

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

2009年12月23日

中兵光电(600435.SH)/21.24元

防务产品是核心，外延发展新业务

工业·机械

目标估值：23-26元

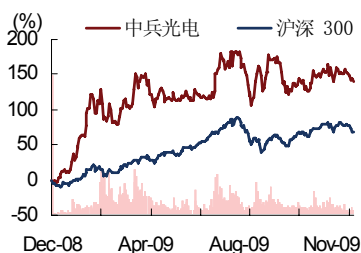
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3123
总股本(万股)	49644
已上市流通股(万股)	19017
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	25.7%
主要股东	华北光学仪器有限公司
主要股东持股比例	51.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	8	138
相对表现	1	-3	73



相关报告

- 1、《中兵光电(600435)-精确打击系统和军用机器人的产业先锋》
2006/11/6
- 2、《中兵光电(600435)-注入军工资产盈利兑现，公司拟实施增发》
2006/2/8

公司于2009年12月9日召开投资者见面会，通过交流，我们认为公司在现有防务产品的基础上，积极研制新型号，同时积极使用增发募集资金，通过收购等外延式发展模式，丰富公司产品线，实现公司快速成长。

- **防务业务是公司利润主要来源：**公司近几年70%-80%的利润由军品提供。在军品业务中，属于信息化弹药的远程火箭弹控制部件是公司过去利润增长的主要来源。公司曾经承诺09年、10年分别实现1.78、1.88亿元净利润，由于军品业务订单情况良好，且亏损的绣花机业务已经被剥离，我们预计公司09年净利润有可能超过1.78亿元；
- **公司打造6大防务业务模块：**公司根据产品类型的不同将防务产品分为6个子业务板块，分别是：信息化弹药、航空稳瞄、武器火控、无人机平台系列、惯导产品系列、电子通讯系列。信息化弹药、无人机平台是公司重点发展的业务。公司还计划通过收购在现有业务的基础上，实现惯导产品的全系列覆盖，并进入短波电台、卫星通讯等新领域；
- **公司通过对外收购进入新领域：**公司在获得非公开发行募集资金的支持下，加快了外延式发展步伐。公司已计划实施4项对外投资。拟使用金额合计7.85亿元。有与公司核心业务可以产生协同效应的项目，例如电子连接器和非战争军事行动装备产业，也有新进入的电子通讯和矿业领域。按目前公司资金使用速度，公司在2010年或许仍有募集资金的需求；
- **风险提示：**公司在研新型号多，面临一定技术风险，通过收购进入新业务领域，考验公司的整合能力；
- **维持“审慎推荐-B”投资评级：**公司核心业务符合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的趋势。我们认为公司将继续受益。公司对新进入领域整合成功后，将实现快速发展。预计09、10、11年的EPS分别为0.44、0.53元、0.57元，按军工行业平均估值水平，6个月目标价为23-26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	1243	1516	1713
同比增长	-5%	-8%	8%	22%	13%
营业利润(百万元)	140	182	222	271	292
同比增长	-11%	30%	22%	22%	8%
净利润(百万元)	124	167	194	237	256
同比增长	1%	34%	16%	22%	8%
每股收益(元)	0.56	0.75	0.44	0.53	0.57
PE	37.9	28.3	48.8	39.9	37.0
PB	5.3	4.5	6.8	6.0	5.4

资料来源：招商证券

一、公司近期情况简介

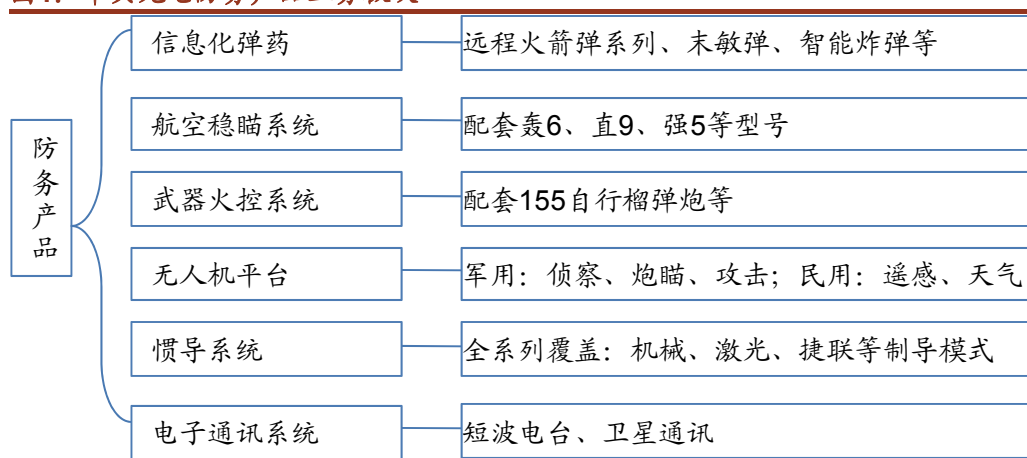
中兵光电（600435）公司于 2009 年 12 月 9 日在上海召开上市一周年投资者见面会，公司高管在会上介绍了公司上市一年的经营状况，并对未来发展战略做了说明。公司希望未来成为中国的“雷神”公司。09 年公司剥离了亏损的绣花机业务，防务业务的核心地位更加突出。公司在 09 年 7 月完成非公开增发后，加快了外延式扩张的步伐。目前对外投资项目计划使用资金约 7.85 亿。我们认为，如果按目前公司资金使用速度，公司在 2010 年或许仍有募集资金的需求。

