

证券研究报告—更新报告

信息技术

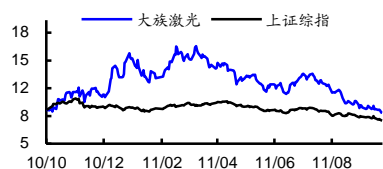
IT 硬件与设备

大族激光(002008)
推荐

目标价： 12.00 元 昨收盘： 8.75 元

(维持评级)

2011年10月10日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|--------------------|
| 总股本(百万股) | 1,044.4/946.1 |
| 总市值(百万元) | 9,138.5/8,278.7 |
| 沪深300/深圳成指 | 2,359.22/10,292.33 |
| 12个月最高/最低(元) | 25.29/8.75 |

相关研究报告:

- 《大族激光-002008-电子设备巨头，新能源、新光源领域再创辉煌》——2011-4-15
- 《大族激光-002008-左三个、右三个战略清晰，光伏设备即将爆发》——2010-12-15
- 《大族激光-002008-PCB设备获得重大订单》——2010-11-25
- 《大族激光-002008-储备项目潜力巨大，市场前景业绩良好》——2010-11-8

证券分析师：段迎晟

电话： 0755-82130761-1835
 E-mail: duanyingsheng@guosen.com.
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120014

联系人：高耀华

电话： 0755-82130771
 E-mail: gaoyohua@guosen.com.cn

更新报告

大功率激光切割及专用设备发力，成长可持续有必要重估价值

●业务清晰成长可持续，竞争力持续增强有必要重估价值

公司的业务结构和发展战略清晰，3个领域的激光通用加工设备以及3个行业的专用设备；公司在小功率激光加工领域具备全球领先的竞争力，大功率激光切割设备技术进步进入高成长期，PCB设备业务成长实现收入和毛利率双重提升，光伏设备和LED设备有望在2-3年内成长为公司的重点盈利业务。公司业务结构合理，现金流产品，明星业务和未来的储备业务都具备，具有可持续的成长性，目前的估值相对较低，有必要对公司进行价值重估。

●大功率激光切割设备和PCB设备处在高速成长期

公司的大功率激光设备有望连续2年增长超过75%，并在未来几年都保持50%以上的成长速度，国内具备较大的市场空间；PCB设备除了传统的机械钻孔保持优势之外，检测设备有新产品推出，而激光钻孔随着国内PCB厂商的技术进步也将获得较快发展，新产品的占比提高将提升PCB设备的毛利率。

●光伏设备将迅速成长为主要业务，LED设备等待关键设备投产

公司的光伏设备将迅速成为主要贡献业绩的业务，目前的扩散炉和PECVD在市场上有较强竞争力，且后续还会有其他设备推出；LED设备则在目前的设备基础上，最关键的焊线机已经小规模销售，后续的量产出货将极大增加公司的LED设备的竞争力和市场需求，未来有望迎上国内LED行业的爆发。

●小功率激光焊接设备短期受大客户影响，小功率设备的竞争力无忧

公司的小功率激光加工设备具备全球领先的竞争力，2011年上半年由于苹果系公司的采购减少影响公司小功率激光焊接设备的收入，但是公司竞争力没有影响，未来仍将随着电子行业激光加工设备的渗透率提高而实现增长。

●合理估值在11.45~12.9元/股之间，维持“推荐”评级

公司11-13年EPS分别为0.43元、0.59元和0.75元；如果对公司的成长性业务和成熟业务给不同的估值，测算未来3年成长性业务的毛利占比为44%、50.2%和55%；公司的合理估值为11.45-12.9元之间，维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|----------|-----------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,950.37 | 3,109.09 | 4,085 | 5,545 | 7,293 |
| (+/-%) | 13.72% | 59.41% | 31.4% | 35.8% | 31.5% |
| 净利润(百万元) | 3.13 | 375.67 | 444 | 616 | 788 |
| (+/-%) | -97.69% | 11916.11% | 18.2% | 38.8% | 27.9% |
| 每股收益(元) | 0.00 | 0.54 | 0.43 | 0.59 | 0.75 |
| EBIT Margin | 3.87% | 18.73% | 15.2% | 16.4% | 16.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 0.16% | 15.65% | 16.4% | 19.6% | 21.3% |
| 市盈率(PE) | 1,948.68 | 16.22 | 23.0 | 16.5 | 12.9 |
| EV/EBITDA | 49.15 | 9.59 | 16.6 | 12.5 | 10.3 |
| 市净率(PB) | 3.06 | 2.54 | 3.76 | 3.24 | 2.76 |

独立性声明:

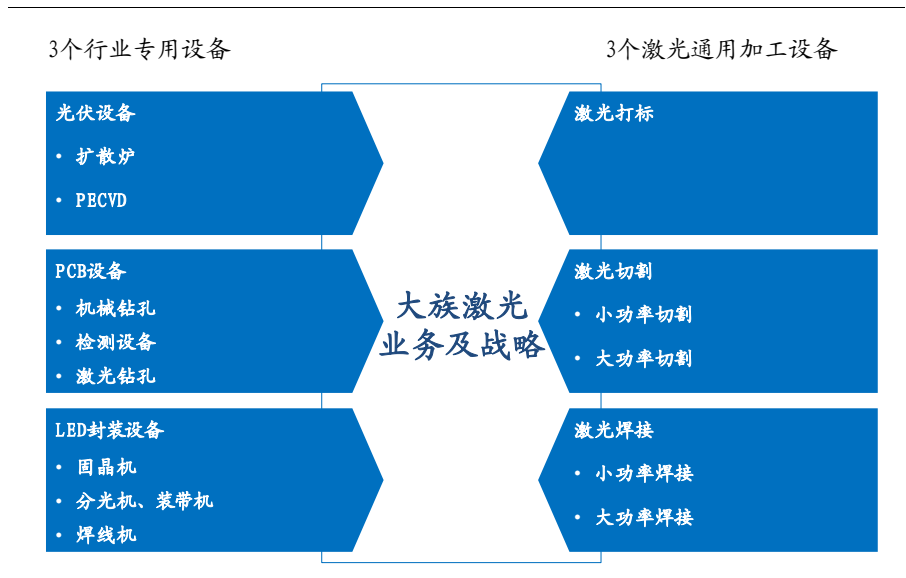
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

业务清晰成长可持续，竞争力增强有必要重估价值

公司在激光打标、小功率激光焊接、小功率激光切割领域拥有全球领先的竞争力；大功率激光切割设备既 10 年实现 119% 的增长之后，11 年有望继续实现 75% 以上的成长，且在未来几年保持高成长性；公司的 PCB 设备逐渐为主流厂商大规模供应，且毛利率保持上升；储备中的光伏设备、LED 设备、大功率激光焊接设备在未来都有巨大潜力。

公司具备可持续的成长性，业务有进有退发展思路清晰，主要业务竞争力持续增长，目前估值相对于电子行业的平均估值约有 30% 的折价，我们认为有必要对公司进行价值重估。

图 1：大族激光的产品线结构：3 个专用设备+3 个激光加工设备



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

公司是国内激光加工及电子设备行业的领先企业，目前正在激光打标、小功率激光切割、小功率激光焊接领域具备全球领先的竞争力，在消费电子产品的激光加工领域拥有包括苹果、富士康等在内的优质客户。

随着公司业务的发展，逐步在大功率激光切割设备、PCB 设备领域取得较强竞争力，通过 07、08 年的增发，公司巩固小功率激光设备的同时，大功率激光加工设备逐步成为新的主力业务。在激光设备业务上，公司已经可以自产固体激光器、CO₂ 气体激光器；加上公司长期在应用领域积累的加工工艺、软件系统、直线电机等技术，公司已经成为激光加工领域一流的方案提供商。

从 09-10 年开始，公司逐步进入 LED 设备及光伏设备领域，成为激光设备、电子元器件及新能源领域的设备供应商。

与市场认识不同之处：业务结构清晰、有壁垒、成长可持续、短期业绩有保障

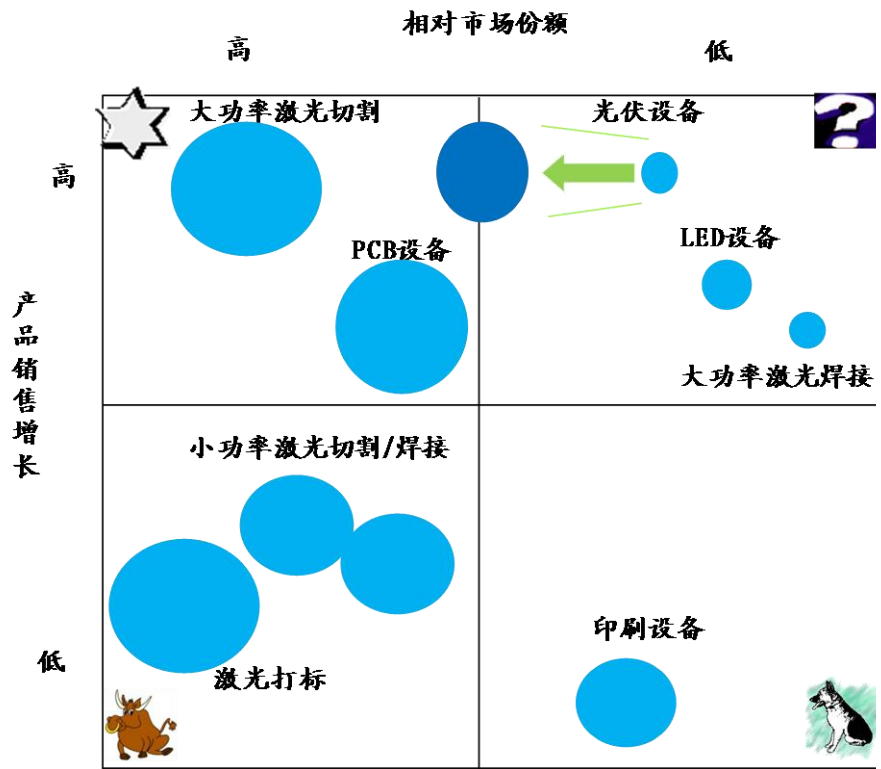
市场上通常会有观点认为公司业务复杂、看不清楚，所以应该给低于行业平均的估值，我们认为公司的业务及产品结构线非常清晰，即 3 个激光通用加工设备+3 个行业专用设备。激光加工设备领域注重营销，拓展行业应用，巩固公司的设备制造及应用方案的优势；行业专用设备上加强研发，推出符合市场需求和技术发展趋势的关键设备，深化行业理解。

市场有观点认为公司部分小功率激光加工设备属于集成业务，壁垒较低；我们认为，公司的不仅有技术方面的壁垒，还有更重要的体现在品牌、规模、售后服务、销售渠道等方面，而且公司一半以上的激光器都是自产，相关组件可以自产，在行业方案、机电一体化能力、加工工艺等方面都是新进入的小公司不能比的。即使是相对成熟的小功率激光设备，公司的产品毛利也在近几年保持在较高水平，而且没有下降的趋势，是公司产品壁垒的体现。

实际上，设备领域的集成是壁垒非常高的，许多领域的设备集成都是国外厂商寡占，大族激光经过多年的努力探索，逐步成为几个行业的有竞争力系统集成商，如大功率钣金切割、激光 PCB 钻孔、紫外激光加工应用系统等。

另外，市场有观点认为公司经过多年的发展已经比较成熟，很难有比较高的成长，而且作为电子设备，受电子行业的资本支出影响较大。我们认为，公司的大功率激光切割设备、PCB 设备仍在高速增长阶段，光伏设备有望迅速成为主力业务，LED 设备在关键设备研发成功之后仍有较大潜力，公司还有较大的成长空间，而且具备可持续的成长性。同时，随着公司大功率激光加工设备的业务占比提升，对电子行业的资本依赖在逐步减小，将随着国内制造业装备升级获得持续的成长。

图 2: 大族激光主要产品的增长-市场份额矩阵



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

公司业务有进有退，2010 年出售成长乏力的医疗业务，我们预计公司未来有可能

进一步剥离前景一般的激光制版及印刷设备业务，强化主营业务能力。

有市场观点担心今年电子元器件行业景气度较差，可能会出现公司业绩低于预期的情况，甚至出现 08/09 年营业利润下滑的情况。我们认为公司今年短期的业绩是有保障的，公司上半年归属于母公司股东净利润同比增长 65.3%，扣非后净利润增长 61.3%，而预告的前三季度扣除非经常损益后归属于母公司股东净利润增长 14%-43%（考虑到去年同期有土地出让收益和股权出让收益，净利润同比下降 0-20%）；公司全年业绩比较确定，我们预计全年归属于母公司股东净利润增长 21.8%，扣除非经常性损益之后同比增长约 61%。

此外，公司由于大功率激光切割设备的快速成长，对电子行业景气程度和大客户资本开支的依赖已经减小很多，加上下半年光伏设备的收入确认相对上半年更多，公司短期业绩确定性非常高。

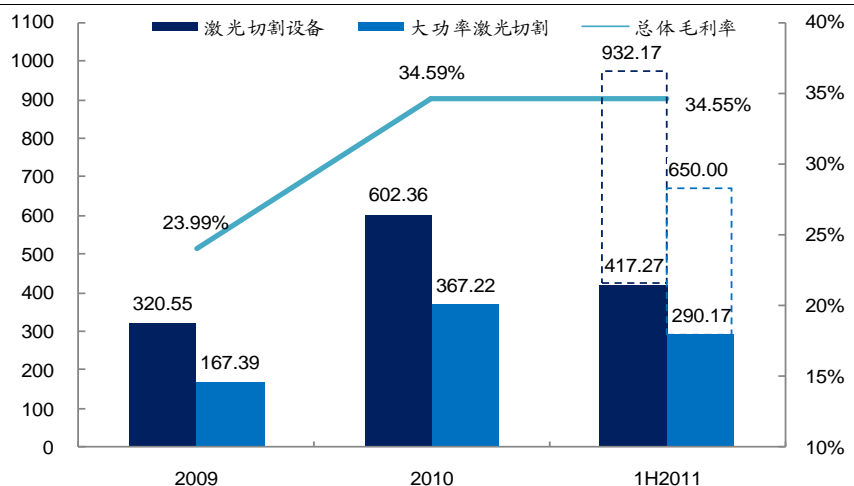
大功率激光切割设备随国内制造业升级和公司技术进步实现高成长，市场空间大

公司的大功率激光切割设备 10 年实现 3.67 亿收入，同比增长 119%；由于一半以上的激光器自产，激光切割设备总体（大功率+小功率）毛利率提高 10.6%达到 34.6%；11 年上半年，大功率激光设备实现收入 2.9 亿元，继续大幅增长，我们预计全年可以实现收入约 6.5 亿元，同比增长 77%。

我们认为，公司的大功率激光设备有望在未来几年持续保持 50%以上的高速成长。

由于国内的大功率激光切割设备保有量较低，目前仅有 2000-3000 台，而欧洲的主要工业国家都有上万台的大功率激光切割设备，中国作为制造业大国，激光设备还有巨大的市场空间，而且随着国内制造业的升级，高端装备的需求必然持续增加，公司作为激光加工设备的龙头企业，必然将持续受益。

图 3: 大功率激光切割设备及激光切割设备整体的收入和增长



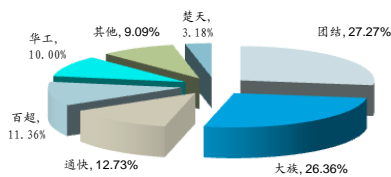
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在激光加工领域的多年积累，已经形成了深厚的积累，包括加工工艺、控制系统、直线电机等方面；公司已经形成了有大族特色的标准化系列产品和品牌，大族 G3015F 机床在 2010 年实现 85 台销售，在机加领域形成较强的品牌。

一方面，公司在该领域得到高端客户的认可，包括徐工集团在今年的招标中供应 9 台高功率激光切割机；另一方面，该领域的市场需求决定了客户以广大中小客户为主，业务不会像小功率激光设备一样受到大客户采购的影响波动。随着公司激光器资产比例的提高，该业务的毛利率将至少可以维持目前水平。

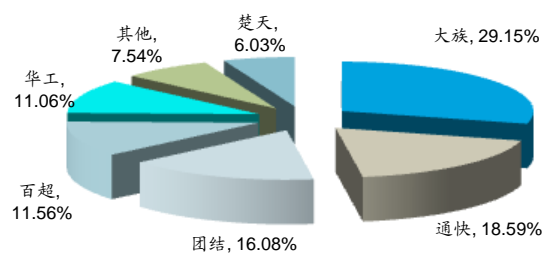
在国内的高功率激光切割市场上，通快（TRUMPF）和百超（BYSTRONIC）仍旧在高端市场上占据重要的地位；而大族从 05 年进入市场以后，就以追赶者的身份较快成长，销售额维持高速增长，在高端市场上也逐步占据一定地位；另外同 IPG 的战略合作以及技术和应用上的进步，目前在光纤激光市场占据 90% 以上的份额，未来同其他厂商的差距会进一步拉大。

