

证券研究报告—深度报告

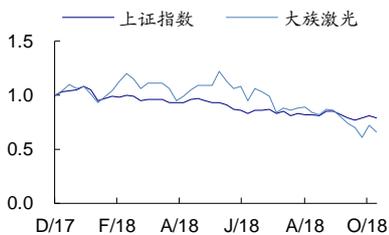
信息技术

IT 硬件与设备

大族激光(002008)
买入

(维持评级)

2018年11月19日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,067/993
总市值/流通(百万元)	35,277/32,839
上证综指/深圳成指	2,632/7,909
12个月最高/最低(元)	60.28/29.44

相关研究报告:

《大族激光-002008-2018年三季报点评: 激光设备龙头格局稳固, 关注新兴业务》——2018-10-22

《大族激光-002008-2018年半年报点评: 估值安全小年坚守, 静待春暖花开》——2018-08-23

《大族激光-002008-2017年报点评: 多领域应用持续爆发, 大族引领中国智造升级》——2018-04-17

《大族激光-002008-引领中国智造, 打造装备力量》——2018-01-16

《大族激光-002008-2017年半年报点评: 竞争优势显著, 激光龙头持续主导市场》——2017-08-29

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

联系人: 许亮

电话: 0755-81981025
 E-MAIL: xuliang1@guosen.com.cn

证券分析师: 贺泽安

电话: hezean@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

联系人: 吴双

电话: wushuang2@guosen.com.cn

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。

深度报告

从公司 ROE 变化趋势寻找其投资周期

● 报告核心目标: 研究 ROE 趋势及驱动因素与投资周期的关系

市场对公司的研究普遍从公司产品业务发展趋势出发, 通过预估其收入和利润变化, 结合估值情况, 辅以公司竞争力的定性分析等, 来判断公司的投资价值。

本篇文章希望通过研究公司 ROE 变化趋势以及背后变化的驱动因素, 与公司投资周期的关系。通过分析这些因素的变化趋势来预估公司 ROE 未来的变化趋势, 从而把握公司的投资周期。

● ROE 定买卖: 寻找公司资产创造价值能力(ROE)的上升周期

ROE 的变化趋势反映着公司背后经营的变化, 任何一个公司在经营过程中都有波动, 它的波动可能来源于投入产出期不匹配, 或者下游需求的变化, 或者自身经营策略及业务模式的变化。通过分析, 我们发现当大族激光的 ROE 进入上升趋势时, 企业将进入一个较好的投资周期。

● 大族激光: 2005 年以来涨幅 60 倍的优质公司

2005 年-2017 年底 13 年间, 大族激光股价从 0.92 元/股到 60.28 元/股, 总体涨幅为 64.5 倍。期间公司的 ROE 变化周期主要是: 1、2005 年-2007 年 ROE 从 13% 提升至 18%, 期间股价涨幅为 11 倍; 2、2007 年-2009 年, 受金融危机影响, 2009 年 ROE 下滑至 1.5%, 期间股价跌幅为 70%; 3、2009 年金融危机之后, ROE 从 1.5% 提升至 2011 年的 19.5%, 期间股价涨幅为 4.8 倍; 4、2011 年-2016 年期间, ROE 在 15%-17% 之间窄幅波动, 趋势上略有下降, 期间先涨后跌, 总体涨幅为 40%; 5、2016 年-2017 年, 公司 ROE 从 17% 提升至 23.5%, 期间公司涨幅为 1.7 倍。

● 风险提示

公司大客户业务需求的波动; 激光设备需求受宏观经济影响较大, 下游行业投资周期的波动导致公司收入的大幅波动; 激光设备产品竞争加剧的风险;

● 公司进入一个平稳价值周期, 目前低估, 维持“买入”评级

从 ROE 趋势来看, 预计 2018 年-2019 年有望保持平稳, 2020 年将重新向上。我们预估公司 18-20 年公司净利润分别为 18.29 亿元/21.75 亿元/30.58 亿元, 同比增长+10%/19%/40%。目前公司 PE(TTM)在 20 倍左右, 18 年、19 年动态 PE 分别在 19x、16x, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,959	11,560	12,179	14,268	18,323
(+/-%)	24.5%	66.1%	5.4%	17.2%	28.4%
净利润(百万元)	754	1,665	1,829	2,175	3,058
(+/-%)	1.0%	120.8%	9.9%	18.9%	40.6%
摊薄每股收益(元)	0.71	1.56	1.71	2.04	2.87
EBIT Margin	12.4%	17.4%	17.2%	17.8%	19.3%
净资产收益率(ROE)	14.2%	21.8%	21.7%	21.4%	24.2%
市盈率(PE)	46.8	20.9	19.0	16.0	11.4
EV/EBITDA	38.9	19.3	19.0	16.4	12.8
市净率(PB)	6.6	5.0	4.13	3.42	2.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是国内激光设备行业的龙头企业，覆盖了消费电子、新能源电池、家电、五金厨卫、汽车等下游需求领域，产品线从中小功率激光设备、大功率激光设备，拓展至 PCB、LED、液晶面板等激光加工制造设备，在品牌、渠道、服务能力等具备较强的竞争优势。

未来几年公司的核心竞争优势有望继续保持，通过分析我们预计 2018 年-2019 年的 ROE 有望保持平稳，2020 年利润率水平较高的大客户业务将恢复较快增长，公司 ROE 水平有望向上。

我们预计 18 年-19 年的 ROE 有望保持平稳，20 年 ROE 水平有望向上。预估公司 18-20 年公司净利润分别为 18.29 亿元/21.75 亿元/30.58 亿元，同比增长 +10%/+19%/+40%。目前公司 PE(TTM)在 20 倍左右，18 年、19 年动态 PE 分别在 19x、16x，给予公司“买入”评级。

根据 PB-ROE 变化趋势，2008 年以来公司 PE(TTM)仅在 2011 年底-2012 年底的一年时间内 PE 估值低于 20 倍，2014 年以来公司 PE (TTM) 保持在 30 倍左右，反映出市场对于公司在激光设备市场龙头地位，以及公司设备平台化速度较快的认可。

核心假设或逻辑

我们分业务情况对公司各主要板块业务未来趋势进行了预估分析：

- 1、公司激光设备情况。小功率激光设备受大客户采购周期影响有所波动，大功率激光设备根据产业链调研下游需求情况，预估 2018-2020 年收入增速分别为 10%、20%、30%；
- 2、PCB 设备 2018-2020 是国内 PCB 行业扩产的大年，收入增速较快，分别为 70%、30%、25%；
- 3、受益于 2019-2021 年国内面板新线投产的周期，公司在切割，检测，修复设备等液晶面板业务进展较快，推动收入快速增长；

根据历史来看，公司大功率业务相对小功率整体毛利率较低，维持在 26%左右；PCB 业务毛利率保持在 38%左右，LED 及液晶面板业务毛利率在 57%左右，新能源业务毛利率在 57%左右。

与市场预期的差异之处

公司重点分析了过去 10 年公司核心资产盈利能力 ROE 的变化趋势，以及驱动 ROE 变化的各项核心因素。并且，对公司的业务模式，产品竞争力，以及未来发展趋势进行了详细地分析。我们尝试寻找出公司业务发展的产业周期，以及与之对应的公司内外部可跟踪的先行指标，并对公司未来几年 ROE 的变化趋势进行预估，结合公司的估值体系变化，定位出公司的合理价值。

股价变化的催化因素

- 1、大客户对于激光设备新的需求推动公司业务大幅度成长；
- 2、公司股份回购额度和进度超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、公司大客户业务需求的波动较大，导致市场对公司的估值体系发生较大变化的风险；

- 2、公司主要激光设备受宏观经济影响较大，下游行业投资周期的波动将给公司的业绩带来波动；
- 3、国内光纤激光器业务发展较快，带动部分大功率激光加工设备企业，可能导致公司竞争加剧的风险。

