

上市公司深度报告

硬件

开始新一轮增长

大族激光主业已经出现拐点

大族激光的下游产业主要是电子制造业，由于国内外电子制造业最近开始复苏，公司的主要业务部门都感受到了这种复苏的影响。下游产业开始批量订购设备，一时间企业有点感觉突然，订单无法完成的情况也出现了。我们认为大族激光的主业已经出现了拐点，公司的打标机、焊接机和 PCB 设备都出现复苏，印刷设备本来就受影响比较小。可以说大族激光主业将进入全面复苏的阶段。

激光钻孔机成为新的蓝海

公司培育了多年的激光钻孔机即将进入收获的季节。目前激光钻孔机已经获得了用户的认可，2009 年有可能小批量交货，2010 年有可能高速增长。

激光钻孔机市场空间非常大。目前全球激光钻孔机市场大约是每年 2000 台，市场主要在中国，主要的供应商是日立和三菱，价格比较贵。

大族激光的激光钻孔机已经具备争夺市场的能力。公司的激光钻孔机在性能上已经同日立和三菱相当，但是价格只有国外产品的五分之三左右，因此具有较强的竞争力。

我们认为激光钻孔机将成为大族激光下一个业务蓝海，给公司带来新的业绩增长。

新一轮增长开始

大族激光原有业务已经开始复苏，新业务能够带来新的增长，我们认为公司即将开始新一轮增长，给予买入评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1,715.01	1,572.21	2,066.83	2,575.71
主营收入增长率	15.45%	-8.33%	31.46%	24.62%
EBITDA（百万）	145.38	25.70	174.22	274.93
EBITDA 增长率	-25.77%	-82.32%	577.90%	57.81%
净利润（百万）	135.34	73.81	249.97	360.76
净利润增长率	-19.54%	-45.46%	238.67%	44.32%
ROE	6.93%	3.67%	11.45%	14.81%
EPS（元）	0.210	0.11	0.36	0.52
P/E	44.48	88.11	26.02	18.03
P/B	3.33	3.24	2.98	2.67
EV/EBITDA	43.96	203.28	28.92	17.43

大族激光（002008）

调升

买入

董志强

dongzhiqiang@csc.com.cn
010-85130966

吕江峰

lvjiangfeng@csc.com.cn
010-010-85130795

分析日期：2009 年 08 月 10 日

当前股价：9.43 元

目标价格 6 个月：14.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
9.4/4.7	4.4/-19.7	-18.9/-44.1
12 月最高/最低价（元）		12.30/4.56
总股本（万股）		69,626
流通 A 股（万股）		69,626
总市值（亿元）		65.66
流通市值（亿元）		65.66
近 3 月日均成交量（万）		1,994
主要股东		
深圳市大族实业有限公司		18.92%

股价表现



目录

投资要件	1
关键假设	1
我们为什么与市场普遍观点不同	1
估值和目标价格	1
股价上涨的催化因素	1
投资风险	1
一、公司主业已经出现拐点	2
1、PCB 行业复苏带动 PCB 设备业回暖	2
2、打标机和焊接机情况逐月好转	3
3、激光制版和印刷设备业务保持持续增长	4
二、激光钻孔机有望成为公司新的蓝海	5
1、2009 年 PCB 行业：从低谷转向回暖	5
2、国内 PCB 设备自给率将不断提升	6
3、激光钻孔机将会成为公司进军高端 PCB 设备的排头兵	7
三、管理和费用控制有所加强	8
四、租金收入成为公司主业的重要补充	8
五、结论：业绩拐点出现开始新的增长	8
六、业绩预测	9
七、估值	9
1、相对估值法	9
2、DCF 绝对估值法	9
八、投资评价和建议	10
九、风险分析	10
十、报表预测	12
评级说明	13

图表目录:

图 1: 我国印制电路板海关出口同比增长情况	2
图 2: 我国印制电路板海关出口环比增长情况	2
图 3: Trends in the Book-to-Bill Ratio for Rigid PCBs and Flexible Circuits Combined.....	3
图 4: 苹果公司 iphone 和 ipod 的销售情况	4
图 5: NOKIA 公司移动电话的销售情况.....	4
图 6: 中国内地 CTP 保有量和增量情况	4
表 1: 2008 世界 PCB 出货 (依据 2008 汇率)	5
图 7: 台湾上市上柜 PCB 公司收入合计.....	6
图 8: PCB 设备仪器销售额占 PCB 总产值比重	7
表 2: PCB 厂商设备投资情况.....	8
表 3: 估值假设	9
表 4: 公司估值 (单位: 百万元)	10

