

2021年02月01日

联创光电 (600363.SH)

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 **增持-A**

首次评级

股价 (2021-02-01) **23.27 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,598.94
流通市值 (百万元)	10,319.70
总股本 (百万股)	455.48
流通股本 (百万股)	443.48
12 个月价格区间	12.31/29.80 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.03	-13.0	39.08
绝对收益	0.25	-4.98	56.09

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

相关报告

军工及新产业业绩逐步释放, 原有业务稳健增长

■老牌军工企业, 受益行业景气度上行有望持续释放业绩

公司前身是由江西地区老牌军工工厂 746 厂 (现联创特微电子) 及 834 厂 (现北方联创通信) 合并而来, 在军工半导体分立器件及通信设备等方面配套历史悠久, 其中特微电子是我国军用硅结型场效应晶体管定点生产厂家并已处于行业领先地位, 下游广泛应用于航空航天及兵器等多个领域; 联营企业北方联创通信大股东为兵器集团旗下北方信息控制研究院, 当前公司持股 33%, 其长期从事通信指控产品研制, 并已实现从通信单体交换设备向分系统及系统总体转变, 有望形成装备信息化与系统集成供应商。考虑到“十四五”期间军队信息化建设或将是重中之重, 预计公司军品业务有望受益行业景气度提升持续释放业绩。

■携手中物院 10 所布局激光领域, 有望成为新业绩增长点

公司与中物院 10 所合资成立激光技术产业化运营公司中久光电 (持股 55%), 及中久光电产业研究院, 以“产业项目+研究院”模式并依托 10 所在半导体激光及全固态激光等研究领域领先优势, 持续推进相关科研成果转化。根据上证 e 互动, 公司主要半导体激光器产品为泵浦源, 其是激光器核心部件之一, 公司当前已投资建设 6 条泵浦源产线, 已成功打破国外长期技术封锁, 同时公司亦有望以泵浦源产品为切入点向上延展至激光芯片, 向下延展至激光设备及武器装备等方向, 在军民品领域应用广泛。根据 e 互动, 公司激光业务经营情况良好且产品订单正在陆续交付中, 此外, 伴随公司产业园区建成后规模效应逐渐显现, 成本端亦将不断下降, 产品盈利能力或仍有提升空间, 有望成为公司未来重要业绩增量。

■进军高温超导产业, 或进一步增厚公司业绩

根据公告, 参股公司江西联创超导 (持股 40%) 兆瓦级超导磁体感应加热装置已研制成功, 主要应用于高端铝型材及钛合金等金属加热行业, 相较传统加热方式, 其可实现对大尺寸金属工件的快速, 且加热速度较快且温度均匀性和较好, 适用于航空航天等对原材料品质要求较高的行业, 预计未来行业应用前景广阔, 根据人民网江西频道, 当前联创超导已与中铝集团及南山铝业等建立合作关系, 及其他多家国内大型铝合金、钛合金加工企业深度接洽, 未来市场空间或将逐步打开, 且公司高温超导产业已正式进入产业化阶段, 未来有望成为公司重要利润增长点, 并进一步增厚业绩。

■背光源及智能控制器等传统业务稳健增长, 夯实公司基本盘

公司是光电子器件领域骨干企业, 主要产品包括 LED 器件、背光源及相关产品、显示器及模块以及家电智能控制器等, 其中 1) 背光源产品: 子公司联创致光是国内众多知名手机品牌核心背光源产品供应商; 此外, 根据公告, 联创致光已与南昌地方国资设立合资企业, 或有助于扩大公司产能, 进一步打开成长空间; 2) 智能控制器产品: 子公司华联电子 (持股 50.01%) 是伊莱克斯及格力电器等国内外知名企业供应商, 当前市占率稳定, 预计伴

随下游产品应用领域进一步扩大及公司加大降本增效措施，未来业绩有望保持稳健增长。此外，公司还持有宏发电声 22.04% 股权，受益其业绩保持稳定增长，预计未来有望为公司持续贡献稳定投资收益。

■ **投资建议：**公司前身是南昌地区老牌军工厂，军工配套历史悠久，并有望在“十四五”期间受益军工行业高景气度加速释放业绩；同时公司联手中物院十所高起点切入激光赛道，有望成为重要业绩增量，此外公司积极布局高温超导领域并已和国内多家铝、钛合金企业深度接洽，未来放量可期。民品领域公司背光源及智能控制器产品积累深厚，继续夯实基本盘。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.74、4.66、6.06 亿元，对应估值分别为 39、23、18 倍。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

■ **风险提示：**军品订单不及预期；激光及超导领域进展不及预期；民品订单不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,445.6	4,354.6	4,544.9	6,803.7	9,919.2
净利润	227.2	194.9	274.3	465.9	606.3
每股收益(元)	0.50	0.43	0.60	1.02	1.33
每股净资产(元)	5.37	5.75	6.35	7.26	8.44

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	47.4	55.3	39.3	23.1	17.8
市净率(倍)	4.4	4.1	3.7	3.3	2.8
净利润率	6.6%	4.5%	6.0%	6.8%	6.1%
净资产收益率	9.3%	7.4%	9.5%	14.1%	15.8%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
ROIC	11.3%	9.5%	10.6%	17.6%	17.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,445.6	4,354.6	4,544.9	6,803.7	9,919.2	成长性					
减:营业成本	3,015.5	3,832.4	3,967.7	5,885.2	8,560.2	营业收入增长率	14.5%	26.4%	4.4%	49.7%	45.8%
营业税费	17.2	19.1	22.6	30.6	44.6	营业利润增长率	11.5%	-10.9%	75.9%	59.0%	30.4%
销售费用	83.9	118.9	113.6	163.3	238.1	净利润增长率	14.0%	-14.2%	40.7%	69.8%	30.1%
管理费用	130.8	156.8	195.4	244.9	386.8	EBITDA 增长率	40.7%	25.2%	-7.3%	46.5%	28.1%
财务费用	29.3	58.3	49.9	55.0	75.0	EBIT 增长率	47.3%	28.3%	-8.5%	53.7%	30.9%
资产减值损失	35.2	-26.5	15.4	8.0	-1.0	NOPLAT 增长率	4.4%	-3.0%	26.0%	64.0%	30.9%
加:公允价值变动收益	-	0.2	-	-	-	投资资本增长率	15.5%	12.2%	-1.0%	28.8%	7.7%
投资和汇兑收益	232.0	252.7	233.4	241.0	242.4	净资产增长率	9.2%	6.8%	10.4%	14.6%	16.6%
营业利润	263.8	235.1	413.6	657.6	857.8	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	0.4	-0.3	-0.7	-0.2	毛利率	12.5%	12.0%	12.7%	13.5%	13.7%
利润总额	261.4	235.5	413.3	656.9	857.6	营业利润率	7.7%	5.4%	9.1%	9.7%	8.6%
减:所得税	7.6	14.0	103.3	131.4	171.5	净利润率	6.6%	4.5%	6.0%	6.8%	6.1%
净利润	227.2	194.9	274.3	465.9	606.3	EBITDA/营业收入	13.4%	13.3%	11.8%	11.5%	10.1%
						EBIT/营业收入	11.5%	11.6%	10.2%	10.5%	9.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	56	46	41	23	14
						流动资产周转天数	97	93	95	90	87
						流动资产周转天数	284	268	263	249	245
						应收账款周转天数	103	93	98	98	96
						存货周转天数	70	59	66	64	62
						总资产周转天数	491	450	444	364	321
						投资资本周转天数	284	255	257	195	157
						投资回报率					
						ROE	9.3%	7.4%	9.5%	14.1%	15.8%
						ROA	4.9%	3.9%	5.7%	6.3%	7.3%
						ROIC	11.3%	9.5%	10.6%	17.6%	17.9%
						费用率					
						销售费用率	2.4%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
						管理费用率	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.9%
						财务费用率	0.8%	1.3%	1.1%	0.8%	0.8%
						三费/营业收入	7.1%	7.7%	7.9%	6.8%	7.1%
						偿债能力					
						资产负债率	46.4%	48.9%	40.4%	55.2%	53.7%
						负债权益比	86.5%	95.5%	67.7%	123.4%	115.9%
						流动比率	1.32	1.24	1.50	1.58	1.66
						速动比率	1.00	0.99	1.05	1.21	1.21
						利息保障倍数	13.49	8.69	9.28	12.96	12.44
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.04	0.06	0.10	0.14
						分红比率	10.2%	10.2%	10.1%	10.2%	10.1%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	657.4	598.4	590.8	884.5	1,289.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	1,125.2	1,115.9	1,368.4	2,341.0	2,970.6
应收票据	180.7	502.0	112.2	827.9	594.1
预付账款	147.0	265.8	5.6	463.2	266.6
存货	740.8	692.1	966.2	1,453.8	1,979.0
其他流动资产	230.1	235.6	183.9	216.5	212.0
可供出售金融资产	29.9	-	20.0	16.6	12.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,289.6	1,517.4	1,517.4	1,517.4	1,517.4
投资性房地产	4.7	4.5	4.5	4.5	4.5
固定资产	555.8	547.7	477.9	408.1	338.3
在建工程	3.6	17.8	17.8	17.8	17.8
无形资产	35.6	57.2	55.0	52.8	50.6
其他非流动资产	133.3	197.4	130.3	114.0	118.6
资产总额	5,133.8	5,751.7	5,450.0	8,318.1	9,371.1
短期债务	981.8	1,123.2	721.9	831.8	974.2
应付账款	965.9	1,079.2	1,100.8	2,121.7	2,531.1
应付票据	334.4	453.0	249.4	870.3	764.0
其他流动负债	59.7	97.2	86.3	102.7	125.6
长期借款	-	-	-	622.3	586.4
其他非流动负债	38.9	57.5	42.5	46.3	48.8
负债总额	2,380.7	2,810.0	2,201.0	4,595.1	5,030.0
少数股东权益	307.0	324.1	358.0	416.6	494.5
股本	443.5	443.5	455.5	455.5	455.5
留存收益	1,999.5	2,168.8	2,435.5	2,850.8	3,391.2
股东权益	2,753.2	2,941.7	3,249.0	3,722.9	4,341.2

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	253.8	221.5	274.3	465.9	606.3
加:折旧和摊销	88.3	94.9	72.0	72.0	72.0
资产减值准备	35.2	55.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-0.2	-	-	-
财务费用	38.9	71.4	49.9	55.0	75.0
投资损失	-232.0	-252.7	-233.4	-241.0	-242.4
少数股东损益	26.6	26.6	35.7	59.6	79.7
营运资金的变动	-254.8	-154.1	29.3	-984.5	-396.6
经营活动产生现金流量	37.4	26.1	227.8	-573.0	194.1
投资活动产生现金流量	-148.1	-153.5	213.4	244.3	246.8
融资活动产生现金流量	200.2	53.7	-448.9	622.3	-35.8

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.50	0.43	0.60	1.02	1.33
BVPS(元)	5.37	5.75	6.35	7.26	8.44
PE(X)	47.4	55.3	39.3	23.1	17.8
PB(X)	4.4	4.1	3.7	3.3	2.8
P/FCF	91.8	-577.7	-122.9	40.5	27.4
P/S	3.1	2.5	2.4	1.6	1.1
EV/EBITDA	8.7	12.9	20.8	14.8	11.4
CAGR(%)	27.5%	45.8%	11.0%	27.5%	45.8%
PEG	1.7	1.2	3.6	0.8	0.4
ROIC/WACC	1.1	0.9	1.0	1.7	1.8
REP	1.2	2.4	3.3	1.6	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034