

2017年09月04日

大族激光 (002008.SZ)

动态分析

下游需求带动业绩大幅增长，未来增长空间可期

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 55.4 亿元，同比上升 77.3%，毛利率 43.1%，同比上升 2.4 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 9.1 亿元，同比上升 128.8%，每股收益 0.86 元，同比上升 126.3%。第二季度单季度实现销售收入 40.1 亿元，同比上升 106.8%，归属上市公司股东净利润 7.6 亿元，同比上升 168.1%。

◆ 点评

➢ **下游需求带动业绩大幅增长，小功率激光贡献主要力量**：本报告期内因为消费类电子、新能源、大功率及 PCB 设备需求旺盛，公司产品订单较上年同期增长迅速，带来经营业绩较上年同期大幅增长。其中小功率激光及自动化配套设备业务实现销售收入 37.4 亿元，同比增长 142.7%，占总收入 67.5%，是本报告期带来收入大幅增长的关键驱动力。大功率激光领域收入同比增长 40.1%，业务市场占有率不断提高，同样贡献了显著的营收增幅。其他产品方面 PCB 设备同比增长 10.4%，LED 设备同比增加 56.2%。从市场分布看，国内市场销售收入同比大幅提升 79.6% 达到 50.5 亿元，占据总收入 91.3%。

➢ **规模效应带动盈利能力增幅高于收入增速**：公司上半年整体毛利率为 43.1%，同比上升 2.4 个百分点，主要产品的毛利率基本维持稳健并小幅上升，但是毛利率较高的小功率激光业务占比大幅度增加推动了综合毛利率的提高。费用率方面，上半年销售费用和管理费用占收比分别为 9.0% 和 12.4%，而第二季度的分别降为 7.7% 和 10.4%，体现出规模经济效益，上半年三项费用率合计同比下降 3.5 个百分点。尽管公司在市场拓展和产品研发方面的投入数值仍然在大幅度增加，但是公司仍然获得了在净利润增速方面显著高于收入增速的成果。

➢ **前三季度业绩预期更大幅增长，大小功率激光带来增长空间**：公司预期前三季度归属上市公司股东净利润为 13.9-15.8 亿元，同比变动为 120%~150%，业绩增幅来源于订单较同期的大幅增加。短期来看，以消费电子需求为主的小功率激光下游设备的需求将带动业绩的大幅度增长，而长期来看，拥有更大空间、逐渐提升市场占有率、目标进口替代的大功率激光及自动化配套设备业务将会成为公司业绩的未来持续增长的重要力量。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.50、1.81 和 2.15 元。净资产收益率分别为 24.9%、24.5% 和 23.9%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 45.25 元，相当于 2017 年至 2019 年 30.2、25.0 和 19.2 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：下游客户资本开支计划不及预期；新产品市场开拓速度不及预期；消费电子厂商的竞争加剧导致终端需求波动。

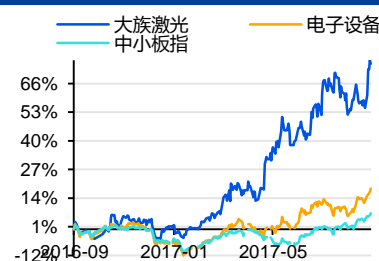
电子元器件 | 电子设备 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	45.25 元
股价(2017-09-01)	38.83 元

交易数据

总市值 (百万元)	41,434.14
流通市值 (百万元)	38,526.48
总股本 (百万股)	1,067.07
流通股本 (百万股)	992.18
12 个月价格区间	21.00/39.39 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.64	10.03	66.19
绝对收益	8.31	25.02	73.63

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5,587.3	6,958.9	11,029.9	13,261.7	16,914.4
同比增长(%)	0.4%	24.5%	58.5%	20.2%	27.5%
营业利润(百万元)	614.4	691.2	1,771.2	2,073.5	2,507.4
同比增长(%)	-7.5%	12.5%	156.3%	17.1%	20.9%
净利润(百万元)	747.0	754.3	1,597.8	1,930.3	2,291.1
同比增长(%)	5.6%	1.0%	111.8%	20.8%	18.7%
每股收益(元)	0.70	0.71	1.50	1.81	2.15
PE	55.5	54.9	25.9	21.5	18.1
PB	8.7	7.8	6.5	5.3	4.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：下游需求驱动业绩大幅增长	4
二、经营状况点评：国内市场增幅大，小功率设备热销.....	5
（一）国内市场业绩大幅增长，毛利率稳中有升	5
（二）小功率激光增长迅猛，大功率寻求进口替代，毛利率持平	5
（三）业绩指导：前三季度预期业绩更大幅度增长.....	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

