

## 大族激光 (002008)调研简报

## 站在新一轮高增长长期起点 各项业务全面开花

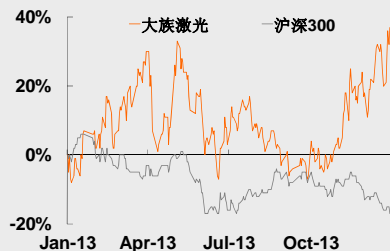
## 强烈推荐 (上调)

现价: 14.93 元

## 主要数据

行业	电子
公司网址	www.hanslaser.com
大股东/持股	23.29%
实际控制人/持股	23.29%
总股本(百万股)	1044
流通 A 股(百万股)	946
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	156
流通 A 股市值(亿元)	141
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	44.2

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

林照天 投资咨询资格编号  
S100011110004  
0755-22626792  
Linzhaotian379@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

经过与公司管理层的交流,我们认为公司未来符合中国制造业升级转型大趋势,未来几年增长点非常明确,将迎来新一轮高增长周期。

## 平安观点:

- 13年是苹果资本支出小年,公司业绩受到了较大影响。但公司一直在厚积薄发,各项业务积累深厚,大功率切割、PCB、光纤激光灯领域均取得了可喜突破。未来随着苹果资本开支重回快速增长通道,中国制造业升级转型趋势不可逆转,公司将全面发力,迎来投资黄金时期。
- 中国提前迎来刘易斯拐点,增长中枢的下移已经成为不容争辩的现实。企业对劳动生产率的提高提出了更高的要求,劳动成本上升的外在压力,将迫使企业调整生产要素的投入比例,提升自动化比例,进而完成资本替代由原有的劳动密集型产品生产向技术密集型产品生产的升级过程。未来产业升级、工业企业自动化、信息化改造是大势所趋,将产生对自动化设备乃至激光设备的庞大需求。此外,轻薄短小、智能化、融合化发展是制造业长期发展趋势,也将提升对激光加工设备的需求。
- 苹果资本支出将重回高增长轨道,推动公司业绩水涨船高。苹果已经为2014年准备了110亿美元的资本支出,比13年同比增长了57%,13年苹果只花了近70亿美元。110亿美元费用预算中,有近5.5亿美元会用来建造更多的零售店,大约30家新店和20家旧店的重新装修。剩下的近105亿美元将会被分配到产品生产线的优化、与生产商的合作、信息系统中软硬件的完善等方面。在这种背景下,公司14年苹果收入有望重回巅峰,从而推动公司业绩大幅增长。而且苹果不断拓展产品品类的趋势并没有结束,15年之后iTV可能也将推出,持续不断的新品将对公司业绩起到非常大的正面推动作用。
- 我们相信苹果在盖板上使用蓝宝石是大势所趋,公司切割设备前景广阔。目前5英寸康宁gorrila的成本大概在2-3美元左右,而蓝宝石盖板的成本大概在20-30美元之间。但如果未来蓝宝石能够大批量使用,其成本会大幅下降。此外,随着工艺的进步,蓝宝石能够越做越薄,也能大幅降低成本。苹果有可能一开始会使用蓝宝石贴合玻璃的方式,未来再过渡到纯粹的蓝宝石盖板。
- 盈利预测:我们预计公司13-15年营收为43.8、58.1、73.3亿元,净利润为5.9、6.7、8.0亿元,对应EPS为0.56、0.64、0.77元,上调公司评级为“强烈推荐”。
- 风险提示:全球经济下行的风险;苹果订单波动的风险。

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	4333	4381	5806	7333
YoY(%)	19	1	33	26
净利润(百万元)	619	590	666	799
YoY(%)	7	-5	13	20
毛利率(%)	44.2	38.7	40.0	38.7
净利率(%)	14.3	13.5	11.5	10.9
EPS(摊薄/元)	0.59	0.56	0.64	0.77
P/E(倍)	25.21	26.45	23.42	19.51

