

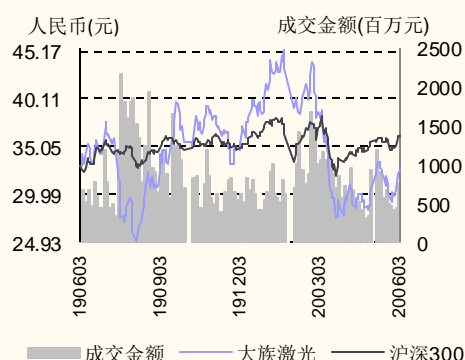
大族激光 (002008.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 32.61 元
 目标价格 (人民币): 48.00-48.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.67
已上市流通 A 股(亿股)	9.94
总市值(亿元)	347.97
年内股价最高最低(元)	33.50/29.14
沪深 300 指数	3984
中小板综	10440



下游景气度向好，助力激光龙头再起航

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,029	9,563	10,509	13,363	15,811
营业收入增长率	-4.59%	-13.30%	9.90%	27.16%	18.32%
归母净利润(百万元)	1,719	642	1,096	1,694	1,998
归母净利润增长率	3.22%	-62.63%	70.63%	54.60%	17.93%
摊薄每股收益(元)	1.611	0.602	1.027	1.588	1.872
每股经营性现金流净额	0.75	1.91	0.78	1.40	1.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.64%	7.27%	12.27%	17.03%	17.92%
P/E	18.85	66.46	30.29	19.60	16.62
P/B	3.89	4.83	3.72	3.34	2.98

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内激光设备龙头，但由于近两年景气度处于周期性低点，目前 PB 估值处于历史低位。我们认为公司长期逻辑通畅，四维印证公司 2021 年重启上行周期。
- 长期逻辑：双重替代助力中国市场快速增长，激光设备龙头再启航。1) 工业激光行业增长的核心驱动力在于激光工艺对传统工艺的替代；政策推动下近年来激光器国产化率快速提升，助力激光设备成本下降，预计未来国内激光市场快速增长。2) 公司是国内激光设备龙头，未来技术优势、客户优势及人才优势将进一步提升，随着下游应用的需求回升，有望重启快速发展。
- 短中期逻辑：四维印证业绩拐点将至，2021 年有望迎戴维斯双击。1) 业务视角：展望未来，2020-2021 年 5G 基站建设加速、2021 年 5G 换机潮驱动 PCB 设备营收快速增长，5G 换机潮+苹果设备更新周期助公司 2021 年小功率激光设备营收重返增长，新能源、面板、半导体行业设备打开新增长空间，下游景气度向好+业务结构变化促进公司毛利率抬升，预计公司业绩恢复增长。2) 产能视角：2018 年公司产能利用率达 98%，预计可转债项目将于 2020 年 Q4 投产，打破公司产能瓶颈。3) 股权激励视角：2019 年 9 月公司实施新一轮股权激励，行权条件要求 2020~2022 年扣非后净利达 15、17、19 亿元，公司业绩将迎拐点。4) 财务视角：2019 年、2020 年 Q1 公司收现比提升，下游景气度边际改善。

盈利估值与估值

- 预计公司 2020-2022 年归母业绩为 11、17、20 亿元，同比 71%、55%、18%。2020 年迎业绩拐点。采用可比公司 PE 估值，给予公司买入评级，目标价 48 元 (30*2021EPS)。

风险

- 疫情反复、5G 进程低于预期、市场竞争加剧，在建工程进度低于预期，质押比例过高。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、行业：传统工艺替代+国产替代，助力中国激光市场快速增长	4
1. 工业激光行业增长的核心驱动力在于激光工艺对传统工艺的替代	4
2. 中国市场快速增长，国产化促成本下降、助力激光普及	5
二、公司：国内激光设备绝对龙头，四维印证 2020 年重启上行周期	7
1. 激光设备龙头，客户优势、技术优势、人才优势明显、盈利能力突出	7
2. 业务视角：2020 年 5G 基站建设、2021 年 5G 换机潮，提振 PCB、小功率激光设备需求，新能源、半导体设备打开新增长空间	8
3. 产能视角：预计可转债项目将于 2020 年 Q4 投产，打破产能瓶颈	15
4. 股权激励视角：行权条件要求 2020~2022 年扣非净利达 15、17、19 亿元	16
5. 财务视角：收现比提升，下游景气度或边际改善	17
三、盈利预测与投资建议	17
1. 盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母业绩为 11、17、20 亿元，同比 71%、55%、18%	17
2. 投资建议及估值：给予公司目标价 48 元	19
3. 从产业资本视角看公司合理估值：公司 PB 的合理估值在 5~7 倍	19
四、风险提示	20

图表目录

图表 1：激光行业产业链一览	4
图表 2：2018 年工业激光器市场下游应用分布	5
图表 3：工业激光器市场下游应用市场规模（亿美元）	5
图表 4：激光加工渗透率快速提升	5
图表 5：中国激光器与系统市场快速增长	6
图表 6：光纤激光器国产化进程逐步提升	6
图表 7：国内光纤激光器企业市占率快速提升	6
图表 8：光纤激光器国内价格明显低于进口价格	6
图表 9：大族激光是国内激光设备龙头	7
图表 10：公司上市以来研发支出逐年增长	7
图表 11：公司研发支出占收入的比例远超同业	7
图表 12：公司人均薪酬远超同业	8
图表 13：公司人均创收、人均创利远超同业	8
图表 14：大族激光中国区营收排名第一	8
图表 15：大族激光盈利能力比肩国际龙头	8
图表 16：公司营收在波动中实现增长	9
图表 17：公司业绩在波动中实现增长	9
图表 18：2019 年公司营收结构	9

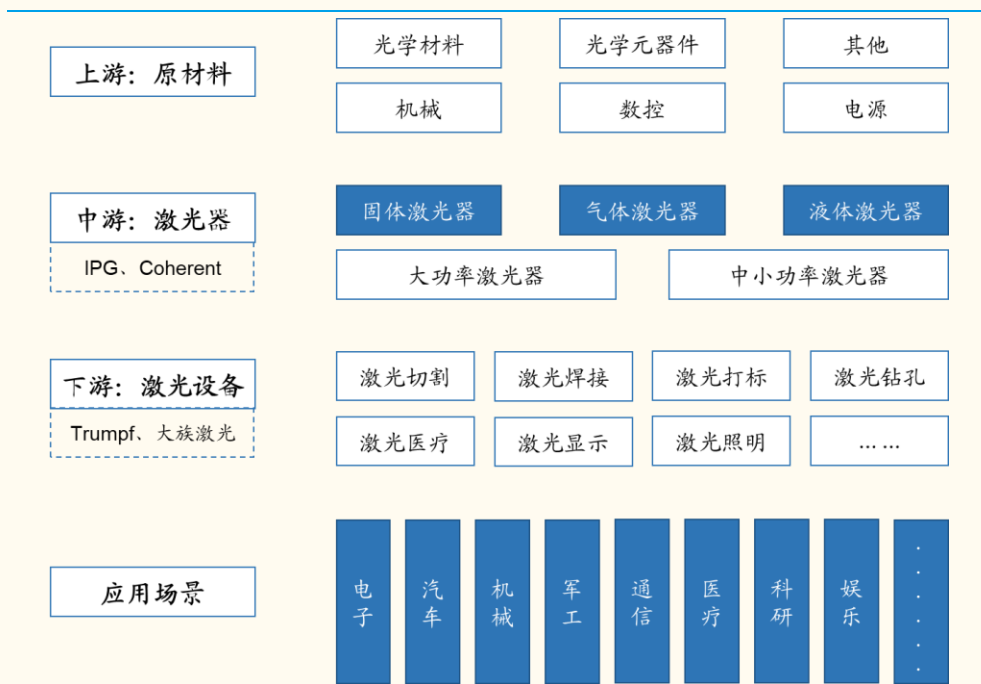
图表 19: 公司各类激光设备营收增速差异较大.....	9
图表 20: 公司历年各业务营业收入 (亿元)	10
图表 21: 下游景气度向好+业务结构变化促公司毛利率抬升.....	10
图表 22: 公司 PCB 及自动化配套设备业务营收、毛利.....	11
图表 23: 公司 PCB 及自动化配套设备业务毛利率.....	11
图表 24: 国内 PCB 产值占比快速提升	11
图表 25: 公司 PCB 行业重点客户在建工程快速增长	11
图表 26: 2019 年大族数控的营收占 PCB 业务营收的比例为 79%.....	11
图表 27: 大族数控是 PCB 转孔设备龙头.....	11
图表 28: 激光在手机制作的应用.....	12
图表 29: 公司小功率激光设备营收增速波动较大.....	12
图表 30: 2014 年 iPhone 改款、2017 年推出全面屏 iPhone X, 助力公司当年营收增速超 70%.....	12
图表 31: 历史上公司小功率激光设备毛利率较高.....	13
图表 32: 预计 2020、2021 年公司激光及自动化配套设备业务毛利率有所抬升	13
图表 33: 预计 2025 年新能源车占新车销量比例达 25%.....	13
图表 34: 预计 2020~2022 宁德时代、国轩高科产能翻倍	13
图表 35: 中国显示面板产能占比快速提升.....	14
图表 36: 公司面板行业重点客户在建工程快速增长.....	14
图表 37: 预计 2020 年中芯国际资本开支大幅增长.....	15
图表 38: 预计 2019~2021 年隆基股份产能翻倍	15
图表 39: 伴随销量增长, 公司产能进入瓶颈.....	15
图表 40: 预计可转债项目将于 2020 年投产, 打破产能瓶颈、助力业绩增长.....	16
图表 41: 股权激励助力公司业绩增长.....	16
图表 42: 2019 年公司应收款项下降.....	17
图表 43: 2019 年公司收现比、经营活动产生的现金流净额改善.....	17
图表 44: 预计公司 2020-2022 年营收为 105、134、151 亿元, 同比 10%、27%、13%.....	17
图表 45: 预计公司 2020-2022 年归母业绩为 11、17、20 亿元, 同比 71%、55%、18%.....	18
图表 46: 采取 PE 估值, 给予目标价 48 元 (30*2021EPS)	19
图表 47: 从产业资本视角看公司合理估值: 公司 PB 的合理估值在 5~7 倍 ...	20

