

三大主业共促业绩增长

推荐 维持评级

分析师: 鞠厚林 电话: (8610) 6656 8946 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091557

1. 事件

12月16日, 公司发布公告, 近日公司的全资子公司湖北新华光信息材料有限公司在襄阳市成立, 公司注册资本一亿元人民币, 经营范围包括光电仪器产品、信息技术产品、光学玻璃、光电材料与元器件、磁盘微晶玻璃基板的科技开发、设计、加工制造及销售; 铂、铑贵金属提纯、加工; 陶瓷耐火材料生产、销售; 计量理化检测、设备维修; 经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进出口业务等。

同时公司公告与株式会社小原就设立合资公司合作生产和销售高品质光学玻璃事宜进行了协商。

2. 我们的分析与判断

1) 公司收购西光集团防务资产完成后, 业务扩展至防务、光伏太阳能、光电材料与器件三大领域。光电材料与器件作为公司的传统主业, 2010年以来, 经营环境明显好转, 市场需求持续复苏, 销售收入同比大幅增长, 毛利率也有了较大提高, 该业务的盈利能力明显增强。未来公司将在光电材料领域推进与国际高端企业的战略合作, 增强产业链影响力和控制力。此次成立光电材料领域的全资子公司, 以及与日本公司合作事宜, 有利于公司在此领域的专业化发展, 快速提升技术和生产水平, 获取国际市场份额。

2) 公司的防务资产包括精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备产品、地面显控信息装备等四大产品系列, 占公司收入的一半以上, 是公司盈利的主体部分, 也是公司业绩持续增长的重要保障。2010年以来公司的军品业务保持稳定增长; 未来公司在军品业务方面将以提升核心技术为基础, 提高装备制造能力, 以发展军贸市场为推动, 保持持续增长。

3) 光伏太阳能业务方面, 公司控股的云南天达光伏公司将在提高技术和开发市场的基础上, 实现产品规模化运营, 公司将加大技术投入, 提升电池片制造水平, 提高电池平均光电转换率, 同时努力降低成本费用, 提升盈利能力。长期来看, 公司作为兵器工业集团重要的太阳能产业基地, 发展前景看好, 不过由于太阳能产业受政策及国际市场的影响较大, 中短期业绩增长具有不确定性。

3. 投资建议

我们预计, 公司2010-2012年每股收益分别为0.44元、0.65元和0.83元。按2011年50倍市盈率, 公司合理估值为32.5元, 考虑到公司未来仍具有资产注入潜力, 给予一定溢价是合理的, 但要注意高位风险, 目前仍维持“推荐”的投资评级。

股价驱动因素: 公司作为兵器工业集团光电领域的重要资本运作平台, 在收购西光集团优质资产的事项完成后, 未来仍有较大的资本运作空间, 尤其是在光电资产注入方面仍将持有持续的运作, 如果公司下一步的资产整合启动, 将支持公司股价继续上升。

主要风险点: 公司的光伏太阳能业务面临的发展环境波动较大, 而且竞争对手较多, 竞争较为激烈, 在一定程度上增加了公司业绩增长的不确定性。

表 1: 光电股份财务报表预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	214.8	115.8	101.3	129.7	162.1	营业收入	750.1	519.6	2026.3	2593.7	3242.1
应收票据及账款	106.6	239.4	632.8	483.6	911.9	营业成本	669.3	446.6	1600.8	2023.1	2528.9
预付款项	231.7	240.5	880.5	536.2	1234.6	营业税金附加	1.3	1.2	4.1	5.3	6.6
其他应收款	7.6	17.9	81.5	45.8	113.3	销售费用	14.4	12.7	49.7	63.6	79.5
存货	203.7	147.1	847.8	409.6	1162.1	管理费用	42.6	33.0	122.1	156.2	195.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	10.9	7.1	68.2	77.8	87.6
长期股权投资	5.5	35.5	35.5	35.5	35.5	资产减值损失	6.1	3.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	287.5	328.5	285.7	358.0	331.1	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	78.2	126.5	156.5	60.0	60.0	投资收益	-0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.8	-2.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	13.0	12.6	11.1	9.7	8.2	营业利润	6.3	15.4	181.4	267.7	344.3
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支	2.9	3.6	0.0	0.0	0.0
资产总计	1152.8	1267.6	3036.2	2071.0	4021.3	税前利润	9.2	19.1	181.4	267.7	344.3
						减: 所得税	0.5	3.1	27.2	40.2	51.6
短期借款	146.0	208.0	1572.3	485.5	1866.9	净利润	8.7	16.0	154.2	227.6	292.6
应付票据及账款	64.1	115.8	284.1	221.3	410.5	母公司净利润	7.5	9.5	91.5	135.1	173.7
预收款项	26.0	28.0	109.6	66.5	153.7	少数股东损益	-1.3	1.1	6.5	62.7	92.5
应付职工薪酬	2.3	2.0	0.0	0.0	0.0	基本每股收益	0.04	0.05	0.44	0.65	0.83
应交税费	-19.3	0.9	0.0	0.0	0.0	稀释每股收益	0.04	0.05	0.44	0.65	0.83
其他应付款	179.9	117.7	117.7	117.7	117.7	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	220.3	259.9	259.9	259.9	259.9	营收增长率	75.5%	-30.7%	290.0%	28.0%	25.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	27.5%	18.6%	903.3%	38.8%	25.0%
负债合计	647.0	743.9	2358.2	1165.5	2823.2	净利润增长率	49.7%	84.2%	864.8%	47.5%	28.6%
						盈利性					
股东权益合计	505.7	523.7	677.9	905.5	1198.1	销售毛利率	10.8%	14.1%	21.0%	22.0%	22.0%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	1.2%	3.1%	7.6%	8.8%	9.0%
净利润	8.7	16.0	154.2	227.6	292.6	ROE	2.2%	2.7%	20.5%	23.2%	23.0%
折旧与摊销	23.6	27.8	44.7	56.2	58.9	ROIC	5.2%	4.9%	31.9%	11.3%	21.5%
经营活动现金流	-44.7	-6.2	-1289.0	1212.2	-1244.8	估值倍数					
投资活动现金流	-90.1	-125.5	-30.0	-30.0	-30.0	PE	1262.2	1002.5	103.9	70.4	54.8
融资活动现金流	171.7	68.1	1304.5	-1153.8	1307.3	P/S	12.7	18.3	4.7	3.7	2.9
现金净变动	37.8	-66.4	-14.4	28.4	32.4	P/B	27.7	26.8	21.3	16.4	12.6
期初现金余额	148.2	186.1	115.8	101.3	129.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	186.1	115.8	101.3	129.7	162.1	EV/EBITDA	111.8	97.6	23.9	14.9	15.4

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 光电股份 (600184.SH) 关键指标预测

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	750.14	519.6	2026.3	2593.7	3242.1
销售收入增长率	75.5%	-30.7%	290.0%	28.0%	25.0%
净利润(百万元)	7.84	9.48	91.5	135.1	173.7
净利润增长率	11%	21%	865%	48%	29%
摊薄 EPS(元)	0.07	0.09	0.44	0.65	0.83
PE(X)	649.0	504.8	103.3	69.9	54.7
PB(X)	13.9	13.4	10.3	8.9	7.7
PS(X)	6.4	9.2	4.7	3.7	2.9
ROE(%)	2.1	2.7	9.9	12.8	14.0

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

表 3: 公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.7
优势	公司大股东西光集团在兵器工业集团光电领域具有重要地位, 将在业务发展、资本运作方面为公司提供大力支持。	4.8
劣势	除新能源业务面临一些不确定以外, 公司没有明显的劣势。	4.7
机会	公司收购了西光集团的精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备产品、地面显控信息装备等四大产品系列, 基本实现西光集团防务资产的整体上市, 未来面临持续发展的机会。同时公司还可能在未来进行持续的资产整合。	4.8
威胁	公司新能源业务面临发展环境物不确定性和竞争压力, 在一定程度上增加了公司的不确定性。	4.6

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 波特“五力”评价

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.7
供应商力量	供应商包括系统内企业和外部企业, 由于公司战略地位较高, 总体上有较强的谈判能力。	4.6
新进入壁垒	公司的主要产品用于军工领域, 质量要求十分严格, 技术壁垒和资格壁垒都高, 新进入难度大。公司的新能源业务进入壁垒明显低于军品	4.7
客户力量	军品业务的客户力量强大, 但对价格敏感性不高。新能源业务的客户具有较强的谈判力量。	4.6
替代产品	公司军品业务基本上没有替代品。新能源业务的替代产品较多, 主要是传统能源。	4.8
竞争对手	公司的军品业务面临的竞争有限, 新能源业务由于是新兴产业, 面临的竞争较为激烈, 公司虽然拥有自己的技术, 但并不具备强大的优势。	4.6

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：徐工机械（000425.SZ）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、光电股份（600184.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908