

张良勇
0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
何金孝
0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn

2010年2月2日

投资评级: 强烈推荐-A

评级调整: 上调

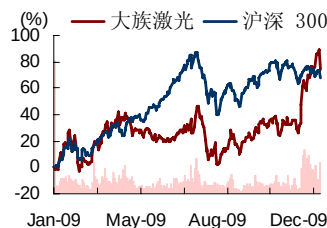
目标估值: 14元

基础数据

总股本(万股)	69626
流通股本(万股)	61175
总市值(亿元)	83
流通市值(亿元)	73
52周股价	6.7-13.5元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	39	71
相对表现	25	39	-3



相关报告

大族激光(002008.SZ)/10.65元

思路调整, 将再次走向高成长

近日, 我们对公司进行了实地调研, 对公司主营业务的发展状况和公司未来的经营思路进行了详细的沟通。我们认为公司这一年多来经营思路的调整是比较成功的, 再一次为公司打开了长期成长空间。

我们认为, 公司这一年多来经营思路的调整是比较成功的。这主要得益于公司经营思路的转变, 主要体现在以下两方面:

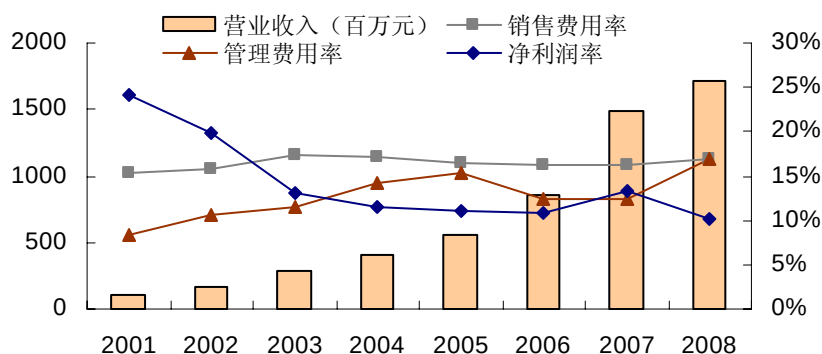
从一味注重收入增长的发展模式转变为注重利润增长;

从单纯的激光设备制造商转变为特定行业制造设备的整体方案供应商。

1、发展模式从粗放型走向集约型

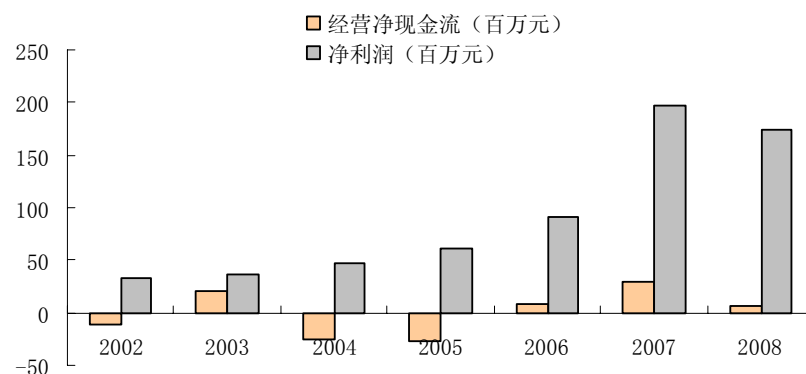
公司在08年以前, 收入增长非常快。表面上看经营非常成功, 但实际上背后隐含了巨大的风险。因为, 收入增长是通过巨大的销售费用和管理费用实现的。其在财务上的表现就是, 管理费用率和销售费用率并没有随着收入的增长而降低、经营净现金流相对净利润表现极差。

图1: 公司历年收入和期间费用率



资料来源: 公司公告, 招商证券

图2: 公司历年经营净现金流和净利润



资料来源: 公司公告, 招商证券

简单说，这种发展模式是一种粗放式的发展模式，它实际上是在透支公司未来的发展资源，而金融危机的到来让它的弊端暴露无疑。从 08 年四季度开始，公司及时对发展模式进行了调整，从增长方式和新业务发展思路上都进行了调整。我们认为，调整之后公司的发展模式从粗放型走向集约型。经过一年多的努力，取得了明显的成效。后面，我们将详细介绍。

2、PCB 设备在大厂的拓展进程很快，未来高成长确定性高

1) 关注重点转向整体收入增长

公司的 PCB 设备业务此前主要是数控机床加机械钻孔设备。09 年 7 月在 PCB 激光钻孔设备上取得了突破，标志公司在 PCB 设备的整体竞争力有质的飞跃，公司的 PCB 设备也从小厂开始走向前 20 大 PCB 大厂。经过半年多的市场拓展，进度很快。目前已经有多个 PCB 大厂的订单，目前再定性去判断公司能否进入主流 PCB 厂商已经没有意义，未来对这块业务的关注重点只需看其整体收入的增长。

2) PCB 产能转移空间很大，带动国内 PCB 设备需求快速成长

08 年全球 PCB 产值 431 亿美元，国内产值 120 亿美元，占比不到 30%。08 年 PCB 出口总额 103 亿美元，进口总额 110 亿美元，仍存在逆差。这些都说明，PCB 产能转移的空间还很大，国内 PCB 设备的需求将快速成长。

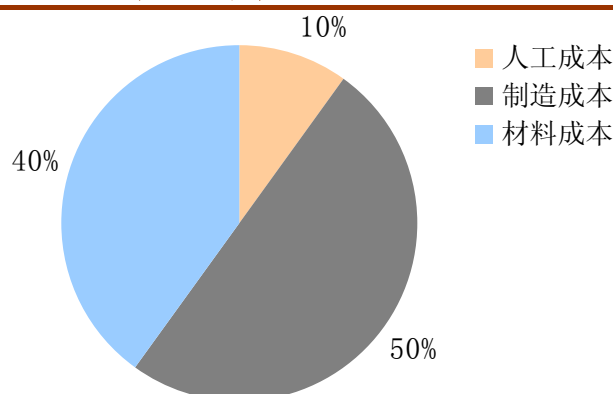
根据 Prismark 的预测，未来 5 年全球 PCB 产值的复合增长率为 6.5% 左右。而国内市场由于产能转移，增速要快很多，预计复合增长率可达到 13% 以上。再考虑产能的退出，预计每年新增产能占收入的比例有 15% 以上。PCB 设备投入和产出的比例基本上是 1:1，这意味着目前国内每年 PCB 设备需求近 20 亿美元，且每年以 15% 的速度成长。

3) PCB 设备相比竞争对手的价格优势将受厂商青睐

目前，PCB 的成本结构中，制造成本占了 50%。这其中，除 10%-15% 左右是水电等能源消耗，其它的 35-40% 都是设备折旧、设备维护、制造耗材等设备相关消耗。因此，对于 PCB 厂商来说，设备相关成本至关重要。

公司的 PCB 设备售价比竞争对手平均低 30% 左右，维护费用更是不到竞争对手的一半。这将有效降低 PCB 厂商的制造成本，只要性能过关将必然得到 PCB 厂商青睐。

图3：PCB 的成本结构简析



资料来源：公司公告，招商证券

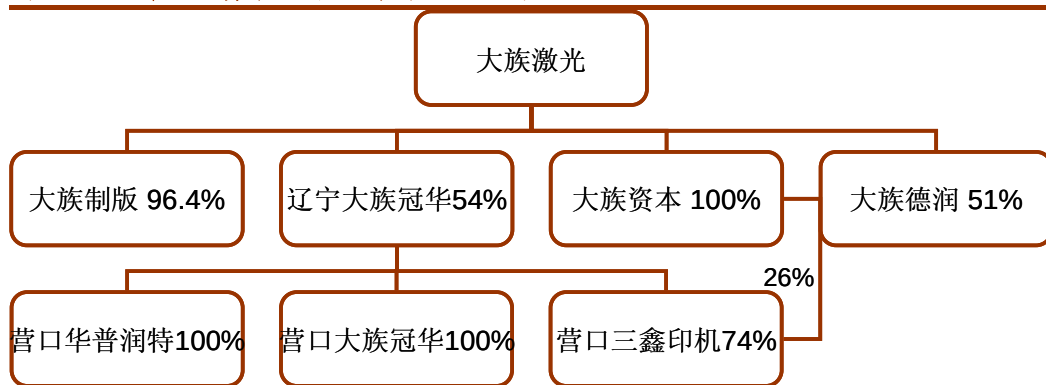
综合以上因素，我们预计，公司 PCB 设备业务未来高成长确定性较高。另外，我们认为 PCB 设备业务一个更大意义是：这是专注特定行业应用发展模式的成功，为公司向其它行业复制这一模式提供了宝贵的经验。

3、激光印刷业务适逢产业升级，将快速增长

1) 外延扩张打造完整产业链，竞争优势明显

经过几年的外延式扩张，公司已经基本打造出了完整的激光业务产业链。

图4：激光印刷业务相关子公司的股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

大族德润的版材、大族制版的制版、大族冠华的激光印刷机，基本组成了一个完整的激光印刷产业链。

图5：公司的激光印刷业务产业链



资料来源：公司公告，招商证券

我们认为，公司在激光印刷领域已经形成产业协调的优势，竞争优势较高。

2) 印刷行业迎来更新换代，公司激光印刷业务将明显受益

经过金融危机的冲击，传统印刷方式由于其效率低、精度差等缺陷，生存能力越来越低。这明显加快了印刷行业更新换代到激光印刷的进程，尤其原本以传统印刷机为主的中小印刷企业，对激光制版和激光印刷的更新需求非常大。

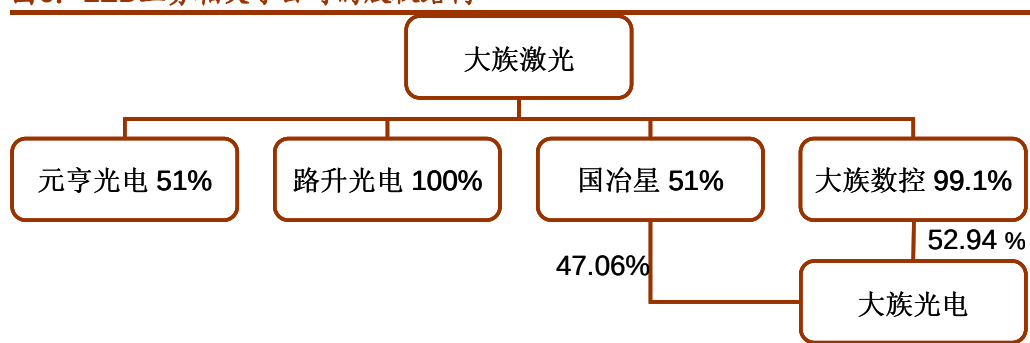
这很明显的体现到了公司激光印刷设备出货状况上。目前，公司激光印刷设备的出货量已经超过危机前水平，恢复程度超市场预期。

我们认为，公司激光印刷业务具备产业链协调优势，竞争力强，在印刷行业更新换代的背景下，取得高增长的确信性也很高。

4、LED 业务有走向全产业链的趋势，可积极关注

与激光印刷业务类似，公司的 LED 业务有走向全产业链的趋势。

图6: LED业务相关子公司的股权结构



资料来源: 公司公告, 招商证券

目前公司通过外延式扩张, 已经具有 LED 封装和 LED 应用业务。根据公司公告, 这两块业务 09 年的收入为 3 亿左右。另外, 公司原本的控股孙公司大族光电原本就有 LED 封装设备业务。

我们认为公司的 LED 业务发展模式与激光印刷业务发展模式类似, 预计公司未来还会向 LED 产业链上游—外延和芯片制造业务延伸, 更进一步的还很可能往 MOCVD 设备制造拓展。

图7: 公司的LED业务产业链布局猜想



资料来源: 公司公告, 招商证券

LED 产业在未来比较长一段时间内都将正处于快速增长期, 公司如采用全产业链的发展模式, 其竞争力必强。我们认为可以积极关注。

5、售后服务模式的转变将有效降低运营费用

国外的工业设备制造商对其出售的设备每年都要收一定的维护费。而公司此前一直为了开拓市场, 售后服务主要免费提供, 导致运营费用很高。经过这么多年的积累, 根据公司历年年报公告统计, 公司销售的激光标记和激光焊接设备数量已经接近 3 万台, 已经具备收服务费的条件。激光标记设备的平均售价为 15 万元左右, 激光焊接设备的平均售价为 12 万元左右。假设公司每年收 6% 的服务费, 每年每台可收取 8000-9000 元。这意味着, 仅这两个设备公司每年就可以收取 2.5 亿元左右的服务费。

我们预计 10 年公司将执行售后服务收费制度。虽然, 这个制度推行起来会有一定困难, 但对于客户来说, 售后服务质量的提高也有助于其减少设备维护的人力投入和保证生产的连续性, 会逐渐接受这一制度。我们认为, 公司执行售后服务收费制度后必将有效降低运营费用, 未来还很可能成为公司的主要利润来源。

6、上调为“强烈推荐-A”评级

在 PCB 设备、激光印刷业务高成长的带动下, 公司收入将重新步入高成长。而经营模式从粗放走向集约、售后服务模式的转变将提高公司的盈利能力, 预计盈利的增长将快于收入增长。我们预计 09、10、11 年公司的 EPS 分别为: 0.13、0.4、0.55 元。

由于，公司未来几年高成长的确定性较高，又具有 LED、大功率激光器等提高估值的因素，我们认为可以给予其 10 年 35 倍 PE，合理价值为 14 元。因此，我们上调评级为“强烈推荐-A”，6 个月短期目标价上调为 14 元。

分析师简介

张良勇，工学学士，经济学硕士，3年电子行业从业经历，7年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2005-2009年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，浙江大学电子材料学士，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009年加盟招商证券，任电子行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。