

从中观数据预计拐点将提前 增持 (维持)

2019年03月06日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号: S0600518070003
021-60199793

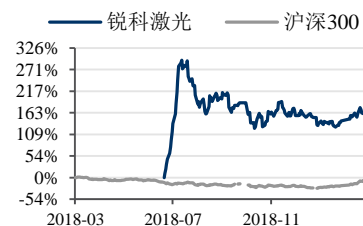
nizhy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	952	1,462	1,785	2,332
同比 (%)	82	54	22	31
归母净利润 (百万元)	277	432	551	729
同比 (%)	211	56	27	32
每股收益 (元/股)	2.17	3.38	4.31	5.69
P/E (倍)	71	45	36	27

投资要点

- **减税+政策宽松, 制造业投资有望触底回暖: 宏观层面, 激光行业景气度与制造业投资密切相关。**2019年政府工作会议明确了重点降低制造业和小微企业税收负担, 将制造业等行业现行16%的税率降至13%, 此举有利于提升制造业企业生产投资意愿。另一方面, 货币政策持续宽松环境也将推动制造业投资复苏。2019年1月人民币新增贷款、社融规模均超预期。从贷款结构看, 企业中长期贷款同比+5%, 也扭转了近半年来负增长的趋势, 体现了企业长期投资发展的决心。我们认为, 激光设备作为高端制造的重要组成部分, 在政策不断利好制造业投资的情况下, 将逐渐回暖。
- **中观数据有所回暖, 历史见证激光行业高成长: 中观层面, 我们认为三个指标与连续光纤激光器密切相关。**首先, 永康五金市场交易景气指数中的机床与金属加工设备已经在经历2018年6-11月份的低迷后, 已连续三个月重新站上高景气区间; 其次, 通用设备制造业利润增速近三季度有所回升; 此外, PMI新接订单也重返50。总体来看, 我们认为与激光行业景气度相关的中观指标正在逐渐回暖。另一方面, 我们通过回顾国内激光器行业过去10年的收入增速, 得到的结论是, 国内激光器行业2010年以来未出现连续四个季度以上单季收入增速均低于25%的情况, 体现出激光器行业作为先进制造所具备的高成长性。目前, 激光器渗透率水平仍较低, 全球激光设备占材料加工装备市场仅15%。我们认为, 本轮激光器行业深度调整将带来一轮高强度的反弹。
- **锐科激光高功率产品持续快速推进, 成本控制为公司高毛利率提供支撑: 锐科激光持续进行高功率激光器的产品推广。**根据公司2018年上半年报披露, 仅2018H1公司3300W产品销量就达到2017年全年的2倍, 而6000W产品也已经实现批量销售, 12000W产品也已经通过了客户试用, 开启小批量生产。根据我们草根调研的结果, 我们认为公司2018年已经实现了3300W功率段的大范围普及, 6000W产品预计也已经占国内10%以上市场份额, 2019年有望在6000W/12000W功率段持续快速推进。另一方面, 公司通过优化设计、提高自给化率、以及规模效应三方面持续降低成本, 2014-17年, 连续激光器的泵浦源单台成本下降68%, 无源光纤器件单台成本下降71%。我们认为, 未来几年公司仍能通过成本下降以及产品结构升级, 带动毛利率维持高水平。
- **盈利预测与投资评级: 公司正处于高功率激光器加速替代的快速发展期, 在政策推动制造业发展的背景下, 我们预计行业整体增速有望在上半年见底。而公司由于新品推出、市占率快速提升, 增速有望较行业更早回暖。**预计2018/19/20年归母净利润4.3/5.5/7.3亿元, 对应EPS 3.38/4.31/5.69元, PE 45/36/27 X, 拐点预计提前, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 激光器国产化不及预期; 行业景气度下滑超预期。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	153.03
一年最低/最高价	45.73/225.00
市净率(倍)	9.96
流通A股市值(百万元)	4896.96

基础数据

每股净资产(元)	15.36
资产负债率(%)	12.28
总股本(百万股)	128.00
流通A股(百万股)	32.00

相关研究

- 1、《锐科激光 (300747): 前三季度业绩同比+69%, 市占率加速提升》2018-10-26
- 2、《锐科激光 (300747): 18H1业绩同比+83%, 高功率拓展势如破竹》2018-08-21
- 3、《锐科激光 (300747): 国产光纤激光器领军企业, 三大优秀基因造就全球激光龙头之路》2018-08-06

1. 减税+政策宽松，制造业投资有望触底回暖

积极的财政政策加力提效，制造业增值税税率再降 3 个点。2018 年为提振经济，中央出台系列大规模的减税降费政策组合使得全年减税降费规模预计超 1.3 万亿。而在此背景下，2019 年财政政策继续加力提效，直击实体经济的痛点和难点。2019 年政府工作会议明确了重点降低制造业和小微企业税收负担，将制造业等行业现行 16% 的增值税税率降至 13%。而整个减税降费清单总计达近 2 万亿，给企业、市场极为积极的信号。

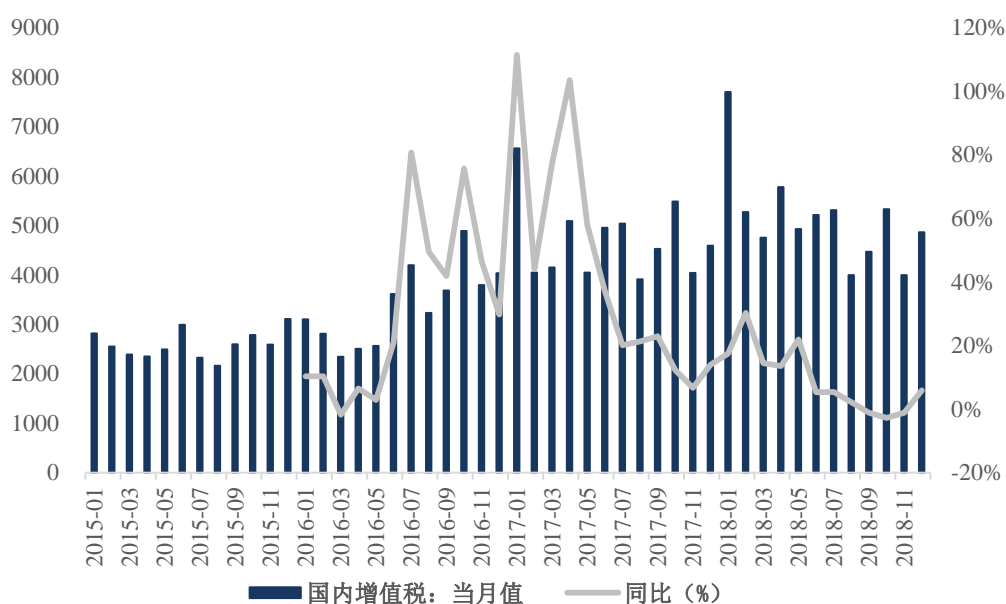
议价能力高，高端制造行业将首先受益。值得一提的，由于增值税是价外税，因此增值税减税也是价外变动，与利润无法直接线性推导，但与企业对上下游的议价能力直接关联。高端制造行业作为具备较高的技术壁垒，议价能力较高，预计将明显受益于减税政策。

图 1：我国增值税历史沿革

2016.5	2017.7	2018.5	2019.3	目前主要适用行业
17%	17%	16%	13%	制造业为首的上中游企业
13%	11%	10%	9%	建筑装饰、交通运输等下游服务行业以及农林牧渔等
11%				
6%	6%	6%	-	金融、信息技术、生活服务

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：为提振经济，2018 年起中央出台大量减税政策，增值税同比增速走低