一、行业：传统工艺替代+国产替代，助力中国激光市场快速增长

1. 工业激光行业增长的核心驱动力在于激光工艺对传统工艺的替代

- 激光具备聚光、亮度高、能量大的优点，下游应用广泛。激光行业上游为材料、机械行业，中游为激光器行业，下游为激光设备行业。

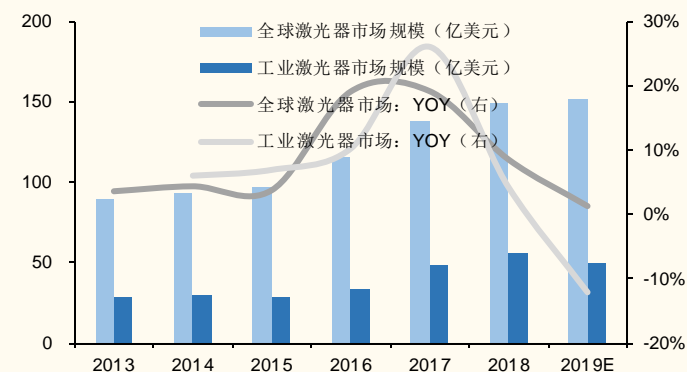
图表 1：激光行业产业链一览



来源：《中国激光产业发展报告》，国金证券研究所

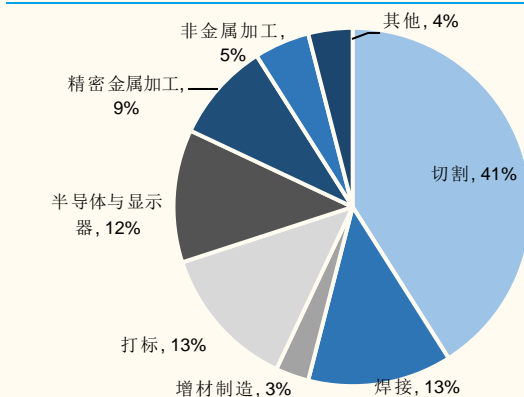
- 2019 年全球激光器市场规模达 151 亿美元，2010 年~2019 年 CAGR 为 9%，高于全球 GDP 增速（3%）。2019 年受贸易战、下游需求疲软拖累，全球激光器市场同增 1%。
- 工业是激光行业最主要的应用。1) 从下游应用来看，工业是最重要的应用方向，2019 年工业激光器市场规模达 49 亿美元，占全球激光器市场的 33%，过去五年 CAGR 达 11%。2) 工业激光器市场的应用场景包括切割、焊接、打标、增材制造、半导体与显示器、精密金属加工、非金属加工等领域，其中切割、打标、焊接是最主要的应用。
 - 激光切割：工作原理是由聚焦的高功率密度光束使得工件瞬间汽化，光斑会焦点激光功率密度可达 $100\text{W}/\text{cm}^2$ ，能产生 10000°C 以上的局部高温。切割出来的产品精度高、光洁度高、废料少。
 - 激光打标：工作原理是利用高功率密度的激光使表层材料汽化或发生颜色变化，显示出图案、文字、条码等图形。具备加工速度快、加工精细的优势。
 - 激光焊接：工作原理是利用高功率密度的激光对材料进行局部加热，使材料融化后形成熔池。具备焊接速度快、焊缝平整、定位精度高的优点。

图表 2：2018 年工业激光器市场下游应用分布



来源: StrategiesUnlimited, 国金证券研究所

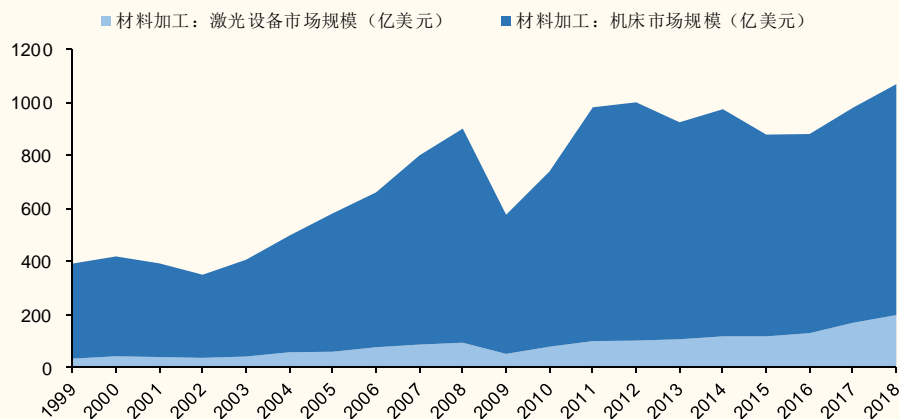
图表 3：工业激光器市场下游应用市场规模 (亿美元)



来源: StrategiesUnlimited, 国金证券研究所

- 工业激光行业增长的核心驱动力在于激光工艺对传统工艺的替代。1) 目前材料加工行业以传统的机床加工为主, 但激光加工具备加工应用范围广、加工精度高 (加工精度达 0.02mm)、节约环保等优点, 激光加工渗透率快速提升。2) 根据 VDW, 2018 年全球机床加工市场规模达 870 亿美元, 过去二十年复合增速达 5%; 根据 Optech Consulting, 2018 年全球激光设备加工市场规模达 198 亿美元, 过去二十年复合增速达 9%。激光加工渗透率 (激光系统加工市场/机床加工市场) 从 1999 年的 9% 提升至 2018 年的 23%。

图表 4：激光加工渗透率快速提升

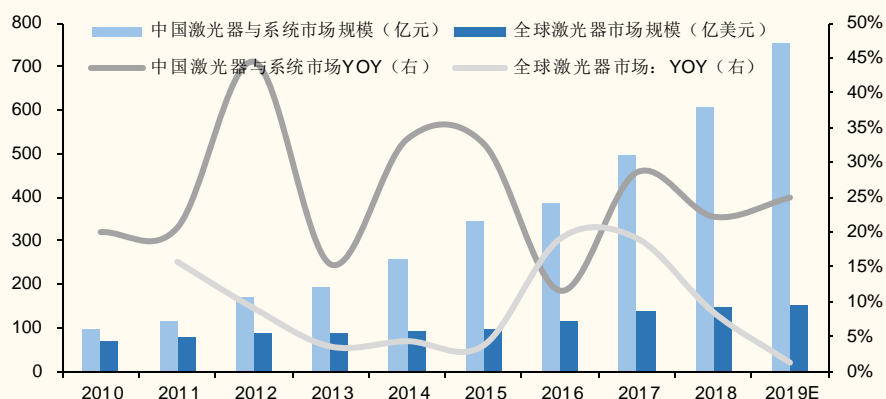


来源: VDW, Optech Consulting, 国金证券研究所

2. 中国市场快速增长, 国产化促成成本下降、助力激光普及

- 从区域来看, 中国是全球激光市场的重要组成部分, 中国激光市场快速增长。1) 从宏观数据来看, 根据 Optech Consulting, 2018 年中国工业激光系统市场占全球的 30%。从微观数据来看, IPG 是全球激光器龙头, 2019 年 IPG 中国区域营收占比达 37%。2) 从宏观数据来看, 根据《中国激光产业发展报告》, 2018 年中国激光器及系统市场达 605 亿元, 2013 年~2018 年五年 CAGR 为 25%; 乐观预测 2019 年中国激光器及系统市场达 756 亿元, 同增 25%; 保守预测 2019 年中国激光器及系统市场达 702 亿元, 同增 16%。从微观数据来看, IPG 中国区域营收 2013 年~2018 年五年 CAGR 达 27%。

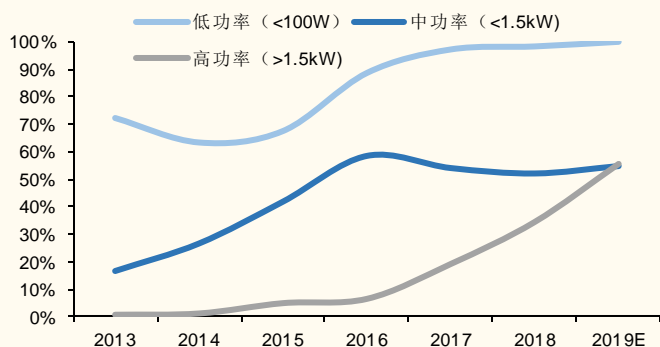
图表 5：中国激光器与系统市场快速增长



来源：《中国激光产业发展报告》，StrategiesUnlimited，国金证券研究所

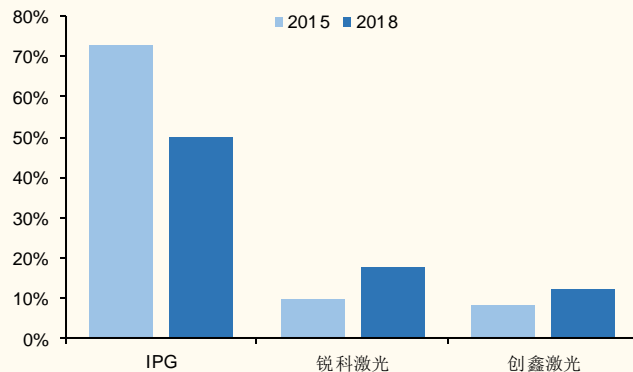
- **激光器行业国产化加速，成本下降助力激光普及。**1) 激光行业作为先进制造领域，国家出台系列政策推动激光行业发展，激光国产化加速。2) 以光纤激光器为例，在政策推动下近年来光纤激光器国产化率逐步提升，2018年低功率光纤激光器国产化率达 98%，中功率光纤激光器国产化率达 52%，高功率光纤激光器国产化率 34%。对应国内激光器企业（锐科激光、创鑫激光）光纤激光器市占率快速提升，IPG 光纤激光器市占率快速下滑。3) 考虑激光设备成本中激光器占比超 40%，伴随国产化率提升、激光器成本下降、激光设备成本下降，预计未来将有更多传统工艺的应用场景被激光工艺替代。

图表 6：光纤激光器国产化进程逐步提升



来源：《中国激光产业发展报告》，国金证券研究所

图表 7：国内光纤激光器企业市占率快速提升



来源：《中国激光产业发展报告》，国金证券研究所

图表 8：光纤激光器国内价格明显低于进口价格

	功率 (W)	国内价格 (万元)	进口价格 (万元)
中功率	500	5-8	6-10
	750-800	8-10	10-15
	1000-1200	10-15	12-20
	1500	18-25	20-30
高功率	2000	28-40	50-80
	4000	50-75	80-110
	6000	75-120	120-180
	10000	>300	>400

