心项目不独立产生销售收入，但可加大公司新技术、新产品的开发力度，为公司新产品的研发和产品性能的实验提供较强的硬件支持，改善科研现状，提升核心竞争力水平。

表 1 募投项目

项目名称	总投资 (万元)
红外热像仪产业化基地项目	31852
红外光学加工中心项目	9506
研发与实验中心项目	6102
合计	47460

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

6. 风险分析

(1) 业务快速扩张带来的经营管理风险

本次募集资金项目达产后产能达到 8450 台，资产规模、生产能力等将明显增长，同时对公司的管理模式、人力资源、市场营销、内部控制等各方面均提出挑战。

(2) 重要原材料进口采购依赖风险

公司生产所需红外焦平面探测器依赖进口，2006-2008 年采购金额分别占当年度公司采购总额的 71.49%、71.32%和 63.42%。红外焦平面探测器对境外供应商依赖度较高，如果供应商不能及时、公司可以通过国内企业采购满足，但是可能对订单交付有一定延误。

(3) 人民币升值风险

公司产品海外销售主要以美元、欧元结算，红外焦平面探测器进口以欧元结算。

7. 建议谨慎申购

我们预测 2010~2012 年，公司 EPS 分别为 0.66 元、0.80 元和 0.90 元。公司股票发行价为 26 元，对应 2010 年和 2011 年 PE 分别约为 39.33 倍和 32.50 倍。

公司所处的红外热像仪行业市场正在快速发展阶段，公司也是该行业的国内龙头企业。未来公司将充分受益于公司国内外应用市场的拓展，长期成长性可以预期，但是由于应用领域特殊，具体年度成长性仍然难以具体把握，具有不可预测性。

我们认为公司 2010 年对应 $35 \times PE$ 已经充分反映了公司的行业属性。对应公司 6 个月目标价为 23.14 元，目前 26 元发行价导致二级市场上涨空间有限，建议投资者谨慎申购。

表 2 高德红外利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	29801	38512	35016	43770	50336	57886
YoY (%)	62.10	29.23	-9.08	25.00	15.00	15.00
减: 营业成本	14905	18535	13656	17508	21644	25470
毛利	14896	19977	21360	26262	28691	32416
毛利率 (%)	49.99	51.87	61.00	60.00	57.00	56.00
主营业务税金及附加	112	214	500	219	252	289
营业费用 (销售费用)	1150	1827	1298	1313	1510	1737
营业费用/收入 (%)	3.86	4.74	4.00	3.00	3.00	3.00
管理费用	1029	2751	3475	3020	3171	3531
管理费用/收入 (%)	3.46	7.14	9.92	6.90	6.30	6.10
财务费用	178	969	900	-1900	-4754	-5054
资产减值损失	36	808	-300	300	300	300
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	12390	13408	15487	23310	28212	31613
营业外收入	31	160	34	100	100	100
减: 营业外支出	0	9	35	80	80	80
利润总额	12421	13559	15486	23330	28232	31633
减: 所得税	1957	1814	2384	3500	4235	4745
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	10463	11745	13102	19831	23997	26888
EPS (元)	0.35	0.39	0.44	0.66	0.80	0.90

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、法拉电子、超声电子、横店东磁、生益科技、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。