

日期: 2016年5月30日

行业: 计算机、通信和其他电子设备制



朱立民

021-53686160



zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 22.50 元  
上市合理定价 RMB 94.20~113.04 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量 (万股) 3000  
发行后总股本 (万股) 12000  
发行数量占发行后总股本 25%  
发行方式 网上定价发行  
网下询价配售 西南证券  
保荐机构

#### 主要股东 (IPO 前)

华中光电所 (SS) 81%  
派鑫科贸 19%

#### 收入结构 (2015 年)

红外热像仪 84.85%  
激光测距仪 14.09%  
贸易及其他 1.06%

报告编号: ZLM16-NSP01

首次报告日期: 2016年5月30日

## 集红外成像、激光测距、光学等 高新技术为一体

### ■ 投资要点:

#### 公司所处行业为计算机、通信和其他电子设备制造业

公司是一家专门从事红外热像仪、激光测距仪等产品研发、生产与销售的高新技术企业。

#### 募投项目

##### 1) 红外与信息激光产业园建设项目

项目建成投产后,公司红外热像仪产品年生产能力将增加 1,800 台套,激光测距仪产品年生产能力增加 600 台套,达产后预计可新增销售收入 55,907.51 万元。

项目建设期 2 年。第 3 年生产能力达到生产目标的 70%,第 4 年为达到产能的 100%。公司公告 2015 年末项目工程进度 39.35%。

项目的经济效益分析:项目达产后新增销售收入 55,907.51 万元,年均新增利润总额 12,075.00 万元,项目投资回收期为 7.50 年。

#### 盈利预测

预计募投项目的建设进度,初步预计 2016-2018 年归属于母公司的净利润将实现变化-3.3%、62.7%和 16.5%,相应的稀释后每股收益为 0.97、1.57 元和 1.83 元。

#### 定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予久之洋合理的定价为 94.20 元~113.04 元,对应 2017 年每股收益的 60~72 倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	30,484	38,634	38,025	77,160	93,932
年增长率 (%)	21.1%	26.7%	-1.6%	102.9%	21.7%
归属于母公司的净利润	9,310	11,981	11,587	18,851	21,964
年增长率 (%)	18.3%	28.7%	-3.3%	62.7%	16.5%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.78	1.00	0.97	1.57	1.83

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司是一家专门从事红外热像仪、激光测距仪等产品研发、生产与销售的高新技术企业。

公司所研制的产品大致可分为三大类，一类是红外热像仪系列产品；第二类是激光测距仪系列产品；第三类是融合上述两类技术，根据用户需求定制的红外/激光组合系列产品。公司其他产品例如光学系统、红外成像组件以及激光器等产品均为上述系列产品的配套组件或重要构件。

根据中国证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，红外热像仪、激光测距仪行业属于制造业下的计算机、通信和其他电子设备制造业，行业代码为：C39。

### ● 行业前景

红外热像仪、激光测距仪行业与光学技术、微电子技术、材料技术、控制技术、信号检测和处理技术、图像处理技术、加工工艺技术、激光器技术、激光电源技术、激光信号处理技术以及相应的检测技术等多项技术领域密切相关，与上述各项技术相互依存，相互促进，并带动上述多个产业集群整体发展。

无论在技术应用领域广度上还是技术发展深度上，红外热像仪、激光测距仪行业均具有较大的发展潜力，成为当前国家重点鼓励和支持发展的高新技术行业。

从 Maxtech International《红外热像仪市场调查报告》和北京华研中商信息中心出具的《2013 年~2018 年中国激光测距仪行业深度评估及投资前景预测报告》等专业分析报告可以看出：国际军用红外热像仪及激光测距仪产品市场呈现稳定增长的态势，国际民用红外热像仪市场随着红外热像仪在各领域应用的不断扩展而呈现出快速增长的态势；与国际市场相比，国内红外热像仪及激光测距仪产品市场尚处在快速发展阶段，市场容量巨大。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

#### 1、红外热像仪产品市场的竞争格局

红外热像仪行业的竞争主体集中在美、英、法、德、日和以色列等国。其中，美国凭借其强大的科研优势保持领先，在国际军品市场占据绝对主导地位，英国、法国、日本、德国、以色列等国的相关企业在各自特定领域保持相对优势，与美国展开部分竞争。国际民用市场上，目前北美市场占据了全球 60% 以上的红外热像产品份额，欧洲和亚洲市场则正处于快速发展阶段。民用领域竞争实力最强的业内公司为美国的 FLIR 公司，该公司于 20 世纪 80 年代推出第一台民用红外热像仪，目前已成为世界上规

