

光电尖兵，蓄势待发

——奥普光电（002338）2009 年年报点评

2010 年 3 月 17 日

强烈推荐/首次

奥普光电

财报点评

王立 机械行业分析师

wangli@dxzq.net.cn 010-66507330 S1480109050675

事件：

奥普光电今日发布2009年年度报告，报告期内，实现营业收入18,152.21万元，同比增长6.61%；实现营业利润4,764.11万元，同比增长10.96%，实现净利润4,056.09万元，同比增长15.13%。

公司2009年度利润分配预案为：以公开发行后公司总股本8000万股为基数，每10股派发现金红利4.00元（含税），共计派发32,000,000元。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	N/A	N/A	43.41	45.95	N/A	N/A	46.25	45.00
增长率（%）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.53%	-2.08%
毛利率（%）	N/A	N/A	35.40%	47.26%	N/A	N/A	40.67%	44.54%
期间费用率（%）	N/A	N/A	8.93%	22.83%	N/A	N/A	10.50%	20.59%
营业利润率（%）	N/A	N/A	23.69%	25.10%	N/A	N/A	26.82%	25.51%
净利润（百万元）	N/A	N/A	7.50	12.17	N/A	N/A	10.66	10.10
增长率（%）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	42.00%	-17.05%
每股盈利（季度，元）	N/A	N/A	N/A	0.203	N/A	N/A	0.178	0.168
资产负债率（%）	N/A	N/A	N/A	36.27%	N/A	34.77%	37.61%	40.68%
净资产收益率（%）	N/A	N/A	N/A	8.05%	N/A	N/A	5.88%	5.28%
总资产收益率（%）	N/A	N/A	N/A	5.13%	N/A	N/A	3.67%	3.13%

评论：

积极因素：

- 营业收入的增加主要是光电测控仪器产品同比增长10.47%所致，光电测控产品多为国防科研和军工配套产品，产品售价实行审价制度，因此利润率水平受原材料价格变动影响较小，但规模效应明显，批量生产后利润率较高，所以军品业务利润率基本能保持小幅上升的趋势，是公司盈利的稳定来源。
- 报告期内，公司与子公司奥盛公司完成了吸收合并，执行15%优惠税率，而去年奥盛公司执行25%基准税率。公司15%的所得税优惠政策期限为2008年度-2010年度。考虑到公司的性质，这一优惠政策延续的可能性较大。

消极因素:

- K9玻璃使公司最主要的民用产品，其他光学材料产品占公司民品部分营业收入比例很小。2009年，受金融危机影响，光学材料需求减少，营业收入同比下降13.68%，毛利润率也同比下降0.98%。
- 2009年公司增加销售、高级管理人员薪酬以及研发费用，导致销售费用和管理费用大幅增加，影响当年利润。但2010年这两项费用将可保持稳定，且研发投入的增加和高管薪酬待遇的提升将有利于公司未来的发展。

业务展望:

公司最主要的产品为光电测控仪器，包括电视测角仪、光电经纬仪光机分系统、航空/航天相机光机分系统、雷达天线座、新型医疗检测仪器等，全部为军品。由于不同军工企业、科研单位负责不同种类、型号和档次产品的生产，竞争不明显，而公司依托长春光机所国内一流科研能力，在新产品研发上拥有较大优势。

在军用电视测角仪和新型雷达天线座领域，公司占据100%市场份额；在光电经纬仪领域，公司占据80%市场份额。但在这些光电设备上，我国与欧美国家技术水平差距明显，军队装备上也落后于发达国家，升级需求强烈。而这方面的国防投入近几年也稳定增长，“十一五”期间，我国国防费支出年复合增长率达到18%，其中30%用于国防装备支出。光电测控仪器设备对于提高武器系统的精确打击能力起着关键作用，作为一种重要的高精尖国防装备，在国防装备采购及国防费用支出中一直保持一定的比例。在需求方面，随着我国军队装备现代化水平的逐渐提高，对外军贸发展迅速，综合国内与海外市场，公司军工产品有良好的发展前景。

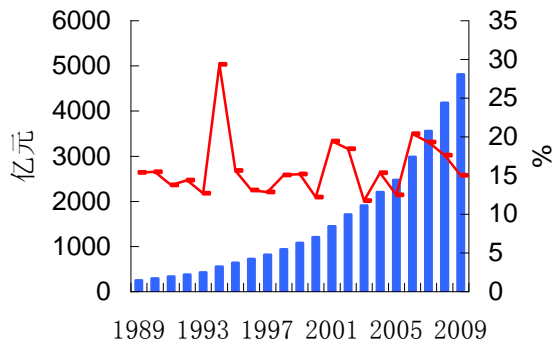
公司产品供不应求，长期处于产能不足状态，加工车间工时利用率长期处在130%~140%区间。募投的“光电测控仪器设备产业化建设项目”预计将在2010年底达到设计能力的80%，2011年完全达产。由于公司军工产品先期开发成本较高，规模化生产后成本下降迅速，因此该项目的达产将有效缓解产能瓶颈、提高公司军品毛利率水平、增厚公司业绩。预计光电测控仪器设备业务方面，公司2010年将有30%~40%的增长，而2011年之后随着产能彻底释放，业绩将会有更大增幅。

