

2019年7月4日

科创板询价报告之铂力特
机械设备
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	291	384	521	701
(+/-)	32.5%	31.8%	35.7%	34.5%
营业利润	52	68	91	112
(+/-)	42.2%	29.2%	34.4%	23.3%
归属母公司净利润	57	64	85	105
(+/-)	66.9%	11.4%	33.7%	23.0%
EPS（元）	0.95	0.80	1.06	1.31

数据来源：Wind，华鑫证券研发部

建议询价区间：[32.83, 42.67]元/股

● **公司技术国际领先，产业化成果显著。**铂力特是一家专注于工业级金属增材制造（3D 打印）的高新技术企业，产品广泛应用于航空航天领域。公司是全球领先的金属增材制造企业，是金属增材制造国际主流技术（SLM 及 LSF 技术）的基础工艺研发与工程化应用国际领先的公司。目前，公司自主研发十余个型号的增材制造设备，出货量及市场占有率在国产金属 3D 打印设备市场中排名第一，其中 S310 型号设备通过空中客车公司认证。

● **产业规模持续扩大，行业进入快速发展期。**据国际数据公司 (IDC) 预测，2016-2020 年，全球增材制造产业的年复合增速将保持在 22.3%，至 2020 年全球增材制造产值将达 289 亿美元。据中国增材制造业产业联盟统计，在 2015-2017 年 3 年间，我国增材制造产业规模年均增速超过 30%，2017 年，我国增材制造产业规模已超过 100 亿元。初步预计，我国 3D 打印市场规模 2022 年将达到 80 亿美元左右。

● **客户资源优质，航空航天领域市占率高。**公司作为金属增材制造行业的领军企业，在航空航天领域市场占有率较高，对公司的营收贡献较大。2018 年，公司前五名客户销售金额占总营收的比重为 68.35%，其中前三家航空航天领域客户销售占比达到 53.76%。

● **公司估值及询价建议：**由于可比公司杭州先临三维在新三板上市，市场流动性相对不足，且目前处于停牌状态，采用先临三维动态市盈率估值或出现较大的偏差。同时，国外并无从事 3D 金属打印的可比上市公司，因此我们采用绝对估值方法进行估值。我们对公司未来 10 年的营收情况进行预测，并基于自有现金流折现 (DCF) 模型对公司进行估值，测算出公司合理估值中枢为 37.75 元/股，对应市值为 30.2 亿元，估值中枢对应的 2019 年动态 PE 为 47.19 倍，公司上下 15% 的询价区间为 [32.83, 42.67] 元/股。

● **风险提示：**产业应用不及预期、产品被更新替代、关键核心器件依赖进口、客户集中度较高、市场系统性风险等。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
联系人：谢玉磊
电话：021-54967579
邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(8621) 64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

目 录

一、同类公司估值情况.....	3
二、公司估值及询价建议.....	3
三、公司概况.....	4
1. 公司简介	4
2. 公司股权结构及融资历程.....	5
四、全球领先的金属 3D 打印提供商	6
1. 技术国际领先，产业化成果显著.....	6
2. 产业规模持续扩大，行业进入快速发展期.....	7
3. 客户资源优质，航空航天领域市占率高	8
五、财务数据.....	8
六、风险提示.....	9

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 3 日）	3
图表 2 DCF 估值参数.....	4
图表 3 公司激光选区熔化成形设备一览	5
图表 4 公司激光立体成形设备一览	5
图表 5 公司主要客户	5
图表 6 公司股权结构图	6
图表 7 公司股权转让及增资情况	6
图表 8 3D 打印产业链图.....	7
图表 9 全球增材制造产业保持高速增长	8
图表 10 2012-2017 年国内增材制造产业规模快速增长	8
图表 11 2018 年公司前五大客户销售情况.....	8
图表 12 2018 年公司营业收入划分（按产品）	9
图表 13 公司近三年来营业收入和净利润	9
图表 14 公司盈利预测	10

一、同类公司估值情况

在金属 3D 打印领域，公司海外的主要竞争对手包括德国 EOS 公司、美国 GE 增材制造、德国 SLM solutions 等。德国 EOS 是金属和高分子材料工业 3D 打印的领导者。EOS 公司现在已经成为全球最大的金属增材制造设备提供商，覆盖设备、工艺和资讯服务等一整套体系。德国 SLM Solutions 集团是世界领先的金属激光增材制造设备生产商及服务提供商，在法兰克福上市。2016 年，GE 公司成功收购瑞典 Arcam 公司和德国 Concept Laser 公司，成为金属增材制造领域的佼佼者，并在航空发动机领域实现增材制造零部件的规模化应用。国内方面，杭州先临三维科技股份有限公司专注 3D 数字技术十余年，产品和服务涵盖 3D 扫描、3D 打印装备和材料、优化设计与快速制造服务、3D 造云平台等，为高端制造、精准医疗、创新教育、定制消费等领域用户提供“3D 数字化——智能设计——增材制造”系统解决方案。

在非金属 3D 打印领域，美国 Stratasys 和 3D Systems 两家公司出货量保持行业前两位，其中，2017 年 Stratasys 的市场份额达到 27.2%，累计装机量达到 55,785 台。3D Systems 的市场份额为 9.8%，市场份额位居第二，累计装机数量为 23,387 台。

从同类可比公司估值来看，海外 3D 打印龙头公司 Stratasys 和 3D Systems 业务在非金属 3D 打印领域，单台设备价值相对较低，而研发支出费用相对较高，近年来盈利处于亏损状况。国内杭州先临三维从事业务与公司比较相近，于国内新三板上市，其 2019 年动态 PE 为 69.27 倍。

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 3 日）

代码	公司简称	上市地	股价（元/股）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
AM3D.F	SLM Solutions	法兰克福	104.21	21.26	-0.98					
SSYS.O	Stratasys	纳斯达克	190.52	102.99	-0.2			-		
DDD.N	3D Systems	纽约	61.97	72.35	-0.39			-		
830978.OC	先临三维	新三板	8.65	27.01	0.1	0.12	0.15	84.7	69.27	57.48

注：海外公司股价及市值单位已折算为人民币

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、公司估值及询价建议

由于可比公司杭州先临三维在新三板上市，市场流动性相对不足，且目前处于停牌状态，采用先临三维动态市盈率估值或出现较大的偏差。同时，国外并无从事 3D 金属打印的可比上市公司，因此我们采用绝对估值方法进行估值。鉴于未来公司发展空间较大，我们对公司未来 10 年的营收情况进行预测，并基于自有现金流折现 (DCF) 模型对公司进行估值。我们假设：

- 1、公司的营业收入将随行业的发展而保持增长；

- 2、随着公司销售规模的扩大，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率逐步下降；
- 3、无风险利率采用十年期国债利率 3.3%；
- 4、Kd 值为税前债务成本，我们以企业债收益率作为参考，取值为 6%；

图表 2 DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.3%
Beta（考虑杠杆）	1.27
WACC	9.4%
股权比例	94.7%
永续增长率	3.0%
市值（亿元）	30.2

资料来源：华鑫证券研发部

按此假设条件，测算出公司合理估值中枢为 37.75 元/股，对应市值为 30.2 亿元，上下 15%的询价区间为 [32.83, 42.67] 元/股。其中，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 3.84 亿元、5.21 亿元、7.01 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.64 亿元、0.85 亿元、1.05 亿元，估值中枢对应的 2019 年动态 PE 为 47.19 倍。

三、公司概况

1. 公司简介

铂力特成立于 2011 年 7 月，注册资本 6,000 万元，公司是一家专注于工业级金属增材制造（3D 打印）的高新技术企业，整体实力在国内外金属增材制造领域处于领先地位。公司业务包括金属 3D 打印设备的研发及生产、金属 3D 打印定制化产品服务、金属 3D 打印原材料的研发及生产、金属 3D 打印工艺设计开发及相关技术服务等。

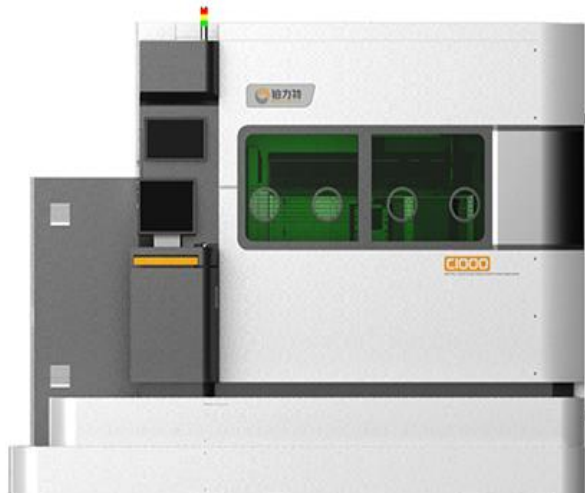
公司产品及服务广泛应用于航空航天、工业机械、能源动力、科研院所等领域，其中航空航天领域市场占有率较高。公司主要客户包括中航工业下属单位、航天科工下属单位、中国商飞等。此外，公司是空中客车金属增材制造服务的合格供应商，2018 年 8 月，公司与空客签署 A350 飞机大型精密零件金属 3D 打印共同研制协议，标志着公司在金属 3D 打印工艺技术与生产能力方面达到世界一流水平，尤其在大型精密复杂零件打印方面，处于领先地位。

图表 3 公司激光选区熔化成形设备一览



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

图表 4 公司激光立体成形设备一览



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 公司主要客户

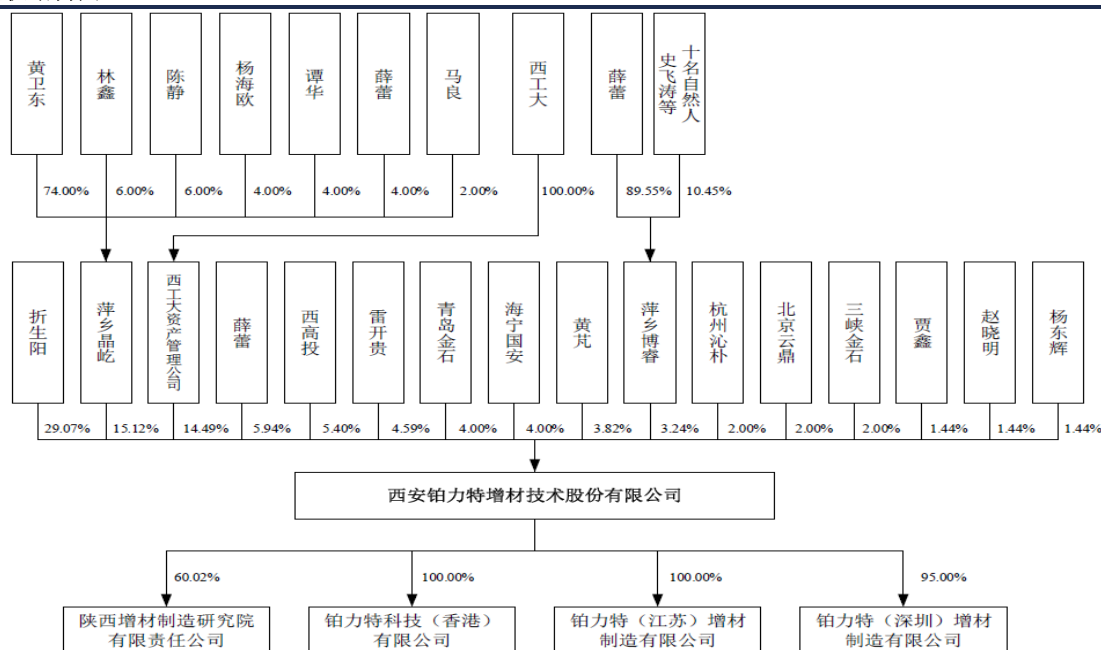


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

2. 公司股权结构及融资历程

公司无控股股东，实际控制人为黄卫东、折生阳及薛蕾，三人合计持有公司 53.37% 的股份，其中折生阳持有公司 29.07% 的股份，黄卫东间接持有公司 15.12% 的股份，薛蕾直接和间接持有公司 9.18% 的股份。2015 年 12 月，折生阳、黄卫东和薛蕾签署《一致行动协议》，约定各方将充分协商并达成一致意见，并按照协商一致的意見行使董事会或股东大会的表决权。

