

大族激光 (002008.SZ/002008 CH)

乐观看待激光热处理和再制造服务业务前景

Rmb6.35	增持 首次评级	动态更新
✓ 王志霖 VV 886.2.2181.8730 X stephen.wang@kgi.com.tw		✓ 魏宏达 (Coordinator) VV 86.21.6125.8673

- 乐观看待激光热处理和再制造服务业务前景
- 行业景气剧烈调整反有利公司市场份额的提升
- 海外证券投资系战略布局长期效益应属正面

激光热处理和再制造服务业务前景辽阔，值得期待

激光热处理和再制造业务是结合高功率激光技术以及粉末冶金技术对加工物体进行表面加工处理从而改变物体表面成分结构及特性、提高物理性能、或修复失效及报废部件，使其恢复或超过原技术性能和应用价值的工艺技术。该技术服务在中国仍处于起步阶段有利企业节省成本并符合环保节能潮流。

该技术服务应用领域集中在钢铁、轨道交通、机械及电力设备领域，上述产业的生产设备具有投资金额大、运行环境恶劣、运行时数长，关键部件(如轴承、轧辊、曲轴、车轮、车轴)相对易产生磨损损耗，在全球经济衰退的背景下，公司提供的激光热处理和再制造服务业务可使设备寿命延长将有助于企业节省庞大成本以武钢为例一年轧钢设备修理报废金额即高达 10 亿元，因此企业越注重成本控制的背景下我们强力看好该业务前景。

跨足激光热处理和再制造业务使的公司由单纯设备制造商转化为技术服务提供者公司附加价值将有所提升业务具备资金投入少效益高的特性相关大功率激光设备(2,000 瓦-1 万瓦)将由武汉大族金石凯公司(持股 53.1%)提供为加快该业务的推进公司另投资 1 亿元于天津成立天津大族激光再制造科技公司(持股 100%)由于公司具备设备自制能力且营销实力强的优势我们乐观看待该业务的前景。

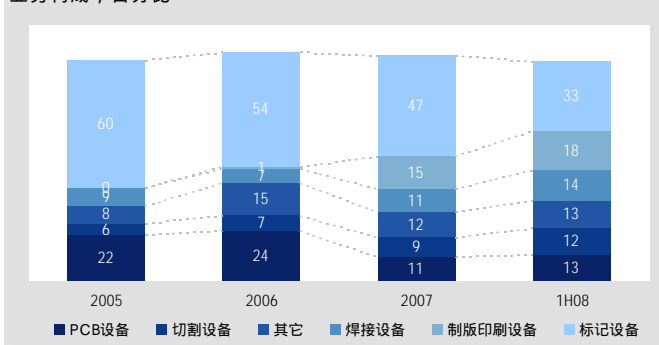
行业景气剧烈调整反有利公司市场份额的提升

由于制造行业景气恶化行业面临重整公司业绩虽也受到影响惟我们认为行业重整后公司地位反将更为突出主因

(1). 公司牢牢掌握激光技术核心，包括激光器、PA 控制器及直线电机等关键部件技术多能自主供应并形成模块化生产，使的公司在成本竞争力及产品应用领域的推广多有优异的表现，(2). 公司产品线较为开阔目前目前设备销售横跨电子、机械、五金、医药、食品、包装、轻工业、重工业及商业等领域，激光设备发展路线由原先激光标记设备延伸至激光焊接、切割设备乃至激光热处理设备，目前公司在激光标记设备及焊接设备皆位居产业龙头，电子产业设备也由原先 PCB 机械钻孔设备发展至激光钻孔、切割、剪裁设备，乃至未来的 LED 封装设备，(3). 公司资金面较为充裕公司 08 年资金顺利募集成功，08 年第三季财报现金部位高达 6.37 亿元有助于公司度过景气寒冬未来产能扩充、业务推展乃至购并机会的掌握都将较其它同业为佳。

图一：产品应用逐渐开枝散叶

业务构成，百分比

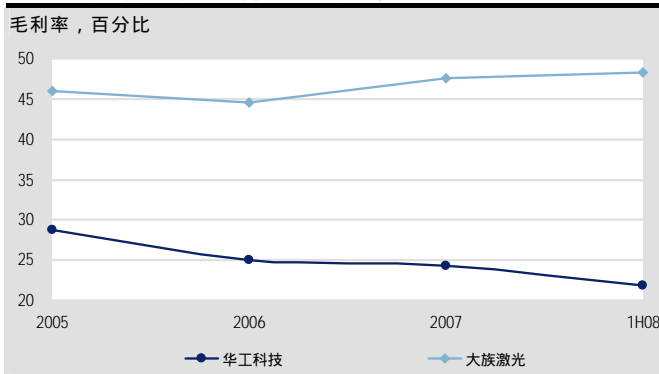


资料来源：凯基证券集团整理

图二：产品均价持续往上提升

产品单价:千元	2005	2006	2007
激光信息标记设备	157	154	169
激光焊接设备	133	137	163
激光切割设备	266	457	554
数控PCB设备	760	822	903

资料来源：凯基证券集团整理

图三：公司激光标记设备毛利率优于同业

资料来源：凯基证券集团整理

图四：募集资金专案

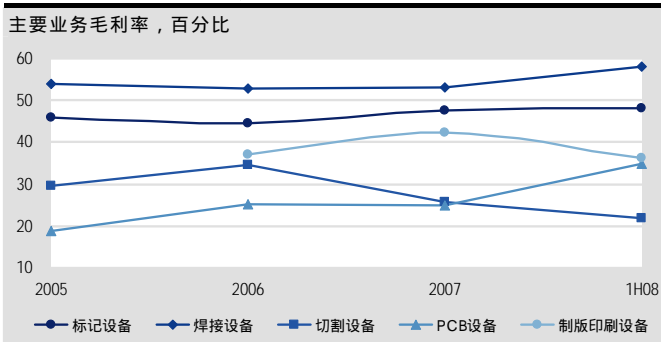
投资项目	总投资(百万元)	建设周期	新增年产能(台)	投资回报率(%)
激光信息标记设备扩产建设项目	467	建设期2年, 达产期3年	6,600	16.3
激光焊接设备扩产建设项目	322		1,400	15.7
机械加工配套生产基地一期建设项目	372			
合计	1,161			

资料来源：凯基证券集团整理

未来一季业绩将落底

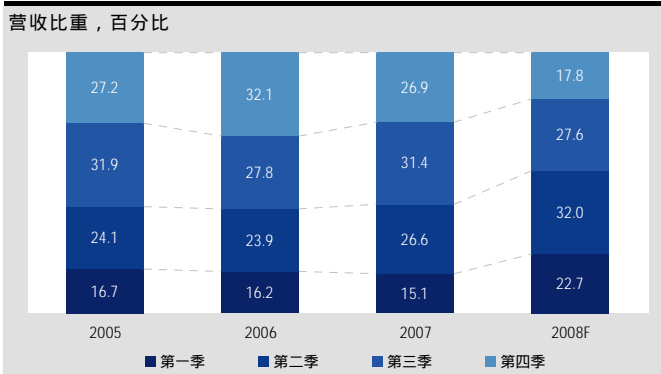
公司 2008 年前三季营收及净利润分别为 13.9 亿元及 1.65 亿元，分别增长 27.8%及 21.1%，公司前三季毛利率为 42.6%，较 07 年同期提升约 1%由于 08 年第四季制造业景气极缩加上增值税改革影响预估第四季业绩难有表现，我们预估 2008 年营收及净利润分别为 16.9 亿元及 1.7 亿元，增长 13.6%及 0.1%，EPS 为 0.26 元。展望 2009 年，在景气能见度逐渐清晰以及增值税新制实施后订单急缩的情况将在 09 年第二季获得纾解在市场份额益趋集中化及新产品(如 PCB 激光钻孔、切割、剪裁设备及 LED 封装设备及激光制版印刷设备)的贡献下公司业绩应可望回升预估 09 年营收及净利润分别为 20 亿元及 2.1 亿元增长 18.5%及 22%EPS 为 0.3 元。

图五：主要业务毛利率趋势图



资料来源：凯基证券集团整理

图六：考虑季节性因素 09 年第一季公司业绩将落底



附注:08 年第四季营收为自行预估

资料来源：凯基证券集团整理

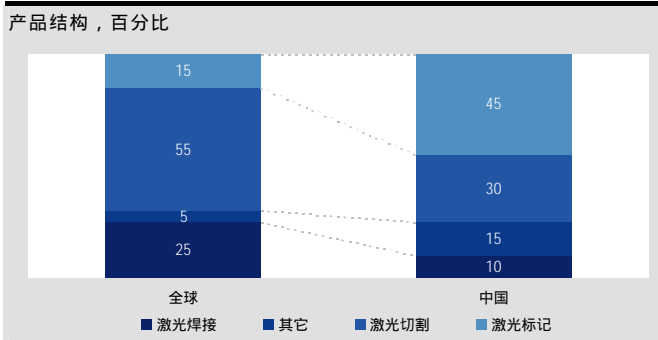
海外证券投资系战略布局长期效益应属正面

根据公司第三季季报，公司分别持有 PRIMA(PRI.MI.F 未评等)及 PA(PPA.F 未评等)股票 67.7 万股及 16.6 万股，相较于期初投资金额上述交易账面损失 3,700 万元，在跟会计师讨论后 08 年财报将不须提列跌价损失。公司投资皆着眼长期战略性考虑两家公司分别在大功率激光切割设备及激光设备控制器领域都有优异技术 公司目前持有 PRIMA 约 10%股权为该公司第二大股东公司与 PRIMA 的产品有良好的互补性未来合作的想象空间大整体而言上述两项战略投资对公司在激光设备领域的发展将有正面帮助。

公司评价与投资建议

利空逐渐趋于明朗我们判断公司业绩在未来一季将落底，蓄积的设备需求可望在 08 年第二季出笼公司激光设备产业地位强，产业景气剧烈调整反有助公司市场地位的提升，我们同时乐观看待激光热处理和再制造服务业务的未来前景，基于公司技术领先性、资金充沛且无长期负债的良好财务结构下，我们给予公司一年目标价 7.5 元(相当于 09 年 EPS 的 25 倍本益比)，首次评级为「增持」。

图七：中国激光设备产业仍存在庞大的产业结构调整商机



资料来源：凯基证券集团整理

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	1,486	625	202	249	179	0.28
2008F	1,688	714	209	276	170	0.26
2009F	2,000	840	254	329	207	0.30
2010F	2,500	1,050	325	412	261	0.37
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	6.2	45.5	36.8	50.0	5.1	24.2
2008F	2.8	22.3	14.2	24.3	1.8	13.9
2009F	2.3	18.3	16.9	21.4	1.6	13.2
2010F	1.9	14.8	14.2	16.9	1.5	14.5
产业	制造			52 周股价 (低/高): 4.7 - 19.9		
12个月目标价 (人民币元)	7.5			市值 (十亿元/美金百万): 4/614		
上涨/下跌空间 (%)	18.1			流通在外股数 (百万股): 696		
上涨空间排名 (percentile, %)	68			不受大股东掌控股数 (百万股): 468		
股利收益率-12/08估 (%)	N.A.			外资持有股数 (百万股): N.A.		
每股净值-12/08估 (人民币元)	2.1			3 个月平均日成交量 (百万股): 14		
价格每股净值比-12/08估 (x)	3.0			股价绝对表现 % (3, 6, 12个月): 24.1; -47.5; -67.5		
净负债比率-12/08估 (%)	16.2			股价相对表现 % (3, 6, 12个月): -27; -22.1; -14.9		

资产负债表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	1,167	2,329	3,125	3,491	4,088
流动资产	894	1,713	2,332	2,669	3,192
现金及短期投资	158	429	682	784	842
存货	357	640	860	980	1,250
应收帐款及票据	343	526	680	790	980
其它流动资产	35	117	110	115	120
非流动资产	273	616	793	822	896
长期投资	2	130	175	176	177
固定资产	229	373	503	531	603
什项资产	42	113	115	115	116
负债总额	665	1,349	1,659	1,818	2,154
流动负债	568	1,218	1,524	1,683	2,018
应付帐款及票据	144	366	365	430	550
短期借款	307	680	919	1,023	1,228
什项负债	117	172	240	230	240
长期负债	97	131	135	135	136
长期借款	30	0	0	0	0
其它负债及准备	67	131	135	135	136
股东权益总额	502	980	1,466	1,673	1,934
普通股本	241	380	696	696	696
资本公积	83	321	321	321	321
保留盈余	179	279	449	655	916

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务比率

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率 (%)					
营业收入	48.0	80.5	13.6	18.5	25.0
营业利益	52.0	209.2	3.8	21.3	28.0
EBITDA	54.7	150.0	10.8	19.0	25.3
税后纯益	45.7	102.3	(5.1)	21.7	26.3
每股盈余	45.7	87.6	(7.0)	13.6	26.3

获利能力分析 (%)

营业毛利率	38.6	42.1	42.3	42.0	42.0
营业利益率	7.9	13.6	12.4	12.7	13.0
EBITDA 利益率	12.1	16.8	16.4	16.4	16.5
税后纯益率	10.9	14.0	12.0	12.3	12.4
平均资产报酬率	9.4	11.9	7.4	7.5	8.2
平均净值报酬率	18.7	24.2	13.9	13.2	14.5

稳定 \ 偿债能力分析

毛负债比率 (%)	67.2	69.4	62.7	61.2	63.5
净负债比率 (%)	35.7	25.6	16.2	14.3	20.0
利息保障倍数 (X)	--	--	--	--	--
利息及短期债保障倍数 (X)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.1	0.1
流动比率 (X)	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率 (X)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
净负债 (Rmb百万)	94.6	215.0	243.8	238.0	312.7

每股资料分析 (人民币元)

每股盈余	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
每股现金盈余	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5
每股净值	0.8	1.5	2.1	2.4	2.8
每股营收	1.4	2.3	2.4	2.9	3.6
EBITDA/shr	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5
每股股利	0.2	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

资产运用状况

资产周转率 (X)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.7
应收帐款周转天数	152.3	129.2	147.0	144.2	143.1
存货周转天数	158.3	157.3	186.0	178.9	182.5
应付帐款周转天数	63.9	89.9	78.9	78.5	80.3
现金转换循环天数	246.6	196.6	254.1	244.6	245.3

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	823	1,486	1,688	2,000	2,500
营业成本	505	860	974	1,160	1,450
营业毛利	318	625	714	840	1,050
营业费用	253	424	505	586	725
营业利益	65	202	209	254	325
利息收入净额	(13)	(30)	(50)	(40)	(45)
利息收入	(13)	(30)	(50)	(40)	(45)
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	(0)	1	1	1	1
其它营业外收入净额	44	52	59	52	55
税前纯益	97	224	219	267	336
所得税费用	7	16	16	20	25
非常项目税前后利润	90	208	203	247	311
非常项目 (包括少数股东权益)	(1)	(29)	(33)	(40)	(50)
税后纯益	89	179	170	207	261
EBITDA	100	249	276	329	412
每股盈余 (人民币元)	0.15	0.28	0.26	0.30	0.37

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	(18)	(16)	(31)	140	62
本期纯益	90	208	203	247	311
折旧及摊提	34	47	67	75	87
本期运用资金变动	(143)	(271)	(300)	(180)	(335)
其它营业资产及负债变动	0	(1)	(1)	(1)	(1)
投资活动之现金流量	(161)	(390)	(242)	(102)	(160)
资本支出净额	(130)	(183)	(188)	(94)	(151)
本期长期投资变动	2	(128)	(44)	0	0
其它资产变动	(33)	(79)	(10)	(9)	(10)
Free Cash Flow	(180)	(405)	(273)	38	(98)
融资活动之现金流量	214	706	559	104	206
现金增资	(33)	299	316	(0)	0
本期负债变动	202	343	239	104	205
其它长期负债变动	44	64	4	0	1
本期产生现金流量	34	301	286	142	107

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - 营业成本 / 营业收入	+	折旧及摊提 / 营业收入	+	销管费用 / 营业收入	=	营业利益率
2006A	57.2%		4.2%		30.7%		7.9%
2007A	54.7%		3.2%		28.5%		13.6%
2008F	53.7%		4.0%		29.9%		12.4%
2009F	54.3%		3.7%		29.3%		12.7%
2010F	54.5%		3.5%		29.0%		13.0%
至12月31日	1 / 营业运用资金 / 营业收入	+	净固定资产 / 营业收入	+	什项资产 / 营业收入	=	资本周转率
2006A	0.6		0.3		0.1		1.0
2007A	0.6		0.3		0.1		1.1
2008F	0.7		0.3		0.1		1.0
2009F	0.7		0.3		0.1		1.0
2010F	0.7		0.2		0.0		1.0
至12月31日	营业利益率	x	资本周转率	x	1 - 有效现金税率	=	税后 ROIC
2006A	7.9%		1.0		92.8%		7.7%
2007A	13.6%		1.1		92.8%		14.3%
2008F	12.4%		1.0		92.5%		11.1%
2009F	12.7%		1.0		92.5%		11.9%
2010F	13.0%		1.0		92.5%		12.5%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估