内容目录

估值与投资建议	6
现金流折现法估值	6
估值的敏感性分析	6
相对法估值	7
估值建议综述	7
从 ROE 角度去分析了解公司的投资价值周期	7
ROE 是企业盈利能力、运营能力和成长能力的综合体现	7
激光设备龙头企业：大族激光的 ROE 变化周期	8
公司是国内激光设备行业的龙头企业	8
设备平台化拓展不断推进	8
大族激光 2005 年以来的 ROE 变化周期	9
在 ROE 提升周期，公司股价明显表现较好	10
公司盈利能力变化分析	11
公司毛利率及净利润率变化趋势	11
公司综合费用率变化趋势	12
公司运营能力变化分析	12
2012 年之后资产周转率持续提升	13
自动化程度不足，技术及服务人员数量决定推动收入增长	14
公司资产负债率基本伴随经营周期而波动	15
相对轻资产运行模式，业务扩张期主要依靠非流动资产增加来支撑	15
如何判断公司业务未来的发展趋势	17
全球激光设备龙头大族激光的产品线	17
产业需求趋势：激光器龙头企业 IPG 展示出激光设备的产业发展趋势	18
公司自身经营的变化趋势分析	19
大族激光公司投资价值分析	20
公司收入业务模型	20
公司估值变化趋势	21
公司净利润预估及评级	23
风险提示	23
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: ROE 综合体现公司盈利能力, 成长能力以及运营能力综合能力	8
图 2: 大族激光 2005-2017 年股价走势图	9
图 3: 大族激光 ROE 变化趋势	10
图 4: 公司净利润变化趋势	11
图 5: 公司毛利率变化趋势	12
图 6: 公司净利润率变化趋势	12
图 7: 公司综合费用率变化趋势	12
图 8: 公司营业收入变化趋势 (亿元)	13
图 9: 公司前五大客户销售额 (百万元) 及销售占比	13
图 10: 公司固定资产及固定资产周转率变化	14
图 11: 公司总资产及总资产周转率变化	14
图 12: 公司收入及员工人数变化	14
图 13: 公司人均产值及人均薪酬变化	14
图 14: 公司资产负债率变化趋势	15
图 15: 公司总资产变化趋势	15
图 16: 公司资产结构变化	16
图 17: 公司负债结构变化	16
图 18: 大族激光主要的激光设备产品	18
图 19: 大族激光公司和 IPG 的单季度收入同比增速变化趋势	18
图 20: 公司历史估值情况 PB (TTM)	22
图 21: 公司历史估值情况 PE (TTM)	22
表 1: FCFE 估值	6
表 2: 敏感性分析	7
表 3: 相对估值法	7
表 4: 公司资产负债结构	17
表 5: 激光器龙头对行业市场展望以及自身业务情况变化趋势	19
表 6: 公司近两年的 ROE 变化趋势	20
表 7: 公司主要业务分拆	21

估值与投资建议

现金流折现法估值

根据 FCFF 估值法，公司合理每股价值在 54.48 元。

	合理值
无杠杆 Beta	0.93
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	6.50%
公司股价	32.65
发行在外股数	1067
股票市值(E)	34840
债务总额(D)	4197
Kd	5.30%
T	13.00%
Ka	8.55%
有杠杆 Beta	1.03
Ke	9.18%
E/(D+E)	89.25%
D/(D+E)	10.75%
WACC	8.69%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理估值模型测算

表 1: FCFF 估值

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	2,209.0	2,752.0	3,710.8	5,019.4	5,524.3	6,079.8	6,568.6	7,096.5	7,666.6	8,051.4	
所得税税率	13.00%	13.00%	13.00%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税率)	1,921.9	2,394.3	3,228.4	4,266.5	4,143.3	4,559.8	4,926.4	5,322.4	5,749.9	6,038.6	
折旧与摊销	222.9	297.5	348.3	380.3	399.3	414.2	427.8	441.0	454.0	467.0	
营运资金的净变动	(116.9)	(588.9)	(928.5)	(2,228.6)	(617.7)	(683.8)	(601.9)	(652.0)	(705.9)	(475.1)	
资本性投资	(1,001.0)	(1,001.0)	(501.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)	
FCFF	1,026.9	1,101.9	2,147.2	2,217.2	3,723.8	4,089.3	4,551.3	4,910.3	5,297.0	5,829.4	88,913.1
PV(FCFF)	944.9	932.8	1,672.4	1,588.8	2,455.2	2,480.7	2,540.3	2,521.6	2,502.8	2,534.2	38,651.9
核心企业价值	58,825.4										
减：净债务	688.4										
股票价值	58,137.0										
每股价值	54.48										

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理测算

估值的敏感性分析

我们分别考虑折现率和永续增长率变化对 FCFF 估值的敏感性分析，公司内在价值波动区间为 40.91~83.78 元。

表 2: 敏感性分析

1、FCFF						
	54.48	7.7%	8.2%	8.69%	9.2%	9.7%
	3.5%	83.78	73.73	65.64	59.00	53.45
	3.0%	76.64	68.20	61.27	55.48	50.58
	2.5%	70.87	63.64	57.60	52.49	48.11
	2.0%	66.12	59.82	54.48	49.91	45.96
	1.5%	62.13	56.57	51.80	47.67	44.07
	1.0%	58.74	53.77	49.46	45.70	42.40
	0.5%	55.82	51.33	47.41	43.96	40.91

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理测算

相对法估值

目前根据沪深电子行业龙头公司, 2018 年平均动态 PE 为在 20.18 倍, 公司目前预估 2018 年动态 PE 为 17x, 估值相对较低。考虑公司的竞争能力以及行业中所处地位, 公司相对估值法对应 2019 年 25 倍动态 PE, 对应股价应在 53.64 元/股。

表 3: 相对估值法

股票简称	市值(亿元)	净利润			PE			ROE
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
大族激光	352.77	16.65	19.75	25.31	21.19	17.86	13.94	23.85%
信维通信	266.83	8.89	12.84	17.88	30.01	20.78	14.92	32.22%
海康威视	2,537.50	94.11	114.06	141.13	26.96	22.25	17.98	31.00%
大华股份	385.82	23.79	27.05	33.31	16.22	14.27	11.58	22.73%
环旭电子	216.07	13.14	14.09	18.05	16.44	15.34	11.97	15.22%
欧菲科技	338.03	8.23	19.72	28.15	41.10	17.14	12.01	9.03%
东山精密	186.68	5.26	11.28	16.68	35.48	16.54	11.19	6.77%
立讯精密	620.90	16.91	25.04	34.74	36.73	24.79	17.87	13.07%
三环集团	321.23	10.83	14.22	18.54	29.65	22.60	17.33	18.37%
平均值					28.20	19.06	14.31	

资料来源: 公司公告、Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

估值建议综述

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 40.91 元~54.48 元之间, 公司目前股价为 33.74 元/股, 未来具备较好的收益率空间。

从 ROE 角度去分析了解公司的投资价值周期

ROE 是企业盈利能力、运营能力和成长能力的综合体现

市场对公司的研究普遍从产品业务出发, 通过预估收入和利润的变化, 结合估值情况, 另外定性分析公司的竞争力等, 来综合判断公司的投资价值。

本篇文章我们将尝试从另外一个角度: 企业现有资产创造价值的能力(ROE)变化, 来判断公司的投资价值周期。ROE 反应公司整体的经营状况, 综合体现公司的盈利能力, 成长能力以及运营能力等综合能力。通过分析探讨公司 ROE 的过去, 现在和未来, 对公司的经营情况变化有一个更深入的了解, 对投资节

奏的把握来说更重要。

图 1: ROE 综合体现公司盈利能力, 成长能力以及运营能力综合能力

$$\begin{aligned}
 \text{ROE} &= \frac{\text{净利润}}{\text{净资产}} \\
 &= \frac{\text{净利润}}{\text{总营业收入}} \times \frac{\text{总营业收入}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{净资产}} \\
 &= \text{净利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}
 \end{aligned}$$

资料来源: 国信证券经济研究所整理

ROE 成长阶段, 意味着公司资产创造价值的能力不断增强, 对应着公司明显的一个利润成长周期;

ROE 平稳阶段, 意味着公司的盈利能力、成长能力以及运营能力可能相互对冲, 导致企业资产创造价值的变化不大;

在 ROE 下降阶段, 公司某方面或者多个方面的能力可能出现明显的下滑, 也意味着企业创造价值的能力下降。

通过深入分析 ROE 的变化, 我们可以了解公司经营背后的变化。任何一个公司在经营过程中都有波动, 它的波动可能来源于投入产出期不匹配, 或者下游需求的变化, 或者自身经营策略, 业务模式的变化。如果通过分析, 我们了解某个阶段公司经营的核心驱动因素后, 当发现企业资产创造价值的能力(ROE)预期不断提升时, 企业将进入一个较好的投资周期。

激光设备龙头企业: 大族激光的 ROE 变化周期

公司是国内激光设备行业的龙头企业

公司主要产品是激光设备, 包括中小功率的激光打标设备、激光切割设备、激光检测设备、激光焊接设备等, 以及大功率激光切割设备等。公司激光设备涵盖各类激光器光源, 从光纤激光器、半导体激光器到紫外激光器等全系列覆盖, 产品种类和收入规模等指标都显示公司在激光设备领域公司的龙头地位。

公司激光设备业务收入规模 2002 年为 1.62 亿元, 2017 年达到 93 亿元, 15 年时间激光设备收入规模增长近 60 倍。2017 年激光设备业务收入占总收入的 80%, 其中中小功率激光设备收入 71.88 亿元, 大功率激光器收入为 20.74 亿元, 分别占激光设备总收入比例为 78%、22%。

设备平台化拓展不断推进

公司在设备平台化拓展方面, 2004 年开始实现 PCB 设备的规模销售, 并在 2007 年实现激光 PCB 的商业化销售, 2017 年 PCB 设备收入为 12.10 亿元, 占总收入比例 10.47%。

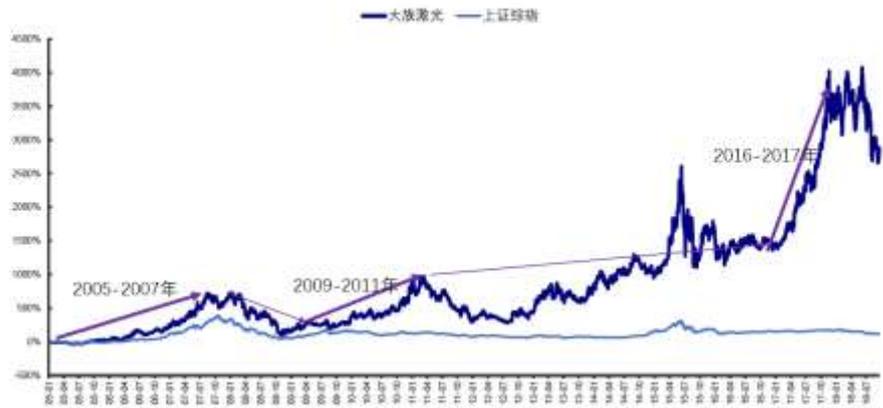
2007 年实现 LED 设备的规模化销售, 2017 年 LED 设备收入规模 5.4 亿元,

占总收入比例为 4.67%。同时 2015 年实现新能源激光设备的规模化销售, 2017 年新能源设备收入 5.47 亿元, 占总收入比例为 4.73%。

大族激光 2005 年以来的 ROE 变化周期

2005 年-2017 年底 13 年间, 大族激光的股价 (前复权) 从 0.92 元/股到 60.28 元/股, 总体涨幅为 64.5 倍。

图 2: 大族激光 2005-2017 年股价走势图

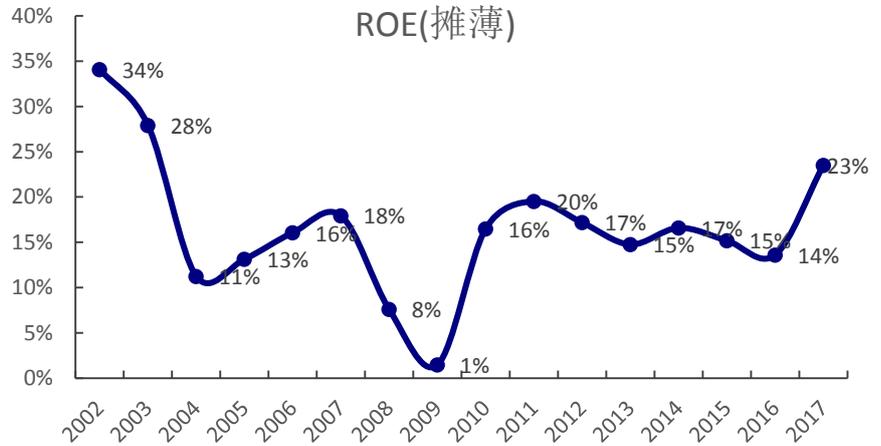


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

期间公司股价变化与 ROE 变化的对应周期主要分为如下几个阶段:

- 1、2005 年-2007 年不断持续提升, 从 13% 提升至 18%, 期间公司涨幅为 11 倍;
- 2、2007 年-2009 年, 受金融危机影响, ROE 不断下滑, 2009 年跌至 1.5%, 期间公司跌幅为 70%;
- 3、2009 年金融危机之后, ROE 从 2009 年的底部 1.5% 快速提升至 2011 年的 19.5%, 期间公司涨幅为 4.8 倍;
- 4、2011 年-2016 年期间, ROE 在 15%-17% 之间窄幅波动, 趋势上略有下降, 期间先涨后跌, 总体涨幅为 40%;
- 5、2016 年-2017 年, 公司 ROE 快速提升至 23.5%, 期间公司涨幅为 1.7 倍。

图 3: 大族激光 ROE 变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

在 ROE 提升周期，公司股价明显表现较好

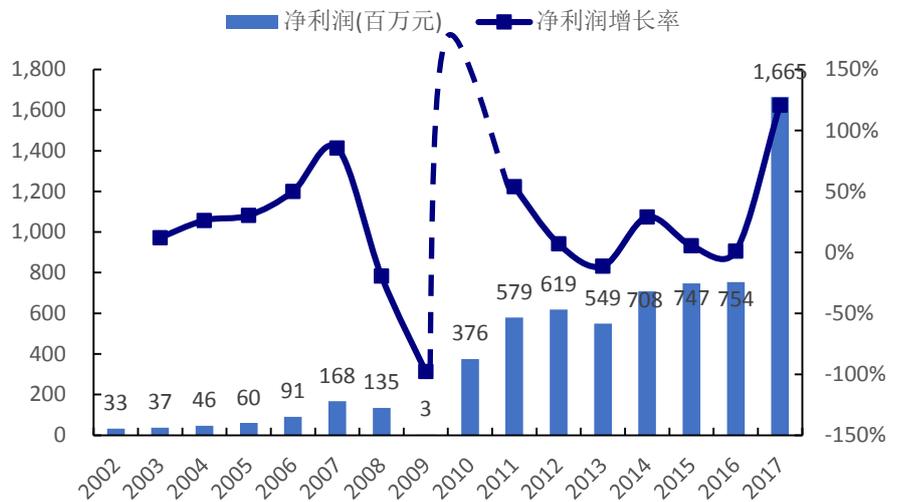
ROE 是公司竞争实力、盈利能力、运营能力和成长能力的综合体现，公司 ROE 变化以及变化背后的驱动因素与投资周期有着极大的关系。通过比较，我们基本初步定性的判断，在 ROE 的提升周期，公司资产创造价值的能力是提升的，对应周期内公司在市值上的表现明显较好。

我们在图 1 中分拆了影响公司 ROE 的几个因素，包括了公司的盈利能力(净利润率)、成长能力和运营能力(总资产周转率、营业收入)、以及资产结构(权益乘数)。影响 ROE 的因素较多，通过分拆分析影响 ROE 变化的主要因素，可以深入了解公司经营的主要变化趋势。同时通过对公司经营情况未来变化的趋势，可以深入分析研判公司未来盈利能力的变化趋势，从而判断公司的投资价值。

通过对比公司股价走势，我们发现公司 ROE 每一波上涨周期都对应着公司股价较好的表现。具体表现为：2002 年-2007 年，第一波价值成长周期；2009 年-2011 年，第二波价值从金融危机回归到正常水平的回归周期；2016 年-2017 年，第三波价值成长周期。

ROE 的变化周期也基本对应着公司净利润的变化周期，我们可以看到在 ROE 的上升周期，2002-2007 年和 2016-2017 年，公司的净利润增速保持在较高的水平。

图 4: 公司净利润变化趋势



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

分析 ROE 的过去, 现在和未来, 方便对公司经营情况变化更深入的了解, 有利于把握公司的投资周期。

本节我们将对影响公司资产创造价值能力(ROE)变化的各主要因素进行详细分析, 分析公司的运行模式, 寻找出影响公司业绩变化的主导因素。通过分析这些因素的变化趋势, 预估公司 ROE 未来的变化趋势来把握公司的投资周期。

公司盈利能力变化分析

公司主营业务产品主要为设备, 其中包括激光设备、PCB 设备、LED 设备等, 在产业链偏下游, 处于微笑曲线的品牌端。公司各类设备的定制化程度较高, 除了硬件集成能力外, 对设备进行控制操作的控制软件的比例也较高。

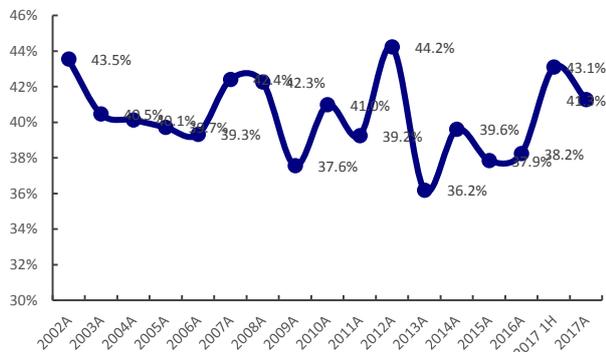
公司业务综合毛利率一直保持在较高水平。从历史上来看, 综合毛利率持续维持在 37% 以上。反映出公司作为国内激光设备领域的第一大品牌, 在产业链位置具备相对较强的议价能力。

公司毛利率及净利润率变化趋势

从细分周期来看, 公司综合毛利率在不同阶段有一定波动, 总体而言基本保持平稳。2009 年和 2013 年, 宏观经济增速放缓期间, 公司毛利率相对于正常情况下滑 4 到 5 个百分点左右。

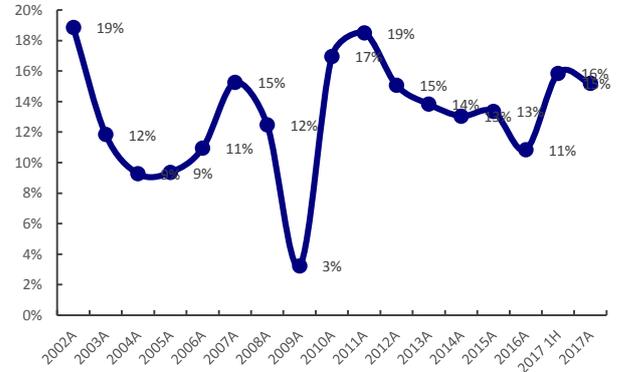
2002 年以来, 公司净利润率变化波动较大, 其中主要原因是公司毛利率有波动。随着国内中小功率激光器中小竞争者的进入, 行业竞争程度有所加剧。2013 年开始, 公司大功率激光器收入比例开始逐步提升, 达到总收入比例的 18% 左右, 而大功率激光器设备收入的毛利率 (28%) 低于中小功率 (40% 以上), 也导致公司毛利率有所降低。

图 5: 公司毛利率变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司净利润率变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司综合费用率变化趋势

在 2002 年-2009 年早期快速发展阶段, 公司整体规模较小, 销售费用和管理费用支出快速增长, 推动公司综合费用率持续上升。2009 年之后, 随着规模效应, 公司综合费用率不断下滑, 2017 年为 26%。

图 7: 公司综合费用率变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

综合判断来看, 影响公司盈利能力的主要因素是毛利率水平, 综合费用率随着规模效应有逐步走低趋势。在宏观向上周期, 公司毛利率较好, 反之在宏观收缩周期, 公司毛利率向下。

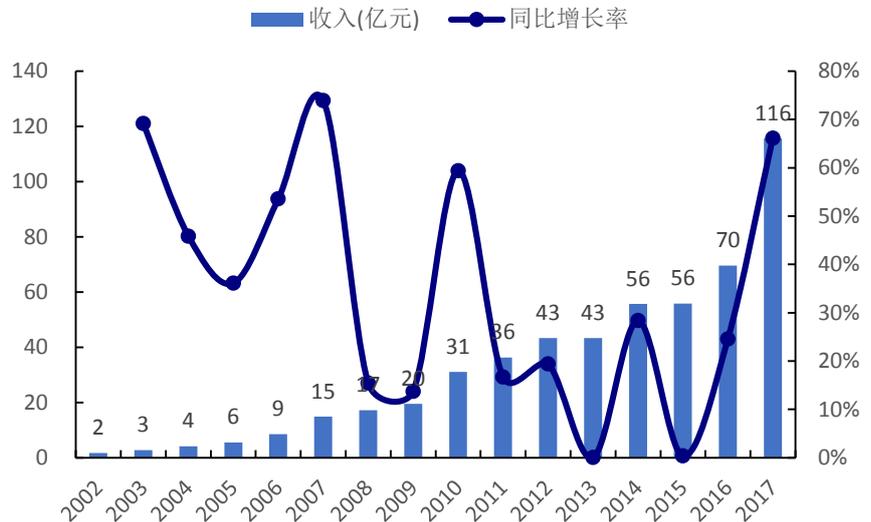
公司运营能力变化分析

影响公司 ROE 的另外一个核心因素是公司的运营能力, 包括总资产周转率和权益乘数。在有限的总资产条件下要实现更多的营业收入, 主要取决于企业的两个能力: 订单 (收入) 获取能力和资产结构优化能力。

从公司的营业收入来看, 可以明显的划分为两个时间阶段: 2002 年-2008 年的持续成长阶段。2002 年-2008 年, 中国的激光设备市场还处于蓝海阶段, 大族激光作为国内较早成立的激光设备企业充分享受了国产替代的行业红利, 实现

了长时间的高速稳定发展。2009 年之后公司收入增长的波动性加大，2010 年受益于国家大规模的固定资产投资，公司收入快速增长；2011 年-2015 年公司收入增速进入一个减慢期；2016 年受益于苹果客户以及下游大功率客户需求的兴起，公司收入快速增长。

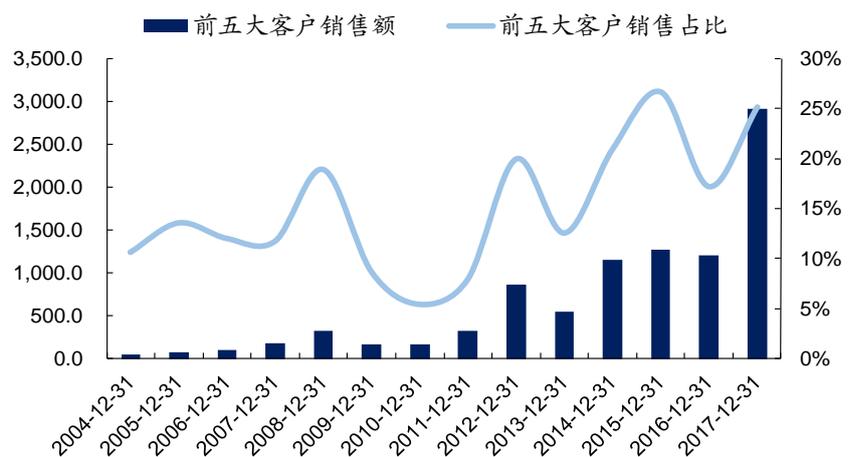
图 8: 公司营业收入变化趋势 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2009 年-2017 年，中国激光设备市场全面进入红海阶段，大族激光迅速调整战略开启了以大客户为导向的新发展时期。2009 年至 2017 年，大族激光前五大客户销售额快速上升，特别是销售占比从 10% 提升到了 25%。这保证了大族激光在 2009-2017 年收入波动增长的同时，整体毛利率保持了相对的稳定。2009 年-2017 年，大族激光毛利率稳定在 37.6%-44% 之间，保持了趋势性稳定。

图 9: 公司前五大客户销售额 (百万元) 及销售占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

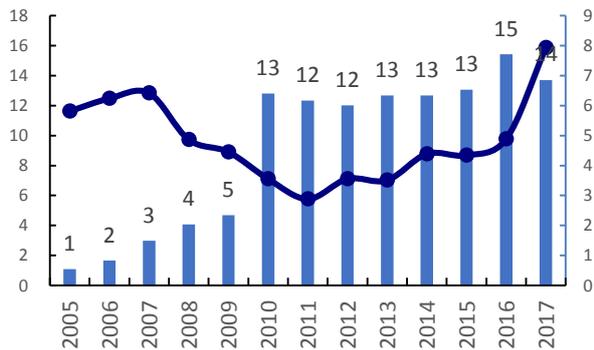
2012 年之后资产周转率持续提升

总体来看，公司的固定资产周转率及总资产周转率在不同的发展周期有所变化。2007 年-2011 年固定资产周转率每年有所下降，从 2012 年开始逐步提升。分

析来看，2010年-2017年公司固定资产变化不大，固定资产周转率持续提升。同时，2010年-2017年公司总资产周转率也在不断提升，我们认为主要是公司业务线条的扩充，大功率激光设备和苹果客户较大的订单需求推动公司运营能力的提升。

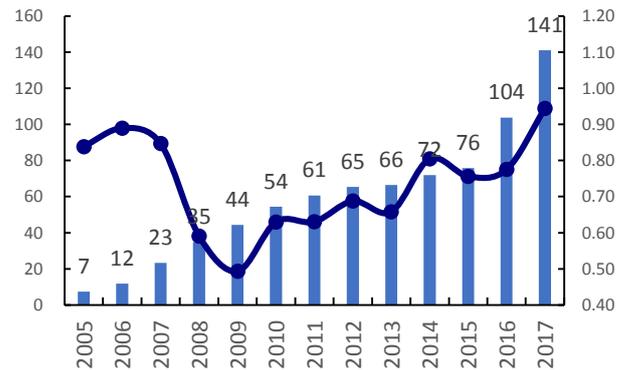
另一方面，我们也观察到，公司的业务扩充并不线性依靠固定资产投资规模，运营相对轻资产。激光设备的制造主要依赖于大量的人力资源，激光设备制造企业的收入依靠企业高素质的员工人数及员工的能力。另一方面，公司的激光设备作为固定资产投资的一部分，其需求与宏观经济相关。

图 10: 公司固定资产及固定资产周转率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司总资产及总资产周转率变化

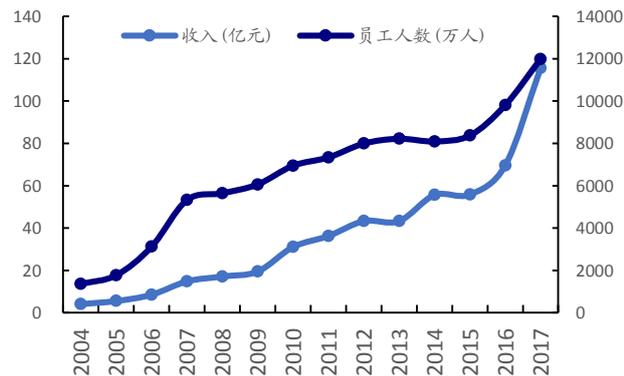


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

自动化程度不足，技术及服务人员数量决定推动收入增长

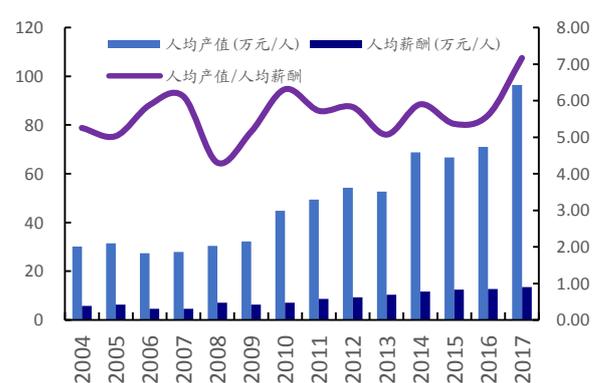
激光设备是典型的自动化设备，不过激光设备制造本身组装的自动化程度非常低，其生产制造依赖于大量的熟练技术工人进行组装，难以用设备替代。一般来说，新工人普遍需要6个月时间的培训，培训内容包括光学、机械和电子等多门学科知识，因此激光设备制造企业的收入与员工人数是高度相关的。

图 12: 公司收入及员工人数变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司人均产值及人均薪酬变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司2004年到2017年，公司营收从4.07亿元增长到117.60亿元，13年间收入复合增速为+29.32%。而员工人数也从1355人增长到11991人，复合增速为+18.26%；人均产值则从30万元增长到96万元，复合增速为+9.35%。同时人均薪酬从5.25万元/年增长至7.16万元/年，复合增速为+6.78%。

公司资产负债率基本伴随经营周期而波动

总体来看，公司的经营杠杆基本伴随着企业的需求周期和经营策略变化波动。考虑到宏观经济的波动以及公司大客户大小年的波动影响，结合公司的经营策略，在不同的发展阶段公司的资产负债率不同。

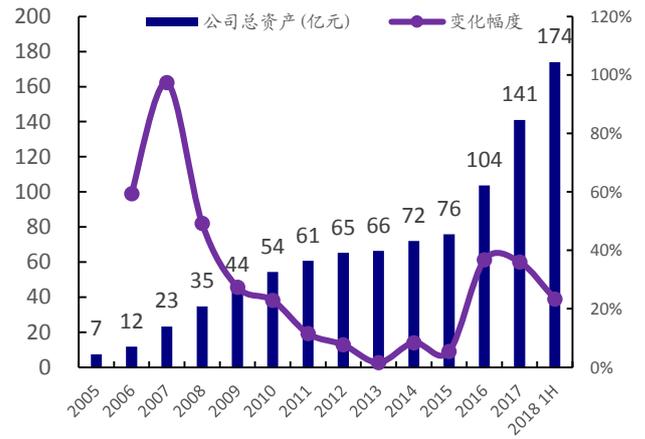
2007年之前的快速发展阶段，公司资产负债率不断提升，2010年-2015年，公司资产负债率从50%持续下降至35%。2016年开始加杠杆，资产负债率(权益乘数)开始提升，2017年达到48%。

图 14: 公司资产负债率变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15: 公司总资产变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

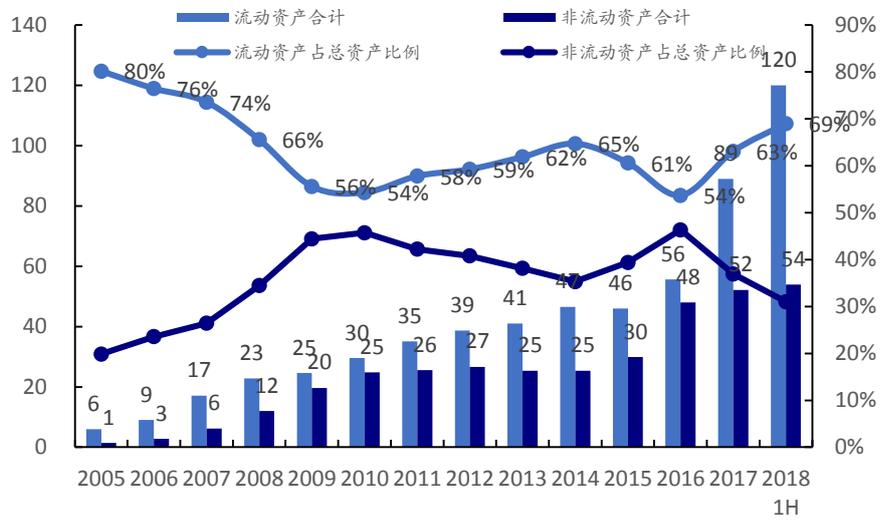
相对轻资产运行模式，业务扩张期主要依靠非流动资产增加来支撑

在资产端，公司总资产2011年-2015年是一个平稳期，总资产从54亿小幅增长至76亿，年复合增速+6.86%。2016年开始，公司总资产快速增长。2016年、2017年、2018年上半年总资产分别为104亿元、141亿元和174亿元，分别增长37%、36%和23%，其中主要是流动资产(存货、应收账款和货币资金)的快速增加，而非流动资产(固定资产)相对增加较少。

2016年资产增加主要来自于流动资产10亿元(应收账款+7亿元)，非流动资产增加18亿(土地使用权+6亿，商誉+2亿)。2017年资产增加主要来自于非流动资产33亿(货币资金+15亿，应收账款+13亿，存货+4亿)，非流动资产增加4亿(在建工程+3亿)。

从公司资产结构来看，大族激光轻资产运营的模式较为明显。流动资产占公司总资产比例2018年1H达到近70%，其中主要以货币资金、应收账款及应收票据以及存货为主。固定资产占比一直保持在10%-15%的水平。历史上仅有2010年固定资产增加了8.3亿元，主要原因有：1、公司自建大族科技中心大厦、大族创新大厦及大族福永产业园在本年内建设完工转入；2、公司之子公司大族冠华办公楼及配套厂房建设完工。

图 16: 公司资产结构变化

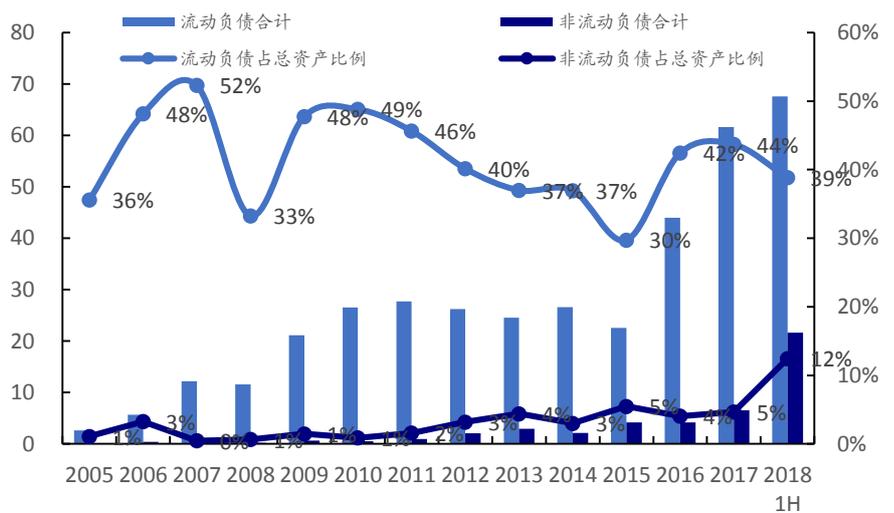


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在负债端, 2010年-2015年公司负债总额基本维持在28亿元左右。2016年开始公司负债总额快速增长, 2016达到48亿, 2017年达到58亿, 2018年上半年达到89亿元, 增幅分别为81%、41%和31%。其中, 主要是流动负债*短期借款和应收账款)的快速增加。

从公司资产负债结构来看, 公司资产增加主要是因为流动资产等运营资产的增加, 背后主要的驱动来自于2016年-2017年大客户需求大幅增加, 以及大功率激光设备需求等业务的拓展。

图 17: 公司负债结构变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 公司资产负债结构

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 1H
资产端									
货币资金	6.55	8.07	4.81	7.97	10.18	6.96	8.46	23.25	24.93
占总资产比例	12%	13%	7%	12%	14%	9%	8%	16%	14%
应收账款及应收票据	10.61	11.89	17.79	15.76	18.44	19.61	26.50	39.35	45.14
占总资产比例	19%	20%	27%	24%	26%	26%	26%	28%	26%
存货	10.82	13.60	14.39	16.19	14.42	16.97	18.45	22.90	31.06
占总资产比例	20%	22%	22%	24%	20%	22%	18%	16%	18%
流动资产合计	29.54	35.07	38.70	41.07	46.56	45.96	55.67	88.94	119.99
占总资产比例	54%	58%	59%	62%	65%	61%	54%	63%	69%
固定资产净值	12.81	12.34	12.02	12.67	12.68	13.05	15.43	13.71	13.81
占总资产比例	24%	20%	18%	19%	18%	17%	15%	10%	8%
在建工程	0.42	0.15	0.76	0.88	1.71	3.03	2.89	5.67	7.40
占总资产比例	1%	0%	1%	1%	2%	4%	3%	4%	4%
非流动资产合计	24.87	25.61	26.64	25.31	25.40	29.87	48.03	52.09	53.93
占总资产比例	46%	42%	41%	38%	35%	39%	46%	37%	31%
负债端	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 1H
短期借款	6.18	11.74	12.38	9.43	7.89	2.17	10.62	16.82	16.14
占总资产比例	11%	19%	19%	14%	11%	3%	10%	12%	9%
应付账款及应付票据合计	5.36	4.84	6.02	6.96	7.51	8.87	12.94	22.70	26.85
占总资产比例	10%	8%	9%	10%	10%	12%	12%	16%	15%
流动负债合计	26.56	27.70	26.25	24.57	26.60	22.55	44.01	61.63	67.55
占总资产比例	49%	46%	40%	37%	37%	30%	42%	44%	39%
长期借款	0.00	0.27	1.07	1.87	0.80	2.46	1.93	3.41	1.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	17.59
非流动负债合计	0.49	0.96	2.09	2.92	2.16	4.15	4.21	6.56	21.63
占总资产比例	1%	2%	3%	4%	3%	5%	4%	5%	12%
公司总资产(亿元)	54.41	60.67	65.33	66.38	71.96	75.82	103.69	141.03	173.92
变化幅度	23%	12%	8%	2%	8%	5%	37%	36%	23%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

如何判断公司业务未来的发展趋势

全球激光设备龙头大族激光的产品线

大族激光公司成立于 1999 年, 2004 年在 A 股上市。经过 20 多年的发展逐步形成了提供激光设备、机器人以及自动化技术在智能制造领域的系统解决方案的高端装备制造企业。主要产品线包括激光打标、激光切割、激光焊接设备、PCB 专用设备、机器人、自动化设备以及上述业务配套的系统解决方案。产品主要应用于消费电子、显示面板、动力电池、PCB、机械五金、汽车船舶、航天航空、轨道交通、厨具电气等行业的金属或非金属加工。

图 18: 大族激光主要的激光设备产品

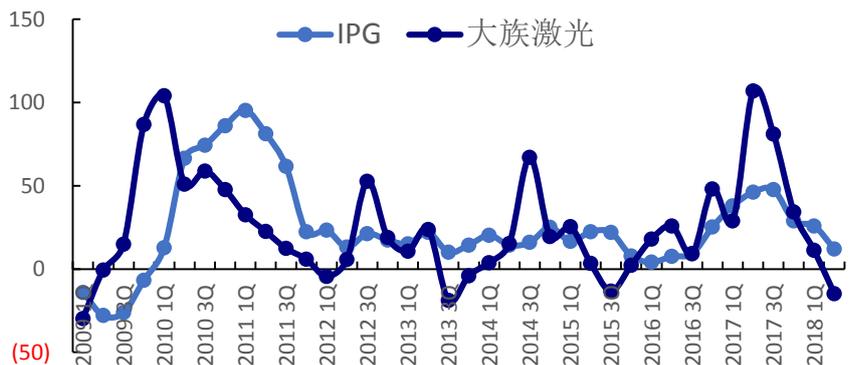


资料来源: IPG 公司官网, 国信证券经济研究所整理

产业需求趋势: 激光器龙头企业 IPG 展示出激光设备的产业发展趋势

大族激光是 IPG 的战略合作伙伴, 公司大功率激光器 80% 多采购 IPG 产品。通过分析发现, 大族激光的收入变化基本领先于 IPG 收入变化 1-2 个季度, 反映出下游在采购方面的领先性。

图 19: 大族激光公司和 IPG 的单季度收入同比增速变化趋势



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

如何前瞻性的判断公司的下游需求:

- 1、 光纤激光器龙头企业 IPG 是激光设备的上游, 作为其核心战略合作伙伴 IPG 公司业务收入变化以及 IPG 公司对产业的展望是反应激光设备下游需求的一个重要指标。
- 2、 激光设备企业相对资产较轻, 其产能扩充的核心驱动引述在于技术人员数量的扩充。公司规划人数的变化幅度将是跟踪公司业务趋势的另一个重要

指标。2011年-2015年，公司员工人数基本维持在8000到8400人左右。2016年公司开始大规模扩充员工人数，年末为9806人，同比增长17%。2017年末员工人数为11991人，同比增长22%。同期，2016年公司收入为69.58亿元，同比增长24%，2017年收入为115.60亿元，同比增长66%。

2018年Q2开始上游龙头公司IPG展望2018年三季度收入同比下降10%左右。背后的原因是从7月份开始，因为宏观经济影响以及行业竞争的变化导致其激光器产品主要的需求市场欧洲和中国需求疲软，订单低于预期。

实际运营结果是IPG 2018年Q3实现收入3.56亿元，同比下降9%。公司展望2018年4季度订单持续疲软，单季度预估收入为3.0-3.3亿美元之间，同比下降9%-17%。

表 5: 激光器龙头对行业市场展望以及自身业务情况变化趋势

IPG 对激光市场的展望	单季度收入及增速(美元)	对市场及自身业务展望情况
2018年Q3	3.56亿, -9%	三季度业务主要收到宏观经济以及地缘政治的负面影响，其中激光加工业务收入下降11%。产品业务较好的方面是，公司超高功率销售量创历史新高，同时成功后推出了2万瓦的切割激光。展望Q4收入3.0-3.3亿之间，同比下降9%-17%。
2018年Q2	4.14亿, +12%	展望Q3收入3.55亿-3.56亿左右，同比下降10%。Q2订单出货比差不多1.0，订单低于此前预期，同比仅略有增长，主要是由于欧洲和中国需求疲软。这种现象从7月份开始的，我们认为更多的原因是由于宏观经济以及地缘政治的影响，行业的竞争变化是另一个因素，宏观经济的影响会更大。
2018年Q1	3.60亿, +26%	展望Q2收入4.0-4.3亿元之间(4.14亿)，增长8%-15%(+11.98%)。Q1订单量很足，历史最高，推动订单出货比高于1.0。
2017年Q4	3.61亿, +29%	17年Q4订单情况较好，订单出货比大于1.0。目前未完成订单量3.26亿，同比增加44%，意向性订单4.17亿，大幅增长123%。结合目前客户反应以及订单情况，预计18年公司整体收入增长10%-15%，18年Q1预计收入3.3-3.55亿元(3.6亿)，同比增长15%-24%(实际增长25%)。
2017年Q3	3.93亿, +47%	展望17年Q4收入3.3亿-3.5亿，增长18%-27%，主要是基于4季度消费电子投资的周期以及中国客户的季节性因素。根据三季度表现以及当年订单情况，17年收入增速预计从之前的32%-34%，上调到37%-39%。
2017年Q2	3.69亿, +46%	展望17年Q3收入3.5亿-3.75亿。目前公司核心产品特别是高功率、千万级的光纤激光器需求非常强劲，目前订单量明显超出我们的预期，公司在市场中的领导地位使得公司更加受益于目前快速增长的市
2017年Q1	2.86亿, +38%	展望Q2收入3.2亿-3.4亿元。Q1订单量创历史记录，使得订单出货比远超1.0，所以预计Q2情况会很不错。Q1的强劲表现以及Q2可以预见的超好表现，很有可能使得2017年全年收入超出我们此前10%-14%增长的预期。
2016年Q4	2.8亿, +25%	16年Q4订单情况强劲，订单出货比远超1.0。目前积压的订单量为2.26亿元，同比增长23%。展望未来，现有及新增OEM客户、终端用户的快速增长，同时公司现有技术的领先地位，以及新产品的推出，都将让公司拥有强劲的增长势头，公司对2017年的销售增长前景充满信心。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预估

公司自身经营的变化趋势分析

在经济扩充周期和大客户需求周期，公司资产周转率的提升给公司收入和利润带来很大的弹性。在下游需求放缓的背景下，公司上半年收入为51.07亿元，

同比下滑 8%，前三季度收入为 86.56 亿元，同比下降 3%。

前三季度公司总资产周转率为 0.53，同比下降 23%；资产负债率为 50.86%，同比下降 3 个百分点；净利润率为 19.13%，同比提升 2 个百分点(扣非后净利润率为 16.08%)。综合结果为公司前三季度 ROE 为 18.94%，同比下降近 3 个百分点，ROE 下降的主要原因是公司总资产周转率的下降。

表 6: 公司近两年的 ROE 变化趋势

	2016 1H	2016 1-3Q	2016	2017 1H	2017 1-3Q	2017	2018 1H	2018 1-3Q
ROE(摊薄)	8.13%	12.23%	14.21%	14.98%	21.79%	23.85%	12.39%	18.94%
毛利率	40.70%	39.99%	38.23%	43.10%	43.00%	41.27%	39.45%	38.25%
净利润率	12.85%	12.70%	10.84%	16.59%	16.93%	14.80%	19.94%	19.13%
资产负债率	44.79%	43.44%	46.49%	52.40%	54.17%	48.35%	51.28%	50.86%
总资产周转率	0.37	0.58	0.78	0.47	0.69	0.94	0.32	0.53

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从公司三季度末的资产负债表变化来看，公司总体在收缩杠杆率：1、负债总额同比增加 9 亿元。其中，应付账款下降带动流动负债下降 7 亿元；非流动负债由于公司上半年发行可转债 17.84 亿元，增加 16 亿元；2、资产总额同比增加 27 亿元，其中，货币资金和理财金额增加带动流动资产增加 19 亿元；非流动资产增加 8 亿元。

大族激光公司投资价值分析

公司收入业务模型

我们分业务情况对公司各主要板块业务未来趋势进行了预估分析：

- 1、公司激光设备情况。小功率激光设备受大客户采购周期影响有所波动，大功率激光设备根据产业链调研下游需求情况，预估 2018-2020 年收入增速分别为 10%、20%、30%；
- 2、PCB 设备 2018-2020 是国内 PCB 行业扩产的大年，收入增速较快，分别为 70%、30%、25%；
- 3、受益于 2019-2021 年国内面板新投产的周期，公司在切割，检测，修复设备等液晶面板业务进展较快，推动收入快速增长；

根据历史来看，公司大功率业务相对小功率整体毛利率较低，维持在 26%左右；PCB 业务毛利率保持在 38%左右，LED 及液晶面板业务毛利率在 57%左右，新能源业务毛利率在 57%左右。

表 7: 公司主要业务分拆

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
一、小功率激光设备							
业务收入(万元)	29.2	29.2	36.9	67.0	57.8	59.6	71.6
同比增长率	71%	0%	26%	82%	-14%	3%	20%
毛利率	44.08%	40.21%	42.74%	46.45%	43.53%	42.42%	42.50%
二、大功率激光设备							
业务收入(亿元)	8.5	9.9	14.6	20.7	22.8	27.4	35.6
同比增长率	15%	16%	48%	42%	10%	20%	30%
毛利率	31%	33%	29%	26%	26%	26%	26%
激光设备合计							
业务收入(亿元)	37.7	39.0	51.5	93.2	80.6	87.0	107.2
同比增长率	54%	4%	32%	81%	-13%	8%	23%
毛利率	41%	38%	39%	42%	39%	37%	37%
三、PCB 设备(机械钻孔机及其他)							
业务收入(亿元)	5.9	7.1	8.9	12.1	20.6	26.8	33.5
同比增长率	8%	20%	26%	36%	70%	30%	25%
毛利率	39%	36%	38%	38%	38%	38%	38%
四、LED 设备及液晶面板产品							
业务收入(亿元)	6.2	3.4	4.8	5.4	10.6	15.9	25.7
同比增长率	-5%	-45%	41%	12%	95%	30%	30%
毛利率	24%	28%	32%	34%	34%	34%	34%
五、新能源电池业务							
业务收入(亿元)	0.0	0.6	3.0	5.5	10.0	13.0	16.9
同比增长率	0%	0%	401%	82%	83%	30%	30%
毛利率	0%	0%	10%	40%	40%	40%	38%
主营业务合计							
业务收入(亿元)	55.7	55.9	69.6	115.6	121.8	142.7	183.2
同比增长率	28%	0%	25%	66%	5%	17%	28%
综合毛利率	39.61%	37.85%	38.23%	41.27%	40.17%	40.50%	41.92%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

公司业务整体综合毛利率未来三年我们预计随着大客户采购业务的周期有所波动, 不过总体保持平稳。在费用方面, 公司规模效应整体明显向好, 总费用率将延续过去几年逐步下滑的趋势。公司 2018 年上半年非经常性损益 2.4 亿元左右, 综合预估公司净利润率未来几年将会保持平稳状态。

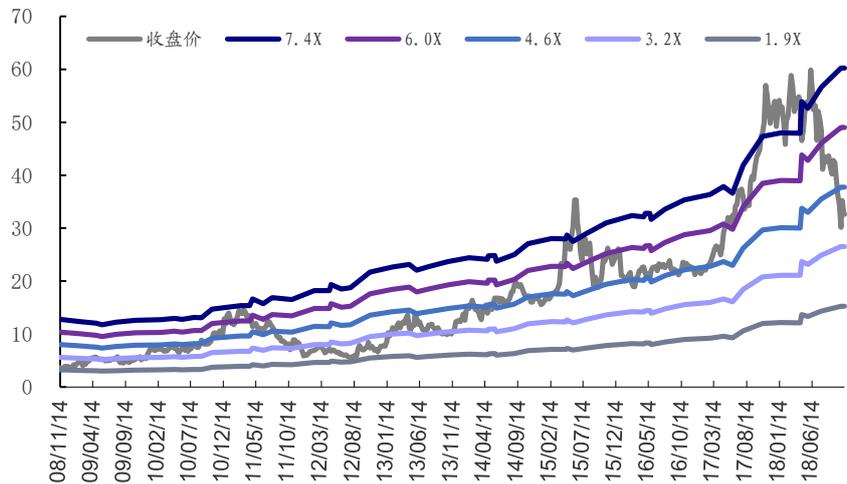
公司估值变化趋势

从历史 PB 估值来看, 公司在 ROE 上升周期, PB 估值逐步提升, 大体区间公司的 PB 估值在 1.7x-7.4x 之间。

在 ROE 上升周期(2008 年-2010 年、2016 年-2018 年 1H), 公司 PB 估值逐步提升, 分别从 1.7x PB 提升至 7.4x PB, 4.6x PB 提升只 7.4x PB。另一个 ROE 稳定周期(2012 年-2016 年), 公司 PB (TTM) 估值在 1.7x-4.6x 之间。

2016年之后，公司PB(TTM)估值维持在4.6x以上，我们认为随着市场的成熟以及对龙头公司的竞争力的认知程度提升后，公司作为国内激光设备的龙头企业整体估值有所提升。目前公司PB估值在3.9倍左右，处于历史估值的平均水平。

图 20: 公司历史估值情况 PB (TTM)

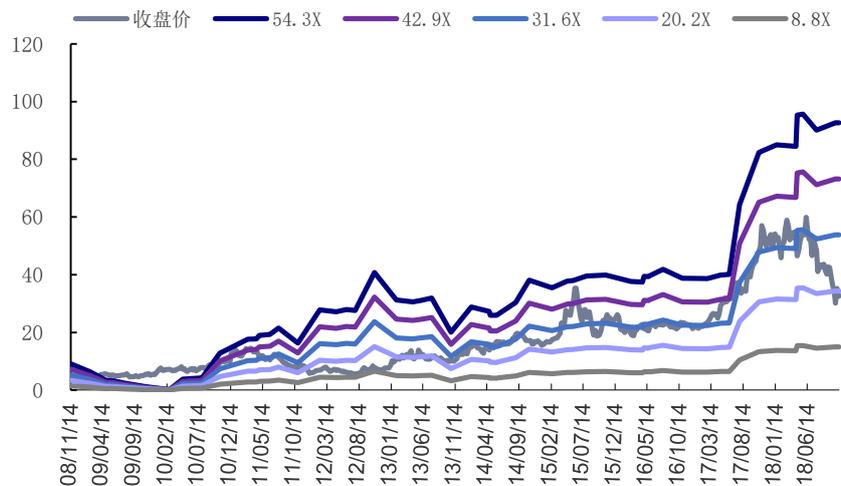


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

根据PB-ROE变化趋势，2014年以来公司PE(TTM)保持在30倍左右，2008年以来公司PE(TTM)仅在2011年底-2012年底的一年时间内PE估值低于20倍。反映出市场对于公司在激光设备市场龙头地位，以及公司设备平台化速度较快的认可。

2017年公司股价涨幅近2倍，公司动态估值并没有太大变化，维持在30倍左右的PE估值，推动股价上涨的核心推动力是公司的业绩(2017年公司净利润为16.65亿元，同比增长120%)。

图 21: 公司历史估值情况 PE (TTM)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

通过我们对未来公司业务发展趋势的分析，预计未来两年公司资产创造价值的

能力(ROE)将处于平稳状态,类似与 2014 年-2016 年间,公司未来估值水平维持在 PE (TTM) 25 倍左右的水平相对合理。

预计 2018 的 ROE 有望保持平稳, 2019 年如果利润率水平较高的大客户业务保持较快增长的话, 公司 ROE 水平有望向上。根据利润预测, 目前估值对应 2018 年、2019 年动态 PE 分别在 19x、16x 左右。

公司净利润预估及评级

我们预计公司整体盈利能力保持平稳, 核心竞争优势仍然保持的很好。通过分析, 我们预计 2018 年、2019 年公司 ROE 有望保持平稳, 2020 年如果利润率水平较高的大客户业务保持较快增长的话, 公司 ROE 水平有望向上。

我们预计 18 年-19 年的 ROE 有望保持平稳, 20 年 ROE 水平有望向上。预估公司 18-20 年公司净利润分别为 18.29 亿元/21.75 亿元/30.58 亿元, 同比增长 +10%/19%/40%。目前公司 PE(TTM)在 20 倍左右, 18 年、19 年动态 PE 分别在 19x、16x, 给予公司“买入”评级。

风险提示

- 1、公司大客户业务需求的波动较大, 导致市场对公司的估值体系发生较大变化的风险;
- 2、公司主要激光设备受宏观经济影响较大, 下游行业投资周期的波动将给公司的业绩带来波动;
- 3、国内光纤激光器业务发展较快, 带动部分大功率激光加工设备企业, 可能导致公司竞争加剧的风险。

4、附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2325	5002	7561	10958	营业收入	11560	12179	14268	18323
应收款项	4084	4303	5041	6473	营业成本	6789	7286	8490	10642
存货净额	2290	2430	2817	3538	营业税金及附加	112	118	138	177
其他流动资产	194	244	285	366	销售费用	1135	1096	1284	1649
流动资产合计	8894	11979	15705	21336	管理费用	1538	1589	1814	2320
固定资产	1938	2609	3244	3352	财务费用	222	17	(30)	(84)
无形资产及其他	752	723	694	665	投资收益	(17)	240	150	150
投资性房地产	1762	1762	1762	1762	资产减值及公允价值变动	(110)	(55)	(55)	(55)
长期股权投资	758	838	918	998	其他收入	230	8	8	8
资产总计	14103	17910	22322	28112	营业利润	1867	2266	2676	3722
短期借款及交易性金融负债	1833	2000	2000	2000	营业外净收支	(81)	(100)	(100)	(100)
应付款项	2270	2410	2794	3510	利润总额	1786	2166	2576	3622
其他流动负债	2060	2160	2503	3162	所得税费用	76	282	335	471
流动负债合计	6163	6571	7297	8672	少数股东损益	46	55	66	93
长期借款及应付债券	341	2197	4053	5909	归属于母公司净利润	1665	1829	2175	3058
其他长期负债	315	345	375	405					
长期负债合计	656	2542	4428	6314	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6819	9113	11725	14986	净利润	1665	1829	2175	3058
少数股东权益	302	352	411	495	资产减值准备	22	81	43	19
股东权益	6981	8445	10185	12632	折旧摊销	169	223	298	348
负债和股东权益总计	14103	17910	22322	28112	公允价值变动损失	110	55	55	55
					财务费用	222	17	(30)	(84)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(869)	(56)	(368)	(811)
每股收益	1.56	1.71	2.04	2.87	其它	15	(31)	17	65
每股红利	0.27	0.34	0.41	0.57	经营活动现金流	1113	2101	2219	2734
每股净资产	6.54	7.91	9.54	11.84	资本开支	(154)	(1001)	(1001)	(501)
ROIC	26%	20%	22%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24%	22%	21%	24%	投资活动现金流	(174)	(1081)	(1081)	(581)
毛利率	41%	40%	40%	42%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	18%	19%	负债净变化	148	100	100	100
EBITDA Margin	19%	19%	20%	21%	支付股利、利息	(292)	(366)	(435)	(612)
收入增长	66%	5%	17%	28%	其它融资现金流	823	167	0	0
净利润增长率	121%	10%	19%	41%	融资活动现金流	540	1657	1421	1244
资产负债率	50%	53%	54%	55%	现金净变动	1479	2677	2559	3397
息率	0.8%	1.1%	1.2%	1.8%	货币资金的期初余额	846	2325	5002	7561
P/E	20.9	19.0	16.0	11.4	货币资金的期末余额	2325	5002	7561	10958
P/B	5.0	4.1	3.4	2.8	企业自由现金流	1048	984	1140	2112
EV/EBITDA	19.3	19.0	16.4	12.8	权益自由现金流	2019	1236	1267	2285

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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整理

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032