投资要件

关键假设

公司的下游产业电子制造业能够延续目前出现的复苏状况，公司的主业进入全面复苏阶段。

公司的激光钻孔机进入批量供货阶段，产品质量能够满足用户的需求，质量稳定可靠。

公司内部管理和费用控制得到加强。

我们为什么与市场普遍观点不同

市场普遍认为大族激光的复苏要等下游产业复苏一段时间以后，但是实际上下游产业采购设备的需求已经被抑制了很长时间，大族激光复苏的时间不需要等太久。

另外市场没有看到公司新的业绩增长点，大族激光不仅是原有业务的复苏，公司还有新的业务蓝海，公司又开始了新一轮增长。

估值和目标价格

我们预测 2010 年大族激光的每股收益是 0.35 元，按 40 倍市盈率计算，目标价位是 14 元。

股价上涨的催化因素

股价上涨的催化因素主要有：

- 1、公司每个季度报告中业绩出现好转。
- 2、下游产业的经营状况出现明显好转。
- 3、大盘出现上涨

投资风险

投资风险主要有：

- 1、下游产业复苏出现反复，2010 年不能达到 2008 年上半年的水平。
- 2、激光钻孔机的质量达不到客户的要求，产品需要较长时间的改进和提高才能满足客户要求。

一、公司主业已经出现拐点

公司于7月29日发布了上半年业绩快报，在剔除售房收入所得的7700万净收益后，公司上半年亏损4912万元。依然处于艰难恢复期的全球经济对于公司的影响显而易见。但如果分季度看的话，一季度和二季度分别亏损3457万元和1455万元，公司在二季度业绩下跌幅度明显得到有效缓解。在经过对公司下游产业的分析后，我们认为大族激光主业拐点已经出现。

1、PCB行业复苏带动PCB设备业回暖

2008年全球经济快速下滑也给整个PCB行业带来了剧烈的动荡，占据全球32%市场份额，并且之前一直发展比较顺利的中国PCB产业也遭遇到了此番“寒冬”的侵袭，许多厂商纷纷限产减产甚至关门倒闭。但正当市场对PCB发展前景表示悲观的时候，从今年年初开始，在国内四万亿投资保增长以及各产业振兴规划陆续出台的刺激下，特别是家电下乡、3G出台、汽车销量的大幅增长等下游行业利好持续释放下，处于电子产业上游的PCB市场开始停止继续恶化的趋势。从图1和图2可以看出，在海关统计数据中，我国印制电路板出口的同比增长尽管依然为负数，但在一月份触及低点后开始反弹，而每月环比情况则在二月份开始出现正数。说明PCB行业已经开始好转。

从市场了解到的情况也可以得知，尽管5月以来是PCB产业淡季，但由于终端业者持续追加订单，且上游零部件缺货仍严重，面板厂纷纷选择性接单，使得面板平均价格也开始有所恢复，从而造成了面板淡季不淡，带旺PCB及相关产业。而海外市场亦然，有数据显示据，09年5月份，北美印刷电路板(PCB)订单出货比(BB值)为1.02，是近12个月以来首次超过1.0。而6月份该数据继续攀升至1.11。

根据知名研究机构Prismark预计，2009年全球PCB下降16.4%，2010年则增4.5%。在这负正转换的背后，则是今年PCB行业可预见的探底回升。从下图可以看出，PCB行业有可能在三季度见底，即同比数据降幅将逐步缩窄甚至为正。

图1：我国印制电路板海关出口同比增长情况

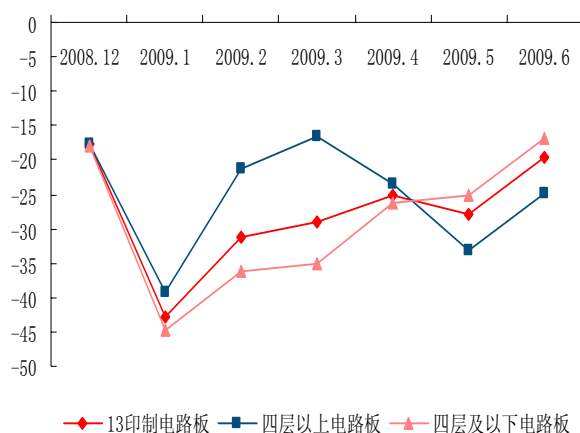
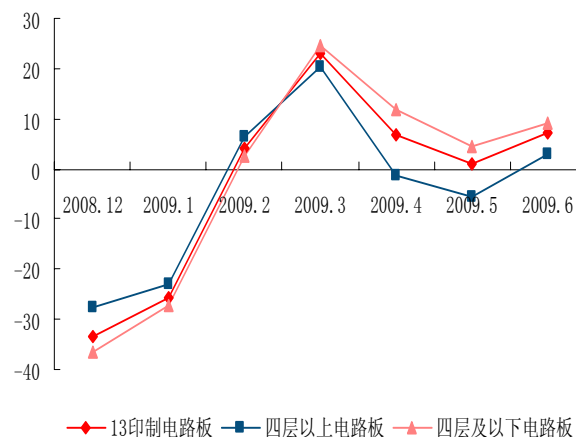
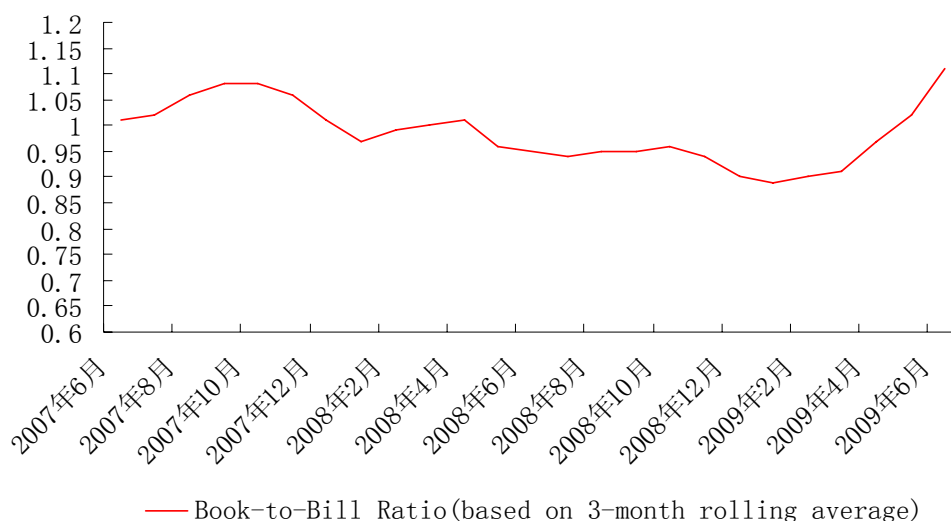


图2：我国印制电路板海关出口环比增长情况



资料来源：中国电子元器件产业网 中信建投研究发展部

图 3: Trends in the Book-to-Bill Ratio for Rigid PCBs and Flexible Circuits Combined



资料来源: IPC 中信建投研究发展部

PCB 行业的复苏当然也让 PCB 设备厂商看到了回暖的迹象。作为国内领先的激光设备制造商,大族激光也一直致力于 PCB 设备的开发和制造。其研究和制造的范围包括检测设备、曝光机、机械钻孔机和激光钻孔机等 PCB 核心设备。在 2008 年年报中,我们可以看到公司在 PCB 设备方面的营业收入为 2.32 亿元,根据印刷电路行业协会统计,按照产值计算的话,大族激光已经成为国内目前最大的本土 PCB 设备提供商,不过目前公司在 PCB 设备方面的主要业务来源是机械钻孔机,但公司也正在逐步加强自身的研发能力,以改变目前国内高端 PCB 设备被国外厂商占据的局面。如激光钻孔机、高端检测设备等。另外,公司 PCB 业务的客户结构在 2008 年实现了由小公司小企业向大公司大企业转移,这种转移为大族激光实现以上目标奠定了基础。PCB 设备业务将成为公司未来新的蓝海。我们认为公司很有希望在 3-5 年之内在 PCB 设备业务方面实现 5 至 10 个亿的收入。

2、打标机和焊接机情况逐月好转

作为大族激光主要产品的激光打标机和焊接机(2008 年占总营业收入比重为 42%),其主要面对的是各 IT 企业包括手机厂商在国内的代工商,如富士康等,公司在 IT 整个行业销售的打标机和焊接机占公司总共销售打标机和焊接机的比重超过 40%。因此从去年四季度开始受经济下滑,特别是 IT 行业大幅萎缩的影响,公司在打标机和焊接机方面出现了较大亏损。但从今年二季度开始,尽管部分代工商依然持谨慎态度,但在更加追求工艺和外观 IT 企业的带动下,公司在这方面的情况开始有所好转。

苹果公司正是这类企业之一,因此我们可以从苹果产品销量的不断攀升来侧面判断公司在这两个业务方面的基本情况。根据苹果各季度财报显示,公司 iPhone 销售收入从去年开始便逐季增加,在今年二季度便已经超过 iPod 的总收入,而 iPod 除个别季度外其他季度依然保持一个稳定增速。在销量上,今年一季度 Apple 售出 1101 万台 iPod,比去年同季度增长 3%,售出 379 万台 iPhone,比去年同季度增长 123%,iPod Touch 销量为去年同期的两倍。

大族激光在去年第四季度和今年第一季度处于最低点,目前情况有所好转。但由于公司处于产业链上游,因此有一定的后周期性质,经济的好转传导到公司还需一定时间。

图 4: 苹果公司 iPhone 和 iPod 的销售情况

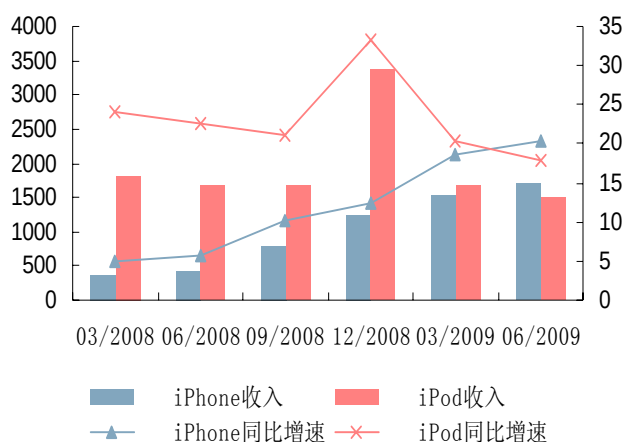
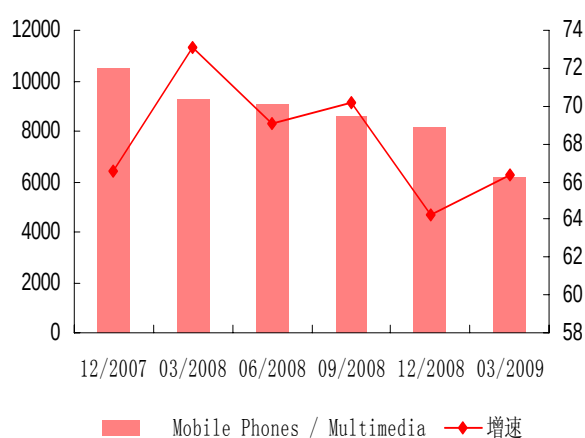


图 5: NOKIA 公司移动电话的销售情况



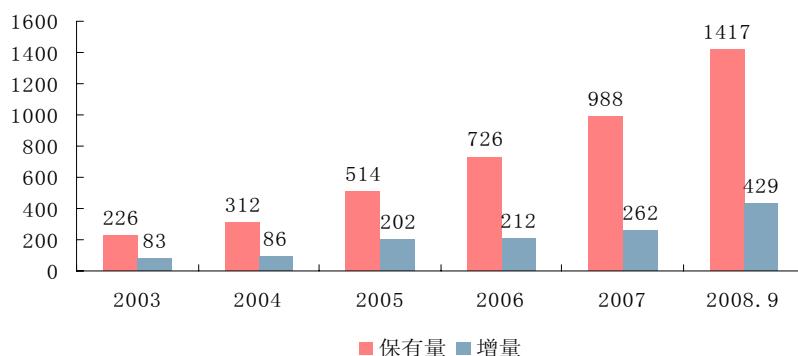
资料来源: bloomberg, 中信建投研究发展部

3、激光制版和印刷设备业务保持持续增长

激光制版系统就是应用激光和计算机等技术来加工模切压痕版。这种模版制造方法能使底板制作实现自动化。操作中,只要把待模切产品的图样、纸版厚度等参数输入电子计算机,便可控制底板制作系统,使底板按照所需模版图样在激光束下自动移动。激光制版机具有高效、低成本的优点,因此成为未来印刷行业发展趋势。而事实上,近几年在国内商业印刷企业的带动下,激光制版出现了快速增长。据“科印传媒”的调查数据统计,从 2005 年开始,内地 CTP 的年增量就保持在两百台以上,而尽管 2008 年受到经济下行影响,但截至到九月份,增量就创下新高,达到了 429 台。

另外,根据中国印刷及设备器材工业协会的统计,2008 年全年,在税则号 84423021 目录下的计算机直接制版设备,全年进口 302 台,进口金额 3642.4 万美元,占当年印前设备进口的 48.37%;同税号计算机直接制版设备出口 1,196 台,出口金额 44,13.5 万美元,占当年印前设备出口的 51.33%。可见我国的热敏 CTP 版材出口已经从百万级跃升至千万级,这也说明我国已经形成了完整的 CTP 版材生产供应体系,而且版材的质量以及达到了客户认可的水平。

图 6: 中国内地 CTP 保有量和增量情况



资料来源: 科印传媒 中信建投证券研究发展部

而在印刷设备领域，由于国内许多印刷企业在资本完成一定的积累以后，已经开始从低生产效率的单色套印向多色印刷的转型，而小型平版印刷机的商业短版彩色印刷功能得到用户的认可。随着国内超过两万家从事快速短版印刷企业更多的选择多色小型平版印刷机，一个不断快速增长的商业短版彩印市场正在形成。可以预见商业短版彩印设备的黄金季节已经来临。

2006 年 11 月公司控股投资设立辽宁大族冠华印刷科技股份有限公司，而之前营口冠华便是国内小胶印机市场中的大哥，尽管其进入多色小胶印机市场比较晚，但通过其技术优势和行业地位，其在小胶印机市场上大有后来居上之势。

