

大立科技(002214.sz)

2010 上半年稳定增长，焦平面探测器项目进展顺利

惠毓伦 研究员

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

邵卓 研究助理

电话: 15330229387

eMail: sz3@gf.com.cn

营业收入和净利润稳定增长

2010 上半年公司实现营业收入 9215.02 万元，同比增长 21.03%；实现营业利润 1264.30 万元，同比增长 18.22%；归属于上市公司股东的净利润 1461.83 万元，同比增长 18.29%。基本每股收益 0.15 元，同比增加 25%。

关键组件国产化将放大红外热像仪市场规模

2010 上半年公司进行了焦平面探测器的小批量试生产，初步测试结果令人满意。预计随着红外热像仪整体成本的降低，市场需求将出现成倍扩大。2011 年公司有望将千台规模的自主研制焦平面探测器投入生产，带动 2011、2012 年出现高速增长。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.703 元、1.251 元和 1.593 元，对应 2010 年、2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 45.92 倍、25.81 倍和 20.27 倍，维持“买入”的投资评级，12 个月合理目标价格 37.00 元。

风险提示

进口焦平面探测器价格下降超预期的风险；红外热像仪市场启动缓慢的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	215.06	214.22	296.61	422.99	520.60
EBITDA(百万元)	49.91	59.65	101.62	167.59	208.53
净利润(百万元)	39.14	45.30	70.34	125.13	159.34
净利润增长率	3.46%	15.73%	55.27%	77.89%	27.34%
每股收益(元)	0.391	0.453	0.703	1.251	1.593
市盈率	37.97	65.76	45.92	25.81	20.27
市净率	4.45	8.05	7.61	6.19	5.00
EV/EBITDA	29.24	50.06	31.21	19.60	14.82
每股红利(元)	0.10	0.10	0.155	0.276	0.352
股息率(%)	0.67	0.34	0.48	0.85	1.09

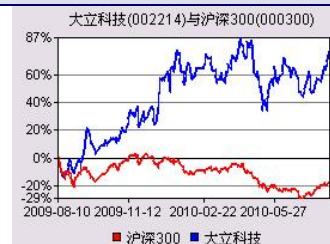
来源: 浙江大立科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	32.59
目标价格(元)	37.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.27%	16.52%	76.80%
沪深 300	10.24%	2.10%	-17.67%

股票数据

总股本(万股)	10,000.00
流通 A 股(万股)	6,160.06
主要股东:	
	庞惠民
主要股东持股比例	31.57%
流通 A 股比例	61.60%

财务比率

ROE	12.26%
ROA	10.22%
资产负债率	33.76%
每股净资产(元)	3.70

2009 年报数据。

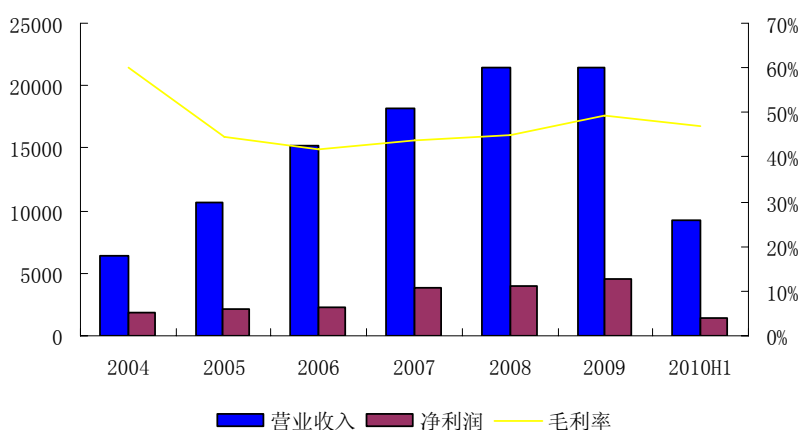
营业收入和净利润稳定增长

2010上半年，公司主营业务进展顺利。主营产品红外热像仪的关键组件焦平面探测器的自主开发取得新进展，在原有160x120分辨率产品基础上又开发出更高分辨率的品种，上半年已经开始小批量试生产，初步测试结果令人满意。数字硬盘录像机（DVR）也在去年同期较低基数上实现了较高增长，同比增长66.13%

2010上半年公司实现营业收入9215.02万元，同比增长21.03%；实现营业利润1264.30万元，同比增长18.22%；归属于上市公司股东的净利润1461.83万元，同比增长18.29%。基本每股收益0.15元，同比增加25%。

