

联系人： 彭琦 (8621) 68751090 pengqi@cjsc.com.cn

分析师： 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120018

金运激光新股询价报告

事件描述

武汉金运激光股份有限公司将于近日在深圳证券交易所首次公开上市，基本情况如下：

- 金运激光拟采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行为 900 万股（A 股），占发行后总股本（3,500 万股）的 25.71%。
- 我们预测 2011 年到 2013 年 EPS 分别为 1.095 元，1.797 元和 2.482 元，参考同类型上市公司估值水平，以公司 2011 年 25 ~ 30 倍市盈率计算，对应估值区间为 27.38 元~32.85 元，建议询价区间为 26.01 元~31.21 元。考虑近期创业板/中小板市场申购状况，最终报价可能达到 30.11 元~ 36.14 元。

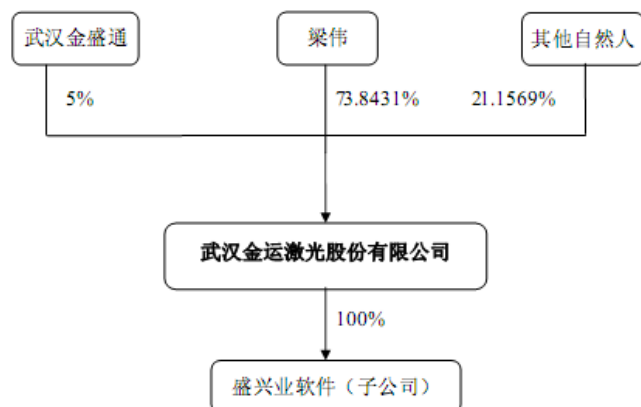
事件评论

公司概况

股权结构

武汉金运激光股份有限公司系金运有限整体变更设立的股份有限公司。金运有限以 2008 年 12 月 31 日经审计的净资产折为公司股份 2,600 万股整体变更为武汉金运激光股份有限公司，公司于 2009 年 6 月 3 日在武汉市工商局登记注册，注册资本 2,600 万元。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

公司的控股股东和实际控制人为梁伟先生。梁伟先生持有公司股份 19,199,200 股，占公司本次发行前总股本的 73.8431%，为公司的控股股东和世界控制人。公司股东中，另有 13 位自然人持有公司发行前总股本的 21.1569%，武汉金盛通持有公司发行前总股本的 5%。

公司股东中，股东易淑梅为控股股东梁伟的母亲，持有公司 2.00% 的股份。股东梁萍为控股股东梁伟的姐姐，持有公司 1.9231% 的股份。梁芳为梁伟的姐姐，持有股东武汉金盛通 99.00% 的股权，武汉金盛通持有公司 5.00% 的股份。除上述股东外，本公司其他股东之间相互独立，彼此无关联关系。

公司拥有一家全资子公司和一家分公司。武汉盛兴业软件技术有限公司为发行人的全资子公司，持股比例为 100%；基于国家对软件产业的相关税收优惠政策，金运有限实际控制人梁伟先生出资 50 万元于 2006 年 3 月 31 日委托李建平等自然人代为持股设立盛兴业软件，公司自设立以来其产品全部销售给金运激光，所有收入均来源于金运激光。为实现业务体系完整、减少关联交易、消除同业竞争、理顺股权关系、确保规范运作，金运有限于 2008 年 10 月 6 日通过股东会决议，决定收购盛兴业软件全部股权。同日，根据梁伟的意见，盛兴业软件登记在册的三名股东召开股东会，将盛兴业软件 100% 的股权按照出资额转让给金运有限；经盛兴业软件股东会同意后，金运有限分别与李建平、王丹梅及竺一鸣签署《股权转让合同》，收购其持有的盛兴业软件 100% 股权，收购价款为盛兴业软件注册资本 50 万元。

公司于 2009 年在深圳设立武汉金运激光股份有限公司深圳分公司，成立基础研究部，及时跟进光、机、电、软件等行业动态，开展对国内外先进技术的预研工作。

表 1: 公司发行前后股权结构变化

股东名称	本次发行前股权结构		本次发行后股权结构	
	股份数量 (股)	占比	股份数量 (股)	占比
梁伟	19,199,200	73.8431%	19,199,200	54.8549%
王丹梅	900,000	3.4615%	900,000	2.5714%
张克宁	800,800	3.0800%	800,800	2.2880%
李俊	700,000	2.6923%	700,000	2.0000%
洪新元	600,000	2.3077%	600,000	1.7143%
易淑梅	520,000	2.0000%	520,000	1.4857%
梁萍	500,000	1.9231%	500,000	1.4286%
农源钦	400,000	1.5385%	400,000	1.1429%
许海童	400,000	1.5385%	400,000	1.1429%
杨帆	200,000	0.7692%	200,000	0.5714%
伍涛	200,000	0.7692%	200,000	0.5714%
艾骏	130,000	0.5000%	130,000	0.3714%
罗鸣	100,000	0.3846%	100,000	0.2857%
竺一鸣	50,000	0.1923%	50,000	0.1429%
武汉金盛通	1,300,000	5.0000%	1,300,000	3.7143%
社会公众股	-	-	9,000,000	25.7143%
合计	26,000,000	100.0000%	35,000,000	100.0000%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

主营业务

本公司主营业务为从事中小功率激光切割行业应用解决方案的研发、服务以及设备的生产和销售，主要产品为集成应用解决方案的中小功率激光切割设备。中小功率激光切割设备作为传统加工制造工艺的替代工具，可广泛应用于服装家纺、制鞋箱包、产业用纺织品、家具装饰和广告工艺品等非金属材料行业以及金属精密加工行业。

公司自设立以来主营业务没有发生重大变化。由于公司产品目标客户为中小企业，单个客户对加工能力的需求有限，客户分布较为广泛，剔除代理出口的因素，公司前五大客户合计销售比例较低，公司不存在严重依赖某一客户情况。

行业分析

激光加工是利用激光束与物质相互作用的特性，对材料（包括金属与非金属）进行表面处理、切割、焊接、打孔及微加工等的一门加工技术，涉及到光、机、电、材料及检测等多门学科。激光加工目前已成为一种新型制造技术和手段，被誉为“永不磨损的万能加工工具”，广泛应用于服装家纺、广告工艺品、电子、汽车、机械制造、轻工、医疗器械、航空航天等领域。

按照激光输出功率的高低，可将激光加工分为大功率激光加工和中小功率激光加工两种。激光加工按照不同的用途，可分为激光切割、激光打标、激光雕刻和激光焊接等几种。其中，激光切割是激光加工中发展最成熟、应用最广泛的激光加工技术之一。

