

红外设备军民两栖显身手

增持 (首次)

目标价: 21.7~22.7 元

- 公司红外热像仪产品竞争优势明显, 在军事、民用领域空间大;
- 受业绩不及预期影响股价处在较低水平, 长期看好公司投资价值。

电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5986

Email: Likunyang@hysec.com

报告摘要:

➤ **红外热像仪的应用空间广阔:** 科技含量高, 广泛应用在军用和民用领域。现代战争条件红外热像仪已在卫星、导弹、飞机等军事武器上获得了广泛的应用; 随着非制冷红外热成像技术的发展, 价格逐步降低, 红外热像仪已在电力、消防、工业、医疗、安防等领域得到广泛应用。

➤ **公司是我国红外热像仪领域的龙头企业, 未来业绩增长在于:**

募投项目扩充产能: 募投项目将于今年落实, 并在年中完成工厂搬迁, 提升公司产能, 建立公司核心产品的产业化平台;

拓展新应用领域: 挖掘潜在市场需求 (交通夜视、视频监控等), 提供基于红外技术的消费电子产品。

向产业链上游延伸: 力争在产业链上游 (主要是非制冷红外探测器等主要部件) 实现突破, 实现自给自足。

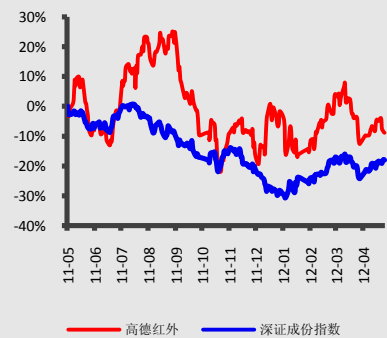
加强光电系统级产品的研发: 开发高技术含量和高附加值的综合光电系统, 尽快定型量产, 促进产业化省级。

加大市场品牌和营销力度: 通过建立现代化营销和服务体系, 提高响应速度, 推行直销模式, 提高品牌影响力和综合竞争实力。

➤ **股价刺激因素:** 行业鼓励政策出台; 新订单的获取; 红外探测器研制突破并量产等。

➤ **投资建议:** 公司在红外热像仪领域竞争优势明显。募投资金项目到位、新应用领域扩展、军品订单获得、关键部件积极研发等非常有助于提升公司业绩和估值, 产品应用的市场空间大, 具备长期投资价值。预计公司 2012/2013/2014 年的营业收入将分别达到 5.6/8.1/10.6 亿元, 净利润将分别达到 1.5/2.21/2.91 亿元, EPS 分别为 0.50/0.74/0.97 元。给予增持评级。

市场表现



基础数据

总股本 (万股)	30000
流通 A 股 (万股)	7950
总市值 (亿元)	56.67
每股净资产 (元)	8.12

市场数据

最新收盘价	18.89
最近一个月涨幅	4%
2012 年 PE	37.9
2012 年 PB	2.2

数据摘要

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	377.4	306.8	560.0	810.0	1060.0
YoY	6.7%	-18.7%	82.6%	44.6%	30.9%
毛利率	61.5%	60.5%	55.0%	55.0%	55.0%
净利润	140.0	103.4	149.5	221.0	291.4
YoY	1.6%	-26.2%	44.7%	47.8%	31.9%
净利润率	37.1%	33.7%	26.7%	27.3%	27.5%
ROE	5.7%	4.2%	5.8%	7.9%	9.4%
EPS(元/股)	0.55	0.34	0.50	0.74	0.97
P/E(x)	40.5	54.8	37.9	25.6	19.4



宏源证券
HONGYUAN SECURITIES

P/B(x)	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8
--------	-----	-----	-----	-----	-----

1. 投资建议

投资建议: 公司在红外热像仪领域竞争优势明显。募投资金项目到位、新应用领域扩展、军品订单获得、关键部件积极研发等非常有助于提升公司业绩和估值, 产品应用的市场空间大, 具备长期投资价值, 暂给予增持评级。

业绩预测与估值: 我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年的营业收入将分别达到 5.6 亿元、8.1 亿元、10.6 亿元, 净利润将分别达到 1.5 亿元、2.21 亿元、2.91 亿元, EPS 分别为 0.50/0.74/0.97 元。公司 IPO 发行价格 26 元/股, 当前股价处在破发状态。公司产品盈利能力强, 技术壁垒高, 应用空间大, 因此应获较高的相对估值。如果按照当前股价计算, 未来三年动态 PE 分别为 37.8 倍、25.6 倍、19.5 倍, 处在较合理水平。

