



投资决策

剔出亚太强力买入名单

大族激光 (002008.SZ)

移出强力买入名单,静待玻璃机身 iPhone 的可预见性改善;评级仍为买入

调整理由

我们将大族激光移出强力买入名单,因为我们认为2017年一季度以前全玻璃机身 iPhone 的资本开支前景及其加工技术的可预见性仍不明确。我们维持对2016年的每股盈利预测,但将2017-18年每股盈利预测下调了6-8%,并将12个月目标价格下调了5%,以计入50%概率苹果公司可能不采用激光打标设备的因素。自2015年11月3日首次覆盖并加入强力买入名单以来,该股下跌了11%,而我们研究范围内A股自动化股的跌幅中值为14%,沪深300指数下跌了6%。因风险回报具吸引力而维持对该股的买入评级,我们的乐观/悲观情景分析表明股价较当前水平的上行空间为59%/下行空间为25% (图表9)。

当前观点

考虑到市场对2017年苹果公司对全玻璃机身 iPhone 大刀阔斧重新设计的预期增加,我们分析对激光技术的潜在影响,因为激光是玻璃加工技术的一个选项而且苹果公司是我们盈利预测面临的最大的波动因素(预计2016年该部分业务的收入贡献为23%);例如,我们注意到三星 Galaxy Note 7 (曲面玻璃的尝试性产品)已在使用丝印方法而不是激光打标。分析了3D曲面玻璃的生产流程以及对大族激光设备产品的潜在机会/威胁后,我们的情景分析表明2017年苹果公司收入贡献的乐观/基本/悲观假设分别为人民币30亿元/17.5亿元/8.5亿元。将我们对其它多元化增长领域(即汽车/重工业/半导体/其它)的假设与对2017年苹果公司收入贡献的基本假设相加,我们预计乐观情景的上行空间为59%/悲观情景的下行空间为25%。在乐观情景下,2017年预期收入可能同比增长43%,毛利同比增长50%,而在悲观情景下,人民币1.5亿元的收入净减少将较2016年预期收入同比下降2%,毛利同比下降6%。

估值:维持买入评级。我们的12个月目标价格为人民币29.50元,基于2017年预期EV/GCI vs. CROCI/WACC (行业现金回报倍数为3.1倍,目标价格折让35%)。大族激光当前股价对应的12个月预期市盈率为19倍(在我们的基本情景预测下),低于25倍的历史均值;乐观/悲观情景则隐含16倍/27倍的市盈率。**主要风险:**2017年智能手机资本开支低于预期。

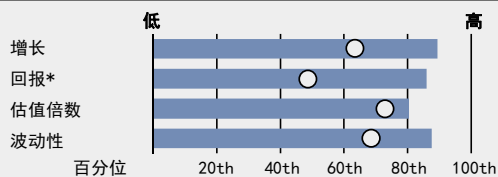
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级: 中性

社蓄 执业证书编号: S1420511100001
+86(10)6627-3147 jacqueline.du@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



■ 大族激光 (002008.SZ)

○ 亚太工业行业平均水平

* 回报 - 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	22.13
12个月目标价格 (Rmb)	29.50
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	23,533.8 / 3,528.5
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	0.70	0.88	1.19	1.55
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	0.0	(6.5)	(8.2)
每股盈利增长 (%)	4.8	26.0	34.5	30.4
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.70	0.88	1.19	1.55
市盈率 (X)	34.3	25.0	18.6	14.3
市净率 (X)	5.4	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA (X)	36.3	22.9	16.9	12.7
股息收益率 (%)	0.8	0.9	0.9	0.9
净资产回报率 (%)	16.9	18.4	21.0	22.7
CROCI (%)	18.8	20.3	21.9	23.3

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(2.1)	3.3	10.7
相对于沪深300指数	(6.9)	2.0	10.2

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为9/23/2016收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息,见信息披露附录,或请与您的投资代表联系。