图 4：2010 年国内大功率激光切割设备销售市场份额



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 5：2011 年国内大功率激光切割设备销售市场份额



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

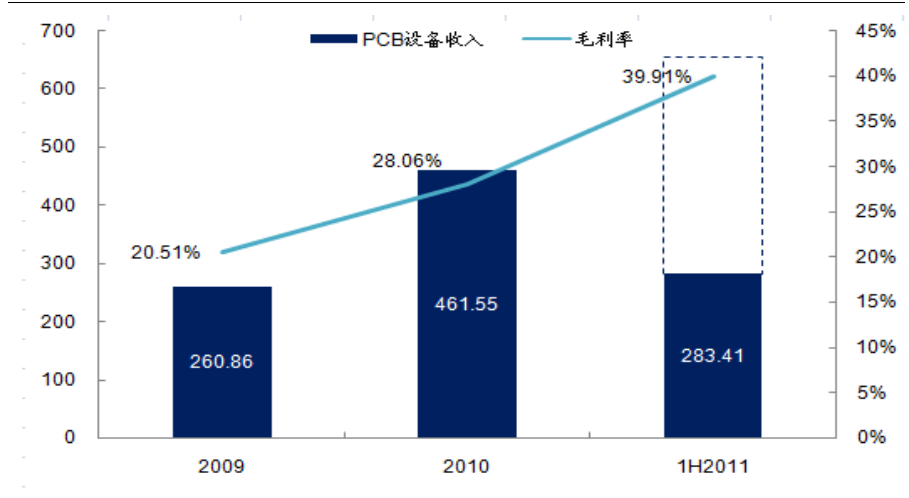
PCB 设备随智能手机的需求高成长，HDI 化对激光钻孔和检测设备的需求增加且毛利率提升

公司的 PCB 设备涉及产值前 5 大设备的其中 4 种，包括机械钻孔、激光钻孔、检测设备和成型设备；其中检测设备和机械钻孔具备较强竞争力，激光钻孔同领先的三菱和日立有一定差距，但是随着国内的 PCB 厂商在一同进步，今年以来实现了较大的进步。

公司的 PCB 设备经过多年的发展，实现了重点市场和客户的拓展，2010 年实现 4.62 亿元的收入，同比增长 76.9%，毛利率提升 7.6% 达到 28.06%，同五株电路板一次性签订 1.7 亿元的设备合同；11 年上半年实现 2.83 亿元的收入，同比增长 46.2%，毛利率大幅提升 11.8% 达到 39.9%。

近几年的手机高速发展，给 PCB 行业带来较大的增长动力；相对于涂层、电镀等工艺，钻孔是按每个孔进行加工，所以生产效率较低，随着多层板增加，必须通过增加钻孔机的数量来提高效率；而随着对于 PCB 品质的要求提高，检测设备的需求也较大增加；目前 PCB 设备中，钻孔设备和检测设备是产值和需求最大的两类设备，而公司的设备也集中在钻孔和检测。

图 4: PCB 设备的收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

激光钻孔主要用于加工盲孔, 专用于 HDI 板; 目前三菱和日立在激光钻孔设备上具备绝对的优势, 公司的主要客户集中于国内, 随着自身的技术进步及性价比优势, 近几年成长性良好。

相对于传统手机而言, 智能手机的功能较多, 需要用 2 阶以上的 HDI 板才能符合要求, 而 HDI 的工艺、技术人员跟传统工艺差别很大, 同样的生产线要求的设备更高; 除了智能手机之外, 汽车电子业主要采用 HDI 工艺, 公司的激光钻孔设备未来将随着国内的 PCB 厂商共同成长。

表 1: PCB 制造的钻孔、成型及检测设备主要供应商

| 工艺段 | 代表设备 | 主要供应商 |
|---------|-----------|------------------------------|
| HDI 板钻孔 | 激光钻孔机 | 三菱、日立、住友、大族激光、美凯 |
| 机械钻孔 | 机械钻孔机 | 日立、玛尼亚、大族激光、东台精机、科杰、浣泽科、大量数控 |
| 成型 | 激光切割机 | 大族激光、大赢数控 |
| 检测 | 间测、AOI 检测 | 麦逊电子、安捷伦、泰瑞达、玛尼亚、德律科技 |

资料来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所整理

另外, 随着终端厂商对于 PCB 性能要求的提升, 检测设备的需求在逐渐增加, 除了间测, 公司逐渐推出的全检设备有更大的需求; 而且公司的检测设备技术上做到芯片级自主研发, 在市场上有较强的竞争力, 是国内最大的 PCB 检测设备供应商。随着 HDI 板的占比增加, 对于检测设备的需求也在大幅增加, 公司的检测设备也将保持较好的成长性。

作为传统的机械钻孔设备, 公司在国内市场的仅次于三菱和 Mania; 虽然国内占了全球 PCB 生产面积的 80%, 但是以低端为主, 所以产值还不足一半; 但是随着国内厂商的技术进步, 国内的 PCB 行业的结构性调整处在良性阶段; 由于 Mania 将生产厂设在德国本土, 所以在市场上的成本压力逐渐加大, 公司的机械钻孔设备也保持较好的成长性。

公司除了检测设备有新产品推出, 激光钻孔的技术进步之外, 公司是 PCB 设备供应最齐全的厂商; 各类设备之间存在一定协同效应, 客户在建设生产线的时候会同意采购各类设备, 公司的 PCB 设备业务成长性良好, 且竞争力持续增强。

光伏设备有望迅速成长为主力业务，分享产业盛宴

公司的光伏设备作为 10 年的新业务，于 10 年获得 2.04 亿元合同订单，确认收入 2938 万元；11 年上半年实现 6396 万元收入，净利润 2227 万元。

由于是新业务，按照公司的订单和收入比例来看，公司在收入方面确认相对较谨慎，但是无论从自身业务的增长，还是从相关设备的客户和市场份额来看都具备较好的竞争力。

虽然整个市场由于 10 年开始的电池片产能大幅扩张出现短期内的供过于求，但是整个光伏行业还在初始期，即使在推广最早的欧洲，目前太阳能发电量占总发电量仍不到 0.1%，未来仍有巨大的空间。随着国内太阳能电价补贴政策的出台，中国市场虽然规模有限，但是短期内也为整个光伏市场提供了新的需求。

公司目前主要的设备是扩散炉和管式 PECVD，我们预计公司后续还会有其他设备，包括连续性扩散、分选设备等，公司在硅片端的多晶硅铸锭炉也有相关的技术储备。

我们预计，未来 2-3 年内，公司的光伏设备业务会迅速成长，成为公司的主要业务之一，较大幅度增加公司业绩。

LED 设备等待关键设备量产，等待行业性机会

公司的 LED 设备主要是固晶机、分光分色机和装带机，目前关键的焊线机于今年实现小规模销售，后续有望实现量产出货；LED 设备主要在子公司大族光电设备公司经营，此外公司还有 2 个从事封装业务的子公司路升光电和国冶星，1 个从事 LED 应用的子公司元亨光电。

作为设备厂商，公司收购 LED 封装及应用企业主要是为了更好的理解行业的需求，所以 LED 设备的发展才是关键。

2011 年上半年公司 LED 设备及产品共实现收入 1.84 亿元，由于整个 LED 行业利润率下降，公司 LED 业务相关的毛利率下降到 18.71%；其中，大族光电亏损 332 万，路升光电亏损 432 万，元亨光电盈利 43 万元。

作为一个相对较新的行业，国内的 LED 设备都刚刚起步；而随着 LED 产品价格不断下降，产品普及，LED 照明代替传统照明将是一个逐渐的过程。

公司的 LED 设备主要技术团队来自于行业中的领先公司 ASM 和 ITM，预计年底之前焊线机有望实现量产；作为封装领域的关键设备，焊线机的量产出货将极大的提高公司的市场竞争力，LED 设备有望实现较大的突破和发展。

小功率激光设备短期受大客户影响，竞争优势未改

公司的小功率激光加工设备在全球都具备较强竞争力，尤其是在电子产品领域，同 APPLE、NOKIA、MOTO、三星、索爱、LG、HP 等制造商都有良好的合作关系。另外，苹果率先将激光加工设备大规模应用于电子产品的加工，公司也借此将小功率激光加工设备大规模应用于电子产品加工领域；公司在 10 年提供了用于 iPad 制造的几乎全部激光点焊设备和部分的 iPhone4 激光点焊设备，进一步确立了公司在精密激光焊接领域的行业领跑者地位。

但是，相应的风险就是对大客户的依赖，过去几年由于苹果公司的采购量较大，持续成为公司的前 5 大客户，而 2011 年上半年由于苹果系（包括富士康等 OEM 厂商）的采购量减少，公司的激光焊接设备较 10 年出现一定下滑。

公司 11 年上半年激光焊接设备实现收入 8097 万元，同比下降 48.93%，产品毛利率为 53.91%。

可以看到的是，公司的小功率焊接设备收入下滑不具备持续性，也不影响公司的竞争优势；主要原因在于苹果系厂商在 09-10 年大规模投资 iPad 生产线之后，后续设备采购量的短期减少。

但是，从苹果公司开始，未来的电子产品采用激光焊接设备将成为一个发展趋势，激光焊接有诸多优势，不需要助焊剂、非接触焊接、焊缝强度提高、软件控制脉冲电压精度更高，是柔性化制造必然的发展趋势。

公司作为小功率激光焊接领域的龙头企业，该业务将随着电子产品激光加工的发展持续受益。

目前价值低估，维持“推荐”评级

我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.43 元、0.59 元和 0.75 元，对应当前股价（8.75 元）的市盈率分别为 20 倍、15 倍和 12 倍；而电子行业 11 年和 12 年的动态市盈率分别为 30 倍和 20 倍，公司有 21%-33% 的折价率，从行业平均相对估值的角度来看公司存在一定低估，按照行业平均市盈率估算，公司的价值应该为 11.8 元-12.9 元。

公司 11-13 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润增长分别为 61.0%、38.8% 和 27.9%，3 年的 CAGR 为 41.9%，按照 PEG 的估值计算，公司价值同样存在一定低估。

如果将公司的业务分为成长性业务和成熟业务，按照成长性业务和成熟业务分别估值；其中，成长型业务包括大功率激光切割设备、数控设备、光伏设备、大功率激光焊接设备和 LED 设备，成熟业务包括激光打标设备、小功率激光切割设备、小功率激光焊接设备、激光制版及印刷、其他设备以及其他业务收入。

为了简化以及可跟踪，忽略各业务的费用率和所得税率差异，按照毛利的比例来计算，我们预计 11-13 年成长性业务的毛利占公司全部业务毛利的比例为 44%、50.2% 和 55%。其中，成长性业务的毛利于 11-13 年增长分别为 89%、51% 和 42%，3 年 CAGR 为 59.4%；成熟业务 11-13 年的增长分别为 12%、18% 和 17%，3 年的 CAGR 为 15.6%。

也就是说，不考虑费用率和所得税率的差异，公司 11 年扣非后 EPS 的 0.43 元中，成长性业务为 0.19 元，成熟业务为 0.24 元；12 年扣非后 EPS 的 0.59 元中，成长性业务占 0.30 元，成熟业务占 0.29 元。由于成长性业务具有 3 年 59.4% 的 CAGR，而且拥有巨大的成长空间，给予 11 年 35 倍和 12 年 25 倍的动态市盈率；成熟业务虽然增速相对较低，但是公司的主要业务在全球都具备较强竞争力，作为高端装备业务也具备可持续的增长，给予 11 年 20 倍和 12 年 15 倍的市盈率，公司相应的估值为 11.45 元-11.85 元。

此外，在公司最新公告的 11 年半年报中，我们可以看到有其他综合收益 1.84 亿元，主要是持有 3 个上市（PPA.F, PRI.MA, IPGP）的股权，如果未来出售，将会转为

投资收益，增加处置当期投资收益。

所以，我们测算公司的合理价值应为 11.45-12.9 元之间，目前公司的价格存在一定低估，我们维持对于公司的“推荐”评级。

表 2: 利润预测表 (百万)

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入 | 1950 | 3109 | 4085 | 5545 | 7293 |
| 营业成本、税金 | (1218) | (1835) | (2415) | (3256) | (4356) |
| 营业利润 | 732 | 1274 | 1670 | 2290 | 2937 |
| 营业费用 | (325) | (436) | (511) | (682) | (875) |
| 管理费用 | (288) | (394) | (511) | (665) | (839) |
| 财务费用 | (21) | (78) | (73) | (82) | (107) |
| 营业利润 | 90 | 402 | 623 | 911 | 1184 |
| 投资、补贴及营业外收支 | 65 | 180 | 100 | 60 | 60 |
| 税前利润 | 42 | 502 | 615 | 869 | 1117 |
| 所得税 | (9) | (51) | (92) | (130) | (168) |
| 少数股东损益 | (30) | (76) | (78) | (122) | (161) |
| 净利润 | 3 | 376 | 444 | 616 | 788 |
| EPS (元/股) | 0.00 | 0.54 | 0.43 | 0.59 | 0.75 |
| EBIT | 90 | 402 | 623 | 911 | 1184 |
| EBITDA | 165 | 512 | 776 | 1083 | 1370 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、如果中国的制造业发生较大困难，可能会影响公司大功率激光加工设备的销售；
- 2、如果光伏行业景气度持续向下，可能会影响电池片厂的资本开支，影响公司光伏业务的成长性；
- 3、LED 设备的焊线机投产进度存在一定慢于预期的风险。

表 3: 营业收入及毛利率预测 (百万)

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|---------|--------|---------------|---------------|-----------------|
| 1、信息标记设备 | | | | | |
| 收入 | 408.22 | 609.37 | 731.25 | 877.50 | 1,053.00 |
| 收入增长 | -17.39% | 49.28% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利 | 181.74 | 336.68 | 391.22 | 469.46 | 558.09 |
| 成本 | 226.48 | 272.69 | 340.03 | 408.04 | 494.91 |
| 毛利率 | 44.52% | 55.25% | 53.50% | 53.50% | 53.00% |
| 2、激光切割设备 | | | | | |
| 收入 | 320.55 | 602.36 | 932.17 | 1263.60 | 1673.25 |
| --高功率收入 | 167.39 | 367.22 | 650.00 | 925.00 | 1,250.00 |
| --小功率收入 | 153.16 | 235.14 | 282.17 | 338.60 | 423.25 |
| --收入增长率% | 38.65% | 87.91% | 54.75% | 35.56% | 32.42% |
| 毛利 | 76.90 | 208.31 | 319.68 | 428.47 | 559.65 |

| | | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------------|---------------|-----------------|
| 成本 | 243.65 | 394.05 | 612.48 | 835.13 | 1113.60 |
| 毛利率 | 23.99% | 34.58% | 34.29% | 33.91% | 33.45% |
| 3、PCB 设备 | | | | | |
| 收入 | 260.86 | 461.55 | 654.87 | 883.82 | 1,150.26 |
| --收入增长率% | 12.30% | 76.94% | 41.89% | 34.96% | 30.15% |
| 毛利 | 53.50 | 129.51 | 255.40 | 335.85 | 425.59 |
| 成本 | 207.36 | 332.04 | 399.47 | 547.97 | 724.66 |
| 毛利率 | 20.51% | 28.06% | 39.00% | 38.00% | 37.00% |
| 4、LED 设备及产品 | | | | | |
| 收入 | 76.15 | 440.57 | 440.57 | 660.86 | 925.20 |
| --收入增长率% | | 478.53% | 0.00% | 50.00% | 40.00% |
| 毛利 | 7.41 | 92.34 | 81.51 | 118.95 | 166.54 |
| 成本 | 68.74 | 348.23 | 359.07 | 541.90 | 758.66 |
| 毛利率 | 9.73% | 20.96% | 18.50% | 18.00% | 18.00% |
| 5、印刷设备 | | | | | |
| 收入 | 345.86 | 366.31 | 366.31 | 366.31 | 366.31 |
| --收入增长率% | 3.94% | 5.91% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利 | 7.41 | 92.34 | 128.21 | 124.54 | 124.54 |
| 成本 | 68.74 | 348.23 | 238.10 | 241.76 | 241.76 |
| 毛利率 | 38.22% | 35.60% | 35.00% | 34.00% | 34.00% |
| 6、激光焊接机 | | | | | |
| 收入 | 162.76 | 316.56 | 210.00 | 320.00 | 470.00 |
| --收入增长率% | -27.77% | 94.50% | -33.66% | 52.38% | 46.88% |
| 毛利 | 83.20 | 191.96 | 113.40 | 172.80 | 253.80 |
| 成本 | 79.55 | 124.60 | 96.60 | 147.20 | 216.20 |
| 毛利率 | 51.12% | 60.64% | 54.00% | 54.00% | 54.00% |
| 7、光伏设备 | | | | | |
| 收入 | | | 212.50 | 525.00 | 910.00 |
| --收入增长率% | | | 232.24% | 147.06% | 73.33% |
| 毛利 | | | 106.25 | 236.25 | 409.50 |
| 成本 | | | 106.25 | 288.75 | 500.50 |
| 毛利率 | | | 50.00% | 45.00% | 45.00% |
| 8、其他产品 | | | | | |
| 收入 | 124.53 | 139.53 | 110.00 | 110.00 | 110.00 |
| --收入增长率% | 5.65% | 12.05% | -21.16% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 52.02% | 48.97% | 42.00% | 42.00% | 42.00% |
| 9、其他业务收入 | | | | | |
| 其他业务收入 | | | 230.0 | 230.0 | 230.0 |
| 毛利率 | | | 68.26% | 68.26% | 68.26% |
| 公司经营情况合计 | | | | | |
| 营业收入 | 1,716.04 | 2,965.62 | 3,887.66 | 5,237.08 | 6,888.01 |
| --收入增长率% | 4.24% | 72.82% | 31.09% | 34.71% | 31.52% |
| 营业利润 | 610.26 | 1,157.54 | 1,606.86 | 2,089.53 | 2,700.91 |
| 营业业务 | 1,105.78 | 1,778.70 | 2,280.80 | 3,074.55 | 4,114.10 |
| --成本增长率% | 16.13% | 60.85% | 28.23% | 34.80% | 33.81% |
| 营业成本/营业收入 | 64.4% | 60.0% | 58.7% | 58.7% | 59.7% |
| 营业毛利率 | 35.6% | 40.0% | 41.3% | 41.3% | 40.3% |

资料来源：公司报表，国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及现金等价物 | 655 | 200 | 200 | 200 |
| 应收款项 | 1110 | 1455 | 1975 | 2598 |
| 存货净额 | 1082 | 1410 | 1920 | 2595 |
| 其他流动资产 | 107 | 139 | 189 | 248 |
| 流动资产合计 | 2954 | 3204 | 4284 | 5640 |
| 固定资产 | 1324 | 1434 | 1542 | 1442 |
| 无形资产及其他 | 180 | 171 | 162 | 153 |
| 投资性房地产 | 490 | 490 | 490 | 490 |
| 长期股权投资 | 494 | 504 | 514 | 524 |
| 资产总计 | 5441 | 5802 | 6991 | 8249 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1518 | 1283 | 1463 | 1422 |
| 应付款项 | 536 | 696 | 947 | 1280 |
| 其他流动负债 | 602 | 662 | 892 | 1185 |
| 流动负债合计 | 2656 | 2640 | 3303 | 3886 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 49 | 59 | 69 | 79 |
| 长期负债合计 | 49 | 59 | 69 | 79 |
| 负债合计 | 2704 | 2699 | 3372 | 3965 |
| 少数股东权益 | 337 | 392 | 477 | 590 |
| 股东权益 | 2400 | 2711 | 3142 | 3694 |
| 负债和股东权益总计 | 5441 | 5802 | 6991 | 8249 |

| 关键财务与估值指标 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.54 | 0.43 | 0.59 | 0.75 |
| 每股红利 | 0.16 | 0.13 | 0.18 | 0.23 |
| 每股净资产 | 3.45 | 2.60 | 3.01 | 3.54 |
| ROIC | 11% | 14% | 18% | 21% |
| ROE | 16% | 16% | 20% | 21% |
| 毛利率 | 41% | 41% | 41% | 40% |
| EBIT Margin | 13% | 15% | 16% | 16% |
| EBITDA Margin | 16% | 19% | 20% | 19% |
| 收入增长 | 59% | 31% | 36% | 32% |
| 净利润增长率 | 12321 | 18% | 39% | 28% |
| 资产负债率 | 56% | 53% | 55% | 55% |
| 息率 | 1.6% | 2.0% | 2.7% | 3.5% |
| P/E | 18.1 | 23.0 | 16.5 | 12.9 |
| P/B | 2.8 | 3.8 | 3.2 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 18.6 | 16.6 | 12.5 | 10.3 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 3109 | 4085 | 5545 | 7293 |
| 营业成本 | 1835 | 2415 | 3256 | 4356 |
| 营业税金及附加 | 14 | 17 | 23 | 30 |
| 销售费用 | 436 | 511 | 682 | 875 |
| 管理费用 | 422 | 520 | 674 | 848 |
| 财务费用 | 78 | 73 | 82 | 107 |
| 投资收益 | 63 | 5 | 5 | 5 |
| 资产减值及公允价值变动 | (64) | (40) | (25) | (25) |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 323 | 515 | 809 | 1057 |
| 营业外净收支 | 180 | 100 | 60 | 60 |
| 利润总额 | 502 | 615 | 869 | 1117 |
| 所得税费用 | 51 | 92 | 130 | 168 |
| 少数股东损益 | 76 | 78 | 122 | 161 |
| 归属于母公司净利润 | 376 | 444 | 616 | 788 |

| 现金流量表 (百万元) | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 376 | 444 | 616 | 788 |
| 资产减值准备 | (38) | 6 | 3 | (3) |
| 折旧摊销 | 109 | 154 | 172 | 186 |
| 公允价值变动损失 | 64 | 40 | 25 | 25 |
| 财务费用 | 78 | 73 | 82 | 107 |
| 营运资本变动 | (426) | (470) | (584) | (724) |
| 其它 | 92 | 49 | 82 | 116 |
| 经营活动现金流 | 177 | 223 | 315 | 388 |
| 资本开支 | (254) | (300) | (300) | (100) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (310) | (310) | (310) | (110) |
| 权益性融资 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (30) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (111) | (133) | (185) | (236) |
| 其它融资现金流 | 216 | (234) | 180 | (42) |
| 融资活动现金流 | (44) | (368) | (5) | (278) |
| 现金净变动 | (177) | (455) | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 832 | 655 | 200 | 200 |
| 货币资金的期末余额 | 655 | 200 | 200 | 200 |
| 企业自由现金流 | (209) | (87) | 62 | 369 |
| 权益自由现金流 | (22) | (366) | 194 | 276 |

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

| | | | | | |
|------------------|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|
| 宏观 | | 固定收益 | | 策略 | |
| 周炳林 | 0755-82130638 | 李怀定 | 021-60933152 | 黄学军 | 021-60933142 |
| 林松立 | 010-66026312 | 侯慧娣 | 021-60875161 | 林丽梅 | 021-60933157 |
| 崔嵘 | 021-60933159 | 张旭 | 010-66026340 | | |
| | | | | 技术分析 | |
| | | | | 闫莉 | 010-88005316 |
| 交通运输 | | 银行 | | 房地产 | |
| 郑武 | 0755-82130422 | 邱志承 | 021-60875167 | 方焱 | 0755-82130648 |
| 陈建生 | 0755-82133766 | 黄飙 | 0755-82133476 | 区瑞明 | 0755-82130678 |
| 岳鑫 | 0755-82130432 | 谈焯 | 010-66025229 | 黄道立 | 0755-82133397 |
| 周俊 | 0755-82130833-6215 | | | | |
| 糜怀清 | 021-60933167 | | | | |
| 商业贸易 | | 汽车及零配件 | | 钢铁及新材料 | |
| 孙菲菲 | 0755-82130722 | 左涛 | 021-60933164 | 郑东 | 010-66025270 |
| 祝彬 | 021-60933156 | | | 秦波 | 010-66026317 |
| 常伟 | | | | 郭莹 | 010-88005303 |
| 机械 | | 基础化工 | | 医药 | |
| 郑武 | 0755-82130422 | 刘旭明 | 010-66025272 | 贺平鸽 | 0755-82133396 |
| 陈玲 | 0755-82130646 | 张栋梁 | 0755-82130532 | 丁丹 | 0755-82139908 |
| 杨森 | 0755-82133343 | 罗洋 | 0755-82150633 | 杜佐远 | 0755-82130473 |
| 后立尧 | 010-88005327 | 吴琳琳 | 0755-82130833-1867 | 胡博新 | 0755-82133263 |
| | | 梁丹 | 0755-82134323 | 刘勃 | 0755-82130833-1845 |
| 电力设备与新能源 | | 传媒 | | 有色金属 | |
| 杨敬梅 | 021-60933160 | 陈财茂 | 010-88005322 | 彭波 | 0755-82133909 |
| 张弢 | 010-88005311 | 刘明 | 010-88005319 | 龙飞 | |
| 电力与公用事业 | | 非银行金融 | | 通信 | |
| 谢达成 | 021-60933161 | 邵子钦 | 0755-82130468 | 严平 | 021-60875165 |
| | | 田良 | 0755-82130513 | 唐俊杰 | 021-60875160 |
| | | 童成敦 | 0755-82130513 | | |
| 造纸 | | 家电 | | 计算机 | |
| 李世新 | 0755-82130565 | 王念春 | 0755-82130407 | 段迎晟 | 0755-82130761 |
| 邵达 | 0755-82130706 | | | 欧阳仕华 | 0755-82151833 |
| 电子元器件 | | 纺织服装 | | 农业 | |
| 段迎晟 | 0755-82130761 | 方军平 | 021-60933158 | 张如 | 021-60933151 |
| 高耀华 | 0755-82130771 | | | | |
| 熊丹 | 0755-82133528 | | | | |
| 建材 | | 旅游 | | 食品饮料 | |
| 郑东 | 010-66025270 | 曾光 | 0755-82150809 | 黄茂 | 0755-82138922 |
| 马彦 | 010-88005304 | | | | |
| 建筑 | | 新兴产业 | | 研究支持 | |
| 邱波 | 0755-82133390 | 陈健 | 010-66022025 | 沈瑞 | 0755-82132998 |
| 刘萍 | 0755-82130678 | 李筱筠 | 010-66026326 | 雷达 | 0755-82132098 |
| | | 孙伟 | 010-66026320 | 余辉 | 0755-82130741 |
| | | | | 王越明 | 0755-82130478 |
| 量化投资产品 | | 基金评价与研究 | | 量化投资策略 | |
| 焦健 | 0755-82133928 | 杨涛 | 0755-82133339 | 葛新元 | 0755-82133332 |
| 阳瑾 | 0755-82133538 | 康亢 | 010-66026337 | 董艺婷 | 021-60933155 |
| 周琦 | 0755-82133568 | 刘舒宇 | 0755-82133568 | 郑云 | 021-60875163 |
| 邓岳 | 0755-82150533 | 李腾 | 0755-82130833-6223 | 毛甜 | 021-60933154 |
| | | 刘洋 | 0755-82150566 | 李荣兴 | 021-60933165 |
| | | 潘小果 | 0755-82130843 | 郑亚斌 | |
| | | 蔡乐祥 | 0755-82130833-1368 | | |
| | | 钱晶 | 0755-82130833-1367 | | |
| 量化交易策略与技术 | | 数据与系统支持 | | | |
| 戴军 | 0755-82133129 | 赵斯尘 | 021-60875174 | | |
| 黄志文 | 0755-82133928 | 徐左乾 | 0755-82133090 | | |

| | | | |
|-----|--------------------|-----|---------------|
| 彭甘霖 | 0755-82133259 | 李扬之 | 0755-82136165 |
| 秦国文 | 0755-82133528 | 陈爱华 | 0755-82133397 |
| 韦敏 | 0755-82130833-3772 | 袁剑 | 0755-82139918 |
| 张璐楠 | 0755-82130833-1379 | | |

国信证券机构销售团队

| 华北区 (机构销售一部) | 华东区 (机构销售二部) | 华南区 (机构销售三部) |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn | 盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn | 魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn |
| 王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn | 马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn | 邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn |
| 焦骞 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn | 郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn | 林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn |
| 李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn | 黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn | 王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn |
| 赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn | 刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn | 甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn |
| 原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn | 叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn | 段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn |
| | 孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn | 徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn |
| | | 颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn |
| | | 赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn |
| | | 郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn |