



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2010 年 12 月 20 日

小盘股

研究部

刘青松

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208120090

liuqs@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

zenglb@cicc.com.cn

秦岭

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210070004

qinling@cicc.com.cn

推荐

大族激光(002008.CH)

高端制造业的装备龙头

投资提示:

在政府推动“十二五”战略性新兴产业规划和产业升级的背景下,公司主要业务激光加工设备、PCB 设备、LED 封装和光伏设备均前景广阔,是高端装备领域值得长期关注的潜力品种。近期股价走强,已经超出前期目标价,我们重申“推荐”评级,并上调 12 个月目标价到 26.5 元(基于 2011 年 35 倍 PE)。

理由:

公司经营性拐点显现,公司未来的高成长路径清晰。一方面公司厚积薄发,高端设备逐步突破(大功率激光加工设备、PCB 成套设备、紫外激光、绿激光等),产品线逐步延伸(光伏、LED 设备);另一方面国家大的“十二五”战略性新兴产业规划推动了科技进步和产业升级,导致下游的需求加速。

大功率激光加工设备进口替代空间广阔。大功率激光切割机今年已成功实现扭亏为盈,大功率焊接设备已实现为汽车零部件行业的小批量供货。大功率激光加工设备几百亿的市场依然由进口产品主导,公司产品进口替代能力在稳步提升中,未来存在大幅超预期可能。

PCB 设备步入规模成长期。PCB 设备行业规模约 200 亿左右,大部分产品依赖进口。公司近期公告的价值约 1.7 亿的单笔大额订单预示着公司产品正在获得主流大厂的认可,进口替代将加速。预计该业务 2010-2012 年将分别贡献收入 4.1、6.8、9.7 亿元。

LED 业务即将放量。LED 封装设备中的固晶机、分光机、装带机已批量供货,技术难度更高的焊线机有望于明年实现量产,届时公司 LED 封装全套设备供应能力将显著提升,尤其是焊线机进口替代空间巨大。预计 LED 封装设备 2010-2012 年将分别贡献 0.8 亿、2.5 亿、4 亿的收入。此外,公司的 LED 封装业务今年处于整合投入期,明年有望逐步贡献利润。未来 1~2 年随着全球 LED 照明市场的逐步启动,公司的 LED 封装业务以及 LED 封装设备均有超预期的可能。**光伏设备有望成为新的增长极。**凭借成熟的研发团队、极具性价比优势的产品、以及卓越的营销能力,公司有望成为国内主要光伏设备供应商之一。我们预期 2011-2012 年公司光伏设备收入有望达到 7 亿、10 亿元,按照 20%的净利润率测算,将增厚 2011 年 EPS0.2 元。

盈利预测调整及估值:

小幅上调公司传统业务的收入预测并纳入光伏设备的盈利贡献,我们上调公司 2011 年盈利预测 41%至每股 0.75 元(未考虑公司可能通过出售子公司股权等方式获得的非经常性收益)。目前股价对应 2010~12 年市盈率分别为 40x、28x 和 21x。

股价催化价:

PCB、光伏、大功率激光设备的订单超预期。

风险:

电子行业伴随经济二次探底;四大领域的设备订单低于预期。

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 2: 公司各业务板块发展历程及成长路径

业务板块	2007年以前	2008年	2009年	2010年及以后发展趋势
激光打标机、焊接机等小功率产品	主要利润来源	受危机影响较大	进行结构调整	转型成功, 消费电子、精密加工等行业成为新的增长点
PCB 设备	规模小	规模小	领先行业于 4 季度率先复苏; 激光钻孔机获得批量订单	产品成系列化, 开始获得主流大厂订单, 进口替代加速
大功率激光切割机	规模小	规模小	初具规模, 但激光器自给率低, 盈利能力差	激光器自给率大幅提升, 踏上规模成长之路
激光制版及印刷设备	规模小	稳定增长	稳定增长	稳定增长
LED 产业	尝试	尝试	初具规模, 通过收购扩大规模	2010 年处于整合期, 2011 年开始显著贡献利润
光伏设备	无	无	酝酿	跃升为国内主要光伏设备厂商之一, 成为新的增长极

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 3: 盈利预测调整

(百万元)	2011E		
	调整前	调整后	幅度
主营业务收入	3,642	4,651	27.7%
主营业务利润	1,449	1,873	29.2%
净利润	387	523	35.0%
每股收益(元)	0.53	0.75	41.3%

资料来源: 中金公司研究部

图 4：主营业务收入预测

销售收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
激光信息标记设备	494	408	633	791	989
激光焊接机	225	163	317	428	578
激光切割设备	231	321	500	700	945
PCB设备	232	261	412	680	966
激光制版及印刷设备	333	346	415	490	578
LED业务			400	580	754
光伏设备				700	1,100
同比增长	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
激光信息标记设备	-26%	-17%	55%	25%	25%
激光焊接机	45%	-28%	95%	35%	35%
激光切割设备	74%	39%	56%	40%	35%
PCB设备	47%	12%	58%	65%	42%
激光制版及印刷设备	55%	4%	20%	18%	18%
LED业务				45%	30%
光伏设备					57%

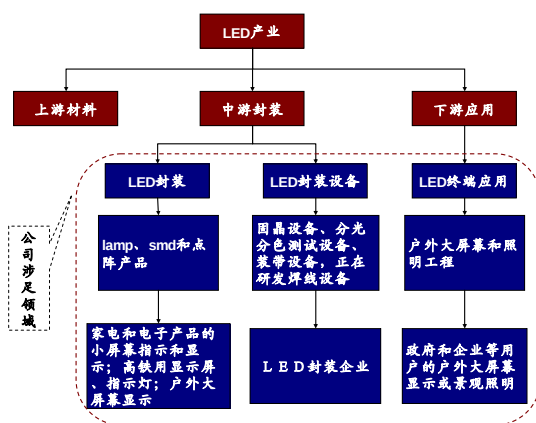
资料来源：中金公司研究部

图 5：公司主要产品用途及下游分布

主要产品	产品用途及特点	主要下游
激光信息标记设备	采用极细的激光束聚焦后产生的高能量,在产品表面打出清晰的标记。主要优势:激光打标热影响区域小,加工精细,成本低,易操作,无污染,可以完成一些常规方法无法实现的工艺。	皮革、服装、电子、食品饮料、医药等
激光焊接机	利用激光产生的热量对金属材料进行焊接。主要优势:热影响范围小,热变形小,速度快,清洁。	电子行业为主。国际上高端激光焊接系统在汽车、航空航天、武器装备领域应用较多。
激光切割设备	利用激光对金属材料进行切割。	机械、汽车、家电等领域的钣金加工,替代传统机械切割。其中大功率激光切割机适用于碳钢、不锈钢、铝、镀锌板、钛合金等金属和复合材料的切割
PCB设备	用于电子、电器行业印制电路板(PCB)的加工。可分为机械PCB设备和激光PCB设备。	PCB行业
激光制版及印刷设备	用于彩色印刷	中小印刷企业

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 6：LED 业务涉足领域及下游



资料来源：公司资料，中金公司研究部

传统小功率激光加工设备仍将稳健增长；大功率激光加工设备已开始盈利，未来进口替代空间广阔。作为公司的传统业务，危机之前公司小功率激光打标机下游以服装、皮革等低端制造业为主。危机期间公司成功进行了升级转型，目前下游以消费电子等新兴产业为主。苹果公司的 iPhone 等产品掀起了一场消费电子智能化的浪潮，新一代电子产品与以往产品相比，加工工艺更复杂、合成金属件更多、内部电子元器件更加精细、复杂，这意味着单位产品激光加工设备的使用量（例如标记、焊接设备等）大幅增加，将带动整个产业链设备的更新升级和设备量的增加。因此预计小功率激光加工设备未来将保持年均 30% 左右的增速。公司培育多年的大功率激光切割机日渐成熟，已成为国内龙头，今年有望扭亏为盈。大功率激光切割机用于金属板材的切割加工，主要用于航空、航天、高端机械等行业，与传统的机械切割相比，具有高效、清洁的优势，替代传统机械加工是其长期发展动力。目前该产品国内市场尚由进口产品主导，未来进口替代空间广阔。此外，公司的大功率激光焊接设备也在稳步推进，已接货小批量订单，该产品广泛应用于汽车、机械等生产线的焊接加工，目前基本由进口产品垄断。公司大功率激光加工设备长期进口替代空间广阔，是未来潜在的超预期增长点。

PCB 设备突破瓶颈，拐点已现。PCB(印刷电路板)是电子产品的基础部件，全球 PCB 产业向中国转移的大趋势已经开始，目前我国已占据全球 PCB 产业 30% 的份额。因此我国每年 PCB 生产设备的市场需求高达 200 亿左右，但除了机械钻孔机等最低端产品外，大部分产品依赖进口。大族激光 02 年便开始涉足 PCB 设备行业，但产品一直以低毛利率的机械钻孔机为主，且客户以低端小厂为主。目前公司产品线正在向激光钻孔机、检测设备、成型设备等全套装备发展，客户结构也在向主流大厂延伸。近期公司公告的价值约 1.7 亿的单笔大额订单预示着公司产品成套供应能力显著提升、产品已获主流厂商的认可。可以判定公司 PCB 设备业务重要瓶颈已经突破，经营拐点已现，进口替代进程已经开始，未来持续的大额订单可期。预计该业务 2010-2012 年将分别贡献收入 4.1、6.8、9.7 亿元。

LED 业务即将放量。公司已介入 LED 封装、封装设备和终端产品应用 3 个环节，已具规模优势。LED 设备中国晶设备、LED 分光分色测试设备、LED 装带设备已开始批量生产。而技术难度最高，目前国内仅公司一家能够生产的焊线机有望于明年量产。届时公司将具备 LED 封装全套设备的供应能力，尤其是焊线机具备广阔的进口替代空间。预计 LED 封装设备 2010-2012 年将分别贡献 0.8 亿、2.5 亿、4 亿的收入。此外，公司的 LED 封装业务今年处于整合投入期，明年有望逐步贡献利润。

光伏设备异军突出，有望成为新的增长极。公司于今年初从国内某龙头光伏设备研发机构聘请到核心研发团队并成立了光伏设备子公司。该团队成熟的技术积累和市场资源，同大族灵活的经营体制、卓越的市场开拓力和雄厚的专用设备制造工艺相结合，有望很快跃升为国内主要光伏设备供应商之一。目前主打产品扩散炉和 PECVD 炉是光伏电池生产线的核心设备，售价合计约 1,000 万/套，约占一条 25MW 光伏电池生产线设备价值的 25%-35%，预计这两种产品国内市场规模约 25-35 亿元，国内竞争对手只有七星电子、中电四十八所等少数企业。由于公司研发团队实力强大，未来不排除公司向其他光伏设备延伸的可能性，使产品线更加丰富。我们预计 2011-2012 年公司光伏设备收入将分别达到 7 亿、10 亿元。公司两款产品毛利率较高，我们合理假设净利润率达 20%，则仅光伏设备业务 2011 年将贡献每股盈利 0.2 元。

图表 7: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

大族激光 损益表 (人民币百万)						
002008.CH	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	854	1,486	1,715	1,950	2,915	4,651
销售成本及税金	-520	-860	-997	-1,226	-1,816	-2,778
营业费用	-140	-241	-288	-325	-384	-590
管理费用	-106	-183	-291	-309	-376	-564
EBIT	89	202	138	90	339	719
EBITDA	104	235	201	90	427	810
财务费用	-13	-30	-43	-21	-53	-65
投资收益	0	1	10	11	80	10
其他损益项	21	41	71	-37	122	13
所得税	-5	-16	-2	-9	-73	-102
少数股东损益	-1	-29	-39	-30	-47	-53
归属于股东的净利润	91	168	135	3	368	523

大族激光 资产负债表 (人民币百万)						
002008.CH	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	158	429	677	832	743	688
应收帐款	333	520	577	662	839	1,210
预付帐款	14	66	107	64	74	113
存货	357	640	859	819	1,087	1,587
其他流动资产	41	58	58	84	104	166
流动资产	902	1,713	2,278	2,461	2,847	3,764
固定资产	169	320	551	1,049	1,234	1,422
长期投资	-	122	201	581	651	581
其他长期资产	109	174	445	337	321	309
长期资产	278	616	1,197	1,967	2,206	2,312
资产总额	1,180	2,329	3,475	4,428	5,053	6,076
短期借款	307	680	564	1,460	1,530	1,600
各项应付款	183	419	485	489	618	907
应交税费	4	15	1	24	2	4
应付职工薪酬	39	47	59	65	108	165
其他流动负债	35	57	47	76	83	131
流动负债	568	1,218	1,156	2,114	2,341	2,806
长期借款	30	-	-	30	27	24
其他长期负债	8	11	23	35	35	35
长期负债	38	11	23	65	62	59
负债总额	607	1,229	1,179	2,179	2,403	2,865
少数股东权益	67	120	343	259	376	428
股本	241	380	696	696	696	696
公积金及未分配利润	266	600	1,258	1,294	1,578	2,087
股东权益	506	980	1,954	1,990	2,274	2,783
负债及股东权益	1,180	2,329	3,475	4,428	5,053	6,076