大族激光：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	5,587.3	6,631.3	8,265.7	9,722.2	现金及等价物	689.2	926.1	788.7	1,062.0
主营业务成本	(3,472.4)	(3,957.4)	(4,871.9)	(5,644.2)	应收账款	2,151.8	2,906.9	3,623.3	4,261.8
销售、一般及管理费用	(1,014.2)	(1,160.0)	(1,373.0)	(1,584.5)	存货	1,696.5	2,276.9	2,669.5	3,092.7
研发费用	(427.8)	(510.6)	(644.7)	(680.6)	其它流动资产	58.1	72.6	79.9	87.9
其它营业收入/(支出)	(109.4)	(132.6)	(165.3)	(194.4)	流动资产	4,595.6	6,182.5	7,161.5	8,504.4
EBITDA	707.4	1,054.4	1,441.0	1,894.1	固定资产净额	1,305.5	1,518.2	1,730.9	1,930.2
折旧及摊销	(143.9)	(183.7)	(230.2)	(275.7)	无形资产净额	350.4	671.7	904.6	1,117.5
EBIT	563.6	870.7	1,210.8	1,618.5	长期投资	319.3	349.3	379.3	409.3
利息收入	17.2	10.3	13.9	11.8	其它长期资产	1,011.6	1,060.0	1,084.2	1,096.3
财务费用	(44.5)	(53.2)	(69.5)	(69.5)	资产合计	7,582.4	9,781.7	11,260.5	13,057.7
联营公司	39.2	30.0	30.0	30.0	应付账款	1,263.0	1,843.2	2,269.1	2,628.8
其它	268.2	269.2	339.6	409.4	短期贷款	298.9	882.7	882.7	882.7
税前利润	843.8	1,127.1	1,524.8	2,000.3	其它流动负债	693.6	693.6	693.6	693.6
所得税	(97.4)	(186.0)	(259.2)	(350.0)	流动负债	2,255.5	3,419.5	3,845.4	4,205.1
少数股东损益	0.6	0.0	0.0	0.0	长期贷款	246.0	507.4	507.4	507.4
优先股股息前净利润	747.0	941.1	1,265.6	1,650.2	其它长期负债	169.0	169.0	169.0	169.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	415.0	676.4	676.4	676.4
非经常性项目前净利润	747.0	941.1	1,265.6	1,650.2	负债合计	2,670.5	4,095.8	4,521.8	4,881.5
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	747.0	941.1	1,265.6	1,650.2	普通股权益	4,740.1	5,514.0	6,566.9	8,004.4
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.70	0.88	1.19	1.55	少数股东权益	171.8	171.8	171.8	171.8
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.70	0.88	1.19	1.55	负债及股东权益合计	7,582.4	9,781.7	11,260.5	13,057.7
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.70	0.88	1.19	1.55	每股净资产(Rmb)	4.46	5.19	6.18	7.53
每股股息(Rmb)	0.20	0.20	0.20	0.20					
股息支付率(%)	28.5	22.6	16.8	12.9					
自由现金流收益率(%)	0.9	(0.3)	1.6	3.3					
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	0.4	18.7	24.6	17.6	CROCI (%)	18.8	20.3	21.9	23.3
EBITDA增长率	(18.5)	49.0	36.7	31.4	净资产回报率(%)	16.9	18.4	21.0	22.7
EBIT增长率	(22.2)	54.5	39.1	33.7	总资产回报率(%)	10.1	10.8	12.0	13.6
净利润增长率	5.6	26.0	34.5	30.4	平均运用资本回报率(%)	16.6	17.9	19.4	21.4
每股盈利增长	4.8	26.0	34.5	30.4	存货周转天数	165.0	183.2	185.3	186.3
毛利率	37.9	40.3	41.1	41.9	应收账款周转天数	135.3	139.2	144.2	148.0
EBITDA利润率	12.7	15.9	17.4	19.5	应付账款周转天数	124.6	143.2	154.0	158.4
EBIT利润率	10.1	13.1	14.6	16.6	净负债/股东权益(%)	(2.9)	8.2	8.9	4.0
					EBIT利息保障倍数(X)	20.7	20.3	21.8	28.1
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	747.0	941.1	1,265.6	1,650.2	基本市盈率(X)	34.3	25.0	18.6	14.3
折旧及摊销	143.9	183.7	230.2	275.7	市净率(X)	5.4	4.3	3.6	2.9
少数股东权益	(0.6)	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA(X)	36.3	22.9	16.9	12.7
运营资本增减	(301.4)	(755.2)	(683.2)	(701.9)	企业价值/总投资现金(X)	5.3	3.9	3.2	2.7
其它	(50.0)	(44.5)	(37.3)	(38.0)	股息收益率(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
经营活动产生的现金流	538.8	325.1	775.3	1,185.9					
资本开支	(315.4)	(400.0)	(400.0)	(400.0)					
收购	(85.9)	(366.1)	(300.0)	(300.0)					
剥离	5.1	0.0	0.0	0.0					
其它	218.0	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(178.2)	(766.1)	(700.0)	(700.0)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(263.1)	(212.7)	(212.7)	(212.7)					
借款增减	(498.5)	845.2	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	33.6	45.5	0.0	0.0					
其它	170.7	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(557.2)	678.0	(212.7)	(212.7)					
总现金流	(196.7)	236.9	(137.4)	273.3					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