图表 6 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

铂力特有限自成立以来，历经多次股权转让和新增注册资本。其中，2016 年 12 月，铂力特有限第二次增资，新股东海宁国安、青岛金石和杭州沁朴分别出资 7,600 万元、7,600 万元和 3,800 万元各自持有公司 4.0016%、4.0016%和 2.0008%的股份，公司整体评估价值为 19 亿元。

图表 7 公司股权转让及增资情况

时间	事件	注册资本及股本变动明细	估值
2011 年 7 月	铂力特有限成立	注册资本为 4,000 万元	-
2016 年 8 月	铂力特第一次股权转让	西安晶屹将 21.25%股权转让给萍乡晶屹	-
2016 年 9 月	铂力特第二次股权转让	西工大资产管理公司对外转让 6%股权	17.09 亿元
2016 年 12 月	铂力特有限第二次增资	公司注册资本增加至 5,229 万元	19 亿元
2017 年 6 月	铂力特第三次股权转让	萍乡博睿受让铂力特 1.4399%股权	-
2017 年 6 月	整体变更为股份有限公司	注册资本为 6,000 万元	-

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、全球领先的金属 3D 打印提供商

1. 技术国际领先，产业化成果显著

铂力特是全球领先的金属增材制造企业，是金属增材制造国际主流技术（SLM 及 LSF 技术）的基础工艺研发与工程化应用国际领先的公司，公司掌握了基于不同材料的 SLM、LSF 技术工艺参数、基于不同结构的工艺支撑设计方法、基于不同结构/材料的 SLM、LSF 控形控性方法、基于不同材料的后处理技术等，形成了钛合金、铝合金、高温合金、高强钢、模具钢等多种材料的整套的 SLM、LSF 成形工艺技术体系。

目前，公司自主研发十余个型号的增材制造设备，出货量及市场占有率在国产金属 3D 打印设备市场中排名第一。自 2016 年以来，公司累计生产金属增材制造设备 164 台，且成功出口德国，其中 S310 型号设备通过空中客车公司认证，成为空客 A330 机型增材制造项目主要设备，也是唯一通过该认证的国产增材制造设备。2017 年公司获得“全球 3D 打印 OEM 奖（企业）”，是中国唯一获奖的金属增材制造企业；获得“国防科技进步一等奖”及“国防科技进步二等奖”各一项。

图表 8 3D 打印产业链图



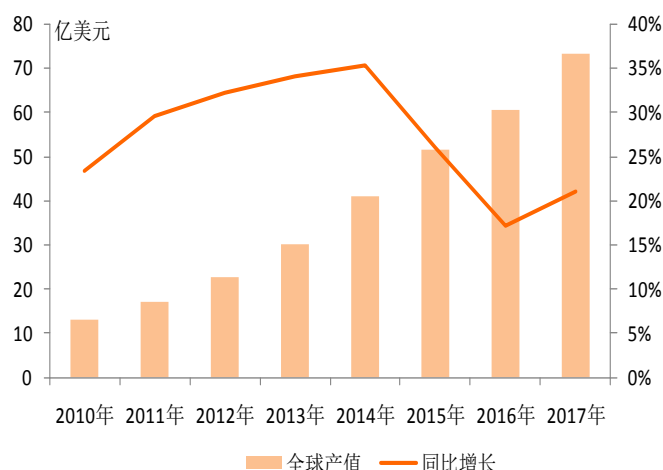
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2. 产业规模持续扩大，行业进入快速发展期

根据从事增材制造行业研究的美国咨询机构 Wohlers Associates 公司统计显示，全球增材制造产值从 2012 年的 22.8 亿美元增长到 2017 年的 73.36 亿美元，五年来增长超过 300%，年复合增速为 26.2%；2017 年，全球增材制造行业市场规模同比增长 21%，增速较 2016 年提高 3.6 个百分点。据国际数据公司 (IDC) 预测，2016-2020 年，全球增材制造产业的年复合增速将保持在 22.3%，至 2020 年全球增材制造产值将达 289 亿美元。

