

深度报告

信息技术

电子设备

大族激光 (002008)
推荐

目标价: 23 元 昨收盘: 16.88 元

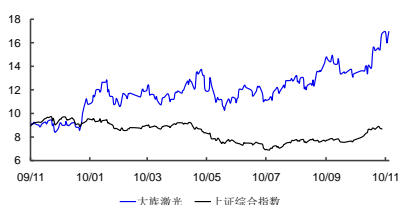
维持

2010年11月8日

本报告的独到之处

- 对各细分业务线分析及预测较为详细

■

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	696/615
流通 B 股/H 股(百万股)	0
总市值/流通市值(百万元)	11398/10072
上证综 /深圳成指	3129.50/13733.36
12 个月最高/最低(元)	17.21/8.89

财务数据

净资产值(百万元)	5664
每股净资产(元)	3.30
市净率	5.08
资产负债率	53.39%
息率	116%

相关研究报告:

《技术进步及管理精益驱动激光设备龙头再上台阶》

分析师: 段迎晟

电话 0755-82130761

E-mail duanyingsheng@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030013

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。

深度跟踪
储备项目潜力巨大, 市场景气业绩良好
●需求增加及技术进步推动业绩进入上升通道

由于经济复苏, 电子行业持续景气, 激光设备的需求持续增加, 公司作为激光设备制造龙头企业, 技术进步不断提高大功率激光加工等高端产品的品质, 同时进入 LED、光伏太阳能设备等新兴产业, 需求增加及技术进步使公司业绩进入上升通道。

●产品结构升级, 多业务线均有亮点陆续增加业绩

公司包括激光设备在内的多项技术均属于国内领先, 多条业务线均有亮点提升公司业绩。最具优势的激光标记设备今年强势复苏, 绿激光及紫外激光等高端设备的推出使公司提升客户结构和盈利能力; 大功率切割、焊接设备的激光器自产大幅提升毛利率, 同时销量上也超过竞争对手; PCB 设备受益于产业增长业务持续增长, 激光打孔等新产品开始放量增长; LED 产业整合初步结束, 设备、封装及应用形成一体化; 光伏设备有望从明年开始放量增长。

●管理及组织变革, 降低费用、提升盈利能力

公司提升内部考核制度, 实施产品延保收费, 有效降低了费用率并提升盈利能力, 为公司持续性成长提供基础。

●风险提示

行业的周期性和人民币升值对出口的压力。

●目标股价 23 元/股, 给予“推荐”评级

公司多个新产品及业务放量成长, 在行业景气、小功率激光设备复苏的情况下, 业绩将持续增长, 预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.53、0.68 和 0.91 元, 对应 PE 为 32 倍、25 倍和 19 倍, 鉴于公司的竞争优势、良好的成长性和估值优势, 给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,950	3,074	4,119	5,313
(+/--%)	13.7%	57.6%	34.0%	29.0%
净利润(百万元)	3	367	471	636
(+/--%)	-97.8%	12029.9%	28.5%	34.8%
每股收益(元)	0.00	0.53	0.68	0.91
EBIT Margin	4.6%	13.8%	16.3%	18.3%
净资产收益率 (ROE)	0.2%	16.3%	18.3%	21.0%
市盈率 (PE)	3547.	29.2	22.8	16.9
EV/EBITDA	78.3	26.2	17.6	13.0
市净率 (PB)	5.39	4.77	4.16	3.55

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	3
投资摘要.....	4
需求增加及技术进步推动业绩进入上升通道.....	5
电子行业持续景气，未来将受益于“十二五” 高端装备制造业规划	5
内部业务多样化增加，减少对单一成熟产品的依赖	6
产品结构升级，多业务线均有亮点体现	7
激光打标机强势复苏，紫外及绿激光设备等高端产品比例增加	7
激光切割业务市场空间大，大功率激光器自主研发毛利大幅提升	8
大功率激光焊接实现突破，进口替代前景看好	9
PCB 设备受益于产业转移持续增长，激光打孔潜在市场大.....	9
LED 业务整合初步结束，设备、封装及应用产业链体现协同效应.....	10
光伏设备、直线电机等储备项目技术领先，提供可持续发展的基础	10
管理及组织变革，做大之后继续做强	11
转变考核机制，提高盈利能力并降低费用率	11
延保收费符合长期发展趋势.....	11
由设备提供商向方案提供商转变，提供增值服务	12
海外重新布局谋求进一步拓展国际市场	12
盈利预测：公司业绩再次进入上升通道	13
基本假设.....	13
主要风险.....	15
附表 1：财务预测与估值.....	16
国信证券投资评级.....	17
免责条款.....	17

图表目录

图 1: 全球半导体行业季度收入 (单位: 十亿美元)	5
图 2: 中国半导体行业销售额 (单位: 十亿美元)	5
图 3: 公司收入及归属于母公司所有者净利润季度变化情况 (单位: 百万元)	5
图 4: 公司主营业务收入变化情况 (单位: 百万元)	6
表 1: 打标机的分类及应用范围	7
表 2: 国外领先的大功率激光切割设备供应商及主要技术	9
表 3: 中国印刷电路板 (PCB) 制造业中, 钻孔和切割类重要生产设备及供应商	9
图 5: 公司季度营业收入及期间费用率 (单位: 百万元)	11
表 4: 海外投资股权情况	12
表 5: 主营业务预测 (百万)	14