大族激光正是凭借其在激光领域的领先优势，以及对于大族冠华、大族影像和大族德润在激光制版和印刷设备领域完善产业链的整合，公司在该行业中的业务收入正在快速增加。特别是去年的这场经济危机对于公司印刷设备行业影响并不大，据公司年报披露，2008 年公司在激光制版及印刷方面的业务实现销售收入 33,275.65 万元，同比增长了 55.21%。预计今年全年依然能够保持持续增长。该项业务今年能为公司带来较好利润。

二、激光钻孔机有望成为公司新的蓝海

激光钻孔机作为 PCB 产业核心设备之一，较机械钻孔机具有更好的精密度、稳定性以及更高效率，特别针对多层板，激光钻孔机应用广泛。因此随着 PCB 技术的发展，激光钻孔机的市场潜力逐步增加，而大族激光的下一个蓝海可能就是公司一直努力开发的激光钻孔机。

1、2009 年 PCB 行业：从低谷转向回暖

中国是全球重要的 PCB 产业生产国，自本世纪初以来便一直呈现快速发展态势。据中国印制电路行业协会统计，2001 年我国 PCB 行业总产值为 360 亿元，2008 年达到 1183 亿元，8 年增长了 3.3 倍。在全球 PCB 行业中，我国 PCB 行业在 3 个方面取得了第一的成绩：2006 年，我国 PCB 产值超过日本和美国，占世界产值的 32%，成为全球最大的 PCB 生产国；2008 年我国 PCB 产量达到 1.50 亿平方米，居世界第一；在全球 2430 个 PCB 企业中有 930 个中国企业，我国 PCB 企业占全球 PCB 企业总数的 38%，居世界第一。

但受全球经济危机及 2008 年全球产业调整的影响，世界 PCB 产业将在 2009 年达到低谷，据 prisma 预测，全球今年 PCB 出货总额将下降 12.3%，而中国也将下降 14.6%。今后两年，中国 PCB 产业将经历整合和结构性调整，生产厂家数量将逐步减少，中小企业向产业园区集中，产品将向高端转变。

表 1：2008 世界 PCB 出货（依据 2008 汇率）

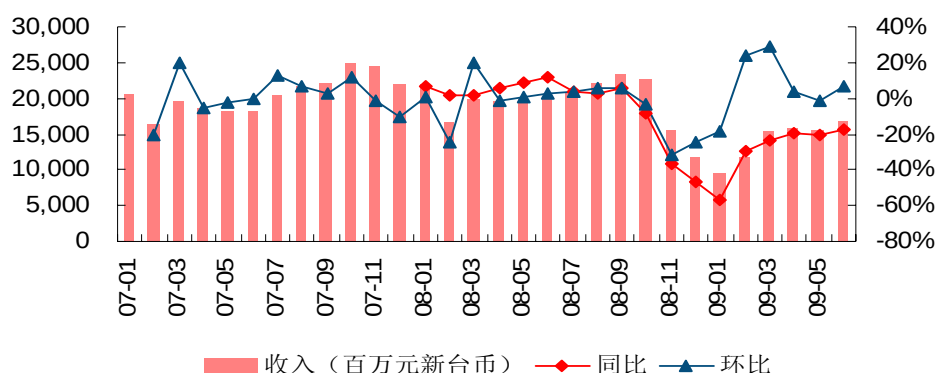
国家/地区	2007		2008 (E)		2009 (F)		2010 (F)	
	百万美元	增速	百万美元	增速	百万美元	增速	百万美元	增速
中国大陆	15200	18	17905	17.8	15624	-14.6	17432	11
日本	11513	2.5	10654	-3.2	8900	-18.5	9170	2
中国台湾	7645	4	7045	-8.5	6320	-11.5	6952	10
韩国	5576	7.3	4833	-13.3	4538	-6.5	4855	7
美国	4120	2.7	3970	-3.6	3455	-13	3642	5.4
欧洲	3510	-1	3280	-6.6	2877	-14.5	3007	4.5
亚洲其他	3375	9.6	3070	-11	2796	-9.8	3075	10

其他	554	1	535	-3.5	496	-7.8	513	3.5
合计	51493	7.8	51292	-0.4	45906	-12.3	48646	7.9

资料来源: prisma 中信建投研究发展部

但在经历 2009 年的低谷后, Prismark 认为 2010 年开始恢复。其使用多种技术手段, 认为从 1998~2013 年的 PCB 的发展趋势存在两个波谷, 前一个波谷发生在 2000-2005 年, 这是由于当时 IT 泡沫破裂, 产能过剩所致, 而后一个波谷则是 2008-2012 年, 这则是全球衰退、金融危机、需求疲软所致。Prismark 还认为后一个波谷的发展趋势将于前一个相似, 即在进入 2010 年后, 市场可望温和复苏, 随着整体大环境的逐渐转好, PCB 产业景气也将稳步向上回升。但不排除中间有波动。

图 7: 台湾上市上柜 PCB 公司收入合计



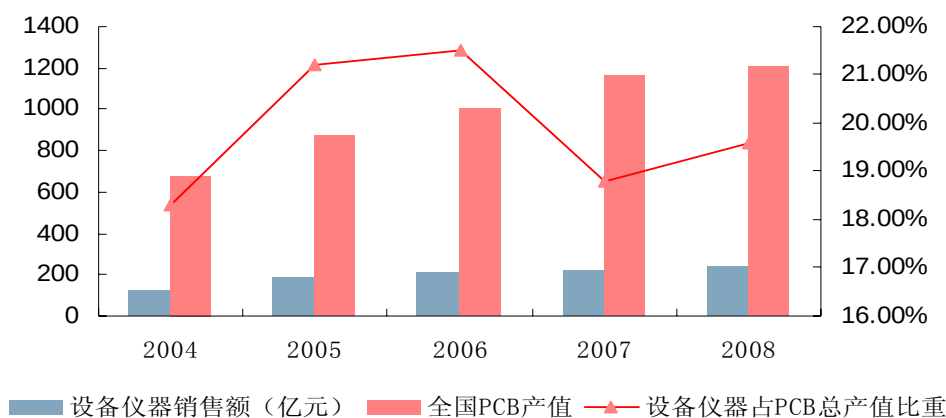
资料来源: TPCA 中信建投研究发展部

2、国内 PCB 设备自给率将不断提升

PCB 设备对于 PCB 工厂非常重要, 据有关数据统计, PCB 设备的投资额要占到 PCB 工厂总投资额的 60% 以上。因此, 一方面受益于国内高速增长的 PCB 行业, 另一方面又在老企业技术改造, 旧厂扩产的带动下, 国内 PCB 设备行业也在经历飞快发展, 年增幅在 30% 以上。不过尽管目前我国中小型 PCB 企业国产设备仪器可以 100% 配套, 且中低档产品已完全可以替代进口, 但 PCB 设备 80% 左右的市场份额还是掌握在国外企业手中, 因此虽然我国是 PCB 大国, 但并不是 PCB 强国。

据 CPCA 的数据分析, 在 2004 年~2008 年的 5 年中可看到设备仪器年销售额占当年全国 PCB 产值的比例是 18.3%~21.5%, 就是说, 设备仪器每年销售额约为全国 PCB 产值的 20%。基于当前国际金融危机, CPCA 预测 2009 年、2010 年这两年中国 PCB 产值约为 1100 亿~1200 亿元, 也就是说, 中国 PCB 设备仪器的市场每年约为 220 亿~250 亿元。按国内设备商 20% 的市场份额算的话, 这可分得 45 亿-50 亿的收入。

图 8: PCB 设备仪器销售额占 PCB 总产值比重



资料来源：中国电子报 中信建投研究发展部

不过目前，中国 PCB 设备自给率在快速上升，再过两三年，估计自给率会上升到 40%-50%。中国 PCB 设备仪器只要性能质量相近，价格和服务往往比国外的要好，备件价格低，且自主创新研发力度加大，国产设备仪器占市场份额大幅上升是必然的趋势。

3、激光钻孔机将会成为公司进军高端 PCB 设备的排头兵

面对庞大的市场份额，尽管国内 PCB 设备行业不断加强自身科研实力，国内设备的自给率在不断提升，中低端产品的占有率也在不断增加，但面对国外厂商的竞争，特别是在高端 PCB 设备领域，国内各厂商还是存在较大短板。

从下图可以看出，目前投资额占比从高到低的依次是检测设备、曝光机，机械钻孔机等印制板设备、激光钻孔机、表面处理系统以及最终处理设备。目前国内设备商更多的集中于机械钻孔机等中低端产品以及一些外围设备上，而核心的检测设备、曝光机以及激光钻孔机等产品的主导权依然由国外厂商把握。特别是在激光钻孔机上，目前国内分别由日立和三菱两家占居，其市场份额各占 50% 左右。而每年在国内的出货量估计在 1800 台左右。一台几百万的单价，仅这项业务就给这两家公司带来巨大利润。

经过几年的技术积累和市场拓展，大族激光在 PCB 设备领域开始由产业链的中低端向高端拓展和延伸。而激光钻孔机将会成为公司进军高端 PCB 设备的排头兵。目前，公司激光钻孔机经过前面多年的培育，除了效率稍慢以外，产品品质已经达到了国外同类产品的水平，并已经获得了客户的认可，已经有批量订单出现。我们认为这一业务有望成为公司未来发展的主要业绩增长点。而且随着多层板的普及，激光钻孔机的市场还会大幅度增长，大族激光有望取得 30% 左右的市场份额，市场价值约为 18 亿元。超过 08 年大族激光的收入。

此外，除了激光钻孔机外，大族激光还积极涉足检测设备和曝光机设备，相信随着公司在以激光钻孔机为基础的 PCB 设备市场上的不断拓展，客户对于公司的品牌认知度将会不断提升，其他产品也将陆续成为公司重要的盈利来源。