模最大、品种最齐全的红外热像仪产品供应商。根据 MaxtechInternational 统计，2014 年该公司占据了全球民用红外热像仪市场 40% 的市场份额，其中测温类红外热像仪领域的市场占有率高达 61%。另外，美国 DRS 公司、英国 BAE Systems 公司、美国 L-3 公司、美国 FLUKE 公司等也都是民用红外热像仪领域较强的竞争者。

国内红外热像仪产品市场竞争的参与者主要分为三类：即有对华出口的国外红外热像仪产品企业、国内科研院所及高校和国内红外热像仪产品生产企业。目前国外红外热像仪产品企业进入中国市场的主要有美国 FLIR 公司、美国 FLUKE 公司等。国内从事红外热像仪产品研制的科研院所及高校主要有华北光电技术研究所、昆明物理研究所、中国科学院上海技术物理研究所等，这些科研院所及高校主要以科研为主，从事基础性研究及科研攻关。

## 2、激光测距仪类产品行业的竞争格局

国内激光测距仪产品市场竞争的参与者主要分为两类：即国内生产企业和国内科研院所。我国的激光测距仪产品生产企业主要有久之洋公司、江苏曙光光电有限责任公司、常州第二电子仪器有限公司等。国内从事激光测距仪产品研究的科研院所主要有西南技术物理研究所、华北光电技术研究所、中原电子技术研究所和洛阳电光设备研究所等单位。

我国激光测距仪行业起步较晚，特别是民用激光测距仪应用领域还刚刚处于起步阶段，市场需求尚未得到充分释放，行业内的主要生产企业已经开始进行积极的市场培育和开拓。在国家政策鼓励及市场需求旺盛的有利因素刺激下，民用激光测距仪行业发展迅速。

## 3、公司市场竞争地位

公司是国内集红外成像、激光测距、光学等高新技术为一体的高新技术企业，多年来，公司开发研制了系列红外热像仪和激光测距仪等高技术产品，产品广泛应用于国防军事、海洋监察、维权执法、安防监控、森林防火监控、水上交通安全监管和救助、搜索救援、工业检测、检验检疫以及辅助驾驶等领域。通过这些产品的广泛应用及其树立的良好口碑，奠定了公司在市场中竞争地位。

公司具备全系列研发和生产能力，技术基础雄厚。作为同时具备红外、激光、光学技术研发和生产能力的高新技术企业，公司在红外、激光、可见光等组合光电产品方面有明显的竞争优势。除了在单个传感器方面提供优质技术和产品外，还在组合光电产品的综合性能、体积、重量以及可靠性、环境适应方面有丰富的经验，已在市场上推出性能优异的组合光电产品并得到市场好评。

同时，公司技术基础雄厚，具有较强的研发创新能力。公司针对客户的特定需求，在基础应用技术研究方面开展了红外耐高温、高温和盐雾抗腐蚀性膜系研究、不同目标背景目标红外辐射特性研究、不同应用平台抗震抗冲击研究、宽温度范围适应性研究等工作，取得了成果并应用于产品，大大提高了公司产品的环境适应能力，可满足不同环境中的各种使用要求，同时也加强了公司核心竞争力。

公司市场范围不断扩大，销售收入稳步增长。公司产品涉及红外、激光和光学，产品市场范围不断扩展，产品已覆盖探测、海洋维权、渔政、海事、安防、电力、林业、检验检疫、警用安全、渔业养殖、辅助驾驶、地理测量、采矿等领域。公司根据市场需求，通过定制不同产品提供用户试用、使用，并根据用户反馈不断改进和完善产品，为用户提供满意的产品和服务，赢得了上述领域的用户信赖，产品应用面不断扩大，为公司带来经济快速增长。近几年，公司的销售收入均保持良好的成长性，体现了公司在业界竞争地位不断提升；随着公司新产品在市场的陆续投放和用户的良好反馈，公司新产品和品牌效应将对公司带来新的增长，竞争地位优势将更为突出。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

华中光电技术研究所持有公司发行前 81% 的股份，是公司的控股股东。公司实际控制人是中国船舶重工集团，华中光电技术研究所是其下属事业单位。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	华中光电所（SS）	7,290	81.00	6,990	58.25
2	派鑫科贸	1,710	19.00	1,710	14.25
3	社保基金会	0	0.00	300	2.50
4	社会公众股	0	0.00	3,000	25.00
	合计	9,000	100.00	12,000	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2015 年		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)