投资摘要

估值与投资建议

预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.53、0.68 和 0.91 元，对应 PE 为 32 倍、25 倍和 19 倍，公司的大功率切割设备、大功率焊接设备、光伏设备及 LED 设备和产品成长迅速，小功率激光设备优势明显，基于公司的成长性、竞争优势及估值优势，给予“推荐”评级。

核心假设或逻辑

随着行业持续景气、公司的技术进步以及公司完善的售后服务体系，预计未来 2 年激光标记设备的收入保持 25% 的增长，毛利率维持在 54.5% 的水平。

小功率切割设备销售收入预计公司未来两年保持 25% 的增长，大功率切割设备放量成长，预计 2010-2012 年的销售量约为 120 台、180 台、280；激光切割设备 2010-2012 年总体销售收入增长为 49.43%、40.71% 和 45.40%，随着大功率切割设备占比增加以及自产激光器带来的盈利能力提升，假设激光切割设备 2010-2012 年的毛利率为 31.5%、37% 和 37%。

PCB 业务中，传统的机械及数控设备随 PCB 行业的发展预计保持 25% 的增长，激光钻孔在实现业务突破之后预计未来前景较好，预计未来 2 年保持 40% 的增长；另外，公司的 PCB 检测业务增长良好，预计 PCB 业务整体 2010-2012 年收入增长为 48.63%、28.90% 和 29.31%，毛利率为 25.26%、27.00% 和 27.00%。

激光焊接设备随着小功率的稳定增长和大功率设备的突破放量，预计 2010-2012 年增长为 102.76%、55.30% 及 29.88%，毛利率为 60.12%、60.00% 和 60.00%。

光伏设备需要旺盛，预计明年营收收入有望上亿。

与市场预期的差异之处

市场过多关注公司传统的小功率激光设备，对于大功率加工设备及新业务的成长性认识不够，另外公司 08、09 年的业绩受金融危机影响较大，市场受其过去 2 年业绩影响较大，实际上公司业务复苏之后今年表现良好，而 07 年的定向募集项目以及 08 年的公开增发项目均开始体现业绩，公司业绩重新步入上升通道。

股价变化的催化因素

大功率切割设备的激光器自产以及销量增长、激光打标设备的复苏以及盈利能力提升在今年对贡献较大业绩，而明年开始，大功率激光切割设备持续增长，PCB 业务、大功率焊接、光伏设备、LED 设备及产品增长都较快，会持续贡献业绩。

核心假设或逻辑的主要风险

公司所处行业具有一定周期性，如果发生较大程度的电子行业景气度下降，则对公司的产品销量影响较大。

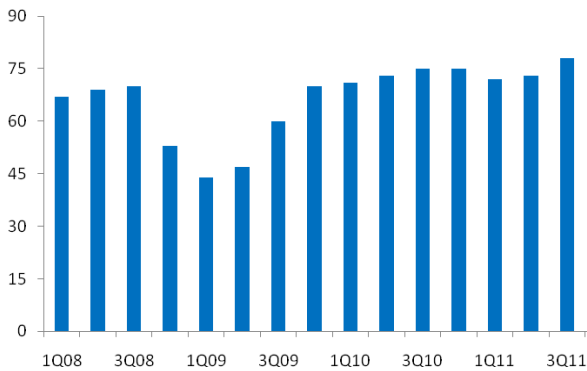
需求增加及技术进步推动业绩进入上升通道

电子行业持续景气，未来将受益于“十二五” 高端装备制造业规划

公司是世界主要的激光加工设备生产商之一，产品包括激光打标设备、激光焊接设备、激光切割设备、绿激光演示设备、PCB 激光钻孔机、CTP 激光制版印刷机直线电机等；此外，公司近两年通过收购等方式逐步布局新能源领域，产品及业务包括 LED 封装设备、LED 封装及应用业务、光伏设备、发电系统等。

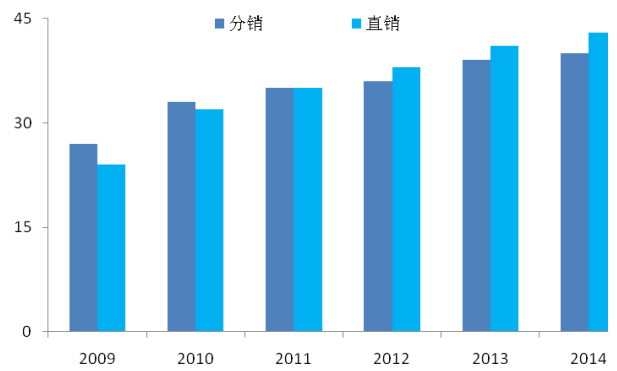
对比过去两年全球半导体产业季度收入及公司季度收入，可以发现公司业务近 2 年同半导体行业景气程度相关程度较高，公司 08、09 年业务受金融危机影响较大。

图 1: 全球半导体行业季度收入 (单位: 十亿美元)



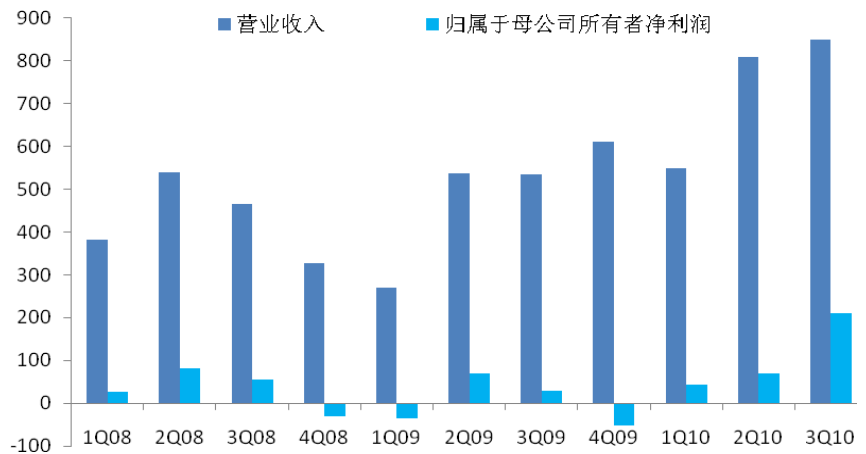
资料来源: iSuppli, 2010.10

图 2: 中国半导体行业销售额 (单位: 十亿美元)



资料来源: iSuppli, 2010.09

图 3: 公司收入及归属于母公司所有者净利润季度变化情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

进入 2010 年以来, 随着半导体产业的持续景气, 公司订单需求旺盛, 预计未来几年国内电子行业将持续保持较高景气程度, 公司作为国内激光设备制造龙头企业

业，将受益于国内产业升级。

在即将出台的“十二五”规划中，高端装备制造业被列为国民经济的支柱产业，在调结构及制造业升级的过程中，高端装备制造业将成为新兴产业的重点支持产业。

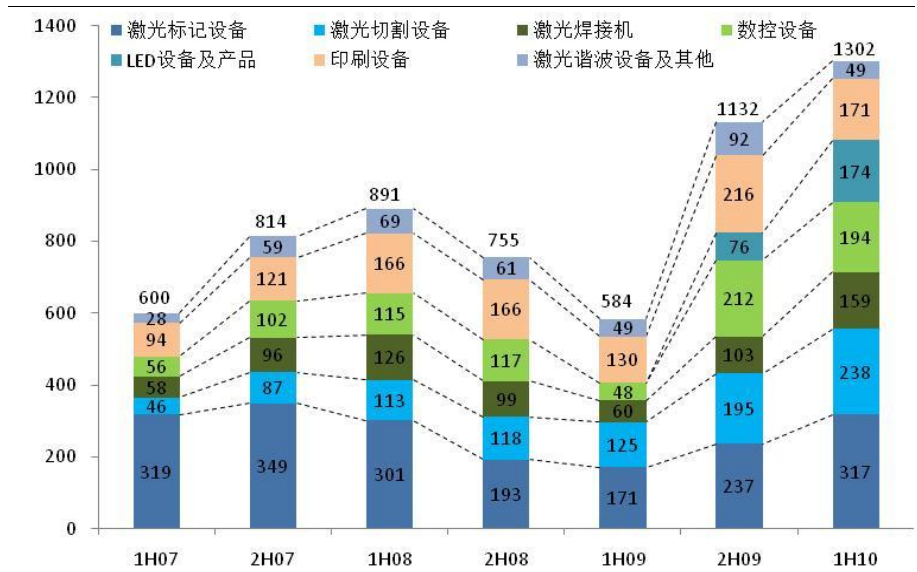
激光设备作为高端制造加工设备，在国家制造业产业升级的过程中必将扮演非常重要的地位。公司在紫外激光器、1~4KW 大功率激光器、直线电机等领域的自主研发技术均为国内首创、国际一流的水准，随着公司加工设备产品线以及业务线的不断完善，公司将进入未来几年业绩持续上升的通道。

内部业务多样化增加，减少对单一成熟产品的依赖

打标设备是公司传统的优势产品，在 2005 年就占据了约 70% 的市场份额，发货量较全球第二的 ROFIN 高出一倍，在国内厂商中更是没有同级别的竞争对手。但是，小功率的打标设备技术门槛不是很高，在发展多年技术较为成熟的情况下，国内有众多中小厂商可以生产打标设备。

2007 年时，公司的打标机占营业收入高达 47%，是公司当时主要的收入来源，金融危机时打标机受市场影响较大，对公司的业绩产生了较大的影响。

图 4: 公司主营业务收入变化情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

但是, 08、09 年公司的新兴业务在市场环境较差的情况下取得了较好的发展, 大功率切割设备保持持续增长, 数控业务线由于 PCB 检测设备等新设备的成长也于 2009 年下半年实现了较高增长, 大功率焊接设备也实现了突破。