股价刺激因素: 行业鼓励政策出台; 新订单的获取; 探测器研制突破并量产等。

2. 调研总结

红外热像仪的应用空间广阔: 公司是我国红外热像仪领域的龙头企业, 产品具有很高的科技含量, 并广泛应用在军用和民用领域。现代战争条件红外热像仪已在卫星、导弹、飞机等军事武器上获得了广泛的应用; 随着非制冷红外热成像技术的发展, 产业化带来成本的逐步降低, 红外热像仪已在电力、消防、工业、医疗、安防等领域得到广泛应用。我国红外热像仪的应用还处在起步阶段, 未来发展空间广阔。

IPO 融资带来的变化: 公司与 2010 年 7 月 5 日 IPO, 发行 7500 万股, 发行价 26 元/股, 募资 19.5 亿美元。超募资金为幸福的烦恼, 如何利用好充裕的现金并发展好公司主业值得长期关注。上市以来 2 个会计年度, 公司仍以打基础为主。虽然没有报出亮丽的利润及增速, 但随着募集资金项目到位, 研发成果转化和订单的落实, 公司即将进入业绩上升阶段。公司新址共 9 栋楼, 已经完成 7 栋, 预计 5 月份要陆续搬入, 主楼要 8 或 9 月份竣工。

公司未来增长点:

募投项目扩充产能: 募投项目将于今年落实, 并在年中完成工厂搬迁, 提升公司产能, 建立公司核心产品的产业化平台;

拓展新应用领域: 挖掘潜在市场需求 (交通夜视、视频监控等), 提供基于红外技术的消费电子产品。

向产业链上游延伸: 力争在产业链上游 (主要是非制冷红外探测器等主要部件) 实现突破, 实现自给自足。

加强光电系统级产品的研发: 开发高技术含量和高附加值的综合光电系统, 尽快定型量产, 促进产业化省级。

加大市场品牌和营销力度: 通过建立现代化营销和服务体系, 提高响应速度, 有针对性推行直销模式, 提高品牌影响力和综合竞争实力。

军工订单即将放量: 2011 年公司来自军工的订单占 70%。公司产品在我军海陆空二炮的多种军事装备上都有配套。根据去年年底公告, 公司某型号系统通过空军装备部设计

鉴定。这意味着科研阶段已经完成，2012 年进入批量生产，并对未来 2~3 年业绩带来重大贡献。

军事装备的门槛非常高。红外热像技术是一个平台性技术，夜视夜战已经成为现代战争的特点，在海、陆、空、二炮等武器装备上都有强烈需求；研制难度大，研制周期长，需要和其他系统研制充分合作。公司进入军品领域，拿到许可证还不到 5 年。公司能够获得军品订单，意味着公司已经在产品技术、稳定性、许可证等关键要素上都已经完备。

民用市场温和增长：预计 2012 年公司在民用市场上的收入将有 3 个多亿，这是一个比较稳定的市场。民用车辆红外设备不仅仅是一个夜视手段，更是一种安全配置。目前宝马 7 系等豪华车标配了被动式红外夜视系统，具有三倍于可见光大灯的视距，智能化提醒行人出现，达到提高夜间行车安全。公司认为红外车载市场一旦推广，将有一个爆发性增长。推广的时点取决于红外夜视设备单价的下降速度。临界点大概需要控制在 5000 元以内，而终端客户售价在 1 万元以内。

测温市场温和增长，公司投入精力不大。目前民用测温领域，公司与几家竞争对手（包括广州飒特、大立科技、美国 Fluke、日本 NEC）平分天下，每家 2000~3000 万的销售收入。

红外焦平面探测器的研发：公司自主研发的非制冷红外探测器(400*300 阵列)处在最后阶段，目前开始流片。公司对此一直投入非常大，利用自有资金研发，并没有一直没有对外正式披露。但会在确定成功之后公告。乐观预计 2012 年能够研发成功（80~90% 的成功概率），随后投入批量生产，预计每年几万只。只有批量生产，终端产品价格才能降下来，民用市场能打开。量增价跌是未来民用产品推广使用的必然路径。

另外，在高端制冷红外探测器领域的研制单位有：昆明物理所、电子部 11 所等。

系统级开发：公司作为红外热像仪领域的高科技企业，除了做好单个红外设备，未来广阔空间更在于系统集成。通过提供系统级应用装备，将大大提升产值、毛利率，增强竞争优势。公司在此领域虽然起步晚，但是起点高。