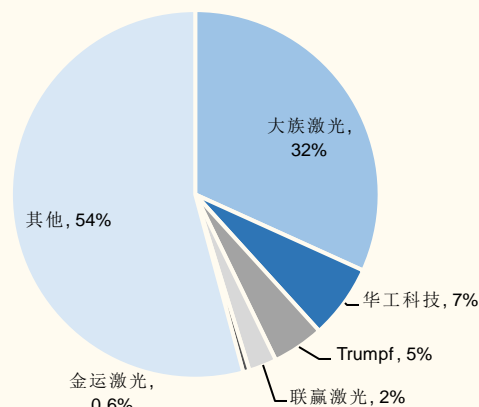
来源：《中国激光产业发展报告》，国金证券研究所

二、公司：国内激光设备绝对龙头，四维印证 2020 年重启上行周期

1. 激光设备龙头，客户优势、技术优势、人才优势明显、盈利能力突出

- 2018 年中国激光器及系统市场达 605 亿元，预计工业激光设备市场约为 324 亿元。2018 年大族激光激光设备（含 PCB 设备）营收为 103 亿元、市占率达 32%，华工科技激光设备营收为 21 亿元、市占率为 7%，我们估算 Trumpf 中国激光设备营收为 15 亿元、市占率为 5%。CR3 市占率达 43%。

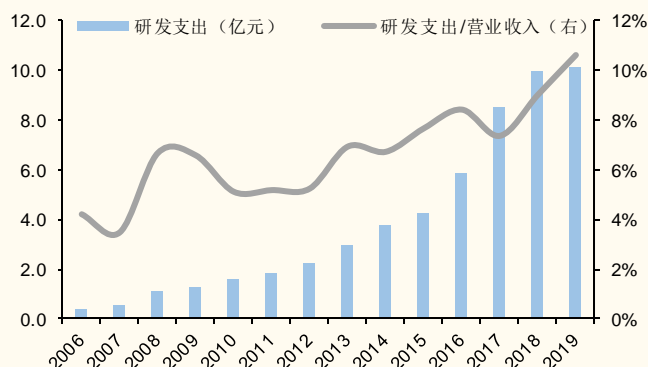
图表 9：大族激光是国内激光设备龙头



来源：《中国激光产业发展报告》，wind，国金证券研究所

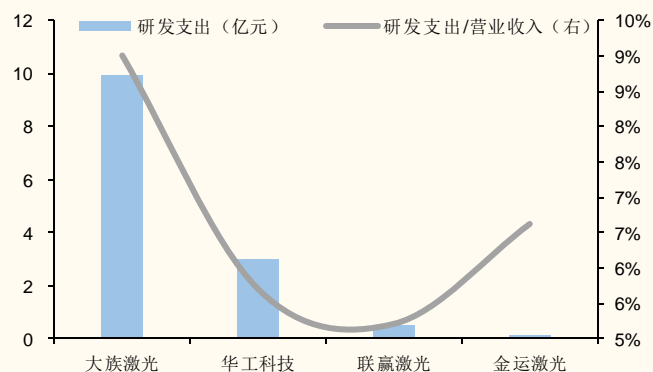
- 我们强调激光设备行业增长的核心驱动力在于激光工艺对传统工艺的替代，“深入挖掘下游客户需求、定制化匹配客户需求”是激光企业最核心的竞争力。大族激光兼具客户优势、技术优势、人才优势。1) 客户优势：经过二十余年的积淀，公司沉淀了 3 万个规模以上的工业客户，在国内外设有 100 多个办事处、联络点和代理商，销售网络完整。公司大客户涵盖消费电子龙头（苹果）、PCB 行业龙头（深南电路、生益科技、沪电股份、景旺电子）、面板行业龙头（京东方、TCL）、锂电行业龙头（宁德时代、国轩高科），客户优势显著。2) 技术优势：上市以来公司研发支出逐年增长，2019 年公司研发支出达 10 亿元，研发支出占营收的比例达 11%，研发支出、研发支出占比远超同业，研发优势明显。3) 人才优势：2016~2018 年大族激光人均薪酬达 16 万元，其中销售人员人均薪酬达 18 万元，管理人员人均薪酬达 38 万元，研发人员人均薪酬达 16 万元，远超同业。高薪激励下，公司人均创收 84 万元，人均创利 12 万元，人才优势明显。

图表 10：公司上市以来研发支出逐年增长



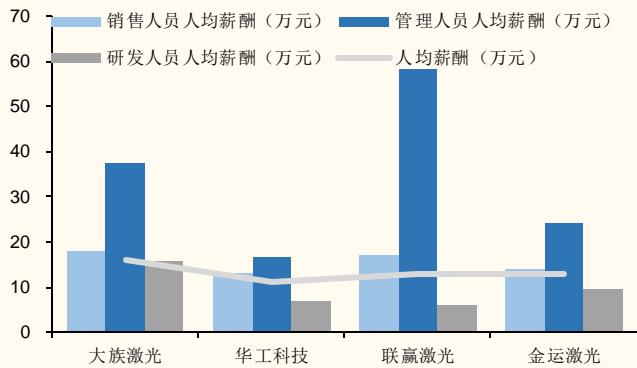
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：公司研发支出占收入的比例远超同业



来源：wind，国金证券研究所

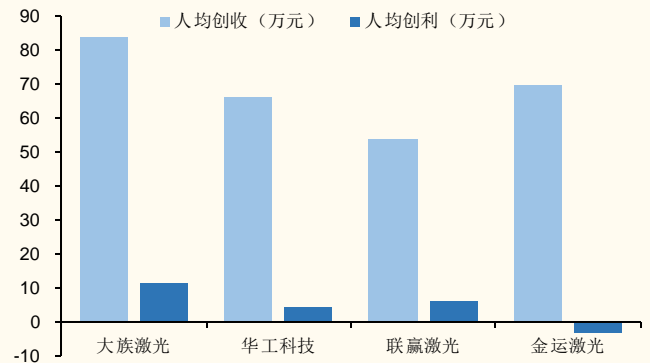
图表 12：公司人均薪酬远超同业



来源：wind，国金证券研究所

备注：人均薪酬为 2016~2018 年均值

图表 13：公司人均创收、人均创利远超同业

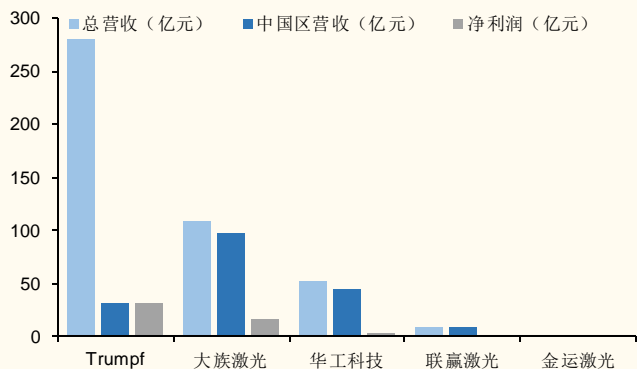


来源：wind，国金证券研究所

备注：人均创收、人均创利为 2016~2018 年均值

- 在全球激光设备企业中 Trumpf 营收、利润规模第一，大族激光营收、利润规模排名第二。得益于研发优势、人才优势，大族激光盈利能力远超国内同业，比肩国际龙头。

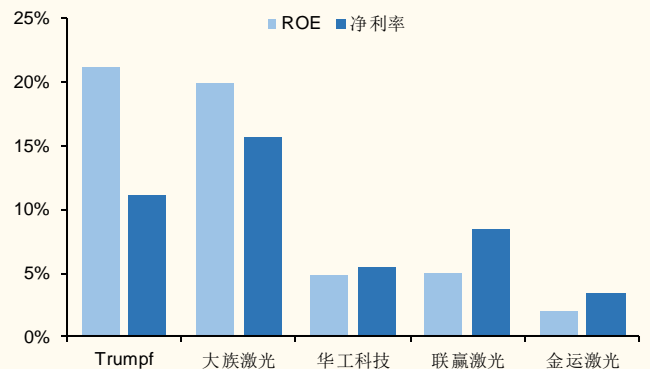
图表 14：大族激光中国区营收排名第一



来源：wind，国金证券研究所

备注：Trumpf 最新数据为 2018 年数据，图表数据为 2018 年数据。

图表 15：大族激光盈利能力比肩国际龙头



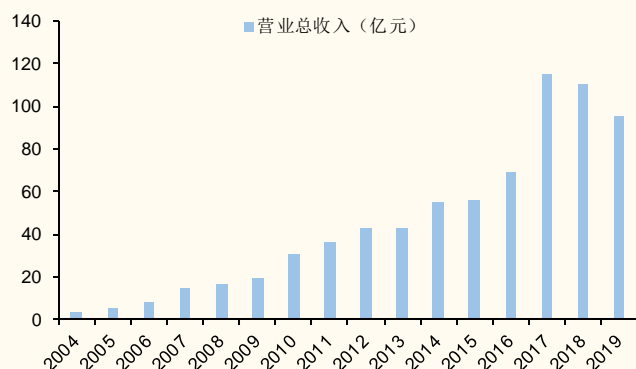
来源：wind，国金证券研究所

备注：Trumpf 最新数据为 2018 年数据，图表数据为 2018 年数据。

2.业务视角：2020 年 5G 基站建设、2021 年 5G 换机潮，提振 PCB、小功率激光设备需求，新能源、半导体设备打开新增长空间

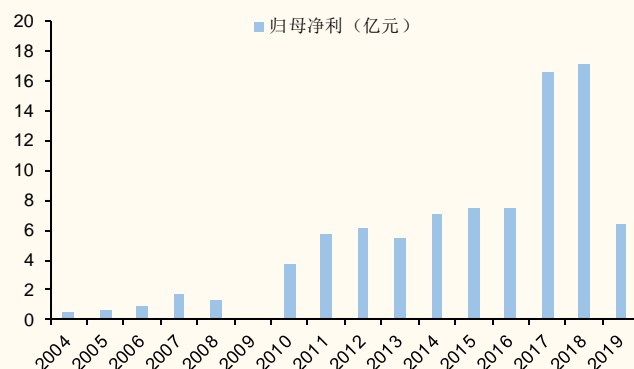
- 公司是典型的周期成长股，上市以来营收、净利在波动中实现增长。2018、2019 年公司营收连续 2 年下滑，我们认为主要系大客户设备需求周期性下滑、中美贸易摩擦引起部分客户资本开支趋于谨慎。

图表 16：公司营收在波动中实现增长



来源：wind，国金证券研究所

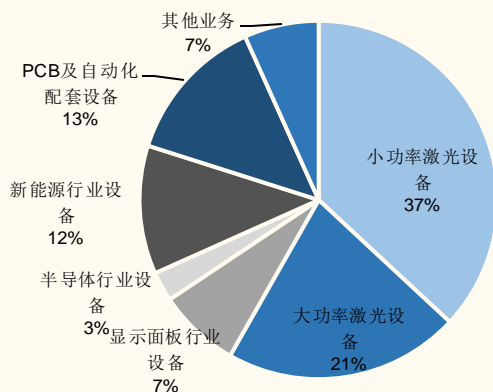
图表 17：公司业绩在波动中实现增长



来源：wind，国金证券研究所

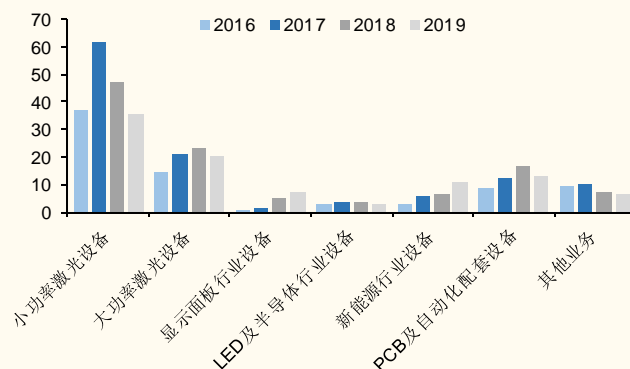
- 公司主营业务为激光设备及自动化配套设备、PCB 及自动化配套设备，激光设备及自动化配套设备包括小功率激光设备、大功率激光设备、其他激光设备。2019 年小功率激光设备营收占比为 37%，下游客户主要为消费电子企业；大功率激光设备营收占比为 21%，下游客户主要包括汽车、船舶、轨交企业；其他激光设备（显示面板、半导体、新能源行业）营收占比为 22%，下游客户涵盖显示面板、LED、半导体、光伏、锂电等行业；PCB 及自动化配套设备营收占比为 13%，下游客户主要为 PCB 企业。由于下游景气度不同，公司各类激光设备营收增速差异较大。

图表 18：2019 年公司营收结构



来源：wind，国金证券研究所

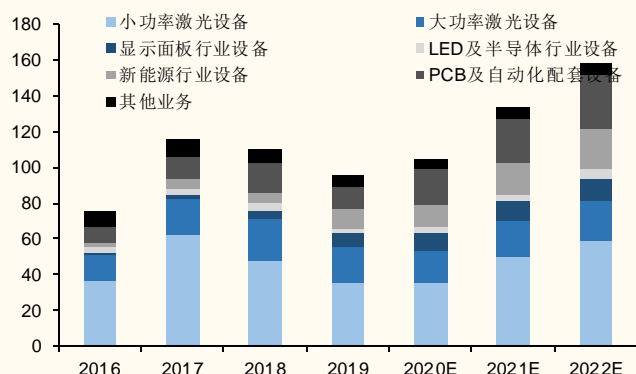
图表 19：公司各类激光设备营收增速差异较大



来源：wind，国金证券研究所

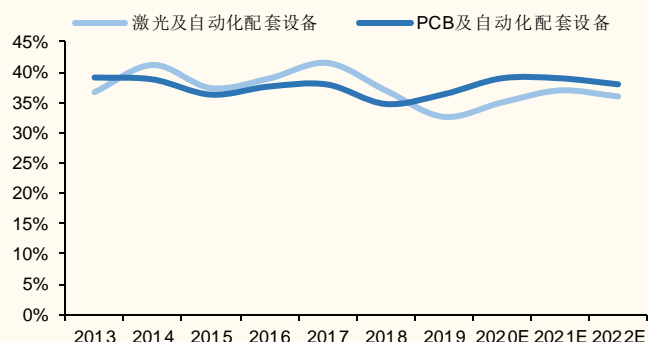
- 展望未来，2020 年 5G 基站建设、2021 年 5G 换机潮驱动 PCB 设备营收快速增长，5G 换机潮+苹果设备更新周期助公司 2021 年小功率激光设备营收重返增长，新能源、半导体行业设备打开新增长空间，下游景气度向好+业务结构变化促公司毛利率抬升。1) PCB 及自动化配套设备业务：2020 年得益于 5G 基站建设、2021 年得益于迟到的 5G 手机换机潮，下游大客户（深南电路、生益科技、沪电股份、景旺电子等主流 PCB 企业）加大资本开支，公司 PCB 及自动化配套业务高速增长，伴随下游景气度提升，公司 PCB 及自动化配套业务毛利率恢复至历史高点。2) 激光及自动化配套设备业务（包括小功率激光设备、大功率激光设备、显示面板行业设备、半导体行业设备、新能源行业设备）：2021 年得益于迟到的 5G 手机换机潮、叠加大客户设备更新周期，公司小功率激光设备高速增长；得益于下游持续高景气度，预计未来三年显示面板行业设备、半导体行业设备、新能源行业设备营收快速增长。历史公司小功率激光设备毛利率超 40%、得益于小功率激光设备营收快速增长，新能源、面板、半导体行业设备打开新增长空间，预计公司激光及自动化配套设备业务毛利率有所抬升。

图表 20：公司历年各业务营业收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

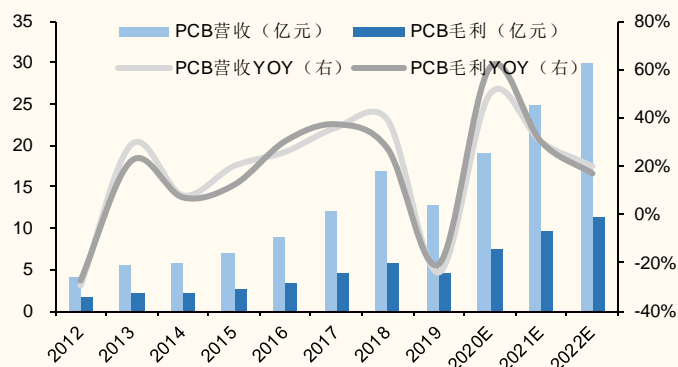
图表 21：下游景气度向好+业务结构变化促公司毛利率抬升



来源：wind，国金证券研究所

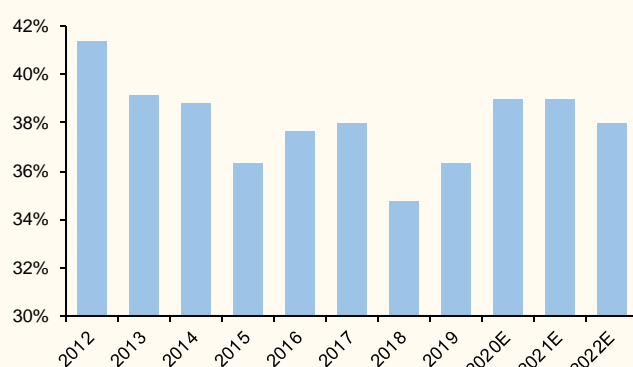
- **PCB 及自动化配套设备：2020 年基站建设、2021 年 5G 手机换机潮驱动下游景气度抬升，预计未来三年公司营收快速增长、毛利率恢复至高位。**
 - 2019 年公司 PCB 及自动化配套设备营收为 13 亿元、占总营收的比例为 13%。公司产品包括机械钻孔设备、LDI 激光成像设备、通用测试设备，下游客户涵盖国内外大型 PCB 企业，包括深南电路、生益科技、沪电股份、景旺电子等企业。
 - 回顾历史：2013~2018 年公司 PCB 及自动化配套设备营收快速增长，主要得益于国内 PCB 产业的快速发展和 PCB 产业升级，2018 年中国 PCB 市场占全球 PCB 市场的比例达 52%，较 2010 年（38%）大幅提升，从类型来看，增速更快的 FPC、HDI 加工的难度较高，传统的机械加工方式易产生毛边、粉尘、精度不足，逐步被激光切割工艺取代。2019 年公司 PCB 业务营收为 12.8 亿元、同减 24%，主要受中美贸易摩擦所致，从上下半年来看，2019 年 H1、H2 营收同比-38%、-15%，下半年 PCB 设备需求有所回暖。
 - 展望未来：1) 我们认为 2020 年 5G 基站建设加速、2021 年 5G 手机换机潮驱动行业需求增长，PCB 产业升级持续推动激光需求增长。从公司主要 PCB 行业客户（深南电路、生益科技、沪电股份、景旺电子）的在建工程来看，近年来各企业资本开支快速增长，预计未来两年为资本开支高点。2) 大族数控（大族激光持股 99%）是 PCB 转孔设备龙头，主营业务为 PCB 激光设备、PCB 数控钻铣机，2019 年大族数控营收为 10 亿元、净利为 2.35 亿元，远超同业（东台电机、大量科技净利为 0.14、0.41 亿元）。2020 年 6 月公司公告拟将大族数控分拆上市，我们认为分拆上市将拓宽大族数控融资渠道、助力公司扩产 PCB 设备，尽享 PCB 行业高速发展的红利。3) 预计公司 2020~2022 年营收同增 50%、30%、20%，毛利率回升至高位。

图表 22：公司 PCB 及自动化配套设备业务营收、毛利



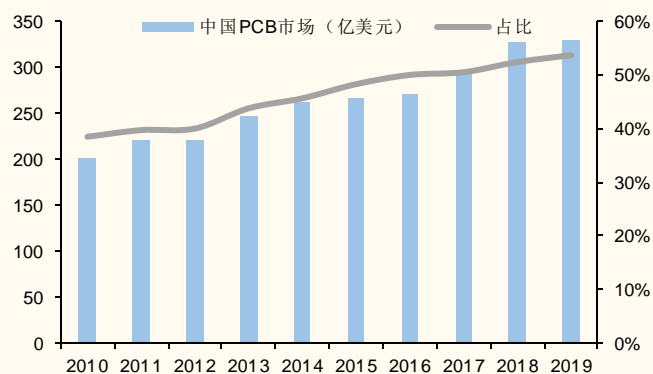
来源：wind，国金证券研究所

图表 23：公司 PCB 及自动化配套设备业务毛利率



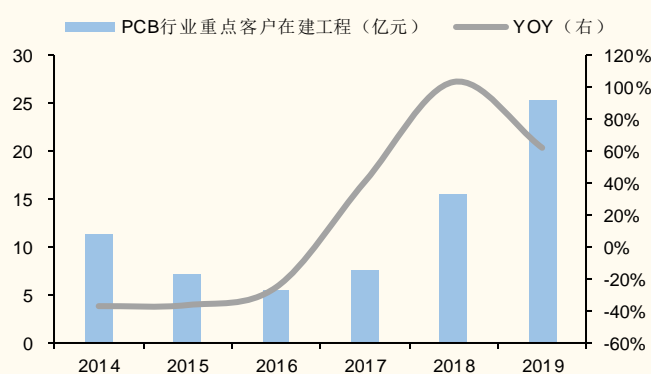
来源：wind，国金证券研究所

图表 24：国内 PCB 产值占比快速提升



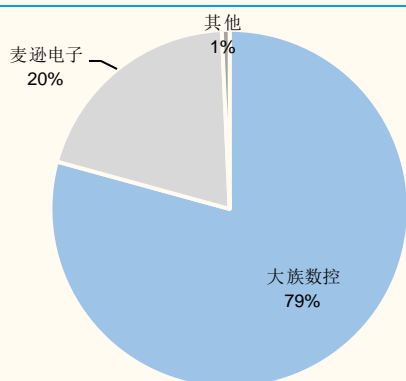
来源：Prismark，国金证券研究所

图表 25：公司 PCB 行业重点客户在建工程快速增长



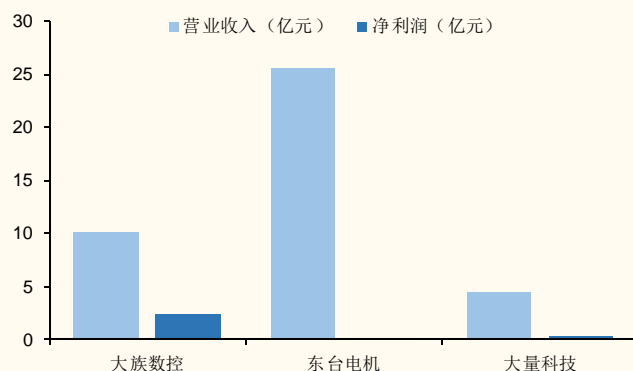
来源：wind，国金证券研究所

图表 26：2019 年大族数控的营收占 PCB 业务营收的比例为 79%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：大族数控是 PCB 转孔设备龙头



来源：公司公告，国金证券研究所

- 小功率激光设备：2021 年 5G“换机潮”+设备更新周期促公司小功率激光设备业务营收重返增长、公司激光及自动化配套设备业务毛利率抬升。
- 2019 年公司小功率激光设备营收为 35 亿元，占总营收的比例为 37%。公司小功率激光设备主要指 1000W 以下的激光打标设备、激光切割设

备、激光焊接设备。公司下游客户主要为消费电子，包括苹果、华为、ViVo 等企业。

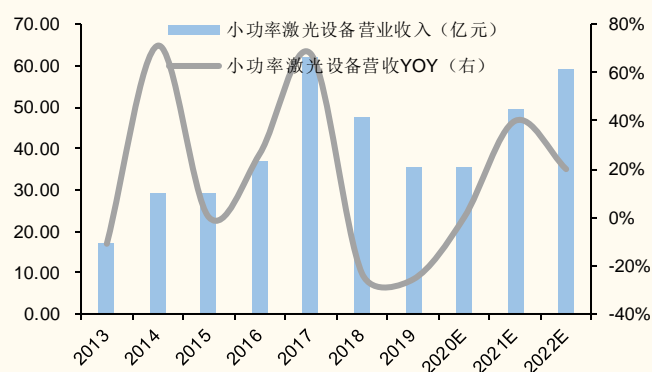
- 回顾历史：公司小功率激光设备业务营收在波动中增长，增速较高、波动性较大主要受下游大客户苹果产品外观更新节奏影响，历史上苹果贡献的营收占公司小功率激光设备比例一度超过 50%，2014 年 iPhone 改款、2017 年推出全面屏 iPhone X，助力公司当年营收增速超 70%，产品外观更新节奏影响激光设备采购节奏。
- 展望未来：1) 预计伴随 5G 建设，新一轮“换机潮”提振激光设备需求。2020 年受疫情影响，预计换机需求推迟至 2021 年。2017 年公司小功率激光设备营收达历史高位（62 亿元），估计苹果公司贡献的营收达 40 亿元，考虑小功率激光设备的更新周期一般为 3 年，尽管 2020 年受疫情影响、下游客户设备更新周期将推迟，但更新需求不会消失。预计公司 2020~2022 年营收同增 0%、40%、20%。2) 历史公司小功率激光设备毛利率较高、超 40%、得益于小功率激光设备营收高速增长、下游景气度边际改善，预计公司激光及自动化配套设备业务毛利率有所抬升。

图表 28：激光在手机制作的应用



来源：激光制造网，国金证券研究所

图表 29：公司小功率激光设备营收增速波动较大



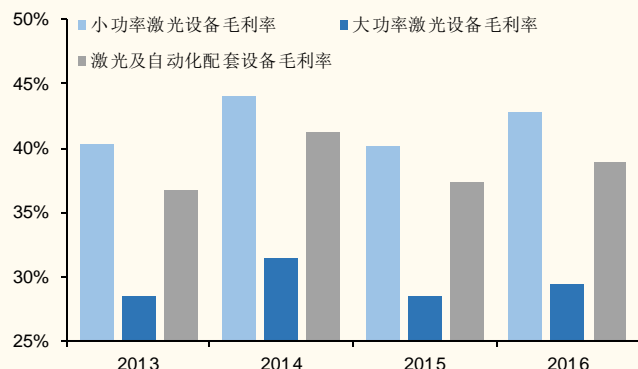
来源：wind，国金证券研究所

图表 30：2014 年 iPhone 改款、2017 年推出全面屏 iPhone X，助力公司当年营收增速超 70%



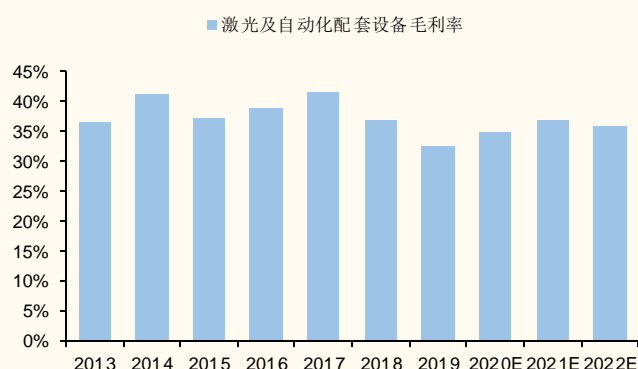
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 31：历史上公司小功率激光设备毛利率较高



来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所

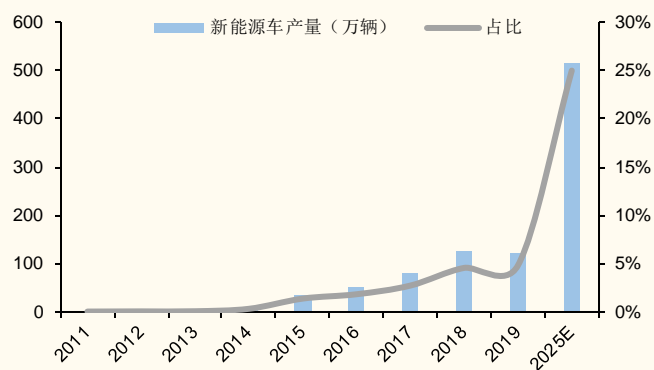
图表 32：预计 2020、2021 年公司激光及自动化配套设备业务毛利率有所抬升



来源：wind, 国金证券研究所

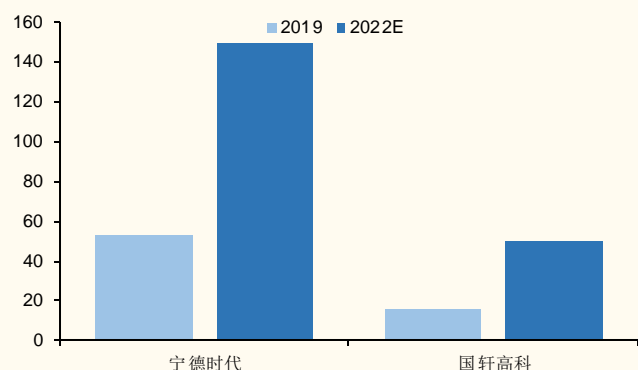
- 新能源行业设备：预计下游客户未来 3 年产能翻倍增长，公司营收快速增长、毛利率进一步抬升。
 - 2019 年公司新能源锂电行业设备营收为 11 亿元，占总营收的 12%。公司主要产品为电芯自动化集成系统、模组 pack 自动化集成系统、整线自动化集成系统，主要大客户包括宁德时代、国轩高科。
 - 回顾历史：2017~2019 年公司新能源行业设备营收快速增长，同增 82%、17%、73%，新能源行业营收快速增长主要得益于新能源汽车行业快速增长，2017、2018 年新能源车产量同增 54%、60%，由于补退退坡的影响，2019 年新能源车产量下滑 2%。
 - 展望未来：根据工信部发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿），2025 年新能源车占新车销量的目标比例为 25%，预计未来五年新能源车持续高增长。从公司主要锂电客户的产能规划来看，2019 年宁德时代、国轩高科的电池系统产能为 53、16GWh，预计 2022 年产能将扩张到 150、50GWh，伴随下游客户产能翻倍增长，预计公司新能源行业设备营收快速增长、毛利率进一步抬升。

图表 33：预计 2025 年新能源车占新车销量比例达 25%



来源：wind, 工信部, 国金证券研究所

图表 34：预计 2020~2022 宁德时代、国轩高科产能翻倍



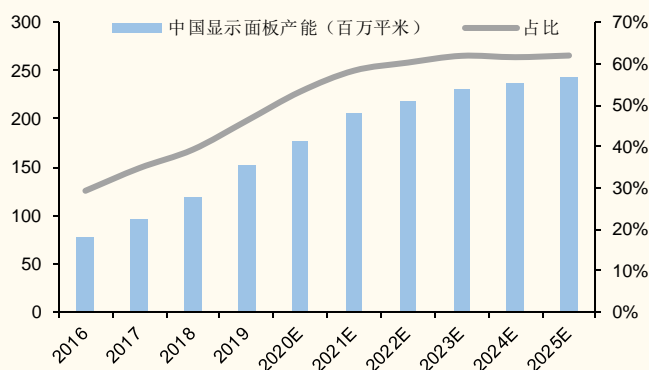
来源：公司公告, 国金证券研究所

- 显示面板行业设备：得益于显示面板国产化率提升，预计公司营收持续增长。
 - 2019 年公司显示面板行业设备营收为 7 亿元、占总营收的比例为 7%。公司产品包括激光切割设备、激光修复设备、激光剥离设备、画面自动检测设备，公司下游客户为国内主流面板厂，包括京东方、TCL。

2018 年公司自主研发的国内首台柔性 OLED 激光切割设备正式投产，彰显公司技术实力。

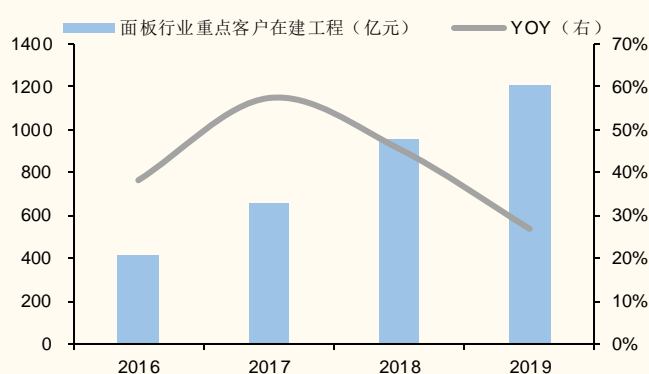
- 回顾历史：2017~2019 年公司显示面板行业设备营收增速达 98%、230%、34%，公司显示面板行业设备快速增长主要得益于下游面板厂持续扩产，2016 年中国显示面板产能占比为 29%，2019 年中国显示面板产能占比为 46%。
- 展望未来：预计未来三年仍是国内显示面板企业投产的高峰期，2022 年中国显示面板产能占比将达 61%，从公司主要面板有客户（京东方、TCL）的在建工程来看，近年来各企业资本开支快速增长，预计未来三年为资本开支高点，预计 2020~2022 年公司显示面板激光设备营收同增 30%、20%、10%。

图表 35：中国显示面板产能占比快速提升



来源：DSCC，国金证券研究所

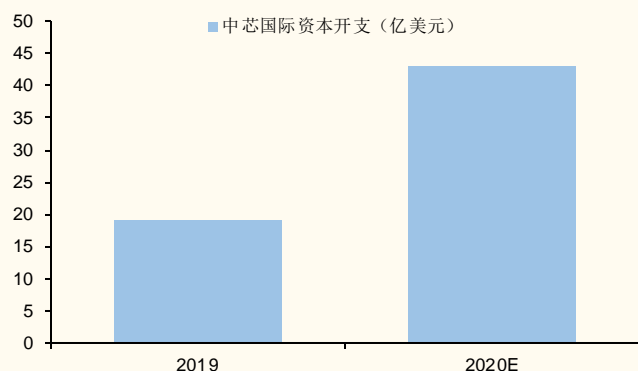
图表 36：公司面板行业重点客户在建工程快速增长



来源：wind，国金证券研究所

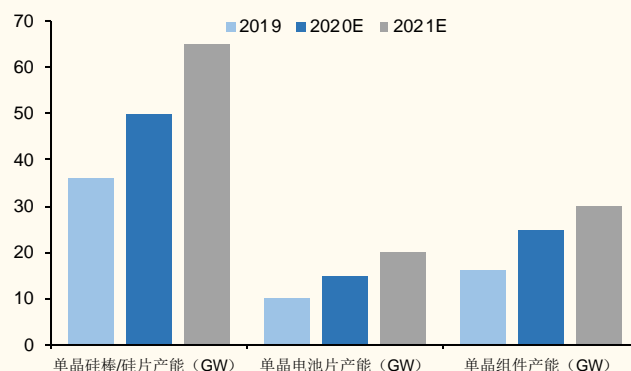
- LED 及半导体行业设备：得益于半导体、光伏行业需求爆发，预计公司营收快速增长。
- 2019 年公司 LED 及半导体行业激光设备营收为 2.6 亿元，占总营收的 3%。其中 LED 行业设备营收为 1.44 亿元；半导体行业激光设备营收为 0.5 亿元、同增 52%；光伏行业激光设备首次获取大客户订单，实现营收 0.63 亿元。
- 展望未来：预计未来公司 LED 及半导体行业设备有望保持快速增长，预计 2020~2022 年营收保持 30% 的增速。1) 半导体设备：政策支持下，预计未来三年国内晶圆、封测产能大幅增长，叠加国产替代加速，大族激光有望深度受益。①在国家集成电路产业基金的支持下半导体设备行业需求快速增长。以国内龙头中芯国际为例，2019 年中芯国际资本开支为 19 亿美元，预计 2020 年将达到 43 亿美元。②大族激光在半导体激光设备的主要产品为激光划片机，目前国内激光划片机市场主要依赖于进口、国产化率为 0。2020 年 5 月 15 日美国商务部发布针对华为发布新一轮禁令，限制华为利用美国半导体设备生产芯片。将进一步加速半导体国产化，公司有望深度受益。2) 光伏设备：预计 2020 年全球新增装机达 140~150GW、同增 20%，其中国内新增装机重回 40~50GW 高位、同增 50%，行业景气度整体向好。下游企业进入新一轮扩产周期，以光伏龙头隆基股份为例，相较于 2019 年、2021 年公司单晶硅棒/硅片、电池片、组件产能接近翻倍。伴随公司大客户订单突破，预计未来光伏设备营收快速增长。

图表 37：预计 2020 年中芯国际资本开支大幅增长



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 38：预计 2019-2021 年隆基股份产能翻倍



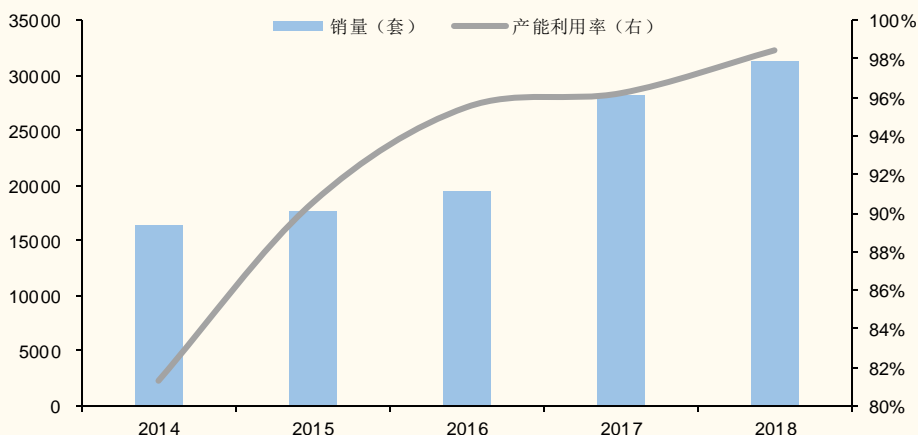
来源：公司公告，国金证券研究所

- **大功率激光设备：国产率提升、价格下降，促激光加工渗透率提升，预计未来低速增长。**
 - 2019 年公司大功率激光设备营收为 20 亿、占总营收的比例为 21%。公司大功率激光设备主要指 1000W 以上的激光切割设备、激光焊接设备。公司下游客户主要为汽车、机械等行业，包括上汽集团、宇通客车、中航工业、中船重工、中国中车、徐工机械、日立电梯等企业。
 - 回顾历史：历史上公司大功率激光设备营收快速增长，2019 年公司大功率激光设备营收为 20 亿元、同比下降 12%，营收下降主要系中美贸易摩擦致部分客户资本开支趋于谨慎。
 - 展望未来：受疫情影响，预计 2020 年大功率激光设备营收继续下滑 10%。长期来看，伴随大功率激光器国产化率提升、大功率激光设备单价下降。预计伴随单价下降，未来大功率激光设备渗透率进一步提升，大功率激光设备营收保持 10% 的低速增长。

3. 产能视角：预计可转债项目将于 2020 年 Q4 投产，打破产能瓶颈

- **2018 年公司产能利用率达 98%，进入产能瓶颈。**2018 年公司激光及自动化配套设备产能为 3.3 万套，较 2014 年增长 62%，销量达 3.1 万套，较 2014 年增长 91%，销量增速远高于产能增速导致公司进入产能瓶颈，2018 年公司产能利用率达 98%。

图表 39：伴随销量增长，公司产能进入瓶颈



来源：公司公告，国金证券研究所

- **预计可转债项目将于 2020 年投产，打破产能瓶颈、助力业绩增长。**1) 2018 年 2 月公司发行 23 亿元可转债，用于提高大功率激光设备和显示面板激光设备产能。项目达产后将新增大功率激光切割自动化成套装备 300 套、大功率激光焊接自动化成套装备、机器人自动化系统集成成套装备 20 套、玻璃等脆性材料加工设备 1010 套。预计投资项目达产后将为公司贡献营收 45 亿元、净利 6.8 亿元。2) 项目建设期为 2 年，第三年达产 50%，第四年达产 70%，第五年达产 100%。截止 2019 年，大功率激光切割焊接系统及机器人自动化装备产业化项目投资进度达 59%，脆性材料及面板显示装备产业化项目投资进度达 40%，我们预计项目有望于 2020 年 Q4 投产，项目投产打破公司产能瓶颈，助力公司业绩增长。

图表 40：预计可转债项目将于 2020 年投产，打破产能瓶颈、助力业绩增长

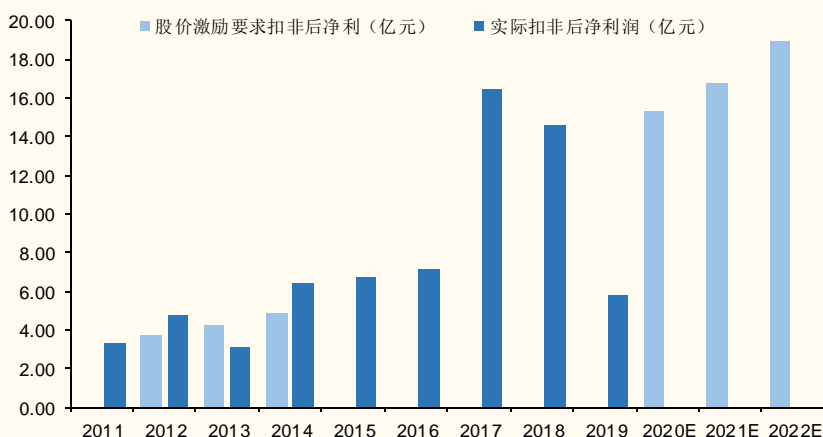
投资项目	产品名称	投资金额 (亿元)	2019 年投 资进度	年产能 (套)	达产年营收 (亿元)	达产年净利 (亿元)
大功率激光切割焊接系统及 机器人自动化装备产业化	高功率激光切割自动化成套装备	17.21	59%	300	15	4.5
	高功率激光焊接自动化成套装备			100	5	
	机器人自动化系统集成成套装备			20	10	
脆性材料及面板显示装备产 业化	脆性材料及面板显示加工设备	9.49	40%	1010	15.3	2.3

来源：公司公告，国金证券研究所

4.股权激励视角：行权条件要求 2020~2022 年扣非净利达 15、17、19 亿元

- **首次股权激励：两个行权期满足行权条件，助力公司业绩快速增长。**2012 年 10 月，公司实施首次股权激励，行权条件的公司层面业绩考核为：以 2011 年经审计的扣非后净利润为基数，2012 年扣非后净利润增长率不低于 10%，2013 年扣非后净利润增长率不低于 25%，2014 年扣非后净利润增长率不低于 45%；即 2012、2013、2014 年扣非后净利润需达 3.7、4.2、4.9 亿元。2012、2014 年公司均满足行权条件。
- **新一轮股权激励要求 2020、2021、2022 年扣非后净利润达 15.27、16.72、18.9 亿元。**2019 年 9 月公司实施新一轮股权激励，对 1333 位董事、核心骨干授予近 4996 万份股票期权，行权价格为 30.57 元，行权条件的公司层面业绩考核为：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%，2021 年扣非后净利润增长率不低于 15%，2022 年扣非后净利润增长率不低于 30%；即 2020、2021、2022 年扣非后净利润需达 15.27、16.72、18.9 亿元。

图表 41：股权激励助力公司业绩增长

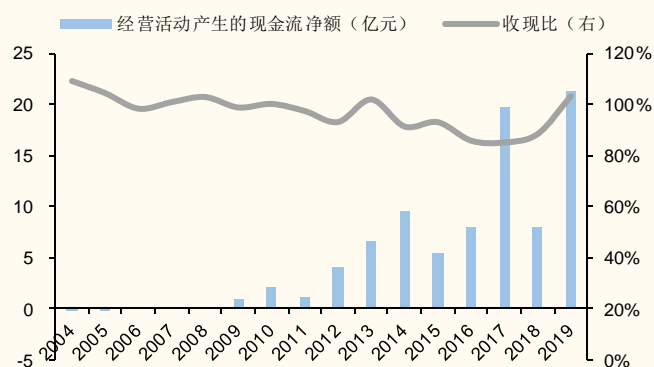


来源：公司公告，国金证券研究所

5.财务视角：收现比提升，下游景气度或边际改善

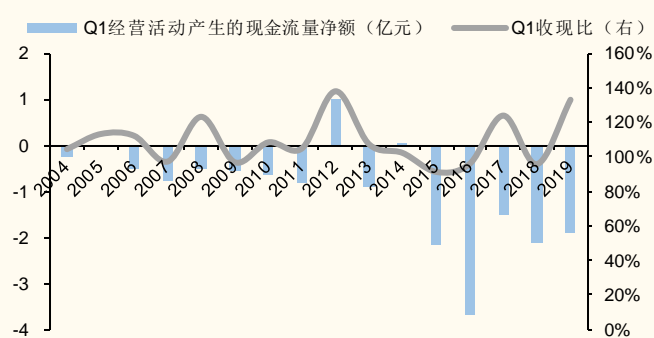
- 历史上公司营收、业绩呈现一定的周期性，我们认为原因有二：1) 苹果作为公司的第一大客户，贡献的营业收入一度超过 30%，公司营收受下游大客户苹果产品外观更新节奏影响。2) 下游客户景气度影响激光设备采购进程。
- 2018 年、2019 年公司营收为 110、96 亿元，同比-5%、-13%；归母净利为 17、6 亿元，同比 3%、-63%。2018、2019 年公司处于景气度的低点。
- 我们认为收现比的变动可以一定程度反映公司下游景气度的变化。2019 年、2020 年 Q1 公司收现比达 103%、133%，接近历史新高，经营活动产生的现金流净额为 21、-1.9 亿元，较去年同期均有改善。

图表 42：2019 年公司应收款项下降



来源：wind，国金证券研究所

图表 43：2019 年公司收现比、经营活动产生的现金流净额改善



来源：wind，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

1.盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母业绩为 11、17、20 亿元，同比 71%、55%、18%

- 预计公司 2020-2022 年营收为 105、134、151 亿元，同比 10%、27%、13%。1) 激光及自动化配套设备业务（包括小功率激光设备、大功率激光设备、显示面板行业设备、半导体行业设备、新能源行业设备）：2021 年得益于迟到的 5G 手机换机潮、叠加大客户设备更新周期，公司小功率激光设备高速增长；得益于下游持续高景气度，预计未来三年显示面板行业设备、半导体行业设备、新能源行业设备营收快速增长。历史公司小功率激光设备毛利率超 40%、得益于小功率激光设备营收快速增长，预计公司激光及自动化配套设备业务毛利率有所抬升。2) PCB 及自动化配套设备业务：2020 年得益于 5G 基站建设、2021 年得益于迟到的 5G 手机换机潮，下游大客户（深南电路、生益科技、沪电股份、景旺电子等主流 PCB 企业）加大资本开支，公司 PCB 及自动化配套业务高速增长，伴随下游景气度提升、公司 PCB 及自动化配套业务毛利率恢复至历史高点。3) 假设公司其他业务维持不变。

图表 44：：预计公司 2020-2022 年营收为 105、134、151 亿元，同比 10%、27%、13%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计								
收入 (亿元)	55.87	69.59	115.60	110.29	95.62	105.09	133.63	158.11
YOY	0%	25%	66%	-5%	-13%	10%	27%	18%
成本 (亿元)	34.72	42.98	67.89	68.96	63.10	66.83	83.11	99.95

毛利 (亿元)	21.15	26.61	47.71	41.33	32.52	38.26	50.52	58.16
毛利率(%)	37.86	38.24	41.27	37.47	34.01	36.40	37.81	36.79
激光及自动化配套设备								
收入 (亿元)	38.47	51.49	93.19	86.16	76.40	79.48	102.27	121.76
YOY	2%	34%	81%	-8%	-11%	4%	29%	19%
小功率激光设备收入	29.17	36.90	61.88	47.51	35.31	35.31	49.43	59.32
YOY	0%	26%	68%	-23%	-26%	0%	40%	20%
大功率激光设备收入	9.29	14.59	20.74	23.25	20.38	18.34	20.18	22.19
YOY	9%	57%	42%	12%	-12%	-10%	10%	10%
显示面板行业设备收入	-	-	1.60	5.27	7.07	9.19	11.03	12.13
YOY	-	-	98%	230%	34%	30%	20%	10%
LED 及半导体行业收入	-	-	3.50	3.72	2.56	3.33	4.33	5.62
YOY	-	-	31%	6%	-31%	30%	30%	30%
新能源行业收入	-	-	5.47	6.41	11.09	13.31	17.30	22.49
YOY	-	-	82%	17%	73%	20%	30%	30%
成本 (亿元)	24.09	31.43	54.50	54.27	51.46	51.66	64.43	73.18
毛利 (亿元)	14.38	20.06	38.70	31.89	24.94	27.82	37.84	41.16
毛利率(%)	37.38	38.96	41.53	37.02	32.64	35.00	37.00	36.00
PCB 及自动化配套设备								
收入 (亿元)	7.07	8.90	12.10	16.82	12.78	19.17	24.92	29.91
YOY	20%	26%	36%	39%	-24%	50%	30%	20%
成本 (亿元)	4.51	5.55	7.51	10.98	8.13	11.69	15.20	18.54
毛利 (亿元)	2.57	3.35	4.60	5.85	4.65	7.48	9.72	11.36
毛利率(%)	36.30	37.64	37.97	34.76	36.36	39.00	39.00	38.00
其他业务								
收入 (亿元)	10.33	9.20	10.31	7.31	6.44	6.44	6.44	6.44
YOY	-14%	-11%	12%	-29%	-12%	0%	0%	0%
成本 (亿元)	6.12	6.00	5.88	3.71	3.50	3.48	3.48	3.48
毛利 (亿元)	4.21	3.20	4.43	3.60	2.94	2.96	2.96	2.96
毛利率(%)	40.76	34.78	42.97	49.25	45.58	46.00	46.00	46.00

来源: wind, 国金证券研究所

- 预计公司 2020-2022 年归母业绩为 11、17、20 亿元，同比 71%、55%、18%。1) 考虑公司 2020 年营收恢复增长，预计公司销售费率、研发费率持续下降。2) 根据公司新一轮股权激励，公司 2019、2020、2021、2022 年股权激励摊销期权费用为 0.39、1.17、0.85、0.47 亿元。预计 2021、2022 年公司管理费下降。3) 公司股权激励行权条件要求 2020~2022 年扣非后净利达 15、17、19 亿元，考虑 2020 年受疫情影响、下游大客户更新周期延迟，2020 年或难以满足股权激励行权条件。预计伴随下游景气度回升、公司进一步管控费率，2021、2022 年公司净利达 17、20 亿元。

图表 45: 预计公司 2020-2022 年归母业绩为 11、17、20 亿元，同比 71%、55%、18%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (亿元)	55.87	69.59	115.60	110.29	95.62	105.09	133.63	158.11
YOY	0%	25%	66%	-5%	-13%	10%	27%	18%
毛利 (亿元)	21.15	26.61	47.71	41.33	32.52	38.26	50.52	58.16
毛利率	37.9%	38.2%	41.3%	37.5%	34.0%	36.4%	37.8%	36.8%
营业税金及附加 (亿元)	0.52	0.73	1.12	0.97	0.87	0.95	1.20	1.42
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用 (亿元)	6.08	7.71	11.35	10.91	10.02	10.72	12.96	15.02

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
%销售收入	10.9%	11.1%	9.8%	9.9%	10.5%	10.2%	9.7%	9.5%
管理费用 (亿元)	4.16	4.94	6.88	5.73	5.70	6.52	7.35	7.91
%销售收入	7.5%	7.1%	5.9%	5.2%	6.0%	6.2%	5.5%	5.0%
研发费用 (亿元)	4.18	5.73	8.50	9.93	10.14	10.51	12.29	13.28
%销售收入	7.5%	8.2%	7.4%	9.0%	10.6%	10.0%	9.2%	8.4%
财务费用 (亿元)	-0.12	-0.07	2.22	-0.04	0.59	0.54	0.80	0.94
%销售收入	-0.2%	-0.1%	1.9%	0.0%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
资产减值损失 (亿元)	0.57	0.87	1.10	0.61	1.27	0.65	0.89	1.19
其他收益			2.29	3.78	3.41	4.00	4.00	4.00
投资收益 (亿元)	0.39	0.23	-0.17	1.52	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外收支 (亿元)	2.29	1.76	-0.80	0.02	0.20	0.30	0.30	0.30
利润总额	8.44	8.67	17.86	18.58	6.90	12.18	18.82	22.20
所得税 (亿元)	0.97	1.13	0.76	1.32	0.75	1.22	1.88	2.22
所得税率	11.5%	13.0%	4.3%	7.1%	10.9%	10%	10%	10%
净利润 (亿元)	7.46	7.54	17.11	17.25	6.16	10.96	16.94	19.98
少数股东损益 (亿元)	-0.01	0.00	0.46	0.06	-0.26	0	0	0
归母净利 (亿元)	7.47	7.54	16.65	17.19	6.42	10.96	16.94	19.98

来源: wind, 国金证券研究所

2.投资建议及估值: 给予公司目标价 48 元

- 采取 PE 估值, 给予目标价 48 元。我们选取激光设备公司华工科技、光韵达为可比公司, 考虑公司作为激光设备龙头, 具备一定估值溢价, 给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值, 对应目标价 48 元, 给予买入评级。

图表 46: 采取 PE 估值, 给予目标价 48 元 (30*2021EPS)

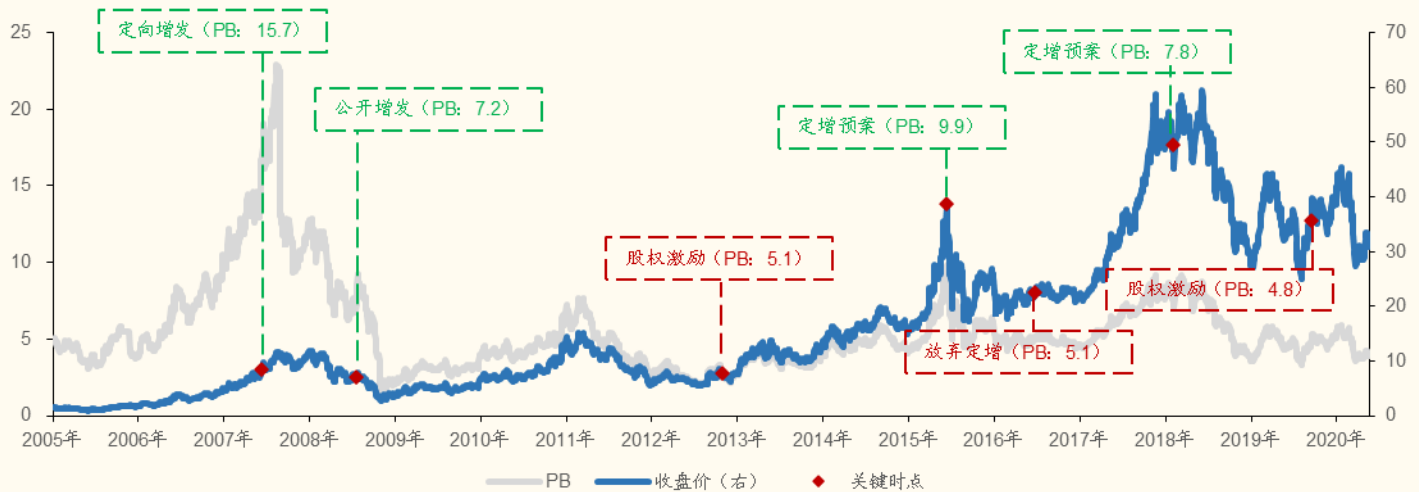
证券代码	证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002008.SZ	大族激光	33	348	0.60	1.03	1.59	54	32	21
000988.SZ	华工科技	21	206	0.50	0.66	0.81	41	31	25
300227.SZ	光韵达	9	39	0.29	0.30	0.40	30	29	22
300220.SZ	金运激光	57	72	0.12	1.53	3.11	477	37	18
			中位数				41	29	22

来源: wind, 国金证券研究所

3.从产业资本视角看公司合理估值: 公司 PB 的合理估值在 5~7 倍

- 从产业资本视角看公司合理估值: 公司 PB 的合理估值在 5~7 倍, 现价安全边际高。1) 从成本的角度来看, 公司更倾向于在股价较高的时候进行股权融资 (如增发、可转债), 而在股价较低的时候实施股权激励。复盘公司股价, 历史上公司股权融资往往在股价高点, 股权激励往往在股价低点。这也意味着我们可以透过公司的股权融资、股权激励时期的估值确定公司的合理估值。2) 考虑公司属于周期成长股, PE 估值波动较大, 我们通过 PB 估值来确定公司的合理估值。历史上公司一般在 PB 估值高于 7 的时候进行股权融资, 而在 PB 估值在 5 左右的时候实施股权激励。我们认为公司 PB 的合理估值在 5~7 倍, 对应股价为 39~55 元。公司目前股价仅 32.6 元 (对应 PB 仅 4.2 倍), 安全边际较高。

图表 47：从产业资本视角看公司合理估值：公司 PB 的合理估值在 5~7 倍



来源：wind，国金证券研究所

四、风险提示

- 疫情反复风险：未来若新冠疫情反复，或对消费电子、新能源车等产业造成冲击，导致公司下游景气度恶化。
- 5G 进程低于预期：若 5G 进程低于预期，公司小功率激光设备、PCB 设备业务将低于预期。
- 市场竞争风险：伴随市场竞争日益激烈，公司产品或面临降价风险。
- 在建工程进度低于预期风险：2019 年 10 月公司收到监管函，指出公司对欧洲研发运营中心项目披露存在不准确、不及时问题。根据 2019 年年报，公司在建工程达 21.9 亿元，其中欧洲研发运营中心在建工程达 9.9 亿元、本期增加额 3.2 亿元、项目进度 87%。该项目于 2011 年开工，开工时间严重落后于计划进度。
- 质押比例过高风险：根据公司公告，大族控股集团未解押股权质押股权 1.3 亿股、占总股本的 12%、占其持有股份数的 82%；高云峰未解押股权质押股权 0.69 亿股、占总股本的 6.5%、占其持有股份数的 72%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11,560	11,029	9,563	10,509	13,363	15,811
增长率		-4.6%	-13.3%	9.9%	27.2%	18.3%
主营业务成本	-6,789	-6,896	-6,309	-6,683	-8,311	-9,995
%销售收入	58.7%	62.5%	66.0%	63.6%	62.2%	63.2%
毛利	4,771	4,134	3,253	3,826	5,052	5,816
%销售收入	41.3%	37.5%	34.0%	36.4%	37.8%	36.8%
营业税金及附加	-112	-97	-87	-95	-120	-142
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,135	-1,091	-1,002	-1,072	-1,296	-1,502
%销售收入	9.8%	9.9%	10.5%	10.2%	9.7%	9.5%
管理费用	-1,538	-573	-570	-652	-735	-791
%销售收入	13.3%	5.2%	6.0%	6.2%	5.5%	5.0%
研发费用	0	-993	-1,014	-1,051	-1,229	-1,328
%销售收入	0.0%	9.0%	10.6%	10.0%	9.2%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	1,986	1,380	581	957	1,671	2,053
%销售收入	17.2%	12.5%	6.1%	9.1%	12.5%	13.0%
财务费用	-222	4	-59	-54	-80	-94
%销售收入	1.9%	0.0%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-110	-61	-127	-65	-89	-119
公允价值变动收益	0	0	18	0	0	0
投资收益	-17	152	2	0	0	0
%税前利润	n.a	8.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,867	1,855	670	1,188	1,852	2,190
营业利润率	16.2%	16.8%	7.0%	11.3%	13.9%	13.9%
营业外收支	-81	3	21	30	30	30
税前利润	1,786	1,858	690	1,218	1,882	2,220
利润率	15.5%	16.8%	7.2%	11.6%	14.1%	14.0%
所得税	-76	-132	-75	-122	-188	-222
所得税率	4.2%	7.1%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,711	1,725	616	1,096	1,694	1,998
少数股东损益	46	6	-26	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,665	1,719	642	1,096	1,694	1,998
净利率	14.4%	15.6%	6.7%	10.4%	12.7%	12.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,711	1,725	616	1,096	1,694	1,998
少数股东损益	46	6	-26	0	0	0
非现金支出	305	305	387	261	305	357
非经营收益	178	-42	45	166	195	184
营运资金变动	-221	-1,192	989	-696	-696	-603
经营活动现金净流	1,974	797	2,037	827	1,499	1,936
资本开支	-984	-1,035	-1,228	-339	-360	-380
投资	-21	-192	-52	0	0	0
其他	45	-831	86	0	0	0
投资活动现金净流	-960	-2,059	-1,194	-339	-360	-380
股权募资	5	16	0	-556	0	0
债权募资	896	3,412	-1,710	611	-39	-317
其他	-471	-566	-227	-652	-918	-1,028
筹资活动现金净流	430	2,861	-1,936	-597	-957	-1,345
现金净流量	1,444	1,599	-1,092	-110	182	211

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,325	4,512	3,427	3,317	3,499	3,710
应收账款	4,084	5,007	4,569	5,097	6,306	7,300
存货	2,290	2,903	2,532	2,838	3,529	4,244
其他流动资产	194	327	569	594	646	700
流动资产	8,894	12,749	11,098	11,846	13,980	15,954
%总资产	63.1%	67.3%	62.0%	62.9%	66.0%	68.3%
长期投资	1,672	1,477	1,091	1,091	1,091	1,091
固定资产	1,938	2,653	3,628	3,775	3,911	4,045
%总资产	13.7%	14.0%	20.3%	20.0%	18.5%	17.3%
无形资产	1,225	1,668	1,633	1,644	1,671	1,698
非流动资产	5,209	6,196	6,795	6,999	7,203	7,404
%总资产	36.9%	32.7%	38.0%	37.1%	34.0%	31.7%
资产总计	14,103	18,945	17,893	18,845	21,183	23,358
短期借款	1,833	3,008	1,303	2,063	2,024	1,707
应付款项	3,047	3,681	3,978	4,043	5,043	6,037
其他流动负债	1,283	1,268	1,066	1,178	1,489	1,745
流动负债	6,163	7,957	6,347	7,284	8,556	9,488
长期贷款	341	291	288	288	288	288
其他长期负债	315	2,101	2,181	2,093	2,142	2,187
负债	6,819	10,349	8,815	9,665	10,986	11,963
普通股股东权益	6,981	8,328	8,830	8,932	9,949	11,147
其中：股本	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
未分配利润	4,330	5,797	6,226	6,884	7,900	9,099
少数股东权益	302	268	248	248	248	248
负债股东权益合计	14,103	18,945	17,893	18,845	21,183	23,358

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.560	1.611	0.602	1.027	1.588	1.872
每股净资产	6.543	7.804	8.275	8.371	9.323	10.447
每股经营现金净流	1.850	0.746	1.909	0.775	1.404	1.815
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.411	0.635	0.749
回报率						
净资产收益率	23.85%	20.64%	7.27%	12.27%	17.03%	17.92%
总资产收益率	11.81%	9.07%	3.59%	5.81%	8.00%	8.55%
投入资本收益率	20.07%	9.33%	4.10%	6.38%	10.38%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	66.12%	-4.59%	-13.30%	9.90%	27.16%	18.32%
EBIT增长率	164.99%	-30.50%	-57.94%	64.80%	74.69%	22.85%
净利润增长率	120.75%	3.22%	-62.63%	70.63%	54.60%	17.93%
总资产增长率	36.00%	34.33%	-5.55%	5.32%	12.40%	10.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.9	135.2	161.0	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	111.2	137.4	157.2	155.0	155.0	155.0
应付账款周转天数	78.3	109.4	128.6	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	43.3	47.7	54.7	51.4	41.4	35.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.08%	6.94%	0.89%	10.35%	7.16%	1.77%
EBIT利息保障倍数	9.0	-315.1	9.9	17.6	20.9	21.8
资产负债率	48.35%	54.63%	49.27%	51.29%	51.86%	51.22%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH