

证券研究报告

平安机械

推荐 (首次)

证券分析师

叶国际

投资咨询资格编号 S1060209050127
电话 22627084
邮箱 yeguoji001@pingan.com.cn

研究助理

朱海涛

一般证券从业资格编号 S1220111110005
电话 0755-22623415
邮箱 zhuhaitao780@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

光电股份 (600184)

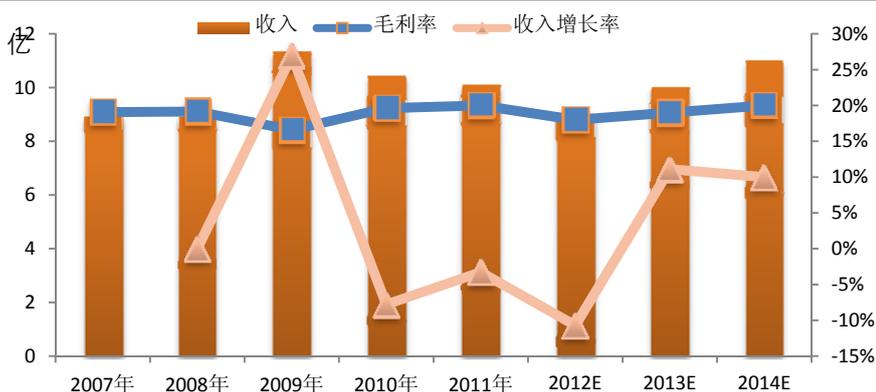
业绩将反转，重组有预期

平安观点:

我们近期调研了公司，与高管进行了交流。我们看好公司逻辑为：(1) 2013 年业绩将大幅扭亏为盈，业绩呈现反转，未来 2-3 年将保持较高增长；(2) 公司资产注入预期加强，后续资产体量大、较优质。

- **军品业务非常稳定，预计未来 3 年可保持一定增长。**公司军品目前收入占比约为 65%，净利占比约 50%。目前主要为火箭发射系统、导引头、航空平显设备、光电吊舱、侦察车等。我们预计未来 3-5 年公司军品可保持一定增长，理由为：
 - (1) **目前主打军品稳定性强：**火箭发射系统、导引头作为公司主要军品，近五年收入 10 亿元左右，毛利率在 19% 左右，延续性强。我们预计，由于火箭导弹持续列装，导引头属于消耗品，未来几年仍将保持稳定。
 - (2) **未来增量军品发展潜力巨大：**由于公司近年来在直升机载光电吊舱开拓力度较大，在近几年军用直升机列装将加速进行的背景下，预计将能保持较高增长。
 - (3) **预计 2013 年军品净利可达 0.8-1 亿：**由于 2012 年公司军品为四季度集中交货，所以部分收入可能延迟到 2013 年。由于过去几年公司军品收入非常稳定，参照 2011 年军品净利 0.8 亿，我们预计 2013 年军品仍能保持稳定盈利用约 0.8-1 亿。
- **光学玻璃受益于二次成型而毛利率提升，预计未来 3 年复合增速可达 30-50%。**光学玻璃目前收入占比约 30%，净利占比约 50%，未来 3 年高速发展理由为：(1) 2010-2012Q2 该业务净利增速分别达 240%、94%、187%，受益于高端光学材料技术与稀土成本较低双重因素导致的高壁垒，预计未来扩张与高速增长势头将可持续；(2) 该业务 2012Q2 毛利率提升 1.23 个百分点，主要是由于二次成型业务扩大，我们认为该业务结构调整仍会持续下去，未来毛利率提升仍有一定空间。
- **太阳能业务已到最坏时刻，预计未来 2-3 年将大幅减亏。**我们认为太阳能业务将大幅减亏，与 2012 年相比将可增加利润约 0.8 亿，理由为：(1) 经过 2010 与 2011 年损失计提分别约 0.4 亿、0.6 亿，目前公司已无多大计提空间；(2) 预计 2012 年太阳能收入可同比大幅下降 90% 至 0.5 亿元左右，未来已无多大下降空间；考虑到 2012 年太阳能业务净利亏损约 0.6 亿元，预计 2013-2014 年在收入减少、人员调整的背景下，亏损可控制至 0.4 亿元以内。
- **优质资产注入预期加强。**理由为：(1) 中国兵器工业集团证券化率目前不足 25%，未来证券化需求较高；(2) 集团光电板块中，仍有体量庞大的优质光电资产未上市；(3) 同属中国兵器工业集团的江南火箭资产注入加强了市场预期。
- **考虑公司将业绩反转、有资产注入预期，首次给予“推荐”评级。**我们预计，公司 2012-2014 年净利润分别为 -0.33 亿元、1.32 亿元、1.8 亿元，EPS 分别为 -0.16、0.63 与 0.86 元，对应动态 PE 为 -107.1、26.9 与 19.8 倍。鉴于公司业绩将出现反转，资产注入预期较强，首次“推荐”评级。
- **风险提示：**光学玻璃市场出现波动，资产注入不达预期。

图表1 公司军品业务近年来非常稳定



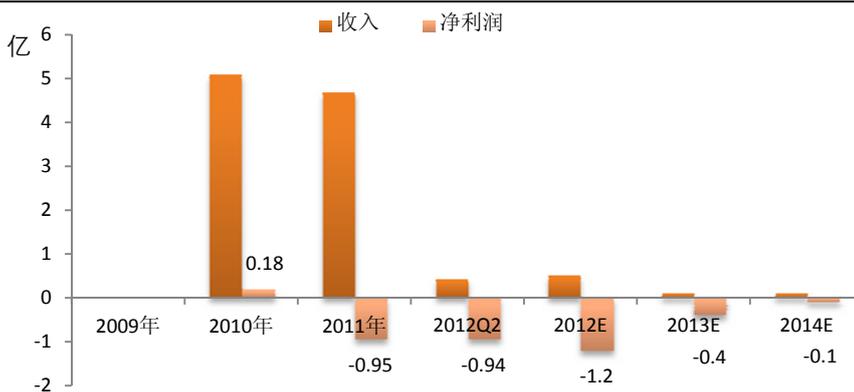
资料来源：安证券研究所

图表2 公司光学玻璃业务近年来成长非常迅速



资料来源：平安证券研究所

图表3 预计明后年公司太阳能业务将大幅减亏



资料来源：平安证券研究所

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1915	1834	2046	2449
现金	264	594	655	779
应收账款	694	470	592	714
其他应收款	39	26	34	41
预付账款	289	260	317	378
存货	470	436	388	463
其他流动资产	158	48	61	73
非流动资产	981	836	851	758
长期投资	149	80	80	80
固定资产	639	651	682	623
无形资产	15	13	12	10
其他非流动资产	179	92	77	44
资产总计	2896	2670	2897	3207
流动负债	1358	1165	1267	1386
短期借款	555	500	500	500
应付账款	423	357	430	511
其他流动负债	380	308	337	375
非流动负债	538	540	540	540
长期借款	535	535	535	535
其他非流动负债	2	5	5	5
负债合计	1895	1705	1807	1927
少数股东权益	40	47	40	51
股本	209	209	209	209
资本公积	307	307	307	307
留存收益	445	401	533	713
归属母公司股东权益	961	918	1049	1229
负债和股东权益	2896	2670	2897	3207

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-14	431	232	194
净利润	12	-25	125	190
折旧摊销	59	75	85	93
财务费用	46	77	73	72
投资损失	-5	-2	-2	-3
营运资金变动	-174	341	-43	-165
其他经营现金流	48	-34	-6	6
投资活动现金流	-355	77	-98	3
资本支出	203	0	100	0
长期投资	-141	-75	0	0
其他投资现金流	-293	2	2	3
筹资活动现金流	348	-178	-73	-72
短期借款	275	-55	0	0
长期借款	113	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-124	-73	-72
现金净增加额	-21	330	61	124

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1962	1613	2031	2448
营业成本	1643	1299	1583	1890
营业税金及附加	2	2	2	2
营业费用	20	16	20	24
管理费用	198	202	213	245
财务费用	46	77	73	72
资产减值损失	43	65	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	2	2	3
营业利润	14	-45	134	208
营业外收入	11	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	24	-37	142	216
所得税	12	-11	17	26
净利润	12	-25	125	190
少数股东损益	-12	8	-7	11
归属母公司净利润	23	-33	132	180
EBITDA	119	107	292	373
EPS (元)	0.11	-0.16	0.63	0.86

会计年度	2011 A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	8.4%	-17.7%	25.9%	20.5%
营业利润	-83.9%	-409.6%	199.1%	55.7%
归属于母公司净利润	-73.6%	-243.1%	297.5%	36.2%
获利能力				
毛利率(%)	16.3%	19.5%	22.1%	22.8%
净利率(%)	1.2%	-2.1%	6.5%	7.3%
ROE(%)	2.4%	-3.6%	12.6%	14.6%
ROIC(%)	1.8%	1.7%	13.2%	17.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	65.4%	63.9%	62.4%	60.1%
净负债比率(%)	58.56%	60.72%	57.29%	53.73%
流动比率	1.41	1.57	1.61	1.77
速动比率	1.04	1.18	1.30	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.58	0.73	0.80
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	3.86	3.33	4.02	4.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.11	-0.16	0.63	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	2.06	1.11	0.93
每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.38	5.01	5.87
估值比率				
P/E	153.24	-107.12	26.95	19.79
P/B	3.70	3.87	3.39	2.89
EV/EBITDA	36	40	15	11

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257