杜茜

jacqueline.du@ghsl.cn

良率下降)，我们对2017年苹果公司收入贡献预测进行了乐观/悲观情景分析，并看到激光技术同时面临机遇和威胁。

我们的硬件技术分析师 Simona Jankowski 预计2017日历年 iPhone 销量将同比增长 9.4%。鉴于大族激光在产品链上所处的地位，我们的敏感性分析主要注重设备功能变化带来的潜在影响。为了得到最大的上行和下行空间，我们没有测试玻璃外壳的组合设计，如：1) 3D 玻璃面板 + 2D 玻璃背盖；2) 3D 玻璃面板和背盖，3) 全玻璃外壳。

苹果公司收入贡献的情景假设

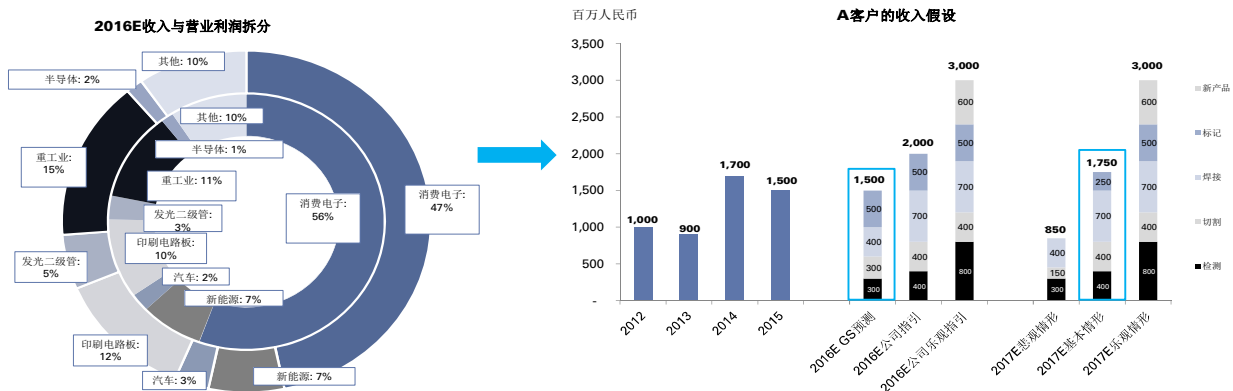
乐观假设：2017年苹果公司贡献人民币30亿元的收入，较2016年预期资本开支周期的收入增长主要来自子：

- 受制造曲面玻璃的复杂性的推动，检测设备收入上升至人民币8亿元之高。
- 自2016年初大族激光推出的信心较强的新焊接设备或其它新产品，共达人民币6亿元。需要指出的是，公司以往销售的焊接设备是用于组装流程的（包括紧固件/马达/电线等的焊接），与玻璃面板/背盖无关。

悲观假设：2017年苹果公司贡献人民币8.5亿元的收入，假设较2016年预测总设备收入下降44%；具体在于以下方面：

- 激光打标设备（预计较2016年全面下降）。虽然2012-2016年期间大族激光一直在供应激光打标设备，用于在金属背盖上制作商标，但我们注意到已经采用曲面玻璃设计的智能手机（即2016年8月上市的三星 Galaxy Note 7）的产品商标似乎已采用丝印方法而不是激光打标。
- 激光切割设备（预计较2016年下降50%）。很多新闻媒体（如在台湾地区发行的《电子时报》）都报道实体 Home 键可能被取消，以触摸与显示集成芯片取而代之，可以在触摸屏上实现指纹识别。我们仍预计与摄像头加工相关的切割设备不会受到影响。

图表 2: 乐观/基本/悲观情景下，苹果公司的2017年收入贡献分别为人民币30亿元/17.5亿元/8.5亿元
乐观/基本/悲观情景下，苹果公司对大族激光的2017年收入贡献



资料来源：公司数据、高华证券研究

根据我们的乐观/悲观情景分析，我们将2017-18年（基本情景）每股盈利预测下调了6-8%（2016年预测不变），并将12个月目标价格下调了5%，以计入苹果公司有50%概率不采用激光打标设备的因素；我们注意到2016年8月上市的三星 Galaxy Note 7（曲面玻璃的尝试性产品）已经采用丝印方法，但这并不意味着苹果公司也同样采取该方法。我们将此前的2017-18年收入预测下调了4-6%。