图1：营业收入和整体毛利率走势

单位：万元



数据来源：公司报表

综合毛利率保持稳定，费用率水平较高

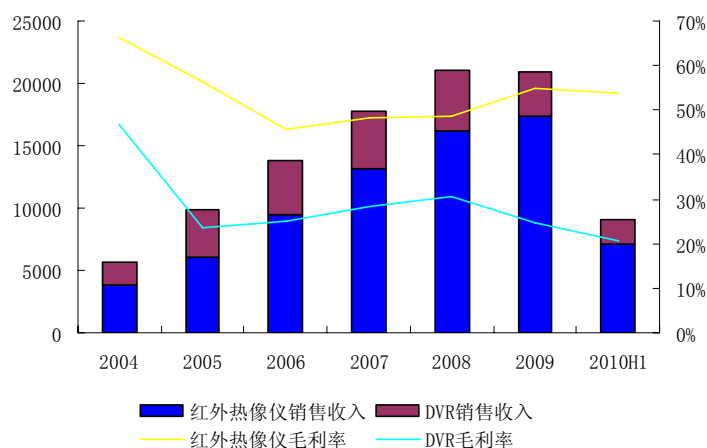
公司主营业务以红外热像仪和数字硬盘录像机为主，合计收入占上半年收入的98.93%。其中红外热像仪产品收入7132.09万元，同比增加14.56%；数字硬盘录像机（DVR）收入1898.39万元，同比增加66.13%，系在去年较低基数上的恢复性增长。

综合毛利率47%保持较为稳定的水平。其中红外热像仪的毛利率水平2006年以来保持稳定甚至略有上升，而DVR业务毛利率在08年以来不断下降，从2008年的30.74%降至2009年的24.51%，今年上半年较上年同期下降7.49个百分点至20.45%。考虑到DVR市场竞争激烈，预计该项业务毛利率将保持在较低水平。预计公司自主研发的焦平面探测器在2011年有望开始规模化投入生产，整体毛利率有望随红外热像仪成本下降而提升。

三项费用率32.14%比去年同期32.96%的水平略低，由于红外热像仪的收入确认时间主要集中在下半年特别是第四季度，因此2010全年费用率将比半年费用率有所降低。

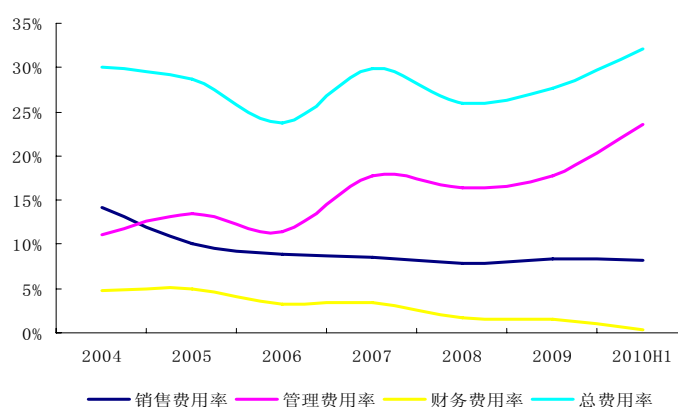
图2：上半年分产品收入和毛利率

单位：万元



数据来源：公司报表

图3：费用率走势



数据来源：公司报表

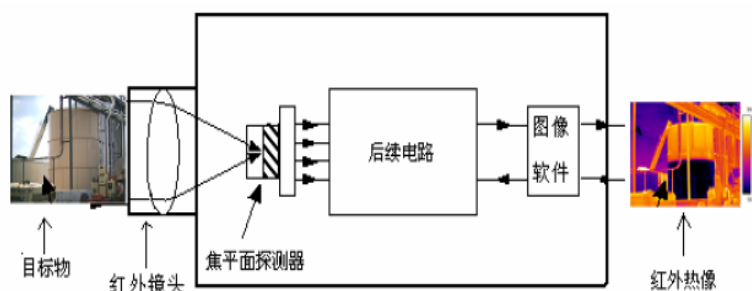
关键组件国产化将放大红外热像仪市场规模

红外热像仪在欧美军品市场有较高的普及率，最近几年随着产品平均价格的逐渐下降，民用市场也出现了加速增长。

根据Maxtech International的调查，2006年全球军用红外热像仪市场消费额达45.29亿美元，预计2011年将达到68.95亿美元。2004年-2008年，全球民用红外热像仪消费额一直保持增长。2008年全球民用红外热像仪共销售200,000台，市场销售额达28.22亿美元，同比增长33.27%。

红外热像仪的核心器件及技术主要包括：焦平面探测器、后续电路、图像处理软件等三部份，其中焦平面探测器为核心元器件。国内三家主要红外热像仪生产企业，即大立科技、高德红外与广州飒特，具有自主研发生产后续电路和图像处理软件的能力，但目前皆需进口焦平面探测器。

图4：红外热像仪的工作原理



数据来源：大立科技招股说明书

考虑到目前国内军品和民用市场普及率不高的最主要原因还是红外热像仪偏高的价格，公司自主研发的焦平面探测器项目具有重大意义。

上半年公司自主研发的焦平面探测器取得了新进展，预计2011年公司有望将千台规模的自主研发焦平面探测器投入生产，长期来看将有利于公司占领产业链的技术制高点，并获得市场竞争的主动权。预计随着红外热像仪整体成本的降低，市场需求将出现成倍扩大。

维持买入投资评级

红外热像仪产品具有良好的市场前景，考虑到国内目前偏低的产品普及率，我们认为许多IT产品由价格下降撬动市场规模迅速扩大的过程有望再次重演。根据公司在自主研发焦平面探测器上的实际进展，我们认为公司在2011、2012年有望实现高速增长。

我们预测公司2010年、2011年和2012年全面摊薄EPS分别为0.703元、1.251元和1.593元，对应2010年、2011年和2012年动态市盈率分别为45.92倍、25.81倍和20.27倍，估值优势明显。维持“买入”的投资评级，12个月合理目标价格37.00元。

风险提示

进口焦平面探测器价格下降超预期的风险

由于焦平面探测器产业化规模的扩大，进口焦平面探测器的价格在最近两年以平均10%的幅度出现下降。因此存在进口焦平面探测器价格快速下滑导致公司自主研发项目延迟实现盈亏平衡的风险。

红外热像仪市场启动缓慢的风险

红外热像仪市场以军品为主，市场开发存在一定的不确定性风险。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	123.64	61.93	4.23	145.66	
应收账款	116.70	111.74	214.04	186.91	
预付款项	8.95	13.49	14.32	18.76	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	7.16	6.75	13.08	11.32	
存货	177.83	140.88	254.16	215.84	
流动资产合计	434.27	334.77	499.83	578.50	
长期股权投资	1.07	1.07	1.07	1.07	
固定资产	80.39	110.11	112.32	109.84	
在建工程	9.65	0.00	0.00	0.00	
无形资产	14.85	18.00	20.03	18.35	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	3.65	3.65	3.65	3.65	
非流动资产合计	116.63	138.54	138.52	132.18	
资产总计	550.91	473.32	638.34	710.68	
短期借款	135.00	0.00	53.87	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	28.33	34.22	43.31	48.93	
预收款项	3.13	-0.17	4.39	0.81	
应付职工薪酬	3.74	3.74	3.74	3.74	
应交税费	9.55	9.55	9.55	9.55	
应付利息	20.72	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	9.54	9.54	9.54	
其他应付款	1.83	1.83	1.83	1.83	
流动负债合计	168.28	35.88	103.39	51.56	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	65.06	65.06	65.06	
非流动负债合计	13.03	13.03	13.03	13.03	
负债合计	181.31	48.90	116.42	64.59	
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	
资本公积	131.90	131.90	131.90	131.90	
盈余公积	48.97	105.95	196.27	332.55	
未分配利润	197.32	426.90	790.85	1340.01	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债股东权益总计	550.91	473.32	638.34	710.68	
每股净资产(元)	3.70	4.24	5.22	6.46	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	214.22	296.61	422.99	520.60	
营业成本	108.26	139.84	173.33	206.22	
营业税金及附加	1.63	2.26	3.22	3.96	
销售费用	17.89	24.50	34.93	42.99	
管理费用	38.21	48.64	63.66	78.09	
财务费用	3.19	8.13	10.15	11.39	
资产减值损失	3.01	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	
营业利润	42.07	73.24	137.70	177.94	
营业外收入	25.54	25.54	25.54	25.54	
营业外支出	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	
利润总额	51.56	82.76	147.22	187.46	
所得税费用	6.26	12.41	22.08	28.12	
净利润	45.30	70.34	125.13	159.34	
归属于母公司净利润	45.30	70.34	125.13	159.34	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
EPS(元)	0.453	0.703	1.251	1.593	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	17.90	121.50	-71.68	237.13	
投资活动现金流量	-31.36	-31.18	-11.57	-6.91	
筹资活动现金流量	-20.58	-152.02	25.56	-88.78	
现金及现金等价物净增加额	-33.71	-61.71	-57.70	141.43	
期末现金余额	123.64	61.93	4.23	145.66	
每股经营活动现金流(元)	0.18	1.21	-0.72	2.37	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-0.39%	38.46%	42.61%	23.08%	
营业利润增长率	23.26%	68.59%	88.00%	29.22%	
毛利率	49.47%	52.85%	59.02%	60.39%	
营业利润率	17.24%	20.99%	27.67%	29.05%	
净利率	21.15%	23.72%	29.58%	30.61%	
净资产收益率	12.26%	16.57%	23.98%	24.66%	
总资产收益率	9.36%	17.80%	23.17%	26.34%	
流动比率	2.58	9.33	4.83	11.22	
资产负债率	32.91%	10.33%	18.24%	9.09%	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

大立科技(002214)行情走势



相关研究报告

大立科技(002214.sz)_公司调研简报	惠毓伦	2010-02-24
大立科技 (002214.SZ) _中报点评	惠毓伦	2009-08-20
大立科技 (002214.SZ) _年报点评	惠毓伦	2009-03-27

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。