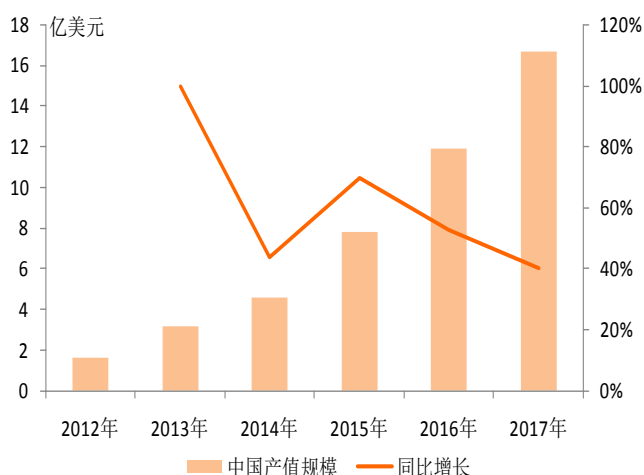
据中国增材制造业产业联盟统计，在 2015-2017 年 3 年间，我国增材制造产业规模年均增速超过 30%，2017 年，我国增材制造产业规模已超过 100 亿元。初步预计，我国 3D 打印市场规模 2022 年将达到 80 亿美元左右。

图表 9 全球增材制造产业保持高速增长



资料来源: Wohlers Associates, 华鑫证券研发部

图表 10 2012-2017 年国内增材制造产业规模快速增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 华鑫证券研发部

3. 客户资源优质，航空航天领域市占率高

公司产品及服务广泛应用于航空航天、工业机械、能源动力、汽车制造及电子工业等领域，“轻量化”、“高强度”及“复杂零件集成化”是航空航天零部件制造和研发的主要目标，而 3D 打印技术制造的零件能够很好迎合这些要求。公司作为金属增材制造行业的领军企业，具有丰富的行业应用及一体化服务优势，因此公司在航空航天领域市场占有率较高，对公司的营收贡献较大。2018 年，公司前五名客户销售金额占总营收的比重为 68.35%，其中前三家航空航天领域客户销售占比达到 53.76%。由于我国航空航天领域高度集中的经营模式，其自身具有较大的集中性和垄断性，因此公司客户集中度较高。

图表 11 2018 年公司前五大客户销售情况

序号	销售客户名称	销售收入 (万元)	销售占比
1	中国航空工业集团有限公司下属单位	6642.15	22.79%
2	中国航空发动机集团有限公司下属单位	4935.64	16.93%
3	中国航天科工集团有限公司下属单位	4093.51	14.04%
4	航发优材（镇江）增材制造有限公司	2541.95	8.72%
5	河北敬业增材制造科技有限公司	1709.59	5.87%
合计:		19922.85	68.35%

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

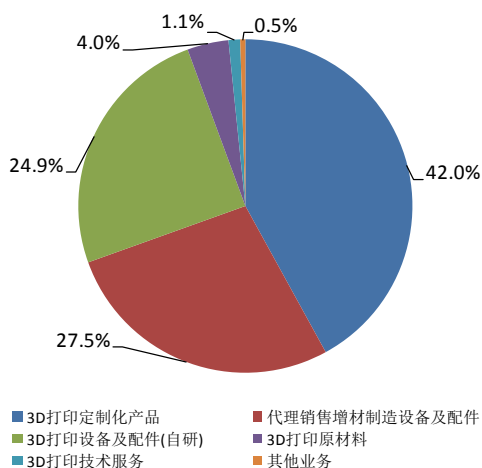
五、财务数据

近年来，增材制造在航空、航天、汽车、船舶、核工业、模具等重点制造业领域持续发力，增材制造技术的应用已从简单的概念模型、功能型原型制作向功能部件直接制造方向发展，零部件直接制造的产值不断扩大。由于下游应用领域对金属增材制造的需求持续保持旺盛增长趋势，应用端呈现快速扩张态势，公司营业收入和净利润水平保持快速增长。公司营业收入由 2016 年的 16,634.33 万元增长至 2018 年的 29,147.92 万元，复合增长率为 32.37%；净利润由 2016 年的 2873.79 万元增长至 2018

