

投资评级 优于大市 首次覆盖

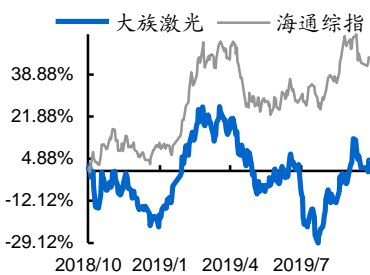
期待激光设备龙头再回高增长轨道

股票数据

10月15日收盘价(元)	37.54
52周股价波动(元)	23.61-46.89
总股本/流通A股(百万股)	1067/993
总市值/流通市值(百万元)	40058/37292

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.1	27.6	15.7
相对涨幅(%)	13.0	21.0	12.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:陈平

Tel:(021)23219646

Email:cp9808@htsec.com

证书:S0850514080004

分析师:谢磊

Tel:(021)23212214

Email:xl10881@htsec.com

证书:S0850518100003

分析师:尹苓

Tel:(021)23154119

Email:yl11569@htsec.com

证书:S0850518100002

投资要点:

- 全球激光加工设备行业领导企业。**大族激光, 1996年创立于中国深圳, 是亚洲最大、世界排名前三的工业激光加工设备生产厂商。2018年度公司实现营业收入110.29亿元, 营业利润18.55亿元, 归属于母公司的净利润17.19亿元。与国内外激光设备公司相比, 公司在技术储备、产品性价比、定制能力、销售服务网络、紧密客户关系、响应速度等方面具有明显优势, 这些优势在公司产品市场占有率不断提升中得到充分印证。公司激光设备及自动化产品型号已达600多种, 是国内激光设备领域中最齐全、细分行业经验最丰富的公司, 并拥有一支涵盖激光光源、自动化系统集成、直线电机、视觉识别、计算机软件和机械控制等多方面复合研发队伍约4500人。
- 收入与利润体量整体成长迅速, ROE水平较高。**公司收入与利润体量整体呈现向上增长的态势, 2014~2018年收入从55.66亿元增加至110.29亿元, CAGR+18.64%, 归母净利润从7.08亿元增加至17.19亿元, CAGR+24.83%。公司2018年ROE(加权)21.33%, 2014~2018年ROE(加权)始终整体在20%左右, 从趋势上看整体呈现改善态势。2014~2018年公司人均创收、人均创利、人均薪酬整体呈改善态势。
- 期待5G带动新一轮科技创新周期, 带动公司重回高增长通道。**公司下游产品需求主要受科技行业创新周期和宏观经济形势影响。2020年预计是创新大年, 伴随5G网络相关技术的普及, 将带动新的硬件更新迭代。作为激光、机器人及自动化技术在智能制造领域的系统解决方案提供商, 公司消费电子、显示面板和PCB等各板块业务有望实现稳定增长。
- 股票期权激励彰显增长信心。**公司2019年8月19日公告《2019年股票期权激励计划(草案)》, 公司计划在2020-2022年的3个会计年度中, 分年度对公司业绩指标和个人绩效指标进行考核, 以达到考核目标作为激励对象当年度的行权条件。按照行权对公司层面业绩指标的要求, 需要2020~2022相对2018年扣非后净利润(14.54亿元)年至少实现5%、15%、30%的增长, 对应2020~2022年扣非后净利润最低目标分别为15.27、16.72、18.90亿元, 彰显公司对未来三年成长的信心。
- 盈利预测。**我们预测公司2019~2021年归母净利润分别为8.46、16.72、23.25亿元, 对应EPS分别为0.79、1.57、2.18元/股。我们给予公司PE(2019E)53~59x, 对应每股合理价值区间41.87~46.61元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**1) 价格竞争激烈可能导致公司毛利率下降; 2) 新产品开发带来研发投入大幅上升; 3) 新业务回款风险; 4) 销售费用大幅上升的风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11560	11029	9799	13134	16989
(+/-)YoY(%)	66.1%	-4.6%	-11.2%	34.0%	29.3%
净利润(百万元)	1665	1719	846	1672	2325
(+/-)YoY(%)	120.8%	3.2%	-50.8%	97.7%	39.1%
全面摊薄EPS(元)	1.56	1.61	0.79	1.57	2.18
毛利率(%)	41.3%	37.5%	34.6%	38.7%	39.6%
净资产收益率(%)	23.8%	20.6%	9.3%	15.5%	17.8%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 全球激光加工设备行业领导企业	5
1.1 大族激光：亚洲最大、世界排名前三的工业激光加工设备生产厂商	5
1.2 下游长期景气向上，公司竞争优势显著	6
1.3 重视研发，专利储备完善	7
2. 收入与利润体量整体成长迅速，ROE 水平较高	7
2.1 收入与净利润快速成长，盈利能力整体持续改善	7
2.2 ROE 在 20%附近，人员规模持续扩张	9
3. 期待 5G 带动新一轮科技创新周期，带动公司重回高增长通道	10
3.1 2019H1 公司受下游景气度、中美贸易摩擦等影响，营运相对较淡	10
3.2 期待 5G 带动新一轮科技创新周期，带动公司重回高增长通道	11
4. 股票期权激励彰显增长信心	12
5. 盈利预测与估值	13
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1	公司主要产品	5
图 2	国内激光设备市场收入体量	6
图 3	大族激光多轴、高精度紫外激光 PVD 微加工系统入围棱镜奖	7
图 4	公司收入、归母净利润整体呈现快速增长势头	8
图 5	公司 2014-2018 年盈利能力	8
图 6	公司 2018 年主要业务收入及增速情况	8
图 7	公司经营性净现金流与归母净利润比较	8
图 8	公司期间费用率波动	9
图 9	公司 2014-2018 资产 (亿元人民币) 结构	9
图 10	公司 ROE (加权) 变动	9
图 11	公司资产负债率与资产周转率变动	9
图 12	公司员工总人数 (个) 变动	9
图 13	公司 2014-2018 人均薪酬、人均创利、创收水平	9
图 14	公司 2014~2018 年股利支付率变动	10
图 15	公司 2019H1 各业务营收及增速情况	11
图 16	公司部分半导体行业产品	11
图 17	公司新能源行业解决方案	12
图 18	Canalys 预计未来 4 年将有 19 亿部 5G 手机出货	12

