

大立科技(002214.sz)

自主研发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

自主研发焦平面探测器项目进展顺利

公司自主研发的焦平面探测器项目进展顺利: 灵敏度达到预期, 分辨率在前期 160x120 的基础上, 目前已经达到更高水平, 后续更有望进一步提升至行业主流配置分辨率水平。目前探测器的灵敏度和真空性寿命验证测试仍在进行, 2010 年将进行百片左右小规模试用, 预计 2011 年将使用千片规模的自主探测器产品。

使用规模扩大将降低探测器成本

由于焦平面探测器的直接原材料成本在总成本中比例较低, 固定成本比例较高, 因此自主研发焦平面探测器的产量决定了其平均成本: 按照 2011 年 1000 片规模使用量来估算, 自主研发探测器的成本与现行国外采购成本基本持平; 而如果自产探测器使用量上升到 2000 片, 平均成本将大幅下降。

军品和出口将成为红外热像仪业务增长点

自主知识产权的焦平面探测器研制成功将使公司在军品市场上的认可度进一步提高, 同时公司将从配套(机芯组件)为主向便携式小系统发展, 有利于提高军品业务的毛利率。与国外产品相比, 公司在工业测温用红外热像仪产品价格方面已经具备比较优势, 预计出口业务将继续保持高速增长。

DVR 业务专注于差异化产品

公司专注于和红外热像仪结合的 DVR 细分市场, 力图以差异化产品取得细分市场的竞争优势。我们预计 2010 年全年公司 DVR 业务收入同比有较大增长, 有可能恢复至 2008 年 4800 万的收入水平。

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 46 倍、26 倍和 20 倍, 维持“买入”的投资评级, 按照 2011 年 35 倍 PE, 12 个月合理目标位 43.79 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。

公司评级

买入

当前价格(元)	30.99
目标价格(元)	43.79
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	-2.29%	4.18%	52.41%
沪深 300	-1.34%	3.59%	-6.62%

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。

自主研发焦平面探测器项目进展顺利

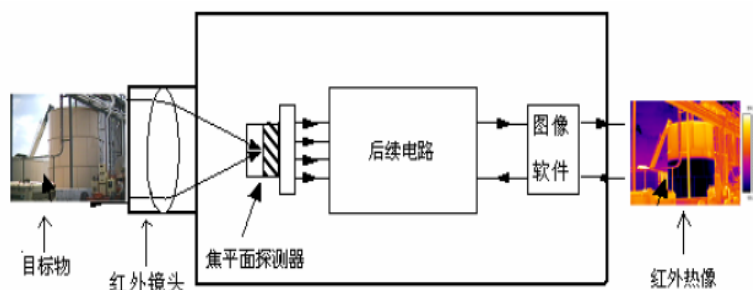
焦平面探测器是红外热像仪产品的核心部件，约占红外热像仪生产成本的70%左右。由于存在较高的技术门槛，国内红外热像生产企业的焦平面探测器一直依赖进口，主要是来自法国SOFRADIR公司及其子公司ULIS。

公司在自主研发焦平面探测器方面启动较早并处于国内领先水平，目前该项目进展顺利：灵敏度达到预期，分辨率在前期160x120的基础上，目前已经达到更高水平，后续更有望进一步提升至目前行业主流配置的分辨率水平。

现阶段市场中低端红外热像仪产品的探测器分辨率配置以160x120为主，高端产品多采用384x288分辨率的探测器。考虑到公司自主研发的焦平面探测器在分辨率精度上已经形成了从低到高的系列产品梯队，若能成功通过后续测试流程，公司将成为掌握红外热成像产品技术制高点的首家国内生产企业，对扩展军品市场和降低成本都有重要意义。

焦平面探测器的后续测试主要是对热阻传感器灵敏度衰减和系统真空密闭性的测试，需要较长时间进行寿命验证，因此2010年公司将少量自主探测器投入实际生产，到2011年自主探测器的使用规模有望扩大到一千片左右。探测器寿命验证主要考察材料、工艺的稳定性，公司各批次产品尽管分辨率不断提高但材料和工艺都保持一致，因此除第一批产品的测试周期较长外，后续批次产品的测试周期都将大为缩短。

图1：红外热像仪的工作原理



数据来源：大立科技，广发证券整理

使用规模的扩大将降低探测器成本

由于焦平面探测器的直接原材料成本在总成本中比例较低，固定成本比例较高，因此自主研发焦平面探测器的产量决定了其平均成本：按照2011年1000片规模使用量来估算，自主研发探测器的成本与现行国外采购成本基本持平；而如果自产探测器使用量上升到2000片，平均成本将大幅下降。

考虑到自主研制的焦平面探测器仍然需要一定时期的寿命测试验证和新技术产业化过程中难以避免的各种风险，我们认为公司自主研发产品对进口产品的替代将是一个循序渐进的过程，2011年的焦平面探测器成本很可

能保持基本稳定，2012年开始随着自主产品使用量的增加探测器的成本有望下降。

军品和出口将成为红外热像仪业务的增长点

根据国外市场经验军品业务占据着红外热像仪产品的大部分市场份额，相比之下国内军品市场仍然有非常大的增长空间。目前国内红外热像仪军品市场中昆明211所、中科院上海技术物理研究所等单位占据了高端产品市场，大立科技、高德红外等民营企业主要以提供配套（机芯组件）为主要销售模式，利润率相对较薄。

随着公司整体技术实力的不断提高，特别是自主知识产权焦平面探测器的研发不断取得突破，公司在军品市场上的认可度将进一步提高。公司将从提供配套产品向提供小型系统产品发展，军品将成为带动公司红外热像仪业务快速发展的增长点。

随着公司营销网络的完善和有针对性地推出具有价格优势的系列产品，出口有望成为拉动红外热像仪业务发展的另一个增长点。2009年公司出口收入1013万，2010H1已经达到1408万，我们预计2010年下半年出口将继续保持高速增长。

国内民品方面整体上仍处于市场培育阶段，我们预计短期内将保持较为稳定的增长趋势，但消防、煤炭等行业已经出现了快速发展的势头。出于对“以人为本”理念的贯彻，国家消防政策已经由灭火优先向救人优先转变，受此影响消防用手持式红外热像仪市场目前成长迅速，将成为拉动民品市场的重要行业应用领域。

DVR业务专注于差异化产品

DVR产品在公司收入中占比较小，由于红外热像仪业务是公司的经营重点，因此对于DVR业务公司更专注于和红外热像仪结合的细分市场，力图以差异化产品取得细分市场的竞争优势。公司DVR业务收入在2009年降低24.99%后2010上半年实现了同比大幅增加，我们预计2010全年公司DVR业务收入有望恢复至2008年4800万的收入水平。

维持“买入”投资评级

与海外市场的普及程度相比国内红外热像仪行业仍处于启动期，具有良好的市场前景，伴随着产品价格的不断下降国内市场规模有望进一步加速扩大。考虑到公司在技术研发领域的领先地位，我们认为公司具备长期投资价值。

根据我们的预测，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46倍、26倍和20倍，维持“买入”的投资评级，按照2011年35倍PE，12个月合理目标位43.79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。

红外热像仪军品市场启动缓慢的风险

红外热像仪军品项目流程较长，要求严格，存在进展的不确定性风险。

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)_中报点评	邵卓	2010-08-11
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

	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。