1、公司防务业务依然是核心

防务产品是公司的主要利润来源。公司 2009 年 70%-80% 的利润由军品提供。公司曾经承诺 09 年、10 年分别实现 1.78、1.88 亿元净利润，在 09 年剥离亏损绣花机业务的前提下，我们认为 09 年净利润有可能超过 1.78 亿元。

公司防务业务板块分为 6 大子业务。公司根据产品类型不同将防务产品分为 6 个子业务板块，分别是：信息化弹药、航空稳瞄、武器火控、无人机平台系列、惯导系列、电子通讯系列。

图1：中兵光电防务产品业务板块



数据来源：招商证券研发中心

1、信息化弹药：信息化弹药是公司拳头产品。公司利润主要来源远程火箭弹控制部件就是属于该业务板块。由于信息化弹药产品（含火箭弹、炮弹、炸弹、智能雷）容易上规模，并且具备一定的消耗性质，该板块是公司重点打造的业务板块。公司目前正在丰富谱系，多种射程的远程火箭弹已经定型，最新型号也在定型过程中。此外公司重要的一个在研产品就是新一代末敏弹。采用激光、红外、毫米波三种方式制导，对装甲目标实施攻击。

2、航空稳瞄：航空稳瞄是公司传统产品。公司控股股东华北光学是原苏联援建的重点企业，最早为我国轰 5 型轰炸机生产配套的航空稳瞄系统。公司在航空稳瞄领域有的雄厚实力，目前公司航空稳瞄主要装备的型号有直 9、轰 6、强五等我军主力战机。

3、武器火控：公司生产的武器火控系统主要与兵器工业集团下相关的自行火炮、装甲车和坦克等系统配套。

4、无人机平台系列：无人机平台是公司未来计划中的重要业务板块，在军用无人机方面，大型化长航程无人机、侦察/打击一体无人机、自杀式无人机是军用无人机发展的三个趋势。公司认为前两种航空工业有天然的优势，公司将突破口放在第3种上，公司目前正在研制自杀式无人机，发现目标后可以直接攻击摧毁。目前公司军用无人机在研型号主要有3种，分别是：**a、四旋翼无人侦察机。****b、炮兵无人机**，主要用于炮兵侦察、校炮、毁伤评估。**c、自杀式无人机。**公司在民用无人机上主要发展华鹰系列和手抛式无人机，目前，上海人防已近订购了2架公司无人机产品，并且有海外订单。

5、惯导系列：在惯性制导领域，公司强调完善全谱系产品，覆盖包括机械式惯导部件、激光惯导部件、捷联制导系统、以及基于 MEMS 技术（Micro Electromechanical System，即微电子机械系统）的制导部件。目前，公司已经在机械式惯导、捷联制导方面具备较强实力，未来希望通过收购进入激光惯导领域和基于 MEMS 技术制造的制导平台。

6、电子通讯系列：公司通过收购河南万象集团进入的新领域。该业务板块的成长重点将依托兵器集团，为兵器工业集团生产的车、自行武器、坦克等提供配套的通讯系统，减少兵器工业集团对电子科技集团的依赖程度。

2、公司 09 年投资项目简介

外延式发展成为公司近期热点。公司在 09 年 7 月完成了非公开增发，共募集资金 8.29 亿元。公司在获得资金支持的情况下，加快了外延式发展步伐。截止目前为止，公司计划实施 4 项对外投资计划。拟使用金额合计 7.85 亿元。即有与公司核心业务可以产生协同效应的项目，例如电子连接器和非战争军事行动装备产业，也有新进入的电子通讯和矿业领域。我们认为，公司希望通过对外投资，加快公司发展速度，丰富公司业务线，寻找新的增长点。