## 正文目录

一、激光龙头 符合中国制造业升级转型大趋势.....	4
1.1 公司业务及基本情况介绍.....	4
1.2 公司竞争优势分析.....	5
1.3 公司投资逻辑 .....	6
二、切割设备将成为未来最强劲增长点 .....	7
三、其他业务百花齐放 .....	9
四、盈利预测和估值 .....	9
五、风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品 .....	4
图表 2: 公司主要产品 (打标机、焊线机) .....	4
图表 3: 13 年上半年公司收入结构 .....	5
图表 4: 13 年上半年公司利润结构 .....	5
图表 5: 激光行业产业链 .....	5
图表 6: 大族激光全球销售网络 .....	6
图表 7: iPhone 5s 镜头和 home 键使用了蓝宝石 .....	8
图表 8: 苹果蓝宝石贴合专利 .....	8
图表 9: 公司收入预测 .....	9

## 一、 激光龙头 符合中国制造业升级转型大趋势

### 1.1 公司业务及基本情况介绍

大族激光成立于1996年，主要从事激光加工设备的研发、生产和销售，是深圳市高新技术企业和国家规划布局内重点软件企业。公司是中国激光加工设备行业的领军企业，也是亚洲最大，世界知名的激光加工设备生产商。公司主要产品包括激光打标机，激光焊接设备，激光切割设备，PCB设备以及激光制版印刷设备等，广泛应用于电子、纺织服装、汽车、精密器械、工艺礼品、印刷制版等行业。

图表 1：公司主要产品

主营业务	应用行业	典型应用
激光打标机	电子行业	电子元器件、IC打标、键盘打标
	服装皮革行业	布料、纽扣、皮革皮具打标
	工艺礼品行业	金属饰品表面打标、玻璃制品打标
	精密器械行业	精密器械、仪器打标
	建筑材料行业	建材、PVC管材、陶瓷、五金制品打标
激光焊接设备	电子行业	微电子元件、集成电路引线及其他精密零件的焊接；大功率二极管、手机电池、电子元器件等焊接
	工艺礼品行业	珠宝首饰的精密焊接
	精密器械行业	精密零件、仪器的焊接
激光切割设备	电子、太阳能行业	晶圆或硅片的切割、划片
	工艺礼品行业	有机板材的切割
	建筑材料行业	陶瓷的切割划片
	服装皮革行业	皮革、皮具、鞋面等的切割加工、雕刻等
	金属加工、模切板行业	切割多种中薄金属板材、模切板、复合材料
PCB设备	电子	PCB钻孔
激光制版印刷设备	印刷	激光制版印刷
LED业务	Led	提供设备、封装及工程应用
新业务	CNC、3D打印等	

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 2：公司主要产品（打标机、焊线机）

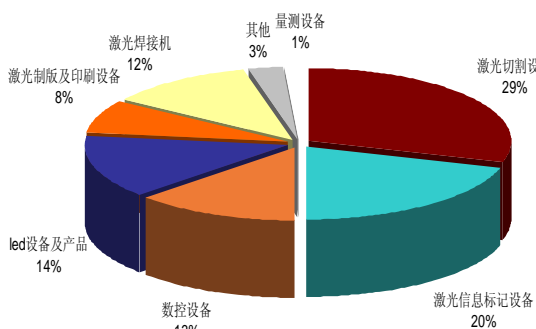


资料来源：公司公告，平安证券研究所

13年，公司预计净利润54,432.67万元-61,855.30万元，比上年同期下降0%-12%。利润下滑的主要原因是苹果收入大幅下滑，接近腰斩。13年是苹果资本支出小年，公司业绩也受到了较大影响。但公司一直在厚积薄发，各项业务积累深厚，大功率切割、PCB、光纤激光灯领域均取得了可喜突破。未来随着苹果资本开支重回快速增长通道，中国制造业升级转型趋势不可逆转，公司将全面发力，迎来投资黄金时期。

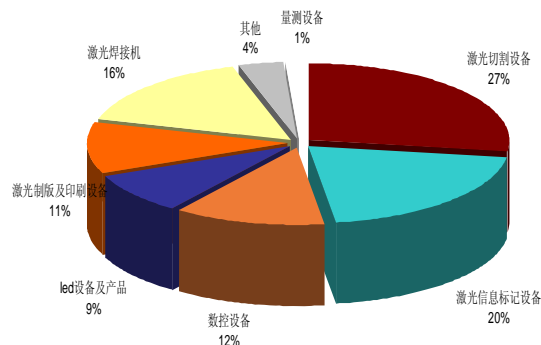
13年上半年分产品来看，除了激光打标设备因为苹果订单而下滑外，基本都实现了高速增长。

图表 3：13年上半年公司收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4：13年上半年公司利润结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 公司竞争优势分析

### ■ 技术实力突出 设备自给率高

从创立开始，大族激光就通过不断自主研发把“实验室装置”变成可以连续24小时稳定工作的激光技术装备，是世界上仅有的几家拥有“紫外激光专利”的公司之一。在强大的资本和技术平台支持下，公司实现了从小功率到大型大功率激光技术装备研发、生产的跨越发展，已经成为国际激光设备巨头之一。公司研发实力雄厚，拥有数百人的研发队伍，目前具有多项国际发明专利和国内专利、计算机软件著作权，多项核心技术都处于国际领先水平。

国内有大约 1500 多家企业从事激光加工设备的制造，大多数企业从事系统集成的工作，激光器、等元件均为外购。但大族激光成立以来一直关注技术研发，部分激光器实现自给，并结合公司的自动化控制系统与光学振镜等辅助元件，提供了一体化解决方案。

图表 5：激光行业产业链

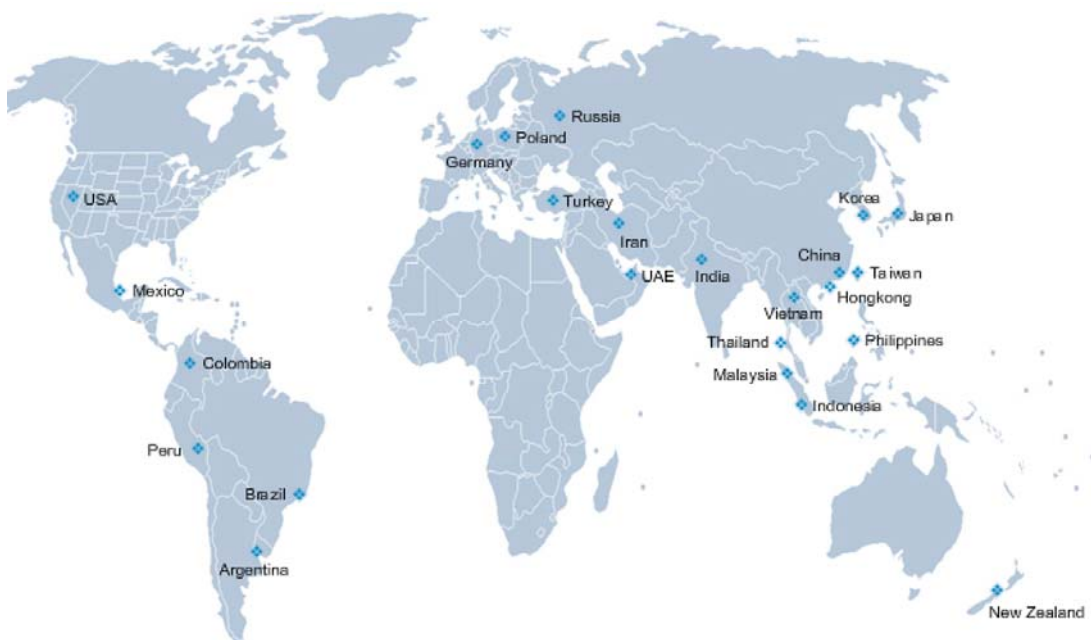
上游元器件	中游激光器及配套设备	下游应用
激光晶体、激光气体、激光灯、激光电源、激光加工镀膜、激光器元部件、软件	固体激光器、半导体激光器、光纤激光器、气体激光器、液体激光器、激光二极管、其他激光器	激光加工、激光标记、光通信、激光照排和印刷、光存储、激光测量、激光医疗、激光显示、激光武器
	数控设备、计算机、设备及包装、机电产品、仪器仪表、激光模块	

资料来源：公司网站，平安证券研究所

■ 下游客户结构优秀 实现全方位市场覆盖

公司还具备非常强的市场能力，在全球范围内拥有130个左右直销网点，并且渗透到全球20多个国家的激光加工设备市场中。公司过往客户结构较为分散，但近年来一直在向苹果等大客户集中。公司采取直销的模式，每一个销售点的员工都由总部直接派驻，具备相当强的行业具体方案的解决能力。

图表 6：大族激光全球销售网络



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 公司投资逻辑

■ 制造业升级转型是公司长期逻辑

中国提前迎来刘易斯拐点，增长中枢的下移已经成为不容争辩的现实。宏观来看，以劳动力为主的要素投入边际收益不断递减，从微观的角度来看，企业依靠简单复制重复生产的模式也正在走向尽头，利润率的不断下滑也即是对原有企业粗放式发展一种总结。劳动力供需形势的逆转、工资的不断上升成为中国制造业企业需要共同面对的难题。

企业对劳动生产率的提高提出了更高的要求，劳动成本上升的外在压力，将迫使企业调整生产要素的投入比例，提升自动化比例，进而完成资本替代由原有的劳动密集型产品生产向技术密集型产品生产的升级过程。在这一过程中，高附加值产品最终会完成对低附加值产品的替代。

国内制造业一般以劳动密集型、利润率较低的加工业为主，在这种大环境下，企业要么向劳动力成本更低的地区转移，要么进行生产线自动化改造。第一种选择看似简单，但实际上面临着劳动力素质、产业链配套、政治经济环境等诸多不确定因素，并不是企业的首选。从我们覆盖的电子业上市公司来看，基本都选择了第二种解决方案。未来产业升级、工业企业自动化、信息化改造是大势所趋，将产生对自动化设备乃至激光设备的庞大需求。随着中国制造向高端演进，国内大功率激光切割设备的市场容量应有 5 倍以上的增长空间。

近期工信部发布《工业和信息化部关于推进工业机器人产业发展的指导意见》，《意见》指出，工业机器人是集机械、电子、控制、计算机、传感器、人工智能等多学科先进技术于一体的自动化装备，

代表着未来智能装备的发展方向。推进工业机器人的应用和发展，对于改善劳动条件，提高产品质量和劳动生产率，带动相关学科发展和技术创新能力提升，促进产业结构调整、发展方式转变和工业转型升级具有重要意义。我们认为，智能装备及相关行业在国家政策层面已经给予了高度确定，发展前景光明。机器人激光焊接目前已广泛应用在汽车制造业，汽车底盘、座椅骨架、导轨、消声器以及液力变矩器等焊接都可以使用机器人激光焊接。而激光焊接设备的关键是大功率激光器，公司不排除未来向自动化产线及机器人方向拓展业务的可能。

### ■ 产品精细化将拉升激光设备需求

轻薄短小、智能化、融合化发展是制造业长期发展趋势，市场要求终端产品体积越来越小同时功能要越来越强大，这使得电子元器件、零组件和整机加工制造走向精细化、复杂化，传统的人工加工模式越来越难满足这样的要求，连富士康这样的加工巨头也难以用原来的生产模式保质保量地制造出像 iPhone5 这样异常复杂精细的产品，所以苹果公司才率先开始大规模采用例如激光打标机、激光焊接机、激光量测设备这样的自动化、精密化加工设备。我们认为，未来将有越来越多的电子制造企业会采用和苹果相同的生产模式，生产模式的变革将创造大量的自动化设备（包括激光加工设备）需求。

### ■ 苹果将进入连续几年资本支出大年 推动公司业绩高增长

从公司过往几年发展情况来看，公司业绩与苹果的资本支出金额有较大相关性，13年公司业绩不达预期很大程度就因为苹果订单的大幅度削减。但从今年开始，我们判断苹果将进入持续几年的高资本投入期。首先，苹果新品密集发布，众多新品类产品将提升对公司打标、焊接机器的需求。其次，苹果将引领未来消费电子领域的创新，各种创新性的应用都需要用到激光的高精度加工。例如蓝宝石一项就有可能为大族带来几十亿元的采购需求。

苹果在向美国 SEC 提交的最新 10-K 文件中显示，苹果已经为 2014 年准备了 110 亿美元的资本支出，比 13 年同比增长了 57%，13 年苹果只花了近 70 亿美元。110 亿美元费用预算中，有近 5.5 亿美元会用来建造更多的零售店，大约 30 家新店和 20 家旧店的重新装修。剩下的近 105 亿美元将会被分配到产品生产线的优化、与生产商的合作、信息系统中软硬件的完善等方面。在这种背景下，公司 14 年苹果收入有望重回巅峰，从而推动公司业绩大幅增长。而且苹果不断拓展产品品类的趋势并没有结束，15 年之后 iTV 可能也将推出，持续不断的新品将对公司业绩起到非常大的正面推动作用。

## 二、 切割设备将成为未来最强劲增长点

### ■ 苹果加大蓝宝石使用力度是大势所趋

在 iPhone 5s 中，苹果首先使用了蓝宝石替换镜头强化玻璃。在 iPhone5S 指纹识别中，为了增强耐久度及耐刮花的能力，苹果在 home 键使用了蓝宝石保护片，并且在 13 年 9 月获得蓝宝石贴合制程专利，目标降低蓝宝石处理成本。

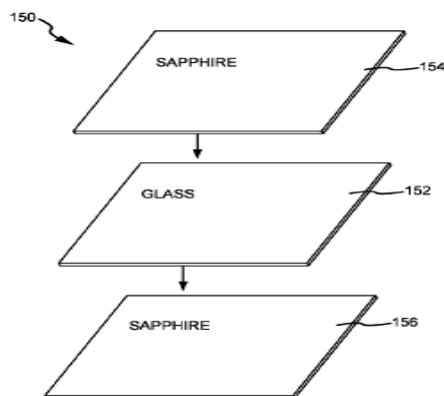
根据美国专利商标局(USPTO)公布的一份标题为“蓝宝石层压板(Sapphire Laminates)”的专利档案，内容显示苹果已找到蓝宝石与玻璃的贴和(sapphire-on-glass)方式，可让组合好的蓝宝石玻璃屏幕厚度少于 1 公厘(mm)。由于玻璃的成本比起蓝宝石要便宜许多，因此苹果已将玻璃作为 in-cell 内嵌式触控面板的材料，而蓝宝石层压板专利技术则可以让苹果将极薄的薄型蓝宝石基板与便宜的 in-cell 触控玻璃基板贴合在一起，进而大幅压低蓝宝石玻璃基板的制造成本。由于整块保护盖板使用蓝宝石成本过高，并且难以解决易碎问题，我们判断与 gorilla 贴合可能是未来最有可能的方式。

图表 7: iPhone 5s镜头和home键使用了蓝宝石



资料来源: 百度, 平安证券研究所

图表 8: 苹果蓝宝石贴合专利



资料来源: 百度, 平安证券研究所

我们相信苹果在盖板上使用蓝宝石是大势所趋。目前 5 英寸康宁 gorilla 的成本大概在 2-3 美元左右，而蓝宝石盖板的成本大概在 20-30 美元之间。但如果未来蓝宝石能够大批量使用，其成本会大幅下降。此外，随着工艺的进步，蓝宝石能够越做越薄，也能大幅降低成本。苹果有可能一开始会使用蓝宝石贴合玻璃的方式，未来再过渡到纯粹的蓝宝石盖板。

对于 iPhone 6 是否会使用蓝宝石盖板，可能是大家最关心的问题，我们的判断倾向于乐观，主要原因如下：

1. 从 GTAT 财报和电话会议情况来看,GT 对于 2014 年营收预测在 6-8 亿美元之间,预计其中 80% 收入来自蓝宝石业务, GTAT 还预计苹果业务收入将比过往毛利率低。按上限来计算, GTAT 14 年蓝宝石收入大概在 6.4 亿美元左右,除去 led 衬底的业务,苹果贡献的营收有望达到 6 亿美元。按照 10 美元一个 lens 价格计算,大概也有 6000 万的供货量,这么大的供货量只有 iPhone 能够满足。Apple 投入的金额数量所产出来的蓝宝石水晶玻璃,只用来覆盖在 iPhone 后方镜头与 Touch ID 这两个小面积上怎么算都不合理,就算加上 Apple 未来的 iWatch 整个看来似乎还是绰绰有余,因为 iWatch 的萤幕面积不会太大。合理的推测, Apple 所图的应是把蓝宝石水晶玻璃应用到 iPhone, 甚至 iPad 的面板上。
2. 蓝宝石优异的性能。蓝宝石的耐刮性在所有自然界物质中只弱于金刚石,非常不易碎,使用在手机屏幕上非常适合。
3. 蓝宝石能够做得非常薄,而这是康宁 gorilla 无法做到的。还是回到苹果专利的问题,如果在玻璃表面加上蓝宝石,还有个好处就是能够减轻手机重量。

即使 iPhone 6 不适用蓝宝石盖板,我们也认为这是未来苹果手机发展的大方向,我们将密切关注最新的信息。

大功率激光切割机,是整个激光行业中最具有技术含量的产品。由于其面对的下流应用是金属加工、汽车制造、飞机制造、光伏及 LED 晶圆切割等现代工业制造业的核心行业,激光切割设备需要有高输出性能的激光器以及智能程度高的自动控制系统。由于大型激光切割设备所具有的战略属性,往往具有高壁垒。



### 三、其他业务百花齐放

#### ■ 打标、焊接机业务高景气不减

公司激光打标及焊接产品具有加工精度高、产品适应性强，配合以公司专业化销售团队各行业渗透的能力，产品广泛的运用在不同的行业。整体中小功率激光设备市场的景气是公司能从相关业务中实现盈利增长的关键因素。激光打标机和激光焊接机在加工行业中应用愈加广泛，通过技术的革新能够在同一台设备上加工孔、多维曲面，实现钻孔、铣、镗多个工作。多功能的设备可实现切割、焊接、打孔的配套工艺。

消费电子市场的强劲增长也为公司的传统优势业务提供了新的增长动力。凭借着过硬的技术实力，较高的性价比优势，公司已成为苹果产品标识、编码打标，内部结构件、元器件焊接的主力设备供应商。在未来几年苹果加大自动化设备采购力度背景下，公司业绩将水涨船高。

#### ■ 行业专用设备布局充分

除了打标机、焊接机、切割机三大品类外，公司还结合了行业应用，研制出较多行业专用设备。目前对营收贡献较大的包括 PCB 行业专用设备、led 行业专用设备、激光印刷行业专用设备等。

■ **PCB 设备领先优势明显:**大族激光 PCB 设备始于 2002 年，目前公司族拥有 PCB 钻孔、PCB 切割、PCB 检测等多项业务。自从公司开展 PCB 业务以来，其业务收入不断增长，经历了 2003、2004 年的翻倍式增长后，公司收入逐年攀升。目前公司 PCB 不仅销到国内，在国外客户中也拥有较高的知名度。随着手机等消费电子轻薄化趋势日趋明显，对激光 PCB 打孔、切割精度的要求会越来越高。我们队公司 PCB 业务抱有信心。

■ **LED 专用设备将受益于行业高景气:**在 led 设备方面，公司从 led 激光划片设备起步，逐步完成了 led 产业链布局。Led 照明时代即将来看，从全球范围来看，led 照明渗透率已经进入快速提升的黄区区域。价格快速下降到达甜蜜点和各国扶持政策不断出台推动全球 LED 市场快速增长，LEDinside 预计 2014 年 LED 照明产值将达 178 亿美元，整体 LED 照明产品出货数量达 13.2 亿只，较 2013 年成长 68%。LED 产业正在进入快速增长期。在高景气的行业背景下，我们判断公司 led 设备也将受益于行业发展取得良好增长。

■ **3d 打印-积累深厚，等待行业爆发:**3d 打印是对传统制造业的颠覆，它有望彻底改变制造业的生产模式。未来定制化、小批量生产将成为主流。公司在激光烧结 3d 打印领域已有多年技术积累，未来一旦行业爆发，公司也将大力推动相关业务发展。

### 四、盈利预测和估值

图表 9：公司收入预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	4333	4381	5806	7333
YoY(%)	19%	1%	33%	26%
净利润(百万元)	619	590	666	799
YoY(%)	7%	-5%	13%	20%
毛利率(%)	44.2%	38.7%	40.0%	38.7%
净利率(%)	14.3%	13.5%	11.5%	10.9%
EPS(摊薄/元)	0.59	0.56	0.64	0.77
P/E(倍)	25.21	26.45	23.42	19.51

资料来源：wind，平安证券研究所

我们预计公司12-14年营收为43.8、58.1、73.3亿元，净利润为5.7、6.6、7.9亿元，对应EPS为0.56、0.64、0.77元。以公司14年1月18号收盘价计算，对应13/14年动态估值分别为27.44/23.64倍，在精密制造行业上市公司中动态估值要低于行业平均。我们认为公司未来业绩增长明确，估值也存在提升空间，可重点关注其投资机会。

## 五、 风险提示

### ■ 全球经济面临下行的风险

全球经济依然不确定性较大，公司业绩增速也因此受到一定程度的影响。

### ■ 苹果订单波动的风险

公司近几年苹果订单波动较大，虽然我们判断未来几年苹果资本支出将处于上升周期，但依然有一定不确定性。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	3870	4803	5553	6674
现金	481	1314	2688	3205
应收账款	1610	1528	1067	1280
其他应收款	44	71	90	109
预付账款	127	121	155	207
存货	1439	1625	1357	1620
其他流动资产	169	145	196	252
<b>非流动资产</b>	2664	2483	2484	2566
长期投资	298	298	71	298
固定资产	1202	1194	1180	1269
无形资产	197	179	167	154
其他非流动资产	967	812	1066	844
<b>资产总计</b>	6533	7286	8037	9239
<b>流动负债</b>	2625	2947	2916	3202
短期借款	1238	1380	1203	1257
应付账款	532	540	706	897
其他流动负债	855	1027	1007	1048
<b>非流动负债</b>	209	233	291	347
长期借款	107	152	205	260
其他非流动负债	101	82	86	87
<b>负债合计</b>	2833	3180	3207	3549
少数股东 权益	320	346	405	465
股本	1044	1044	1044	1044
资本公积	878	878	878	878
留存收益	1464	1845	2511	3310
归属母公司股东权益	3380	3760	4425	5225
<b>负债和股东权益</b>	6533	7286	8037	9239

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	416	332	1576	512
净利润	636	616	725	859
折旧摊销	132	122	128	139
财务费用	112	60	51	43
投资损失	-130	-180	-163	-169
<b>营运资金变动</b>	-417	-266	881	-397
其他经营现金流	82	-19	-47	36
<b>投资活动现金流</b>	23	234	48	-40
资本支出	266	60	70	190
长期投资	-147	-120	30	4
其他投资现金流	143	174	147	154
<b>筹资活动现金流</b>	-764	267	-250	45
短期借款	64	142	-177	54
长期借款	81	44	53	55
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	159	0	0	0
其他筹资现金流	-1067	80	-126	-64
<b>现金净增加额</b>	-326	833	1374	517

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	4333	4381	5806	7333
营业成本	2416	2687	3485	4494
营业税金及附加	49	40	57	72
营业费用	568	526	725	911
管理费用	585	574	839	1012
财务费用	112	60	51	43
资产减值损失	115	90	94	96
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	130	180	163	169
<b>营业利润</b>	618	584	718	873
营业外收入	140	134	130	132
营业外支出	12	7	8	8
<b>利润总额</b>	746	711	840	997
所得税	110	95	115	137
<b>净利润</b>	636	616	725	859
少数股东损益	17	26	59	60
<b>归属母公司净利润</b>	619	590	666	799
EBITDA	862	766	898	1056
EPS (元)	0.59	0.56	0.64	0.77

主要财务指标				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	19.4	1.1	32.5	26.3
营业利润 (%)	7.6	-5.5	22.9	21.6
归属母公司股东权益 (%)	6.9	-4.7	12.9	20.1
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	44.2	38.7	40.0	38.7
净利率 (%)	14.3	13.5	11.5	10.9
ROE (%)	18.3	15.7	15.0	15.3
ROIC (%)	17.7	14.8	22.9	23.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	43.4	43.6	39.9	38.4
净负债比率 (%)	47.5	59.2	52.5	49.9
流动比率	1.47	1.63	1.90	2.08
速动比率	0.89	1.05	1.41	1.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.63	0.76	0.85
应收账款周转率	3	3	4	6
应付账款周转率	5.11	5.02	5.60	5.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.59	0.56	0.64	0.77
每股经营现金流	0.40	0.32	1.51	0.49
每股净资产	3.24	3.60	4.24	5.00
<b>估值比率</b>				
P/E	25.2	26.4	23.4	19.5
P/B	4.61	4.15	3.52	2.98
EV/EBITDA	18	21	18	15

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257