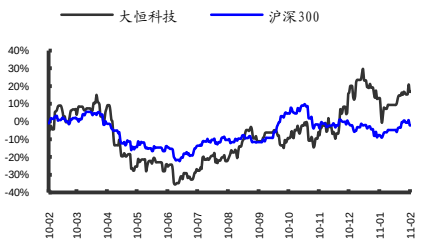
国海证券 SEALAND SECURITIES

大恒科技（600288）：高清化改造提速，快速增长期来临

系统解决方案-信息技术

首次评级：买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
大恒科技	3.2	21.6	16.7
沪深 300	6.0	-0.4	-2.2

市场数据	2011.02.22
当前价格 （元）	11.93
52 周价格区间（元）	6.36-13.38
总市值 （百万）	5211.02
流通市值 （百万）	5211.02
总股本 （万股）	43680.00
流通股 （万股）	43680.00
日均成交额（百万）	168.10
近一月换手 （%）	41.76

相关报告

分析师

蒋传宁

电话：0755-83706290

邮件：jiangcn@ghzq.com.cn

证书编号：S0350208100565

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

○ 是　　◉ 否

- 音视频解决方案迎来加速增长期，增长动力一是政策驱动，《广电总局关于促进高清电视发展的通知》促进电视台加速高清化改造进程。二是电视台间竞争加剧以及三网融合后面临来自强大的电信运营商的竞争，为提升竞争力电视台需要加快高清化改造进程。预计未来 3 年音视频解决方案将步入加速增长期，年复合增长率将超过 30%。
- 国内音视频整体解决方案呈中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特四公司寡头竞争格局。公司控股子公司中科大洋进入时间最早、技术领先，是国内音视频整体解决方案的龙头厂商。具有涵盖音视频方案采、编、播、存、管各环节的全面解决方案，特别是播控平台领先优势更为明显（占近 50%份额）。估计大洋在音视频整体解决方案的总体市场中占 35-40%份额。
- 子公司大恒集团机器眼业务随着制造业升级、生产精细控制的需要，应用将日益普及。与此同时，随着国内各大中城市财力不断加强，智能交通管理需求上升，路上摄像、交通违章智能控制的需求不断提升，公司在北京智能交通监控投资中将占一席之地，未来向异地城市扩张有较广阔的空间。
- 子公司明昕微电子的半导体封装业务与日本公司 NIEC 全面合作，承接产能转移，扩大产能的同时提升了设备和产品档次。与此同时，与 NIEC 合资在国内建立芯片厂，实现产业链向上游延伸，缓解芯片供应瓶颈。未来明昕盈利将迅速提升。
- 在收入快速增长及盈利能力上升驱动下，大洋净利将爆发性增长，加之其他业务盈利的上升，未来 2-3 年大恒科技步入快速增长期，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30、0.54、0.76 元。通过分解估值，公司的价值区间为 16.97-18.39 元。给予“买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 （百万元）	3278.2	3662.2	4162.2	4738.2
营业利润 （百万元）	34.8	114.0	319.3	474.1
净利润 （百万元）	83.8	130.2	234.4	331.0
摊薄每股收益 （元）	0.19	0.30	0.54	0.76
摊薄每股净资产（元）	3.37	3.80	4.56	5.62
加权平均 ROE （%）	5.86	8.31	12.83	14.88

公司概况

大恒科技是投资控股型公司，主营电子信息业务，各业务间关联性较小，均由控股子公司经营，分别是：电视数字网络编辑及播放系统、信息技术及办公自动化产品、半导体功率器件封装、光机电一体化产品，具体如表 1。

表 1：公司主营情况

分行业	1H 营收(百万元)	营业利润率（%）	同比增长率（%）	经营单位
光机电一体化产品	201.63	12.95	6.58	北京大恒激光设备有限公司(公司持股 51%)
信息技术及办公自动化产品	994.93	6.96	11.78	中国大恒（集团）有限公司（公司持股 72.7%）
电视数字网络编辑及播放系统	149.87	45.21	1.66	北京中科大洋科技发展股份有限公司（公司持股 56.48%）
半导体元器件	183.40	7.25	143.3	宁波明昕微电子股份有限公司（公司持股 73%）