表 1：中兵光电投资项目简介

序号	项目名称	使用金额	项目简介	备注
1	非战争军事行动装备产业及反恐试训基地建设用地项目	1.70 亿	1、在河北曹妃甸工业区获取 5000 亩地打造非战争军事行动装备产业及反恐试训基地总占地。	变更募集资金用途
2	投资河南万象集团	3.5 亿	1、收购部分股权及增资的方式最终持有重组后的万象通信 51% 以上的股权	
3	增资泰兴市航联电连接器	0.40 亿	2、进入电子、卫星通讯领域 1、收购航联公司实际出资比例的 51%	变更募集资金用途
4	拟合资成立中兵矿业公司	2.25 亿	2、进入电子连接器领域 1、与黑龙江泰瑞矿业集团有限公司合资成立中兵矿业公司	
			2、进入铁、锌矿等矿业领域	
合计		7.85 亿		

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 2：公司收入结构预测

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
防务	营业收入（百万）	960	1,359	1,545	1,825	2,035
	YOY	6.7%	41.6%	13.7%	18.1%	11.5%
	净利率	31.4%	36.5%	35.5%	35.3%	34.5%
民品	营业收入（百万）	297	218	162	253	310
	YOY	-21.4%	-26.7%	-25.8%	56.3%	22.8%
	净利率	21.0%	13.9%	16.2%	16.5%	16.9%
合计	营业收入（百万）	1,257	1,577	1,707	2,078	2,345
	YOY	-1.6%	25.5%	8.3%	21.7%	12.9%
	净利率	29.0%	33.4%	33.7%	33.0%	32.2%

资料来源：招商证券研发中心

2、相对估值水平

目前,航天军工板块 2010 年估值水平在 43 倍 PE 左右。公司低于整个板块的平均水平。公司目前正处在扩张阶段,作为兵器工业集团旗下惯性制导子集团的核心上市平台,惯性制导子集团旗下的两家公司未来将注入上市公司。考虑公司军品业务具备的垄断性和未来成长性,我们认为目前中兵光电估值处于合理的水平区间。

表 3：国内航天军工重点上市公司估值比较表

股票名称	12.22 收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
中兵光电	21.24	0.38	0.44	0.53	56.6	48.8	39.9	5.4	14.8%	105
西飞国际	14.87	0.16	0.17	0.29	94.7	87.5	51.3	4.2	1.8%	368
洪都航空	33.60	0.29	0.48	0.50	115.2	70.0	67.2	6.4	7.7%	119
成发科技	22.28	0.51	0.70	0.81	43.8	31.8	27.5	5.2	14.1%	29
航空动力	25.18	0.27	0.37	0.46	94.4	68.1	54.7	7.1	8.6%	111
哈飞股份	18.76	0.29	0.35	0.42	64.2	53.6	44.7	4.8	7.6%	63
中航重机	20.98	0.33	0.39	0.45	63.6	54.1	46.3	4.1	7.2%	109
中航光电	20.39	0.42	0.55	0.69	48.8	37.2	29.5	5.3	11.8%	55
航天电子	10.69	0.23	0.29	0.35	46.2	36.9	30.5	3.0	7.4%	87
中国卫星	19.95	0.50	0.58	0.71	40.1	34.4	27.9	4.6	12.5%	70
平均					69.5	56.7	43.5	4.6	8.1%	1117

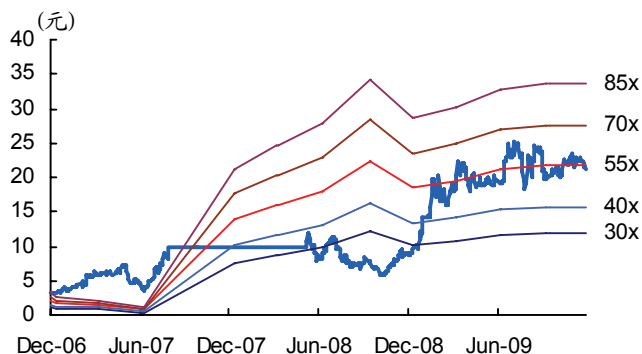
资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、投资建议：维持“审慎推荐-B”

我们预测中兵光电 2009 年、2010、2011 年 EPS 分别为 0.44 元、0.53 元、0.57 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。公司整体处在一个快速变化时期,通过外延式的扩张能够短期内将规模

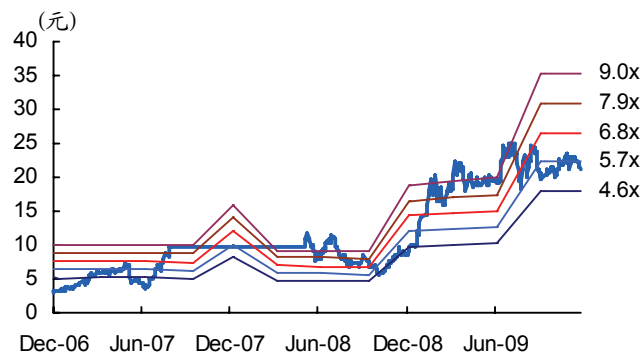
扩大，公司长期持续成长要看两点：1、新型号在技术和市场的双成功；2、对收购公司的成功整合。在此背景下，我们看好公司长期投资价值，按航天军工行业平均估值水平，6个月参考估值区间是23-26元。维持“审慎推荐-B”的投资评级。

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

4、风险因素

公司在研新型号多，面临一定技术风险。

公司通过收购进入新领域，考验公司整合能力。

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)-注入军工资产盈利兑现，公司拟实施增发》2009/1/15。介绍公司增发情况。

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	1647	1955	2249
现金	517	185	945	1095	1270
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	104	188	124	152	171
应收款项	246	347	216	264	298
其它应收款	25	41	37	45	51
存货	319	252	267	328	377
其他	41	87	58	71	82
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	2482	2767	3041
流动负债	1090	903	962	1078	1169
短期借款	213	364	350	350	350
应付账款	502	323	347	427	489
预收账款	105	10	58	71	82
其他	270	205	207	230	248
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	1012	1128	1219
股本	144	223	446	446	446
资本公积金	571	484	484	484	484
留存收益	169	336	472	638	817
少数股东权益	28	64	67	71	75
母公司所有者权益	884	1043	1402	1568	1747
负债及权益合计	2085	2090	2482	2767	3041

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	64	(192)	614	333	361
净利润			194	237	256
折旧摊销			109	123	120
财务费用			16	11	10
投资收益			0	0	0
营运资金变动			292	(50)	(34)
其它			3	11	9
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	116	(82)	(86)
借款变动			(14)	0	0
普通股增加			223	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(58)	(71)	(77)
其他			(35)	(11)	(10)
现金净增加额	(89)	(332)	760	150	175

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1257	1151	1243	1516	1713
营业成本	883	771	826	1016	1165
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	34	16	19	23	26
管理费用	169	147	159	194	219
财务费用	4	20	16	11	10
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	222	271	292
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	222	271	292
所得税	36	25	24	30	32
净利润	124	164	197	241	260
少数股东损益	(1)	(3)	3	4	4
母公司所有者净利润	124	167	194	237	256
EPS (元)	0.56	0.75	0.44	0.53	0.57

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-5%	-8%	8%	22%	13%
营业利润	-11%	30%	22%	22%	8%
净利润	1%	34%	16%	22%	8%
获利能力					
毛利率	29.8%	33.0%	33.5%	33.0%	32.0%
净利率	9.9%	14.5%	15.6%	15.7%	14.9%
ROE	14.1%	16.0%	13.8%	15.1%	14.6%
ROIC	9.4%	11.5%	11.3%	12.3%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	47.0%	40.8%	40.8%	40.1%
净负债比率	12.8%	19.8%	16.1%	14.5%	13.2%
流动比率	1.1	1.2	1.7	1.8	1.9
速动比率	0.9	0.9	1.4	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.0	2.7	3.2	3.4	3.3
应收帐款周转率	4.2	3.9	4.4	6.3	6.1
应付帐款周转率	1.6	1.9	2.5	2.6	2.5
每股资料(元)					
每股收益	0.56	0.75	0.44	0.53	0.57
每股经营现金	0.29	-0.86	1.38	0.75	0.81
每股净资产	3.98	4.68	3.15	3.52	3.92
每股股利	0.13	0.10	0.13	0.16	0.17
估值比率					
PE	37.9	28.3	48.8	39.9	37.0
PB	5.3	4.5	6.8	6.0	5.4
EV/EBITDA	28.3	21.8	16.1	13.8	13.2

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名；2009 年《证券市场周刊》水晶球奖机械行业最佳分析师第一名。

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、未来也将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

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。