表 1: 公司与可比公司财务指标横向对比

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002414.sz	高德红外	40.45	34.36	9.65	4.24	51.87	60.75	61.54	60.51	30.50	38.95	37.11	33.69
002214.sz	大立科技	16.19	12.87	13.64	7.31	45.06	49.47	48.49	53.15	18.20	21.15	20.65	13.41
002371.sz	七星电子	17.72	18.70	13.72	14.04	29.34	33.85	32.56	33.40	8.52	10.27	12.06	13.67
000988.sz	华工科技	5.39	12.41	16.06	10.14	26.90	25.74	26.07	25.75	6.33	11.43	14.15	10.44
002008.sz	大族激光	9.23	0.15	17.11	22.22	42.26	37.55	40.98	39.25	10.18	1.69	14.52	17.22
300220.sz	金运激光	91.48	32.17	45.72	9.32	36.74	41.81	48.70	45.76	30.15	15.35	23.35	11.49
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002414.sz	高德红外	34.85	35.72	2.44	2.83	2.47	2.89	39.19	32.04	1.31	1.81	35.23	27.30
002214.sz	大立科技	34.93	33.76	30.92	35.46	2.53	2.50	2.81	2.42	1.58	1.49	1.55	1.26
002371.sz	七星电子	58.87	65.20	53.51	61.86	1.47	2.57	2.86	2.20	0.97	1.98	2.13	1.45
000988.sz	华工科技	51.24	42.30	44.66	30.40	1.46	1.80	1.53	2.19	0.98	1.27	1.07	1.59
002008.sz	大族激光	33.92	49.21	49.70	47.25	1.97	1.16	1.11	1.27	1.23	0.78	0.71	0.77
300220.sz	金运激光	24.08	29.66	36.68	15.26	3.84	3.24	2.62	5.45	1.63	1.78	1.66	4.24
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002414.sz	高德红外	29.23	-8.12	6.66	-18.72	12.25	17.33	1.62	-26.19	3.85	3.54	3.77	3.07
002214.sz	大立科技	18.43	-0.39	20.64	-10.70	3.46	15.73	17.77	-42.01	2.15	2.14	2.58	2.31
002371.sz	七星电子	9.16	1.36	37.94	42.67	8.46	26.65	63.47	76.32	5.80	5.87	8.10	11.56
000988.sz	华工科技	20.37	20.88	38.37	8.78	25.06	167.00	66.22	-16.03	12.07	14.63	20.24	22.02
002008.sz	大族激光	15.45	13.72	59.41	16.69	-19.54	-97.77	11,916.11	54.00	17.15	19.50	31.09	36.28
300220.sz	金运激光	33.00	30.37	46.39	22.83	718.54	-33.62	122.63	-39.54	0.60	0.78	1.14	1.40
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002414.sz	高德红外	0.92	0.62	0.61	0.42	3.17	1.68	1.14	0.73	1.17	1.38	1.40	1.03
002214.sz	大立科技	0.87	0.64	0.68	0.47	3.08	2.12	1.81	1.23	0.39	0.45	0.53	0.31
002371.sz	七星电子	2.58	2.37	2.04	1.69	4.14	3.39	4.15	4.47	0.39	0.50	0.81	1.33
000988.sz	华工科技	2.11	1.97	2.34	2.44	2.74	2.67	3.02	3.09	0.56	1.51	2.51	2.11
002008.sz	大族激光	1.32	1.45	1.93	1.81	3.13	3.15	3.82	3.52	1.35	0.03	3.76	5.79
300220.sz	金运激光	1.77	1.88	1.75	1.53	19.30	17.41	17.46	17.30	0.18	0.12	0.27	0.16

资料来源: 宏源证券研究所

表 2: 公司与可比公司相对估值水平对比

证券代码	证券简称	收盘价 2012-4-29	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	PE				PEG
					2011A	2012E	2013E	2014E	2012-4-28
002214.sz	大立科技	23.86	1.00	0.71	77.1	48.7	31.0	24.3	0.66
002371.sz	七星电子	27.90	1.52	0.44	17.7	24.8	20.2	17.3	0.89
000988.sz	华工科技	16.69	4.46	4.08	35.2	19.6	15.5	14.3	0.44
002008.sz	大族激光	7.33	10.44	9.46	13.2	12.9	11.0	9.5	0.93
300220.sz	金运激光	21.71	0.35	0.09	47.1	40.0	31.7	25.3	1.38
002414.sz	高德红外	18.89	3.00	0.80	54.8	37.8	25.6	19.5	0.62
平均			3.46	2.60	40.9	30.6	22.5	18.4	0.82

资料来源: 宏源证券研究所

单位:百万元

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	307	560	810	1060	经营活动现金流				
YoY	-19%	83%	45%	31%	净利润	103	150	221	291
营业成本	121	252	365	477	折旧与摊销	7	30	56	66
营业税金及附加	2	6	8	11	财务费用	-32	-6	-5	-4
销售费用	24	42	59	77	非经常性/非经营性损益	15	0	0	0
管理费用	59	92	126	159	营运资金的减少	-93	-323	-478	-508
EBITDA	107	198	309	402	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	-38%	85%	56%	30%	经营活动现金流净额	-1	-149	-206	-153
EBIT	100	168	253	336	投资活动现金流				
财务费用	(32)	(6)	(5)	(4)	固定资产购建	-101	-200	-60	-60
非经营性/经常性损益	(12)	0	0	0	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总额	121	174	258	340	非经常性或非经营性损益	0	0	0	0
所得税费用	17	25	37	48	非核心资产的减少	0	3	0	0
净利润	103	150	221	291	投资活动现金流量净额	-101	-207	-70	-70
YoY	-26%	45%	48%	32%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	103	150	221	291	长期借款增加	36	0	0	0
YoY	-26%	45%	48%	32%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-120	6	5	4
					筹资活动现金流量净额	-85	6	5	4
					现金及现金等价物净增加额	-186	-350	-271	-220
					现金及现金等价物期末余额	1452	1102	831	611
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
资产					盈利能力				
货币资金	1402	1102	831	611	ROE	4.2%	5.8%	7.9%	9.4%
应收款项	495	700	1013	1325	净利率	33.7%	26.7%	27.3%	27.5%
预付款项	40	89	123	164	毛利率	60.5%	55.0%	55.0%	55.0%
存货	336	444	617	821	营业费用率	7.7%	7.5%	7.3%	7.3%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	19.3%	16.5%	15.5%	15.0%
流动资产合计	2273	2334	2584	2922	财务费用率	-10.5%	-1.1%	-0.6%	-0.3%
固定资产	60	242	275	287	资本结构				
在建工程	115	107	84	72	资产负债率	2.8%	4.0%	5.1%	6.1%
无形资产	47	52	57	61	权益乘数	1.03	1.06	1.07	1.08
非核心资产	8	5	5	5	流动资产/总资产	90.8%	85.2%	86.0%	87.3%
非流动资产合计	230	407	421	425	流动负债/总负债	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
资产总计	2503	2741	3005	3347	偿债能力				
负债					流动比率	32.03	21.26	16.91	14.41
短期借款	0	0	0	0	速动比率	27.30	17.22	12.87	10.36
应付款项	66	100	139	185	产权比率	0.03	0.04	0.05	0.07
预收款项	5	9	13	17	归属母公司股东权益/负债	34.28	23.51	18.34	15.26
其他应付款	1	1	1	1	营运能力				
其他流动负债	0	0	0	0	存货周转率	0.42	0.65	0.69	0.66
流动负债合计	71	110	153	203	应收账款周转率	0.64	0.94	0.95	0.91
长期借款	0	0	0	0	流动资产周转率	0.13	0.24	0.33	0.39
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	5.18	3.70	3.13	3.77
其他非流动负债	0	0	0	0	总资产周转率	0.12	0.21	0.28	0.33
非流动负债合计	0	0	0	0	每股和估值指标				
负债合计	71	110	153	203	EPS(元)	0.34	0.50	0.74	0.97
股本	300	300	300	300	BPS(元)	8.11	8.61	9.34	10.31
资本公积金	1787	1787	1787	1787	P/E(x)	54.83	37.90	25.64	19.45
留存收益	345	494	715	1007	P/B(x)	2.33	2.20	2.02	1.83
归属母公司股东权益	2432	2582	2803	3094					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2432	2582	2803	3094					
负债和股东权益合计	2503	2691	2955	3297					

分析师简介:
李坤阳

宏源证券研究所电子行业研究员，清华大学工学硕士，4年证券分析从业经验，2010年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。