表目录

表 1	公司股票期权激励计划对公司业绩的考核要求	13
表 2	公司激光及自动化配套设备增长预测.....	14
表 3	公司 PCB 及自动化配套设备增长预测.....	14
表 4	公司整体分业务预测	15
表 5	A 股可比公司 PE (2019E)	15

1. 全球激光加工设备行业领导企业

1.1 大族激光：亚洲最大、世界排名前三的工业激光加工设备生产厂商

大族激光，1996年创立于中国深圳，是亚洲最大、世界排名前三的工业激光加工设备生产厂商。公司于2004年在深圳证券交易所上市，目前全球员工超过1万人，总资产逾70亿元。2018年度公司实现营业收入110.29亿元，营业利润18.55亿元，归属于母公司的净利润17.19亿元。

公司是一家提供激光、机器人及自动化技术以及在智能制造领域的系统解决方案的高端装备制造企业，业务包括研发、生产、销售激光标记、激光切割、激光焊接设备、PCB专用设备、机器人、自动化设备及为上述业务配套的系统解决方案。公司产品主要应用于消费电子、显示面板、动力电池、PCB、机械五金、汽车船舶、航天航空、轨道交通、厨具电气等行业的金属或非金属材料加工。

在制造业产业升级、科技进步和人工短缺的背景下，激光加工设备及机器人、自动化产品获得广泛应用。公司产品分为标准产品和行业定制，标准产品是以公司为中心，行业定制是以顾客为中心。公司销售网络采取直销模式，在国内外已建成的100多个办事处和联络点，紧密联系客户精确定位客户需求，实现产品规模销售。

图1 公司主要产品



激光打标



激光切割



激光焊接



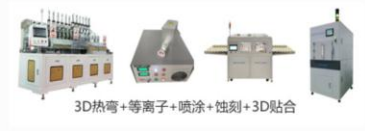
激光熔覆



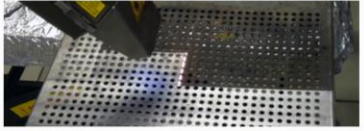
3D打印



机器人



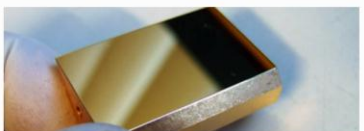
3D热弯+等离子+喷涂+蚀刻+3D贴合



激光清洗



自动化配套



研磨抛光

资料来源：公司官网，海通证券研究所

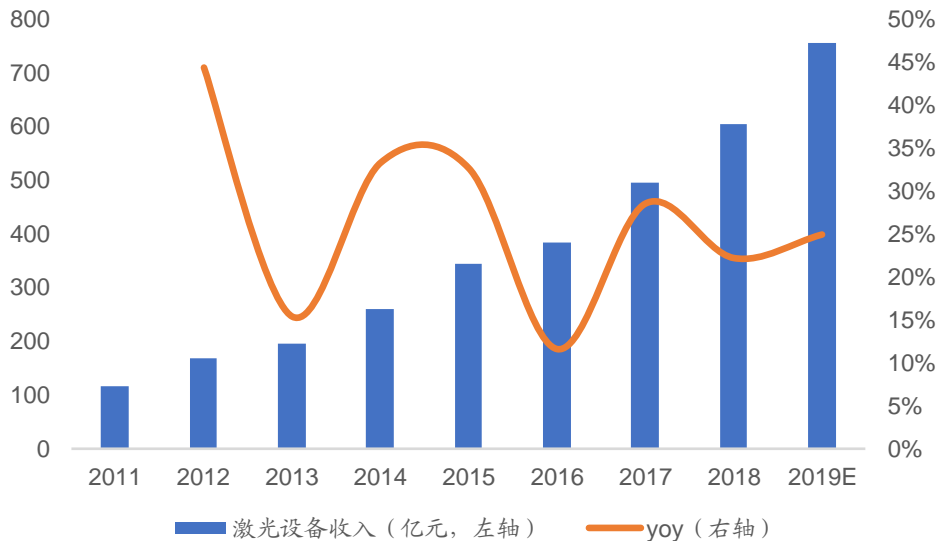
1.2 下游长期景气向上，公司竞争优势显著

近年来我国传统制造业正处于加速转型阶段，国家大力推进高端装备制造业的发展，原有激光加工技术日趋成熟，激光设备材料成本不断降低，新兴激光技术不断推向市场，激光加工的突出优势在各行业逐渐体现，激光加工设备市场需求保持持续增长。世界各国相继出台关于机器人产业发展的国家级政策，机器人产业发展已提升至各国国家战略的层面，全球智能制造迎来了巨大的市场机遇。由于激光加工设备工作过程具有智能化、标准化、连续性等特点，通过配套自动化设备可以提高产品质量、提高生产效率、节约人工等，未来激光+配套自动化设备的系统集成需求成为趋势。

激光加工设备及机器人、自动化设备的应用广泛，下游行业众多，因而公司业务受某个领域周期性波动的影响较小，行业周期性不明显。

根据创鑫激光招股说明书（申报稿）190402 数据，2018 年我国激光设备销售收入达到 605 亿元，同比增长 22.2%，2011-2018 年激光设备市场销售规模年复合增长达到 26.5%。

图2 国内激光设备市场收入体量



资料来源：创鑫激光招股说明书（申报稿）190402，海通证券研究所

在激光加工设备领域，公司主流产品已实现同国际竞争对手同质化竞争，公司确信主流产品将在全球范围内保持市场主导地位，与国内外激光设备公司相比，公司在技术储备、产品性价比、定制能力、销售服务网络、紧密客户关系、响应速度等方面具有明显优势，这些优势在公司产品市场占有率不断提升中得到充分印证。公司成为行业内唯一入选国家工信部智能制造试点示范项目名单的企业。2017 年底大族激光入围有“光电行业奥斯卡”之称的“棱镜奖”，并且是 2017 年度唯一入围该奖项的亚洲公司。

图3 大族激光多轴、高精度紫外激光 PVD 微加工系统入围棱镜奖


资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.3 重视研发，专利储备完善

公司激光设备及自动化产品型号已达 600 多种，是国内激光设备领域中最齐全、细分行业经验最丰富的公司，并拥有一支涵盖激光光源、自动化系统集成、直线电机、视觉识别、计算机软件和机械控制等多方面复合研发队伍约 4500 人。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已获得专利共 3562 项，其中发明专利 928 项、实用新型 2098 项、外观设计 536 项。公司本着“把激光产品做到极致，把行业装备做到专业”的精神，2018 年公司研发投入增加，多项产品研发取得突破。

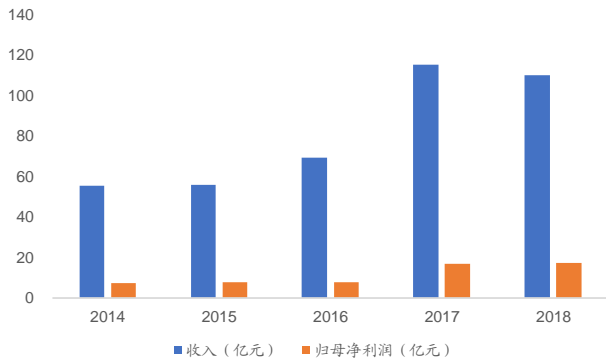
2018 年度公司研发支出总额 99298.68 万元，占公司营业收入的比例为 9.00%，占公司归属于上市公司所有者权益的比例为 11.92%，较上年同期增长 14270.15 万元，增幅 16.78%。

2. 收入与利润体量整体成长迅速，ROE 水平较高

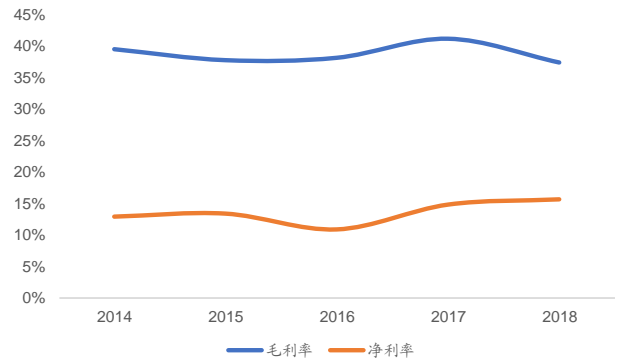
2.1 收入与净利润快速成长，盈利能力整体持续改善

公司收入与利润体量整体呈现向上增长的态势，2014~2018 年收入从 55.66 亿元增加至 110.29 亿元，CAGR+18.64%，归母净利润从 7.08 亿元增加至 17.19 亿元，CAGR+24.83%。

公司 2018 年毛利率 37.48%，归母净利率 15.64%，盈利能力 2014~2018 整体呈现稳定态势。

图4 公司收入、归母净利润整体呈现快速增长势头


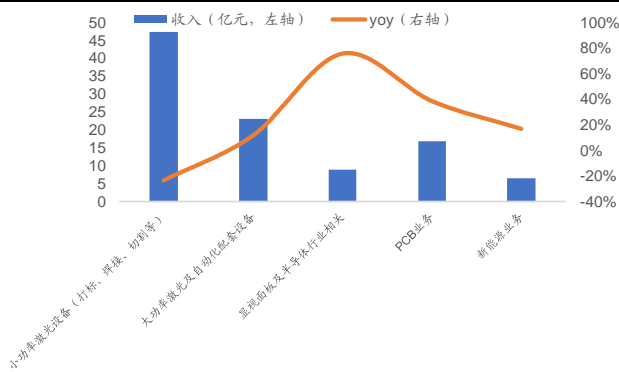
资料来源: wind, 海通证券研究所

图5 公司 2014-2018 年盈利能力


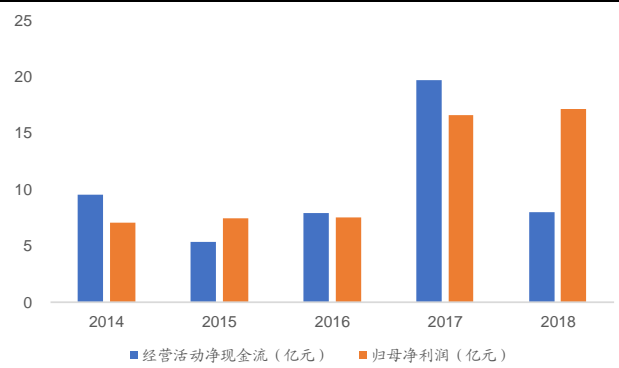
资料来源: wind, 海通证券研究所

根据公司 2018 年年报, 公司 2018 年收入中, 小功率激光打标、精密焊接、精密切割等业务实现营业收入 47.51 亿元, 同比下降 23.22%; 大功率激光及自动化配套设备实现营业收入 23.25 亿元, 同比增长 12.09%; 显示面板及半导体行业实现营业收入 8.99 亿元, 同比增长 76.21%; PCB 业务实现营收 16.82 亿元, 同比增长 39.00%。

从现金流情况来看, 2014~2017 年公司经营活动净现金流整体与归母净利润匹配, 2018 年经营活动净现金流下滑较为明显, 原因为 2018 年公司销售结构有所调整, 部分应收账款回收期延长所致。

图6 公司 2018 年主要业务收入及增速情况


资料来源: wind, 2018 年报, 海通证券研究所

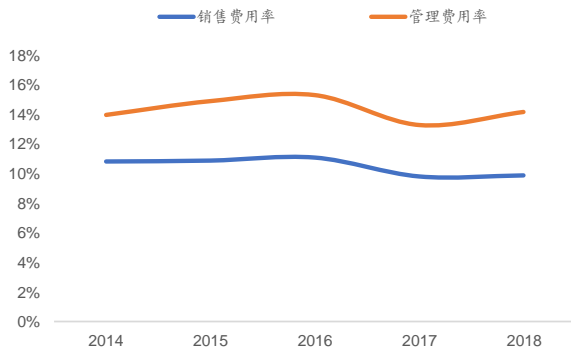
图7 公司经营性净现金流与归母净利润比较


资料来源: wind, 海通证券研究所

从费用率来看, 公司 2018 年管理费用率 14.19% (包含研发费用), 其中研发费用率 9.00%, 体现公司对研发投入的重视。公司 2018 年销售费用率 9.89%, 近三年销售费用率整体呈现下滑态势。

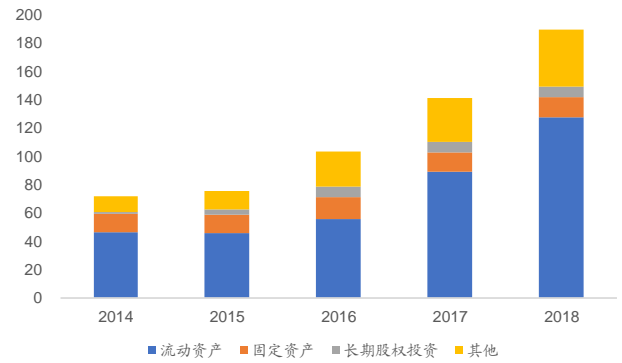
从资产结构来看, 公司 2018 年总资产 189.45 亿元, 其中固定资产 14.42 亿元, 流动资产 127.49 亿元, 固定资产占总资产比重较低。

图8 公司期间费用率波动



资料来源: wind, 海通证券研究所

图9 公司 2014-2018 资产 (亿元人民币) 结构

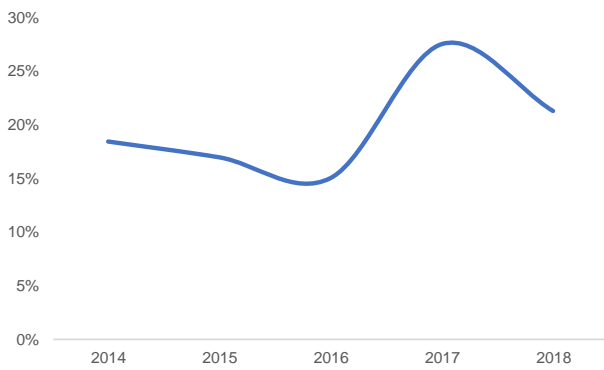


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.2 ROE 在 20%附近, 人员规模持续扩张

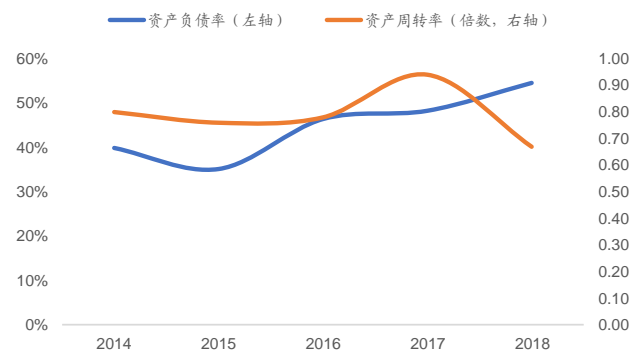
公司 2018 年资产负债率水平为 54.63%, 资产周转率 0.67 倍。公司 2018 年 ROE (加权) 21.33%, 2014~2018 年 ROE (加权) 始终整体在 20%左右, 从趋势上看整体呈现改善态势。

图10 公司 ROE (加权) 变动



资料来源: wind, 海通证券研究所

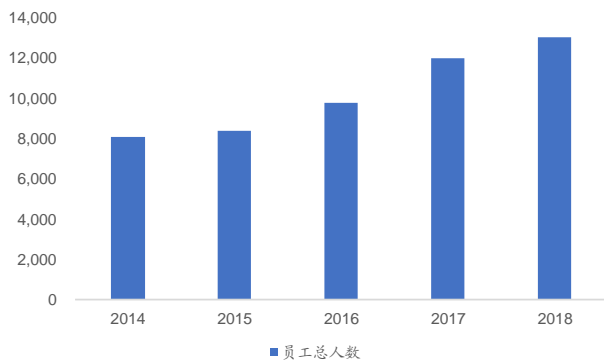
图11 公司资产负债率与资产周转率变动



资料来源: wind, 海通证券研究所

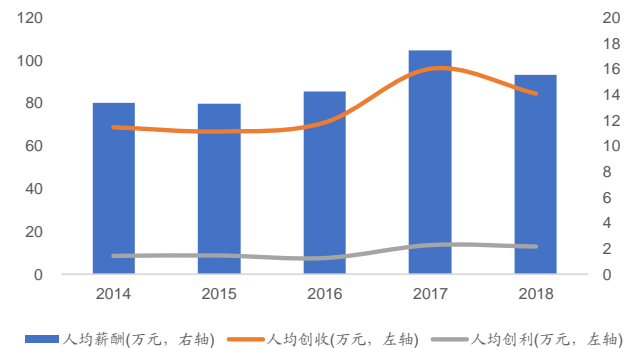
公司 2018 年员工总人数 1.30 万人, 人均创收 84.65 万元, 人均创利 13.19 万元。人均薪酬 15.56 万元。2014~2018 年公司人均创收、人均创利、人均薪酬整体呈提升态势。

图12 公司员工总人数 (个) 变动



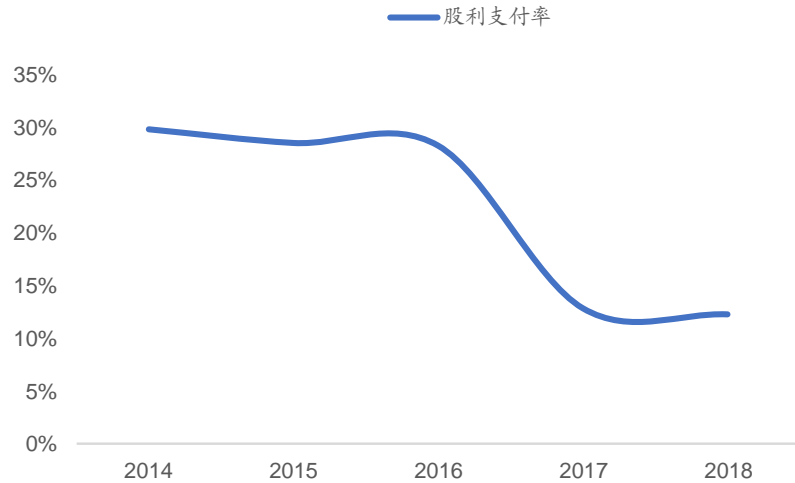
资料来源: wind, 海通证券研究所

图13 公司 2014-2018 人均薪酬、人均创利、创收水平



资料来源: wind, 海通证券研究所

公司 2016~2018 年股份支付率分别为 28.29%、12.82%、12.24%。

图14 公司 2014~2018 年股利支付率变动


资料来源: wind, 海通证券研究所

3. 期待 5G 带动新一轮科技创新周期, 带动公司重回高速增长通道

3.1 2019H1 公司受下游景气度、中美贸易摩擦等影响, 营运相对较淡

参照公司投资者关系记录 0929, 公司 2019H1 营业收入为 47.34 亿元, 归母净利润为 3.79 亿元, 扣非后归母净利润为 3.36 亿元同比分别变动-7.30%、-62.74%、-57.17%, 2019H1 经营活动产生的现金流量净额为 3.21 亿元。

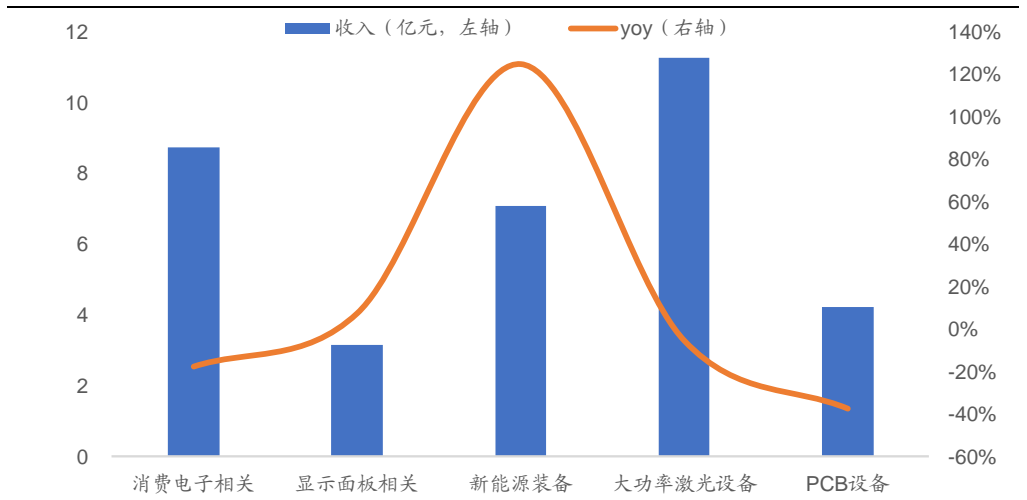
2019H1 公司经营业绩较上年同期大幅下滑, 主要原因为消费电子行业周期性下滑及中美贸易摩擦引起的部分行业客户资本开支趋向谨慎的影响, 公司市场订单较同期有所下降, 同时由于产品结构及市场竞争的影响, 公司综合毛利率较 18H1 同期下滑 5.97 个百分点。

消费电子业务受周期性下滑影响 19H1 实现收入约 8.76 亿元, 同比下降约 17.67%。除消费电子业务的其它小功率激光业务同比增长约 7.80%, 其中, 显视面板行业实现收入约 3.16 亿元, 同比增长约 7.50%, 部分大客户设备交付集中在下半年; 新能源电池装备行业实现收入约 7.10 亿元, 同比增长约 125.23%, 大客户拓展进展顺利, 但由于竞争激烈, 毛利率较低。

大功率激光业务实现收入 11.30 亿元, 同比下降 5.43%, 由于市场竞争加剧, 导致其毛利率较去年同期下降 4.29 个百分点。

PCB 设备 19H1 实现收入 4.22 亿元, 同比下降 37.55%, 部分客户受中美贸易摩擦影响, 要求公司延迟交付, 导致 PCB 业务同比降幅较大。

图15 公司 2019H1 各业务营收及增速情况

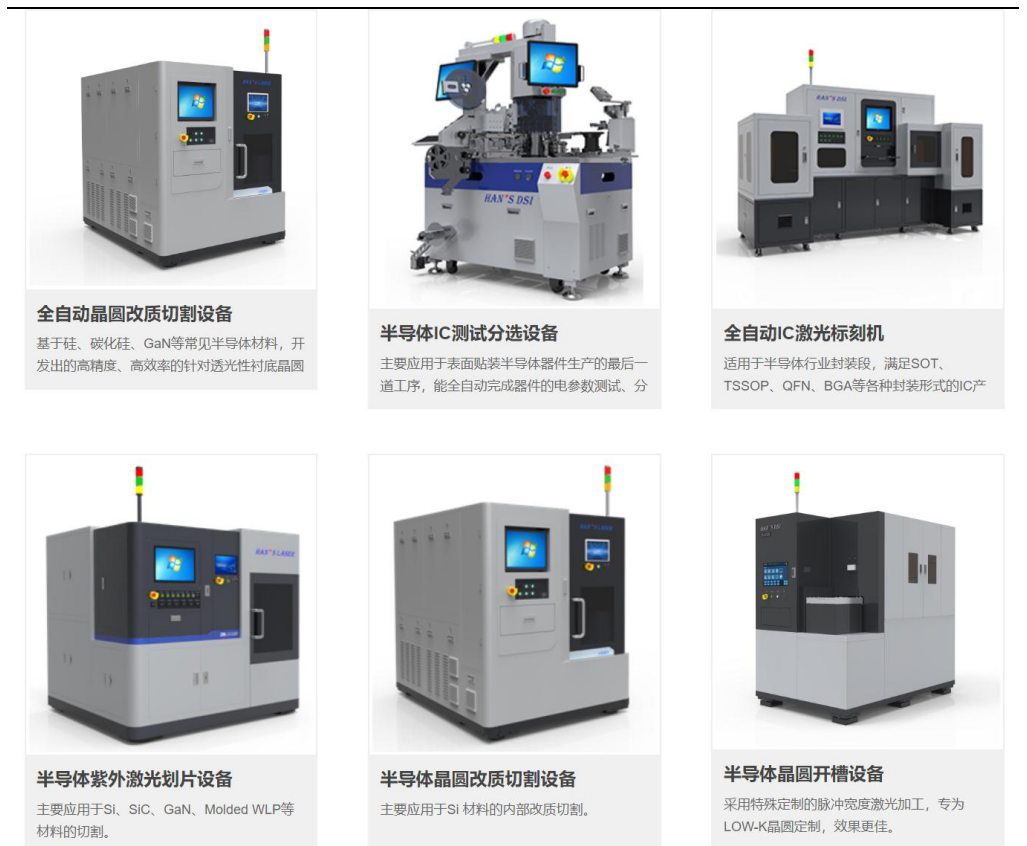


资料来源: wind, 公司 2019 年半年报, 海通证券研究所

3.2 期待 5G 带动新一轮科技创新周期，带动公司重回高增长通道

展望未来，参照公司投资者关系记录 0929，公司坚持“产品极致化，行业细分化”的发展战略，把激光产品做到极致，把行业装备做到专业。一方面已基本完成激光标记、激光焊接、激光切割等工业激光加工领域及相关上下游产业如消费电子、显示面板、动力电池、PCB 等领域相关产品线的战略布局，同时加大光纤激光器、皮秒激光器等核心器件的研发。

图16 公司部分半导体行业产品



资料来源: 大族显示与半导体官网, 海通证券研究所

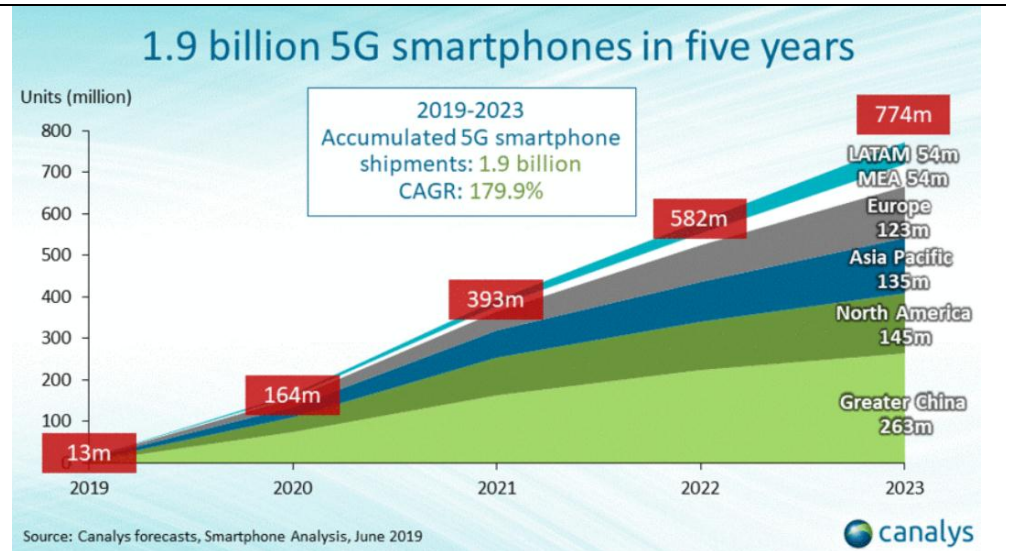
图17 公司新能源行业解决方案



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司下游产品需求主要受科技行业创新周期和宏观经济形势影响。2020年预计是创新大年，伴随5G网络相关技术的普及，将带动新的硬件更新迭代。作为激光、机器人及自动化技术在智能制造领域的系统解决方案提供商，公司消费电子、显示面板和PCB等各板块业务有望实现稳定增长。

图18 Canals 预计未来4年将有19亿部5G手机出货



资料来源：199IT援引自Canals数据，海通证券研究所

4. 股票期权激励彰显增长信心

公司 2019 年 8 月 19 日公告《2019 年股票期权激励计划(草案)》，根据草案，公司为充分调动公司高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，公司拟向激励对象授予不超过 5,000.00 万份股票期权，约占草案公告时公司股本总额 106,706.91 万股的 4.6857%。

公司股票期权的行权价格为每股 30.57 元，即在满足行权条件的情况下，激励对象获授的每一份股票期权拥有在有效期内以每股 30.57 元价格购买 1 股公司股票的权利。