2016 年 5 月 30 日

红外热像仪	32,772	84.85%	25,127	82.43%	19,925	79.21%	14,804	76.60%
激光测距仪	5,441	14.09%	4,412	14.47%	3,756	14.93%	2,227	11.52%
贸易及其他	410	1.06%	945	3.10%	1,474	5.86%	2,296	11.88%
合计	38,623	100.00%	30,484	100.00%	25,155	100.00%	19,327	100.00%

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率
营业收入	38634	26.74%	30484	21.14%	25164	
营业利润	12130	15.24%	10526	19.09%	8839	
利润总额	13833	28.03%	10804	16.72%	9256	
归属于母公司股东的净利润	11981	28.68%	9310	18.31%	7869	

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司产品产量、销量及产销率

项目	2015 年	2014 年	2013 年
产能			
红外热像仪（整机）			
激光测距仪（整机）	2,150	1,500	1,200
合计	2,150	1,500	1,200
产量			
红外热像仪（整机）	1,740	1,295	1,112
激光测距仪（整机）	560	279	170
合计	2,300	1,574	1,282
销量			
红外热像仪（整机）	1,710	1,271	1,004
激光测距仪（整机）	558	208	176
合计	2,268	1,479	1,180
产销率			
红外热像仪（整机）	98.28%	98.15%	90.29%
激光测距仪（整机）	99.64%	74.55%	103.53%
综合产销率	98.61%	93.96%	92.04%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）

设备	2015 年度	2014 年度	2013 年度	2012 年度
营业收入（万元）				
红外热像仪	32,772	25,127	19,925	14,804
激光测距仪	5,441	4,412	3,756	2,227
贸易及其他	410	945	1,474	2,296

2016 年 5 月 30 日

合计	38,623	30,484	25,155	19,327
<b>营业成本（万元）</b>				
红外热像仪	17,388	12,625	9,883	7,300
激光测距仪	2,617	2,295	2,008	1,185
贸易及其他	207	671	920	1,614
合计	20,214	15,591	12,817	10,098
<b>毛利（万元）</b>				
红外热像仪	15,384	12,502	10,041	7,504
激光测距仪	2,824	2,117	1,748	1,042
贸易及其他	203	274	554	682
合计	18,419	14,893	12,348	9,230
<b>毛利率（%）</b>				
红外热像仪	46.94	49.75	50.40	50.69
激光测距仪	51.91	47.99	46.54	46.80
贸易及其他	49.55	28.99	37.56	29.72
综合毛利率	47.68	48.86	49.07	47.75

资料来源：公司招股意向书等；

## ● 募投资项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	项目投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	红外与信息激光产业园建设项目	47,275.50	47,275.50
2	研发与实验中心项目	12,823.14	12,823.14
3	补充流动资金	12,000.00	2,627.86
	合计	72,098.64	62,726.50

资料来源：公司招股意向书

### 1) 红外与信息激光产业园建设项目

项目建成投产后，公司红外热像仪产品年生产能力将增加 1,800 台套，激光测距仪产品年生产能力增加 600 台套，达产后预计可新增销售收入 55,907.51 万元。

项目拟使用募投资金 47,275.50 万元，其中建设资金 38,241.00 万元，铺底流动资金 9,034.50 万元。

项目建设期 2 年。第 3 年生产能力达到生产目标的 70%，第 4 年为达到产能的 100%。公司公告 2015 年末项目工程进度 39.35%。

项目的经济效益分析：项目达产后新增销售收入 55,907.51 万元，年均新增利润总额 12,075.00 万元，项目投资回收期为 7.50 年。

### 三、公司财务状况及盈利预测

#### ● 业绩预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2016-2018 年归属于母公司的净利润将实现变化-3.3%、62.7%和 16.5%，相应的稀释后每股收益为 0.97、1.57 元和 1.83 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	30,484	38,634	38,025	77,160	93,932
营业总成本	19,958	26,504	26,239	56,921	70,071
营业成本	15,591	20,214	20,012	44,287	54,690
营业税金及附加	200	360	354	718	874
销售费用	750	1,017	1,001	2,030	2,472
管理费用	3,053	4,490	4,420	8,968	10,918
财务费用	293	406	399	810	986
资产减值损失	71	17	53	107	131
其他经营收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,526	12,130	11,786	20,238	23,861
加：营业外收入	286	1,702	1,702	1,702	1,702
减：营业外支出	8	-	6	6	6
利润总额	10,804	13,833	13,482	21,935	25,557
减：所得税	1,494	1,852	1,896	3,084	3,594
净利润	9,310	11,981	11,587	18,851	21,964
减：少数股东损益			0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	9,310	11,981	11,587	18,851	21,964
发行后总股本（万股）	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
<b>摊薄 EPS</b>	<b>0.78</b>	<b>1.00</b>	<b>0.97</b>	<b>1.57</b>	<b>1.83</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 四、风险因素

#### 红外探测器的供应风险及改进措施

红外探测器是公司生产主营产品红外热像仪的重要器件，报告期内，公司采购的红外探测器中，主要为进口红外探测器。由于受到出口国产业政策、国际市场供求、供应链周期等多重因素的影响，进口红外探测器存在一定的供应风险。

为此，公司已采取多项措施对该风险加以规避。其中，以加大采购国产红外探测器为主。目前，久之洋对于国产红外探测器的使用比例快速增长，2015 年公司签署的探测器采购合同中的国产探测器数量占比已经达到 61.89%。

#### 市场培育风险及改进措施

欧美国家红外热像仪及激光测距仪产品市场相对成熟，除军事领域外，在民用领域应用十分广泛，普及率较高。我国红外热像仪及激光测距仪产业起步较晚，

市场培育相对落后于欧美发达国家，新的消费市场能否有效培育和成长，都存在一定的不确定性和风险。为此，公司已着手在现有销售过程中加强对下游市场培育的力度，适当对相关技术和应用进行推广。

### 市场开拓风险及改进措施

未来红外与信息激光产品市场竞争将愈发激烈，在市场竞争中，存在一定的市场开拓风险。为此，公司将在市场开拓过程中，

预先进行更加周密的市场调研，并在该调研的基础上科学决策，力求准确地判断市场需求的走向。

### 新产品研发风险及改进措施

红外热像仪及激光测距仪行业属于光学技术、电子信息技术等多项前沿学科技术交叉的高新技术行业。市场时刻需求从业企业持续快速地推出新产品、新技术。而在实际研发过程中，由于研发创新需要一定的时间周期，因此存在新产品研发进度不能满足市场需求变化的风险。

为此，公司目前通过“研发与实验中心建设项目”，推动整合公司的研发创新资源，力求集中优势资源推动核心产品的创新研发，确保公司研制的新产品、新技术具有较强的市场竞争力。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的 2015 年业绩和 2016、2017 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2015 年平均动态市盈率为 176.1 倍，2017 年平均动态市盈率 66.0 倍；最近上市的创业板股票中，2014 年平均动态市盈率为 65.1 倍、2017 年平均动态市盈率 69.4 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
002414.SZ	高德红外	20.71	0.11	0.25	0.34	195.9	84.5	61.5	5.0
002214.SZ	大立科技	11.05	0.07	0.12	0.16	156.3	92.2	70.4	5.3
国内同行业整体平均						176.1	88.3	66.0	5.2

数据来源：Wind (5月27日最新价)

表 9： 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014	2015	2016E	2017E	2014	2015	2016E	2017E



300505.SZ	川金诺	43.10	0.44	0.45	0.54	0.62	98.7	95.4	79.1	69.9
300484.SZ	蓝海华腾	105.38	0.49	0.68	0.96	1.25	216.2	154.5	109.4	84.6
300506.SZ	名家汇	40.05	0.40	0.41	0.49	0.60	100.8	96.7	82.4	66.9
300474.SZ	景嘉微	118.00	0.62	0.67	0.87	1.20	191.7	177.1	135.8	98.3
300508.SZ	维宏股份	117.00	1.08	0.91	1.00	1.14	108.2	128.6	117.0	102.6
300509.SZ	新美星	56.94	0.55	0.62	0.73	0.83	103.0	92.0	78.5	69.0
300507.SZ	苏奥传感	84.05	1.03	1.17			81.2	71.9		
300511.SZ	雪榕生物	55.70	0.64	0.82	1.13	1.40	87.5	67.7	49.1	39.7
300510.SZ	金冠电气	49.10	0.52	0.58			94.2	85.3		
300512.SZ	中亚股份	33.12	0.93	0.99	1.16	1.37	35.8	33.4	28.7	24.2
<b>平均值</b>							<b>111.7</b>	<b>100.3</b>	<b>85.0</b>	<b>69.4</b>

资料来源: Wind; 股价以 5 月 27 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予**久之洋**合理的定价为 **94.20 元-113.04 元**, 对应 2017 年每股收益的 **60~72 倍** 市盈率。

## 分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。