表 2: PCB 厂商设备投资情况

PCB 厂商设备投资额 占比排名	PCB 设备名称	近几年在国内的销售额
1	检测设备和仪器	32-35 亿美元
2	曝光设备	与检测设备相当, 32-35 亿美元
3	机械钻孔机、电镀自动线、真空层压机等印制板设备	20-25 亿美元
4	激光钻孔机	13-15 亿美元
5	表面处理系统、网印设备、蚀刻-显影、外形加工、自动化设备、产前准备与切板	10-15 个亿美元
6	最终处理设备	3 亿美元

资料来源: 中国电子报 中信建投研究发展部

三、管理和费用控制有所加强

去年四季度以来营业收入的持续下滑, 乃至今年一季度的亏损, 一方面让之前一直高速增长的大族激光第一次感受到了市场的寒意, 另一方面也促使公司开始重新审视自身的内部管理和费用控制等问题, 并逐步采取相应措施, 改变之前因公司快速扩张而带来的管理难以跟进的局面, 并加强了相关费用控制。公司在这两方面的改进, 一来为公司在经济依然虚弱的情况下以灵活应对市场变动, 二来也为公司在行业转暖之后能跨上更高平台做好准备。具体来看, 公司采取的措施主要有:

- 1、加强人力资源管理, 合理控制公司人员数, 强化公司人员岗位职责。
- 2、理顺公司业务流程, 加强直接与客户联系的重要性, 深度挖掘行业客户内在需求。
- 3、加强总部相关费用控制, 并取得了一定成效, 但由于公司依然看中研发能力以及市场销售能力, 因此在这两块的成本控制存在一定困难。

四、租金收入成为公司主业的重要补充

上半年国内房地产市场的回暖也为公司部分闲置的办公房和厂房觅得不错的解决方案。特别是在今年公司搬进新建的科技研发大厦, 以及在大族激光福永产业园建成后, 通过整合公司产能, 合理调配办公和生产用地, 公司将会有一部分闲置的办公房和厂房用来出租, 我们预计每年租房收入将达到 7000 万元左右。可以看出, 公司在房屋方面的租金收入将成为其主业收入的重要补充。另外, 搬入公司新建大楼, 也在一定程度上减少之前因租房而发生的费用, 从而也能控制公司成本。

五、结论: 业绩拐点出现开始新的增长

通过以上分析我们可以得出以下结论:

- 1、大族激光主业已经从业绩下滑的泥沼中走出，业绩已经开始好转。公司即将投入使用的新建大楼能够为公司节约一部分租金支出，同时带来租金收入，对主业是一个有益的补充。
- 2、大族激光即将开始新的增长。公司的激光钻孔机市场前景非常广阔，大族激光已经培育了多年，技术和市场都已经成熟，已经得到客户认可，这个业务将成为公司新的业务增长点，将大族激光带入新的增长周期。

六、业绩预测

大族激光 2009 年上半年还处于业绩低谷，主业还处于亏损状态，我们重点对大族激光 2010 年的业绩进行预测。

我们对大族激光 2010 年的业绩预测基于以下假设：

- 1、公司的打标机和焊接机业务 2010 年恢复到 2008 年上半年的水平。
- 2、公司的 PCB 设备，特别是激光钻孔机 2010 年取得更大的进展，进入小批量供货阶段。
- 3、公司的印刷设备业务继续保持稳定增长的态势。
- 4、切割机业务保持目前的发展状态。
- 5、公司办公大楼 2009 年内交付使用，新的生产基地 2009 年年底交付使用。

基于以上假设我们预测 2009 年大族激光的每股收益为 0.11 元，2010 年大族激光的每股收益为 0.36 元，2011 年大族激光的每股收益为 0.52 元。

七、估值

1、相对估值法

我们对大族激光的判断是公司即将走出业绩下滑的泥潭，重新步入增长的轨道，考虑到未来的市场环境，我们认为这样的公司 2010 年可以定位在 40 倍市盈率，我们给出 2010 年的目标价位 14 元。

2、DCF 绝对估值法

我们采用 DCF 估值方法，对公司进行估值，采取的主要假设如下：

表 3：估值假设

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	15.00%
长期增长率	7.00%

应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	5.00%
β	1.09
Rm	11.00%
Ke	11.52%
税率	1.07%
Kd	0.00%
Ve	6,565.73
Vd	0.00
WACC	11.52%

我们得到的估值结果如下：

表 4：公司估值（单位：百万元）

第一阶段	1,418.10	16.30%
第二阶段	1,698.72	19.53%
第三阶段（终值）	5,580.72	64.16%
企业价值 AEV	8,697.54	100.00%
+ 非核心资产价值	1,490.24	17.13%
- 少数股东权益	389.60	-4.48%
- 净债务	0.00	0.00%
总股本价值	9,798.18	112.65%
股本（百万股）	696.26	
每股价值（元）	14.07	

八、投资评价和建议

大族激光在激光设备领域是国内首屈一指的企业，公司是民营企业，机制灵活有活力，市场能力强，技术水平高，公司在金融危机的大背景下跌了一跤，现在已经重新占了起来，开始新的增长，我们认为在公司业绩出现拐点的时候正是投资的最佳时期。

九、风险分析

目前大族激光的风险有以下几个方面：

- 1、市场系统性风险。市场从 1664 点反弹以来，整体涨幅已经比较大了，大盘有调整的要求，大族激光有可能会随着大盘的调整而调整。
- 2、下游产业出现反复的风险。目前大族激光的下游产业电子制造业已经出现了复苏的迹象，因此对大族激光的设备需求增加，但是如果下游产业出现反复，可能会影响大族激光的业绩恢复进度。

- 3、 新业务达不到预期的风险。我们对大族激光的激光钻孔机寄予了很大的期望，如果激光钻孔机在技术上和市场上出现延迟，也会影响公司未来几年的业绩。

十、报表预测

	2007A	2008 A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	1,485.56	1,715.01	1,572.21	-8.33%	2,066.83	31.46%	2,575.71	24.62%
营业成本	855.54	990.20	982.63	-0.76%	1,218.77	24.03%	1,510.19	23.91%
营业费用	240.56	288.25	267.28	-7.28%	341.03	27.59%	424.99	24.62%
管理费用	183.18	291.01	345.89	18.86%	392.70	13.53%	437.87	11.50%
财务费用	29.96	43.18	6.83	-84.19%	(14.03)	N/A	(15.88)	N/A
投资收益	0.85	10.17	15.25	50.00%	22.87	50.00%	34.31	50.00%
营业利润	161.80	98.10	(21.68)	N/A	142.66	N/A	242.16	69.75%
利润总额	213.53	176.42	122.15	-30.76%	309.73	153.56%	433.13	39.84%
所得税	16.18	1.89	1.31	-30.76%	3.31	153.56%	4.63	39.84%
净利润	197.35	174.54	120.85	-30.76%	306.41	153.56%	428.49	39.84%
归属母公司所有者的净利润	168.20	135.34	73.81	-45.46%	249.97	238.67%	360.76	44.32%
NOPLAT	177.23	139.77	(14.70)	N/A	127.26	N/A	223.86	75.91%
资产负债表（百万元）								
货币资金	429.40	676.72	798.53	18.21%	870.40	9.15%	1009.66	16.91%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	519.93	577.46	344.59	-40.33%	453.00	31.46%	564.54	24.62%
预付款项	65.79	107.14	148.21	38.34%	199.16	34.37%	262.28	31.70%
存货	640.15	858.89	201.91	-76.49%	250.43	24.03%	310.31	23.91%
流动资产合计	1,713.24	2,278.16	2,075.95	-8.88%	2,442.80	17.67%	2,934.28	20.12%
非流动资产	615.68	1,197.14	1,116.81	-6.71%	1,121.22	0.39%	1,122.57	0.12%
资产总计	2,328.92	3,475.30	3,192.77	-8.13%	3,564.02	11.63%	4,056.85	13.83%
短期借款	680.06	563.88	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	304.57	274.40	538.43	96.22%	667.82	24.03%	827.50	23.91%
预收款项	56.63	47.17	47.17	0.00%	47.17	0.00%	47.17	0.00%
流动负债合计	1,217.97	1,156.40	779.55	-32.59%	919.38	17.94%	1,091.94	18.77%
非流动负债	10.95	22.53	15.14	-32.83%	15.14	0.00%	15.14	0.00%
少数股东权益	120.18	342.56	389.60	13.73%	446.04	14.49%	513.78	15.19%
母公司股东权益	979.81	1,953.81	2,008.49	2.80%	2,183.46	8.71%	2,436.00	11.57%
净营运资本	495.26	1,121.76	1,296.41	15.57%	1,523.42	17.51%	1,842.34	20.93%
现金流量表（百万元）								
净利润	197.35	174.54	120.85	-30.76%	306.41	153.56%	428.49	39.84%
折旧摊销	4.08	4.10	0.00	N/A	45.59	N/A	48.65	6.71%
净营运资金增加	161.32	626.50	174.64	-72.12%	227.01	29.99%	318.91	40.48%
经营活动产生现金流	35.53	35.72	1,107.42	2999.93%	210.85	-80.96%	355.63	68.66%
投资活动产生现金流	(7.57)	(50.14)	58.01	N/A	(27.13)	N/A	(15.69)	N/A
融资活动产生现金流	(1.30)	214.66	(500.84)	N/A	(60.96)	N/A	(92.35)	N/A
现金净增（减）	26.66	200.25	664.58	231.88%	122.76	-81.53%	247.59	101.68%

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

董志强，计算机行业首席分析师，首届《新财富》计算机行业最佳分析师第一名
吕江峰，计算机行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010