

2019年07月04日

铂力特（688333.SH）

新股覆盖研究

国产金属增材制造的领军者

主要看点

- ◆ **金属增强制造的领军企业：**公司业务专注于工业级金属增材制造（3D 打印），为客户提供金属增材制造和再制造技术全套解决方案，业务涵盖金属 3D 打印原材料的研发和生产、金属 3D 打印设备的研发和生产、金属 3D 打印定制化产品服务、金属 3D 打印工艺设计开发及相关技术服务（含金属 3D 打印定制化工程软件的开发等），构建了较为完整的金属 3D 打印产业生态链。2016 年-2018 年公司实现主营业务收入 16523.65 万元、21887.29 万元及 29003.32 万元，复合增速 32.49%，公司归母净利润从 3132.71 万元增长至 5718.36 万元，复合增速 35.11%。
- ◆ **航天航空领域客户基础扎实：**公司客户主要在航空航天、工业机械、能源动力、科研院所、医疗研究、汽车制造及电子工业领域。3D 打印的零件能够很好的迎合航空航天客户制造和研发需求，因此，3D 打印技术在航空航天领域应用规模近年来迅速增长，公司作为国内金属增强制造的领军企业，在该领域取得了较高的市占率。
- ◆ **行业规模快速扩大：**据 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，呈快速成长态势。
- ◆ **估值分析：**综合考虑产业政策、竞争环境及公司自身竞争实力，基于 PE 估值法，公司 2018 年净利润为 0.57 亿元，参考可比公司 PE 均值，给予公司 2018 年 PE 区间 43-53X，对应市值规模 24.59-30.31 亿。
- ◆ **风险提示：**3D 打印产业需求不及预期；激光器等关键核心器件进口依赖度高的风险；政府补助依赖度高的风险，市场系统性风险。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	166.3	219.9	291.5
同比增长(%)	%	32.2%	32.6%
营业利润(百万元)	30.8	36.9	52.5
同比增长(%)	%	19.8%	42.3%
净利润(百万元)	31.3	34.3	57.2
同比增长(%)	%	9.6%	66.8%
每股收益(元)	0.57	0.57	0.95

数据来源：贝格数据,华金证券研究所

股价 30.74-37.88 元

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	60.00
流通股本(百万股)	
12 个月价格区间	1元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

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

分析师

曾捷
SAC 执业证书编号：S0910518110001
zengjie@huajinsc.cn

报告联系人

胡朗
hulang@huajinsc.cn
021-20377062

相关报告

内容目录

一、公司概况.....	3
（一）业务简介	3
（二）股权结构	4
（三）募投项目	4
二、财务分析.....	5
三、行业概况.....	7
四、估值分析.....	8
五、风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司目前股权结构	4
图 2：2016 年-2018 年公司主营业务收入及增速	5
图 3：2016 年-2018 年公司归母净利润及增速.....	5
图 4：2016 年 -2018 年公司主营业务收入构成-按业务类型分	5
图 5：2016 年 -2018 年公司主营业务收入构成-按客户行业分	5
图 6：2016 年-2018 年公司期间费用情况.....	6
图 7：2016 年-2018 年公司期间费用率情况	6
图 8：3D 打印产业链	7
图 9：3D 打印应用领域	7
表 1：2018 年公司前五大客户销售情况.....	3
表 2：公司首次拟募集资金投资项目	4
表 3：3D 打印产业链可比公司估值一览	8

一、公司概况

公司业务专注于工业级金属增材制造（3D 打印），为客户提供金属增材制造和再制造技术全套解决方案，业务涵盖金属 3D 打印原材料的研发和生产、金属 3D 打印设备的研发和生产、金属 3D 打印定制化产品服务、金属 3D 打印工艺设计开发及相关技术服务（含金属 3D 打印定制化工程软件的开发等），构建了较为完善的金属 3D 打印产业生态链。

（一）业务简介

经过多年发展，公司业务从产品定制服务，逐步扩展成零件产品定制、增材制造设备、技术服务等软硬件一体化配套服务。此外，公司还进行 EOS 设备的代理销售。

金属 3D 打印设备：公司自主研制开发了激光选区熔化成形、激光高性能修复等系列金属 3D 打印设备，出货量及市占率在国产金属 3D 打印设备市场位居前列。

金属 3D 打印定制化产品及服务：公司拥有各类金属增材制造设备 80 多台，是目前国内金属 3D 打印设备装机规模最大的企业，可成形材料涵盖钛合金、高温合金、铝合金、铜合金、不锈钢、模具钢、高强度钢等多个种类。公司通过自幼金属增材设备为客户提供金属 3D 打印定制产品的设计、生产及相关服务，主要应用于航空航天、能源动力、科研院所、工业机械等领域。

金属 3D 打印原材料：公司已成功开发多个传统牌号的钛合金材料，另外，公司自主研发专用粉末材料 10 余种，解决了传统牌号材料成形沉积态残余应力高、工艺适应性差等问题，避免了 3D 打印过程中开裂、变形等问题的出现。

金属 3D 打印技术服务：公司为客户提供多种尺寸、多种成形工艺的金属增材制造同时，可提供全方位、专业性强的金属 3D 打印技术服务，具体包括工艺咨询服务、设计优化服务、逆向工程服务、软件定制服务等。

代理销售及相关服务：公司与德国 EOS 公司建立了紧密合作关系，代理销售 EOS 金属增材制造设备，并向客户提供本地化的 EOS 设备相关维护、培训、售后等服务。在向客户提供“一站式”服务过程中，公司也将 EOS 的设备作为解决方案的一部分提供给客户，以确保客户的特殊需求得到满足。

公司主要客户包括中航工业下属单位、航天科工下属单位、航天科技下属单位、航发集团下属单位、中国商飞、中国神华能源、中核集团下属单位、中船重工下属单位以及各类科研院校等。

表 1：2018 年公司前五大客户销售情况

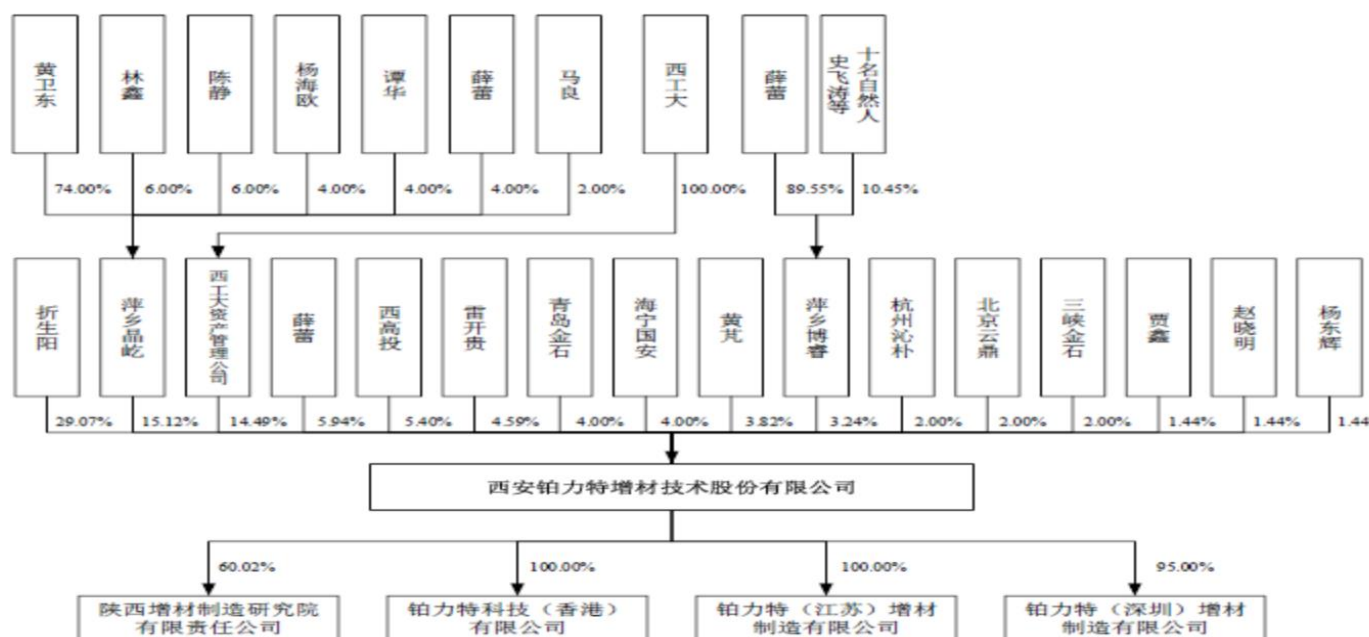
	单位名称	销售金额(万元 人民币)	销售占比(%)
1	中国航空工业集团有限公司	5,983.15	20.53
2	中国航空发动机集团有限公司	5,594.64	19.19
3	中国航天科工集团有限公司	4,093.51	14.04
4	航发优材(镇江)增材制造有限公司	2,541.95	8.72
5	中国航天科技集团有限公司	1,880.75	6.45

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（二）股权结构

公司目前无控股股东，实际控制人为黄卫东、折生阳和薛蕾。截至本招股说明书签署日，折生阳直接持有公司 29.07%的股份；黄卫东为萍乡晶屹的执行事务合伙人，通过萍乡晶屹间接控制公司 15.12%的股份；薛蕾直接持有公司 5.94%的股份，并为萍乡博睿的执行事务合伙人，通过萍乡博睿间接控制公司 3.24%的股份，三人合计控制公司 53.37%。

图 1：公司目前股权结构



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（三）募投项目

公司首发拟募资金 70000 万元，主要投向金属增材制造智能工厂建设项目和补充流动资金。其中，金属增材制造智能工厂建设项目总投资额 60000 万元，此项目拟用于建设集增材制造、高品质球形粉末生产、智能增材研发于一体的现代化金属增材制造智能工厂。

表 2：公司首次拟募集资金投资项目

	项目	总投资金额（万元）	募集资金投资额（万元）
1	金属增材制造智能工厂建设项目	60000	60000
2	补充流动资金	10000	10000
	合计	70000	70000

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

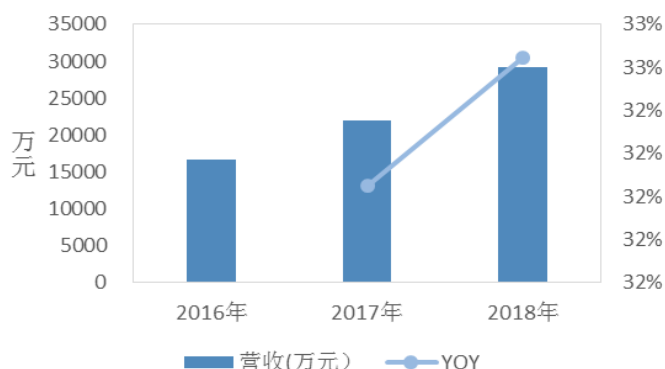
二、财务分析

2016 年、2017 年和 2018 年公司实现主营业务收入 16523.65 万元、21887.29 万元及 29003.32 万元,年复合增长率 32.49%,主要得益于下游应用水平持续提高,市场需求不断扩大,公司核心技术与品牌、客户优势逐步凸显;公司归母净利润从 3132.71 万元增长至 5718.36 万元,年均复合增速为 35.11%。