资料来源：公司公告

音视频解决方案迎来加速增长机遇

政策驱动广播电视技术升级

2009 年 8 月 6 日，广电总局发布《广电总局关于促进高清电视发展的通知》，高清电视发展列入广电总局的重点工作，发展高清电视采取现有频道高、标清同播过渡的方式。同播时间规定：第一年节目同播率和高清播出率要高于 50%，第二年要高于 70%，力争第三年度达到全高清播出。第一、二年高清频道黄金时段应该全部播出高清节目。电视台要加快台内数字化改造，加快建设高清电视节目采集、制作、播出系统。

国内电视台高清化改造序幕从此拉开，根据通知要求，中央、省级及发达地市电视台高清化改造 2010-2012 年将进入高潮。

2009 年 9 月 28 日，中央电视台和北京、上海、江苏、湖南、黑龙江、浙江、广东、深圳等卫视台已率先开播高、标清同播。目前，国内高清化改造进程不足 20%，未来高清化改造的市场空间巨大。

根据国家广电总局发布的《我国有线电视数字化过渡时间表》，2015 年，我国将全面停播模拟电视节目。国内电视台数字化改造必须 2015 年前完成，目前国内 2000 多个电视台的数字化改造完成不足 50%，在模拟电视播出时限前电视台数字化改造甚至高清化改造势在必然，预计数

字化改造规模将超过 100 亿元。

竞争加速电视台高清化改造升级

高清的视觉信息量通常是标清的 5 倍,可为观众提供更丰富的视觉体验。基于提升竞争优势、吸引观众的需要，发达省市、财力状况较好的电视台除了在内容创新下功夫外，通过技术手段提升制播水平、提高视觉效果也是必不可少的手段，因此将率先加紧进行高清行化改造。

2010 年国务院决定加快三网融合，2013-2015 年将推动全面推动三网融合。未来综合实力雄厚的电信运营商对广电系统构成全面的竞争压力，作为相对弱小的广电系统，势必在政策保护期内不断提升内涵竞争力，包括尽快进行高清化改造。

中央电视台财力雄厚、频道数众多，新址建设和旧址改造估计规模 20 亿元以上，省级电视台高清化改造估计平均需 2-5 亿元，全国 200 多家地市电视台改造投入平均每家以 3000 万元计，全国近 300 家地市级以上电视台改造规模估计 180-200 亿元。

新媒体的发展带动音视频整体解决方案新需求

新媒体是纸媒介（报纸）、电波媒介（广播）、基于电视图像传播（电视）之后出现的基于数字技术网络媒体发展起来的一种新型媒体，即第四媒体。新媒体具有互动性、原创性和分众性，带来内容的爆炸式增长，将促进包括播控平台在内的音视频整体解决方案新的需求。

随着国家加快推进“三网融合”进展，未来网络音视频市场需求空间打开，将大大增加对电信行业、互联网行业、广电行业以及其他行业音视频整体解决方案的需求。

国内电视台 2003-2004 年开台数字化改造，2008 年（奥运高清播出）-2009 年（九个电视台高标清同播）开始高清化改造，长期来看，未来 3D 电视将成为促进电视台新一轮升级投资的动力。

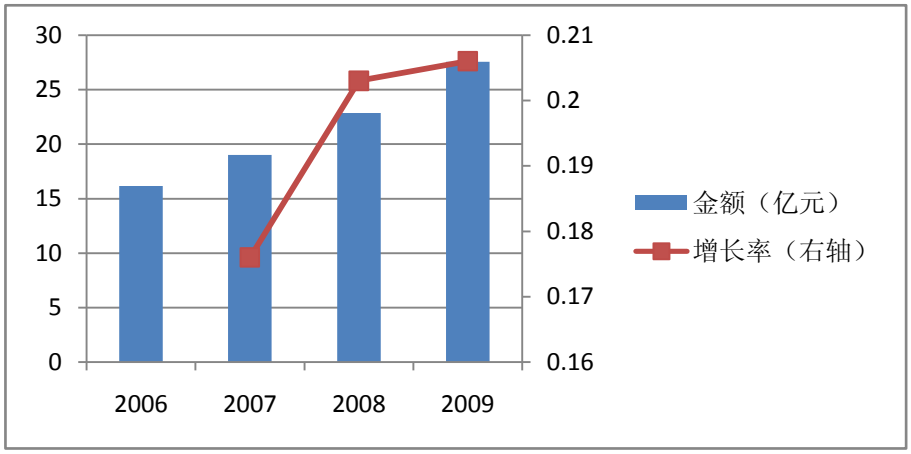
根据汉鼎数据，2007-2009 年音视频行业市场增长率 17.6-21.6%之间，在高清化改造加速、新媒体需求带动、数字化改造延续带动下，行业增长率将上升，预计未来 3 年复合增长率将提升至 30%。

表 2：政府政策

时间	政府会议、政策	内容
2009 年 8 月 6 日	广电总局关于促进高清电视发展的通知	发展高清电视列为重点，采取现有频道高、标清同播过渡的方式推进。同播的高清频道第一年度的节目同播率和高清播出率要高于 50%，第二年度要高于 70%，力争第三年度达到全高清播出。第一、二年度高清频道黄金时段（18:30-23:00）应该全部播出高清节目。电视台要加快台内数字化改造，加快建设高清电视节目采集、制作、播出系统。
2010 年 1 月 13 日	温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网广播电视网互联网三网融合	提出推进三网融合的阶段性目标：2010-2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点。2013-2015，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务，基本形成适度竞争的网络产业格局，
2003 年	国家广电总局发布《我国有线电视数字化过渡时间表》，	在 2008 年奥运会期间用高清晰度电视来为世界传送奥运会的节目。2015 年停止模拟电视播出，全面实现数字电视的全国覆盖。

资料来源：国海证券研究所

图 1：2009 年中国音视频制作、控制和管理系统行业情况



资料来源：汉鼎咨询

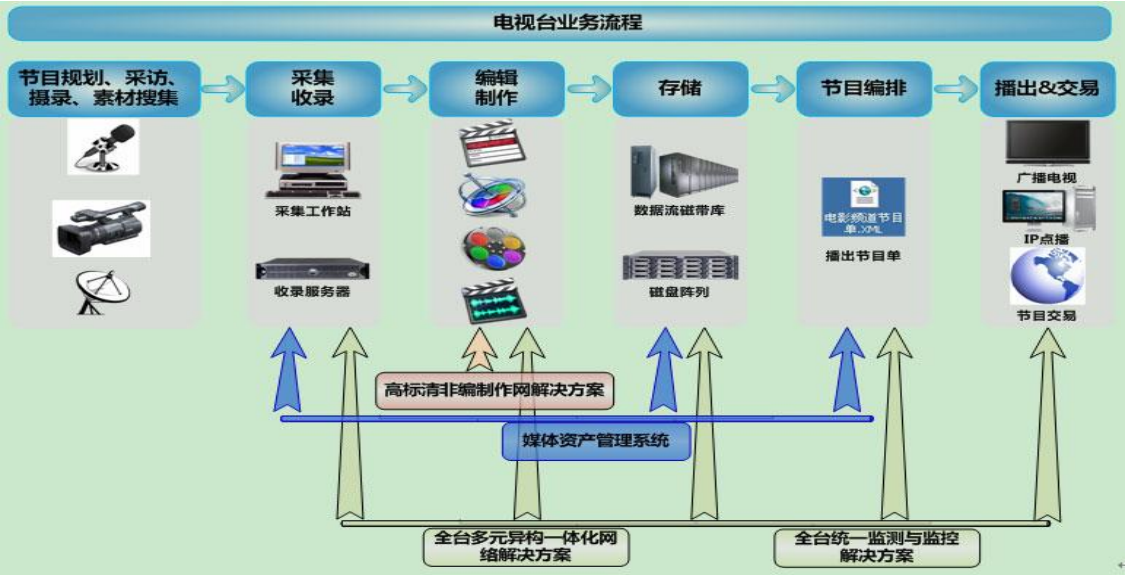
音视频整体解决方案需求增长率将快于单机

根据汉鼎数据，2009 年中国音视频制作、控制和管理系统行业市场规模为 27.55 亿元，其中整体解决方案及相关服务占据 39.9%的市场份额，单机产品占 60.1%。音视频整体解决方案包括录、编、播、存、

管 5 个环节（如图 2）。

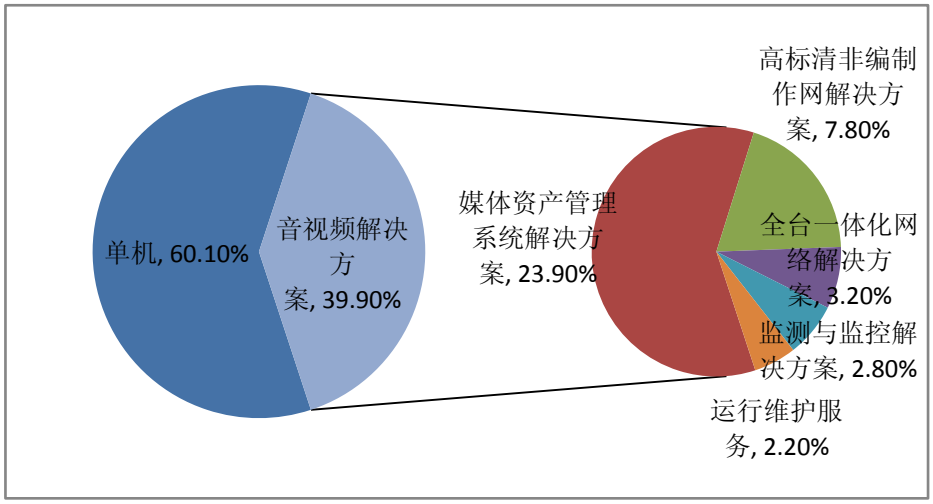
随着下游行业数字化、网络化建设的逐步深化，以及 IT 产品价格趋于下降、性能不断提升，性价比优势日益提高，IT 产品正逐步替代价格高昂的进口单机产品，行业解决方案的比重趋于提高，其未来 3 年年增长率将达 30%-40%甚至更高，包括高标清非编系统、媒资管理系统、播控系统未来均将高于行业增速而快速增长。

图 2：电视台业务流程



资料来源：国海证券研究所

图 3：2009 年音视频行业结构情况

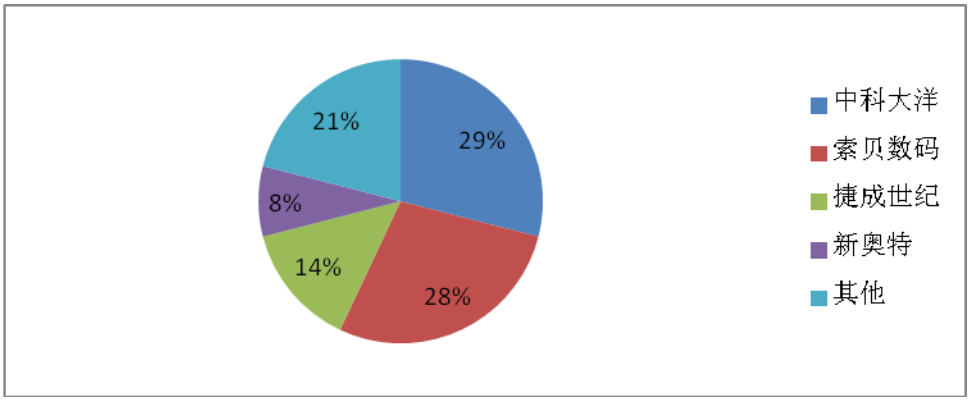


资料来源：汉鼎咨询

国内音视频解决方案领先厂商

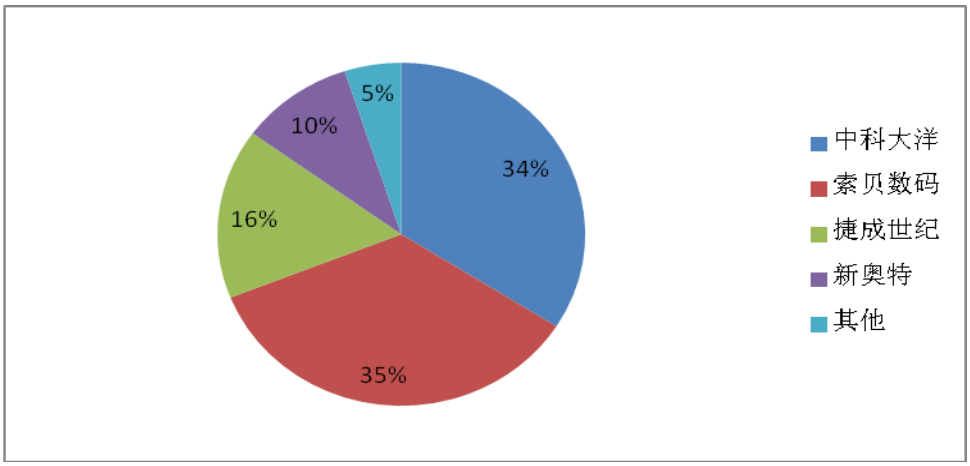
国内音视频整体解决方案呈寡头竞争格局，主要提供商是中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特。中科大洋进入时间最早、技术领先，是国内音视频整体解决方案的龙头厂商，引领行业技术潮流。具有涵盖音视频方案的采、编、播、存、管各环节的全面解决方案，在中央、省、市级电视台均拥有领先优势，特别是播控平台领先优势更为明显，目前电视台播出主要是公司和方正电子两家公司（公司领先占约一半的市场份额）。综合来看，估计大洋在音视频解决方案的总体市场份额 35-40%。

图 4：媒资管理系统系统市场份额情况



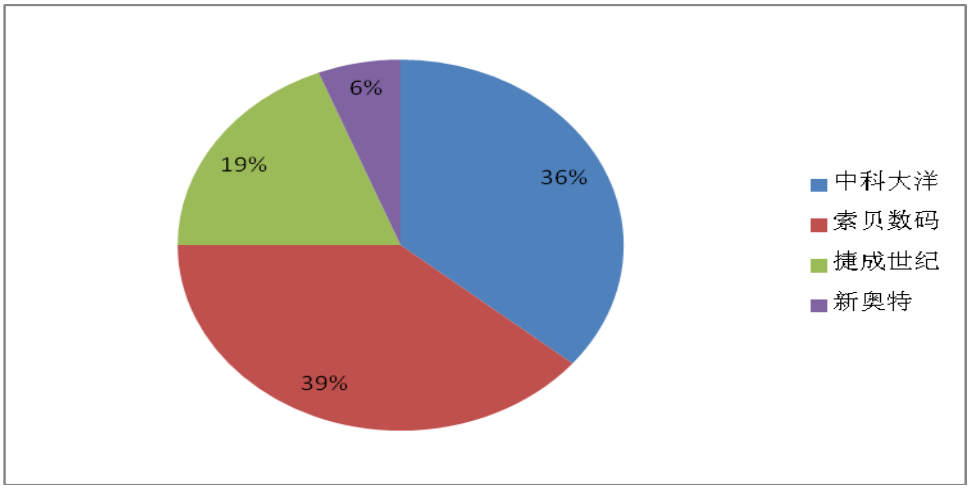
资料来源：汉鼎咨询

图 5：高标清非编制作解决方案市场份额情况



资料来源：汉鼎咨询

图 6：全台一体化网络解决方案市场份额情况



资料来源：汉鼎咨询

中科大洋步入收入、盈利能力双重上升驱动的爆发性增长期

2009 年中科大洋净利率偏低的原因在于部分中标合同(央视新址项目）暂时停顿、为提高研发能力增加员工约 15%和人力成本大幅增长。2010 年上半年，中标项目央视新址近期开始恢复实施，下半年随着销售规模上升，规模效应逐步显现，估计 2010 年公司净利率将回升至 08 年水平，2011 年随着销售规模进一步提高，净利率将上升至 20%（竞争对手捷成股份净利率略高于 20%）。

在收入年增长超过 30%，净利率趋于上升情况下，2010 年中科大洋净利润水平开始步入高速增长期。

表 3：中科大洋盈利情况及预测（万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营收	40841	43700	60306	81413	110722
净利润	6271	3449	9045.9	16283	22698
净利率	15%	8%	15%	20%	20.5%

资料来源：国海证券研究所

工业视觉和智能交通监控业务高速增长

控股子公司中国大恒（集团）有限公司（公司持股 72.7%）从事两项业务：办公自动化产品分销以及工业视觉、智能交通监控业务。

办公司自动化分销业务规模基本稳定，毛利率较低，年销售额约 20 亿元，净利润约 3000 万元。

工业视觉（机器眼）利用图像采集进行放大分析对生产流程进行精细化控制，日趋广泛的应用于工业生产，如印钞、印刷以及高端工业生产包括烟、酒制造商以及高端电子产品厂商，富士康、比亚迪、新科等大客户均已开始采用公司产品，未来随着制造业升级、生产精细控制的需要，机器眼的应用将更趋广泛。

智能交通监控：随着国内各大中城市财力不断加强，智能交通管理需求上升，路上摄像、交通违章智能控制的需求不断提升。以北京为例，2011 年将计划投资 14 亿元用于智能交通改造，包括 1800 个路口，每个路口安装 8 个，1600 辆公交车，每个车辆安装 2 个。公司 10 年开发了 500 万像素摄像头，为国产最高。作为国内领先的智能交通监控系统厂商，我们假设公司取得 1/10 份额，即可获得 1.4 亿元收入。随着公司产品示范应用，未来向异地城市扩张有较广阔的空间。

工业视觉及智能交通监控业务毛利率较高 35%，未来对大恒集团盈利增长驱动力较强。

表 4：工业视觉和智能交通监控业务情况估计

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	90	180	360	540
毛利率	35%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：国海证券研究所

半导体业务进入上升拐点

控股子公司宁波明昕微电子股份有限公司（公司持股 73%）从事半导体分立器件封装，因原产品档次低、受芯片供给不足的制约，盈利能力差（2010 年中期毛利率仅 7.25%）。

与 NIEC 合作扩大产能、提升产品档次

10 年 3 月开始与日方合作，公司半导体业务逐步从低迷中走出，步入全面上升轨道。一方面，与日本 NIEC 全面合作，明昕微电子决定向

NIEC 投资 2.5 亿日元参股 NIEC; NIEC 将其大部分产品的封测外包给明昕微电子，并转让部分封测设备。NIEC 将其在高雄 6 条生产线搬迁至大陆，使公司生产线由原 18 条上升至 24 条，并提升了设备、产品档次。

进入产业链上游芯片制造、实现一体化优势

另一方面，双方拟在国内合资建立功率器件芯片厂，在半导体芯片产能总体供不应求的背景下，NIEC 计划将其在成本居高不下的日本芯片生产线搬迁至大陆并扩大产能以满足芯片市场旺盛的需求。预计 2011 年上半年谈判能基本完成。在芯片行业依然处于景气周期的背景下，芯片投产不仅使公司产品线向产业链上游延伸，实现上下游一体化优势，产业链更加完善，公司紧张的芯片供应将得以缓解，公司封装产能进一步扩张、提升封装产品档次，实现盈利能力的全面回升。

预计 2010 年实现收入 4 亿元，净利 1600-1800 万元，2011 年净利润上升至约 3000 万元，2012 年继续增长约 30%。

其他业务

光机电产品：公司激光业务竞争地位一般、毛利率偏低，仅 12.95% ，就目前情况看，公司不会投入过多资源，未来将维持原有规模。

公司收购诺安基金 20%股权估计 2011 年能得到批准，因此我们假设 2011 年可计入权益性投资收益（原分红计为营业外收入，诺安基金管理基金规模近 500 亿元，2010 年估计净利润约 3.5 亿元）。

估值

公司未来 3 年处高速增长期，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30、0.54、0.76 元，动态 PE 分别为 40、22.2、15.7 倍。我们对公司各业务分解估值得出公司每股价值 16.97-18.39 元，现估值明显偏低，给予“买入”评级。

表 5：公司分解估值（万元）

		2008	2009	2010E	2011E	2012E	估值 1	估值 2	估值水平
中科大洋(54.48%)	营收	40841	43700	60306	81413	110722			
	净利润	6271	3449	9045.9	16283	22698	370976	432805	12 年 30-35X PE
大恒集团（72.7%）				5000	6600	8400	167937	167937	11 年 35X PE
宁波明昕（73%）				1700	3000	3900	65700	65700	11 年 30X PE
光机电业务（归属母公司净利）				450			6750	6750	10 年 15X PE
				（1H2010）					
上海大陆期货(49%)	净资产			11778			11542	11542	1H2010 2X PB
	收入			2914					
	净利润			241.75					
	公司权益	548.4	800.5	118.5					
诺安基金（20%）	净利润			35000			84000	84000	10 年 12X PE
	分红	4000	4000						
宁波华龙电子（32.62%）	净利润			3679	4230.5		34500	34500	11 年 25X PE
估值总计							741405	803234	
每股估值（元）							16.97	18.39	

资料来源：国海证券研究所

风险

除音视频业务外，其他业务的竞争优势不明显，未来盈利持续性存在不确定性。捷成上市后综合实力加强，对公司会形成一定竞争压力。

附：业绩预测

表 6：财务和估值数据摘要（百万元）

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3433.55	3155.31	3278.19	3662.15	4162.15	4738.15
增长率(%)	4.94%	-8.10%	3.89%	11.71%	13.65%	13.84%
归属母公司股东净利润	67.50	97.62	83.75	130.23	234.38	330.98
增长率(%)	31.30%	44.62%	-14.21%	55.49%	79.98%	41.21%
每股收益(EPS)	0.155	0.223	0.192	0.298	0.537	0.758
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.337	0.417	0.575	0.194	0.783	1.151
销售毛利率	10.74%	13.29%	12.56%	14.89%	17.59%	19.96%
销售净利率	3.00%	4.20%	3.22%	5.13%	7.96%	9.78%
净资产收益率(ROE)	7.27%	9.41%	7.46%	10.39%	15.75%	18.20%
投入资本回报率(ROIC)	4.40%	4.33%	1.62%	5.47%	14.09%	19.46%
市盈率(P/E)	77.20	53.38	62.22	40.01	22.23	15.74
市净率(P/B)	5.61	5.02	4.64	4.16	3.50	2.86
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：WIND，国海证券研究所

表 7：报表预测（百万元）

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3433.55	3155.31	3278.19	3662.15	4162.15	4738.15
减：营业成本	3064.85	2735.91	2866.59	3116.82	3430.22	3792.26
营业税金及附加	7.89	12.82	11.95	12.21	13.88	15.80
营业费用	131.23	148.77	161.77	183.11	208.11	236.91
管理费用	128.93	155.73	185.88	216.07	253.89	293.77
财务费用	18.87	28.83	25.00	28.27	20.56	9.82
资产减值损失	3.08	12.10	10.75	6.00	7.20	8.64
加：投资收益	13.44	13.06	16.95	15.00	91.00	93.10
公允价值变动损益	0.37	-3.43	1.62	-0.70	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	92.51	70.78	34.82	113.98	319.29	474.06

加：其他非经营损益	25.78	69.82	85.22	104.48	54.48	54.48
利润总额	118.28	140.60	120.04	218.46	373.78	528.54
减：所得税	15.30	8.17	14.56	30.62	42.42	65.32
净利润	102.98	132.43	105.49	187.84	331.36	463.22
减：少数股东损益	35.48	34.81	21.74	57.61	96.98	132.24
归属母公司股东净利润	67.50	97.62	83.75	130.23	234.38	330.98
资产负债表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	691.12	592.72	731.88	732.43	877.26	1413.14
应收和预付款项	576.78	559.09	575.63	670.00	746.50	833.13
存货	710.36	753.08	783.48	955.00	1002.75	1052.89
其他流动资产	11.07	5.58	5.71	1.50	0.50	0.00
长期股权投资	62.58	108.13	123.35	138.35	229.35	322.45
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	408.89	484.36	444.88	412.95	379.81	341.23
无形资产和开发支出	47.70	45.30	41.55	37.16	32.76	28.37
其他非流动资产	7.83	4.40	3.98	1.99	0.00	0.00
资产总计	2516.33	2552.66	2710.46	2949.37	3268.93	3991.20
短期借款	656.00	412.00	356.00	215.70	0.00	0.00
应付和预收款项	556.74	594.14	723.04	910.12	1114.02	1373.06
长期借款	1.00	151.00	81.00	81.00	81.00	81.00
其他负债	16.92	8.42	77.55	81.85	81.85	81.85
负债合计	1230.66	1165.56	1237.59	1288.67	1276.87	1535.91
股本	336.00	336.00	436.80	436.80	436.80	436.80
资本公积	251.14	262.06	163.69	163.69	163.69	163.69
留存收益	341.42	439.04	522.79	653.02	887.40	1218.38
归属母公司股东权益	928.56	1037.10	1123.29	1253.52	1487.90	1818.88
少数股东权益	357.11	350.00	349.58	407.19	504.17	636.41
股东权益合计	1285.67	1387.10	1472.87	1660.70	1992.06	2455.29
负债和股东权益合计	2516.33	2552.66	2710.46	2949.37	3268.93	3991.20
现金流量表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
经营性现金净流量	147.29	181.95	251.35	84.57	342.04	502.76
投资性现金净流量	-32.68	-112.85	16.80	52.32	7.31	6.81
筹资性现金净流量	-171.09	-157.00	-105.60	-136.34	-204.52	26.31
现金流量净额	-56.16	-87.06	162.61	0.55	144.83	535.88

资料来源：WIND，国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：　　相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

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。本报告版权归国海证券所有。