

评级：买入(首次)

市场价格：28.00元/股

分析师：李聪

执业证书编号：S0740520050002

电话：010-59013903

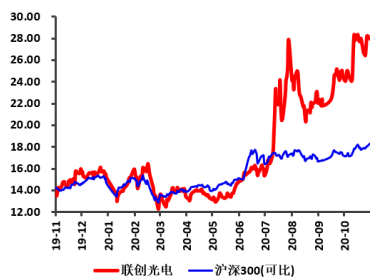
Email: licong@r.qlzq.com.cn

研究助理：范方舟

Email: fanfz@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	443.48
流通股本(百万股)	443.48
市价(元)	28.00
市值(百万元)	12417.35
流通市值(百万元)	12417.35

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,446	4,355	4,806	5,864	7,413
增长率 yoy%	14.50%	26.38%	10.37%	22.00%	26.41%
净利润	227.16	194.92	350.12	550.61	810.93
增长率 yoy%	14.01%	-14.19%	79.62%	57.26%	47.28%
每股收益(元)	0.51	0.44	0.77	1.21	1.79
每股经营现金流量	0.08	0.06	0.46	0.04	0.64
净资产收益率	9.29%	7.45%	11.99%	16.15%	19.66%
P/E	54.66	63.70	36.29	23.07	15.67
PEG	1.56	1.05	1.76	0.66	0.26
P/B	5.08	4.74	4.35	3.73	3.08

注：采用2020年11月23日行情数据

投资要点

- LED全产业链骨干企业，军工历史悠久，积极布局高温超导与激光前沿产业。**联创光电组建于1999年，其前身是江西746厂和834厂，与军方有历史渊源，陆续承接了大量国家重点宇航项目。公司在全国拥有四大产业基地与较完整的LED产业链。此外，公司2019年以来积极布局高温超导与激光产业，成立了中久激光与江西联创光电超导应用有限公司，加速推进技术应用于产业升级。
- 公司前身为传统军工厂，参与众多重大项目具备较强资质优势，有望受益国防现代化建设。**公司作为在军事工业方面具有深厚历史底蕴的上市公司，并且在发展初期有政府的支持，整合了一批军工骨干企业，产品分布航空、通信等行业及一系列国家重点工程，以及具备军品级的生产品质，为公司带来了立身之本和竞争优势。今年中东、高加索地区局部冲突频发，在尚未完全实现安定的世界形势中，我国国防建设仍需加强，以持续为我国的经济提供安稳的发展环境。随着未来国防现代化与信息化的推进，军工电子行业面临广阔的发展空间。
- “产业项目+研究院”模式，占据激光赛道技术制高点。**2019年，公司与九院十所联手设立中久光电，新增半导体激光器产品的研发、生产和销售业务。“产业项目+研究院”的模式使得九院十所尖端技术成果得以实现产业化，这也将成为联创光电激光业务的重要技术优势。产业项目对激光产业的释放能够有力支撑公司相关业务的规模扩张，促进动能转换、协同创新与增收提效，进一步打开公司的成长空间。
- 技术底蕴雄厚，领跑高温超导行业。**高温超导技术被誉为二十一世纪最具潜力的高新技术，将成为21世纪世界科技领域新的制高点，从节能降耗方面来看，高温超导直流感应加热技术的意义重大。参股公司江西超导成功研制全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备，其可在电力、能源、交通、军工等领域广泛应用，目前公司就该设备已经与中铝集团、中国忠旺、西部超导等铝合金、钛合金加工大型国有企业深度接洽，未来市场有望逐步打开。
- 盈利预测及投资建议：**我们预测公司2020-2022年实现营业收入分别为48.06/58.64/74.13亿元，同比增长10.37%/22.00%/26.41%；实现归母净利润3.50/5.51/8.11亿元，同比增长79.62%/57.26%/47.28%，对应2020-2022年EPS分别为0.77/1.21/1.79元，对应PE分别为36/23/17倍。公司拥有LED全产业链布局，目前估值相对于LED行业均值，尤其是偏上游芯片环节的企业而言偏低；并大幅低于激光行业估值水平，考虑到公司激光产业项目已开始建设，且考虑到九院十所的行业地位，我们认为未来项目有望稳定开展并在军工等高端领域得到有效的推广应用。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观环境风险；转型和管理风险；原材料价格波动风险；超导业务拓展不及预期风险；激光项目开展不及预期风险。