盈利能力看,2016 年-2018 年,公司毛利率分别为 42.94%、41.04%、43.68%,净利率为 18.83%、15.57%、19.62%。

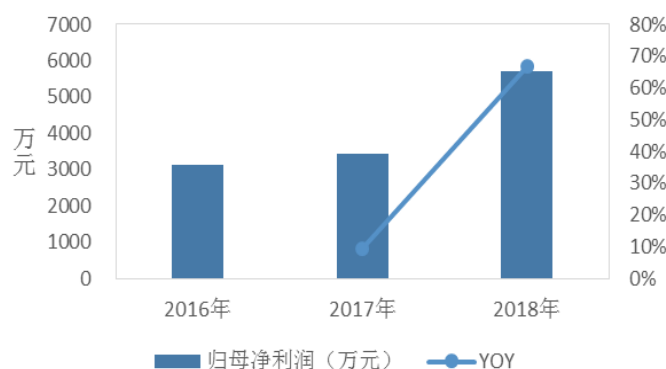
此外,公司 2016-2018 年收到的政府补助金额分别为 736.75 万元、1256.60 万元和 2455.64 万元,在利润总额中占比分别为 22.58%、30.60%和 37.25%,对公司盈利支撑明显。

图 2: 2016 年-2018 年公司主营业务收入及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

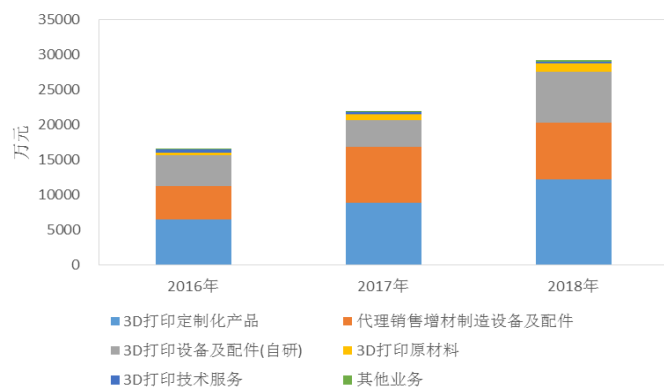
图 3: 2016 年-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

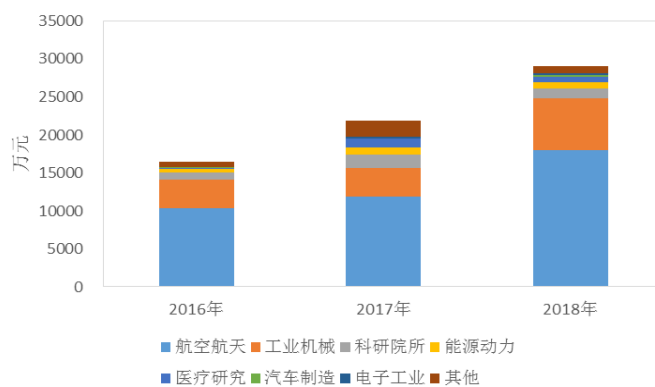
从业务类型看,目前 3D 打印定制化产品、代理销售业务和 3D 打印设备及配件是公司收入主要来源。下游客户行业来看,公司客户主要分布在航空航天、工业机械、能源动力、科研院所、医疗研究、汽车制造及电子工业领域。3D 打印的零件能够很好的迎合航空航天客户制造和研发需求,因此,在航空航天领域应用规模近年来迅速增长,公司作为国内金属增强制造的领军企业,在该领域取得了较高的市占率。

图 4: 2016 年 -2018 年公司主营业务收入构成-按业务类型分



资料来源: Wind, 华金证券研究所

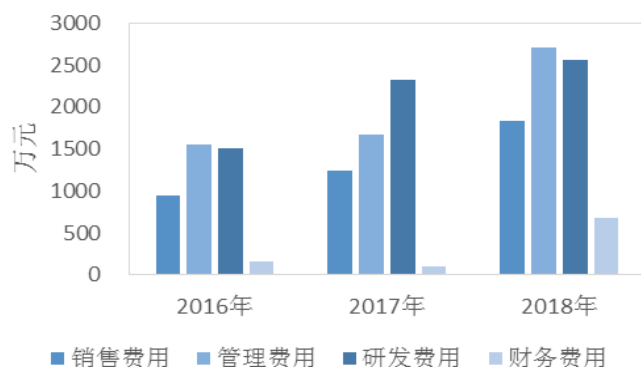
图 5: 2016 年 -2018 年公司主营业务收入构成-按客户行业分



资料来源: Wind, 华金证券研究所

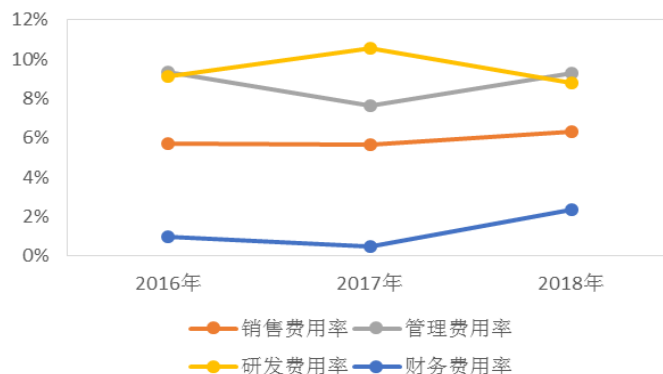
报告期内，公司期间费用合计分别为 4177.99 万元、5340.62 万元和 7791.08 万元，期间费用占营业收入的比重分别为 25.12%、24.28%和 26.73%。其中研发费用为主要支出项目，2016 年、2017 年、2018 年研发费用为 1514.71 万元、2325.25 万元、2561.00 万元，占营收比重为 9.11%、10.57%、8.79%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有首席科学家 1 名，核心技术人员 9 名（含首席科学家黄卫东），核心技术人员及其他研发人员占员工总数的 26.95%。

图 6：2016 年-2018 年公司期间费用情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：2016 年-2018 年公司期间费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、行业概况

增材制造（“3D 打印”），基于三维模型数据，采用与传统减材制造技术完全相反的逐层叠加材料的方式，直接制造与相应数字模型完全一致的三维物理实体模型的制造方法，将对传统的工艺流程、生产线、工厂模式、产业链组合产生深刻影响。基本原理是以计算机三维设计模型为模板，通过软件分层离散和数控成形系统，将三维实体变为若干个二维平面，利用激光束、热熔喷嘴等方式将粉末、树脂等特殊材料进行逐层堆积黏结，最终叠加成形，制造出实体产品。

增材制造的上游涵盖三维扫描识别、三维软件、增材制造材料类及 3D 打印设备零部件制造等企业，中游以 3D 打印设备生产厂商为主，大多亦提供打印服务业务及原材料供应，在整个产业链中占据主导地位。下游行业应用涵盖航天航空、汽车工业、船舶制造、能源动力、轨道交通、电子工业、磨具制造、医疗健康、文化创意、建筑等各领域。

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 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。

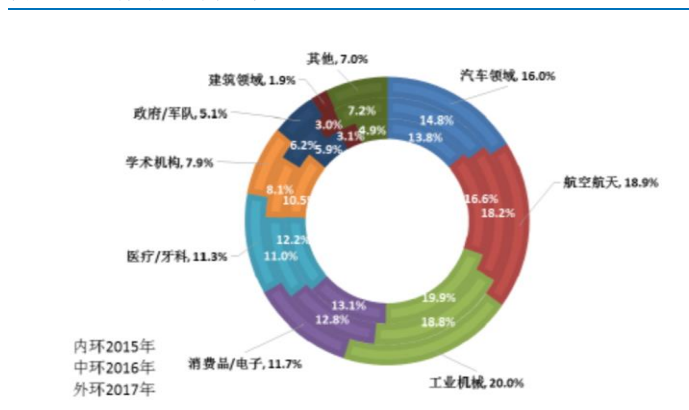
据中国增材制造业产业联盟统计，在 2015-2017 年 3 年间，我国增材制造产业规模年均增速超过 30%，2017 年，我国增材制造产业规模已超过 100 亿元。初步预计，我国 3D 打印市场规模 2022 年将达到 80 亿美元左右，呈快速成长态势。

图 8：3D 打印产业链



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 9：3D 打印应用领域



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

工业级增材制造可广泛运用于传统产业转型升级和战略性新兴产业发展，随着增材制造技术的逐渐成熟和成本不断降低，金属工业级增材制造设备市场需求和发展潜力较大。尤其是金属增材制造领域，已经展现强势增长势头。据 Wohlers Associates, Inc 报告显示，航空航天、汽车、航海、核工业以及医疗器械领域对金属增材制造的需求持续保持旺盛增长趋势，应用端呈现快速扩展态势。

四、估值分析

在相关产品顺利完成交付验收的前提下，公司在招股书中合理预计 2019 年 1-6 月可实现的营业收入为 10844.50 万元，同比增长 40.14%，2019 年 1-6 月归属于母公司所有者的净利润-255.80 万元，同比减少 217.81 万元，2019 年 1-6 月扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润-660.05 万元，同比减少 256.66 万元，主要是由于公司在 2018 年 6 月搬迁至产业基地并在 2018 年下半年投入使用，同比新增相关成本费用。

我们主要选取 3D 打印产业链公司 STRATASYS、3D Systems、雷尼绍、钢研高纳作为参考对公司估值。

雷尼绍是世界领先的工程科技公司之一，向众多行业和领域提供产品和服务，从飞机引擎、风力涡轮发电机制造，到口腔和脑外科医疗设备等。

STRATASYS 是航空航天、汽车、医疗、消费品和教育等行业的应用型增材技术解决方案的大型全球企业。

3D Systems 是全球销售规模最大的 3D 打印解决方案供应商，提供“从设计到制造”全套增材制造解决方案，包括 3D 打印机、打印材料、打印服务和云计算按需定制部件。

钢研高纳从事航空航天材料中高温合金材料的研发、生产和销售。公司目前是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一。公司产品定位在高端和新型高温合金领域，面向的客户以航空航天发动机装备制造企业和大型的发电设备企业集团为主。

基于 PE 估值，公司 2018 年净利润为 0.57 亿元，参考可比公司 PE 均值，给予公司 2018 年 PE 区间 43-53X，对应市值规模 24.59-30.31 亿。基于 PS 估值，公司 2018 年营业收入 2.91 亿元，参考可比公司 PS 均值，给予公司 2018 年 PS 区间 4.2-5X，对应市值规模 12.24-14.57 亿元。

综合考虑产业政策、竞争环境及公司自身竞争实力，结合可比公司估值情况，给予公司目标市值 24.59-28.59 亿。

表 3： 3D 打印产业链可比公司估值一览

代码	简称	收盘价	总市值 (亿)	2018 年净利 润 (亿)	2018 年销售 收入 (亿)	PE 2018	PS 2018
DDD.N	3D Systems	9.02	10.53	-0.46	6.88		1.53
SSYS.O	STRATASYS	27.73	14.99	-0.11	6.63		2.26
RSW.L	雷尼绍	4280.00	31.15	1.33	6.12	23	5.09
300034.SZ	钢研高纳	14.77	66.31	1.07	8.93	62	7.43
平均						43	4.08

资料来源：Wind，华金证券研究所

注：1)截至 2019 年 7 月 3 日收盘价；2)各标的所列数据均以所在市场原始货币计价；

五、风险提示

3D 打印产业需求不及预期；公司激光器等关键核心器件进口依赖度高；政府补助较大的风险；市场系统性风险等。

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、曾捷声明，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.huajinsc.cn