公司以K9玻璃为代表的民品光学材料业务由于受到金融危机的影响，销量有所下降，但平均售价由于高等级产品比例的上升而持续上涨。2010年市场需求回复，公司光学材料业务也将逐渐恢复到金融危机前的水平。

公司另一募投项目“新型医疗检测仪器生产线建设项目”为军民两用项目，生产前庭功能检测仪、特殊视觉检测仪和暗适应检测仪等新型医疗设备。预计第一年将实现设计能力的80%，三年完全达产，可年产视觉检测仪器460台。目前此类仪器完全依赖进口，成本较高，进口替代需求强烈，未来两年仅民用市场需求量即达到3000台。因此，该项目的建设完成将极大促进公司业绩的增长。

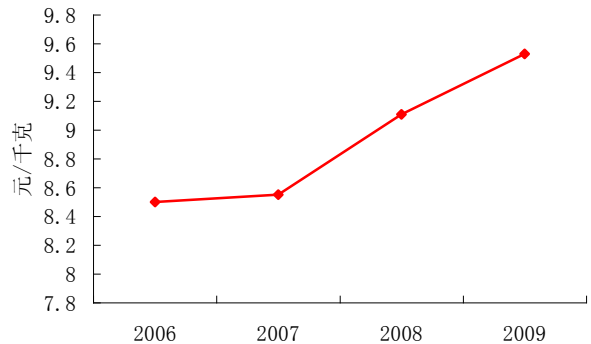
公司正在研发中的军品包括小型光电对抗系统和数字化头盔显示器，属于现代化单兵作战装备，符合现代化战争发展对装备升级的要求，市场前景巨大。正在研发的民品项目包括ATM出钞模组和再生资源集装箱探测仪。ATM出钞模组为ATM的机芯，其制造技术主要被以日本为代表的国外企业所垄断，而机芯构成了整个ATM机50%左右的成本。随着银行业务的开展，ATM网点铺设数量持续增加，2009年国内ATM数量同比增长28%，但机芯绝大部分完全依赖进口，仅广电运通拥有自主知识产权的机芯产品，但主要销往国外，国内ATM市场国产化需求十分巨大。这些项目目前大部分还处于中试阶段，距离实际投产尚有一段距离（2009年公司投入80万用于ATM出钞模组产业化），而一旦投产，将对未来公司的发展和业绩起到有力的支撑。尤其是民品项目，将有效对冲军品订单波动的风险。

图 1：我国国防开支保持较高增速



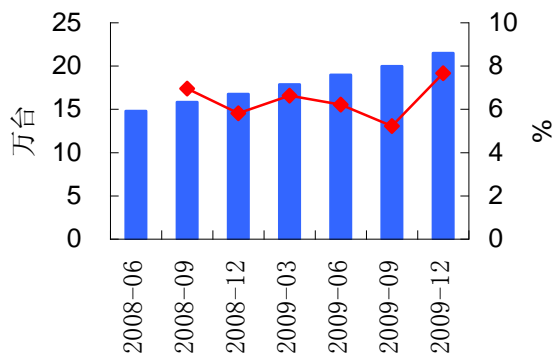
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：K9 玻璃价格变化趋势



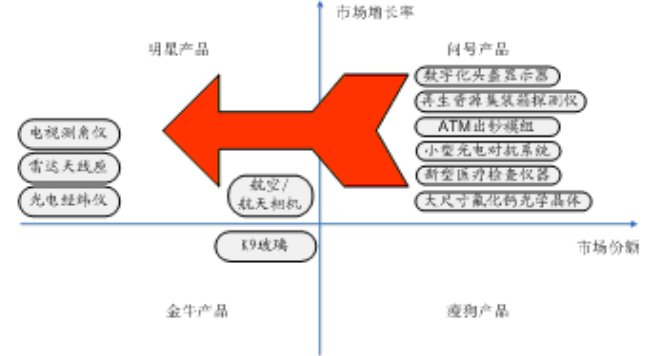
资料来源：公司招股说明书、公司 2009 年年度报告、东兴证券研究所

图 3：我国 ATM 机保有量



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：公司产品结构波士顿矩阵



资料来源：东兴证券研究所

盈利预测与投资建议：

我们预计2010年至2012年，公司EPS分别为0.801、1.135和1.527，对应P/E为55.94、39.47和29.33倍，首次给予强烈推荐评级。

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	170.26	181.52	232.85	313.04	411.57
主营收入增长率	7.50%	6.61%	28.28%	34.44%	31.48%
EBITDA (百万元)	52.78	57.36	91.05	135.71	179.15
EBITDA 增长率	24.92%	8.68%	58.71%	49.06%	32.01%
净利润 (百万元)	35.23	40.56	64.06	90.77	122.16
净利润增长率	20.22%	15.13%	57.93%	41.71%	34.58%
ROE	23.37%	21.20%	9.25%	11.66%	13.66%
EPS (元)	0.590	0.680	0.801	1.135	1.527
P/E	75.92	65.87	55.94	39.47	29.33

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王立

南开大学电子信息科学学士，光学工程硕士，控制理论与控制工程博士，2009年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 N/A5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 N/A5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。