内容目录

全产业链光电骨干企业，军工历史悠久.....	- 5 -
军工历史悠久，承担多个国家级重点任务.....	- 5 -
传统业务积极创新寻求突破，加速布局业务转型.....	- 7 -
LED 行业竞争激烈，全产业链布局业务规模持续增长	- 10 -
全球 LED 产业进入成熟期，中国已成为最大 LED 生产基地	- 10 -
LED 行业竞争激烈，公司实现产业链全面布局	- 12 -
公司前身为传统军工厂，有望受益国防建设现代化.....	- 13 -
公司由传统军工厂变革而成，参与众多项目具备资质优势	- 13 -
国防现代化建设迫切，军工电子产业前景广阔	- 14 -
“产业项目+研究院”模式，切入激光赛道技术制高点.....	- 15 -
新增大功率半导体激光器业务，应用领域广泛	- 15 -
全球激光市场稳步增长，国内进口替代趋势明显.....	- 16 -
技术制高点切入激光赛道，扩大产能加速激光领域布局.....	- 19 -
通过参股公司切入高温超导业务板块，未来市场需求潜力巨大.....	- 19 -
低温超导占据主要市场份额，高温超导增速迅猛.....	- 19 -
全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备，江西超导领跑高温超导行业技术.....	- 21 -
盈利预测与估值	- 22 -
盈利预测与投资建议.....	- 23 -
相对估值.....	- 23 -
风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构与下属子公司.....	- 6 -
图表 3: 公司主要控股参股公司与 2019 年经营状况.....	- 6 -
图表 4: 2019 年度各产品收入占比.....	- 7 -
图表 5: 2015-2020H1 公司业绩情况 (亿元) 和增速 (%)	- 8 -
图表 6: 2015-2019 年公司产品毛利率 (%)	- 8 -
图表 7: 2015-2020H1 公司期间费用率 (%)	- 9 -
图表 8: 2015-2020H1 公司研发费用 (亿元)	- 9 -
图表 9: 2015-2020 年中公司 ROE 及拆分.....	- 10 -
图表 10: 股权激励计划解锁条件.....	- 10 -
图表 11: 国际市场领先企业概况.....	- 11 -
图表 12: 2006-2019 我国 LED 行业市场规模 (亿元) 及增长率 (%)	- 11 -
图表 13: 2012-2019 年我国 LED 细分领域产值 (亿元)	- 11 -
图表 14: 2010-2019 我国 LED 行业下游市场细分领域产值 (亿元)	- 12 -
图表 15: LED 行业主要上市公司.....	- 12 -
图表 16: 公司 LED 产品分类.....	- 13 -
图表 17: 2014-2020 我国国防支出预算及同比增速.....	- 14 -
图表 18: 2019 年世界部分国家军费支出.....	- 14 -
图表 19: 激光器的原理与结构.....	- 15 -
图表 20: 2016-2019 全球激光器销售收入及同比.....	- 16 -
图表 21: 2019 年全球工业激光器细分市场.....	- 16 -
图表 22: 全球激光器主要厂商.....	- 16 -
图表 23: 2019 年全球激光器厂商竞争格局.....	- 18 -
图表 24: 2016-2019 中国激光设备销售收入及同比.....	- 18 -
图表 25: 2018 年中国激光器市场竞争格局.....	- 19 -
图表 26: 超导材料的零电阻现象.....	- 20 -
图表 27: 超导材料的完全抗磁性.....	- 20 -
图表 28: 高温超导加热能有效降低加热成本.....	- 20 -
图表 29: 超导材料的主要种类.....	- 20 -
图表 30: 2018 年全球超导材料市场份额.....	- 21 -
图表 31: 2012-2018 年全球超导行业市场规模.....	- 21 -
图表 32: 超导材料行业国内外主要企业.....	- 21 -
图表 33: 江西超导全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备.....	- 22 -
图表 34: 业绩拆分.....	- 23 -
图表 35: 公司近三年 PE(TTM)	- 24 -
图表 36: 公司近三年 PS	- 24 -
图表 37: 公司近三年 PB	- 24 -
图表 38: 可比公司估值对比.....	- 24 -
图表 39: 盈利预测.....	- 26 -

