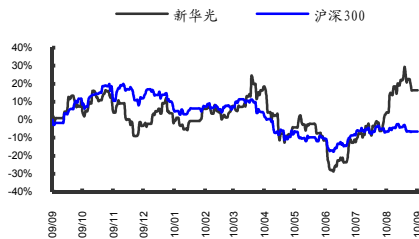


相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
新华光	11.8	32.4	16.4
沪深300	0.0	5.2	-6.6

市场数据 2010.9.27

当前价格(元)	25.60
52周价格区间(元)	15.25-28.81
总市值(百万)	2688.00
流通市值(百万)	1566.67
总股本(万股)	10500.00
流通股(万股)	6119.81
日均成交额(百万)	52.68
近一月换手(%)	94.13
Beta(2年)	0.70

相关报告

《2010-2014年光伏需求潜力无限, 晶硅技术仍为主导》 2010.9.1

分析师

张晓霞 (S0350207120532)

联系人: 谭倩

电话: 0755-83711632

邮件: tanq@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **资产重组业务结构优化:** 新华光主营光电材料与器件、太阳能电池、组件的生产、销售。重组完成后, 公司业务将扩展至防务、太阳能、光电材料与器件三大领域, 业务结构优化。
- **军工业务注入业绩新动力:** 拟注入的精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备和地面显控信息装备等四大系列产品, 技术成熟, 业务盈利能力稳定。目前我国的国防力量亟待发展壮大, 防务资产收入预计将占到未来公司收入的50%以上, 成为公司持续发展的强劲动力源。
- **太阳能业务发展潜力无限:** 重组后, 新华光对天达光伏的持股从41.22%上升至87.93%。2010年全球光伏进入高速发展时期, 在国内外政策的刺激下, 预计未来五年全球光伏装机容量保持25%的增长率, 太阳能电池、组件的需求扩张。新华光通过扩产和引进先进生产线, 以实现产量和转换效率的提升, 太阳能领域业务发展潜力无限。
- **光电材料和器件业务持续增长:** 2010年上半年, 光电材料业务实现收入1.3亿元, 同比增长73%, 毛利率提高约6个百分点, 回到23.37%。未来公司将继续走技术研发, 产品升级路线, 将业务逐步转向高利润的中高档光学玻璃, 同时通过发展钢化玻璃、红外玻璃, 打造民用、军用和军民两用的光电材料与器件产业链, 预计业务收入和利润率能持续增长。
- **投资评级:** 假设新华光在2010年底前完成重组, 我们预测公司2010-2011年每股摊薄收益分别为约0.55元和0.79元。以55倍、47倍市盈率计算, 公司2010年、2011年的估值为30.18元和37.06元, 给出“买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	517.03	2169.52	2482.69	2935.31
营业利润(百万元)	71.22	347.89	441.74	557.58
净利润(百万元)	9.49	114.89	165.10	231.23
摊薄每股收益(元)	0.09	0.55	0.79	1.10
摊薄每股净资产(元)	3.37	5.33	6.09	7.16
ROE(%)	2.68	10.30	12.95	15.43

重组优化业务结构

2010年9月2日，中国证券监督管理委员会通过了新华光发行股份购买资产暨关联交易事项。新华光计划向西光集团、红塔创投和云南工投分别发行8467.93万股、1575.80万股和394.32万股，用于收购西光集团拥有的防务资产、西光集团持有的天达光伏6.44%的股权以及红塔创投持有的天达光伏32.21%股权和云南工投持有的天达光伏8.06%股权，发行价为每股6.28元。

预计重组在今年年底前完成，本次重组使公司业务扩展至防务、光伏太阳能、光电材料与器件三大领域，将大幅提升公司今年的经营业绩和未来的盈利预期。

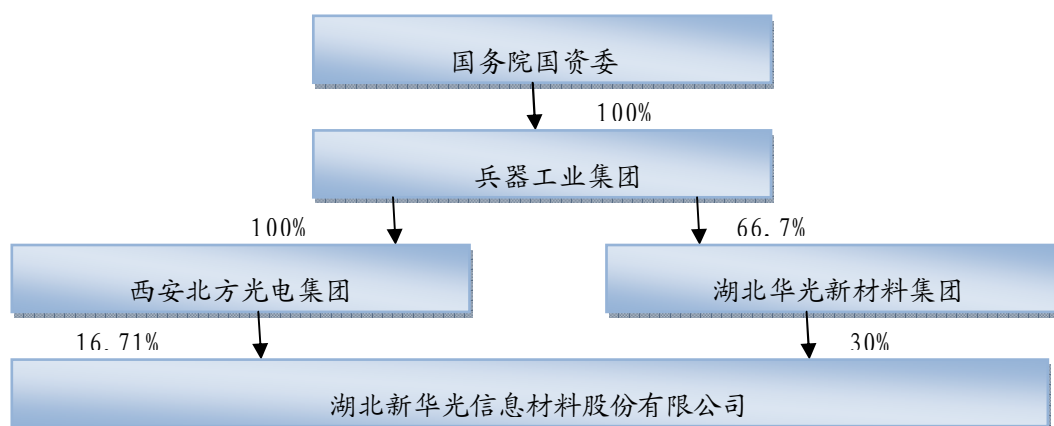
（一）重组的历史流程

- 西光集团于2008年11月5日召开了第三届董事会第十次会议，会议审议并通过了西光集团以防务标的及所持有的天达光伏股权资产认购新华光拟非公开发行的股份的议案。
- 2009年4月28日，西光集团取得国防科工局下发的《国防科工局关于西安北方光电有限公司主营业务整体上市的意见》批复，同意西光集团本次主营业务整体上市。
- 2009年5月7日，新华光就发行股份购买资产与西光集团、红塔创投、云南工投分别签署了《发行股份购买资产协议》。
- 2009年5月26日，新华光召开临时股东大会审议通过议案。
- 2009年12月8日，证监会对此次重组审核，**审核结果未通过该重组方案。**
- 2010年1月，新华光将对重组申请材料进行补充、修订和完善。交易对象西光集团、红塔创投、云南工投补充出具了天达光伏2010-2012年的业绩承诺，红塔创投、云南工投补充出具了延长锁定期承诺。
- 2010年5月28日，新华光关于发行股份购买资产暨关联交易事项获得中国证监会并购重组委审核**有条件通过**。
- 2010年9月2日，新华光收到中国证监会《关于核准湖北新华光信息材料股份有限公司向西安北方光电有限公司等发行股份购买资产的批复》，**核准本次资产重组**。
- 2010年9月6日，西光集团收到中国证监会《关于核准西安北方光电有限公司公告湖北新华光信息材料股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》，豁免西光集团本次要约收购义务。

(二) 重组前后的股权情况

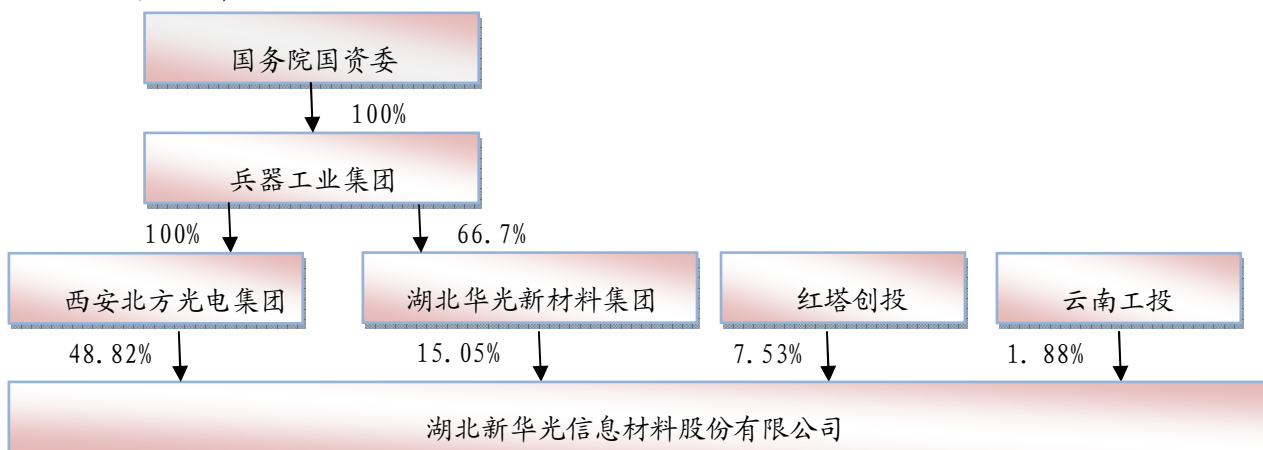
- 重组前，西光集团持有新华光 16.71% 股份，重组后，西光集团将成为新华光控股股东，持有 48.82% 股份，公司实际控制人为兵器集团。
- 重组前红塔创投、云南工投未持有新华光股份，重组后，红塔创投、云南工投将分别持有新华光 7.53%、1.88% 的股份。
- 重组前，新华光对天达光伏持股 41.22%，重组共购买 46.71%，重组后，实现对天达光伏控股 87.93%。
- 重组前，湖北华光新材料有限公司对新华光持股 30%，是其最大股东，重组后，持股份额减至 15.05%。