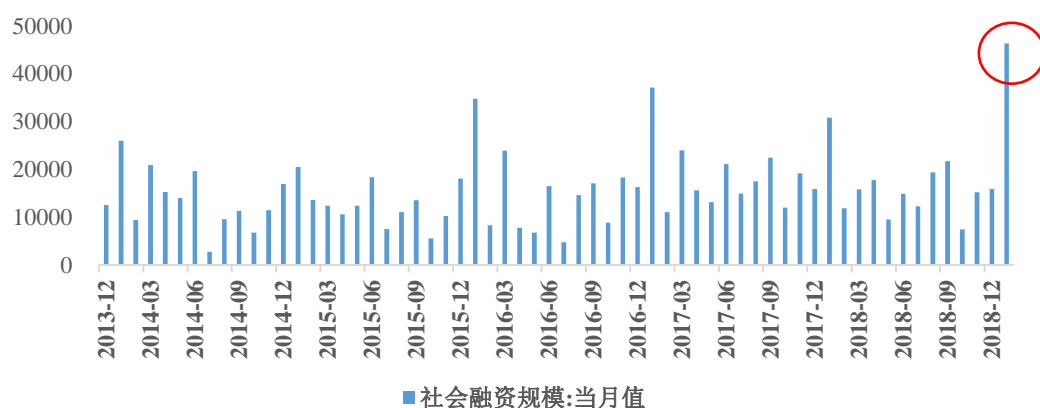


数据来源：Wind，东吴证券研究所

货币政策持续宽松，推动制造业投资复苏。据央行公布的数据，中国1月人民币新增贷款32300亿人民币，预期30000亿人民币；社融规模增量46400亿人民币，预期33070亿人民币，创历史新高。人民币贷款与社融数据均超预期，延续了货币宽松的宏观整体态势。从贷款结构看，企业中长期贷款同比+5%，扭转了近半年来负增长的趋势。其中，高端制造业中长期贷款余额同比增长37%，比同期制造业中长期贷款增速高25.9pct，体现了国家对高端制造业的扶持力度。

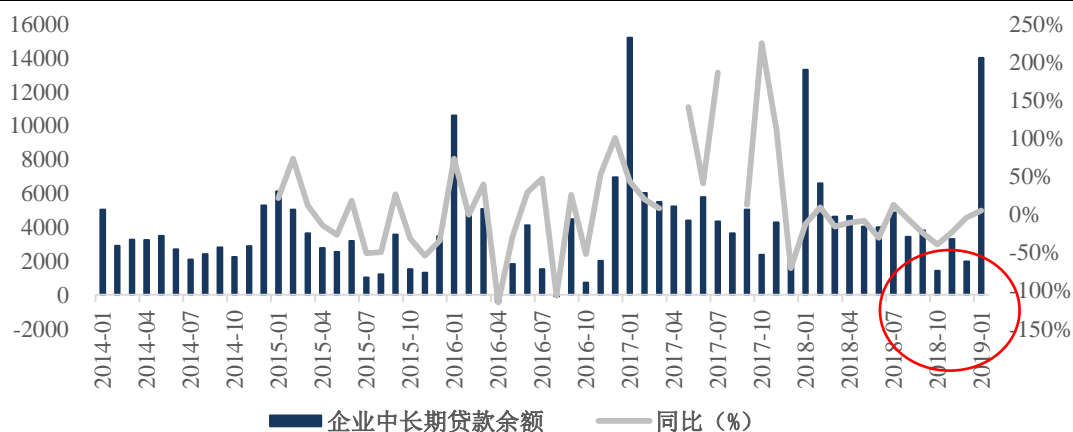
增量资金引流实体经济，工业企业景气度恢复指日可待。我们认为，随着货币政策的放宽，如降息降准等导致商业银行贷款利率下行、存款准备金率提高，将导致商业银行放款意愿上升。工业企业因借款利率降低，本身企业资金周转情况将得到好转，加之经营预期变好，直接刺激企业设备投资意愿上升，企业扩产能。在货币宽松的大背景下，若增量资金引流至实体经济，则工业企业相关景气度指标将逐渐回暖。而激光设备作为高端制造的重要组成部分，在钣金切割、面板加工等领域正在快速替代传统的冲床等工艺。随着工业企业固定资产设备投资的转好，也将随之强势反弹。

图3：社会融资规模1月创历史新高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：企业中长期贷款扭转了近5个月来的负增长趋势



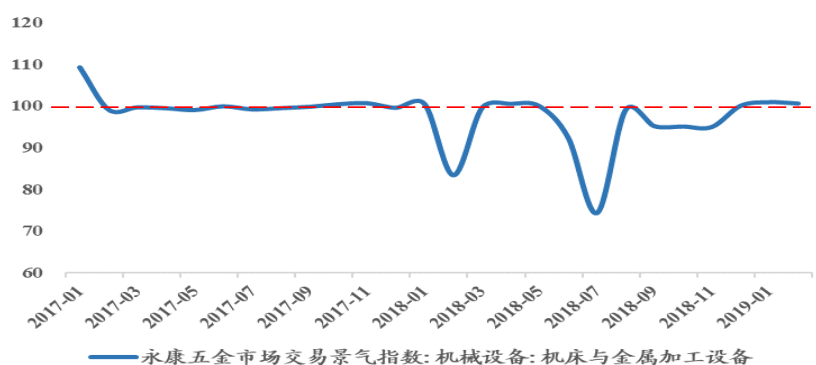
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 三个中观数据看激光需求将触底反弹

中观层面，我们认为三个指标与连续光纤激光器密切相关。首先，永康五金市场交易景气指数中的机床与金属加工设备已经在经历 2018 年 6-11 月份的低迷后，已连续三个月重新站上高景气区间；其次，通用设备制造业利润增速近三季度有所回升；此外，PMI 新接订单也重返 50。总体来看，与激光行业景气度相关的中观指标正在逐渐回暖。

永康五金指数中机床景气度指数连续 3 个月超过 100。由于机床是目前激光器销售的重要方向，因此机床的景气度是激光板块景气指标的重要晴雨表。永康指数中【机床与金属加工设备景气指数】是近三个月已经站上 100 以上，即活跃景气区间。

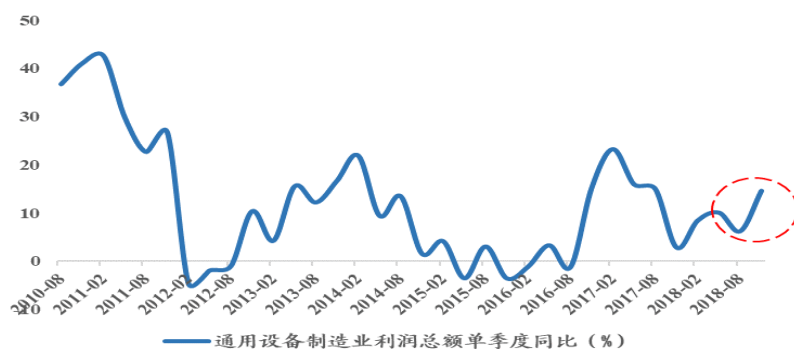
图 5：永康五金指数中的【机床景气度指数】已连续 3 个月超过 100



数据来源：Wind，东吴证券研究所

通用设备制造业利润总额当季同比已经改善。我们认为，通用设备企业是更直接关联的买家，通用设备企业利润也更能够准确反映对激光设备的需求情况。自 2018Q1 以来，通用设备制造业利润已逐渐恢复。

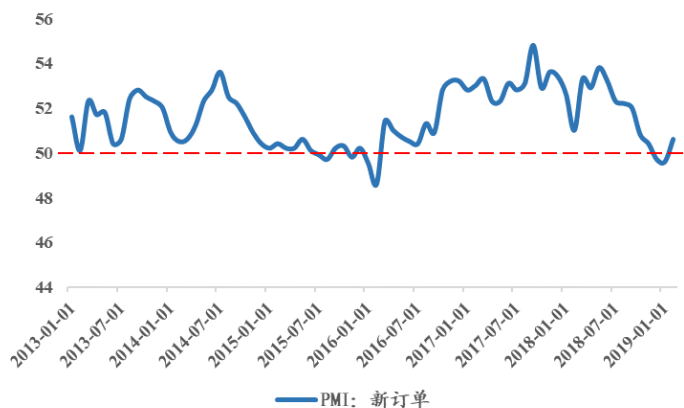
图 6：通用设备制造业利润已逐渐恢复



数据来源：Wind，东吴证券研究所

PMI 中的新订单指数已经在荣枯线以上。虽然 PMI 指数仍处于 50 以下，但值得注意的是，其中的新订单指数为 50.6%，比上月上升 1.0pct，重返临界点之上，表明制造业市场的订单需求也已逐渐回升。

