

深度跟踪

信息技术

大族激光 (002008)
推荐

电子设备

维持

2010年12月15日

左三个、右三个战略清晰，光伏设备即将爆发

分析师： 段迎晟 duanyingsheng@guosen.com.cn 0755-82130761 SAC 执业证书编号：S0980210030013
 联系人： 高耀华 gaoyhua@guosen.com.cn 0755-82130771

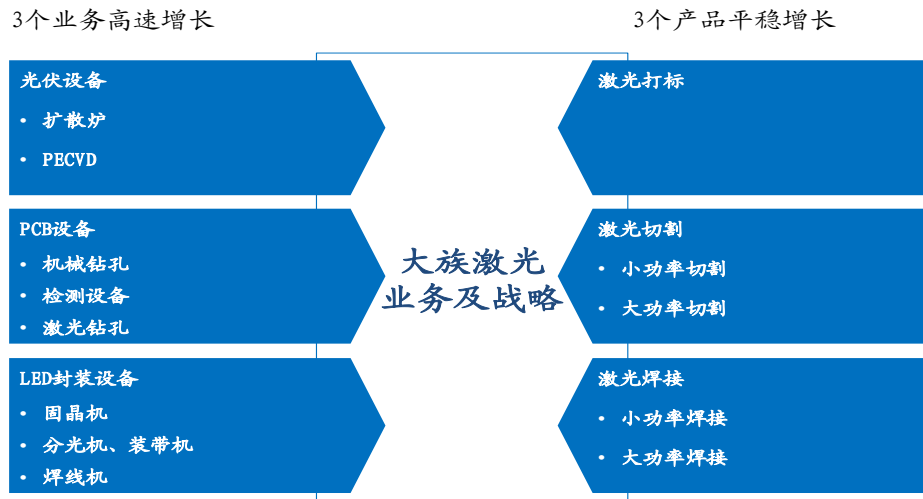
投资要点：

- 公司战略主要是做新兴产业的设备，集中概括为左三个、右三个：3个行业+3个产品——3个行业指3个高速增长的新兴产业专用设备领域，即光伏行业设备、LED封装行业设备和PCB行业设备，3个产品指3个通用激光加工设备，即激光打标记、激光切割机和激光焊接机。
- 公司的业务和产品中，专用设备和大功率通用激光加工设备保持高速增长，小功率通用激光加工设备保持稳定增长。
- 光伏设备明年将实现爆发，集中提升公司业绩。
- 我们将公司2010-2012年的EPS预测提高到0.53元、0.75元和0.94元，扣除非经常性损益后的摊薄EPS分别为0.40元、0.68元和0.94元，3个月目标价提高到25元，维持“推荐”评级。

评论：

- **左三个（三个行业）+右三个（三个产品）战略清晰，新兴产业专用设备增长迅速，激光加工通用设备平稳增长**
 - 公司的激光加工设备属于新兴行业，下面的子公司多，产品应用范围广，涉及60多个行业，有些子公司是为了进入某个行业专门设立的，一般人不容易看懂。经过过去几年的陆续收购、业务扩展和剥离，公司的主要战略已经清晰，公司主营业务是新兴产业的设备，我们通过梳理，集中概括为左三个、右三个：3个行业+3个产品——主要是3个新兴产业的专用设备和3个激光通用加工产品，即光伏行业设备、LED封装行业设备和PCB行业设备，3个产品指3个通用激光加工设备，即激光打标记、激光切割机和激光焊接机。其中3个专用设备领域高速增长，3个激光通用加工产品平稳增长。

图 1: 公司近 3 年收入结构



资料来源: 国信证券经济研究所

在激光通用加工设备领域, 激光打标是公司收入最大的单一产品, 药品防伪将要启动, 未来如果食品领域强制推广激光防伪将是公司潜在的市场机会; 而大功率激光切割也开始了高速增长, 在钣金加工领域有巨大的市场空间, 而且公司的大功率激光器自主生产也大幅提高产品毛利率 10%以上; 大功率焊接是市场潜力最大的产品, 在汽车、航空、造船领域都有巨大的市场, 公司目前在大功率焊接设备还没有形成较大的规模, 仍在技术培育期, 今年已经出货十几台设备, 成长态势良好。

公司受金融危机中的影响很大, 正说明了公司作为全球第三大的激光设备公司, 国际化的程度比较高, 而公司在新产业的投入, 正逐渐产生成效, 正处在高速成长的阶段。从长期看, 公司可以看成波动性成长的公司。