年的 5799.39 万元，复合增长率为 42.06%。

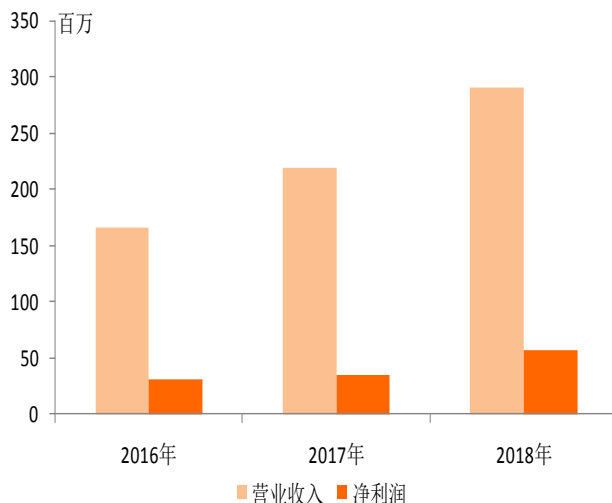
金属增材制造是高科技、高附加值的技术密集型产业，技术壁垒高，金属增材制造设备资本投入大，较传统制造业，3D 打印产品在生产工艺、性能指标上具有更高的技术要求。公司在金属增材制造领域掌握多项具有自主知识产权的核心技术，公司的技术积累使得毛利率整体保持在较高的水平，2016 年至 2018 年，公司主营业务毛利率分别为 42.6%、40.75%及 43.39%。

图表 12 2018 年公司营业收入划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13 公司近三年来营业收入和净利润



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

六、风险提示

风险主要包括：产业应用不及预期、产品被更新替代、关键核心器件依赖进口、客户集中度较高、市场系统性风险等。

图表 14 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	291	384	521	701
货币资金	57	584	407	275	营业成本	164	221	305	421
应收款	194	245	333	448	营业税金及附加	1	1	1	1
存货	161	129	178	245	销售费用	18	23	31	42
其他流动资产	28	31	34	38	管理费用	27	35	46	62
流动资产合计	439	958	918	968	财务费用	7	6	6	9
非流动资产:					费用合计	52	64	83	113
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	5	7	7	7
固定资产+在建工程	341	510	668	816	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	51	99	140	178	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	8	8	9	10	营业利润	52	68	91	112
非流动资产合计	400	617	818	1,003	加: 营业外收入	15	6	7	8
资产总计	840	1,576	1,736	1,971	减: 营业外支出	2	0	0	0
流动负债:					利润总额	66	73	98	120
短期借款	35	35	42	50	所得税费用	8	9	12	14
应付账款、票据	137	135	178	245	净利润	58	65	86	106
其他流动负债	57	63	70	76	少数股东损益	1	1	1	1
流动负债合计	230	233	289	372	归母净利润	57	64	85	105
非流动负债:									
长期借款	112	112	134	188					
其他非流动负债	96	101	106	111					
非流动负债合计	208	213	240	299					
负债合计	438	446	529	671					
所有者权益									
股本	60	80	80	80					
资本公积金	254	934	934	934					
未分配利润	70	123	194	280					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	402	1,161	1,240	1,338					
负债和所有者权益	840	1,607	1,770	2,009					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	58	65	86	106	成长性				
折旧与摊销	23	64	89	112	营业收入增长率	32.5%	31.8%	35.7%	34.5%
财务费用	6	6	6	9	营业利润增长率	42.2%	29.2%	34.4%	23.3%
存货的减少	-86	32	-49	-68	归母净利润增长率	66.9%	11.4%	33.7%	23.0%
营运资本变化	-37	-54	-45	-47	总资产增长率	40.2%	87.7%	10.1%	13.6%
其他非现金部分	4	6	6	7	盈利能力				
经营活动现金净流量	-32	118	93	119	毛利率	43.7%	42.4%	41.5%	40.0%
投资活动现金净流量	-107	-280	-288	-297	营业利润率	18.0%	17.7%	17.5%	16.0%
筹资活动现金净流量	115	689	18	46	三项费用/营收	17.9%	16.7%	16.0%	16.1%
现金流量净额	-24	527	-177	-133	EBIT/销售收入	20.3%	21.1%	20.4%	18.7%
					净利润率	19.9%	16.8%	16.5%	15.1%
					ROE	14.4%	5.6%	6.9%	7.9%
					营运能力				
					总资产周转率	34.7%	24.4%	30.0%	35.6%
					资产结构				
					资产负债率	52.1%	28.3%	30.5%	34.0%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	-0.55	1.83	1.08	1.12
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.95	0.80	1.06	1.31
					每股净资产	6.70	14.51	15.51	16.72

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>