大族激光 现金流量表 (人民币百万)						
002008.CH	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	91	168	135	3	368	523
折旧/摊销	15	33	63	-	88	91
运营资本变化	-111	-263	-260	33	-322	-577
其他项	13	90	67	70	30	187
经营活动现金流	8	29	6	105	165	224
固定资产投资	-73	-230	-539	-609	-250	-260
其他投资活动	-6	-142	-291	-416	-8	-8
投资活动现金流	-79	-372	-830	-1,025	-258	-268
股权融资	4	341	956	-	-	-
借款变动	152	344	-93	916	459	67
其他融资活动	-53	-68	30	-51	-67	-79
融资活动现金流	103	617	893	865	393	-12
现金(等价物)变化	33	273	67	-55	300	-55

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	30%	41%	59%	85%	129%	242%
工业			二级行业	资本货物		
第一大股东	深圳市大族实业有限公司			持股比例	18.92%	
总市值	147.96 亿元		流通市值	130.00 亿元		
发行股数	6.96 亿股		股票现价	21.25 元		

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	54%	74%	15%	14%	49%	60%
销售毛利	52%	87%	15%	1%	52%	70%
EBITDA	62%	127%	-14%	-55%	375%	90%
EBIT	63%	128%	-31%	-35%	277%	112%
净利润	50%	86%	-20%	-98%	12065%	42%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	39.1%	42.1%	41.8%	37.1%	37.7%	40.3%
营业费用率	16.3%	16.2%	16.8%	16.7%	13.2%	12.7%
管理费用率	12.4%	12.3%	17.0%	15.9%	12.9%	12.1%
EBITDA利润率	12.1%	15.8%	11.7%	4.6%	14.7%	17.4%
EBIT利润率	10.4%	13.6%	8.1%	4.6%	11.6%	15.5%
净利润率	10.6%	11.3%	7.9%	0.2%	12.6%	11.2%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	1.59	1.41	1.97	1.16	1.22	1.34
速动比率	0.96	0.88	1.23	0.78	0.75	0.78
现金比率	13%	18%	19%	19%	15%	11%
资产负债率	51%	53%	34%	49%	48%	47%
有息债务/权益	66.6%	69.4%	28.9%	74.8%	68.6%	58.4%
净债务/权益	35%	26%	-6%	33%	36%	34%
利息覆盖倍数	7	6	3	0	7	8

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净资产收益率	17.9%	17.2%	6.9%	0.2%	16.2%	18.8%
= 总资产收益率	7.7%	7.2%	3.9%	0.1%	7.3%	8.6%
×总资产/净资产	2.33	2.38	1.78	2.22	2.22	2.18
= 销售净利润率	10.6%	11.3%	7.9%	0.2%	12.6%	11.2%
×资产周转率	0.72	0.64	0.49	0.44	0.58	0.77
×总资产/净资产	2.33	2.38	1.78	2.22	2.22	2.18

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
投入资本回报率	14.8%	15.1%	5.8%	0.1%	13.6%	16.0%
资本回报率	17.9%	17.2%	6.9%	0.2%	16.2%	18.8%

每股指标						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.13	0.24	0.19	0.00	0.53	0.75
每股经营性现金	0.03	0.08	0.01	0.15	0.24	0.32
每股股息	0.03	0.05	0.05	0.05	0.02	0.02
每股净资产	2.10	2.58	2.81	2.86	3.27	4.00

估值分析						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
市盈率	163.2	88.0	109.3	4891.9	40.2	28.3
市净率	29.2	15.1	7.6	7.4	6.5	5.3
股价/每股经营性现金流	658.9	280.7	2561.6	140.5	89.7	65.9
红利收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED