

分析师： 王晓艳

执业证书编号： S0050107051185

Tel: 010-59355873

Email: weiw@chinans.com.cn

地址： 北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



大恒科技 (600288. SH)

各项业务走向顺利发展的道路

投资要点

- 1、公司各主要业务进展顺利。公司主营业务主要由三个控股子公司掌控，其中大恒集团以电脑及办公自动化设备等电子产品分销为主，预计未来其毛利率将稳步提高；中科大洋则是国内数字电视编辑播放系统领域的龙头，未来业务将实现较快平稳增长；宁波明昕主营功率半导体分离器件的封测，随着2010年和日本上市公司NIEC的全面合作完成，伴随着我国节能产业对功率器件需求的强劲势头，其未来盈利能力将会出现质的飞跃。
- 2、公司其他投资也有望进入收获期。诺安基金股权投资方面，虽然过去两年，对诺安基金的股权投资给公司带来了丰厚的现金收益，然而由于该投资一直未获证监会核准，其收益无法并表，从而该项投资收益无法合理的反映到公司利润表中，而随着该股权投资过户终止日期临近，该项投资有望于2011年获得证监会核准，从而提升公司账面利润。半导体封测公司宁波华龙股权投资方面，该公司盈利一直较为强劲，目前已经具备了上市条件，相信未来一旦上市成功，将为公司带来更佳的投资回报。
- 3、估值和风险提示。未来2年，公司各项业务逐渐转为顺利，盈利将有明显好转，预计公司10、11、12年的每股收益将分别为0.31、0.48和0.60元，鉴于目前的公司所处的电子板块的估值情况，我们认为给予公司2011年30倍的PE是合理的，对应的目标价是15元/股，首次给予“谨慎推荐”的投资评级。公司的风险主要有，经济下滑带来的各项业务盈利不达预期，以及公司金融股权的投资回报不达预期。

电子元器件

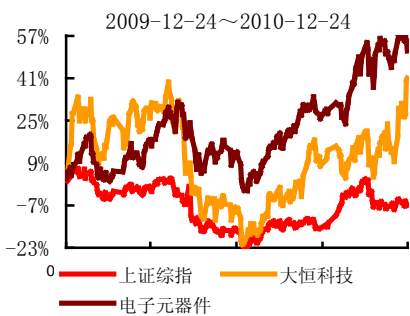
投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	15

市场数据

市价(元)	11.88
上市的流通A股(亿股)	4.37
总股本(亿股)	4.37
52周股价最高最低(元)	6.36-12.7
上证指数/深证成指	2855.22/12644.58
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3278.19	3595	3998	4558
增长率(%)	3.89	9.7	11.2	14.0
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	83.75	134	211	261
增长率(%)	-14.21	59.5	57.5	23.7
毛利率(%)	12.56	13.6	15.5	17.0
净资产收益率(%)	7.46	10.7	14.4	15.1
EPS(元)	0.19	0.31	0.48	0.60
P/E(倍)	61.96	35	23	18
P/B(倍)	0.00	3.8	3.3	2.8

来源：公司年报、民族证券

一、公司主营业务经营顺利

公司是中关村资深 IT 企业之一，原主要经营电脑及办公自动化设备等电子产品分销业务，盈利模式的核心是通过售中、售后服务实现分销渠道的产品价值增值。随着近几年来不断加大对外投资，拓展业务领域，目前正逐渐向投资控股、孵化型业务模式转型。

目前看，公司控股的大恒集团、中科大洋和宁波明昕已成为现有主营业务的中坚力量，这三个控股子公司贡献了公司主营业务 95%以上的收入。

图表 1：公司主要控股的子公司情况

序号	公司名称	持股比例	主营业务	2009 年净利润	2009 年上半年	2010 年上半年
1、	中国大恒（集团）有限公司	72.7%	IT 产品和办公自动化设备分销，激光设备和图像业务。	4153 万元	1690 万元	1841 万元
2、	北京中科大洋科技发展有限公司	56.48%	是国内数字电视编辑播放系统	3448 万元	-326 万元	-605 万元
3、	宁波明昕微电子股份有限公司	73%	可控硅、双极性晶体管、场效应管、MOSFET 等功率半导体器件封测	-1200	-446 万元	576 万元