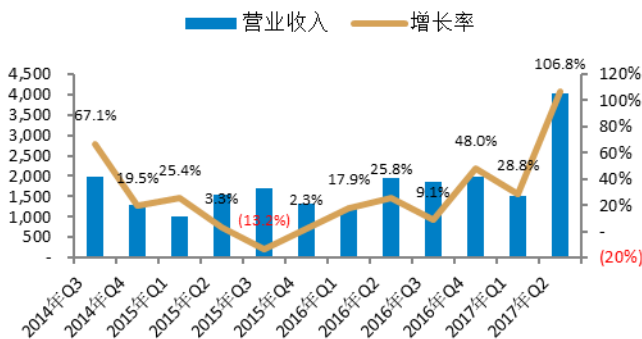
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：下游需求驱动业绩大幅增长

公司 2017 年上半年销售收入实现 55.4 亿元，同比上升 77.3%，其中第二季度的销售收入 40.1 亿元，同比上升 106.8%。公司下游主要的客户来自于消费类电子、新能源、大功率及 PCB 板等厂商，作为制造业企业，在科技进步和人员成本上升的情况下，通过增加机器人、自动化加工设备来提升竞争力是必然的发展途径，因此带来了公司包括激光加工设备在内的需求旺盛，上半年产品订单同比增长迅速，因此经营业绩较上年同期大幅增长。

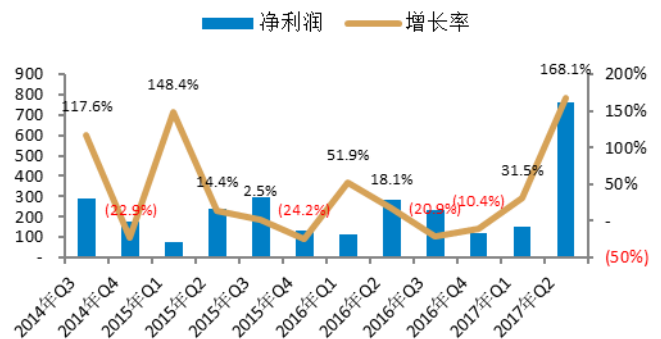
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 9.1 亿元，同比上升 128.8%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 7.6 亿元，同比上升 168.1%，随着规模效应带来的成本控制能力，公司的盈利能力增速显著高于收入增速。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

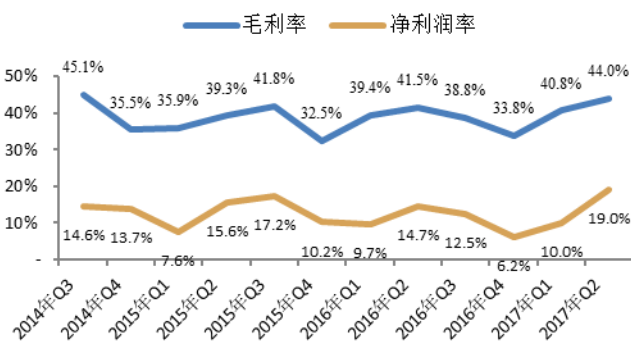


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 43.1%，同比上升 2.4 个百分点，其中第二季度的毛利率为 44.0%，同比上升 2.5 个百分点，凭借公司的技术能力和品牌竞争力，行业内的份额持续提升，对于产业链上下游的议价能力和成本管控能力使得公司的盈利水平稳步提升。

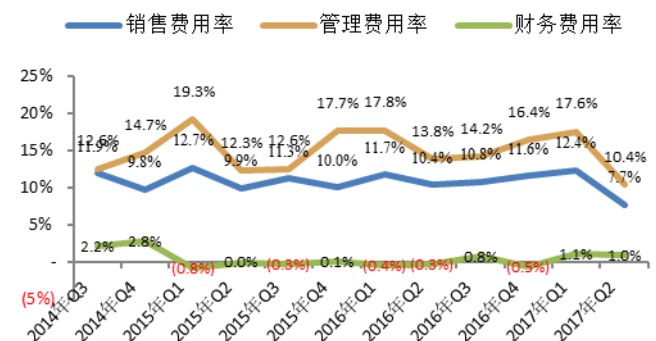
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 9.0%、12.4%、1.0%，其中第二季度的分别降为 7.7%、10.4%、1.0%。上半年三项费用率合计同比下降了 3.5 个百分点，体现出规模经济效益。公司销售规模扩大，销售费用和管理费用同比分别增长 46.1%和 43.1%，我们注意到在 6.8 亿元的管理费用中，研发投入同比增加 52.4%达到 2.98 亿元，公司持续在新产品和技术方面投入了较高的费用，以帮助公司持续在市场竞争中占据有利位置。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



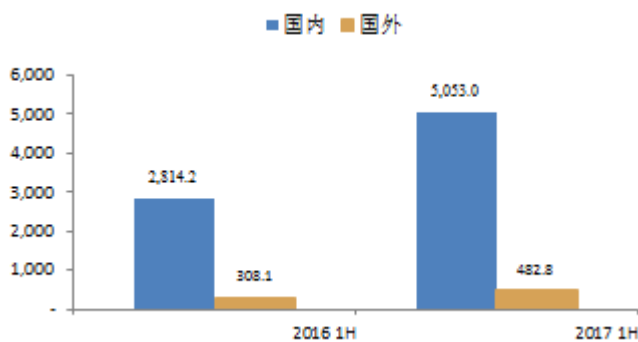
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：国内市场增幅大，小功率设备热销

（一）国内市场业绩大幅增长，毛利率稳中有升

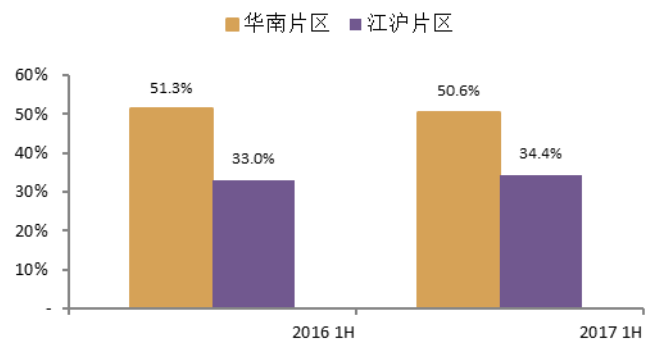
2017 年上半年，公司海外市场销售收入 4.83 亿元，同比上升 56.7%，国内市场销售收入 50.5 亿元，同比上升 79.6%。公司国内市场收入占总收入 91.3%，与过去三年基本维持在 90% 左右的比例。国内市场方面收入贡献最大的华南片区和江沪片区收入分别同比增长 78.3%和 95.0% 达到了 35.0 亿元和 12.5 亿元。毛利率方面，尽管未披露整体的国内外数据，但是从其披露的华南片区和江沪片区的毛利率看基本维持稳定。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