另外, 公司在内部自主研发的同时积极进行外延式扩张, 09 年将东莞大族粤铭纳入合并范围实现成为小功率切割设备的最大出货厂商, 09 年下半年开始通过陆续收购元亨、国冶星、陆升等进入 LED 设备、封装及应用产业, 10 年公司新设大族光伏和能联新能源 2 个子公司, 进入光伏设备及新能源应用领域。

到 2010 年上半年, 打标设备仍然是公司单一最大业务收入, 在打标设备复苏到 07 年的最高水平的情况下, 占公司营业收入的 24%, 公司众多新业务逐步成长,

提高自身竞争力的情况下对单一产品的依赖逐渐减小。

产品结构升级，多业务线均有亮点体现

激光打标机强势复苏，紫外及绿激光设备等高端产品比例增加

激光打标机是公司传统的优势产品，按估计今年公司可以出货 6000 多台打标设备，由于市场需求旺盛，公司今年实施延保收费、损失部分中小客户的情况下，仍然恢复到 07 年的历史最高水平，业务转型导致的客户结构升级为未来发展奠定良性基础。

打标机应用范围众多，激光打标相对于化学腐蚀、喷墨打印、机械冲压等传统标记方式具备对产品损伤少、全自动操作、标记图案稳定、耗材少永久保持、无毒环保等优势。目前在服装皮革、电子元件等领域应用较多，未来在食品、医药等领域有望进一步提高渗透率。

表 1: 打标机的分类及应用范围

激光器	激光器使用材料		
	中文名称	英文名称	应用领域
固体激光器系列 (YAG/YVO4)	普通金属及合金、稀有金属及合金、金属氧化物		铁、铜、铝、镁、锌、金、银、钛等金属、合金及金属氧化物
	特殊表面处理		磷化、铝阳极化、电镀表面
	水晶		水晶内雕
	ABS 料	ABS	电器用品外壳、日用品
	油墨		透光按键、印刷制品
	环氧树脂	EP	电子元件的封装、绝缘层
CO2 系列	聚氯乙烯	PVC	管材、电线绝缘层、密封件
	ABS 料	ABS	电器用品外壳、日用品
	亚克力	PMMA	透明材料、仪器表壳
	防弹胶	PC	高抗冲要求的透明制品
	不饱和聚酯	AK	涂料、装饰品、板材、纽扣
	聚氨酯	PU	鞋底、人造皮革、油漆
	环氧树脂	EP	电子元件的封装、绝缘层
	玻璃		玻璃表面

资料来源：公司资料

另外，公司传统上都以红外激光设备为主，售价约 9~30 万不等；现在公司通过自主研发技术进步，绿激光设备和紫外激光设备的比例在增加，采用绿激光设备的价格可以达到约 30~60 万，更高端的紫外激光设备售价可以达到 80~120 万，因为紫外激光设备还有许多是客户定制化的要求制造，所以实际单价可以达到更高。

此外，绿激光设备和紫外激光设备等高端产品属于进口替代过程，市场空间较大，而且随产品质量提升利润可以保持较高水平。

红外激光器是目前应用最广泛的激光源，其中，固体红外激光器（灯泵 YAG、半导体侧泵 YAG、半导体端泵 YAG、光纤激光）波长以 1.06 μm 为主，而 CO₂

激光器波长是 10.64 μm 。CO₂ 激光器的功率和电管转换效率都较高，是目前功率最大的激光器。

但是红外激光由于波长相对较长、会产生热量、而且部分物质不能吸收等缺点，在处理一些光学设备、半导体制造等高精度产品时存在问题，需要用到绿激光和紫外激光器的设备。绿激光和紫外激光设备成本在略高于红外激光设备的情况下，售价可以提高 3~6 倍，技术门槛较高，可以显著提供产品的盈利能力。

绿激光器波长为 532nm，绿光输出直径更小、能量更集中、光素质良好，可以较多用于手机屏、LCD 屏、光学器件、汽车玻璃等，属于性价比较高的产品，公司的绿激光设备属于国际一流水准，已经广泛出货给领先的显示器件及消费电子产品厂商。

紫外激光领域，公司是目前国内唯一具备紫外激光设备国际专利技术及生产能力的企业，可以应用于超精细加工的高端市场，如柔性 PCB 板的加工、硅晶圆片的加工等。紫外激光波长在 0.4 μm 以下，应用材料广，属于冷加工、热影响小，聚焦光标小、可实现超精细加工。公司的紫外激光设备已经出货给 APPLE 等领先厂商，设备质量具备国际领先水准。

激光切割业务市场空间大，大功率激光器自主研发毛利大幅提升

中小功率激光切割设备约占全球激光加工设备的 10% 左右，全球市场规模约为 9 亿美元；在中国，中小功率激光切割设备的应用范围仅次于激光信息标记设备，市场规模约有 6 亿人民币。

中小功率激光切割设备目前主要用于服装家纺、包装印刷、家俱装饰等行业，件激光器主要采用 CO₂ 气体管激光器，少量使用固体管激光器。

与传统刀具机床设备相比，激光设备采用无接触的热加工方式，具有能量聚集、个性化加工、切口光滑无变形、柔性材料自动收口等优势，另外激光加工无须使用模具，节省材料，小功率切割设备可以广泛运用于非金属及金属精密加工。

中小功率激光切割设备作为对传统刀具的替代设备，前景非常广阔，公司的控股子公司大族粤铭是国内最大的中小功率激光切割设备厂商。目前激光切割设备仍处于行业发展初期，在服装、包装、家具等行业，激光加工设备的渗透率还不到 3%，未来存在巨大的成长空间。

相对于中小功率切割设备而言，大功率激光切割设备技术难度更高，市场空间更为广阔。目前，领先的国家如美国、日本等大功率激光切割设备保有量都有上万台，而中国目前仅有 2000 多台。由于大功率激光切割设备主要用于板材加工，在家电、汽车、机械等金属板材加工领域可以较大的提高加工质量和加工效率，在我国向高端设备制造业转型的过程中意义重大。

公司成功研发和生产了 CO₂ 大功率数控激光切割机，用于金属板材和管材的切割，公司的 CS 系列激光器采用是国内唯一能同时采用当今国际先进的独立高压开关电源激励技术与轴向快速流动技术的工业大功率激光器，技术达到国际先进水平。

公司目前自己的激光器已经超过 50%，另外客户还可以选购进口的 ROFIN DC 激光器和 PRC STS 激光器。公司目前 3kw 和 4kw 的激光器都已经自主研发，而进口的激光器输出功率可以实现 1-8kw。自产激光器比进口激光器的设备销售毛利率约高 10%，随着公司自产激光器占比提升，激光切割业务的毛利率将大幅提高。

表 2: 国外领先的大功率激光切割设备供应商及主要技术

国外领先厂商	主要技术
德国通快 (TRUMPF)	横向龙门移动光路、等离子云检测, 2.5D 和 3D 激光切割机, 可带双激光器的切割系统, 光纤激光切割机
瑞士百超 (BYSTRONIC)	高速纵向龙门移动式光路
意大利普瑞玛 (PRIMA)	三维立体切割, 自动聚焦, 恒光路技术
日本田中 (TANAKA)	机载激光器龙门移动大幅度厚度板材激光切割机

资料来源: 国信证券经济研究所

另外, 公司目前还在持续进行高速高精激光切割、大幅面激光切割、三维激光切割、特种材料激光切割等方面的研发, 随着技术进步产品质量提升, 未来还有巨大的成长空间。

此外, 公司在大功率切割市场属于后来者, 但是目前在市场份额超越主要竞争对手团结普瑞玛、华工科技等之后, 客户结构也在提升, 实现了更多大客户的销售, 公司的技术优势和良好的售后服务体系也将使其未来能够获得更多的优质客户。

预计公司今年大功率切割设备有望实现近 3 亿元销售收入, 未来几年, 大功率激光切割设备都将会是公司业务成长的亮点。

大功率激光焊接实现突破, 进口替代前景看好

激光焊接具有速度快、变形小、强度高优点, 千瓦级激光器的应用最成熟的就是在汽车行业, 成熟的汽车厂商都有激光焊接设备的定制化需求。

随着我国汽车行业的兴起, 以及后续发展航空领域的飞机制造, 国内自主开发的大功率焊接设备有极大的市场空间。

大功率焊接设备目前基本都以进口设备为主, 单台造价 1000 万元以上, 门槛非常高。

公司的大功率焊接设备实现突破, 预计全年有望出货约 10 台左右, 大功率焊接设备实现量的突破对公司意义重大, 未来有广阔的成长空间。

PCB 设备受益于产业转移持续增长, 激光打孔潜在市场大

电子信息产品的需求决定了印刷电路板 (PCB) 行业的发展, 一方面消费电子产品和计算机产品更新速度加快加速了对 PCB 行业的需求, 另一方面全球 PCB 行业都在想大陆转移, 国内的 PCB 行业处在持续增长的过程中。

表 3: 中国印刷电路板 (PCB) 制造业中, 钻孔和切割类重要生产设备供应商

工艺段	代表设备	主要供应商
钻孔	激光钻孔机	三菱、日立、住友、大族激光、美凯
钻孔	机械钻孔机	玛尼亚、大族激光、东台精机、科杰、 泷泽科、大量数控
切割	激光切割机	大族激光、大赢数控

资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所

PCB 的制造工艺大体有制板, 装配, 钻孔, 切割, 印刷和检测, 制造设备目前仍以进口为主, 国内的设备主要集中于制板环节中的蚀刻机、压膜机和曝光机、印刷环节的网印机、检测环节的电检测试机。

公司是国内最大的 PCB 设备生产厂商，公司的 PCB 设备在 2009 年印制电路板行业景气低迷情况下，仍然取得突破。2009 年公司 PCB 设备共实现销售收入 26,085.75 万元，其中激光 PCB 钻孔机实现销售收入 4,474.05 万元。

公司的机械钻孔业务份额列全球第三，机械钻孔的广泛客户基础为以后拓展激光钻孔业务实现基础。

激光 PCB 钻孔机作为 PCB 主流设备，具有技术含量高、附加值高等特点，未来市场前景广阔，公司的 PCB 钻孔设备从 2008 年开始获得苹果的采购订单，在 PCB 钻孔设备上已经达到国际先进水平。

激光钻孔分为 CO₂ 激光器和紫外激光器 (UV-YAG) 两种，其中 CO₂ 主要用于 50-150 μm 直径，50 μm 以下的直径主要用紫外激光钻孔设备，在直径 150 μm 以下的钻孔领域激光钻孔未来将大规模替代机械钻孔。

激光钻孔设备行业集中度较高，日立和三菱就占据了约全球 80% 的市场份额，而紫外激光领域主要是美国 ESI 公司。公司的激光 PCB 钻孔业务增速明显，在国内仍处于日立和三菱的替代阶段，市场前景良好。

此外，公司的 PCB 检测设备今年业绩良好，主要由控股子公司深圳麦逊电子经营，2010 年上半年实现净利润 671 万，预计全年有望实现 1 亿元以上收入，2000 万以上的净利润。

LED 业务整合初步结束，设备、封装及应用产业链体现协同效应

2007 年，公司控股大族光电设备公司，进入 LED 设备领域；2009 年，公司先后控股国冶星光电子和陆升光电 2 家 LED 封装公司，进入 LED 封装领域；2010 年 1 月又对联营企业大族元亨收购股权并增资成为控股子公司，进入 LED 应用领域。

公司的 LED 产业已经初步实现封装测试设备、封装业务以及系统组件设计和生产领域，从 2009 年起，随着 LED 行业的高成长性，公司的 LED 产业成长迅速，到 2010 年中期已经占公司销售收入的 12.8%。

大族光电的 LED 设备主要有分光机、装带机、固晶机，2010 年中期实现净利润 273 万元；大族元亨主要进行 LED 显示屏应用，2010 年上半年约有 3000 多万的销售收入，毛利率约为 25%，实现净利润 222 万元。

国冶星和陆升光电是国内 LED 封装领域 2 家处于领先地位的企业，公司收购之后由于内部整合，上半年经营情况不太理想，2010 年中期陆升光电实现净利润 135 万、国冶星亏损 108 万元，随着目前内部整合逐步完成，2 家 LED 封装公司的业务逐步步入正轨，明年有望实现较好的业绩。

公司的 LED 焊线机逐步放量将进一步拓展 LED 设备的业务收入，未来几年成长性良好。

光伏设备、直线电机等储备项目技术领先，提供可持续发展的基础

公司在成功开发、生产多晶硅片的激光划片机、切割机，薄膜电池的激光刻划机、激光扫边机等太阳能专用设备基础上，逐步发力太阳能光伏产业。

激光设备在太阳能电池表面处理、薄膜切割等多类应用中，都具有明显优势，基于激光技术的工具正越来越受到太阳能电池厂商的青睐。

公司于2010年成立大族光伏科技公司，从事太阳能专用设备的研发及生产，公司的光伏团队来自原中电集团，几乎是国内最强的太阳能光伏设备运营团队，公司的产品包括扩散炉、电池模组后段设备等都是国内领先，光伏设备未来潜力巨大，预计明年光伏设备的收入有望上亿，成为公司主要业务领域之一。

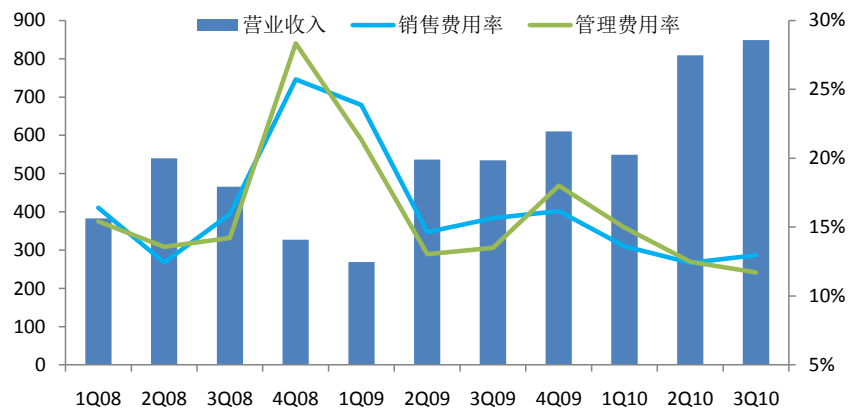
公司的直线电机传统上都应用于内部的大功率激光加工设备，现在开始逐渐对外的销售，2010年上半年控股子公司大族电机科技实现营业收入约1700万元，净利润约1059万元，其中有600-700万元资产转让的营业外收入，公司的直线电机业务处于国内领先，直线电机潜油泵已经实现油田下井测试，未来在国内也有较广阔的市场空间。

管理及组织变革，做大之后继续做强

转变考核机制，提高盈利能力并降低费用率

公司在近两年不断提升内部管理，逐步改革绩效考核方法，更加强调以利润为中心的考核，在研发、生产、营销等各个环节都加入考核机制；另外，公司主动压缩一些不必要的开支，有效降低费用率。