资料来源：民族证券研发中心收集整理

从公司的业务角度出发可以发现，大恒集团主要经营的信息技术及办公自动化和光机电一体化业务，收入占比最大，2009 年和 2010 年上半年分别达到了收入比重的 79%和 78%，然而其毛利水平偏低。中科大洋的电视数字网络编辑及播放系统虽然毛利水平较高，然而收入占比偏低。而宁波明昕其半导体元器件产品毛利水平远低于同行业的平均水平，而其收入水平也反映出目前设备产能利用率仍然偏低。

图表 2：公司分业务收入和盈利情况

项目	营业收入（百万元）			毛利率（%）		
	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2010 中报	2009 年报	2009 中报
信息技术及办公自动化	994.93	2149.44	890.04	6.96	7.03	5.76
光机电一体化	201.63	422.72	189.18	12.95	11.04	12.86
半导体元器件产品	183.4	228.41	75.38	7.25	-1.77	3.47
电视数字网络编辑及播放系统	149.87	437.52	147.43	45.21	46.13	49.95

资料来源：民族证券研发中心收集整理

1、大恒集团毛利一直稳步提升

虽然大恒集团由于毛利水平偏低，盈利水平较差，但是应该注意到 07 年以来，大恒集团毛利水平确实处于加速提升的通道中，已经由 07 年 5.11% 稳步提升到了 09 年 7.03%，考虑到大恒集团全年收入高达 21 亿元，因此如果其毛利率提升 1 个百分点，将有望带来 2000 万元的净利润增长，对应约 0.05 元的每股收益，因此其毛利提升对公司业绩提高影响颇大。相信未来大恒集团的毛利水平仍然会延续上升势头，主要因为：

(1) 大恒图像高速增长

大恒图像为大恒集团旗下分公司，是图像视觉行业国内领先厂商，成立于 1991 年，主营视频图像处理设备，主要产品有以图像采集卡、工业相机和智能摄像机为主的图像设备，以及印刷质量检测系统。由于大恒图像拥有自主研发的图像视觉产品的核心技术，同时可以做到关键硬件部分国产化，因此其产品毛利较高。2010 年上半年，图像视觉产品销售收入同比增长 43%，税前利润增长 180%，预计全年收入有望超过 1.4 亿元，往年看，大恒图像的净利润率在 8% 左右，因此 2010 年其净利润有望接近 1000 万元。

大恒图像主要产品“工业在线视觉检测设备”主要应用于制造企业生产线，通过对生产线上图像的高速采集起到生产控制的作用。据介绍目前全球机器图像视觉市场规模近 100 亿美元，每年以近 9% 的速度增长，发达国家，已经普遍将机器视觉系统用于质量检测的各个方面，而国内，图像视觉行业仍为新兴行业，很多下游应用仍为空白，因此可以认为，随着我国的工业企业对产品质量的重视程度正在日益提升，市场空间广阔。由此大恒图像业务的营收未来几年将有望继续保持较高增长，而大恒图像由于毛利水平较高，因此其业务的快速增长将有利的推动大恒集团的毛利水平继续提高。

(2) 上海大陆期货将进入快速增长期

大恒集团通过 08 年出资 3100 万元收购了关联企业宁波电子信息集团持有的上海大陆期货有限公司的股权后，共持有大陆期货 49% 的股权。目前，大陆期货设有北京、大连、郑州、上海、广州和福州等 12 家营业部，同时大陆期货拥有全国各大交易所的席位，特别是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所，拥有两个以上席位，并且在各大交易所的成交量排名上名列前茅。

大陆期货 2010 年上半年营业收入虽然同比 2009 年同期增长 35%，但是为配合股指期货业务的开展，场地、人员、设备投入大幅增加，致净利润较 2009 年同期下降约 60%，对中国大恒（集团）有限公司净利贡献减少 185 万元，然而相信随着资本性开支的逐渐结束，大陆期货的利润水平将于 2011 年回升。虽然大陆期货对大恒集团盈利贡献仍然较低，但是考虑到国内股指期货成交的持续活跃，其利润未来实现快速增长可以期待，而期货公司毛利水平较高，因此大陆期货营收增长也将推动大恒集团毛利水平提高。