■ 光伏业务即将爆发

公司涉足光伏设备主要为扩散炉和管式 PECVD, 公司的主要技术团队都来自于中电集团 48 所, 主要团队人员的技术积累都有 10 年以上。大族光伏今年注册, 光伏设备业务实现超常规发展, 3 季度就实现了出货, 主要客户包括无锡尚德等国内一线太阳能电池厂商, 公司产品质量和价格都处于国内最高的水平。由于今年起国内光伏产业大规模投资, 公司在明年产能扩张的情况下, 光伏业务面临爆发。

表 1: 公司光伏设备业务收入及盈利预测

	2011E	2012E
单价 (万元)	850	750
产能 (条线)	80	120
销量	50	100
收入 (百万元)	425	750
毛利率	50%	45%

资料来源: 国信证券经济研究所

我们预测光伏业务收入时, 基于谨慎考虑, 做了如下关键假设:

1. 产品只考虑目前已经出货的扩散炉和 PECVD 设备，暂不考虑后续可能投产的连续性扩散、多晶硅铸锭和分选设备等新的设备；
2. 产能和销量方面，我们估计公司明年扩产到每个月 10 条生产线，我们考虑到公司扩产进度和市场可能的变化，且不考虑后年的继续扩产，假设 2011 和 2012 年分别出货量相当于 50 条产线和 80 条产线；
3. 价格方面，平均每条生产线需要 1 台扩散炉和 1.5 台 PECVD，我们假设明年的每条线这 2 种设备需求单价会降低到 850 万元，2012 年价格继续下跌到 750 万元；
4. 平均产品毛利率 2011 年和 2012 年分别为 50% 和 45%。

由于从 2010 年起国内太阳能电池生产线国内大幅增加，预计未来几年内仍将保持较高的投资；在生产线投资大幅增加的情况下，技术门槛相对较高的设备厂商将更加受益。

国内的光伏设备优势主要集中在扩散炉、等离子刻蚀机、清洗/制绒机、石英管清洗机和低温烘干炉，在管式 PECVD 和快速烧结炉领域有一定竞争力，而湿网印刷机、自动分拣机、平板式 PECVD 则还完全依赖进口。

国内的光伏设备上市公司主要有精工科技、七星电子、天龙光电和大族激光，其中精工科技主要生产多晶硅铸锭炉，天龙光电传统上以单晶炉为主，目前开始涉入铸锭炉，而七星电子最早以清洗/制绒设备为主，从今年起扩散炉和管式 PECVD 也开始起量。

表 2：国内同上市公司相关的主要光伏设备及其他厂商

设备种类	主要供应商
扩散炉	中电集团 48 所、七星电子、大族激光、青岛新旭光仪表公司、Crystec 等
清洗设备	深圳捷佳创公司、七星电子等
管式 PECVD	Applied Films、中电集团 48 所、七星电子、大族激光等
单晶炉	西安理工大学附属工厂、北京京运通公司、北京京仪世纪公司、天龙光电等
多晶硅铸锭炉	GT Solar、中电集团 48 所、精工科技、天龙光电等

资料来源：国信证券经济研究所

大族激光从技术门槛相对较高且能力较强的扩散炉和 PECVD 设备入手；而公司的技术团队在多晶硅铸锭炉、连续性扩散和分选设备方面也有较成熟的积累，部分设备产品已经完成设计，预计明年开始还有新的设备投产，光伏设备将成为未来 2 年公司最大的业务亮点。

■ 焊线机投产使 LED 封装设备更加完整并可进入 IC 封装领域，未来 2 年保持高速增长

公司的 LED 封装设备团队主要来自于 ASM 和 ITM 公司，产品性能处于国内领先水平，从市场上来看仅次于 ASM 和微控，国内市场排第三位。

在 LED 封装设备领域，公司现有设备主要是固晶机、分光机和装带机，焊线机已经设计出样机，有望明年量产出货，焊线机作为 LED 封装的主流设备，投产之后将使公司的设备销售产生更多的协同效应，销量有望大幅增长。

另外，焊线机投产之后，封装设备除了可用于 LED 封装之外，还可用于 IC 领域的封装，市场空间更为开阔，单价也将更高，预计明后年公司 LED 封装设备收入为 1.44 亿和 2.57 亿，复合增长率达到 43%。

表 3: 公司 LED 封装设备收入预测

设备	单价假设 (万元)			销量预测 (台)			收入预测 (万元)		
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
固晶机	25	22.5	20	300	350	450	7500	7875	9000
分光机、装带机	50	45	40	100	115	135	5000	5175	5400
焊线机	30	27	25	0	50	450	0	1350	11250
合计							12500	14400	25650

资料来源: 国信证券经济研究所

■ PCB 检测业务增长迅速, 检测设备和激光钻孔享受 PCB 产业升级机会, 机械钻孔仍是重要收入来源

公司的 PCB 业务进展迅速, PCB 行业的前 5 大设备, 钻孔、检测、曝光、成型、压合, 除了不做压合以外 (和现有的技术差别比较大), 公司前 4 大设备都做, 产品线最全 (和日立相像, 但日立不做测试设备)。这些设备可以产生协同效益, 降低销售费用, 形成竞争优势。

尤其是优势明显的检测设备开始逐步享受到国内 PCB 板产业升级带来的机会, 由于国内生产的 PCB 板产品层次提高、下游厂商对 PCB 板的品质要求逐渐提高, PCB 全检设备的市场需求迅速增加, 公司的 PCB 检测设备占市场份额约 40%, 在整体市场扩充的情况下增长迅速; 另外, 公司明年将推出 AOI 光学检测设备, 检测业务收入有望进一步提升。

激光钻孔设备也是公司的优势产品之一, 但由于市场以三菱和日立 2 家厂商寡占, 公司的技术同另外 2 家还存在一定差距, 另一方面国内 PCB 板厂商的 HDI 板进展速度低于预期, 所以公司的激光钻孔比预期进展稍慢, 预计今年收入规模约在 6000 万左右, 但 HDI 板是国内 PCB 厂商的发展趋势, 前景广阔。

相比而言, 公司的机械钻孔设备进展更快, 公司是全球第三大机械钻孔设备厂商, 市场份额占全球约 15% 左右; 由于国内 PCB 板产品以低端产品为主, 从产品面积上已经超过全球 PCB 生产面积的 80%, 但产值仅有 40% 左右; 公司机械钻孔设备相对较高的性价比, 以及国内 PCB 市场结构, 决定了近期机械钻孔设备仍将有较好的市场空间和发展速度。

表 4: 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

工艺段	代表设备	主要供应商
HDI 板钻孔	激光钻孔机	三菱、日立、住友、大族激光、美凯
机械钻孔	机械钻孔机	玛尼亚、大族激光、东台精机、科杰、浣泽科、大量数控
成型	激光切割机	大族激光、大赢数控
检测	检测设备	麦逊电子 (大族激光子公司)、安捷伦、泰瑞达、Mania、德律科技

资料来源: 国信证券经济研究所

预测公司 2010 年~2012 年 PCB 业务收入可以达到 3.88 亿元、5.75 和 7.4 亿元, 增长势头良好。

■ 光伏业务面临爆发, 三大专用设备光伏设备、PCB 设备和 LED 封装设备都将保持高速增长, 三大通用激光加工设备保持稳定增长, 公司成长性良好, 维持“推荐”评级

公司的光伏业务即将爆发, PCB 检测设备成长迅速, LED 封装设备随着焊线机投产也将保持高速增长; 传统的小功率激光加工设备稳定增长, 而大功率激光加工设备也将放量成长, 我们将公司 2010-2012 年的 EPS 预测提高到 0.53 元、0.75 元和 0.94 元, 对应 2010 年~2012 年市盈率为 34、25 和 19 倍。

我们的盈利预测模型中包含了比较确定的 2010 年及 2011 年非经常性损益部分，即 2010 年大族冠华的土地出让利得、大族医疗股权转让投资收益、以及公司已经公告可能在 2011 年转让的海外 3 个公司的股权出让投资收益。

公司 2010-2012 年公司扣除非经常性损益后的摊薄 EPS 分别为 0.40 元、0.68 元和 0.94 元，即 2011-2012 年 2 年内公司的收入复合增长率达到 40%，扣除非经常性损益的净利润复合增长达到 53%，我们将公司 3 个月目标价提高到 25 元，基于公司的技术优势和成长性，维持“推荐”评级。

■ 相关报告

公告点评:《PCB 设备获得重大订单》，2010.11.25

深度报告:《大族激光-002008-储备项目潜力巨大,市场景气业绩良好》，2010.11.08

调研简报:《技术进步及管理精益驱动激光设备龙头再上台阶》，2010.10.29

表 5: 主营业务预测 (百万)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1、光伏设备					
收入				<u>425.00</u>	<u>750.00</u>
毛利率				<u>50.00%</u>	<u>45.00%</u>
2、PCB 设备					
收入	232.30	260.86	<u>387.71</u>	<u>575.30</u>	<u>740.67</u>
毛利率	38.27%	20.51%	<u>25.26%</u>	<u>26.00%</u>	<u>26.50%</u>
3、LED 设备及产品					
收入		76.15	<u>348.40</u>	<u>487.76</u>	<u>634.09</u>
毛利率		9.73%	<u>18.87%</u>	<u>19.00%</u>	<u>19.00%</u>
4、激光打标机					
收入	494.13	408.22	<u>665.69</u>	<u>798.83</u>	<u>958.59</u>
毛利率	49.59%	44.52%	<u>54.50%</u>	<u>54.50%</u>	<u>54.50%</u>
5、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>31.50%</u>	<u>37.00%</u>	<u>37.00%</u>
6、激光焊接设备					
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、印刷设备					
收入	332.76	345.86	<u>380.00</u>	<u>418.00</u>	<u>459.80</u>
毛利率	36.03%	38.22%	<u>34.82%</u>	<u>32.00%</u>	<u>30.00%</u>
8、其他产品					
收入	117.86	124.53	<u>95.00</u>	<u>95.00</u>	<u>95.00</u>
毛利率	51.12%	52.02%	<u>39.10%</u>	<u>37.00%</u>	<u>35.00%</u>
9、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	2,705.80	4,010.39	5,312.58
--收入增长率%	21.98%	4.24%	<u>57.68%</u>	<u>48.21%</u>	<u>32.47%</u>
主营业务利润	694.10	610.26	1,057.66	1,630.78	2,127.71
主营业务总成本	952.16	1105.78	1648.14	2379.60	3184.87
营业成本/营业收入	57.4%	57.8%	64.4%	60.9%	59.3%
主营业务毛利率	42.6%	42.2%	<u>35.6%</u>	<u>39.1%</u>	<u>40.7%</u>

资料来源: 国信证券经济研究所预测

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	3075	4558	6038
应收款项	745	1174	1740	2304	营业成本	1218	1873	2705	3620
存货净额	819	1281	1847	2491	营业税金及附加	8	13	19	25
其他流动资产	66	123	182	242	销售费用	325	384	547	694
流动资产合计	2461	3412	4604	5872	管理费用	309	395	557	705
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	55	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	6826	8016	营业利润	(24)	366	679	872
短期借款及交易性金融	1460	1928	2347	2495	营业外净收支	65	140	60	60
应付款项	406	616	888	1198	利润总额	42	506	739	932
其他流动负债	248	359	516	684	所得税费用	9	76	111	140
流动负债合计	2114	2903	3751	4376	少数股东损益	30	65	107	135
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	3	366	521	658
其他长期负债	35	45	55	65					
长期负债合计	65	75	85	95	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2179	2978	3836	4471	净利润	3	366	521	658
少数股东权益	259	304	378	473	资产减值准备	95	143	34	1
股东权益	1990	2247	2611	3072	折旧摊销	75	98	140	157
负债和股东权益总计	4428	5528	6826	8016	公允价值变动损失	103	40	25	25
					财务费用	21	73	82	107
关键财务与估值指标					营运资本变动	92	(475)	(719)	(780)
每股收益	0.00	0.53	0.75	0.94	其它	(1194)	(98)	41	94
每股红利	0.16	0.16	0.22	0.28	经营活动现金流	(825)	74	42	155
每股净资产	2.86	3.23	3.75	4.41	资本开支	(545)	(500)	(300)	(100)
ROIC	3%	10%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	0%	16%	20%	21%	投资活动现金流	(906)	(430)	(305)	(105)
毛利率	38%	39%	41%	40%	权益性融资	63	0	0	0
EBIT Margin	5%	13%	16%	16%	负债净变化	30	0	0	0
EBITDA Margin	8%	17%	19%	19%	支付股利、利息	(114)	(110)	(156)	(197)
收入增长	14%	58%	48%	32%	其它融资现金流	1992	468	419	148
净利润增长率	-98%	11997	42%	26%	融资活动现金流	1887	358	263	(50)
资产负债率	55%	59%	62%	62%	现金净变动	156	3	0	(0)
息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	677	832	835	835
P/E	4180.	34.6	24.3	19.2	货币资金的期末余额	832	835	835	835
P/B	6.4	5.6	4.8	4.1	企业自由现金流	(307)	(528)	(258)	123
EV/EBITDA	89.9	30.7	18.9	14.9	权益自由现金流	1715	(108)	96	194

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

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。

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。