图5：公司季度营业收入及期间费用率（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

2010年1-3季度，公司的管理费用率和销售费用率合计为25.73%，较2009年同比下降6.06%，较2008年下降3.27%，费用率降低明显。

公司后续还将进一步完善内部考核体系，将生产、营销等业务体系的内部协同关系进一步理顺，提高内部管理效率。

延保收费符合长期发展趋势

由于公司在市场上销售的设备数量逐渐增加，终身免费维修为公司带来了巨大的费用压力，公司于今年开始实行延保服务收费，这一模式也符合设备制造企业的长期发展趋势。

由于公司在国内有10个子公司、110多个服务网点，公司的售后服务体系远超过一些中小厂商和外资厂商，公司高效的服务体系以及专业的激光设备维护技能使收费成为可能。

公司在实施延保收费之初,流失了部分中小客户,短期对公司有一定负面影响,但是今年的实际业绩证明影响有限,长远来看为公司的良心发展奠定了基础。

另外,以前对售后服务团队没有考核要求,仅对销售人员有业绩的要求,导致售后服务低价为客户更换设备等现象较为严重,随着售后服务团队和销售团队的分

由设备提供商向方案提供商转变,提供增值服务

公司传统上以提供设备为主,随着公司设备种类不断完善以及行业化经验的积累,公司逐渐可以为客户提供行业化的设备整体解决方案。

在激光加工、PCB加工、LED封装、光伏太阳能等领域,公司都能够提供多个加工环节的不同设备,设备销售之间会体现协同效应,而公司在这些行业的知识积累也为以后向方案提供商转变成为可能。

海外重新布局谋求进一步拓展国际市场

为了逐步拓展海外市场,今年8月份公司董事会授权管理层1,000万美元的审批权限,全权办理设立欧洲运营公司相关事宜,未来计划在瑞士设立欧洲运营公司,自主开展公司产品海外市场拓展业务。

公司之前投资于PA、PRIMA及IPG的投资由于文化差异、海外企业技术保护、跨国收购的政策性障碍等原因未实现投资初衷,在高科技领域通过收购国外企业进行国际市场的拓展目前看来难度较高,在公司规模不断扩大、技术不断进步的同时,通过自主设立海外分支机构目前看来更为现实。

公司目前持有海外3个公司的可供出售金融资产如果全部转让,预计将实现约5565万元的投资收益。

表 4: 海外投资股权情况

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司 股权比例	截至 8 月 23 日账面值	如未转让则截至 11月4日账面值	已计提资产减 值损失	会计核算 科目
PPA.F	PPA.F	6,996,875.95	9.09%	3,731,562.43	3,662,459.42	-5,133,821.60	可供出售 金融资产
PRI.MI	PRI.MI	161,492,526.80	12.89%	70,907,320.40	70,907,320.40	-75,022,711.42	可供出售 金融资产
IPGP	IPGP	39,702,309.58	1.42%	95,025,049.6	109,111,732.43	0	可供出售 金融资产

资料来源:公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所

盈利预测：公司业绩再次进入上升通道

基本假设

随着行业持续景气、公司的技术进步以及公司完善的售后服务体系，预计未来 2 年激光标记设备的收入保持 25% 的增长，毛利率维持在 54.5% 的水平。

小功率切割设备销售收入预计公司未来两年保持 25% 的增长，大功率切割设备放量成长，预计 2010-2012 年的销售量约为 120 台、180 台、280；激光切割设备 2010-2012 年总体销售收入增长为 49.43%、40.71% 和 45.40%，随着大功率切割设备占比增加以及自产激光器带来的盈利能力提升，假设激光切割设备 2010-2012 年的毛利率为 31.5%、37% 和 37%。

PCB 业务中，传统的机械及数控设备随 PCB 行业的发展预计保持 25% 的增长，激光钻孔在实现业务突破之后预计未来前景较好，预计未来 2 年保持 40% 的增长；另外，公司的 PCB 检测业务增长良好，预计 PCB 业务整体 2010-2012 年收入增长为 48.63%、28.90% 和 29.31%，毛利率为 25.26%、27.00% 和 27.00%。

激光焊接设备随着小功率的稳定增长和大功率设备的突破放量，预计 2010-2012 年增长为 102.76%、55.30% 及 29.88%，毛利率为 60.12%、60.00% 和 60.00%。

光伏设备需要旺盛，预计明年营收收入有望上亿。

其他非经常性损益中，影响较大的为公司持有三个欧洲上市公司的可供出售金融资产的转让所得，如果公司全部出让，则合计投资收益约 5500 万元，出于谨慎性考虑，我们的模型中没有计算这一部分投资收益。

表 5: 主营业务预测 (百万)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1、信息标记设备					
收入	494.13	408.22	<u>635.00</u>	<u>793.75</u>	<u>992.19</u>
毛利率	49.59%	44.52%	<u>54.64%</u>	<u>54.50%</u>	<u>54.50%</u>
2、激光切割设备					
收入	231.19	320.55	<u>479.00</u>	<u>674.00</u>	<u>980.00</u>
毛利率	20.44%	23.99%	<u>32.00%</u>	<u>37.00%</u>	<u>37.00%</u>
3、数控设备					
收入	232.30	260.86	<u>387.71</u>	<u>499.75</u>	<u>646.23</u>
毛利率	38.27%	20.51%	<u>25.26%</u>	<u>27.50%</u>	<u>27.50%</u>
4、LED 设备及产品					
收入	0.00	76.15	<u>348.40</u>	<u>487.76</u>	<u>634.09</u>
毛利率	0.00%	9.73%	<u>18.87%</u>	<u>19.00%</u>	<u>20.00%</u>
5、印刷设备					
收入	332.76	345.86	<u>380.00</u>	<u>437.00</u>	<u>502.55</u>
毛利率	36.03%	38.22%	<u>34.82%</u>	<u>32.00%</u>	<u>30.00%</u>
6、激光焊接机					
收入	225.31	162.76	<u>330.00</u>	<u>512.50</u>	<u>665.63</u>
毛利率	55.08%	51.12%	<u>60.12%</u>	<u>60.00%</u>	<u>60.00%</u>
7、其他产品					
收入	117.86	124.53	<u>125.00</u>	<u>195.00</u>	<u>225.00</u>
毛利率	51.12%	52.02%	<u>39.10%</u>	<u>28.00%</u>	<u>30.00%</u>
8、谐波激光设备					
收入	12.72	17.12	<u>20.00</u>	<u>24.00</u>	<u>28.80</u>
毛利率	68.11%	61.57%	<u>62.21%</u>	<u>62.00%</u>	<u>62.00%</u>
公司经营情况总表					
主营业务总收入	1,646.27	1,716.04	2,705.11	3,623.76	4,674.49
—收入增长率%	21.98%	4.24%	57.64%	33.96%	29.00%
主营业务利润	694.10	610.26	1,055.95	1,428.90	1,843.37
主营业务总成本	952.16	1105.78	1649.16	2194.86	2831.11
营业成本/营业收入	23.01%	16.13%	49.14%	33.09%	28.99%
主营业务毛利率	57.8%	64.4%	61.0%	60.6%	60.6%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

主要风险

- 1、公司所处行业具有一定周期性，如果发生较大程度的行业景气度下降，则对公司成熟产品的销量影响较大。
- 2、人民币升值或海外需求持续疲弱，将影响下游客户产品出口，从而间接影响公司产品销售

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	832	835	835	835	营业收入	1950	3074	4119	5313
应收款项	745	1173	1572	2028	营业成本	1218	1874	2495	3218
存货净额	819	1282	1696	2203	营业税金及附加	8	13	17	22
其他流动资产	66	123	165	213	销售费用	325	384	474	558
流动资产合计	2461	3413	4268	5278	管理费用	309	379	463	542
固定资产	1049	1278	1389	1317	财务费用	21	73	82	107
无形资产及其他	205	195	185	175	投资收益	11	69	20	10
其他长期资产	275	275	275	275	资产减值及公允价值变	(103)	(40)	(25)	(25)
长期股权投资	437	367	372	377	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4428	5528	6490	7422	营业利润	(24)	380	583	852
短期借款及交易性金融	1460	1922	2170	2184	营业外净收支	65	140	85	60
应付款项	406	616	816	1059	利润总额	42	520	668	912
其他流动负债	248	357	463	585	所得税费用	9	78	100	137
流动负债合计	2114	2895	3449	3828	少数股东损益	30	75	97	140
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	3	367	471	636
其他长期负债	35	45	55	65					
长期负债合计	65	75	85	95					
负债合计	2179	2970	3534	3923					
少数股东权益	259	311	379	476					
股东权益	1990	2247	2577	3022					
负债和股东权益总计	4428	5528	6490	7422					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010	2011	2012
净利润	3	367	471	636
资产减值准备	95	143	34	1
折旧摊销	75	98	140	157
公允价值变动损失	103	40	25	25
财务费用	21	73	82	107
营运资本变动	92	(477)	(506)	(634)
其它	(1194)	(91)	34	97
经营活动现金流	(825)	81	198	282
资本开支	(545)	(500)	(300)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(906)	(430)	(305)	(105)
权益性融资	63	0	0	0
负债净变化	30	0	0	0
支付股利、利息	(114)	(110)	(141)	(191)
其它融资现金流	1992	462	248	14
融资活动现金流	1887	352	107	(177)
现金净变动	156	3	(0)	0
货币资金的期初余额	677	832	835	835
货币资金的期末余额	832	835	835	835
企业自由现金流	(307)	(518)	(96)	252
权益自由现金流	1715	(105)	90	198

关键财务与估值指标				
	2009	2010	2011	2012E
每股收益	0.00	0.53	0.68	0.91
每股红利	0.16	0.16	0.20	0.27
每股净资产	2.86	3.23	3.70	4.34
ROIC	3%	10%	13%	17%
ROE	0%	16%	18%	21%
毛利率	38%	39%	39%	39%
EBIT Margin	5%	14%	16%	18%
EBITDA Margin	8%	17%	20%	21%
收入增长	14%	58%	34%	29%
净利润增长率	-98%	1203%	28%	35%
资产负债率	55%	59%	60%	59%
息率	1.1%	1.0%	1.3%	1.8%
P/E	3547.	29.2	22.8	16.9
P/B	5.4	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	78.3	26.2	17.6	13.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755-82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755-82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲珍	0755-82130646
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755-82150533		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戩 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		严小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn