

上市公司深度报告

玻璃

资产注入带来根本性改变

资产注入带来根本性改变

当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。资产注入完成后，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，公司的基本面会发生根本性的改变。

盈利能力强的防务资产成为主业

西光集团拟注入上市公司的防务资产主要包括精确制导武器系统、精确制导导引头系列、航空显控信息装备产品系列和地面显控信息装备产品系列四大主导系列产品。该业务盈利能力稳定，08 年实现净利润 0.57 亿元，在加大国防建设的当前，具有很好的发展情景。未来不排除持续注入防务资产的可能。

光伏太阳能高速增长，前景广阔

本次注入资产包含太阳能业务（天达公司）股权，使公司太阳能业务份量加重。太阳能的广阔快速发展和政策支持奠定公司业务快速发展。而公司通过技术提升和规模扩大。使得电池转换效率提高，破片率降低，盈利能力增强。09 年上半年毛利率大幅提升。公司目前具有 60MW 产能，未来规划达到 200MW 产能。

光电材料与器件稳定发展

公司是全国最大的光学玻璃生产基地之一。近年来公司积极调整产品结构，加大研发力度，将产品由传统光学玻璃向中高档光学玻璃拓展，公司该项业务在稳定发展。

盈利预测和估值

公司资产注入后，业务发生根本性改变，盈利能力大大增强。我们预测公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.44 元、0.63 元、0.78 元。结合绝对估值和参考军工板块的相对估值，认为合理估值在 20 元左右。给予增持评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	750.15	1,627.94	2,175.38	2,613.65
主营收入增长率	75.53%	117.02%	33.63%	20.15%
EBITDA（百万）	40.77	191.31	267.79	329.62
净利润（百万）	7.54	91.85	132.28	162.30
净利润增长率	6.71%	1118.70%	44.02%	22.70%
ROE	2.20%	8.72%	11.81%	13.70%
EPS（元）	0.072	0.439	0.632	0.775
P/E	250.78	41.03	28.49	23.22
P/B	5.51	3.58	3.37	3.18
EV/EBITDA	50.36	18.16	13.41	10.68

新华光（600184）

首次评级

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

分析日期：2009 年 09 月 01 日

当前股价：18.00 元

目标价格 6 个月：20.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.7/-4.7	-16.2/-48.1	124.3/109.1
12 月最高/最低价（元）			26.34/0
总股本（万股）			10,500
流通 A 股（万股）			5,595
总市值（亿元）			22.71
流通市值（亿元）			12.10
近 3 月日均成交量（万）			405
主要股东			
湖北华光新材料有限公司			30.00%

股价表现


[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

目录

公司目前经营状况	1
业务盈利能力较弱	1
光电材料业务面临短期压力	2
资产注入	3
资产注入带来股权和业务结构的改变	3
防务资产成为主业	4
防务资产市场需求分析	5
防务资产经营状况分析	7
集团内其他防务资产	8
光电资产加快规模扩张	9
吸收天达光伏股权	9
光伏市场潜力巨大	10
太阳能电池盈利能力将逐步改善	12
盈利预测	13
预测假设	13
防务资产	13
太阳能电池	13
光学器材	13
税收优惠考虑	14
预测结果	14
估值	15
假设条件	15
估值结果	15
投资评价和建议	16
风险因素	17
防务产品具有不确定性	17
光伏太阳能受政策影响大	17
汇率变动风险	17
指标分析	18
报表预测	19

图表目录

图 1: 公司产品营业收入	1
图 2: 归属于母公司的净利润	1
图 3: 公司近年来毛利率变化	1
图 4: 公司近年来期间费用率变化	1
图 5: 公司产品营业收入	2
图 6: 光学器材业务毛利率	2
图 7: 注资后股权结构	3
图 8: 国防支出和 GDP 的关系	5
图 9: 各国国防费用占 GDP 比重	6
图 10: 各国国防支出比例	6
图 11: 西光集团防务资产近年来营业收入	7
图 12: 西光集团防务资产近年来净利润水平	7
图 13: 西光集团防务资产近年来营业收入	7
图 14: 西光集团防务资产近年来净利润水平	7
图 15: 西光集团防务资产近年来偿债能力指标	8
图 16: 天达光伏收入的市场结构	9
图 17: 天达光伏产品收入结构	9
图 18: 中国光伏发展进程	10
图 19: 中国能源消费占比走势	10
图 20: 06-08 年天达光伏营业收入	12
图 21: 06-08 年天达光伏净利润	12
图 22: 公司太阳能电池毛利率	12
图 24: 估值结果情况	15
表 1: 注入的防务资产	4
表 2: 国防开支历年变化	5
表 4: 光伏发电累计装机容量及发电量规划	11
表 5: 各业务板块收入增长估计假设	13
表 6: 各业务板块毛利率变化估计假设	14
表 7: 估值基本条件假设	15
表 8: 估值状况和敏感性预测值	15
表 9: 军工上市公司预测市盈率比较	16

公司目前经营状况

业务盈利能力较弱

当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。06年公司股权分置改革获得西光集团赠与的天达光伏 52.09% 的股权，成为天达光伏的控股股东，将其纳入合并报表，太阳能电池开始成为营业收入的重要构成部分，近年来在主营业务收入的比重逐步提高。

公司收入一直保持较快增长态势，但利润增长速度明显落后于收入增长主要是毛利水平的下滑。07 年毛利大幅下滑主要是由于公司太阳能产业规模偏小，单位成本较高，08 年继续走低则是受原材料、能源价格上升以及人民币升值等因素影响导致生产成本上升，盈利能力下降。但三项费用控制的较好，下降较为明显，整体的净资产收益率保持逐年提高。

图 1：公司产品营业收入

单位：百万元

图 2：归属于母公司的净利润

单位：百万元

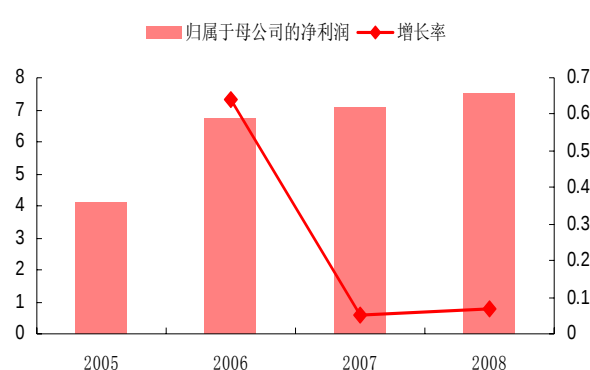
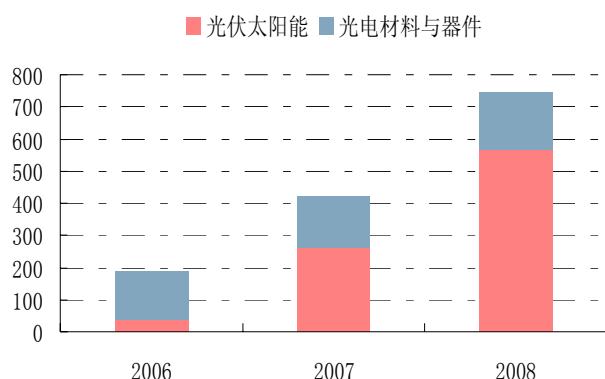
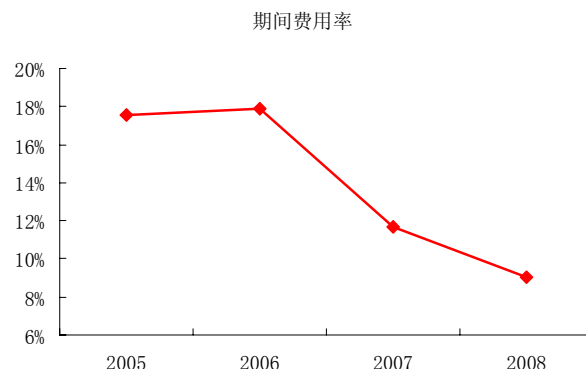
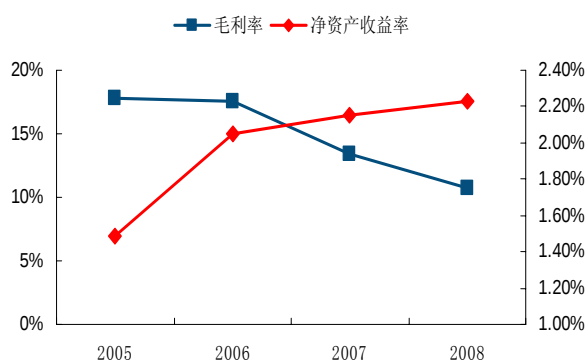


图 3：公司近年来毛利率变化

图 4：公司近年来期间费用率变化



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

光电材料业务面临短期压力

分业务来看，公司在光电材料与器件方面的主导产品包括：投影数码类光学玻璃、投影类光学型件、普通光学玻璃、普通光学型件，是全国最大的光学玻璃生产基地之一。近年来公司积极调整产品结构，加大研发力度，将产品由传统光学玻璃向中高档光学玻璃拓展，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。此外，公司坚持国际化战略，在保持国内市场的同时，积极开拓国际市场、逐步向国际主流市场渗透。

该业务产品收入保持稳步增长，毛利率一直稳步提高，但今年上半年包括中国在内的世界范围内的光学企业陷入经营危机，新华光公司作为光学产业链中的一份子，也面临很大压力，订单出现下滑，上半年收入同比下降17.22%，净利润同比下降61.04%，毛利率出现大幅下滑。对此公司增加了单坩埚生产，以适应镧系等特殊产品多品种、小批量的需求格局，另一方面大力推进型件类产品生产，拓展产业链，进一步接近终端市场。

图 5：公司产品营业收入

单位：百万元 图 6：光学器材业务毛利率



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

从长远来看，光学行业仍然具有良好的发展潜力。一是随着信息产业的崛起，促进了光电产业的发展，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；二是随着经济全球化进程的加快，中国丰富的劳动力资源、高技术人才队伍和巨大的市场，为世界光电产业提供了发展空间，许多世界著名光电企业纷纷来中国建厂，在珠江三角洲、长江三角洲、环渤海三角洲已形成了以外资企业为中心的光电加工中心，给中国光学材料厂家带来了发展机遇；三是武器装备信息化的加速，包括武器平台信息化、单兵武器信息化、武器弹药精确制导化、信息存储、记录设备以及老的武器装备的信息化改造，等都为光电材料的发展提供了良好机遇。

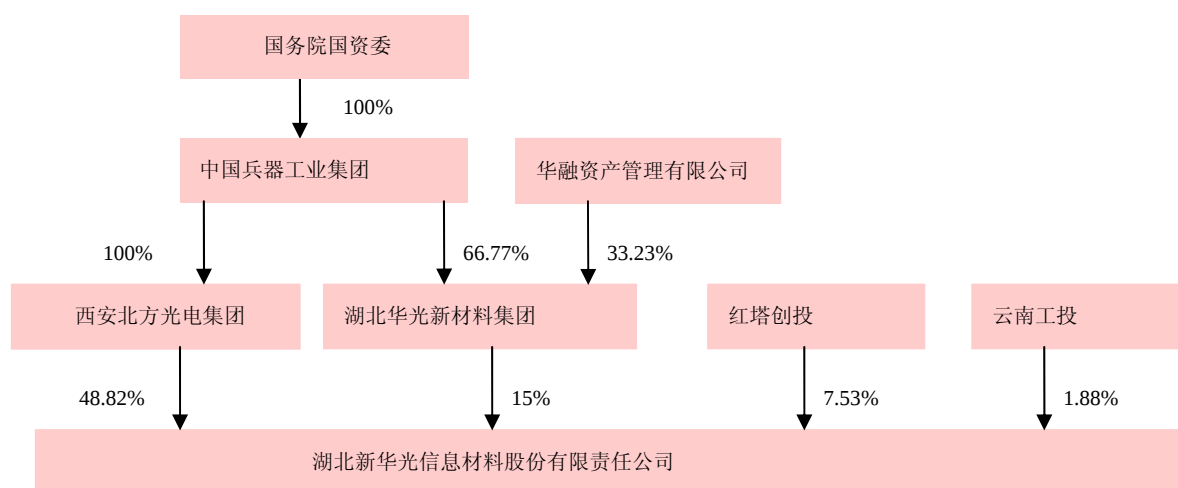
公司另一块业务主要是太阳能电池，主要通过旗下控股的天达光伏太阳能有限责任公司运营，目前已形成 60MW 的产能，未来还将继续推进产能扩张进程，我们将在后面的资产注入部分详细分析。

资产注入

资产注入带来股权和业务结构的改变

公司与西光集团、红塔创投、云南工投分别签署了《发行股份购买资产的协议书》，约定以6.28元/股的价格向西光集团发行8467.9278万股购买其拥有的防务标的及持有的天达光伏6.44%的股权、向红塔创投发行1575.7973万股购买其持有的天达光伏32.21%的股权、向云南工投发行394.3162万股购买其持有的天达光伏8.06%的股权。资产注入完成后，西光集团将持有公司10222.9278万股股份，占发行完成后公司总股本的48.82%，成为第一大股东，实际控制人仍为兵器集团；红塔创投、云南工投将分别持有公司1575.7973万股、394.3162万股股份，分别占发行完成后公司总股本的7.53%和1.88%。原控股股东湖北华光新材料控股由原来的30%将至15%。

图 7：注资后股权结构



资料来源：中信建投证券研发部

资产注入完成后，公司主营业务将有光伏太阳能、光电材料与器件业务扩展至防务、光伏太阳能、光电材料与器件三大领域；同时光伏太阳能业务权益翻倍，防务资产成为主要的主业之一，而公司传统的光电材料与器件业务在整个业务比重中大幅降低。

防务资产成为主业

西安北方光电集团（以下简称西光集团）是兵器工业集团 100%控股的公司，国家“一五”期间 156 个重点建设项目之一、国家重点保军企业、总装备部首批联合审查认可的装备承制单位。目前已发展为以光电应用技术为主导，拥有光电防务、光伏太阳能、光电材料与器件三大主营业务，涵盖 31 家投资企业，覆盖四个城市五大园区的大型国防高科技光电企业集团。

此次西光集团拟注入上市公司的资产是其旗下的防务资产。主要包括四大主导系列产品：精确制导武器系统、精确制导导引头系列、航空显控信息装备产品系列和地面显控信息装备产品系列。

表 1：注入的防务资产

注入资产	主要产品或主营	优势	用途或功能
精确制导武器	重型导弹发射车	精确制导武器系统达到了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；产品发展情况良好。	一个复杂的光、机、电集合的陆用机动作战平台系统，集多学科技术于一体的军用装备，主要实施对于地面装甲及空中目标、其他地面或水面高价值目标等进行攻击。
精确制导导引头	导引头	西光集团拥有多年的精确制导导引头系列产品研发制造经验，并已在行业内形成了独有的核心技术和技术壁垒；产品有较好的市场发展前景	现代战争中实现精确打击的重要组成部分，是战场高新技术的武器装备实现弹药职能化的重要基础。
航空显控信息装备	航空座舱作战产品	航空显控信息装备系列产品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；该系列产品在国内航空领域处于领先水平	主要用于作战飞机进行瞄准、攻击和飞行状态的综合观察，是集显示技术、数据记录技术于一体的精密系列化产品。
地面显控信息装备	显控信息装备	在地面显控信息装备系列产品上也拥有雄厚的实力，具备了较强的技术开发、产品试制和批量生产能力。	用以实现常规兵器高技术化，为地面军用装备发展提供良好的条件保障，提升战斗力。
西安导引 36%的股权	精确制导导引头的研制、开发	具有超前的技术优势高科技研发公司，在行业内拥有多项前沿技术，研制的产品均已处于国内领先水平，部分产品达到国际领先水平。	为精确制导武器系统发展提供技术支撑而组建设立的专业化公司。技术集光、机、电、计算机、雷达、激光、红外等高新技术为一体，产品涉及激光、微波、毫米波、红外等领域
西光物资 30.15%的股权	采购等配套服务		主要负责防务产品生产所需的原材料、元器件、标准件的采购。为保证防务性资产的配套服务。
西光光学 45%的股权	光学产品方面开发、设计、加工、销售及技术服务	西光光学参与了某些防务产品的重要生产环节	主要经营光学原材料、元器件的开发、设计、加工、销售及技术服务，某些防务产品的重要生产环节。

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

防务资产市场需求分析

军工行业主要为满足本国国防和战争需要供给武器装备，是典型的基础行业、战略主导行业，与其他基础行业相比，军工行业具有如下特征：政治性、保密性、买方垄断性、风险性。

军工工业的发展水平是一个国家综合实力的反映，它体现出来的威慑力量直接影响着一国的政治行为，这就决定了军工行业的改革与发展不仅仅要考虑经济利益，还必须符合国家利益和战略目标，有时甚至要损失经济利益，国家有权在适当的时候向某些国防技术、产品和企业给予特殊的政策照顾、倾斜以及规制。军工行业受国家法律限制明显，与政治因素和国内国际政局变化直接关联。

国家宏观经济情况及政治军事局势是国防建设的主要影响因素。从宏观经济来看，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，08年GDP超过30万亿。经济的高速增长带动国防建设投入的不断加强。近年来，我国在经济发展的基础上，为维护国家主权和安全统一，适应世界新军事变革的发展，适度增加了装备和战场配套建设经费，保持了国防费的逐步增长，具体数据如下：

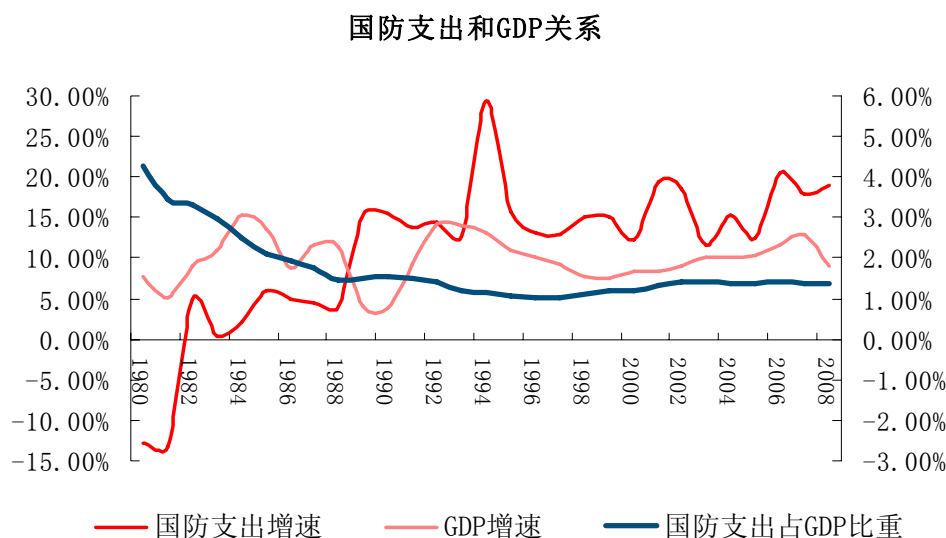
表 2：国防开支历年变化

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009
国防开支（亿元）	2,200.01	2,474.96	2,979.38	3,554.91	4,177.69	4806.86
同比增长率（%）	15.31	12.5	20.38	19.32	17.52	15.06

注：数据来源：历年政府工作报告。

2003年至2007年，我国国防支出年均增长15.8%，主要用以弥补改革开放以后很长一个时期内国防建设低投入所造成的发展缺口，总体上属于“恢复性”和“补偿性”增长，预计这一势头未来将得以保持。

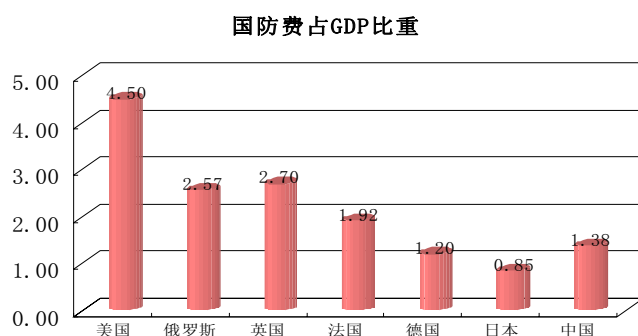
图 8：国防支出和 GDP 的关系



注：数据来源：公司公告

中国国防费用总额、军人人均数额，仍低于世界一些主要大国的水平。2007年，中国年度国防费用相当于美国的7.51%、英国的62.43%。军人人均数额是美国的4.49%，日本的11.3%，英国的5.31%，法国的15.76%，德国的14.33%。从国家国防负担的相对比例看，同时，中国国防费用占国内生产总值(GDP)的比重和占财政预算支出的比重与其他国家相比，处于较低的水平。2007 年中国的国防费用换算成美元约合449.4 亿美元，仅相当于世界上国防费用开支最多国家的10%左右。世界主要国家和地区的国防费用占GDP 的比重大多维持在2.5%到5%之间，而中国今年国防开支预计占GDP 的比重仅为1.5%。以2007 年为例，国防支出占GDP 的比重我国为1.38%、美国为4.5%、英国为2.7%、法国为1.92%。

图 9：各国国防费用占 GDP 比重



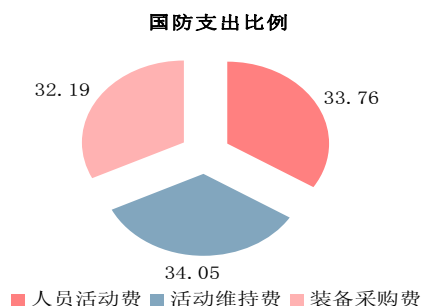
注：数据来源：公司公告

目前，我国坚持防御型国防政策，现有军费开支较为“保守”。如果军费达到与经济同步正常增长的规模，初步估计要通过二十年（到 2029 或 2030 年）完成补偿性增长以避免过大的经济压力。预计在今后的一段时间内，我国国防费用将保持不断增长，也将为国防产业的进一步发展提供强大的动力和坚实保障。

同时，全球安全局势以及我国周边地区的国际矛盾和纷争不断，相关领土纠纷将更加尖锐，在此情况下我国国防费用开支预计将保持快速增长。另一方面，目前我军现有装备现代化水平较低，电子战、信息战装备尤为薄弱，我国现代化装备在质量和数量上均处于劣势，我国国防装备升级带来的需求增长也不可忽视。

我国国防费用的主要支出项目有：人员活动费、活动维持费和装备采购费。从国防费用支出项目比例来看，人员活动费、活动维持费及装备采购费基本保持在1: 1: 1 的水平。考虑到人员活动费用提高主要基于物价上涨因素，故其增速或将低于活动维持费及装备采购费，装备采购占国防费用的比例将在未来继续出现显著提升，国防装备采购或将迎来1978 年以来的最为高涨的时期。

图 10：各国国防支出比例



注：数据来源：公司公告

防务资产经营状况分析

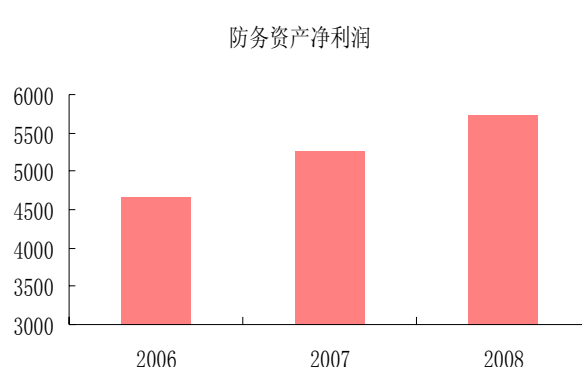
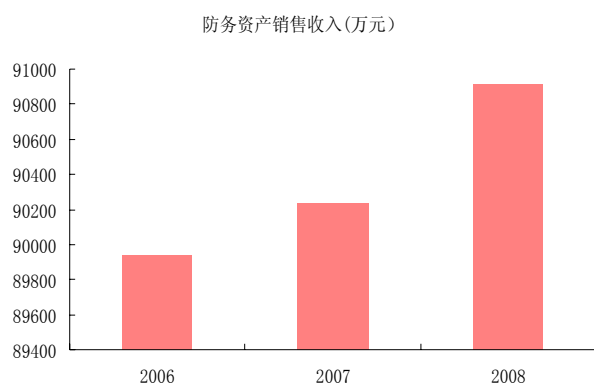
从经营情况上看，拟收购的防务资产营业收入增长较为平稳，以订单生产模式为主，西光集团与军方、兵器集团及其他军工集团所属各单位等签署的军品供货合同较为固定，军品业务较为稳定。营业收入、净利润在保持平稳的基础上略有增长。06、07、08年收入分别为8.99亿元、9.02亿元、9.09亿元，净利润分别为0.47亿元、0.53亿元、0.57亿元。西光集团承诺：防务标的实现的净利润在2009、2010、2011年度分别不低于4893万元、4667万元、4470万元。实际盈利数未达到上述业绩承诺时，将以现金方式补偿。

图 11：西光集团防务资产近年来营业收入

单位：万元

图 12：西光集团防务资产近年来净利润水平

单位：万元



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

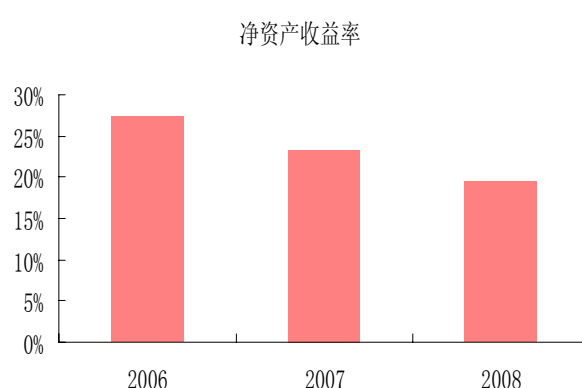
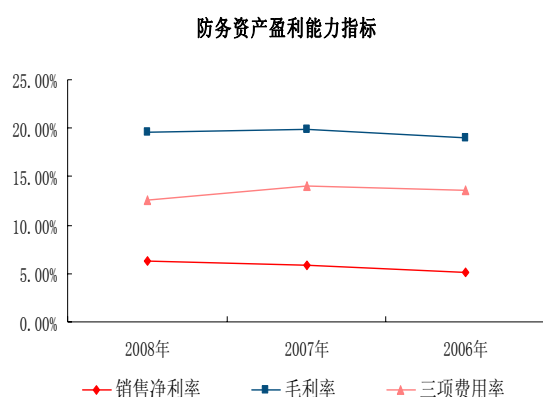
从盈利能力指标来看，近年来，注入的防务资产毛利率水平稳定且略有增长，基本维持在20%附近；而三项费用率也相对稳定，且小幅下降；因此，销售净利率随收入增长，小幅稳定增长，08年达到6.31%。盈利能力稳定且逐步增长。

图 13：西光集团防务资产近年来营业收入

单位：万元

图 14：西光集团防务资产近年来净利润水平

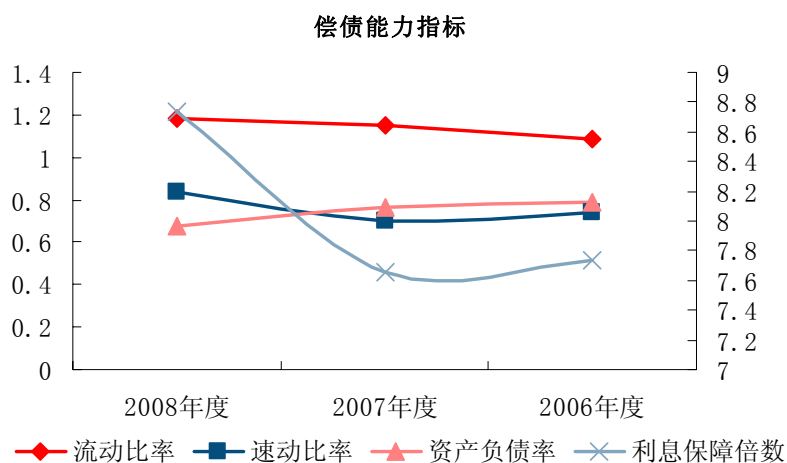
单位：万元



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

公司注入防务标的资产的偿债指标来看，近年的流动比率、速动比率、利息保障倍数等指标均较为稳定，流动比率和速动比例分别维持在1.1 和0.75 左右，利息保障倍数维持在8 左右，资产负债率呈逐年下降趋势。偿债能力较强。

图 15：西光集团防务资产近年来偿债能力指标



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

集团内其他防务资产

公司的实际控制人中国兵器工业集团公司是 1999 年 7 月根据党中央、国务院、中央军委关于深化国防科技工业体制改革的重大决策，在原中国兵器工业总公司的基础上改组设立的。公司自 2004 年以来连续 5 年获 A 级中央企业，2008 年实现主营业务收入 1450 亿元、利润总额 45 亿元，总资产达到 1700 亿元左右，员工 30 万人，开创了兵器工业科学发展的新局面。

集团公司不仅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装备，是我国国防现代化建设的战略性基础产业。其主要的防务产品有：装甲突击、防空反导、远程压制、精确打击、高效毁伤、信息夜视等。本次注入公司的仅是实际控制人子公司西光集团的防务资产，在未来，实际控制人大量的防务资产不排除进一步注入的可能。

光电资产加快规模扩张

吸收天达光伏股权

公司在发行之之前拥有天达光伏 41.21%的股权，此次发行股份收购西光集团、红塔创投、云南工投分别持有的天达光伏 6.44%、32.21%、8.06%的股权以后，公司持股比例提高至 87.925%。

天达光伏是在原来的云南半导体器件厂基础上改制而成的企业，主要从事晶体硅太阳能电池、电池组件和相关配套产品的研发、生产和销售以及国内光伏工程的承揽业务，在国内保持领先地位。主要产品包括规格为 125mm*125mm 及 156mm*156mm 的太阳能电池片、规格为 180w 与 240w 系列的太阳能电池组件。

目前已拥有总规模为 60MW 的晶体硅太阳能电池制片线和组件封装生产线，现在建设 2 号厂房，为第三条太阳能电池的建设作好准备，预计第三条生产线完工后产能将达到 90MW。此外年初天达光伏还与秀洲新区、秀洲工业园区管委会签署协议，计划在秀洲工业园区建设六条太阳能电池硅片生产线，项目首期建设目标为年产 100MW 太阳能电池产品，最终实现年产 200MW 以上的生产能力。

天达光伏的市场领域分为国内和国外，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。已在西藏地区相继取得青藏铁路 GSM 覆盖工程、边际网二期、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。在国际市场上，天达光伏主要向欧洲国家出口用于光伏并网发电的太阳能电池组件，还有一部分用于非洲、南美等国家的通信电源，目前已成为全球知名通讯公司沃达丰的合格供应商。

图 16：天达光伏收入的市场结构

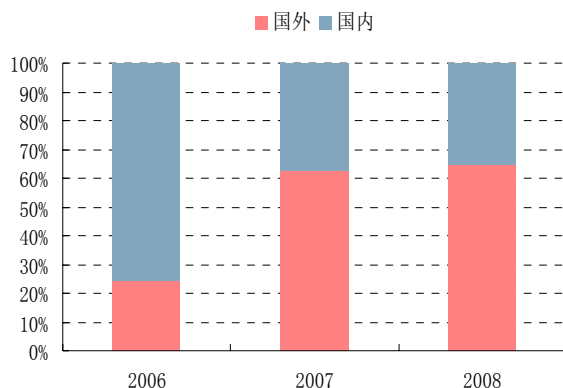
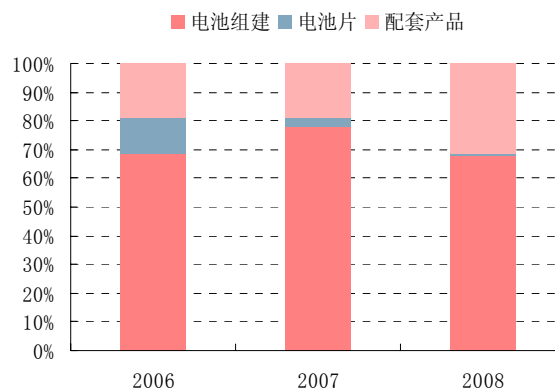


图 17：天达光伏产品收入结构



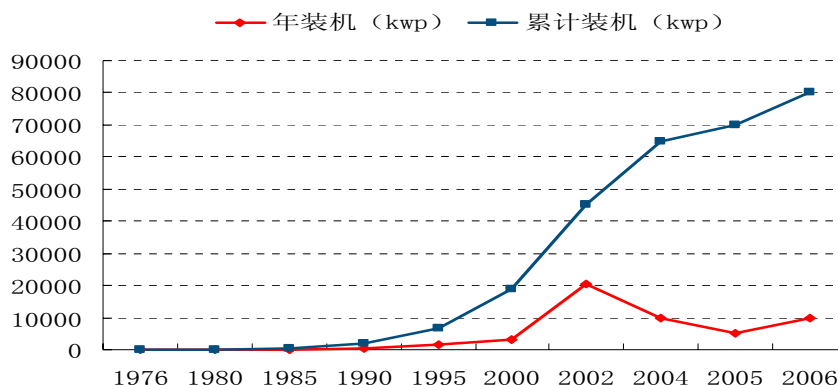
资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

2009 年 4 月 28 日，天达光伏与华能澜沧江水电有限公司签订了《华能石林光伏发电有限公司发起人协议》，华能石林光伏发电有限公司成立后将投资建设昆明石林并网光伏实验示范电站（示范区）项目，根据目前设计初步成果，电站装机规模为 100MWp。公司将借此进一步提升规模化开发利用太阳能资源的综合实力，积累参与大型并网光伏电站工程的建设经验，从而为光伏产业及光伏发电工程提供更为全面和完善的大型科研平台。

光伏市场潜力巨大

我国具有十分丰富的太阳能资源，2007年中国的光伏太阳能电池年产量约为1GW，占世界总产量的1/4，仅次于日本和欧洲，位居全球第三，年增幅达200%，含薄膜电池在内的产能达2GW。

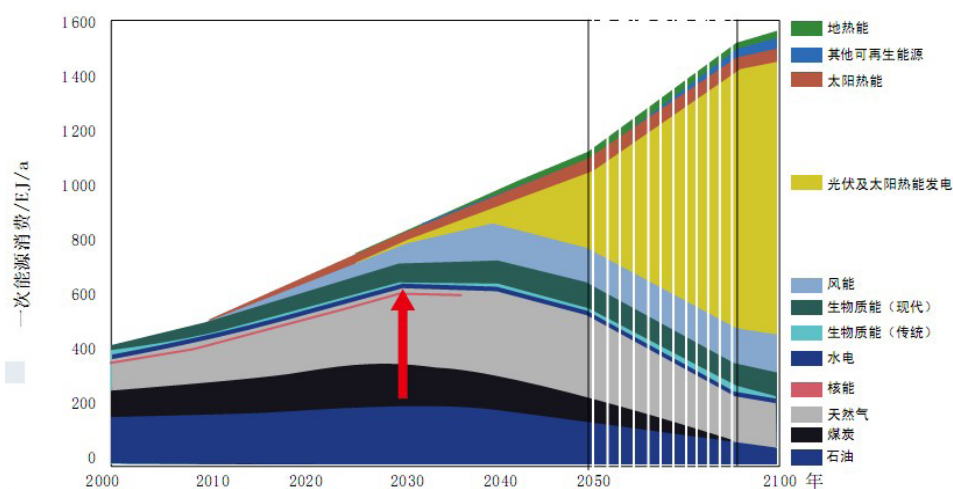
图 18：中国光伏发展进程



资料来源：《中国光伏发展报告2007》，中信建投证券研发部

根据《可再生能源发展“十一五”规划》预测，到2010年中国太阳能发电装机容量将达到30万千瓦，同时进行兆瓦级并网光伏发电示范工程和万千瓦级太阳能热发电试验和试点工作，以带动相关产业配套生产体系的发展，为实现太阳能发电技术的规模化应用奠定技术基础；并将逐步开展无电地区电力建设，利用用户光伏发电系统和小型光伏电站，积极解决西藏、青海、内蒙古、新疆等边远地区无电户的基本生活用电问题，建设光伏发电系统10万千瓦；开展光伏电站试点，在西藏、甘肃、内蒙古、宁夏、新疆、甘肃等太阳能资源丰富、利用条件好的地区，建设大型并网光伏电站，总容量达到5万千瓦；2020年可再生能源将占能源消耗总量16%，太阳能发电装机力争达到180万千瓦。

图 19：中国能源消费占比走势



资料来源：《中国光伏发展报告2007》，中信建投证券研发部

表 4：光伏发电累计装机容量及发电量规划

	2010	2020	2030	2050
累计装机（万千瓦）	35	180	3000	60000
年发电量（亿千瓦时）	4.2	21.6	420	9000

资料来源：《可再生能源中长期发展规划》，中信建投证券研发部

2009年3月，财政部、住房和城乡建设部联合发布的《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》，为有效缓解光电产品国内应用不足的问题，在发展初期采取示范工程的方式，决定实施“太阳能屋顶计划”，加快光电在城乡建设领域的推广应用，对光电建筑应用示范工程予以资金补助，鼓励技术进步与科技创新，鼓励地方政府出台相关财政扶持政策。财政部同时发布了《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》支持“太阳能屋顶计划”，将注重发挥财政资金政策杠杆的引导作用，以形成政府引导、市场推进的机制和模式，加快光电商业化发展。

目前，我国光伏产业主要集中在硅片、电池和组件的中间加工制造环节，两端的硅料和系统安装基本在国外，这是由于光伏行业上游的高端技术壁垒难以逾越，国内仅有少数几家厂商能小规模地提纯多晶硅，且技术需从国外购入，生产成本较高；同时国内光伏市场尚未形成，针对终端消费市场的系统安装产业在国内尚未发展起来。

考虑到光伏行业下游的光伏电池及组件生产所具有的劳动密集型特点以及组件封装设备、组件检测设备、硅片长晶铸锭设备、电池片生产设备的国产化进程，预计太阳能电池组件生产制造向中国转移的趋势仍将持续，中国在光伏电池组件的生产制造方面具备较为明显的优势。

太阳能电池盈利能力将逐步改善

随着两条晶体硅太阳能电池生产线的分别投产，天达光伏的生产规模及产品销量得以扩大，营业收入逐年增加，并保持逐年递增的趋势。但由于受原材料和能源价格的上涨以及人民币升值等因素的影响，综合毛利率在07、08年不断下降。但公司管理能力不断提升，三费控制的较好，销售费用和管理费用占比不断下降。整体来看，过去两年内公司净利润虽有所增长，但增长幅度低于收入增幅。

但到09年，天达公司通过技术提升，新生产线投产，使得电池转换效率提高，破片率降低，毛利率大幅提升。上半年毛利率提升了7.71个百分点。在上半年，虽然主要市场国家受金融危机影响，公司部分客户推迟了订单的履行，导致销售收入下降，太阳能电池实现营业收入12817万元，同比下降43.20%，但毛利率的大幅提升使公司实现净利润336万元，同比增长208.39%。

图 20：06-08 年天达光伏营业收入

单位：元

图 21：06-08 年天达光伏净利润

单位：元

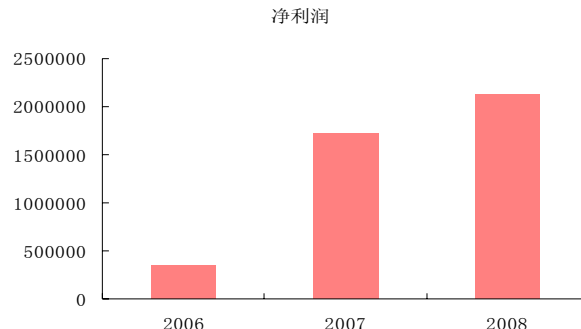
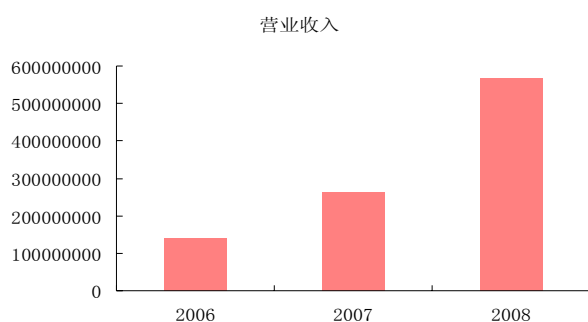
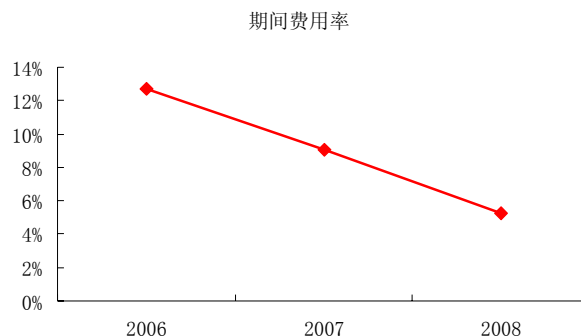
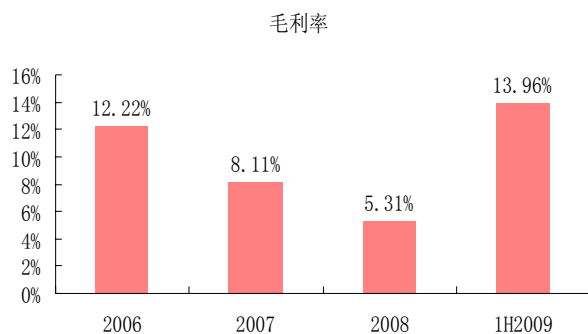


图 22：公司太阳能电池毛利率

图 23：天达光伏期间费用率



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

我们认为09年上半年受外围市场需求下滑影响是天达光伏的业绩低谷期，但远期来看公司业绩会逐渐走出低谷，目前国际市场的需求正在稳步恢复，公司积极开拓美国市场今年也取得重大突破，国内又适逢扶持太阳能产业的政策甘霖，公司以石林并网发电项目为重点，做好应用系统和组件营销，实施市场细分差异化和价格优势营销策略，谋求国内市场领先地位。盈利能力已经出现明显提升，伴随订单的履行和收入的增加，该项业务会成为与防务资产并列的贡献利润的重要增长点。

盈利预测

预测假设

防务资产

我国国防费用支出 2006-2008 年分别为 20.38%、19.32%、17.52%，考虑我国经济增长和我国军事装备相对落后因素，加上我国近几年国防支出属于补偿性增长，而注入公司的防务资产产品性能相对先进，因此注入防务资产的业务应该会有更高的收入增长。

在不考虑进一步注入防务资产的情况下，我们保守估算，公司 2009 年-2013 年的收入将保持 15%以上的复合增长；同时由于技术升级和规模扩大，产品的毛利率将会有提升。防务资产的净利润会大幅超过公司承诺的水平。

太阳能电池

目前天达光伏拥有 60MW 的晶体硅太阳能电池制片线和组件封装生产线，2009 年 2 月，天达光伏拟在嘉兴秀洲工业园区建设太阳能电池生产及研发基地，项目首期建设目标为年产 100MW 太阳能电池产品，最终实现年产 200MW 以上的生产能力。09 年，天达公司通过技术提升和规模化效应，使得电池转换效率提高，破片率降低，毛利率同比增加大幅增长。上半年毛利率已经达到 13.98%，我们认为下半年还会有所提高。

我们预计，受国际经济影响 09 年公司在太阳能电池业务方面收入会有所下降，但 2010 年收入会随原来推迟订单的落实和需求的恢复，同比出现大比例增长；以后 3 年每年保持平稳快速增长。

光学器材

光学器材业务 09 年上半年受冲击较大，营业收入下降 17.22%，毛利率下降 10 个百分点，实现净利润 190 万元，同比下降 61%。我们预计该业务 09 年全年收入由于国际经济危机的因素也会出现下降。但明年逐渐走出低谷，并保持 10%增长速度。

各业务板块收入增长和毛利率假设见下表

表 5：各业务板块收入增长估计假设

分项业务	2009	2010	2011	2012	2013
光学玻璃	-5.00%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%
太阳能电池	-20.00%	80.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务收入	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
防务资产	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：中信建投研发部

表 6：各业务板块毛利率变化估计假设

分项业务	2008	2009	2010	2011	2012	2013
光学玻璃	27.26%	17.03%	20.44%	25.50%	25.50%	25.50%
太阳能电池	5.32%	14.50%	16.00%	16.50%	16.50%	16.50%
其他业务收入	64.66%	67.90%	67.90%	67.90%	67.90%	67.90%
防务资产	19.58%	19.50%	19.50%	19.50%	19.50%	19.50%

资料来源：中信建投研发部

税收优惠考虑

西光光学、西光物资、天达光伏等企业所得税优惠政策将到期，企业所得税费或将增加，将对企业盈利水平造成一定影响，公司所得税实际税负逐年增长。我们在考虑部分仍能获得继续优惠政策的同时，部分企业的所得税将按 25% 的正常税负缴纳。

预测结果

基于上述假设，我们预测公司 09-11 年分别实现主营业务收入增长 117.0%、33.6% 和 20.1%，综合毛利率分别为 17.91%、18.33% 和 18.85%，实现净利润增长 511.2%、44.0% 和 22.7%（已考虑所得税优惠变化的影响），对应 09-11 年 EPS 分别为 0.44 元，0.63 元和 0.76 元。

估值

我们分别采用 FCFF、FCFE、APV 三种方法对公司进行估值。

假设条件

表 7：估值基本条件假设

无风险利率 R_f	2.52%
平均风险股票必要报酬率 R_m	10.00%
第二阶段(2010-2017)年数	5
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	3.00%
应付债券利率	3.00%
β	1.035

资料来源：中信建投研发部

估值结果

采用 FCFF、FCFE、APV 三种方法分别估值的结果为 17.50 元、19.58 元、17.16 元。

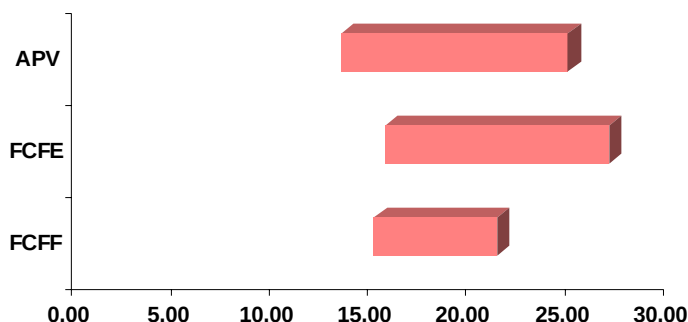
对上述三种方法进行敏感性分析，在贴现率 $\pm 1\%$ 和长期增长率 $\pm 1\%$ 的情况下，估值结果如下表。

表 8：估值状况和敏感性预测值

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	17.50	14.84	—	21.10	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	19.58	15.40	—	26.85	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 2\%$
APV	17.16	13.13	—	24.59	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：中信建投研发部

图 24：估值结果情况



资料来源：中信建投研发部

投资评价和建议

公司注入防务资产后，成为真正意义上的军工企业。根据绝对估值法建立的 FCFF、FCFE、APV 模型估值，公司的估值在 14.5~24.2 元之间，中值为 18.10 元。

采用相对法估值，由于市场上目前对军工行业重点上市公司 2009 年、2010 年和 2011 年的平均市盈率分别为 47 倍、37 倍和 31 倍左右，剔除市盈率超过 60 倍的异常值，军工行业重点上市公司 2009 年、2010 年和 2011 年的平均市盈率也分别为 39 倍、31 倍和 27 倍左右。而新华光作为真正意义上的军工股，至少也应该给予平均市盈率水平来进行合理估值，按 2010 年和 2011 年平均市盈率，合理股价分别为 19.5 和 21 元。

综合上述两种估值结果，我们认为公司的合理估值为 18~20 元，目标价 20 元，给予“增持”的评级。

表 9：军工上市公司预测市盈率比较

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
600523.SH	贵航股份	0.68	0.85	1.02	19.28	15.45	12.89
600271.SH	航天信息	0.70	0.83	0.99	21.71	18.37	15.41
002025.SZ	航天电器	0.37	0.46	0.57	27.90	22.07	17.89
600118.SH	中国卫星	0.60	0.73	0.86	31.32	25.88	21.77
600391.SH	成发科技	0.67	0.80	0.98	32.39	27.26	22.26
600879.SH	火箭股份	0.33	0.38	0.46	33.19	28.74	23.55
600038.SH	哈飞股份	0.33	0.38	0.46	45.04	38.88	32.15
002151.SZ	北斗星通	0.56	0.71	0.87	48.30	38.55	31.34
002013.SZ	中航精机	0.21	0.28	0.34	50.12	38.46	31.60
600677.SH	航天通信	0.19	0.26	0.22	55.26	39.02	46.65
600435.SH	中兵光电	0.36	0.40	0.49	56.22	50.48	41.38
600316.SH	洪都航空	0.32	0.39	0.50	83.88	68.59	54.15
000768.SZ	西飞国际	0.13	0.19	0.24	109.05	74.57	58.74
平均					47.20	37.41	31.52
平均（剔除 PE 超过 60 倍公司）					38.25	31.20	26.99
600184.SH	新华光	0.44	0.63	0.78	41.03	28.49	23.22

资料来源：wind，中信建投研发部

风险因素

防务产品具有不确定性

军工行业与政治因素和国内国际政局变化直接关联，主要为满足本国国防和战争需要供给武器装备，军工行业的发展不仅仅要考虑经济利益，还必须符合国家利益和战略目标，有时甚至要损失经济利益，它具有政治性、保密性、买方垄断性和风险性。缺少市场化因素，因此，收入的变化可能具有很大的不确定性，从而对当期利润的估算变化，甚至波动较大。

光伏太阳能受政策影响大

太阳能发电虽然是政策支持的行业，打算发展太阳能的国家都在对太阳能发电进行补贴。因此，各国的补贴政策变化，将会影响天达光伏的经营业绩。且公司光伏太阳能的产品口较多，如果外国政府减少对太阳能发电的补贴，对公司影响也较大。

汇率变动风险

公司光伏太阳能业务量未来还会加大，人民币汇率变动，可能导致公司面临的外汇风险增加，对公司的经营业绩和财务状况产生一定的影响。

指标分析

	2007A	2008 A	2009F	2010F	2011F
业绩表现					
收入增长率	116.56%	75.53%	117.02%	33.63%	20.15%
净利增长率	5.02%	6.71%	1118.70%	44.02%	22.70%
EBITDA 增长率	93.85%	10.31%	369.21%	39.98%	23.09%
EBIT 增长率	453.29%	31.40%	687.94%	48.30%	27.92%
主营业务利润率	13.41%	10.77%	17.91%	18.33%	18.85%
EBITDA Margin (%)	7.78%	1.18%	17.15%	13.97%	14.11%
ROE	2.13%	2.20%	8.72%	11.81%	13.70%
ROIC	3.04%	2.47%	13.56%	15.39%	18.89%
ROIC - WACC	-6.77%	-7.14%	3.66%	5.58%	9.07%
价值评估					
P / E	267.61	250.78	41.03	28.49	23.22
EV / 收入	4.64	2.74	2.13	1.65	1.35
EV / EBITDA	53.62	50.36	18.16	13.41	10.68
EV / EBIT	151.43	119.41	25.65	17.87	13.69
EV / NOPLAT	142.14	125.97	27.88	21.02	16.70
EV / IC	4.32	3.11	3.78	3.24	3.15
P / B	5.71	5.51	3.58	3.37	3.18
Dividend Yield (%)	0.00%	0.00%	0.99%	1.79%	2.63%
每股指标					
EPS	0.07	0.07	0.44	0.63	0.78
每股红利	0.00	0.00	0.18	0.32	0.47
每股经营现金流			0.35	0.44	1.05
每股净资产	3.15	3.27	5.03	5.35	5.66
流动性					
净负债 / 权益	0.28	0.48	(0.28)	(0.16)	(0.21)
总负债 / 总资产	57.01%	55.74%	40.17%	44.14%	44.94%
流动比率	1.38	1.85	3.43	3.22	3.12
速动比率	1.08	1.35	3.06	2.82	2.72

报表预测

	2007A	2008 A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	427.35	750.15	1,627.94	117.02%	2,175.38	33.63%	2,613.65	20.15%
营业成本	370.04	669.34	1,336.45	99.67%	1,776.74	32.94%	2,120.98	19.38%
营业费用	12.18	14.40	40.63	182.12%	51.57	26.95%	60.73	17.74%
管理费用	25.82	42.59	110.90	160.42%	140.79	26.95%	168.89	19.96%
财务费用	11.91	10.94	33.23	203.66%	39.73	19.57%	50.84	27.97%
投资收益	(0.23)	0.80	0.88	10.00%	0.97	10.00%	1.06	10.00%
营业利润	1.18	6.25	102.27	1535.09%	161.22	57.64%	206.22	27.91%
利润总额	5.44	9.16	106.87	1067.08%	166.60	55.88%	211.89	27.19%
所得税	(0.36)	0.48	8.55	1691.31%	24.99	192.28%	38.14	52.62%
净利润	7.06	7.54	91.85	1118.70%	132.28	44.02%	162.30	22.70%
NOPLAT	13.94	16.30	124.66	664.76%	170.81	37.02%	210.78	23.41%
资产负债表（百万元）								
货币资金	148.15	202.95	664.20	227.27%	649.20	-2.26%	719.29	10.80%
应收帐款	110.97	95.22	200.71	110.79%	268.20	33.63%	322.23	20.15%
预付款项	146.84	231.72	441.03	90.33%	568.56	28.92%	636.30	11.91%
存货	118.27	203.68	164.77	-19.10%	219.05	32.94%	261.49	19.38%
流动资产合计	551.06	752.51	1,509.41	100.58%	1,756.73	16.39%	2,001.45	13.93%
非流动资产	326.02	390.20	534.39	36.95%	567.55	6.20%	494.99	-12.78%
资产总计	877.08	1,142.72	2,043.80	78.85%	2,324.27	13.72%	2,496.43	7.41%
短期借款	148.00	146.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	38.98	39.11	109.85	180.89%	146.03	32.94%	174.33	19.38%
预收款项	16.34	25.99	50.41	93.95%	83.04	64.73%	122.25	47.21%
流动负债合计	400.70	405.93	439.92	8.37%	544.92	23.87%	640.72	17.58%
非流动负债	99.34	231.07	381.07	64.92%	481.07	26.24%	481.07	0.00%
少数股东权益	45.79	162.51	168.99	3.99%	178.31	5.52%	189.76	6.42%
母公司股东权益	331.25	343.21	1,053.83	207.05%	1,119.97	6.28%	1,184.89	5.80%
净营运资本	150.36	346.59	1,069.49	208.58%	1,211.80	13.31%	1,360.73	12.29%
投入资本IC	458.91	659.41	919.25	39.40%	1,109.72	20.72%	1,116.00	0.57%
现金流量表（百万元）								
净利润	5.80	8.68	98.32	1032.75%	141.61	44.02%	173.75	22.70%
折旧摊销	23.87	23.58	0.00	N/A	66.84	N/A	72.56	8.55%
净营运资金增加	107.29	196.23	722.91	268.41%	142.31	-80.31%	148.93	4.65%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	73.33	-86.38%	92.40	26.01%	219.74	137.82%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(201.62)	N/A	(101.53)	N/A	(1.44)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	589.54	2073.03%	(5.87)	N/A	(148.22)	N/A
现金净增（减）	124.03	281.64	461.25	63.77%	(15.00)	N/A	70.09	N/A

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

田东红 首席建筑建材分析师 韩梅，郑军 建筑建材行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010