(3) 激光事业部整顿扭亏

大恒集团旗下的激光事业部经历了工业转民用再转回工业激光设备的弯路后，通过调整管理思路后，2010 年上半年实现扭亏。此前激光事业部主要经营激光美容仪等的民用激光设备，处于亏损局面，公司在进行了人员及产品结构调整后，将产品方向往工业激光设备转移，经营形式明显好转。相信随着激光事业部的扭亏为盈，将不会拖累大恒集团的盈利水平，对提升大恒集团的毛利有一定的贡献。而激光事业部的扭亏为盈，也将继续推动大恒集团毛利

水平提高。

2、中科大洋开展新的领域

中科大洋是国内数字电视编辑播放系统领域的龙头厂商，主营数字电视编播系统，其产品覆盖广播电视行业采、编、制、播、存、管的全流程，主要产品包括非线性编辑系统、图文制作播出系统、媒体资产管理系统、数字媒体内容管理平台等。中科大洋具有较强的软件开发和系统集成能力，拥有计算机信息系统集成一级资质，其非线性新闻制播网络系统（福建台项目）获 2001 年国家科技进步一等奖。粗略统计，其占据超过 50% 以上的国内市场份额。从中科大洋 05 年进入公司后的利润增长情况看，扣除 08 年奥运因素和 09 年金融危机，基本上保持了 20%-30% 左右的较快增长，虽然 2010 年上半年中科大洋亏损 605 万元，但是考虑到其收入和利润的确认主要集中在下半年，同时 2009 年部分暂时停顿的中标合同，其收入及利润将于 2010 年集中确认，因此我们可以推定 2010 年中科大利润仍然会保持 30% 左右的增长。由于近年来中科大洋于巩固发展电视台市场的同时，开始向积极数量庞大的影楼等民用市场拓展，因此未来中科大洋利润仍然能够保持较高的增长。

图表 3：中科大洋利润情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
净利润	2514	3056	3975	6304	3448

资料来源：民族证券研发中心收集整理

3、宁波明昕业绩反转

宁波明昕主营半导体分立器件的封测业务，为出口外向型集成电路封装企业，主要产品包括可控硅、双极性晶体管、场效应管、MOSFET 等功率半导体器件的封装业务。

宁波明昕 07 年底投入 1000 万美元（约 1 亿元人民币）收购新加坡金鹏（07 年全球半导体封装测试领域，排名第四，全球市场占有率在 7% 左右）功率半导体器件封装业务后，宁波明昕的封装生产线技术得到了一定程度的提高。宁波明昕自主开发的“明昕”牌产品获得“浙江省名牌产品”荣誉称号，企业商标被评为宁波市知名商标。然而因为新的生产线引入后，新产品市场开拓和巩固需要时间，加上 08、09 年半导体行业疲软和全球不景气，订单下滑，而人力成本及设备折旧巨大，使得盈利水平远未达预期，09 年更是亏损了 1273 万元。

虽然 2010 年，整个功率器件市场开始回暖，宁波明昕实现扭亏为盈，2010 年上半年实现净利润 576 万元，但是可以注意到由于其订单质量较低，以及产能利用率偏低，其盈利水平仍然显著低于同类公司。公司为彻底改善宁波明昕的盈利情况，打算向上游开拓，投资 2.5 亿日元（约 3000 万人民币）参股日本功率器件上市公司 NIEC（日本英达），并与其开始全面合作。根据目前公司公告情况，双方的合作进展比较顺利：

目前明昕已完成向 NIEC 注资入股 2.5 亿日元，NIEC 正将封测工序逐渐转移至明昕生产。现 NIEC 将在高雄的封测厂全套设备（原价值约 1,300 万美元）以不超过 50 万美元的价格转让给明昕，明昕在国内择地建分厂；NIEC 拟将原在日本的 6 寸芯片厂迁至中国并由明昕注资入股扩大产能。

预计和 NIEC 的合作将从三个方面提升宁波明昕的盈利能力，一方面，预计 NIEC 将向公司提供技术支持，提升宁波明昕的产品结构，NIEC 的主要产品有 IGBT、MOSFET、SCR 等功率器件与模块，主要应用于电力、生产设备、汽车、家电等领域；二方面，双方将会合作合资成立功率器件芯片厂，从而减轻公司的购进芯片成本；三方面，NIEC 将大部分具有较高毛利

水平的封测业务逐步外包给宁波明昕，并转让部分封测设备，使得在宁波明昕未来的订单有保障的情况下，产能有所提升。可以相信，考虑到目前国内节能产业的快速发展对功率器件的需求旺盛，无疑宁波明昕与NIEC的全面合作将为其带来一次质的飞跃。

二、公司其他投资也将进入收获期

公司作为投资性公司，近年来也积极向其他投资领域拓展，2007年12月8日，公司与北京中关村科学城建设股份有限公司签订股权转让协议，受让其持有的诺安基金管理公司20%股权。以诺安基金管理公司2007年10月31日账面净资产为标的，转让价格为人民币1.163亿元，由于程序及时间上的问题，此次股权转让一直没有获得证监会核准。而根据08年公司与中关村科学城签订的关于股权转让的补充协议，应于三年内完成过户手续，而到2010年，已经3年，因此2011年，诺安基金的股权转让将会得到解决。如果证监会核准转让，公司将可以按照权益法将投资收益并表，预计体现到财务报表上可能是8000万元，这较按照成本法获取4000万分红对公司盈利更具促进作用。

而直接或间接参股32.62%的封装企业宁波华龙，其盈利能力一直较强，2010年上半年就实现了1848万元的净利润，而且宁波华龙已经具备了上市条件，相信未来成功上市的可能性较大，从而为公司带来更佳的投资回报。

二、盈利预测和投资评级

盈利预测假设：

- 1) 大恒集团毛利率稳定提高；
- 2) 宁波明昕和日本上市公司NIEC合作顺利完成，并于2011年开始接收NIEC订单；
- 3) 未来两年中科大洋净利润将实现30%左右的平稳增长；
- 4) 诺安基金2011年以后，以权益法核算投资收益；

我们预计公司2010年-2012年的每股收益分别为0.31元、0.48元和0.60元，对应的动态市盈率分别为35倍、23倍和18倍，相对电子板块其他上市公司，估值水平偏低，考虑到公司各项业务均已经走向顺利发展的轨道，未来业绩将会出现明显好转，我们认为给予公司2011年30倍的PE是合理的，对应的目标价是15元/股，首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

附录：财务预测表(单位：百万元)
资产负债表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	2116	2265	2434	2643
现金	751	788	830	852
应收账款	270	296	329	375
其它应收款	95	95	95	95
存货	783	848	922	1033
其他	217	238	258	288
非流动资产	625	747	838	926
长期投资	123	136	207	287
固定资产	444	550	565	585
无形资产	26	23	20	17
其他	32	38	46	50
资产总计	2741	3012	3272	3569
流动负债	1180	1265	1269	1346
短期借款	356	535	401	265
应付账款	439	489	536	600
预收账款	213	233	279	306
其他	18	38	49	75
非流动负债	88	109	99	90
长期借款	81	102	92	83
其他	7	7	7	7
负债合计	1268	1374	1368	1436
少数股东权益	350	381	436	504
股本	437	437	437	437
资本公积及留存收益	686	820	1031	1292
负债和股东权益	2741	3012	3272	3569
现金流量表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	226	190	208	195
投资活动现金流	17	-333	-5	56
筹资活动现金流	-105	180	-165	-273
现金净增加额	138	37	42	22

利润表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3278	3595	3998	4558
营业成本	2867	3108	3378	3785
营业费用	162	182	202	238
管理费用	186	200	222	261
财务费用	25	20	25	28
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收	2	0	0	0
投资净收益	17	13	80	80
营业利润	35	98	251	326
营业外收支	85	85	45	45
利润总额	120	181	296	371
所得税	15	18	30	44
净利润	105	165	266	327
少数股东损益	22	31	55	68
归属母公司净利润	84	134	211	261
EPS (元)	0.19	0.31	0.48	0.60
主要财务比率				
	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.8%	9.7%	11.2%	14.0%
营业利润	-50%	180%	156%	27.3%
获利能力				
毛利率	12.5%	13.6%	15.5%	17.0%
净利率	2.6%	3.7%	5.3%	5.7%
ROE	7.5%	10.7%	14.4%	15.1%
每股指标(元)				
每股经营现金	0.51	0.43	0.48	0.45
每股净资产	2.56	2.88	3.36	3.96
估值比率				
P/E	58	35	23	18
P/B	4.3	3.8	3.3	2.8

分析师简介

韦玮 工学学士，经济学硕士，先后工作于天相投顾和中国民族证券等单位，主要从事电力、化纤行业上市公司证券研究

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn