

刘 荣 86-755-82943203
 liur@cmschina.com.cn
 王轶铭 86-755-82960334
 wangym@cmschina.com.cn

2009年1月15日

中兵光电(600435.SH)/22.29元

注入军工资产盈利兑现，公司拟实施增发

工业·机械

目标估值：23-24元

审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	1929
总股本(万股)	22272
已上市流通股(万股)	9508
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	47.0%
主要股东	华北光学仪器有限公司
主要股东持股比例	57.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	0	3
相对表现	13	34	69



相关报告

- 1、《中兵光电(600435)-静待光电防务整体资产上市》2008/7/8
- 2、《中兵光电(600435)-精确打击系统和军用机器人的产业先锋》2008/8/19
- 3、《中兵光电(600435)-注入军工资产的盈利体现在年底》2008/10/31

公司发布 08 年年报,公司 08 年实现营业收入 11.5 亿元,比上年同期下降 8.44%,归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元。全面摊薄后的 EPS 为 0.75 元。公司拟实施公积金每 10 股转增 10 股的计划,并计划增发 2,750 万股,希望募集不超过 8.02 亿元的资金用于主业军民两用技术的后续发展。增发完成后,大股东华北光学的持股比例将下降为 51.01%。

- **防务资产是公司未来主要发展方向:** 公司注入防务资产后,军民两用产品占总收入的 77%。军品业务中,毛利率高的火箭弹远程控制系统依然是公司主要收入和利润来源,09 年可以保持稳定,新的增长需要观察新型号的外销情况。其他军品短期内对公司整体业绩不会有显著影响。无人车在 09 年的交付将明显增加,预计可以到 40 辆左右。无人机在 09 年依然有一定的不确定性;
- **电脑刺绣机 09 年或将有新机会:** 在国家实施纺织业振兴计划的前提下,纺织业下滑趋势在 09 年将会明显改善,纺织业自身产业升级将增加对公司电脑刺绣机的需求。我们认为公司电脑刺绣机收入在 09 年会出现新的增长;
- **增发募集的资金将保证公司未来发展:** 公司计划通过增发募集 8.02 亿元用于公司智能机器人、无人机、远程控制、光电稳瞄四大防务业务板块的后续发展。我们看好公司募集资金的使用方向。公积金每 10 股转增 10 股的方案也配合了公司增发计划。据估算,此次增发价格区间为 17.5-29 元。增发是否顺利实施,关键在目前市场环境下,选择什么样的增发价格;
- **风险提示:** 低毛利率的油气仓储业务或将降低公司毛利率水平。新产品面临的技术和市场风险;
- **维持“审慎推荐-B”投资评级:** 我军在未来很长一段时间致力于提高信息化程度和精确打击能力。我们认为公司将继续受益,应该享受比普通制造业更高的溢价。预计 09、10 年的 EPS 分别为 0.82、0.93 元,按 09 年 30 倍 PE 估算,6 个月目标价为 23-24 元。维持“审慎推荐-B”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1257	1151	1323	1482	1734
同比增长	-5%	-8%	15%	12%	17%
营业利润(百万元)	140	182	215	245	308
同比增长	-11%	30%	18%	14%	26%
净利润(百万元)	124	167	182	208	261
同比增长	1%	34%	9%	14%	26%
每股收益(元)	0.56	0.75	0.82	0.93	1.17
PE	39.8	29.7	27.3	23.9	19.0
PB	5.6	4.8	4.2	3.8	3.3

资料来源:招商证券;注:07年EPS按全面摊薄测算,09年后业绩预测未考虑增发摊薄

一、军工资产注入后盈利兑现

中兵光电（600435）率先披露了 08 年年报，成为上海证券交易所第一家披露年报的上市公司。公告显示，公司注入军工资产后，08 年全年实现营业收入 11.51 亿元，比去年同期下降 8.44%，其中军民两用业务收入为 8.85 亿元，同比下降 9.85%，刺绣机的营业收入为 1.35 亿元，大幅下降了 49%。公司新进入的化工液化气业务收入为 1.29 亿元，保证了营业收入的稳定。

表 1：08 年业绩回顾

(百万元)	2006 年	2007 年	2008 年	同比
营业收入	1319	1257	1151	-8.4%
营业毛利	156	139	182	30.5%
营业费用	29	34	16	-52.5%
管理费用	169	169	147	-13.5%
财务费用	-2	4	20	455.4%
投资收益	0	0	0	-113.6%
营业利润	156	140	182	30.2%
所得税	31	36	25	-31.4%
归属母公司净利润	123	124	167	44.8%
EPS (元)	0.55	0.56	0.75	

资料来源：公司报表，招商证券研发中心

注：07 年 EPS 按全面摊薄测算

公司 08 年实现归属母公司所有者的净利润为 1.67 亿，按 2.22 亿股本全面摊薄后的 EPS 为 0.75 元，略高于我们预测的 0.73 元。公司拟实施公积金每 10 股转增 10 股的方案。目前公司公积金为 4.84 亿元，转增后公司总股本达到 4.45 亿元，剩余公积金为 2.61 元。

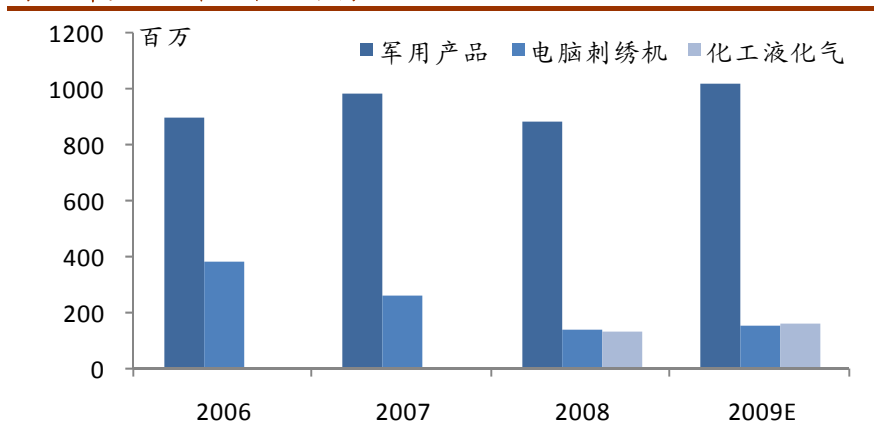
1、军民两用业务是公司主要业务支柱

在成功转型为包含真正军工制造资产的上市公司后，军民两用产品占公司营业收入的 77%，其中主要包含远程控制系统、智能机器人、远景观测平台、光电稳瞄四个板块。关于以上四个板块的具体分析介绍可以参见我们 08 年 8 月的深度报告《中兵光电 (600435)-精确打击系统和军用机器人的产业先锋》。

远程控制系统依然稳定。在公司军民两用业务中，我们估计火箭弹远程控制系统占比应该在 65% 以上，远程控制系统的毛利率约 41% 左右，正是这块业务的高毛利率保证了公司整体业务的毛利率水平。09 年现有远程控制系统的订单量不会出现大幅下滑，应该还是可以保持一个稳定的水平。公司正在研发射程更远的型号，如果外贸方面，新型号在 09 年可以实现突破，远程控制系统板块将给公司带来新的增长点。

智能无人车是 09 主要增长点。公司与 Robot Watch 公司（德国）合作生产的无人车项目是公司 09 年的重要增长点，公司现阶段无人车业务主要以外贸为主，公司手握 CHRYSOR 无人车订单 266 辆。

08 年公司主要是前期的试生产，估计 08 年的交付数目不会大于 6 辆。主要订单任务安排在了 09 年，我们预测公司 09 年将生产 40 辆 CHRYSOR 无人车。是公司 09 年主要业务增长点。智能机器人车另外还有 4 款机器人产品，目前公司正在进行市场培育。

图1：中兵光电营业收入结构


数据来源：公司公告，招商证券研发中心

2、民品业务 09 年或将复苏

电脑刺绣机 09 年可能有增长。公司在民用领域中的主要业务是电脑刺绣机业务。受国际大环境的影响，我国纺织业近几年一直不景气，所以公司该项业务规模从 06 年以来就一直不断下滑，从 06 年的 3.78 亿下降为 08 年的 1.35 亿。毛利率也受原材料价格上升等因素的影响，下降为 10%。

我们认为，由于前期市场低迷淘汰了部分落后产能，在 09 年国家出台振兴纺织行业的计划刺激下，纺织行业产业升级的趋势不可避免，公司电脑刺绣机业务在中端或高端市场上面临新的机会。目前原材料价格有所下降，09 年电脑刺绣机的毛利率会略有回升。

化工天然气业务保障了公司营业规模。公司 08 年通过子公司衡阳光电收购了陕西华润项目，进入石油天然气仓储物流领域。根据公司年报披露的数据，该项业务的毛利率水平约为 3%，尽管毛利率水平远低于公司军民两用业务的毛利率，但在其他业务营业收入下降的情况下，化工天然气业务保障了公司整体营业收入的规模相对稳定。我们预计 09 年该业务板块仍然可以保持 20% 的增长。

二、公司增发计划简介

公司在公布 08 年年报的同时，也公布了新的增发计划。公司计划增发不超过 2,750 万股 A 股，募集不超过 80,216 万元的资金用于公司的智能机器人、场景观测平台、远程控制技术和光电探测技术产品的技术改造。

本次发行完成后公司总股本将由 22,272 万股增加到 25,022 万股。公司的控股股东华北光学，发行前持有 12,763 万股股份，占比 57.31%，按照上限发行后华北光学持有公司的股权比例下降为 51.01%。

本次非公开发行的定价基准日为董事会决议公告日，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%。（其中：定价基准日前 20 个交易日股票交易均价 = 定价基准日前 20 个交易日股票交易总额 ÷ 定价基准日前 20 个交易日股票交易总量）。按该方案估算，增发价格不低于 17.5 元。此次增发价格区间为 17.5-29 元。

表 2：中兵光电增发募集资金使用计划

投资项目（万元）	投资额	建设投资	流动资金
智能机器人	30,127	22,360	7,767
场景观测平台	15,820	10,950	4,870
光电探测转塔	12,212	8,789	3,423
远程控制技术	22,057	12,339	9,718
合计	80,216	54,438	25,778

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

军工企业上市后，拓宽了企业发展所需资金的来源。公司希望通过资本市场上融资实现自身发展，这也正是我国国防工业投资体制改革的目标。此次公司 10 股转增 10 股的方案配合了公司的增发计划。我们认为公司此次募集资金的投向符合公司未来发展的战略布局，拟投资项目成功完成后，将极大提高公司的核心竞争力。在目前市场环境下，合适的增发价格是此次增发顺利实施的关键。

表 3：中兵光电增发募集资金使用项目简介

投资项目	智能机器人	场景观测	光电探测	远程控制
新增投资（万元）	30,127	36,243	12,212	22,057
建设投资（万元）	22,360	25,330	8,789	12,339
流动资金（万元）	7,767	10,913	3,423	9,718
利用本次募集资金（万元）	30,127	15,820	12,212	22,057
建设周期（年）	1.5		1.5	2
项目实施后达产时间（年）	4	4	4	4
年营业收入（万元）	23,500	35,000	16,500	45,000
税后利润（万元）	6,010	7,222	2,658	5,586
增量财务内部收益率（%）	21.77	22.27	21.42	23.76
增量投资回收期（年）	6.12	6.13	5.98	6.29

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

三、盈利预测和投资建议

1、业绩预测假设

表 4、销售收入结构预测

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,277	1,244	1,149	1,321	1,482	1,730
军民两用产品	900	982	885	1,018	1,140	1,346
电脑刺绣机	378	262	135	148	163	184
化工液化气	-	-	129	155	178	200
收入增长率		-3%	-8%	15%	12%	17%
军民两用产品		9%	-10%	15%	12%	18%
电脑刺绣机		-31%	-49%	10%	10%	13%
化工液化气				20%	15%	12%
毛利率	27%	30%	33%	32%	32%	33%
军民两用产品	27%	33%	41%	40%	40%	40%
电脑刺绣机	28%	16%	10%	12%	12%	12%
化工液化气			3%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

2、相对估值水平

中兵光电作为第一家包含 2、3、4 级零部件防务资产的军工上市公司，具备一定的垄断性。尽管随着国防工业体制改革的逐步深化，未来可能面临竞争。但公司已经享受一定的先发优势，可以有效利用资本市场发展壮大自己，在竞争中保持领先地位。通过比较国内主要航天军工上市公司的估值水平。我们认为，军工板块经过前期上涨，估值重心普遍上移，目前中兵光电估值处于合理的水平区间。

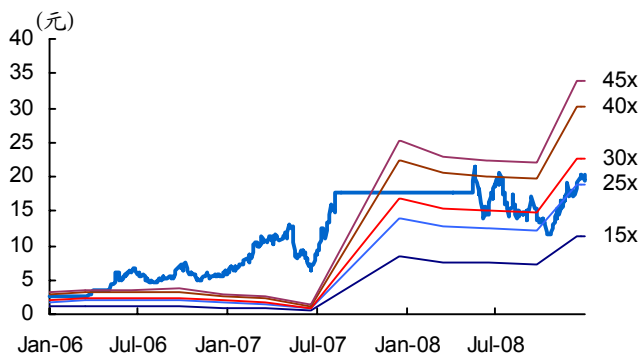
表 5：国内航天军工重点上市公司估值比较表

股票名称	最新收盘价	07EPS	08EPS	09EPS(E)	08PE	09PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
西飞国际	14.60	0.15	0.34	0.41	43.6	35.6	1.9	3.1	164
洪都航空	14.09	0.46	0.32	0.39	44.0	36.4	2.9	8.1	50
航空动力	12.12	0.12	0.25	0.33	48.4	36.3	1.8	4.4	54
哈飞股份	11.13	0.29	0.28	0.34	39.8	32.7	3.0	7.6	38
火箭股份	10.30	0.54	0.49	0.58	21.1	17.7	2.1	9.7	56
中国卫星	18.71	0.39	0.53	0.71	35.6	26.5	4.0	9.1	55
成发科技	14.52	0.50	0.56	0.75	26.0	19.4	3.7	10.5	19
力源液压	13.49	0.64	0.43	0.61	31.0	22.0	4.9	20.7	48
中航光电	16.90	1.04	0.65	0.84	26.1	20.2	3.3	11.9	30
中兵光电	22.29	0.56	0.75	0.89	29.7	24.9	4.8	16.0	50
平均					34.6	27.5	2.5	8.4	563

资料来源：WIND，招商证券研发中心

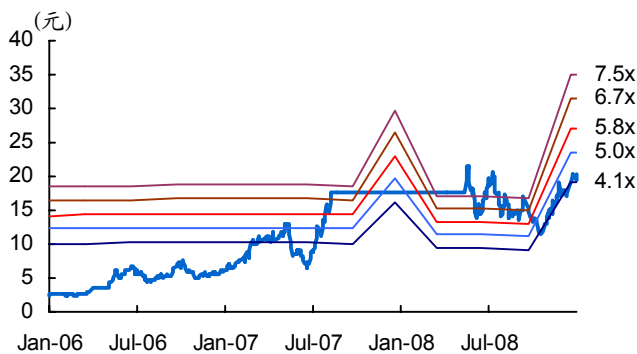
注：08 年 EPS 除中兵光电外，其余公司依然为预测值；中兵光电 09 年业绩预测未考虑增发摊薄

图 2：中兵光电历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：中兵光电历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

3、风险因素

国家安全军事战略的变化变化。新产品的技术和市场风险。

化工天然气业务较低的毛利率水平或将影响公司整体毛利率水平。

4、投资建议：维持“审慎推荐-B”

在去年 8 月的深度报告中，我们给出公司 DCF 模型的估值结果为 20 元。目前公司股价已经与预计基本吻合。我们预测中兵光电 2009 年、2010、2011 年 EPS 分别为 0.82 元、0.93 元、1.17 元。公司主营产品是信息化战争中需要的核心武器部件，符合我军

提高信息化和精确打击能力的发展趋势。在此背景下，我们看好公司长期投资价值，给予比普通制造业更高溢价。按 09 年 30 倍 PE 估算，参考估值区间是 23-24 元。维持“审慎推荐-B”的投资评级。

参考报告:

- 1、《中兵光电(600435)-精确打击系统和军用机器人的产业先锋》2008/8/19。深度报告，本文分析了我国国防开支发展特点和预测，详细介绍了公司的业务线，论述了公司在精确打击武器和机器人的发展潜力。
- 2、《中兵光电(600435)-注入军工资产的盈利体现在年底》2008/10/31。三季度季报点评。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1252	1100	1460	1697	1998
现金	517	185	523	647	776
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	104	188	198	222	260
应收款项	246	347	345	387	453
其它应收款	25	41	40	44	52
存货	319	252	291	326	376
其他	41	87	63	71	81
非流动资产	833	990	834	812	792
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	467	513	712	700	690
无形资产	80	114	103	93	83
其他	284	361	17	17	17
资产总计	2085	2090	2295	2509	2790
流动负债	1090	903	1007	1073	1167
短期借款	213	364	350	350	350
应付账款	502	323	378	423	488
预收账款	105	10	63	71	81
其他	270	205	216	229	247
长期负债	84	79	50	50	50
长期借款	54	50	50	50	50
其他	30	29	0	0	0
负债合计	1174	982	1057	1123	1217
股本	144	223	223	223	223
资本公积金	571	484	484	484	484
留存收益	169	336	464	609	792
少数股东权益	28	64	67	70	74
母公司所有者权益	884	1043	1171	1316	1499
负债及权益合计	2085	2090	2295	2509	2790

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	64	(192)	414	302	321
净利润			182	208	261
折旧摊销			109	123	120
财务费用			18	16	14
投资收益			0	0	0
营运资金变动			83	(54)	(89)
其它			23	9	14
投资活动现金流	(212)	(261)	30	(100)	(100)
资本支出			(90)	(100)	(100)
其他投资			120	0	0
筹资活动现金流	60	121	(106)	(78)	(93)
借款变动			(14)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(55)	(62)	(78)
其他			(37)	(16)	(14)
现金净增加额	(89)	(332)	338	124	129

资料来源：公司报表、招商证券；注：EPS 预测未考虑增发摊薄

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1257	1151	1323	1482	1734
营业成本	883	771	900	1008	1162
营业税金及附加	1	1	1	1	2
营业费用	34	16	20	22	26
管理费用	169	147	169	190	222
财务费用	4	20	18	16	14
资产减值损失	27	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	140	182	215	245	308
营业外收入	22	8	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	160	189	215	245	308
所得税	36	25	30	34	43
净利润	124	164	185	211	265
少数股东损益	(1)	(3)	3	3	4
母公司所有者净利润	124	167	182	208	261
EPS (元)	0.56	0.75	0.82	0.93	1.17

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-5%	-8%	15%	12%	17%
营业利润	-11%	30%	18%	14%	26%
净利润	1%	34%	9%	14%	26%
获利能力					
毛利率	29.8%	33.0%	32.0%	32.0%	33.0%
净利率	9.9%	14.5%	13.8%	14.0%	15.1%
ROE	14.1%	16.0%	15.6%	15.8%	17.4%
ROIC	9.4%	11.5%	12.2%	12.6%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	47.0%	46.1%	44.7%	43.6%
净负债比率	12.8%	19.8%	17.4%	15.9%	14.3%
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.0	2.7	3.3	3.3	3.3
应收帐款周转率	4.2	3.9	3.8	4.0	4.1
应付帐款周转率	1.6	1.9	2.6	2.5	2.5
每股资料(元)					
每股收益	0.56	0.75	0.82	0.93	1.17
每股经营现金	0.29	-0.86	1.86	1.36	1.44
每股净资产	3.98	4.68	5.26	5.91	6.73
每股股利	0.13	0.10	0.25	0.28	0.35
估值比率					
PE	39.8	29.7	27.3	23.9	19.0
PB	5.6	4.8	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	23.6	18.2	13.6	12.1	10.5

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，证券从业七年，四年机械行业研究经验，曾获 2007 年新财富机械行业最佳分析师第二名。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，航天、军工行业分析师。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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 $\pm 5\%$ 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

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。