基本假设：2017年苹果公司贡献人民币17.5亿元的收入，包括：

- **激光打标设备：人民币 2.5 亿元**（2016 年预计为 5 亿元），目前计入了苹果公司的全玻璃机身 iPhone 有 50% 的概率不采用激光打标设备制作商标的因素。
- **激光焊接设备：人民币 7 亿元**（2016 年预计为 4 亿元）。
- **激光切削设备：人民币 4 亿元**（2016 年预计为 3 亿元）。
- **检测及测量设备：人民币 4 亿元**（2016 年预计为 3 亿元）。

图表 3：我们将大族激光的 2017/18 年每股盈利预测下调了 6%/8%，以计入苹果公司有 50% 概率不采用激光打标设备的因素，因为已看到的三星 Galaxy Note 7 已选择采用丝印方法
我们的预测调整

大族激光（百万人民币）	新			旧			同比增速%		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
收入	6,631	8,266	9,722	6,630	8,629	10,356	0%	-4%	-6%
收入同比增速	19%	25%	18%	19%	30%	20%			
毛利	2,674	3,394	4,078	2,673	3,568	4,446	0%	-5%	-8%
毛利率	40%	41%	42%	40%	41%	43%			
息税前收入	871	1,211	1,618	870	1,303	1,775	0%	-7%	-9%
息税前收入率	13%	15%	17%	13%	15%	17%			
利润	941	1,266	1,650	941	1,353	1,798	0%	-6%	-8%
利润率	14%	15%	17%	14%	16%	17%			
每股收益	0.88	1.19	1.55	0.88	1.27	1.69	0%	-6%	-8%
每股收益同比增速	26%	34%	30%	26%	44%	33%			

资料来源：高华证券研究

加上其它多元化增长领域，我们的分析显示乐观情景的上行空间为 59%/悲观情景的下行空间为 25%

目前我们预计 2017 年来自苹果公司的收入贡献为 21%（我们的基本情景假设）。由于公司技术实力较强而且工业客户基础广泛，我们将其它多元化增长领域纳入预测，从而得出对公司整体的乐观/悲观情景假设。多元化增长领域包括：

- **汽车：**我们仍预计 2017 年收入将从 2016 年的人民币 2 亿元大幅增长到 5 亿元，得益于激光焊接技术在白车身和汽车零部件生产中的渗透，进一步替代电阻焊等（请参见 2016 年 4 月 22 日报告 *大族激光 (002008.SZ) 买入：汽车激光焊接业务开始高速增长，对收入的提振高达 8%；位于强力买入名单*）。
- **重工业：**我们预计 2017 年收入将较 2016 年的人民币 10 亿元同比增长 10%，或净增 1 亿元，因为预计公司的高功率激光切割设备会进一步渗透。
- **半导体：**公司在中期业绩报告中披露已收购富创得，一家设计和生产自动化 SMIF 处理设备（例如光罩开盒机、分类系统、存储单位和传送系统等）的公司。其产品被多个知名跨国公司使用，如台积电（资料来源：台积电设备采购公告）、英特尔、应用材料、NEC（资料来源：富创得公司网站）。根据已公布的 2016 年 1 月 - 5 月中的收入/净利润，我们认为如果并表收入在 2017 年折年计算，则应较 2016 年收入增加人民币 1 亿元左右。
- **其它：**包括苹果以外的消费电子品牌、PCB 设备和所收购的自动化集成公司等，共计应较 2016 年增加收入人民币 8.84 亿元。

将以上多元化增长领域加总，我们的情景分析显示乐观/悲观情景对应的潜在上行/下行空间为 59%/25%（详情见图表 4）。

乐观情景：我们的乐观情景中的苹果收入贡献假设和我们对多元化增长领域的总收入假设显示，2017 年预期收入将同比增长 43%，毛利将同比增长 50%。

悲观情景：我们的悲观情境中的苹果收入贡献假设和我们对汽车/重工业/半导体（假设其它行业没有收入贡献）的收入假设表明，自2016年起，总收入最多将下滑人民币1.5亿元，同比下降2%，毛利下降6%。在我们的悲观情景中，苹果收入贡献将从2016年的23%降至13%。

注：我们假设苹果/汽车/重工业/半导体业务的毛利率分别为50%/30%/30%/35%，图表4是我们计算的毛利率变化，如图表4所示。对于新的半导体子公司，我们认为Brooks Automation（US:BRKS、未覆盖）最为可比。2011-2015年间，Brooks Automation半导体业务的平均毛利率为35%。

图表 4: 计入多元化增长领域后，我们的乐观/悲观情景分别对应 59%的上行空间/25%的下行空间
乐观/基本/悲观假设下大族激光的收入/毛利分析

毛利率假设	
A客户	50%
汽车	30%
重工业	30%
半导体	35%

2017E 收入/毛利变化绝对值敏感性测试 (百万人民币)	
2016E 收入同比变化绝对值	
A客户	-
汽车	124
重工业	146
半导体	100
其他	673
加总	1,044
2017E 收入同比变化绝对值 (基本情形)	
A客户	250
汽车	300
重工业	100
半导体	100
其他	884
加总	1,634
2017E 收入同比变化绝对值 (乐观情形)	
A客户	1,500
汽车	300
重工业	100
半导体	100
其他	884
加总	2,884
2017E 收入同比变化绝对值 (悲观情形)	
A客户	(650)
汽车	300
重工业	100
半导体	100
其他	-
加总	(150)

2016E 毛利同比变化绝对值	
A客户	-
汽车	37
重工业	44
半导体	35
其他	443
加总	559
2017E 毛利同比变化绝对值 (基本情形)	
A客户	125
汽车	90
重工业	30
半导体	35
其他	440
加总	720
2017E 毛利同比变化绝对值 (乐观情形)	
A客户	750
汽车	90
重工业	30
半导体	35
其他	440
加总	1,345
2017E 毛利同比变化绝对值 (悲观情形)	
A客户	(325)
汽车	90
重工业	30
半导体	35
其他	-
加总	(170)

收入/毛利 (百万人民币)	
2016E 收入	
A客户	1,500
汽车	200
重工业	1,000
半导体	100
其他	3,831
加总	6,631
同比%	25%
2017E 收入 (基本情形)	
A客户	1,750
汽车	500
重工业	1,100
半导体	200
其他	4,716
加总	8,266
同比%	43%
2017E 收入 (乐观情形)	
A客户	3,000
汽车	500
重工业	1,100
半导体	200
其他	4,716
加总	9,516
同比%	-2%
2017E 收入 (悲观情形)	
A客户	850
汽车	500
重工业	1,100
半导体	200
其他	3,831
加总	6,481

2016E 毛利	
A客户	750
汽车	60
重工业	300
半导体	35
其他	1,529
加总	2,674
同比%	27%
2017E 毛利 (基本情形)	
A客户	875
汽车	150
重工业	330
半导体	70
其他	1,969
加总	3,394
同比%	50%
2017E 毛利 (乐观情形)	
A客户	1,500
汽车	150
重工业	330
半导体	70
其他	1,969
加总	4,019
同比%	-6%
2017E 毛利 (悲观情形)	
A客户	425
汽车	150
重工业	330
半导体	70
其他	1,529
加总	2,504

	基本情形	乐观情形	悲观情形
基本每股收益 (人民币)	1.19	1.41	0.83
2017E隐含每股收益增速	34%	59%	-6%
与2017E比隐含差异	0%	18%	-30%
隐含估值 (人民币)	29.5	35.2	16.6
隐含2017E P/E	25x	25x	20x
隐含2017E CROCI/WACC	2.0x	2.4x	1.4x
隐含上行空间 (下行空间)	33%	59%	-25%

注: 市场价格更新于2016年9月20日

资料来源: 高华证券研究

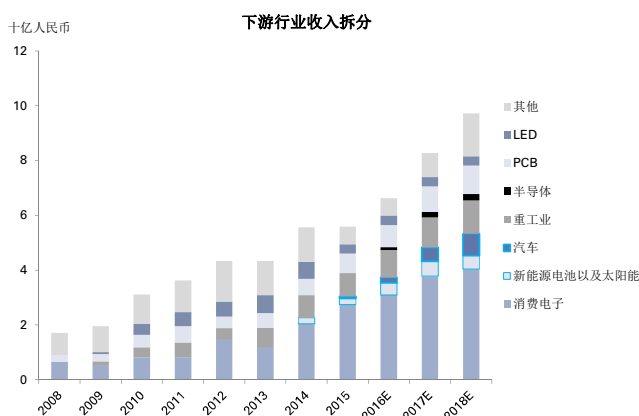
现金状况改善；更有利于进行再投资或并购

到 2015 年年底，公司净现金/权益比为 3%，是 2014 年公司上市后首次拥有净现金。2004-2015 年公司的平均净负债权益比为 19%（图表 6）。我们认为目前公司的形势较往年更为有利。

如果悲观假设成为现实，假设资本开支维持在人民币 4 亿元（包括用于扩张高功率光纤激光器产能的支出），我们的测试显示 2017 年公司的净负债权益比可能将升至 12%，仍低于历史均值。