图 7: PMI 中的新订单指数已经在荣枯线以上

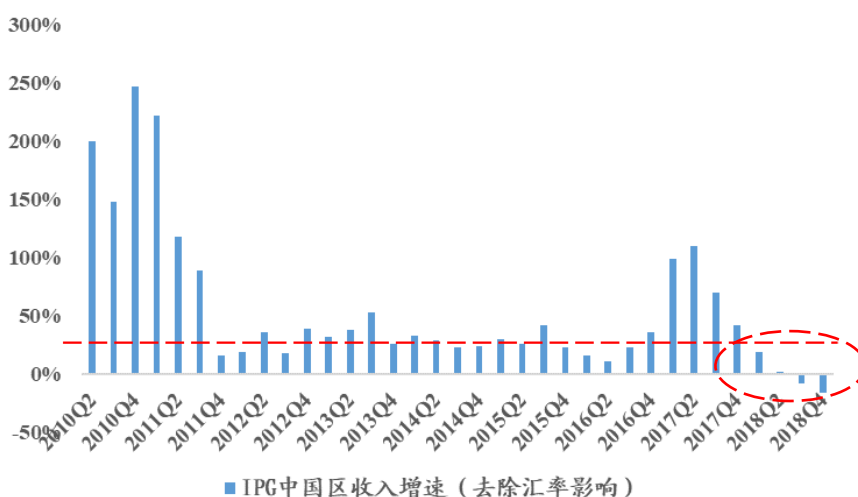


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 预计激光器行业景气拐点将至，高弹性有望释放

激光器行业景气度调整期短，预计拐点已临近。我们对全球光纤激光器龙头 IPG 近十年中国区的收入进行了复盘，可以看出其季度增速回调期通常较短。自 2010 年以来未出现连续四个季度以上单季收入增速均低于 25% 的情况，体现出激光器行业作为先进制造所具备的高成长性。

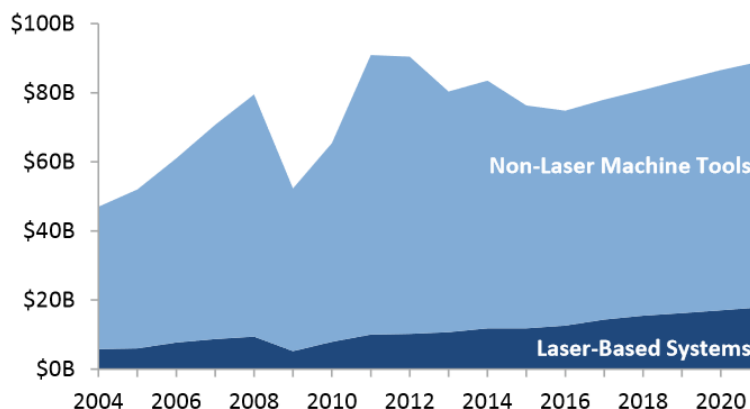
图 8: 激光器行业景气度回调期短，本轮调整已经为历史最长时间



数据来源: Wind, IPG 季报, 东吴证券研究所

下游应用渗透率低基数，给予行业高复苏弹性。根据 IPG 公布的测算结果，2017 年全球材料加工设备市场规模约 920 亿美元，其中激光设备占比 15%。低渗透率基数为激光器行业仍然保留了广阔替代空间；复苏弹性方面，激光器行业由于具备较强渗透率提升逻辑，使其在制造业景气度回暖的大趋势下，复苏弹性通常高于一般工业企业。

图 9：激光设备占加工设备市场份额 15%，具备广阔替代空间



数据来源：Oxford Economics, Optech Consulting, IPG, 东吴证券研究所

4. 高功率产品持续快速推进，成本控制支撑公司高毛利

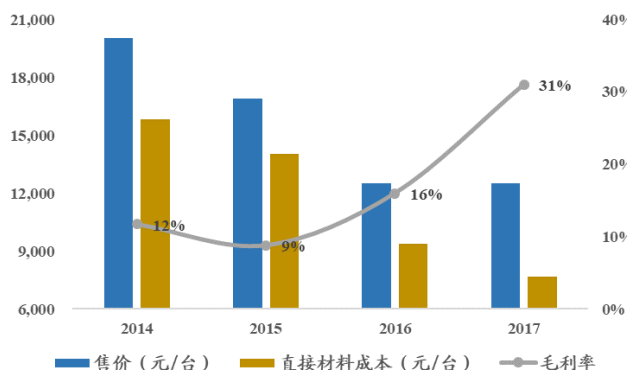
高功率持续快速推进，优化收入结构企稳产品均价。近年公司产品持续向更高功率发展，根据公司 2018 年上半年报披露，仅 2018H1 公司 3300W 产品销量就达到 2017 年全年的 2 倍，而 6000W 产品也已经实现批量销售，12000W 产品也已经通过了客户试用，开启小批量生产。根据我们草根调研的结果，我们认为公司 2018 年已经实现了 3300W 功率段的大范围普及，6000W 产品预计也已经占国内 10% 以上市场份额，2019 年有望在 6000W/12000W 功率段持续快速推进。收入结构的优化对冲了价格下降的影响，产品的平均价格预计仍维持较高水平。

成本方面，公司通过优化设计、提高自给化率、以及规模效应三方面持续降低成本。根据公司招股说明书，2014-17 年，公司连续激光器的泵浦源单台成本下降 68%，无源光纤器件单台成本下降 71%，体现了公司出色的成本控制能力。

截止到目前，公司在有源光纤、光栅、泵浦源等核心零部件仍有自给化率提升的空间，且如泵浦源等核心零部件，其芯片等核心单元仍有国产化率提升的空间。此外，随着公司产品的放量，规模效应也将带来综合成本的下降。而随着高功率产品逐渐成熟，优化设计带来的成本下降同样将收效显著。我们认为，未来几年公司仍能通过成本下降以及产品结构升级，带动毛利率维持高水平。

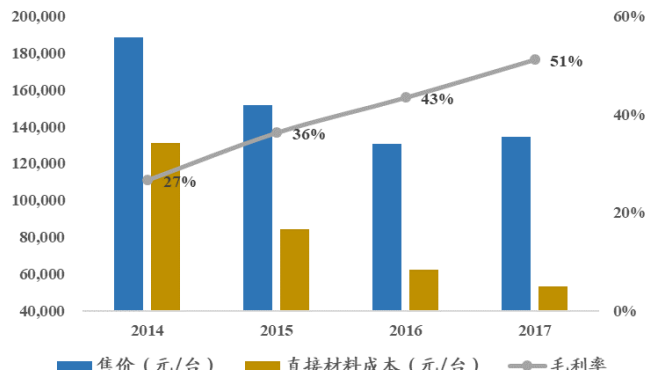
综合以上，我们认为，较好的成本控制能力将有效支撑公司高毛利。

图 10: 公司脉冲产品毛利率提升显著



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 11: 公司连续产品毛利率持续快速提升



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 12: 公司连续光纤激光器成本下降显著

	2014	2015	2016	2017
有源光纤 (元)	14,684	14,526	14,080	12,870
变动幅度		-1%	-3%	-9%
泵浦源 (元)	52,033	42,856	18,938	16,805
变动幅度		-18%	-56%	-11%
无源光纤器件 (元)	28,342	9,174	9,283	8,303
变动幅度		-68%	1%	-11%
其他 (元)	35,941	17,567	19,898	15,200
变动幅度		-51%	13%	-24%
材料成本合计 (元)	130,999	84,123	62,199	53,178
材料成本变动幅度		-36%	-26%	-15%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 13: 公司脉冲激光器成本下降显著

	2014	2015	2016	2017
有源光纤 (元)	3,004	2,580	1,586	1,471
变动幅度		-14%	-39%	-7%
泵浦源 (元)	3,895	3,569	2,212	1,501
变动幅度		-8%	-38%	-32%
无源光纤器件 (元)	1,427	939	756	538
变动幅度		-34%	-19%	-29%
其他 (元)	11,689	9,807	7,941	9,019
变动幅度		-16%	-19%	14%
材料成本 (元)	20,015	16,894	12,495	12,530
材料成本变动幅度		-16%	-26%	0.3%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

公司正处于高功率激光器加速替代的快速发展期，在政策推动制造业发展的背景下，我们预计行业整体增速有望在上半年见底。而公司由于新品推出、市占率快速提升，增速有望较行业更早回暖。预计 2018/19/20 年归母净利润 4.3/5.5/7.3 亿元，对应 EPS 3.38/4.31/5.69 元，PE 45/36/27 X，拐点预计提前，维持“增持”评级。

6. 风险提示

激光器国产化不及预期：锐科激光近几年来国产替代进展顺利，目前已经在 3000W 及以下功率获得广泛认可，而 6000W/12000W 产品也逐渐投入市场。若在高功率产品段，公司产品的进口替代进度减缓，则将对公司收入增长有一定影响。

行业景气度下滑超预期：我们预计，随着国家对于制造业的支持、以及货币与财政政策的宽松，制造业投资在下半年有望触底回暖。若整体制造业，以及国内整体宏观环境在下半年仍然低迷，则激光行业短期内相应的也很难实现业绩的快速提升。

锐科激光三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	577.4	1039.2	1732.3	2259.1	营业收入	951.8	1462.0	1785.0	2331.5
现金	166.3	362.8	135.9	138.2	营业成本	508.3	793.3	945.2	1212.0
应收款项	196.3	329.2	343.6	484.9	营业税金及附加	10.1	11.8	16.2	21.6
存货	197.0	313.6	360.2	470.3	营业费用	29.4	58.5	62.4	82.2
其他	17.8	33.6	892.5	1165.8	管理费用	75.7	125.9	143.1	186.8
非流动资产	189.4	220.7	234.6	248.1	财务费用	1.9	-4.0	0.1	1.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	146.1	177.7	191.8	205.6	其他	-1.0	32.3	30.3	30.3
无形资产	28.3	28.0	27.7	27.4	营业利润	325.4	508.8	648.3	857.5
其他	15.1	15.1	15.1	15.1	营业外净收支	0.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	766.8	1259.9	1966.9	2507.3	利润总额	326.1	508.8	648.3	857.5
流动负债	192.5	347.1	624.9	600.6	所得税费用	46.5	76.3	97.2	128.6
短期借款	0.0	0.0	258.5	112.8	少数股东损益	2.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	74.3	200.7	199.9	246.7	归属母公司净利润	277.2	432.5	551.1	728.9
其他	118.2	146.4	166.6	241.1	EBIT	331.8	472.8	618.4	829.2
非流动负债	48.0	62.1	77.9	96.0	EBITDA	353.0	491.5	641.3	855.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	48.0	62.1	77.9	96.0	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	240.5	409.2	702.9	696.6	每股收益(元)	2.17	3.38	4.31	5.69
少数股东权益	12.0	12.0	12.0	12.0	每股净资产(元)	4.02	6.55	9.78	14.05
归属母公司股东权益	514.4	838.7	1252.0	1798.7	发行在外股份(百万股)	128.0	128.0	128.0	128.0
负债和股东权益总计	766.8	1259.9	1966.9	2507.3	ROIC(%)	62.9%	71.2%	49.5%	40.9%
					ROE(%)	53.9%	51.6%	44.0%	40.5%
					毛利率(%)	45.5%	45.7%	47.1%	48.0%
					EBIT Margin(%)	34.9%	32.3%	34.6%	35.6%
					销售净利率(%)	29.1%	29.6%	30.9%	31.3%
					资产负债率(%)	31.4%	32.5%	35.7%	27.8%
					收入增长率(%)	82.0%	53.6%	22.1%	30.6%
					净利润增长率(%)	211%	56%	27%	32%

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

