

审慎推荐-A (首次)

光电股份 600184.SH

当前股价: 23.22 元

2016 年 03 月 27 日

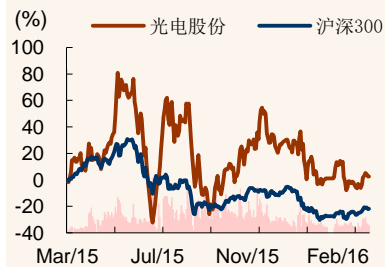
主业有望触底反弹, 资产注入未来可期

基础数据

上证综指	2979
总股本 (万股)	50876
已上市流通股 (万股)	41876
总市值 (亿元)	118
流通市值 (亿元)	97
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	2.1
资产负债率	45.8%
主要股东	北方光电集团有限公司
主要股东持股比例	40.19%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-0	3
相对表现	-19	1	22



资料来源: 贝格数据、招商证券

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

事件:

公司发布 2015 年年报, 期内累计实现营业收入 27.47 亿元, 同比增长 49.61%, 归属于上市公司股东净利润 0.47 亿元, 同比下降 23.61%; 每股收益为 0.11 元 (新会计准则核算)。

评论:

1、防务营收快速增长, 产品毛利存在提升空间

公司 2015 年防务产品收入 23.40 亿元, 同比增长 62.53%, 贡献了营业收入主要增量, 防务产品占主营业务收入比重达到 86%。公司防务产品毛利下滑至 7.87% 是利润下降主要因素, 未来防务产品毛利存在提升空间。

2、顺应军队信息化建设潮流, 主业有望触底反弹

公司防务产品应用主要包括大型武器系统总装集成、精确制导导引头和光电信息装备等领域。大型武器系统总装集成方面, 公司在研和准备接产武器型号不断增加。精确制导导引头方面, 公司订货任务逐年增加, 生产能力居国内前列。光电信息装备方面, 公司头盔显示器、视频摄录和多功能显示器等产品处于国内先进行列。我们认为, 公司防务产品顺应军队信息化建设潮流, 随着营收快速增长和综合毛利逐步上升, 主业有望实现触底反弹。

3、中兵投资参与定增, 彰显集团未来乐观预期

公司以 13.59 元/股的价格发行 0.9 亿股, 募资 12.23 亿元用于偿还公司借款和补充流动资金。本年初定增完成后, 公司资产负债率从三季报 67.05% 降低到年报 45.76%, 这有助于公司缓解资金压力, 增强抗财务风险能力。同时, 中兵投资参与非公开增发, 也显示了集团对公司未来发展前景的乐观。

4、兵器集团唯一光电信息装备上市平台, 受益“无禁区改革”

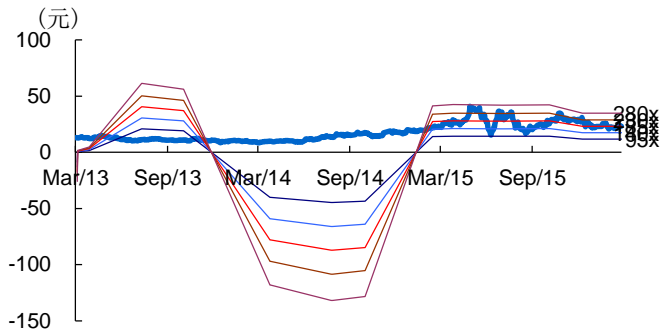
兵器工业集团于 2014 年 7 月提出了“无禁区改革”, 大力推进资产证券化步伐, 核心军品业务也有望注入上市企业。公司是兵器集团唯一光电信息装备上市平台, 我们认为, 随着国企改革和资产证券化进程的推进, 公司直接大股东旗下 205 所、559 厂、258 厂等优质资产有望注入上市公司, 其他兵器集团内激光集团、夜视集团等的光电信息类资产也存在整合预期。

5、业绩预测

预计 2016-2018 年 EPS 为 0.14、0.24、0.38 元, 对应 PE 为 166、97、61 倍。

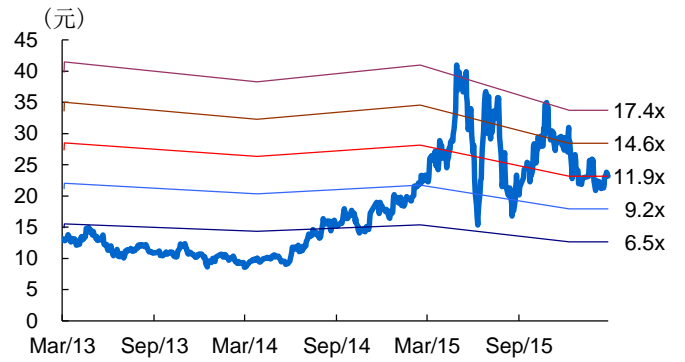
风险提示: 主营业务发展低于预期, 国企改革进度低于预期。

图 1：光电股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：光电股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2043	3111	3253	3633	4116
现金	508	1650	1498	1549	1663
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	96	118	144	172	204
应收款项	504	577	696	831	985
其它应收款	108	90	109	130	154
存货	466	448	530	625	730
其他	361	228	275	324	379
非流动资产	885	1055	1142	1223	1298
长期股权投资	121	112	112	112	112
固定资产	458	560	656	744	825
无形资产	53	84	75	68	61
其他	253	299	299	299	299
资产总计	2927	4166	4395	4856	5414
流动负债	1869	1865	2054	2394	2770
短期借款	195	85	0	0	0
应付账款	333	531	640	755	882
预收账款	730	417	446	526	614
其他	611	832	969	1113	1274
长期负债	55	42	42	42	42
长期借款	15	1	1	1	1
其他	40	41	41	41	41
负债合计	1924	1907	2096	2436	2811
股本	209	509	509	509	509
资本公积金	446	1355	1355	1355	1355
留存收益	333	380	402	502	660
少数股东权益	15	16	34	55	79
归属于母公司所有者权益	988	2244	2265	2365	2523
负债及权益合计	2927	4166	4395	4856	5414

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	407	237	141	228	304
净利润	62	47	73	122	194
折旧摊销	46	50	53	59	65
财务费用	31	19	15	14	12
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	269	121	(25)	4	(1)
其它	0	(0)	26	30	34
投资活动现金流	(123)	(168)	(143)	(143)	(143)
资本支出	(124)	(179)	(143)	(143)	(143)
其他投资	0	11	0	0	0
筹资活动现金流	(364)	1104	(150)	(35)	(48)
借款变动	(192)	(89)	(85)	0	0
普通股增加	0	299	0	0	0
资本公积增加	2	909	0	0	0
股利分配	0	0	(51)	(22)	(37)
其他	(174)	(15)	(14)	(13)	(11)
现金净增加额	(80)	1173	(151)	51	114

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1836	2747	3349	4000	4739
营业成本	1545	2467	2972	3505	4095
营业税金及附加	4	3	3	4	4
营业费用	9	9	10	12	14
管理费用	189	197	251	312	379
财务费用	24	17	15	14	12
资产减值损失	3	6	5	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	65	49	95	151	232
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	67	51	97	153	234
所得税	5	3	7	10	16
净利润	62	48	91	143	218
少数股东损益	0	1	18	21	24
归属于母公司净利润	62	47	73	122	194
EPS (元)	0.30	0.09	0.14	0.24	0.38

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	5%	50%	22%	19%	18%
营业利润	-307%	-24%	93%	59%	54%
净利润	-137%	-24%	54%	68%	59%
获利能力					
毛利率	15.9%	10.2%	11.3%	12.4%	13.6%
净利率	3.4%	1.7%	2.2%	3.0%	4.1%
ROE	6.3%	2.1%	3.2%	5.2%	7.7%
ROIC	6.7%	2.6%	4.4%	6.3%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	65.7%	45.8%	47.7%	50.2%	51.9%
净负债比率	7.2%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.8	1.4	1.3	1.3	1.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	3.8	5.4	6.1	6.1	6.0
应收帐款周转率	3.8	5.1	5.3	5.2	5.2
应付帐款周转率	4.4	5.7	5.1	5.0	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.09	0.14	0.24	0.38
每股经营现金	1.94	0.47	0.28	0.45	0.60
每股净资产	4.72	4.41	4.45	4.65	4.96
每股股利	0.00	0.10	0.04	0.07	0.11
估值比率					
PE	78.6	250.1	165.8	96.8	61.1
PB	4.9	5.3	5.2	5.0	4.7
EV/EBITDA	159.6	200.9	131.0	94.8	68.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。