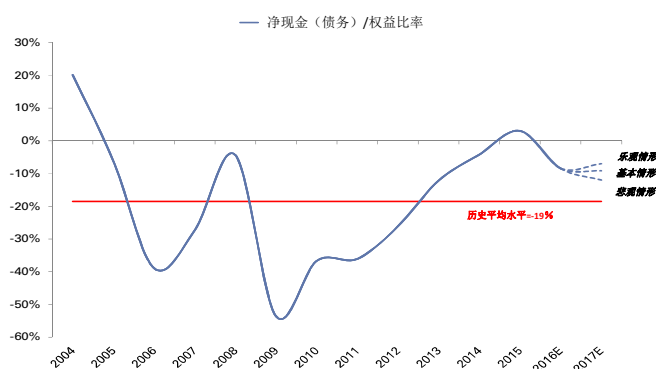
我们认为充足的现金或许会令大族激光也具有外延增长的能力。虽然并购富创得在 2017 年对大族激光收入/净利润贡献的约为 2%，影响并不大，我们的敏感性分析未计入进一步的并购影响。

图表 5: 半导体业务将在 2017 年贡献 2%的收入/净利润
大族激光收入细分，按下游行业分类



资料来源：公司数据、高华证券研究

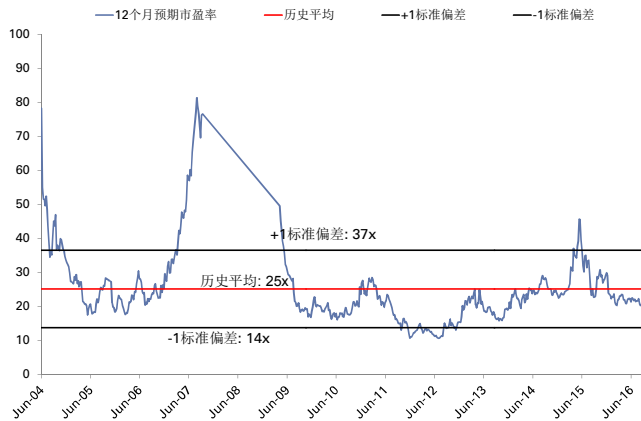
图表 6: 公司的现金状况要远好于往年
大族激光的净现金/权益比



资料来源：公司数据、高华证券研究

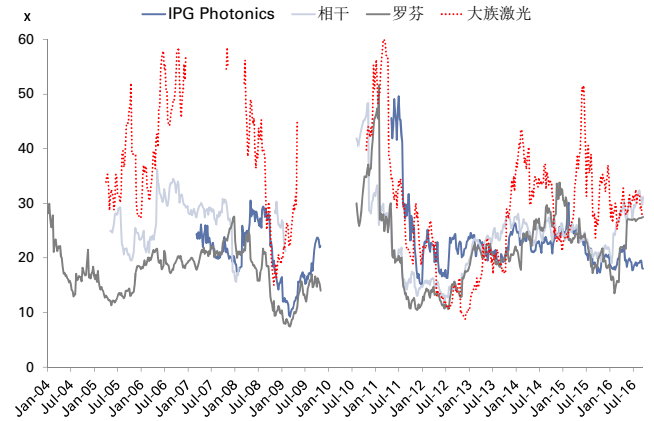
因估值仍处于历史区间较低端而维持买入评级

图表 7: 大族激光当前股价对应 19 倍的 12 个月预期市盈率, 低于历史均值, 乐观/悲观情景则隐含 16 倍/27 倍的市盈率
大族激光 12 个月预期市盈率



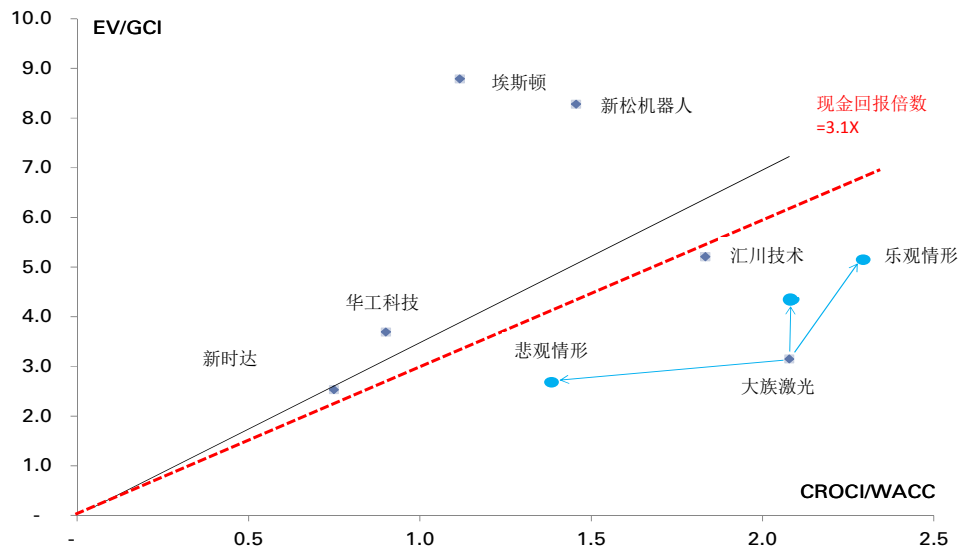
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 8: ...与全球激光同业的历史交易区间相当
IPG Photonics/相干/罗芬/大族激光的历史 12 个月市盈率



资料来源: Datastream

图表 9: 我们认为风险回报状况仍然具有吸引力并维持买入评级
我们覆盖的内地上市自动化股的 2017 年预期 Director's Cut 估值



资料来源: 高华证券研究

图表 10: 全球同业估值概要

公司	代码	货币种类	最新	目标价	上行空间/下行空间	评级	市值 (十亿美元)	16-18E每股净收益年复合增长率	市盈率			企业价值倍数 EV/EBITDA			股本回报率			CROCI		
									2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
中国A股																				
大族激光	002008.SZ	CNY	22.2	29.5	33%	买入	3.5	32%	25.1x	18.6x	14.3x	22.9x	16.9x	12.7x	18%	20%	22%	20%	22%	23%
汇川技术	300124.SZ	CNY	18.6	25.4	36%	买入	4.4	18%	30.2x	25.4x	21.8x	31.0x	25.6x	21.9x	22%	23%	24%	18%	19%	19%
新松机器人	300024.SZ	CNY	24.1	22.0	-9%	中性	5.5	29%	81.5x	65.8x	49.3x	98.2x	70.4x	50.9x	8%	10%	12%	10%	14%	18%
华工科技	000988.SZ	CNY	17.2	14.8	-14%	中性	2.3	22%	66.1x	55.0x	44.6x	50.1x	41.0x	33.8x	7%	8%	10%	9%	10%	10%
埃斯顿	002747.SZ	CNY	33.7	26.5	-21%	中性	1.3	27%	109.9x	90.1x	68.5x	230.5x	174.6x	119.8x	14%	15%	18%	15%	13%	15%
新时达	002527.SZ	CNY	14.7	9.7	-34%	卖出	1.4	7%	43.8x	39.9x	37.9x	44.1x	41.8x	38.9x	8%	8%	8%	9%	8%	8%
中值					-11%		2.9	24%	54.9x	47.4x	41.3x	47.1x	41.4x	36.4x	11%	13%	15%	13%	14%	16%
中国海外股																				
和利时	HOLI	USD	21.7	20.6	-5%	中性	1.4	-1%	10.8x	11.9x	11.0x	7.7x	7.7x	6.6x	19%	15%	14%	24%	18%	18%
海天国际	1882.HK	HKD	16.4	14.2	-13%	中性	3.4	3%	15.3x	15.0x	14.4x	12.7x	12.2x	11.5x	17%	16%	15%	17%	15%	14%
中值					-9%		2.4	1%	13.1x	13.5x	12.7x	10.2x	10.0x	9.0x	18%	15%	14%	21%	17%	16%
日本																				
哈默那科	6324.T	JPY	2,753	3,600	31%	强力买入	2.6	23%	48.5x	40.7x	31.9x	22.0x	23.3x	19.0x	14%	15%	18%	16%	19%	21%
发那科	6954.T	JPY	16,915	20,000	18%	买入	32.6	-7%	20.6x	27.8x	23.7x	14.9x	14.8x	12.4x	12%	9%	10%	14%	15%	17%
安川	6906.T	JPY	1,493	1,700	14%	买入	3.9	3%	17.8x	22.8x	16.6x	8.4x	10.1x	8.3x	12%	9%	12%	10%	10%	12%
SMC	6273.T	JPY	28,590	31,000	8%	买入	19.7	2%	20.8x	21.2x	20.1x	11.8x	11.1x	10.6x	10%	9%	9%	12%	18%	18%
基恩士	6861.T	JPY	73,460	77,000	5%	中性	39.9	12%	32.5x	29.1x	26.0x	15.3x	17.3x	15.0x	14%	14%	14%	32%	34%	36%
THK	6481.T	JPY	1,925	1,800	-6%	卖出	2.5	6%	18.0x	20.8x	16.0x	7.1x	6.5x	6.4x	5%	5%	6%	10%	6%	7%
中值					11%		11.8	5%	20.7x	25.3x	21.9x	13.3x	13.0x	11.5x	12%	9%	11%	13%	17%	17%
台湾																				
台达	2308.TW	TWD	189	215	28%	强力买入	13.8	15%	22.1x	18.7x	16.7x	12.8x	10.8x	9.6x	15%	17%	18%	17%	18%	19%
亚德客	1590.TW	TWD	259	300	16%	强力买入	1.5	19%	21.5x	17.2x	15.1x	15.7x	12.6x	10.9x	20%	22%	23%	15%	17%	18%
研华科技	2395.TW	TWD	256	182	-29%	卖出	5.3	9%	28.8x	26.2x	24.0x	22.9x	20.7x	18.9x	23%	24%	24%	23%	23%	23%
士银科技	2049.TW	TWD	167	115	-31%	卖出	1.5	8%	29.8x	27.2x	25.4x	19.1x	17.9x	16.7x	10%	11%	11%	9%	9%	9%
中值					-6%		3.4	12%	28.4x	22.4x	20.4x	17.4x	15.2x	13.8x	17%	19%	20%	16%	17%	18%
美国/欧洲																				
西门子	SIEGn.DE	EUR	103.6	109	5%	买入	100.4	7%	15.2x	13.8x	13.2x	8.8x	8.1x	7.8x	17%	18%	17%	11%	11%	11%
施耐德	SCHN.PA	EUR	60.3	58	-4%	中性	39.9	10%	18.7x	16.4x	15.4x	9.9x	8.9x	8.0x	10%	11%	11%	9%	9%	10%
ABB	ABBN.S	CHF	21.8	17	-22%	卖出	52.2	17%	25.2x	19.5x	18.4x	10.2x	9.9x	9.5x	21%	21%	20%	11%	12%	12%
霍尼韦尔	HON	USD	115	131	14%	强力买入	89.6	9%	17.2x	15.6x	14.4x	11.3x	10.0x	9.0x	26%	25%	24%	14%	14%	15%
罗克韦尔	ROK	USD	115	103	-10%	中性	15.2	4%	20.7x	20.5x	19.2x	12.2x	12.2x	11.5x	36%	36%	39%	21%	19%	19%
艾默生	EMR	USD	51	48	-6%	卖出	33.5	4%	17.8x	18.0x	16.5x	10.0x	10.0x	9.4x	23%	23%	25%	13%	12%	13%
中值					-5%		46.1	8%	18.3x	17.2x	16.0x	10.1x	9.9x	9.2x	22%	22%	22%	12%	12%	13%
全球激光同行																				
IPG Photonics	IPGP	USD	80.7	n.a.	n.a.	不覆盖	4.3	14%	17.3x	15.3x	13.2x	9.1x	8.1x	7.1x	18%	17%	17%	n.a.	n.a.	n.a.
相干	COHR	USD	107.0	n.a.	n.a.	不覆盖	2.6	N.A.	23.0x	17.8x	N.A.	11.9x	9.3x	N.A.	11%	13%	13%	n.a.	n.a.	n.a.
罗芬	RSTI	USD	32.3	n.a.	n.a.	不覆盖	0.9	20%	28.8x	20.8x	19.9x	11.6x	9.6x	9.2x	6%	8%	N.A.	n.a.	n.a.	n.a.
中值					n.a.		2.6	17%	23.0x	17.5x	16.6x	11.6x	9.3x	8.2x	11%	13%	15%	n.a.	n.a.	n.a.

注：目标价基于12个月，股价更新至2016年9月21日

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师陆天, CFA、石天逸和赵丹琪在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，杜茜，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杜茜：中国资本品、亚太基础设施行业。

亚太基础设施行业：中交建(A)、中交建(H)、中国机械工程、中国铁建(A)、中国铁建(H)、中国中铁(A)、中国中铁(H)、中国建筑国际、中石化炼化工程。

中国资本品：中国通号、中国中车(A)、中国中车(H)、东方电气(A)、东方电气(H)、埃斯顿、柳工、海天国际、大族激光、中恒电气、合力、平高电气、和利时、华工科技、龙工、三一重工、三一国际、上海电气(A)、上海电气(H)、新时达、山推、汇川技术、机器人、天地科技、长飞光纤、郑煤机、株洲中车时代电气、中联重科(A)、中联重科(H)。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：大族激光 (Rmb21.40)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系：大族激光 (Rmb21.40)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的未来前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。