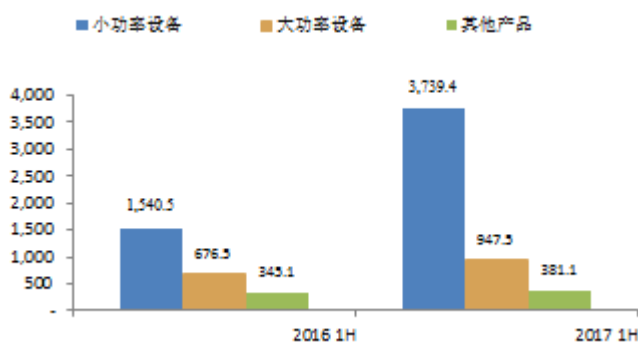


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）小功率激光增长迅猛，大功率寻求进口替代，毛利率持平

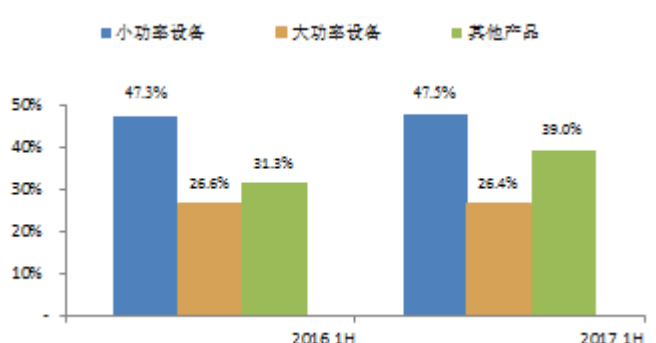
报告期内，公司通过加强高端激光设备和自动化设备的技术开发及市场推广，以及节能减排政策背景与公司研发投入驱动下，小功率激光及自动化配套设备领域的市场份额持续提升，销售收入同比上升 142.7%达到 37.4 亿元，并且毛利率同比上升 0.2 个百分点达到 47.5%。大功率激光产品实现销售收入 9.48 亿元，同比增长 40.1%，同样获得了较好的市场占有率提升。其他产品方面，PCB 设备领域实现收入同比增长 10.4%，LED 设备及产品收入同比增加 56.2%，其中公司自主研发的 LED 自动焊线机打破进口垄断，凭借高性价比优势逐步替代进口。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：前三季度预期业绩更大幅度增长

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 13.9-15.8 亿元，变动幅度为 120%-150%。公司认为消费类电子、新能源、大功率及 PCB 设备需求旺盛，公司产品订单较上年同期将大幅增长。短期来看小功率激光下游设备的需求将带动业绩的大幅度增长，而拥有更大空间、逐渐提升市场占有率、目标进口替代的大功率激光及自动化配套设备业务将会成为公司业绩的长期持续增长的重要力量。

三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.50、1.81 和 2.15 元。净资产收益率分别为 24.9%、24.5%和 23.9%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 45.25 元，相当于 2017 年至 2019 年 30.2、25.0 和 19.2 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 下游客户资本开支计划不及预期；
- 新产品市场开拓速度不及预期；
- 消费电子厂商的竞争加剧导致终端需求波动。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,587.3	6,958.9	11,029.9	13,261.7	16,914.4	年增长率					
减:营业成本	3,472.4	4,298.3	6,355.6	7,709.8	9,835.7	营业收入增长率	0.4%	24.5%	58.5%	20.2%	27.5%
营业税费	52.2	72.6	109.1	131.1	170.3	营业利润增长率	-7.5%	12.5%	156.3%	17.1%	20.9%
销售费用	608.1	771.4	1,205.4	1,454.2	1,859.4	净利润增长率	5.6%	1.0%	111.8%	20.8%	18.7%
管理费用	834.0	1,067.2	1,364.6	1,640.7	2,259.7	EBITDA 增长率	-18.5%	13.6%	160.1%	18.1%	19.2%
财务费用	-11.6	-6.7	160.8	203.7	222.9	EBIT 增长率	-21.6%	13.5%	182.3%	17.9%	19.9%
资产减值损失	57.2	87.5	88.9	77.8	84.7	NOPLAT 增长率	-19.2%	11.7%	175.8%	17.9%	19.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.1%	28.9%	90.0%	-21.1%	65.1%
投资和汇兑收益	39.2	22.5	25.6	29.1	25.7	净资产增长率	13.7%	13.0%	20.0%	21.8%	21.2%
营业利润	614.4	691.2	1,771.2	2,073.5	2,507.4	盈利能力					
加:营业外净收支	229.4	176.1	109.4	198.6	189.4	毛利率	37.9%	38.2%	42.4%	41.9%	41.9%
利润总额	843.8	867.2	1,880.7	2,272.1	2,696.7	营业利润率	11.0%	9.9%	16.1%	15.6%	14.8%
减:所得税	97.4	112.9	282.1	340.8	404.5	净利润率	13.4%	10.8%	14.5%	14.6%	13.5%
净利润	747.0	754.3	1,597.8	1,930.3	2,291.1	EBITDA/营业收入	13.1%	12.0%	19.7%	19.3%	18.0%
						EBIT/营业收入	10.8%	9.8%	17.5%	17.2%	16.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	35.2%	46.5%	60.0%	50.5%	57.1%
货币资金	696.3	846.3	2,757.5	3,315.4	4,228.6	负债权益比	54.4%	86.9%	149.9%	102.0%	132.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.04	1.27	1.37	1.35	1.43
应收帐款	1,883.2	2,514.6	4,336.6	4,080.8	6,563.0	速动比率	1.29	0.85	0.92	0.99	0.98
应收票据	202.8	239.0	459.0	396.4	682.0	利息保障倍数	-51.92	-101.92	12.02	11.18	12.25
预付帐款	65.8	78.4	141.9	130.8	208.9	营运能力					
存货	1,696.5	1,845.0	3,745.2	2,956.0	5,478.8	固定资产周转天数	83	74	52	45	36
其他流动资产	51.0	43.6	99.9	64.8	69.4	流动营业资本周转天数	126	92	121	125	123
可供出售金融资产	204.4	221.1	209.1	211.5	213.9	流动资产周转天数	298	263	279	305	300
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	117	114	112	114	113
长期股权投资	319.3	737.8	737.8	737.8	737.8	存货周转天数	101	92	91	91	90
投资性房地产	292.1	494.4	494.4	494.4	494.4	总资产周转天数	476	464	441	448	418
固定资产	1,305.5	1,542.7	1,642.0	1,703.8	1,640.6	投资资本周转天数	246	236	243	237	217
在建工程	303.2	288.7	388.7	438.7	438.7	费用率					
无形资产	214.5	847.6	1,026.9	1,269.3	1,590.1	销售费用率	10.9%	11.1%	10.9%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	347.8	670.3	606.1	589.0	559.0	管理费用率	14.9%	15.3%	12.4%	12.4%	13.4%
资产总额	7,582.4	10,369.5	16,645.0	16,388.6	22,905.3	财务费用率	-0.2%	-0.1%	1.5%	1.5%	1.3%
短期债务	217.0	1,061.6	5,289.8	3,700.8	7,011.1	三费/营业收入	25.6%	26.3%	24.8%	24.9%	25.7%
应付帐款	914.7	1,891.9	1,481.2	2,801.3	2,900.5	投资回报率					
应付票据	129.7	130.5	318.1	217.3	440.3	ROE	15.8%	14.2%	24.9%	24.5%	23.9%
其他流动负债	994.1	1,316.6	1,351.7	1,366.3	1,674.1	ROA	9.8%	7.3%	9.6%	11.8%	10.0%
长期借款	246.0	193.2	1,366.4	-	847.0	ROIC	14.6%	14.9%	32.0%	19.8%	30.1%
其他非流动负债	169.0	227.4	177.4	191.3	198.7	分红指标					
负债总额	2,670.5	4,821.2	9,984.5	8,276.9	13,071.8	DPS(元)	0.20	0.20	0.37	0.45	0.54
少数股东权益	171.8	241.9	242.7	243.7	244.8	分红比率	28.5%	28.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	1,063.4	1,067.1	1,067.1	1,067.1	1,067.1	股息收益率	0.5%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%
留存收益	3,608.0	4,164.5	5,350.7	6,801.0	8,521.7						
股东权益	4,911.9	5,548.2	6,660.5	8,111.7	9,833.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	746.4	754.4	1,597.8	1,930.3	2,291.1	EPS(元)	0.70	0.71	1.50	1.81	2.15
加:折旧和摊销	143.9	170.2	236.1	283.2	320.8	BVPS(元)	4.44	4.97	6.01	7.37	8.99
资产减值准备	57.2	87.5	-	-	-	PE(X)	55.5	54.9	25.9	21.5	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.7	7.8	6.5	5.3	4.3
财务费用	-15.6	-4.1	160.8	203.7	222.9	P/FCF	-421.3	77.8	17.9	40.5	28.5
投资损失	-39.2	-22.5	-25.6	-29.1	-25.7	P/S	7.4	6.0	3.8	3.1	2.4
少数股东损益	-0.6	0.1	0.8	1.0	1.1	EV/EBITDA	36.5	28.7	20.7	16.1	14.6
营运资金的变动	-63.9	-42.9	-4,174.5	2,423.9	-4,729.9	CAGR(%)	37.3%	44.8%	30.7%	37.3%	44.8%
经营活动产生现金流量	538.8	796.3	-2,204.6	4,813.0	-1,919.7	PEG	1.5	1.2	0.8	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-178.2	-1,325.7	-577.0	-610.8	-555.0	ROIC/WACC	1.5	1.6	3.3	2.1	3.2
融资活动产生现金流量	-570.1	480.6	4,692.8	-3,644.3	3,387.9						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn