公司证券研究报告 光电股份（600184.SH） 2010 年 12 月 29 日

太阳能业务未来增长面临压力

谨慎推荐 下调评级

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

1. 事件

近期我们与公司相关人员就公司主要业务板块的经营形势及增长前景进行了沟通，我们的主要观点和判断如下：

2. 我们的分析与判断

1)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。2010 年以来公司的军品业务保持稳定增长，未来公司将提升核心技术，提高装备制造能力，努力开拓军贸市场，推动此项业务的持续稳定增长。

2)公司控股的云南天达光伏公司拥有 90MW 的晶体硅太阳能电池制片线和组件封装生产线，其中规格为 125mm × 125mm 及 156mm × 156mm 的电池片、规格为 180W 系列、240W 系列的太阳能电池组件等主要产品已处于批量规模化生产阶段。

2010 年太阳能产业呈现较好的增长态势，预计全球太阳能市场的安装量在 12GW 以上；天达光伏公司的产销量同比增长较快，利润也将比 2009 年大幅增长，我们预计在全年 2500 万元以上。根据行业的发展趋势，2011 年太阳能光伏行业的安装量为 15GW 左右，增长 20%左右，增速将比 2010 年有所回落；受行业增速下降的影响，公司太阳能业务的增长也将面临一定压力，我们预计收入增长约 25%，利润增速为 20%左右。

3)公司是兵器工业集团光电领域的重要上市平台，未来仍有继续整合集团优质资产的可能。2009 年以来兵器工业集团按“专业化重组”的思路对下属 100 多家公司进行了资产整合，并通过资产注入等方式做大做强上市公司，带动整个集团业务的快速发展。光电股份对西光集团的防务资产已经整合完毕，我们预计未来仍有可能对光电领域的其它资产进行整合，从而进一步扩大经营规模、提高盈利水平。不过考虑到光电类资产的特殊性，未来的运作规划和时间具有较大不确定性。

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。目前公司的股价已经在较大程度上反映了未来资本运作的预期，进一步上行空间有限，因此调低投资评级至“谨慎推荐”。

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）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	214.8	115.8	101.3	129.7	162.1
应收票据及账款	106.6	239.4	632.8	483.6	911.9
预付款项	231.7	240.5	880.5	536.2	1234.6
其他应收款	7.6	17.9	81.5	45.8	113.3
存货	203.7	147.1	847.8	409.6	1162.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	5.5	35.5	35.5	35.5	35.5
固定资产	287.5	328.5	285.7	358.0	331.1
在建工程	78.2	126.5	156.5	60.0	60.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	13.0	12.6	11.1	9.7	8.2
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1152.8	1267.6	3036.2	2071.0	4021.3
短期借款	146.0	208.0	1572.3	485.5	1866.9
应付票据及账款	64.1	115.8	284.1	221.3	410.5
预收款项	26.0	28.0	109.6	66.5	153.7
应付职工薪酬	2.3	2.0	0.0	0.0	0.0
应交税费	-19.3	0.9	0.0	0.0	0.0
其他应付款	179.9	117.7	117.7	117.7	117.7
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	220.3	259.9	259.9	259.9	259.9
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	647.0	743.9	2358.2	1165.5	2823.2
股东权益合计	505.7	523.7	677.9	905.5	1198.1

现金流量表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	8.7	16.0	154.2	227.6	292.6
折旧与摊销销	23.6	27.8	44.7	56.2	58.9
经营活动现金流	-44.7	-6.2	-1289.0	1212.2	-1244.8
投资活动现金流	-90.1	-125.5	-30.0	-30.0	-30.0
融资活动现金流	171.7	68.1	1304.5	-1153.8	1307.3
现金净变动	37.8	-66.4	-14.4	28.4	32.4
期初现金余额	148.2	186.1	115.8	101.3	129.7
期末现金余额	186.1	115.8	101.3	129.7	162.1

利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	750.1	519.6	2026.3	2593.7	3242.1
营业成本	669.3	446.6	1600.8	2023.1	2528.9
营业税金附加	1.3	1.2	4.1	5.3	6.6
销售费用	14.4	12.7	49.7	63.6	79.5
管理费用	42.6	33.0	122.1	156.2	195.3
财务费用	10.9	7.1	68.2	77.8	87.6
资产减值损失	6.1	3.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
汇兑收益	0.8	-2.9	0.0	0.0	0.0
营业利润	6.3	15.4	181.4	267.7	344.3
营业外收支	2.9	3.6	0.0	0.0	0.0
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
净利润	8.7	16.0	154.2	227.6	292.6
母公司净利润	7.5	9.5	91.5	135.1	173.7
少数股东损益	-1.3	1.1	6.5	62.7	92.5
基本每股收益	0.04	0.05	0.44	0.65	0.83
稀释每股收益	0.04	0.05	0.44	0.65	0.83

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营收增长率	75.5%	-30.7%	290.0%	28.0%	25.0%
EBIT 增长率	27.5%	18.6%	903.3%	38.8%	25.0%
净利润增长率	49.7%	84.2%	864.8%	47.5%	28.6%
盈利性					
销售毛利率	10.8%	14.1%	21.0%	22.0%	22.0%
销售净利率	1.2%	3.1%	7.6%	8.8%	9.0%
ROE	2.2%	2.7%	20.5%	23.2%	23.0%
ROIC	5.2%	4.9%	31.9%	11.3%	21.5%
估值倍数					
PE	1108.0	880.0	91.2	61.8	48.1
P/S	11.1	16.1	4.1	3.2	2.6
P/B	24.3	23.5	18.7	14.4	11.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	98.5	86.3	21.9	13.4	14.2

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)	569.7	443.1	90.6	61.4	48.0
PB(X)	12.2	11.8	9.0	7.9	6.7
PS(X)	5.6	8.1	4.1	3.2	2.6
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(600031SH)、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力(600761SH)、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，并不构成对客户的投资建议，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