根据草案，公司计划在 2020—2022 年的 3 个会计年度中，分年度对公司业绩指标和个人绩效指标进行考核，以达到考核目标作为激励对象当年度的行权条件。按照行权对公司层面业绩指标的要求，需要 2020~2022 相对 2018 年扣非后净利润(14.54 亿元)年至少实现 5%、15%、30% 的增长，对应 2020~2022 年扣非后净利润最低目标分别为 15.27、16.72、18.90 亿元，彰显公司对未来三年成长的信心。

表 1 公司股票期权激励计划对公司业绩的考核要求

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2018 年经审计的扣非后净利润为基数，2020 年扣非后净利润增长率不低于 5%
第二个行权期	以 2018 年经审计的扣非后净利润为基数，2021 年扣非后净利润增长率不低于 15%
第三个行权期	以 2018 年经审计的扣非后净利润为基数，2022 年扣非后净利润增长率不低于 30%

资料来源：2019 年股票期权激励计划(草案)，海通证券研究所

从激励的覆盖范围来看，公司此次股票期权激励涵盖了大部分高管(16 名副总经理)、事业部核心骨干与其他中层及以下员工 1320 人，激励范围较为充分。

5. 盈利预测与估值

假设 1: 公司在投资者关系记录 190929 中披露：1) 消费电子业务受周期性下滑影响 19H1 实现收入约 8.76 亿元，同比下降约 17.67%。除消费电子业务的其它小功率激光业务同比增长约 7.80%，其中，显视面板行业实现收入约 3.16 亿元，同比增长约 7.50%，部分大客户设备交付集中在下半年；新能源电池装备行业实现收入约 7.10 亿元，同比增长约 125.23%，大客户拓展进展顺利，但由于竞争激烈，毛利率较低；2) 大功率激光业务实现收入 11.30 亿元，同比下降 5.43%，由于市场竞争加剧，导致其毛利率较去年同期下降 4.29 个百分点。基于 19H1 上半年下游需求较为平淡、价格竞争较为激烈，我们预测 2019 年公司激光及自动化配套业务销量增加 5%、单价下降 10%、毛利率下降至 33.5%。

另外，考虑到公司在投资者关系记录 190929 中披露“5G 应用周期的到来，有望继续带动消费类产品激光及自动化设备需求持续提升，PCB、显示面板、半导体等领域设备受益下游国产产商应用需求，未来 3-5 年仍有望保持较高的复合增速”、“2020 年预计是创新大年，伴随 5G 网络相关技术的普及，将带动新的硬件更新迭代。作为激光、机器人及自动化技术在智能制造领域的系统解决方案提供商，公司消费电子、显示面板和 PCB 等各板块业务有望实现稳定增长。”以及公司股权激励草案设定的较高的行权条件(我们在第 4 章中已经分析过)，我们预测 2020、2021 年公司激光及自动化配套业务销量重回增长通道，同时，我们判断新硬件需要的激光加工设备单价将会微幅提升。综合以上，我们预测 2019~2021 年公司激光及自动化配套业务销量分别变动 5%、30%、25%，价格分别变动-10%、5%、5%，毛利率分别为 33.50%、38.00%、39.00%。

表 2 公司激光及自动化配套设备增长预测

	2018	2019E	2020E	2021E
收入 (亿元)	86.16	78.63	107.32	140.86
yoy	-7.54%	-8.75%	36.50%	31.25%
毛利率	37.02%	33.50%	38.00%	39.00%
销量 (套)	31373	32942	42824	53530
销量变动	11.09%	5%	30%	25%
单价 (万元/套)	26.52	23.87	25.06	26.31
价格变动	-19.64%	-10%	5%	5%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190929, 主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告 190621, 2019 年股票期权激励计划 (草案), 海通证券研究所整理

假设 2: 公司在投资者关系记录 190929 中披露“PCB 设备 19H1 实现收入 4.22 亿元, 同比下降 37.55%, 部分客户受中美贸易摩擦影响, 要求公司延迟交付, 导致 PCB 业务同比降幅较大”以及“2020 年预计是创新大年, 伴随 5G 网络相关技术的普及, 将带动新的硬件更新迭代。作为激光、机器人及自动化技术在智能制造领域的系统解决方案提供商, 公司消费电子、显示面板和 PCB 等各板块业务有望实现稳定增长”。基于此, 我们判断 2019H1 PCB 订单一定程度延迟交付到 2019H2, 2019H2 PCB 及自动化配套设备订单有望恢复, 同时, 2020、2021 年伴随 5G 等科技创新, PCB 及自动化配套设备有望实现稳定增长, 同时规模效应、订单结构改善也将带来毛利率提升。

我们预测 2019~2021 年公司 PCB 及自动化配套设备销量分别变动-20%、30%、25%, 价格分别变动-5%、-3%、-3%, 毛利率分别为 34%、38%、39%。

表 3 公司 PCB 及自动化配套设备增长预测

	2018	2019E	2020E	2021E
收入 (亿元)	16.82	12.79	16.12	19.55
yoy	39.01%	-23.98%	26.10%	21.25%
毛利率	34.76%	34.00%	38.00%	39.00%
销量 (套)	2224	1779	2313	2891
销量变动	22.33%	-20%	30%	25%
单价 (万元/套)	75.65	71.87	69.71	67.62
价格变动	13.62%	-5%	-3%	-3%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190929, 主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告 190621, 2019 年股票期权激励计划 (草案), 海通证券研究所整理

表 4 公司整体分业务预测

		2018	2019E	2020E	2021E
激光及自动化配套设备	收入 (亿元)	86.16	78.63	107.32	140.86
	Yoy	-7.54%	-8.75%	36.50%	31.25%
	毛利率	37.02%	33.50%	38.00%	39.00%
PCB 及自动化配套设备	收入 (亿元)	16.82	12.79	16.12	19.55
	Yoy	39.01%	-23.98%	26.10%	21.25%
	毛利率	34.76%	34.00%	38.00%	39.00%
其他	收入 (亿元)	7.31	6.58	7.89	9.47
	Yoy	-29.03%	-10%	20%	20%
	毛利率	49.17%	49.17%	49.17%	49.17%
合计	收入 (亿元)	110.29	97.99	131.34	169.89
	Yoy	-4.59%	-11.15%	34.04%	29.35%
	毛利率	37.48%	34.62%	38.67%	39.57%

资料来源: wind, 公司投资者关系记录 190929, 主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告 190621, 2019 年股票期权激励计划 (草案), 海通证券研究所整理

综合以上假设, 我们预测公司 2019~2021 年收入分别为 97.99、131.34、169.89 亿元, 归母净利润分别为 8.46、16.72、23.25 亿元, 对应 EPS 分别为 0.79、1.57、2.18 元/股。

我们选取消费电子行业龙头立讯精密以及激光设备企业锐科激光、华工科技以及半导体设备龙头北方华创作为公司的可比公司, 可比公司 2019 年 PE 平均水平为 50x。考虑到公司是世界前三的激光加工设备商, 我们给予公司一定估值溢价, 我们给予公司 PE (2019E) 53~59x, 对应每股合理价值区间 41.87~46.61 元, 给予“优于大市”评级。

表 5 A 股可比公司 PE (2019E)

企业	PE (x)
立讯精密	39
锐科激光	38
华工科技	40
北方华创	82
平均	50

资料来源: wind, 根据 2019 年 10 月 15 日股价测算, 海通证券研究所整理

风险提示: 1) 市场价格竞争激烈可能会影响公司激光设备毛利率水平; 2) 公司大功率激光器可能需要较多研发投入带来费用上升; 3) 公司新能源设备业务可能存在回款风险; 4) 公司多个业务处于扩张阶段, 后续获取行业大客户需要较多销售费用, 未来销售费用率或将上升, 拖累公司短期业绩。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	11029	9799	13134	16989
每股收益	1.61	0.79	1.57	2.18	营业成本	6896	6407	8055	10267
每股净资产	7.80	8.52	10.09	12.27	毛利率%	37.5%	34.6%	38.7%	39.6%
每股经营现金流	0.75	2.14	1.03	1.77	营业税金及附加	97	86	115	149
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	1091	969	1299	1680
P/E	18.85	47.36	23.96	17.23	营业费用率%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
P/B	3.89	4.41	3.72	3.06	管理费用	573	509	682	882
P/S	3.63	4.09	3.05	2.36	管理费用率%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
EV/EBITDA	20.31	37.49	19.69	13.85	EBIT	1380	946	1800	2481
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-4	9	-29	-55
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.3%
毛利率	37.5%	34.6%	38.7%	39.6%	资产减值损失	61	0	0	0
净利润率	15.6%	8.6%	12.7%	13.7%	投资收益	152	-22	-22	-22
净资产收益率	20.6%	9.3%	15.5%	17.8%	营业利润	1855	914	1807	2513
资产回报率	9.1%	5.2%	8.8%	10.2%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	14.3%	10.3%	17.1%	21.3%	利润总额	1858	914	1807	2513
盈利增长 (%)					EBITDA	1625	1051	1980	2721
营业收入增长率	-4.6%	-11.2%	34.0%	29.3%	所得税	132	65	129	179
EBIT增长率	-30.5%	-31.5%	90.3%	37.8%	有效所得税率%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
净利润增长率	3.2%	-50.8%	97.7%	39.1%	少数股东损益	6	3	6	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1719	846	1672	2325
资产负债率	54.6%	42.1%	42.2%	41.5%					
流动比率	1.6	2.1	2.1	2.2	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.2	1.6	1.5	1.6	货币资金	4512	3062	3468	4782
现金比率	0.6	0.7	0.6	0.7	应收账款及应收票据	4887	3543	4917	6287
经营效率指标					存货	2903	2259	2904	3674
应收帐款周转天数	146.0	132.0	136.6	135.1	其它流动资产	448	418	491	570
存货周转天数	137.4	128.7	131.6	130.6	流动资产合计	12749	9282	11780	15313
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	长期股权投资	743	743	743	743
固定资产周转率	7.8	5.9	6.6	7.8	固定资产	1442	1867	2132	2252
					在建工程	1211	1311	1411	1491
					无形资产	1161	1331	1386	1426
					非流动资产合计	6196	6891	7311	7551
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	18945	16173	19091	22864
净利润	1719	846	1672	2325	短期借款	2707	0	0	0
少数股东损益	6	3	6	9	应付票据及应付账款	2627	2077	2694	3399
非现金支出	305	105	180	240	预收账款	743	594	826	1055
非经营收益	-42	145	91	91	其它流动负债	1881	1745	2137	2642
营运资金变动	-1192	1184	-853	-780	流动负债合计	7957	4417	5656	7096
经营活动现金流	797	2284	1096	1885	长期借款	291	291	291	291
资产	-1035	-800	-600	-480	其它长期负债	2101	2101	2101	2101
投资	-192	0	0	0	非流动负债合计	2392	2392	2392	2392
其他	-831	-22	-22	-22	负债总计	10349	6808	8048	9487
投资活动现金流	-2059	-822	-622	-502	实收资本	1067	1067	1067	1067
债权募资	3412	-2707	0	0	普通股股东权益	8328	9093	10765	13090
股权募资	16	0	0	0	少数股东权益	268	272	278	287
其他	-631	-204	-69	-69	负债和所有者权益合计	18945	16173	19091	22864
融资活动现金流	2797	-2911	-69	-69					
现金净流量	1535	-1449	405	1314					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 15 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业
谢磊 电子行业
尹苓 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 精测电子, 闻泰科技, 沪电股份, 顺络电子, 海洋王, 澜起科技, 三利谱, 洁美科技, 卓胜微, 欣旺达, 安集科技, 博通集成, 三安光电, 至纯科技, 乐鑫科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj112245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄斌(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com