图 1: 重组前的股权情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

图 2: 重组后的股权情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

(三) 重组前后的业务变化

1. 重组前主营光电材料和太阳能电池业务

目前，公司主营业务为光电材料与器件、光伏太阳能电池及相关产品的生产、销售。

光电材料和器件业务方面，公司是全国最大的光学玻璃生产基地之

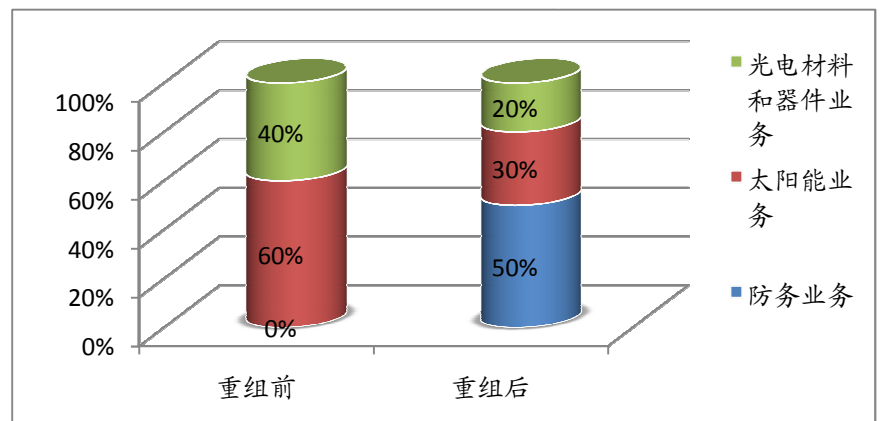
一，主要从事磁盘微晶玻璃基板、光学加工磁盘微晶玻璃基板及光学玻璃等方面的信息材料、光电子材料的研究、开发、生产和销售。主导产品包括：普通光学玻璃、光学型件、投影数码类光学玻璃、投影类光学型件。太阳能业务方面，公司通过控股云南天达光伏(持有其股份41.22%)从事太阳能电池领域的生产和开发。主要产品包括：有户用系统、太阳能灯、太阳能电池控制器、晶体硅太阳能电池组件、太阳能电池片等。近年来太阳能电池业务的发展较好，成为公司收入的主体，光学玻璃及材料业务保持平稳增长。

2. 重组后发展三大业务，优化收入格局

重组后，公司主营业务将扩展至防务、光伏太阳能、光电材料与器件三大领域。收购完成后，防务资产将占到公司收入的50%以上，成为公司持续发展的强劲动力源。

防务业务方面，公司将以精确制导武器系统和精确制导导引头系列产品为主导，成为航空、地面显控信息装备系列的高科技武器系统专业制造商，拓展公司的盈利空间。在光伏领域，对天达光伏的持股从41.22%上升至87.93%。随着天达光伏生产规模的扩大，稳定的原材料采购体系的建立，未来盈利能力将逐步显现。在光电材料与器件主业上，公司将形成发展民用、军用和军民两用的光电材料与器件的产业链，有利于拓展公司在光电材料及器件方面的技术优势。

图3：重组前后的业务收入结构对比



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

军工业务注入业绩新动力

（一）注入防务资产介绍

本次收购的西光集团防务资产主要包括精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备和地面显控信息装备等四大产品系列，基

本实现了西光集团防务资产的整体上市。新华光将以精确制导武器系统和精确制导导引头系列产品为主导，成为武器系统专业制造商。

表 1: 注入的防务资产的产品、用途、特点及优势介绍

资产系列	主要产品	用途	特点及优势
精确制导武器系统	重型导弹发射车	对地面装甲及空中目标等进行攻击	*复杂的光、机、电集合的陆用机动作战平台系统，是我军急需的高新技术武器装备。 *产品威力大、射程远 *公司在关键工艺上取得了实质性突破，处于国内武器系统总装总成批量生产和列装的领先水平，具备了稳定的生产能力。
精确制导导引头	导引头	高新技术的武器装备实现弹药职能化的基础	*现代战争中实现精确打击的重要组成部分 *公司在激光制导、图像制导及其拓展技术上拥有国内领先的技术水平，行业内形成了独有的核心技术和技术壁垒。
航空显控信息装备	航空座舱作战产品	用于作战飞机进行瞄准、攻击和飞行状态的综合观察，可提高飞机的总体作战效能	*集显示技术、数据记录技术于一体的精密系列化产品。 *公司在行业内具有显著的竞争优势、拥有行业领先的技术和成熟的加工工艺。
地面显控信息装备	地面显控信息产品	实现常规兵器高技术化	*采用信息技术、自动化技术、人工智能技术及红外技术等高新技术，为地面军用装备发展提供良好的条件保障。 *公司已形成防空拦截、预防二次毁伤的核心研制能力，拥有雄厚的实力，具备了较强的技术开发、产品试制和批量生产能力。

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

（二）军工行业的需求发展潜力

1. 军工行业的特点

军工行业主要为满足国防和战争需要供给武器装备，有别于一般的基础行业，具有以下特点：

- 政治性

军工行业服务于国家的战略目标和安全利益。国防安全和军事战略方针决定了军工行业的建设方向和发展规模。

- 保密性

由于某些军品和技术，特别是高精尖武器装备的技术与生产涉及国家安全和战略意图，因此处于高保密状态。所以一些军品只能由某些特定的军工企业进行研制与生产，使得军工产业市场的开放程度低，技术和市场垄断性高。

- 买方垄断性

国防事业是由国家财政来承担，买方主体具备垄断性。

- 投资风险性

军工产业属于资金、技术和人才密集型产业。企业投入周期长，资

本要求高，还要承担较高的科研风险。另外军队对军品的需求或采购具有明显的周期性，军工产品的需求同国际形势的关系极为密切。

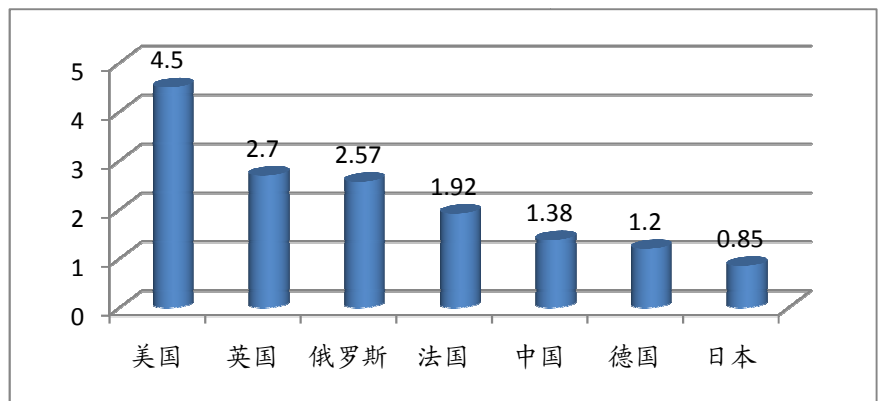
2. 军工产品的需求潜力

新华光本次注入的防务标的属于常规武器科研及生产。其需求主要取决于我国未来国防建设的规划、装备采购费用的支出及我国装备升级的，并受到国际政治军事形势和国内经济发展状况的影响。

进入新世纪以来，世界军事变革进入新的发展阶段。美、日、俄等军事大国调整安全战略和军事战略，加大国防投入，加快军队转型，发展先进军事技术和武器装备，战略核力量、军事航天、反导系统、全球及战场侦察监视成为强军重点。而以印度、越南等为代表的发展中国家积极谋求拥有先进武器装备，大力提升军力发展水平。在此背景下，中国仍面临长期、复杂、多元的安全威胁与挑战。周边环境持续动荡。北朝鲜的“核危机”、东海划界问题、台湾问题、南海诸岛的主权之争、印控藏南的主权问题等分别从东、南、西各个方向对我国形成战略牵制，成为潜伏在我国周边的危险的定时炸弹，对我国的国防安全形成极大的威胁。我国的国防力量亟待发展壮大！

另一方面，我国经济一直保持快速增长，目前已经成为世界第三大的经济体，经济实力和贸易水平的不断提升。但目前，我国依然坚持防御型国防政策，现有军费开支较为保守。中国的军费支出占 GDP 的比例仅为 1.4% 左右，大大低于美、俄等国家，尚有大量上升空间。如果军费达到与经济同步正常增长的规模，预计还需二十年的时间，完成补偿性增长。国防费用的支出主要包括：人员活动费、活动维持费和装备采购费，目前各费用比例基本保持在 1: 1: 1。人员活动费用的提高主要基于物价上涨因素，随着国防总支出的增加，装备采购占国防费用的比例将在未来出现显著提升，国防产品需求潜力巨大。

图 4： 各国国防费用占 GDP 比例（%）



资料来源：国务院新闻办《2008年中国的国防》

（三）注入防务资产的生产与销售模式

防务产品的主要销售对象是军方、兵器集团及其他军工集团所属各单位。军工产品通常根据客户的需求定制，根据需求所涉及的不同工艺进行单独设计，在客户具体要求下进行研发、设计、生产。同时，军工产品对产品质量、成本和交货时间要求严格，因此行业的技术壁垒高。生产中，公司对主要关键件、重要件均自主研制、加工，以便满足客户的要求，控制产品的质量、成本、及时交货。

由于军品生产的特殊性 & 军品销售的特殊模式，防务性资产生产的二、三级配套产品定点供应兵器集团系统内单位数量多，关联销售数额较大。

（四）注入的防务标的行业竞争优势

西光集团是国家重点保军企业、总装备部首批联合审查认可的国防装备承制单位，在军品业务领域具有显著的竞争优势。

1. 国际领先的核心技术及研发能力

新华光本次购买的防务标的包括国防科学技术工业委员认定的企业技术中心。该中心具备精确制导武器系统集成、可见光、红外、激光、微光技术、精确制导技术等及综合性科研开发的能力，在航空显控信息装备、视频摄录及综合数据记录系统、地面显控信息装备、激光末制导领域都拥有完全独立自主知识产权的核心关键技术，核心技术在国内防务产品领域处于领先地位。

2. 雄厚的加工制造能力

公司具有国内先进水平的车削和铣削加工中心、光学镀膜中心和光机电产品装配线等加工制造设备。具备精密机械加工、超精密光学加工、光电子器件加工三大核心加工能力，其中光电子器件加工的核心技术已形成了技术壁垒。

3. 行业领先的综合检测、校准及环境试验等计量检测、试验能力

西光集团建有包括兵器工业第一环境模拟与可靠性试验中心、陕西国防区域校准实验室和陕西省光学仪器质量监督检验站，三个实验室为一体的国家光电行业重点检测、试验中心，通过了实验室国家认可和国家认证认可管理委员会的计量认证。

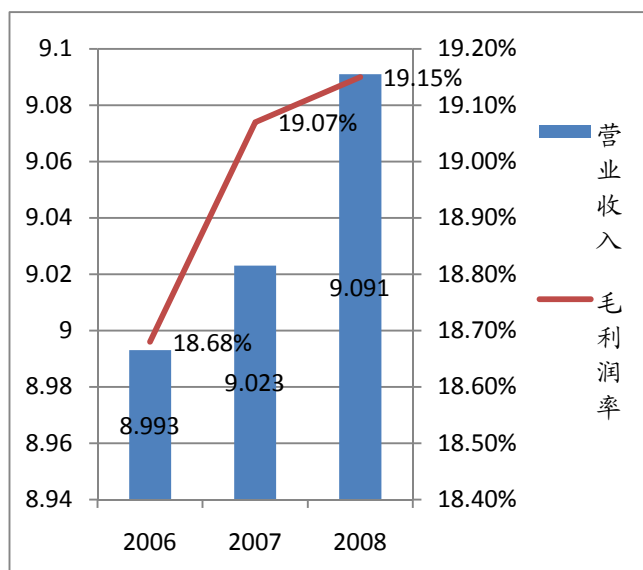
（五）注入防务资产的盈利能力分析

注入防务资产四大系列的主要产品均已批量生产，是成熟稳定军品

业务。系列产品中也有研发试制阶段成品，将保证防务性资产产品更新换代、适应市场的需求。

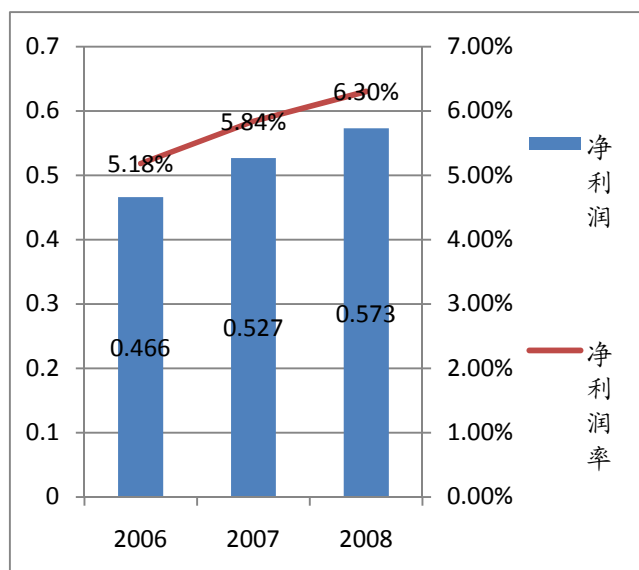
新华光在 2009 年发布的《发行股份购买资产暨关联交易报告书》中披露了注入防务资产 2006 年至 2008 年的财务数据。数据显示 2006 年至 2008 年，防务资产的收入和利润都稳步提升。2008 年收入为 9.09 亿元，比 2006 年增长 1.1%，利润保持平稳增长。毛利润率从 2006 年的 18.68% 上升至 2008 年的 19.15%。

图 5：2006-2008 年的收入（亿元）与毛利润



资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

图 6：2006-2008 年的净利润（亿元）与净利率



资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

西光集团承诺重组后防务资产的净利润在 2010 年不低于 4,667 万元、在 2011 年不低于 4,470 万元、在 2012 年不低于 4,648 万元。但承诺是基于保守的估计。预计公司 2010 年-2011 年的收入将保持 15% 的增长率，同时技术升级将提高产品的毛利率，预计净利润的增长率为 20% 左右。

太阳能业务发展潜力无限

（一）太阳能业务及产品介绍

本次交易后，新华光对天达光伏的持股从 41.22% 上升至 87.93%。云南天达光伏科技股份有限公司是中国最早、最大的进行太阳能电池制造、设计、销售和安装的专业公司之一，1978 年开始研制生产单晶硅太阳能电池。目前拥有户用系统、太阳能灯、太阳能电池控制器、晶体硅太阳能电池组件、太阳能电池片等多个产品系列，并以太阳能电池和组件为主导产品。随着 2010 年后全球光伏需求的扩张，天达光伏生产规模的扩大，稳定的原材料采购体系的建立，其收入和盈利能力正在逐步显现，2007

年之后光伏业务的销售收入在新华光的合并报表中占60%以上。

表 2: 光伏业务产品及发展状况

产品系列	主要产品	发展状况\产能
晶体硅太阳能电池片	规格为 125mm×125mm 或 156mm×156mm 方片	*产品处于批量规模化生产阶段。 *已拥有 2 条生产线，共 60MWp 产能。 *已建成第三条生产线，增加产能 30MWp。 *2009 年 2 月，与秀洲新区、秀洲工业园区管委会签署协议，计划建设六条太阳能电池硅片生产线，拟增产能 100MWp。
晶体硅太阳能电池组件	180W、240W 及兼容生产 180W 以下系列	*产品处于批量规模化生产阶段。 *已拥有 2 条生产线，共 60MWp 产能。 *已第三生产线，增加产能 30MWp。 *组件面板采用绒面钢化玻璃封装以减少阳光的反射，背场结构能提高转换效率，提高电池在恶劣环境下对光的吸收。
发电系统	独立太阳能供电系统、小型并网发电系统	*2009 年 4 月，与华能澜沧江水电有限公司签订协议，共同出资设立华能石林光伏发电有限公司，公司注册资本为 1 亿元，天达光伏拟出资 3,000 万元。该公司成立后将投资建设昆明石林并网光伏实验示范电站项目，电站装机设计规模为 100MWp。
其他产品	太阳能路灯、便携灯、交通标志、庭院灯	*产品处于批量生产阶段。

资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

(二) 太阳能电池、组件行业的需求发展潜力

1. 太阳能电池、组件的行业特点及其影响因素

新华光控股的天达光伏以太阳能电池和组件的生产和销售为主要业务。太阳能电池、组件产业处于光伏发电产业链中游，较上游行业，具有生产技术门槛、进入壁垒相对较低，投资少，建设周期短等特点。目前中国有 60 多家太阳能电池生产厂家，接近 350 家组件封装企业。国内企业充分利用我国的劳动力廉价优势，发展国际市场。2008 年，中国已成为太阳能电池的第一生产国和最大出口国，所产电池 90% 用于出口，行业毛利润处于 10%—15% 之间。技术进步带来的转换效率提高和发电成本降低，及世界各国的太阳能支持政策是行业发展根本动力。

2. 太阳能电池、组件未来需求潜力无限

太阳能电池、组件行业发展取决于终端光伏发电装机的需求。随着传统能源的日益紧缺，新能源的开发与利用得到世界各国的关注，自 2008 起，各国都进入了光伏的高速发展时期。主要的光伏国家装机增速都在 50% 以上，不少国家增速超过 100%。2010 年全球光伏装机在欧洲市场的领导下出现腾飞，全年装机有望突破 14.2GWp。随着各国刺激政策落实，多晶硅产能的释放，太阳能电池转换效率的提升，光伏发电成本

的下降，预计未来5年是全球的太阳能装机容量还能保持20%-25%的速度持续增长，带动电池和组件的需求。

- 国内政策的出台点燃国内光伏市场

自2010年4月1日，修改后的《可再生能源法》正式实施，中国将设立可再生能源发展基金、实行对可再生能源发电的全额保障性收购。另外，国家能源局正在组织编制“新兴能源产业发展规划”，计划在2011年至2020年，对新能源预计累计增加投资5万亿元，每年可增加1.5万亿。《可再生能源法》和“新兴能源产业发展规划”，点燃了国内光伏市场。

- 国际政策的调整引导出口市场扩张

德国等在2010年7月实施削减后的上网电价，引发上半年的装机末班车热。在2010底和2011年第一季度，德国、意大利、捷克等多个欧洲国家会对上网电价有新一轮的削减，2010年下半年欧洲的装机末班车效应还会延续。另外，美国7月通过“千万屋顶计划”，将于2012年投资2.5亿美元，2013-2021年投资5亿美元，对私人住宅及商业建筑的太阳能发电系统进行补贴。英国自2010年4月1日实行上网电价补贴政策，价格范围为0.268-0.413英镑/kWh，有效期25年。美国和英国有望成为光伏的新兴主力国家。刺激政策引导下的装机需求扩张为我国太阳能电池和组件产业提供了巨大的出口空间，目前组件报价升至1.6欧元/Wp，部分企业毛利润率接近20%。

- 多晶硅技术捷报频频，保持主导地位

晶硅技术的太阳能转换率持续上升，成本稳步下降，保持了其对薄膜技术的优势。工业硅片切割厚度已经降至160um，硅用量降至8g/Wp。2010年8月，日本京瓷公司推出了转换率为16.9%的多晶硅电池，实现转换率再次突破。多晶硅价格在6月曾低至50美元/Kg，7-8月受需求爆发的拉动，价格回升到75美元/Kg附近，但随着许多已建产能的投产，多晶硅价格未来上升空间不大，预计半年内在75美元附近调整，2011年下半年有望下调至50美元/Kg。2010年8月，国内第二轮光伏电站招标中13个项目招标最低报价均跌破1元，最高为0.9907元，最低为0.7288元，平均电价为0.8469元。投标企业均为使用晶硅技术大型央企、国家电力公司。

薄膜技术方面，2010年7月美国应用材料公司(Applied Materials)宣布，停止向新客户销售其SunFab系列整套非晶硅薄膜技术，并将业务重点转到晶硅及发光二极管(LED)的制造设备和技术发展上。8月6日，无锡尚德叫停了旗下的非晶硅薄膜组件生产线的业务。薄膜电池要继续扩张市场份额，还需要突破其转换率低、稳定性相对较差、原材料

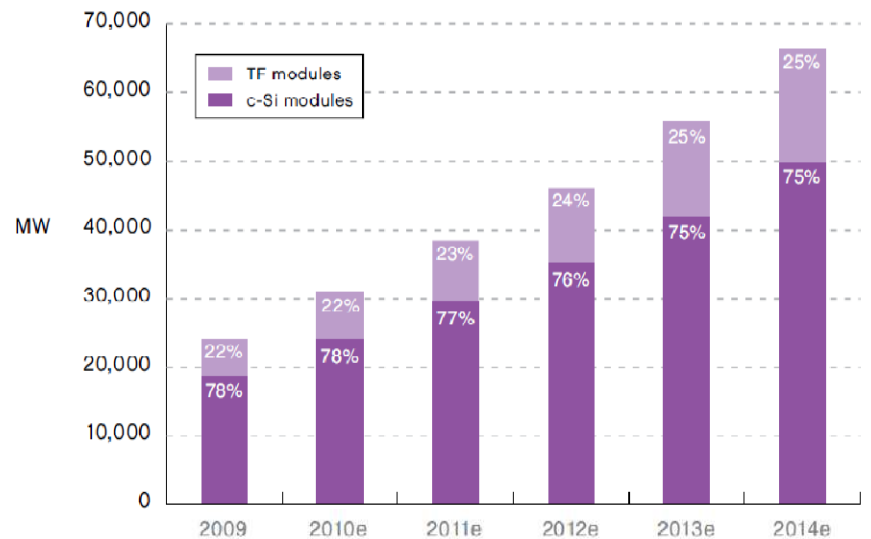
稀缺等难点，建立市场信心。预计晶硅电池在未来五年内仍为主导，保持80%以上市场份额。

表 3: 2010~2014 全球光伏新增装机预测

地区	类型	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
欧洲	平稳发展	5605	8190	5670	6095	7525	7980
	政策驱动		11515	8405	9690	11795	13475
非欧洲地区	平稳发展	1598	1890	2850	3430	4290	5750
	政策驱动		4000	7000	9400	12800	16500
全球	平稳发展	7203	10080	8520	9525	11815	13730
	政策驱动		15515	15405	19090	24595	29975

资料来源: EPIA, 国海证券研究所整理

图 7: 2010~2014 年晶硅组件和薄膜组件产能市场份额预测



资料来源: EPIA

(三) 天达光伏的经营模式

在采购方面，原材料硅片主要采用集中采购的模式，与国内外硅片供应专业厂商形成战略合作关系，以签订大额长期订单的方式集中采购，建立稳定的供货渠道，以获得低成本、高品质的原材料。

在生产方面，引进新型太阳能电池自动化生产线，实现集中批量生产，在生产线上对产品质量、成本进行直接控制，降低成本、提高电池片的转换效率。同时，缩短供货时间，在一定程度上规避结算时汇率风险。2009年10月，天达光伏与德国 Roth&Rau 公司签订《谅解备忘录》，Roth&Rau 公司需要负责给天达公司提供年产 60MW 的太阳能电池生产线，该线投产后，晶硅电池的转换效率将达到 18.5%。

在销售方面，天达光伏的市场领域分为国际和国内市场。在国内市场，主要以承揽太阳能电池工程的形式销售产品，面向西部无电或供电

不稳定的区域建立乡级太阳能发电站、移动通信、广播电视网络传输等工程。以西藏市场作为重点，相继取得青藏铁路 GSM 覆盖工程、边网二期、村通工程等合同，并成为西藏移动 2007 至 2008 年度太阳能发电组件及系统的主要供应商。2009 年 4 月，与华能澜沧江水电有限公司签订协议，共同出资设立华能石林光伏发电有限公司，该公司将投资建设昆明石林并网光伏实验示范电站项目，电站装机设计规模 100MWp。

在国际市场上，主要向欧洲国家出口用于并网发电的太阳能电池组件，部分组件出口非洲、南美等国家作为通信电源。目前在德国、西班牙、意大利、美国等主要光伏国家拥有多家分销商或代理商，是全球知名通讯公司沃达丰的合格供应商。天达光伏通过对国内外两个市场的拓展，建立了持续稳定的国内外销售渠道。

（四）天达光伏的行业竞争优势

1. 丰富的行业经验

天达光伏以前是原云南半导体厂，自 1978 年开始进行晶硅太阳能电池的制造、设计、销售和安装，是我国最早从事太阳能电池片、组件、光伏发电系统及成配套产品研究、制造的企业。八十年代从美国、加拿大引进了全套太阳能电池生产线，在吸收和消化引进技术的基础上，从事电池制造新工艺的研究。多次获得国家有关部委颁发的荣誉奖励。**30 多年的技术及经验的积累，使天达光伏能更准确地判断市场趋势并做出正确决策。**

2. 技术研发优势

天达光伏通过国内多家高校及光伏行业研究机构的合作，不断开发新产品和新技术、研究新工艺，曾承担国家“八五”、“九五”、“十五”科技攻关项目，先后获得 20 多项具有国际先进水平和自主知识产权的科技成果。开发了以钝化发射区工艺为代表的高效晶体硅太阳能电池生产技术。在“十五”期间就使单晶硅及多晶硅电池的光电转换效率分别达到 16%和 15%以上，产品质量及性能处于业内先进水平。2009 年 10 月，天达光伏与澳大利亚 NSI 公司签订了《合作研究及研究许可证协议》，将与 NSI 公司共同进行更具成本效益和更高效的光伏技术的研究工作，NSI 将给予天达公司相关先进光伏技术的许可证。同时，**天达光伏与德国 Roth&Rau 公司签订《谅解备忘录》，Roth&Rau 公司需要负责给天达公司提供年产 60MW 的太阳能电池生产线，该线投产后，晶硅电池的转换效率将达到 18.5%。**

3. 市场优势

国内市场方面，天达光伏三十年的经验打造了品牌优势。“天达”牌太阳能电池产品在国内市场占有较大份额，在全国范围的电力微波、光缆通信、卫星通讯、部队通讯、移动通讯、广电、森林防火、防洪报警、交通、石油、民用照明等领域被广泛采用。“天达”牌产品被确定为国家“光明工程”建设的首选产品。

国际市场方面，天达光伏与欧洲大型光伏企业建立了长期战略合作伙伴关系，确保了其在欧洲光伏市场的渠道销售优势。同时天达光伏出口市场多元，早期已针对美国等其他新兴光伏市场，积极开展企业及产品推介，进一步拓宽销售市场，防范国际主力市场转换带来的需求风险。

（五）太阳能业务的盈利能力分析

新华光控股的天达光伏的太阳能领域业务有较快的扩张势头。2008年销售收入较2007年增长156%。2009年受全球金融危机影响，各国，尤其是西班牙，财政补贴减少，全球光伏产业萎缩，天达光电的销售收入有较大回落。2010年以后，行业环境好转，1-6月公司光伏电池业务实现营业收入2.04亿元，同比增长59.05%，毛利率为10.47%，处于行业平均水平。

表 4：太阳能业务的收入与毛利润率

指标	2010 中报	2009 年报	2008 年报	2007 年报
营业收入	203,896,677.44	335,765,342.92	566,778,912.40	262,764,207.37
营业成本	182,552,851.36	296,230,560.85	536,652,770.01	241,452,173.21
毛利率(%)	10.47%	11.77%	5.32%	8.11%

资料来源：Wind、国海证券研究所整理

预计未来五年全球光伏需求总体趋势保持25%的增长率，天达光伏的太阳能电池和组件的销售需求潜力无限。随着已建成第三条30MWp生产线的投产运行，和计划建设六条太阳能电池片生产线，100MWp产能的顺利建成和投产，新华光的太阳能业务的收入将持续攀升。另一方面，天达光电通过引进德国Roth&Rau生产线，投产后预计实现晶硅电池18.5%以上的转换效率，其高转换率、高品质能带来更高的利润空间。

光电材料和器件业务持续增长

（一）光电材料和器件业务的产品介绍

在光电材料与器件业务上，新华光以光学玻璃为主体，发展红外光学材料、微晶玻璃、激光玻璃，并介入光电器件行业，向光学玻璃的二次压型件、精密压型与光学加工及光电器件方向发展。未来公司将形成

发展民用、军用和军民两用的光电材料与器件的产业链，成为兵器集团光电器件的主平台。

表 5: 光电材料和器件业务的产品、用途及特点

产品系列	主要产品	用途	特点及状况
光学玻璃	传统光学玻璃	望远镜、显微镜、枪瞄镜、照相机、电影机、测量仪、分析仪等光学器材	*拥有年产 6500 多吨高品质产品的生产能力。
	环保光学玻璃		*玻璃组成中不使用铅、镉、砷等危害环境的元素。
	防辐射玻璃		*X 射线机、核物理研究、核工业生产中不可缺少的材料。
光学元件	透镜、棱镜、异型件等	用于投影电视 (CRT、L-COS)、投影仪、DVD、观靶镜、照相机、天文望远镜、显微镜、舞台灯等光学系统	*专业制作光学玻璃二次压型和光学元件加工。 *在光学玻璃的选材、数据的检测、高均匀性精密退火等方面具有优势。 *nd、vd、均匀性、应力等要求均为 1 类的高品质压型件。 *外径尺寸在 $\Phi 100-\Phi 245$ ，应力要求 1 类的大型压型件。
晶质玻璃	铅晶质玻璃、无铅晶质玻璃、颜色工艺玻璃	豪华灯具饰件；高档酒具、水杯等日用器皿；玻璃工艺品的制作	*具有很高的透明度，光洁晶莹，音质纯。 *颜色工艺玻璃，色散较大，适于冷热加工。
镧系玻璃	LaK、LaF、ZLaF 等三十余个品种	高档照相机、数码摄像机、航天照相机等光学仪器的光学部件	*已全部实现单坩和连续熔炼，并采用漏斗成型，具有年产 80 吨的产能。 *性能优、密度小、精度高，多次用于航天部的《尖兵 1#甲》、《尖兵 2#》等国家重点项目中。 *技术研发使析晶能力明显提高，着色能力减弱，紫外适应能力增大，密度比日本保谷公司同类产品降低了 10%。 *对含有毒、有害成分的品种采用稀土氧化物和 SrO、Li ₂ O、CaO 等进行取代，研制与生产出了对人体、环境无毒，无害，无污染的绿色环保 La 系玻璃。
信息材料	光学平镜片、窗口片、反射镜、滤光片、CD 母盘、微晶玻璃基板	广泛应用于光学、生物学、医学、航天航空、电子和精密加工等领域	*大量出口到德国、日本、韩国、美国、台湾和香港等地。 *公司集古典抛光技术和现代抛光技术于一体，创新并形成了具有自己特色的抛光技术。
红外材料	近红外光、中红外光、远红外光等各波段的红外玻璃	近、中红外玻璃应用于空对、地对空导弹、机载红外吊舱、车载红外探测等设备的整流罩和窗口；远红外玻璃应用于 8~14 μ m 红外探测仪器和设备。	*远红外玻璃还可加工成非球面远红外光学聚光镜头、远红外球面镜头组组件、远红外棱镜组件、远红外玻璃窗口，也可以作为外延 GaAs、GaN、InGaN 半导体的衬底材料。

资料来源：公司网站、国海证券研究所整理

(二) 光电材料行业复苏，利润向高质量产品转移

2009 年是光电材料行业的低谷，销售量和毛利润同步缩减。但进入 2010 年后，随着经济的复苏和国家产业政策支持加大，光学材料的发展潜力正在显现。从长远来看，光学行业具有良好的发展潜力。

民用光电材料方面，信息产业的崛起是行业发展的一大推动力，新兴的光电产品拓展了光学材料的应用范围，带动了光学材料的市场需求增长。军用材料方面，武器装备信息化的加速，武器平台信息化、单兵武器信息化、武器弹药精确制导化、信息存储、记录设备的信息化改造等，都为光电材料的发展提供了良好机遇。

在行业需求整体提升的同时，光学材料行业内部也在经历结构调整，需求和利润正向技术含量高、使用功能广泛的新型光学材料转移。首先，高技术、小批量、多品种成为发展趋势；其次，超宽、超大及超细等尺寸极限化玻璃的需求上升；再则，特殊功能玻璃市场逐步扩展，节能、太阳能、环保等功能玻璃开始占领重要市场地位；最后，随着红外热成像、红外跟踪、战术激光武器的发展，特种材料玻璃已成为现代信息化、精确化武器的必要基础材料，具有较好的发展前景。

光电材料行业的发展和结构调整，使新型光电材料和中高端产品成为未来技术发展的主流方向，在给企业提供发展空间的同时，提出了突破各种高、难技术瓶颈的挑战。

（三）新华光在光电材料业务上的发展战略和优势

在生产 and 产品创新方面，公司积极调整产品结构，加大研发力度，从事产品升级。光学玻璃业务上，将产品由传统光学玻璃向中高档光学玻璃拓展，先后开发出 10 多个光学玻璃高端新产品，逐步实现产业化。同时公司着力于新品的研发，增加了多个环保玻璃、镧系玻璃新牌号。面对金融危机带来的压力和订单下滑，新华光增加了单坩埚生产，以适应镧系等特殊产品的多品种、小批量的需求格局，进一步接近终端市场。光学器件方面，光学二次压型实现大批量生产，成功实现产业链延伸。同时，新华光通过募集资金对现有生产线进行改造，截止 2009 年 12 月 31 日，累计投资 37,593,277 元对数码类光电材料和元件生产线进行技术改造。

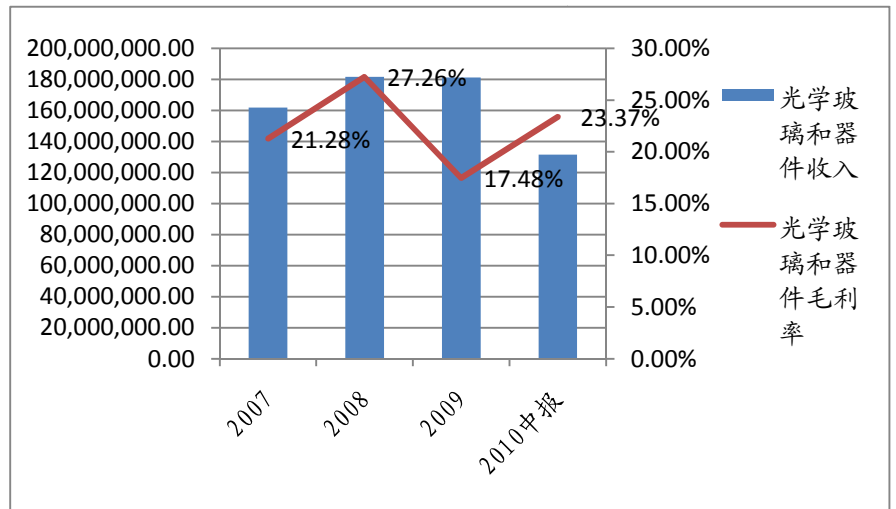
在市场营销方面，新华光积极拓展国际市场，与日本佳能、德国蔡司、美国 3M、韩国三星等国际知名厂商建立了良好的合作关系，优化和提高客户层次。其中与国际知名光电企业，日本小原公司，签订了战略合作协议，并已实现 OEM 生产。

在管理方面，新华光以数据管理为基础，持续推进管理体系建设，优化了管理流程，提升管理效率。运用现场、现物、现认的“三现主义”管理方法，夯实管理基础，控制管理成本。

(四) 光电材料和器件业务的盈利能力分析

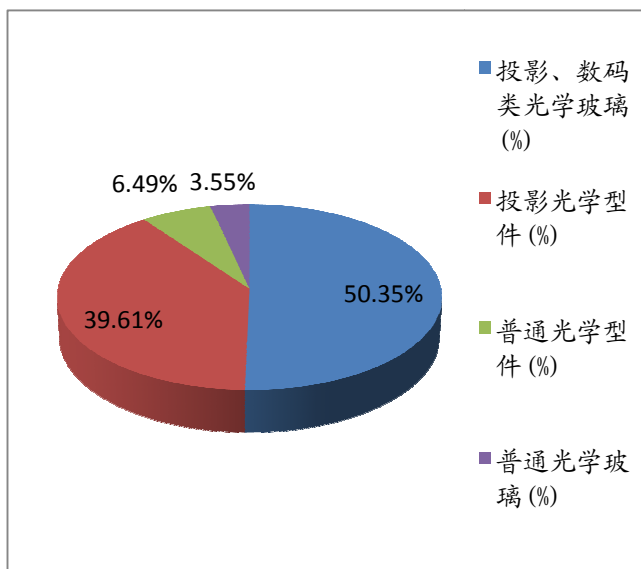
在光电材料与器件的生产与销售上，公司通过技术革新，积极开拓国际市场、实现收入稳步增长。2009年光学材料行业萎缩时期，新华光光电材料和器材的销售收入基本保持2008年水平，但毛利润出现较大回落，下降9.78个百分点。2010年后，光学材料行业逐步复苏，新华光上半年光电材料实现营业收入1.3亿元，同比增长73%，毛利率提高约6个百分点，回到23.37%。

图8: 光电材料和器件业务的收入与毛利率



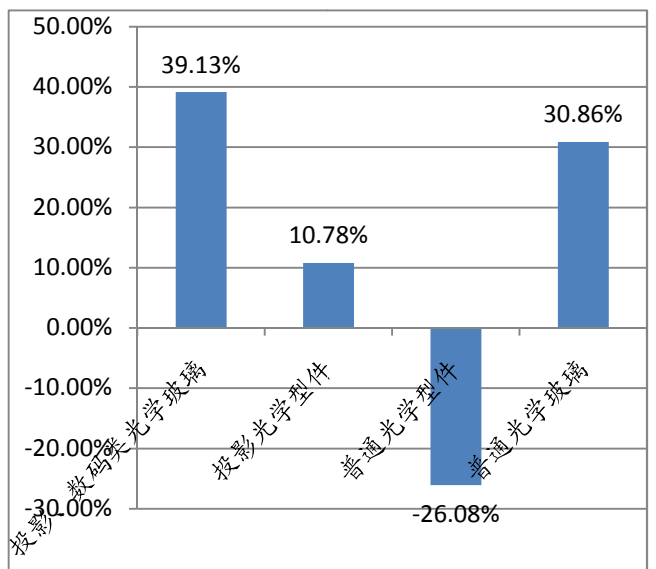
资料来源: Wind、国海证券研究所整理

图9: 2010年各系列产品的收入占比



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

图10: 2010年各系列产品的毛利率对比



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

2010年投影、数码类的光学玻璃在光电材料业务收入中占比超过50%，且其毛利润最高，达到39.13%。未来公司将继续走技术研发，产品升级路线，将业务逐步转向高利润的中高档光学玻璃，同时通过发展

镧系玻璃、红外玻璃，打造民用、军用和军民两用的光电材料与器件产业链。预计未来新华光的光电材料和器件的业务收入和利润率能保持稳步提升。

未来进一步重组的潜力

新华光的实际控制人兵器工业集团，是我国陆军武器装备的主要研制、生产基地，同时也为海军、空军、二炮等诸兵种以及武警、公安提供各种武器弹药和配套装备，是我国最大的武器装备制造集团。2009年起，集团按照“专业化重组、产研结合重组、区域化重组”的原则，推动产业结构调整和资源整备，提高产业集中度，实现产业转型升级。集团明确提出用3年多时间，把113家成员单位重组为30多个专业化的子集团，并在军民品主要发展领域培育10多个在国家层面具有重要地位、在市场中有重要话语权和影响力的行业领先者。在资本领域，集团公司将按照专业化整合的思路，逐渐把优质资产注入上市公司。

未来兵器工业集团以重型装备与车辆、特种化工和光电信息与新能源新材料三大产业为的发展方向。光电产业作为集团的三在重点发展领域，资产规模大，科技含量高，成长性突出，很可能成为资产注入上市公司的先行军。新华光完成此次重大资产重组后，在集团中的战略地位将大幅提高。作为上市公司，新华光在经营效率、融资等方面具有明显的优势，未来有望成为兵工集团光电类资产的重要整合平台，新一轮的资产注入和重组值得期待。

表6：兵器工业集团下属部分未上市的光电资产

未上市的光电资产企业	主要业务
西安北方光电	精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备产品、地面显控信息装备。
江苏曙光光电	以激光技术为核心，集光学、机械、电子、信息技术于一体的高科技信息化产品，如激光测距仪、微光等光学产品。
北方湖光光电	火控系统长镜，投影仪系列、银幕系列、数码夜视仪、雷达系列等产品
河南平原光电	微光夜视仪、红外成像仪、夜视枪瞄、热成像、红外激光监视系统、精密精磨抛光机等产品。
西安应用光学	光电元器件，安防系列，光电测控仪器等系列，包括跟踪导引、稳像技术，光纤光缆，薄膜光学技术、特种光机精密加工，光电计量等业务。

资料来源：公司网站、国海证券研究所整理

表7：兵器工业集团下属的国内上市公司

股票代码	股票名称	主营业务	PE (TTM)	总股本
600967	北方创业	机械、重型卡车与专用车、专用设备与零部件	51.2	173,230,000
000059	辽通化工	氮肥、无机化工原料、有机化工原料	62.7	1,200,506,367
000065	北方国际	国际建筑工程承包	156.8	162,437,120
002246	北化股份	硝化棉	206.3	197,891,024

600148	长春一东	车身设备、发动机设备、制动设备	-1,127.7	141,516,450
600184	新华光	半导体太阳能光伏、电子元器件;拟注入精确制导,显控系统业务	168.4	105,000,000
600262	北方股份	轻型工程机械、重型建筑工程机械	48.1	170,000,000
600435	中兵光电	光电系统、导航系统	51.1	744,660,000
600480	凌云股份	汽车金属及塑料零部件	17.1	312,000,000
600495	晋西车轴	铁路、轻轨车轴	93.0	302,238,000
000519	银河动力	汽车、工程机械和通用发动机;拟置换精确制导、水下打击等业务	2,449.8	191,153,600

资料来源: 公司网站、国海证券研究所整理

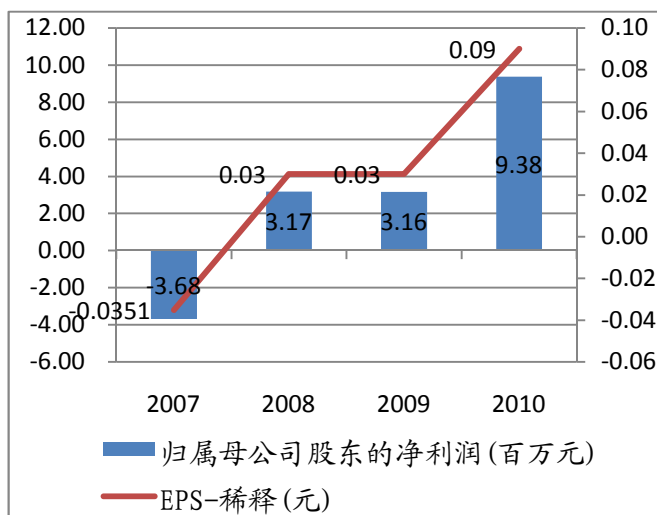
财务分析

截止 2010 年的中报,新华光的合并报表占暂未纳入西光集团的防务资产和新购买的天达光伏的部分股权。但财务指标显示,2010 年上半年,光电材料和器材、太阳能业务均已实现是较大好转。

1. 收入和利润指标

2010 年上半年,新华光实现营业收入 3.36 亿元,同比增长 63.8%;营业利润 10.70 百万元,同比增长 165%,归属于上市公司股东的净利润 9.38 百万元,同比增长 196.5%;每股收益 0.09 元,2010 年 1-6 月净资产收益率为 2.61%。

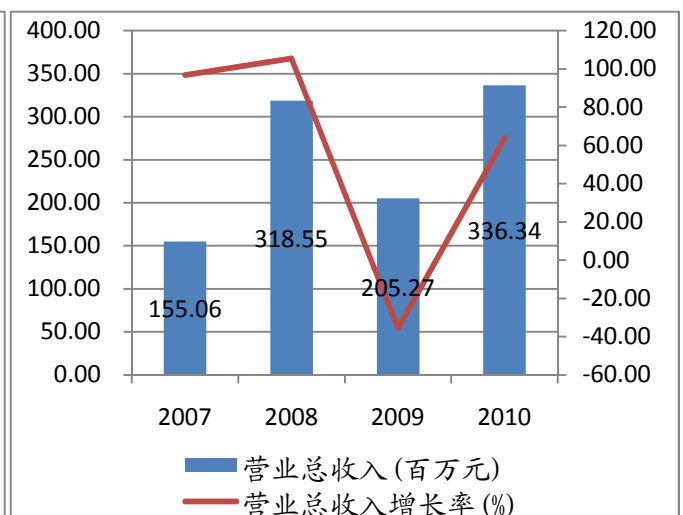
图 11: 2010 年中报净利润同比分析



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

表 8: 2010 年中报每股指标同比分析

图 12: 2010 年中报营业总收入同比分析



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

每股指标	2007/06/30	2008/06/30	2009/06/30	2010/06/30
EPS-稀释(元)	-0.04	0.03	0.03	0.09
EPS-稀释的增长率(%)	-187.31	185.47	0.00	200.00
BVPS(元)	3.07	3.23	3.30	3.47

ROE (%)	-1.14	0.95	0.92	2.61
---------	-------	------	------	------

资料来源: Wind、国海证券研究所整理

表 9: 2010 年中报收入和利润指标同比分析

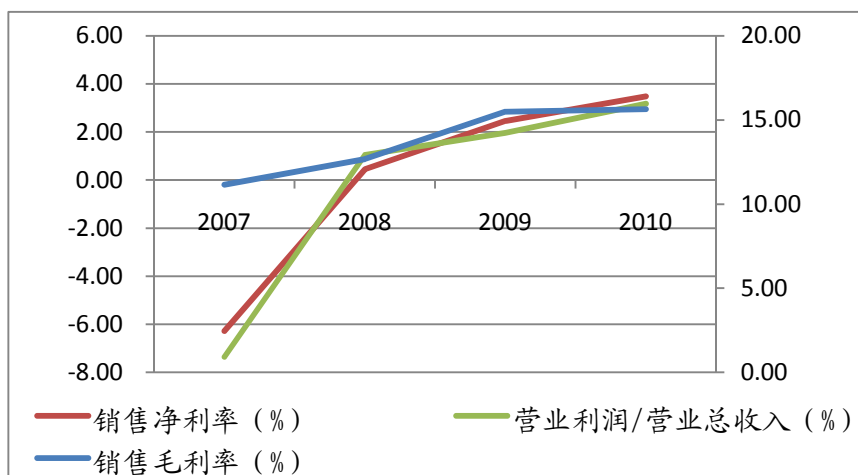
收入与利润指标	2007/06/30	2008/06/30	2009/06/30	2010/06/30
营业总收入(百万元)	155.06	318.55	205.27	336.34
营业总收入增长率 (%)	96.82	105.44	-35.56	63.85
主营利润(百万元)	16.93	39.70	31.33	52.43
主营利润增长率 (%)	NA	134.51	-21.09	67.37
营业利润(百万元)	-11.33	3.35	4.04	10.70
营业利润增长率 (%)	-3094.18	129.35	20.55	165.06
利润总额(百万元)	-9.21	3.55	5.99	13.96
利润总额增长率 (%)	-1456.55	138.55	68.60	133.15
归属母公司股东的净利润(百万元)	-3.68	3.17	3.16	9.38
净利润增长率 (%)	-230.81	186.22	-0.36	196.50

资料来源: Wind、国海证券研究所整理

2. 利润率、成本和费用指标

2010 年上半年, 新华光的综合毛利润率为 15.64%, 净利率为 3.48%, 净利率大幅上升 42%。新华光实施“三现主义”管理方法, 夯实管理基础, 控制管理成本。

图 13: 2010 年中报利润率指标同比分析



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

表 10: 2010 年中报利润率指标同比分析

利润率指标	2007/06/30	2008/06/30	2009/06/30	2010/06/30
销售毛利率 (%)	11.16	12.68	15.49	15.64
销售净利率 (%)	-6.28	0.45	2.45	3.48
营业利润/营业总收入 (%)	-7.36	1.05	1.97	3.18

资料来源: Wind、国海证券研究所整理

表 11: 2010 年中报费用率指标同比分析

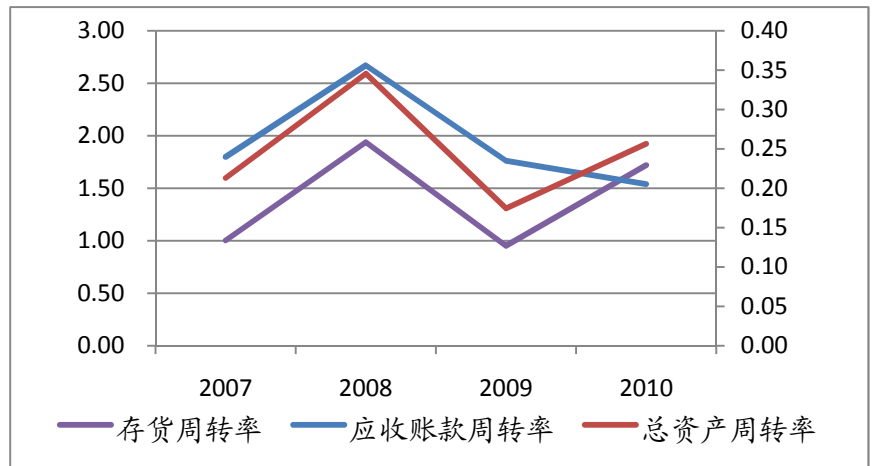
成本和费用指标	2007/06/30	2008/06/30	2009/06/30	2010/06/30
销售成本率(%)	88.84	87.32	84.51	84.36
营业费用/营业总收入(%)	3.28	3.26	2.54	2.97
管理费用/营业总收入(%)	8.80	6.01	7.14	7.74
财务费用/营业总收入(%)	2.95	1.42	3.40	1.26
资产减值损失/营业总收入(%)	3.19	0.72	0.21	0.44

资料来源: Wind、国海证券研究所整理

3. 运营能力

2010年中报显示,新华光的资产运营能力较2009中报数据有很大提升,存货周转天数缩短约85天,应收装款周转天数增加15天,运营周期共缩短约70天。运营能力的改善主要得益于2010年光伏和光电材料行业的复苏,市场需求的扩大。

图 14: 2010 年中报周转率指标同比分析



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

表 12: 2010 年中报运营能力指标同比分析

运营能力指标	2007/06/30	2008/06/30	2009/06/30	2010/06/30
运营周期	279.66	160.38	291.71	221.71
存货周转天数	179.48	92.94	189.57	104.79
存货周转率	1.00	1.94	0.95	1.72
应收账款周转天数	100.18	67.44	102.13	116.93
应收账款周转率	1.80	2.67	1.76	1.54
总资产周转率	0.21	0.35	0.17	0.26

资料来源: Wind、国海证券研究所整理

业绩预测、估值与投资评级

1. 三大业务的收入和利润预测

根据防务、太阳能、光电材料和器材,三大业务过去的收入、利润率和公司的未来发展战略,我们对三大细分业务2010—2012年的收入

和利润做出以下假设和估计。

表 13: 2010-2012 年细分业务的收入和利润预测

细分业务	指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
防务资产	收入(百万)	902.30	909.10	1149.27	1229.72	1328.10	1434.34
	收入增长率	0.33%	0.75%	26.42%	7.00%	8.00%	8.00%
	成本(百万)	722.70	731.99	951.59	1018.20	1099.66	1187.63
	成本增长率	-0.83%	1.29%	30.00%(E)	7.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	19.91%	19.48%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%
太阳能	收入(百万)	262.76	566.78	335.77	671.53	805.84	1047.59
	收入增长率	85.68%	115.70%	-40.76%	100.00%	20.00%	30.00%
	成本(百万)	241.45	536.65	296.23	586.54	674.52	856.63
	成本增长率	93.56%	122.26%	-44.80%	98.00%	15.00%	27.00%
	毛利率	8.11%	5.32%	11.77%	12.66%	16.30%	18.23%
光学材料和器件	收入(百万)	161.81	181.54	181.27	268.27	348.76	453.38
	收入增长率	NA	12.20%	-0.15%	48.00%	30.00%	30.00%
	成本(百万)	127.37	132.04	149.58	216.89	266.78	333.47
	成本增长率	NA	3.67%	13.28%	45.00%	23.00%	25.00%
	毛利率	21.28%	27.26%	17.48%	19.15%	23.51%	26.45%

资料来源: 国海证券研究所

2. 公司综合净利润和 EPS 预测

根据公司目前各项费用占总营业收入的比例及公司的管理方针, 我们对未来各类费用做出假设, 并预测公司 2010-2012 年的净利润。

表 14: 公司的净利润、EPS、BVPS 预测

指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万)	424.57	748.32	517.03	2169.52	2482.69	2935.31
收入增长率	NA	76.25%	-30.91%	319.61%	14.43%	18.23%
营业成本(百万)	368.82	668.70	445.81	1821.63	2040.95	2377.74
主营业务利润	55.75	79.62	71.22	347.89	441.74	557.58
毛利率	13.13%	10.64%	13.77%	16.04%	17.79%	19.00%
营业费用/营业总收入	2.85%	1.92%	2.45%	2.50%	3.00%	3.00%
管理费用/营业总收入	6.04%	5.68%	6.35%	6.30%	6.00%	5.80%
财务费用/营业总收入	2.79%	1.46%	1.37%	1.30%	1.35%	1.40%
资产减值损失/营业总收入	1.19%	0.81%	0.67%	0.50%	0.50%	0.50%
营业利润	1.13	5.76	15.11	117.92	172.37	243.50
经常活动净收益/利润总额	25.98%	59.57%	81.07%	85.00%	85.00%	85.00%
利润总额(百万)	4.33	9.67	18.64	138.73	202.78	286.47
税收/利润总额	-6.54%	5.21%	16.12%	16.00%	16.00%	16.00%

净利润(百万)	4.61	9.17	15.63	116.54	170.34	240.63
少数股东权益	-1.26	1.14	6.50	1.65	5.23	9.41
归属母公司股东的净利润(百万)	7.06	7.54	9.49	114.89	165.10	231.23
EPS	0.07	0.07	0.09	0.55	0.79	1.10
BVPS	3.15	3.27	3.37	5.33	6.09	7.16
ROE	2.14%	2.20%	2.68%	10.30%	12.95%	15.43%

资料来源: 国海证券研究所

3. PE 和 PB 估值

新华光三大业务所在行业的可比指数历史 PE、PB 发展趋势如下:

表 15: 细分业务可比指数的历史 PE、PB

公司业务 可比行业	防务资产 制造行业		太阳能 半导体		光学材料和器件 金属非金属	
	PE	PB	PE	PB	PE	PB
2010/9/10	53.92	11.64	1289.01	11.64	76.46	2.67
2010/8/31	52.09	10.95	-8386.09	10.95	73.93	2.57
2010/7/30	47.7	8.55	-426.97	8.55	70	2.42
2010/6/30	41.81	7.25	-362.16	7.25	60.56	2.07
2010/5/31	46.12	8.1	-404.54	8.1	67.63	2.29
2010/4/30	49.19	8.53	-426.04	8.53	75.37	2.54
2010/3/31	52.18	7.37	-227.77	7.37	82.38	2.75
2010/2/26	50.95	6.6	-203.84	6.6	81.07	2.69
2010/1/29	49.06	6.28	-173.32	6.28	78.78	2.6
2009/12/31	74.6	5.75	-25.55	5.75	62.05	3.21
2009/11/30	73.52	5.4	-24	5.4	60.2	3.09
2009/10/30	65.51	4.72	-20.96	4.72	53.37	2.73
2009/9/30	59.12	4.28	-19.03	4.28	48.71	2.49
2009/8/31	56.71	4.17	-18.53	4.17	48.19	2.46
2009/7/31	68.68	5.4	-23.99	5.4	66.69	3.41
2009/6/30	57.45	4.8	-21.32	4.8	49.7	2.54
2009/5/27	53.88	4.99	-22.18	4.99	44.38	2.27
2009/4/30	51.23	4.49	-19.95	4.49	41.61	2.13
2009/3/31	48.47	4.13	-18.37	4.13	40.58	2.07
2009/2/27	40.9	2.95	-13.09	2.95	33.76	1.73

资料来源: Wind、国海证券研究所整理

重组后, 预计防务资产、太阳能、光电材料分别占新华光总收入的 50%、30%、20%。根据各细分业务的行业 PE、PB 发展趋势, 我们对新华光 2010—2012 年的 PE、PB 做出以下评估:

表 15: 新华光 2010—2012 年 PE、PB 评估

	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	237.92	55.00	47.00	45.00

PB	6.36	5.80	6.00	6.80
EPS	0.09	0.55	0.79	1.10
BVPS	3.37	5.33	6.09	7.16
股价 (PE)	21.50	30.18	37.06	49.70
股价 (PB)	21.44	30.89	36.53	48.68

资料来源：国海证券研究所

4. 新华光的投资评级

假设新华光 2010 年完成此次资产重组，我们预测公司 2010-2011 年每股摊薄收益分别为 0.55 元和 0.79 元。按 55 倍、47 倍市盈率计算，公司 2010 年、2011 年的合理估值为 30.18 元和 37.06 元。

考虑到公司有持续整合兵器集团光电资产的潜力，还可以给予一定的溢价。新华光目前的股价为 27.3，半年内仍有 30% 的上涨空间，因此我们对新华光的评级为“买入”。

投资风险分析

三大业务支撑，新华光的综合抗风险能力相对较强。但军工、太阳能、光学材料的行业特点决定了公司业绩依然面临以下风险：

1. 政策风险

军工业务的需求主要取决于我国未来国防建设的规划、装备采购费用的支出及装备升级的国防政策。如果我国国防政策或周边环境情况发生重大变化，导致军工行业市场产品需求减少，将对公司的防务性资产的盈利造成不利的影响。

太阳能业务的需求来源于各国的光伏扶持政策，如果各国大幅削减上网电价和其他补贴，将对太阳能电池、组件行业带来严重影响。

2. 市场风险

目前金融危机的后续影响尚未彻底消除，市场形势的不确定性依然存在，公司的光学材料和太阳能业务的很大部分收入来源于出口，国际经济形势的波动，将对公司的投资活动和生产经营带来一定风险。

3. 汇率风险

汇率波动会影响出口产品的收入和利润。债务危机期间欧元 5 个月内对人民币贬值近 20%。外币贬值的直接影响就是以欧元计价的出口收入的同比减少。同时，人民币升值对来年太阳能电池和光学材料的出口也有很大影响，

4. 融资和流动性风险

新华光的三大业务都具有高科技、高研发投入的特点。科研开发和技术改造项目，需要输入大量的资金，如果在融资过程中出现障碍，将会引起项目运作受阻。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。