在激光技术中激光器是产生、输出激光的器件，是激光及其技术应用的基础，主要由泵浦源（激励源）、激光工作物质和光学谐振腔三部分组成。按照激光工作物质类别的不同，可将激光器分为气体激光器、液体激光器、固体激光器等。目前广泛应用的主要为气体激光器及固体激光器。气体激光器是以二氧化碳、氮氛等气体作为激光工作物质的激光器，二氧化碳激光器因其效率高、光束质量好、功率范围大（几瓦至几万瓦）、能连续和脉冲输出、运行费用低等优点，成为气体激光器中最重要、应用最广泛的一种激光器。其中，中小功率二氧化碳激光器按照密封材料来划分，主要可分为玻璃管激光器与金属管激光器两种。

金属管激光器相对于玻璃管激光器具有明显的性能优势，但制作金属管激光器的技术难度较大。玻璃管激光器的特点是价格低廉、更换方便，但使用寿命短、出光响应速度慢、工业化生产困难。金属管激光器是一种全金属化结构的激光器件，具有体积小、全封闭、稳定性强、寿命长、可靠性高、脉冲频率高、光束质量好，适合工业化生产等特点，是近年来工业激光市场上发展最为迅速的技术之一。金属管激光器与玻璃管激光器相比，最突出的优点在于：电控制特性优良、使用寿命长、功率输出高且控制精确、加工对象广泛，为激光加工获得良好的质量提供了保障。

表 2：玻璃管激光器与金属管激光器技术对比

对比项目	玻璃管激光器	金属管激光器
功率范围	≤200W	≤5,000W
激励方式	直流激励	射频激励
光束质量M ²	1.1	1.2
调制频率	≤1KHz	≤100KHz
激励电压	≤50,000V	≤48V
出光响应速度	2,000微秒	10微秒
线性度	非线性	线性
气体损耗	较快	慢
使用寿命	3个月，无法维修，需更换	>2年，可充气重复使用
使用成本	高	低
加工对象	非金属	金属、非金属
可维护性	低	高

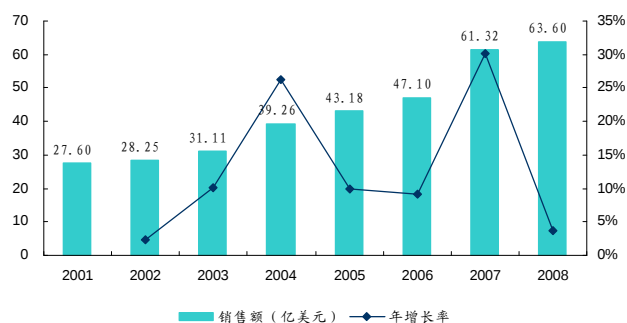
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

全球市场来看金属管激光设备普及度较高，国内市场则是玻璃管激光器占据主流地位。2009 年，金属管激光设备市场规模约占全球中小功率激光切割设备市场规模的 64%。而目前国内金属管激光设备应用比重较低，2009 年我国金属管激光设备仅占中小功率激光切割设备市场规模的 11.96%，与国际市场有较大差距。其中的主要原因是：

- 1) 金属管激光器价位较高（约为玻璃管激光器价格的十倍以上），导致设备价格昂贵。
- 2) 金属管激光器原厂返修费用高（2-4 万元/次）、送修周期长（2-3 个月），导致客户使用成本及维护成本较高。
- 3) 玻璃管激光器国产化程度高，价格相对较低、售后服务便捷，能很好的满足客户的普及性需求。

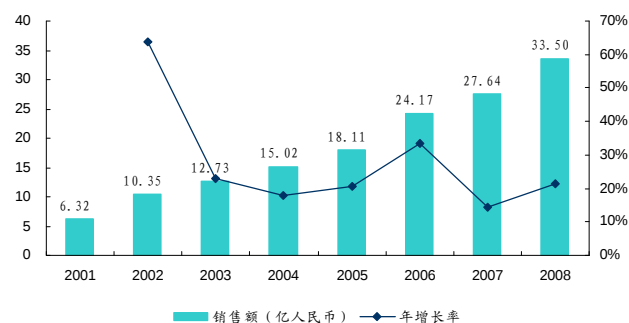
近十年来激光加工技术逐渐成熟，激光加工突出的优势在各行业的逐渐体现，全球激光设备制造业实现了较快的增长。根据 ILS 统计，2008 年全球激光设备销售规模约为 63.6 亿美元，从 2001 年到 2008 年的复合增长率达到 13%。2009 年受全球经济危机影响，全球激光设备销售出现下滑，ILS 预计 2010 年全球激光设备行业步入复苏阶段，销售额将实现小幅增长。同时近年来我国也加大了对激光加工技术产业化的实施力度，工业企业逐渐将激光设备引入生产以替代传统加工方式或增加新的工艺，推动了激光产业稳步发展。2001 年激光设备市场销售额仅为 6.32 亿元，到 2008 年已超过 30 亿元，激光设备市场呈现出稳定、高速增长的态势。

图 2：全球激光设备加工设备销售情况（2001-2008）



资料来源：招股意向书，长江证券研究所

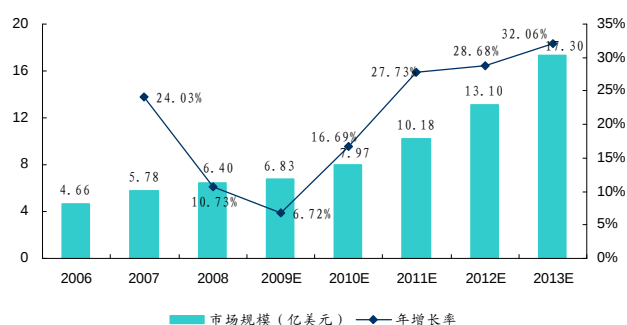
图 3：中国激光设备加工设备销售情况（2001-2008）



资料来源：招股意向书，长江证券研究所

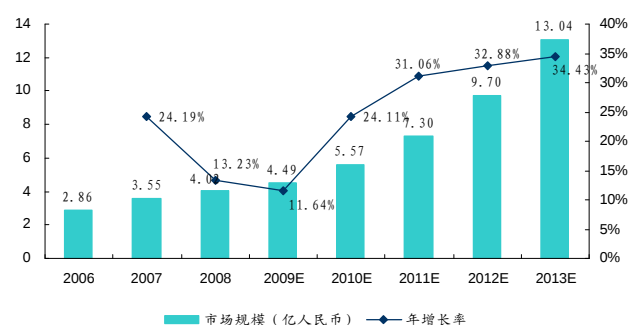
中小功率激光切割设备应用逐渐普及，金属管激光设备面临着高速增长的市场契机。2001 年以来，全球中小功率激光切割设备销售市场年均增长率约 30% 左右，发展迅速。2008 年全球中小功率激光切割设备约占全球激光产业份额的 10%，市场规模约为 6.4 亿美元。随着全球经济的逐渐复苏以及中小功率激光切割设备应用普及率的提高，中小功率激光切割设备销售市场将进入加速增长期，预计到 2013 年，全球中小功率激光切割设备销售市场规模将达到 17.30 亿美元。2008 年，我国中小功率激光切割设备市场销售额约为 4.02 亿元，约占激光设备市场销售总额的 12%。随着中国制造业产业升级和技术改造的拉动，未来市场将加速增长，预计到 2013 年，我国中小功率激光切割设备市场销售规模将达到 13.04 亿元。

图 4：全球中小功率激光切割行业市场规模（2006-2013）



资料来源：招股意向书，长江证券研究所

图 5：中国中小功率激光切割行业市场规模（2006-2013）



资料来源：招股意向书，长江证券研究所

全球市场中，金属管激光设备是中小功率激光切割设备应用的主流。2009 年，金属管激光设备市场规模约占全球中小功率激光切割设备市场规模的 64%。但由于价位较高、原厂返修费用高、玻璃激光管国产化程度高，目前国内金属管激光设备应用比重较低，仅占中小功率激光切割设备市场规模的 11.96%。但随着中小功率激光切割设备应用逐渐普及，金属管激光设备面临着高速增长的市场契机，应用比重将显著提高。主要原因为：

1) 新的应用领域亦不断产生。如服装家纺、产业用纺织品等行业的高速切割，制鞋箱包、家具装饰、广告工艺品等

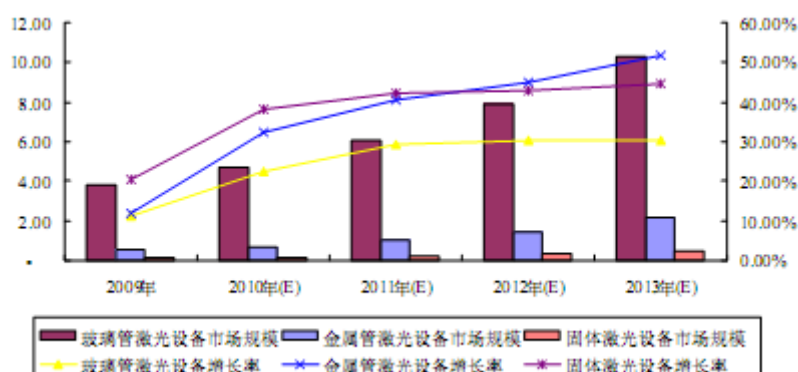
行业的动态雕花，以及包装印刷等行业的激光打孔等，金属管激光设备可很好的满足上述新领域的应用要求。

2) 下游客户的需求日趋精细和复杂。中高端客户群体不断扩大，对激光切割设备的性能也提出了更高的要求。

3) 我国成功突破了金属管激光器的关键技术，为金属管激光设备的大规模推广扫清了障碍。

预计到 2013 年，我国金属管激光设备市场规模将达到 2.2 亿元，占中小功率激光切割设备市场规模 16.92%，复合增长率达 42.27%

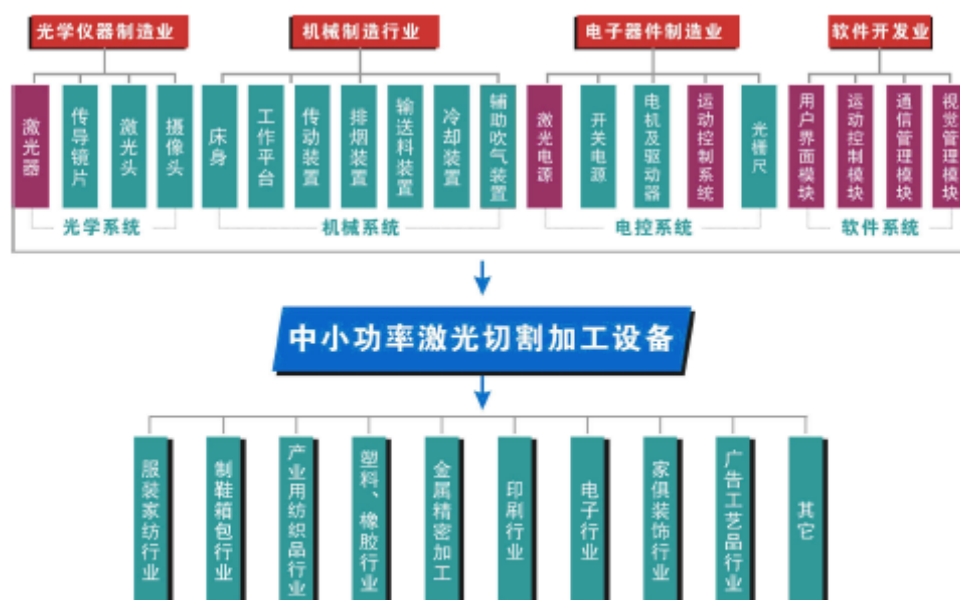
图 6：中国中小功率激光设备分产品发展情况（2009-2013）



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

从产业链上下游角度来看，中小功率激光切割设备产业链中涉及上游产业主要包括光学仪器制造、机械制造、电子器件制造和软件等行业。其应用的下游行业主要包括服装家纺、制鞋箱包、产业用纺织品、家具装饰、广告工艺品、塑料和橡胶、印刷包装、电子以及金属精密加工等行业。

图 7：中小功率激光切割设备产业上下游行业之间的关联



注：上游行业中，■ 标记表示非公司产品；■ 标记表示公司可自产

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

从产业链上游角度来看，金属管激光器等关键器件的进口替代将加快我国中小功率激光切割设备市场的快速扩张。我

国中小功率激光切割设备产品原材料中的激光器、镜片等精密器件主要依靠进口，其他大多数原材料及配件均可以从国内获得充足供应。公司募投项目的建成后，金属管激光器将实现规模化自产，进口替代后有效的降低中小功率激光切割设备的制造成本，有利于中小功率激光切割设备市场的快速扩张。

从产业链下游角度来看，下游行业对本行业的发展有明显的牵引和驱动作用。下游生产型企业的发展状况直接影响到本行业的市场空间。目前，我国推出的多项产业政策推动了传统行业技术改造和产业结构调整，为下游行业的转型和发展提供了良好的政策支持，亦为本行业提供了市场扩大的历史机遇。

从政策面角度来看，国家出台的一系列产业扶持政策将推动中小功率激光切割设备市场需求不断向好。为应对国际经济危机的影响，国家出台了一系列产业扶持政策，旨在增强企业自主创新能力，推动产业升级和节能减排。中小功率激光切割设备作为传统刀具等加工制造工具的替代加工手段，可以解决目前传统制造行业低效率、高能耗、高污染等问题，推进下游行业技术改造和产业升级，推动制造业从“机械加工”向“光加工”的时代跨越，最终实现“用刀的地方用激光替代”的中小功率激光加工产业格局。

根据《我国中小功率激光切割设备市场现状分析及预测》，应用于服装行业布料裁剪的激光裁床和应用用于家纺行业的激光刺绣一体机分别为国内中小功率激光切割设备第一、第二大下游市场。中小功率激光切割设备在如下细分行业应用的潜在市场容量如下表所示：

表 3：中国中小功率激光切割设备市场容量分析

细分市场	2009 年市场规模(万元)	潜在市场容量(万元)	增长倍数
服装行业	4,700	362,000	77
家纺行业	2,000	234,000	117
制鞋箱包行业	3,500	200,000	57
产业用纺织品行业	1,500	140,000	93
软体家具行业	4,000	26,000	7
广告工艺行业	7,800	220,000	28
六类合计	23,500	1,182,000	50

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

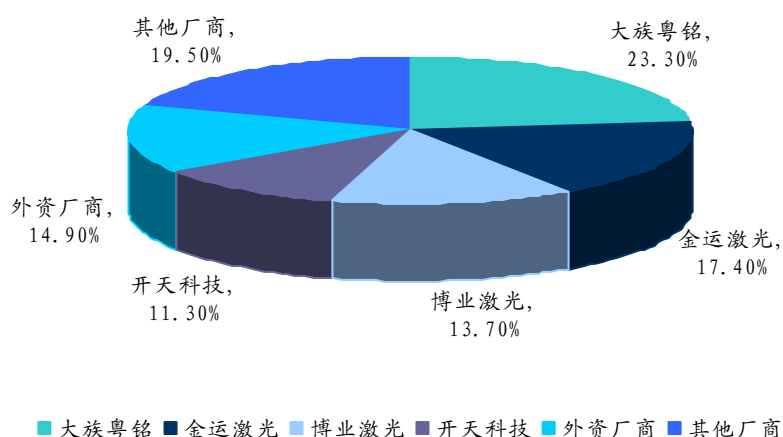
目前全球激光行业应用市场尚处在成长初期阶段，激光行业科技含量高、专业性强的特点决定了行业发展方向是以以细分市场为主线，以某一个行业或某一个功率来细分市场。

国际上较为知名的中小功率激光切割设备制造企业有意大利 SEI 公司、德国 Euro 公司、奥地利 Trotec 公司、美国 Epilog 公司、美国 Universal 公司。这些公司的特点是规模较小，专注某一个领域应用的开发，产品线较短，品质较高，但市场反应较慢、价格较高。意大利 SEI 公司以纺织和广告行业应用为发展方向，产品以切割为主。德国 Euro 公司则以工业固性材料及中功率切割为发展方向；奥地利 Trotec、美国 Epilog、美国 Universal 公司则以广告行业中雕刻应用为主。

国内市场方面，激光设备制造企业规模普遍较小，年销售收入超过五千万元的激光设备制造企业不多，激光设备制造企业有很大的发展空间，行业利润水平将保持一定的稳定性和持续性。在国内激光公司中，大族激光、华工科技和楚天激光等企业的产品范围较为广泛，产品涉及大中小功率激光产品，行业涉及汽车制造、电子行业、半导体行业、钢铁、冶金等行业，这几家公司产品结构较为全面，市场份额较大。其中较为知名的从事中小功率激光切割设备的公司主要有金运激光、大族粤铭、博业激光和开天科技，这四家公司从销售额来看，约占国内中小功率激光切割设备份额的 64% 左右。上述公司在细分行业具有多年的行业经验积累，形成明显的市场先发优势，成为各细分行业的龙头企业。

根据《我国中小功率激光切割设备市场现状分析及预测》，2009 年国内中小功率激光切割设备市场销售规模约为 4.49 亿元。2009 年国内中小功率激光切割市场重点企业市场份额如下图所示：

图 8：2009 年国内中小功率激光切割市场重点企业市场份额



资料来源：招股意向书,长江证券研究部

中小功率激光切割设备行业具有较高的技术壁垒，行业集中度和市场化程度较高。因此中小功率激光切割行业的企业不多，具有较大规模并有竞争力的企业更少。中小功率激光切割设备行业属于技术密集型行业，需要持续的研发投入，是否掌握激光核心技术及运动控制系统开发技术成为竞争者进入本行业的主要障碍。

从行业发展的角度，国家产业政策支持及产业技术升级为该行业提供了巨大增长空间；当前工业发展中节能环保的绿色制造技术应用趋势也为中小功率激光加工技术进一步打开市场空间；此外，国外发展中国家的激光设备需求也提供了我国激光设备行业发展的机遇。另一方面，我国激光产业发展时间较短，产品中的核心硬件如激光器制造技术基本为国外所掌握，制约了产业发展和技术水平进一步提高；同时下游行业对其激光切割优越性的认知程度还有待提高，实现大规模的行业应用仍需要一定时间的推广；我国中小功率激光切割设备行业尚处于成长初期阶段，企业规模较小，资金实力不足，也成为了限制国内中小功率激光切割设备行业快速发展的重要因素。

公司分析

公司在服装家纺行业激光应用占据领先地位。公司为行业内较早涉足服装家纺行业的企业。在此基础上，公司业务向制鞋箱包、产业用纺织品、家具装饰、广告工艺品、金属精密加工等领域拓展。报告期内，服装家纺行业销售稳定增长，年复合增长率为 16.76%，服装家纺外的其他五个行业销售收入亦快速增长，年复合增长率为 61.31%。

公司通过技术突破，不断丰富产品结构。公司产品除集中于处于优势地位的二氧化碳气体激光器产品外，也向固体激光器产品扩展，并成功应用于金属精密切割及金属、非金属固性材料打标行业；在产品层次上，公司不断通过技术突破，实现了从窄幅面加工向大幅面加工的跨越，从单头激光设备生产向双头、多头智能激光设备生产的功能提升，从低功率激光设备向中功率激光设备产品系列的层次飞跃，以设备方式集成激光行业应用解决方案，形成了品种丰富的产品线结构，四大产品线系列共 100 多种机型，可快速满足不同行业客户的个性化需求。

表 4：公司产品线系列及其主要应用行业

产品类型	产品线系列	主要应用行业
气体激光器	X-Y 轴系列	服装家纺行业、产业用纺织品行业
	振镜系列	制鞋与箱包、广告工艺品、服装家纺行业、家具装饰行业
	裁床系列	产业用纺织品行业、服装家纺行业
固体激光器	固体激光产品系列	金属精密加工

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

生产方面，公司主要采用订单生产方式，根据订单制订生产计划，按计划弹性安排生产，按照合同的要求为客户提供产品，满足客户需求。产品涉及的软件，全部由公司自主研究开发；产品涉及的硬件，如激光电源和运动控制系统等主要核心部件由公司自主设计和生产；由于资金等方面因素的限制，公司仅能自制部分金属管激光器，不能完全满足生产需要，目前仍以进口为主。

销售方面，公司对内销部分，产品均采用直销模式，通过内设事业部、外设办事处的方式立体交叉、分工协作紧密配合，有效降低了中间流通环节的费用。外销部分，公司根据国外客户是否为终端用户划分为直销和经销商两类客户。经过多年的市场拓展，公司直销、经销业务均取得良好的经营业绩，随着公司销售经验的积累及品牌效应的逐渐体现，直销业务比重呈上升趋势。此外由于公司下游客户多为中小客户，因此客户分布较为广泛，剔除代理出口的因素，公司前五大客户合计销售比例较低，公司不存在严重依赖某一客户情况。

公司主要以自有商标形式生产产品并销售，公司贴牌生产产品金额较小。随着公司业务规模的扩大，自有品牌效应的增强，公司未来贴牌生产的产品在营业收入的比重仍将维持较低水平。公司产品销售基本的定价原则为成本加成法，在制定价格之后再适当考虑市场需求和同行业类似产品价格，针对国内外不同的情况采取灵活定价策略。

表 5：公司产品直销、经销模式销售情况（单位：万元）

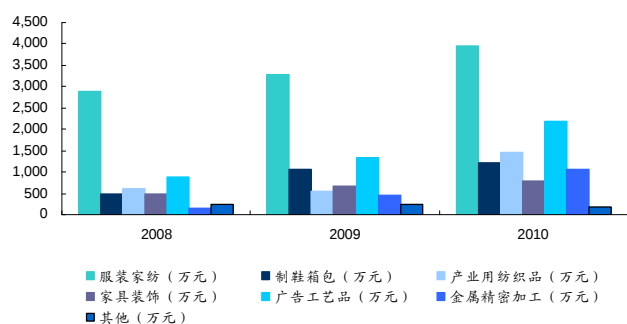
类别		2010 年度	2009 年度	2008 年度
国内	直销	5,178.09	3,874.60	2,113.09
	经销商	3,015.25	2,513.54	2,918.80
国外	直销	2,654.93	1,174.76	696.20
合 计		10,848.27	7,562.90	5,728.09

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司以服装家纺行业为立足点，逐步扩大对其他行业的推广力度。公司在发展初期，选择服装家纺行业作为公司产品应用的市场切入点，公司也是国内较早利用激光加工技术为服装家纺行业提供系统解决方案的企业。目前，公司产品系列在该行业的市场占有率 2009 年居国内第一。同时，依托在服装家纺行业积累的丰富的成功经验，公司迅速将业务向制鞋箱包、产业用纺织品、家具装饰、广告工艺品、金属精密加工等多个领域拓展并取得了良好的业绩。近三年公司在服装家纺以外行业的收入占主营业务收入比重分别为 45.17%、53.32%及 62.07%，整体呈上升趋势。

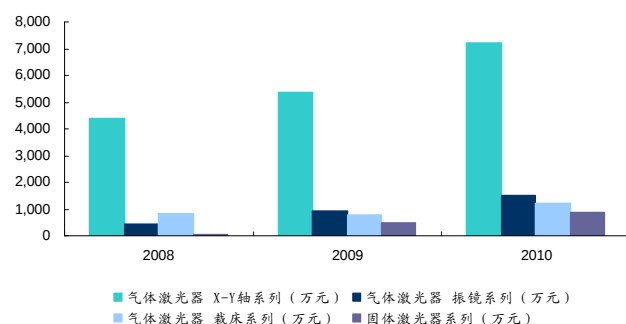
公司的产品结构正逐渐的向中高端产品调整，产品结构逐渐升级。X-Y 轴系列、振镜系列和裁床系列产品是公司的主要产品系列。其中 X-Y 轴系列是公司的第一大产品系列，也是公司进行市场培育和巩固市场份额的重要机型产品。振镜系列和裁床系列是公司的中高端产品系列，报告期内，上述两类产品系列合计销售收入占主营业务收入的比重分别为 21.73%、22.57%及 25.26%，比重逐年上升，说明公司的产品结构正逐渐的向中高端产品调整。

图 9：公司主营收入按业务类别分类（2008-2010）



资料来源：招股意向书，长江证券研究所

图 10：公司主营业务按产品类别分类（2008-2010）



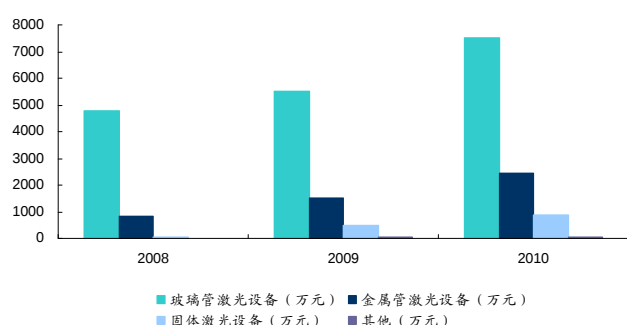
资料来源：招股意向书，长江证券研究所

公司不断拓展区域销售，形成区域和行业销售较为集中、但客户较为分散的特点。目前，公司产品已销往全球六大洲、

国内七大区，构建了遍布全球的营销网点。国内华东是我国服装家纺、制鞋箱包等制造加工业的集散地，亚洲其他国家（地区）如印度、韩国、印尼等也是制造加工业的重要区域，因此公司将其作为产品推广的重点市场。公司客户数量不断增加，从 2008 年的 508 个销售客户增至 2010 年的 1,029 个销售客户，每年新增客户的销售金额占营业收入 60% 左右。

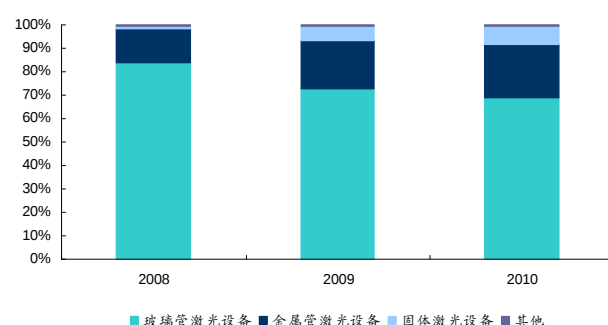
公司掌握金属管激光器自制技术，逐步扩大金属管激光设备的推广力度，通过高性价比产品占领中高端市场。报告期内，公司金属管激光设备保持快速增长趋势，销售收入从 2008 年的 847.25 万元上升至 2010 年的 2,446.67 万元，公司在掌握金属管激光器自制技术的基础上，逐步扩大金属管激光设备的推广力度，开辟新的下游市场和应用领域，通过高性价比产品占领中高端市场、满足客户多样化需求，2009 年和 2010 年公司金属管激光设备销售实现快速增长，分别比上年增长 80.49% 和 60.00%。

图 11：公司主营业务收入按照激光器类别分类



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

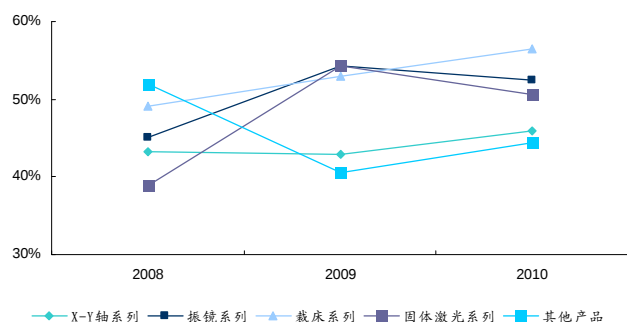
图 12：公司主营业务各激光器类别比例



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

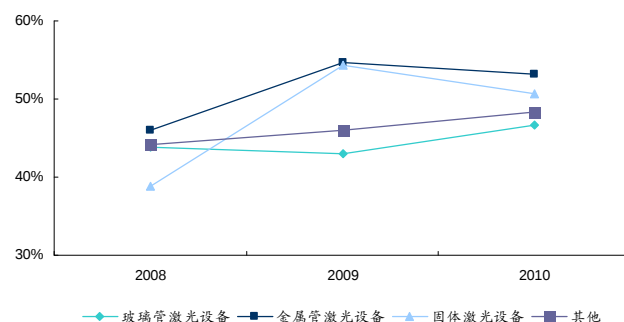
公司综合竞争力逐步加强，各类产品的毛利率均保持上升趋势，主营业务综合毛利率逐年提高。其中公司主要产品 X-Y 轴系列气体激光器随着附加值的提高，毛利率整体呈上升趋势，从 2008 年的 43.25% 上升至 2010 年的 45.89%。而振镜系列一般为面向中高端需求的定制化机型，均为金属管激光设备，售价较高，毛利率水平亦普遍较高。报告期内，振镜系列毛利率总体保持上升趋势，从 2008 年的 45.10% 上升至 2010 年的 52.38%。裁床系列亦为面向中高端需求的定制化机型，部分产品配置金属管激光器，售价较高，毛利率水平亦普遍较高。报告期内，裁床系列由于产品功能升级、原材料价格总体呈下降趋势以及金属管激光设备的比重提高等原因，毛利率保持上升趋势，从 2008 年的 49.10% 上升至 2010 年的 56.49%。

图 13：公司分产品毛利率情况（2008-2010）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 14：公司产品按激光器分类毛利率情况（2008-2010）



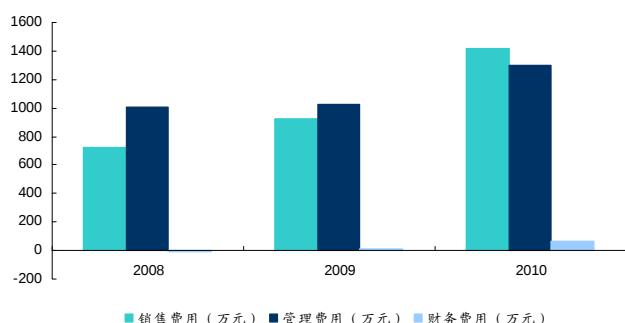
资料来源：招股意向书、长江证券研究部

公司固体激光产品占收入比重较小，但增长迅速，由于公司 2009 年新开发了功能更全、功率更高及产品附加值较高

的数款新产品，产品具有一定的定价权并采取撇脂定价策略所致该类产品毛利率由 2008 年的 38.81% 增长至 2010 年的 50.66%。2010 年公司固体激光产品毛利率较 2009 年略有下降，原因系 2010 年固体激光系列以金属切割机型为主，而 2009 年固体激光系列以打标系列为主，金属切割系列的毛利率略低于打标系列所致。

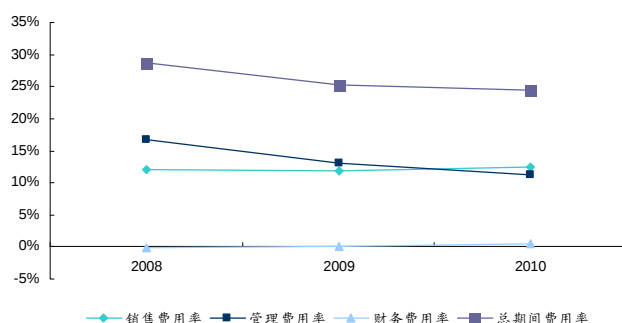
2008 至 2010 年，公司销售费用和管理费用逐年上升，主要是由于随着公司经营规模的扩大、业务的快速发展和收购盛兴业软件，员工增加、销售力度加大和研发力度加大等因素使职工薪酬、参展展会费、研发费、办公费等各项销售费用支出和管理费用支出上升所致。其中，管理费用 2009 年比 2008 年增长较少，主要原因系公司收购盛兴业软件后对其进行管理、研发资源进行整合，减少职能重复所致。期间费率角度，随着公司销售收入的扩大，公司总期间费用率呈现下降趋势。为真实反映金运激光与盛兴业软件的整体盈利能力，并使报告期内期间费用指标具有可比性，公司在分析期间费用时，以模拟财务报表为基础进行分析。报告期内，公司以模拟财务报表为基础的期间费用和期间费率如下图所示：

图 15：公司年度期间费用情况（2008-2010）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 16：公司年度期间费率情况（2008-2010）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

公司的竞争优势

公司是国内较早利用激光加工技术为服装家纺行业提供系统解决方案的企业，积累了丰富的行业应用经验，公司将在服装家纺行业丰富的成功经验快速复制，迅速地推广至其他应用行业取得了很好的成果。此外，公司经过多年的行业经验积累和持续的自主创新，在光机电一体化方面取得了一系列的创新成果，形成了颇具竞争力的技术优势。公司确立了全方位立体交叉营销与 3G 视频交互式营销相结合的创新营销模式，可全方位交叉辐射目标市场，有力保证了公司在竞争中抢得先机。同时，公司建立了以市场需求为导向的多部门快速联动机制，实现快速开发、生产和销售，从而快速地满足客户的需求。公司主要产品的高性价比优势明显，与国际同类产品比较具有明显的价格优势，与国内同类产品比较在产品的性能方面具有较大的优势。公司丰富完整的产品线可对下游行业进行全面覆盖，快速满足不同行业客户的个性化、多样化需求。另外，公司位于科教重镇武汉，地理位置优越，有利于紧跟市场与技术的发展趋势。

先进制造技术应用的行业经验优势

系统完善的行业应用解决方案是激光加工技术成功应用的关键。开发系统完善的行业应用解决方案，不仅需要掌握光机电的核心软硬件一体化技术，而且还需要长期的行业应用经验积累。公司是较早利用激光加工技术为服装家纺行业提供系统解决方案的企业，经过对服装家纺企业长期的跟踪调查，总结出服装家纺行业的市场需求特点，积累了丰富的行业应用经验，结合公司先进的光机电一体化激光加工技术，开发出独具特色的行业应用解决方案，从而快速奠定了公司在服装家纺行业的龙头地位。报告期内，公司在该行业的市场份额始终保持领先并持续提高，至 2009 年，公司市场份额达 49%。

公司将在服装家纺行业丰富的成功经验快速复制，迅速地推广至其他应用行业，并形成经验的再次积累，完善和改进

原有经验，实现经验不断复制和不断完善的良性循环，取得了很好的成果。2009 年，公司在制鞋箱包、产业用纺织品、家俱装饰、广告工艺品、金属精密加工等行业，市场占有率迅速提高，均已位居国内前列。在上述行业的成功经验，为公司不断扩大解决方案应用范围、持续提升市场地位提供了有力保障。

光机电一体化技术创新优势

公司经过多年的行业经验积累和持续的自主创新，已经在光机电一体化方面取得了一系列的创新成果，并将这些成果完整的融入系统解决方案中，形成了颇具竞争力的技术优势。主要包括：在光学系统方面，公司成功突破了金属管激光器的制造技术，并达到国内领先水平，填补了国内相关领域的空白；在电控系统方面，公司掌握了核心的激光电源和运动控制系统的开发技术，开发出专用的激光电源和运动控制系统；在软件系统方面，公司实现了基于 FPGA 的运动控制嵌入式软件、基于 ARM 的嵌入式管理软件和上层应用软件等激光设备软件的完整自主研发，形成了众多自主知识产权；在机械系统方面，先后开发出多个行业领先的机械结构，并形成多项专有技术。公司将长期的行业应用经验和光机电一体化的技术创新能力相融合，不断进行产品创新，实现了产品的持续优化升级，不仅提升了产品品质，丰富了产品结构，降低了产品成本；同时，由于掌握了关键技术，公司可以快速、精准地满足客户的多样化、个性化需求，并可根据客户的需求灵活地安排生产，形成柔性化的生产特点，进一步提升了公司的综合竞争力。

立体交叉的营销网络优势

公司通过多年以来对中小功率激光切割技术推广模式的探索和深刻理解，确立了全方位立体交叉营销与 3G 视频交互式营销相结合的创新营销模式。采用立体营销模式，可全方位交叉辐射目标市场。公司总部设置营销中心，通过在总部设置事业部并在全中国设立办事处的平行方式同时开展国内营销工作。事业部按照行业进行划分，办事处按区域划分并常驻技术服务人员，为客户提供全方位的售前、售中、售后支持和服务，事业部与办事处的业务立体交叉推进，相互竞争又相互促进。国外销售结合地区特点实行经销和直销、行业和区域销售共存的模式。

此外，中小功率激光切割技术应用行业广泛、客户分散，传统营销模式需配置庞大的营销网络，制约了中小功率激光切割技术的推广。对此公司逐渐搭建并完善 3G 视频交互式营销系统，克服了传统营销模式在时间和空间上的局限性，大大提高了营销服务效率，开创了行业内营销模式的先河。上述营销模式，不仅提高了营销效率、降低了营销成本，满足了客户多元化互动需求，而且还使公司及时了解到客户的使用情况和市场的最新需求，并能迅速反馈到公司经营的各个环节，提高公司研发再创新、方案升级及售后服务的实效。

快速响应优势

公司坚持市场驱动型的自主创新经营模式，建立了以市场需求为导向的、权责明确、激励到位、运转有效的多部门快速联动机制，使公司能在准确把握市场需求的同时，从研发、生产和营销的各个环节迅速作出响应，实现快速开发、生产和销售，从而快速地满足客户的需求。

此外，在快速、精准的把握市场需求的同时，公司亦实现了对客户服务的快速响应。一方面，公司全方位立体交叉的营销网络以及研发、生产和营销体系的快速响应能力，保证了对客户售前、售中和售后服务的及时性和有效性；另一方面，公司通过对关键技术的掌握，实现了产品关键部件的自产，使公司能在更短的时间内为客户达成服务目标，从而在对客户服务的响应速度上具备了明显优势。

产品高性价比优势

公司主导产品是集成行业应用解决方案的中小功率激光切割设备，是公司在总结大量客户需求基础上多年行业经验积累的结晶。产品品质高，界面友好，易于操作，性能稳定，功能完善，与传统机械机床比较，具备高性能、低价格的显著优势，不仅能帮助客户提高效率、降低成本、增加产品附加值，而且价格还远低于传统机械裁床；与国际同类产品比较，由于生产成本较低、生产柔性化等特点，具有明显的价格优势；与国内同类产品比较，由于公司采用的原材料品质较好，加之掌握了关键技术，在产品的性能方面具有较大的优势。

完整的产品系列优势

公司经过长期的行业经验积累和持续的研发创新，现已形成品种丰富的产品结构，包括 X-Y 轴、振镜、裁床及固体激光四大产品系列共 100 多种机型，可对服装家纺、制鞋箱包、产业用纺织品、家俱装饰、广告工艺品和金属精密加工等行业进行全面覆盖，快速满足不同行业客户的个性化、多样化需求。

良好的区位优势

公司位于“九省通衢”湖北武汉，武汉是中国最重要的科教基地之一，科研力量雄厚，专业人才济济；同时，武汉也是中国最重要的光电信息产业基地之一，光电子相关产业配套齐全，被誉为“中国光谷”。公司地处武汉，不仅能及时掌握最新的光电产业市场动向及光电前沿技术信息，而且能发掘和吸引所需优秀人才，使公司能紧跟市场与技术的发展趋势。此外，武汉位于中国的中部地区，地理位置优越，水陆交通发达，贸易往来顺畅，为公司拓展业务提供了良好的环境。

募资投向分析

本次募集资金的投资安排是围绕公司主营业务展开，着眼于公司产品升级、产能扩大，提升研发、营销服务能力。中小功率激光设备异地技改项目及中小功率金属射频激励二氧化碳激光器产业化项目的实施，将大幅增加公司产能、降低产品成本，有效提高公司的市场份额；营销网络建设项目将提升公司营销和服务能力，增强公司核心竞争力；研发中心建设项目的实施能进一步提升公司的研发能力，增强自主创新能力；其他与主营业务相关的营运资金项目将可降低资产负债率、优化公司财务结构。因此募集资金投资项目不会导致公司生产经营模式发生变化。

根据发行方案，公司本次拟向社会公开发行人民币普通股（A 股）不超过 900 万股，所募资金将用于五个项目。其中，中小功率金属射频激励二氧化碳激光器产业化项目，拟利用公司自主研发的金属管激光器制造技术，实现 150W 金属管激光器 800 只和 300W 金属管激光器 200 只的年生产能力。中小功率激光设备异地技改项目拟在保持现有玻璃管激光设备生产规模的基础上，扩大 150W、300W 金属管激光设备和固体激光设备的生产规模。项目建成后产品年产能将达到 2,200 台。营销网络建设项目计划在武汉总部建立 3G 视频交互式营销系统，将现有广州、上海、天津、重庆办事处升级为一级办事处，并在全国新设办事处 21 个，实现对全国主要销售区域的覆盖。项目建成后，将拥有全国性服务营销体系、快速响应客户需求、能够进行直观有效的激光应用解决方案和服务演示等全方位一体化的营销服务网络体系。研发中心建设项目在公司已有的技术资源基础上，整合并扩大研发队伍，扩建、新建各项目研发部实验室并配套完备设施。项目建成后将形成高效强大的激光技术应用研发和基础研发实力，进一步提升盈利能力。

表 6：公司募投项目计划

项目名称	募集资金 投资总额 (万元)	建设期 (月)	募集资金使用计划		达产后产能	项目备案情况
			第一年	第二年		
中小功率金属射频激励二氧化碳激光器产业化项目	2,819.36	6	2,002.02	817.33	年产 150W 金属管激光器 800 只和 300W 金属管激光器 200 只	2009010236510033
中小功率激光设备异地技改项目	5291.60	7	3,677.78	1,613.83	年产 2200 台中小功率激光设备	2009010236510034
营销网络建设项目	2,563.10	24	1,562.00	1,001.10	全国性服务营销体系一体化服务网络体系	2009010236510035
研发中心建设项目	1,996.81	6	1,996.81	-	高效强大的激光技术应用和基础研发实力	2009010236510032
其他与主营业务相关的 营业资金项目	-	-	-	-	-	-

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

风险提示

市场开发风险：中小功率激光切割设备应用范围广泛，但由于发展时间较短，中小功率激光切割设备普及率较低，行业尚处于成长初期阶段，需要进行持续和深入的市场开发。市场开发不仅需要对接潜在客户进行培训引导和需求挖掘，还需要较大力度的产品宣传和技术推广，提高产品的市场接受认可程度。报告期内，公司采取参加行业展会、区域宣传等方式进行全方位的市场开发，由此产生的推广服务费、差旅费等相关费用较大，占营业收入的比重（模拟财务报表口径）分别达：4.63%、4.37%和 3.97%。但公司若不能持续采取有效的市场策略和销售措施，将面临一定的市场开发风险，从而导致公司业绩下滑。

市场集中风险：公司主要客户集中于服装家纺行业，报告期内，公司来自于服装家纺行业的收入占公司营业收入的比重分别为 48.37%、42.10%及 36.38%，市场较为集中。近年来公司逐步向其他细分行业渗入突破，已在制鞋箱包、产业用纺织品、家俱装饰、广告工艺品及金属精密加工等众多行业取得较高的市场份额，报告期内在上述市场的销售收入呈逐年上升趋势。但由于服装家纺行业仍是公司销售收入的主要来源，若该行业对中小功率激光切割设备需求发生变化，将直接对公司的经营业绩产生较大的影响。

核心技术失密风险：公司产品科技含量较高，在核心关键技术上拥有自主知识产权，且多项核心技术为行业创新，是公司产品核心竞争力。公司多项关键技术由部分核心技术人员掌握，虽然公司已建立健全保密制度，与主要核心技术人员已签署了保密协议，主要核心技术人员均持有公司股份，且公司核心技术体系完备，个别技术失密并不能造成公司整个核心技术体系的失密，公司历史上也未曾出现因技术人员流动而造成公司技术泄密之情形。但上述仍不能完全保证技术不外泄或核心技术人员不外流，如果出现技术外泄或者核心技术人员外流情况，将会影响公司持续的技术创新能力。

募集资金投向风险：本次募集资金项目达产后，公司金属管激光器产能将增加至 1,000 只/年，产能的扩大仍将对公司的生产管理和质量控制能力提出挑战。此外，金属管激光器产业化后亦将面临一定的市场开拓风险。作为中小功率激光切割行业未来主要发展方向，虽然金属管激光器市场前景广阔，公司也制定了合理、切实可行的市场规划和销售措施，预计可顺利消化新增产能，但若公司未来不能有效地拓展产品市场，或届时市场发生重大不利变化，将对公司金属管激光设备的销售产生不利影响，从而降低募集资金的使用效率，影响公司的盈利增长能力。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	114	178	280	392	货币资金	54	350	367	425
营业成本	59	91	142	201	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	56	87	137	191	应收账款	11	17	27	38
% 营业收入	48.7%	48.8%	49.2%	48.7%	存货	41	63	99	139
营业税金及附加	0	0	1	1	预付账款	5	8	1	2
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	14	22	34	46	流动资产合计	111	438	495	605
% 营业收入	12.4%	12.4%	12.0%	11.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	13	20	32	45	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	固定资产合计	161	175	205	209
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	27	44	72	100	其他非流动资产	-157	-157	-157	-157
% 营业收入	24.0%	24.8%	25.9%	25.5%	资产总计	116	457	544	658
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	15	0	0	0
利润总额	31	44	72	100	应付款项	18	27	43	60
% 营业收入	26.8%	24.8%	25.9%	25.5%	预收账款	8	12	19	27
所得税费用	4	6	9	13	应付职工薪酬	1	2	2	4
净利润	27	38	63	87	应交税费	1	1	2	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	0	0	0	0
的净利润	26.7	38.3	62.9	86.9	流动负债合计	43	43	67	94
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.76	1.09	1.80	2.48	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	19	32	58	73	负债合计	43	43	67	94
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	73	414	477	564
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	73	414	477	564
固定资产投资	-3	-24	-42	-17	负债及股东权益	116	457	544	658
其他	-6	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-8	-24	-42	-17		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.762	1.095	1.797	2.482
股权融资	4	302	0	0	BVPS	2.82	15.93	13.63	16.11
银行贷款增加 (减少)	15	-15	0	0	PE	39.38	27.40	16.70	12.09
筹资成本	1	0	1	1	PEG	0.82	0.57	0.35	0.25
其他	-3	0	0	0	PB	10.62	1.88	2.20	1.86
筹资活动现金流净额	16	288	1	1	EV/EBITDA	34.90	12.97	8.27	5.61
现金净流量	27	295	17	58	ROE	36.3%	9.3%	13.2%	15.4%

分析师介绍

彭琦，同济大学经济管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

涂悦，中欧商学院工商管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，从事通信行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。