全产业链光电骨干企业，军工历史悠久

军工历史悠久，承担多个国家级重点任务

■ 江西联创光电科技股份有限公司（简称“联创光电”）组建于 1999 年，前身为江西省 746 厂与 834 厂，目前是国家火炬计划重点高新技术企业，国家 863 计划成果产业化基地。公司建立了一个国家级企业技术中心和三个省级企业技术中心。其主营业务为光电子器件及应用产品、电线电缆产品和半导体激光器产品的研发、生产和销售，拥有 LED 较完整的产业链。公司与军方有长期的历史联系，承担了多个国家级重点项目，如神舟五号载人飞船等，技术实力深厚。

■ 随着公司的发展，经营规模不断扩大：

1999 年公司成立，并于 2001 年在上交所上市。企业控股股东为江西省电子集团有限公司。

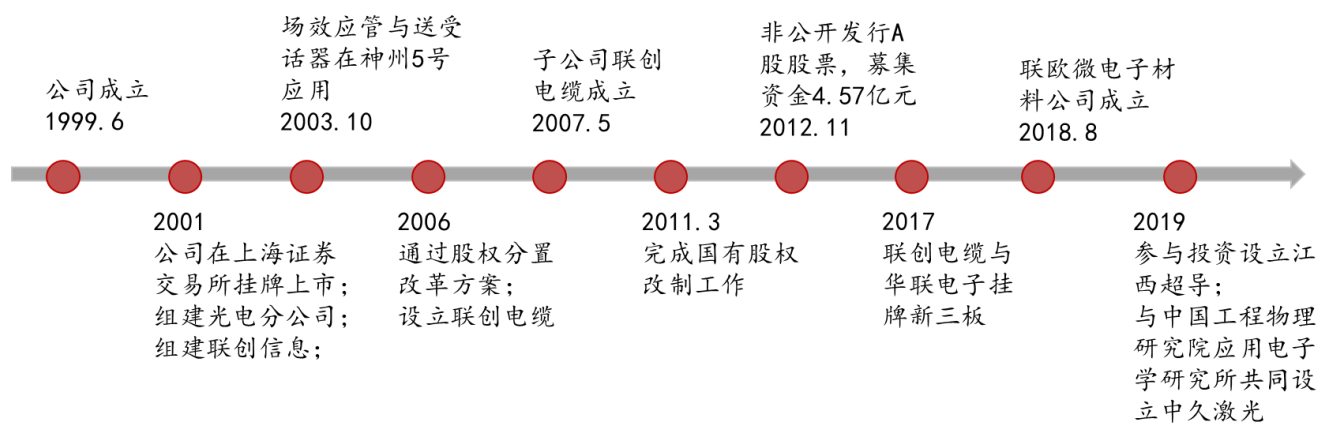
2006 年成立联创电缆，在原有 LED 光电子器件基础上加强全产业链建设。

2011 年 3 月完成国有股权改制，为企业融资拓宽了渠道。

2012 年 11 月向特定投资者成功非公开发行 A 股股票，促进公司 LED 道路照明和 LED 室内照明光源的产业化进程。

2019 年，公司通过与江西省电子集团共同设立江西超导（公司为参股，持股 40%）进军超导业务；与中国工程物理研究院应用电子学研究所共同设立中久激光（公司控股，持股 55%）布局激光业务。

图表 1：公司发展历程



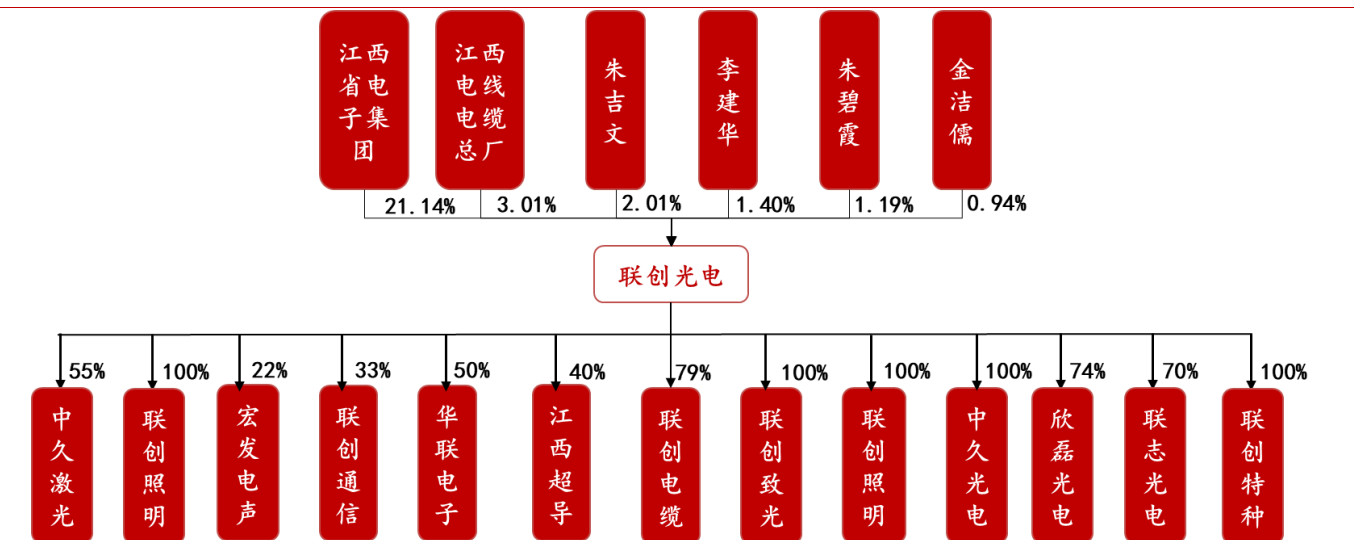
来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 公司集研发、生产、销售于一体，多元化经营。产业结构包括 LED、智能控制器行业、线缆业务与半导体激光器行业四大板块。

■ 公司 2019 年以来积极布局高温超导与激光产业，分别与中国工程物理研究院应用电子学研究所及其控股股东江西省电子集团成立了中久激光与江西联创光电超导应用有限公司，建设激光产业链与高温超导感应加热相关技术，加速布局新兴产业。

- 公司控股股东为江西省电子集团有限公司，持有公司 21.14% 股份。该公司法定代表人伍锐持有江西电子 46% 股份，为本公司实际控制人。伍锐 2008 年起任赣商集团执行董事，现任江西鄱湖低碳环保股份有限公司董事长，江西省电子集团有限公司董事长。2011 年 5 月起任江西联创光电科技股份有限公司董事。

图表 2: 公司股权结构与下属子公司



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 公司主要控股参股公司与 2019 年经营状况

公司名称	主营业务	持股比例	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)
华联电子	半导体器件、光电子器件、电力电子器件、敏感器件、广播、通信、家电、电力电子应用整机和部件制造	50.01%	15.23	0.76
江西超导	公司专注于兆瓦级高温超导直流感应加热设备、大口径传导式高温超导磁体系统等高端设备的技术研发及规模化生产制造	40.00%	--	--
中久激光	大功率光纤激光器、半导体激光器件、固体激光器件、光电子器件及激光精密加工设备	55.00%	--	--
欣磊光电	国内最早、规模最大的 LED 芯片及发光二极管的生产制造商，专业生产发光芯片和发光器件	74.00%	2.09	0.02
联创致光	电子元器件制造、批发；电子专用材料销售	100.00%	17.05	0.26
联创照明	半导体照明系统节能工程；合同能源管理项目的运营管理；半导体照明产品的研制、生产、销售	100.00%	0.14	-0.14
联创电缆科技	专注于通信电缆及光缆领域的制造，逐步实现产品品类的扩展和产业链延伸	78.72%	2.93	-0.26
联创特种微电子	军用硅结型场效应晶体管定点生产厂家	100.00%	0.20	0.02
联创光电营销中心	电子元器件	100.00%	3.51	0.03
联志光电	LED 灯条、背光模组、LED 显示器、电视等	70.00%	2.12	0.02
联创电缆	电线、电缆、电器设施制造销售；电缆辅助材料	93.30%	0.29	-0.15
中久光电	半导体照明用 LED 器件封装、各类新型元器件及创新性应用照明光源产品技术	100.00%	0.12	-0.09
宏发电声	继电器、低压电器、精密零件及自动化设备等	22.04%	70.81	9.27

联创通信

长期从事通信指控产品的研制与生产

33.00%

9.54

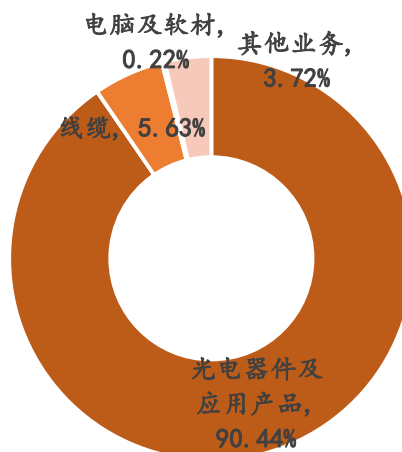
1.15

来源: Wind, 中泰证券研究所

传统业务积极创新寻求突破, 加速布局业务转型

- 公司目前的产品主要可分为三大类: 光电器件及应用产品、线缆、电脑及软材。其中光电器件及应用产品是主要业务。

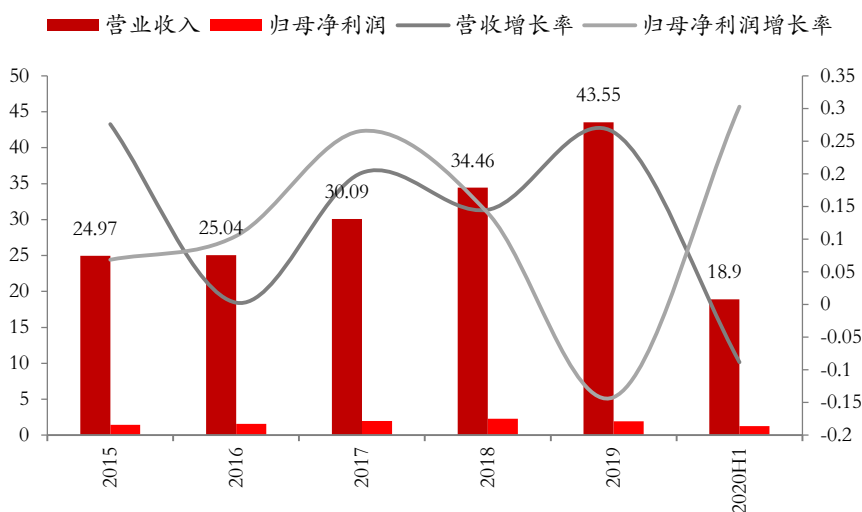
图表 4: 2019 年度各产品收入占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **销售规模稳健增长。**随着公司的发展, 产品规模与收入保持增长。2019 年, 公司实现主营业务收入 43.55 亿元, 同比增长 26.38%, 归母净利润 1.95 亿元, 同比减少 14.19%。LED 产品收入持续增长, 但受市场激烈竞争影响, 公司传统业务毛利率有所下降, 利润增长空间受到挤压。一方面公司传统业务相关费用增加, 另一方面电缆业务因市场竞争的白热化以及 5G 市场的推进未达预期, 出现较大亏损, 拉低了公司总体净利润。公司目前正积极进行产业升级转型, 寻求二次发展。2020 年上半年公司营收 18.9 亿元, 同比有所下降, 主要受疫情影响及产品结构调整销量减少所致。

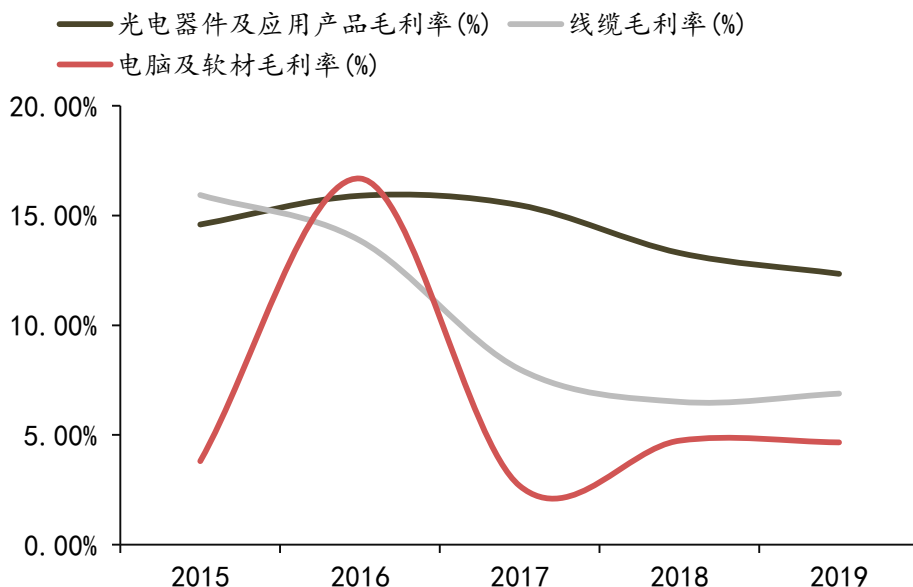
图表 5: 2015-2020H1 公司业绩情况 (亿元) 和增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **主营业务结构调整, 未来毛利率有望转向上升。**2019年, 公司毛利率为11.99%, 同比下滑约0.5个百分点, 整体保持平稳。2020年上半年毛利率11.78%, 比去年同期毛利率11.62%略有上升。毛利率稍有下降主要由于占比最大的光电器件及应用产品由于人工成本的上涨及部分原材料的涨价使得毛利率下滑。随着公司推进“进而有为, 退而有序”的战略发展, 不断进行产业升级、改制工作, 并表的激光项目落地后, 主营业务盈利能力有望提升。

图表 6: 2015-2019 年公司产品毛利率 (%)

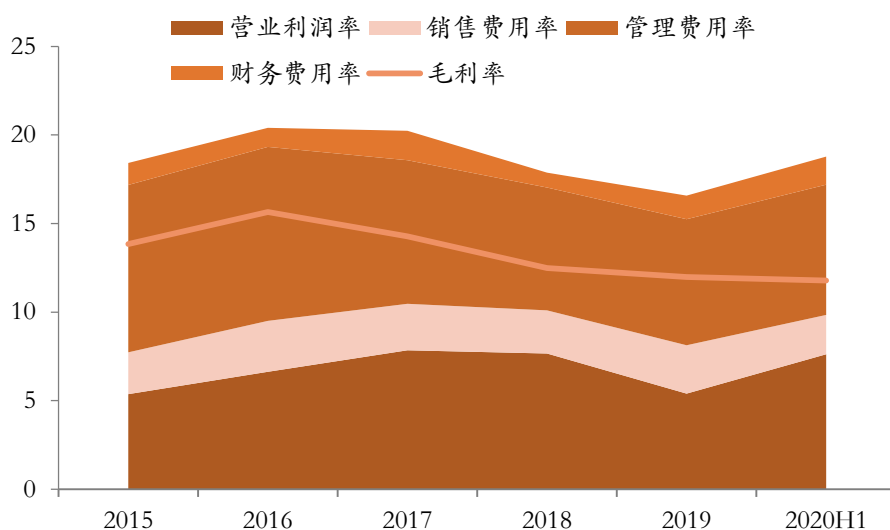


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **期间费率略有上升, 费用控制空间大。**伴随业务规模增长, 营业税金及附加相应增加, 期间费用率略有上升。其中, 维修费、人工及外租仓库费等管理费用上升。随着公司持续强化内控防风险, 精细管理降成本, 期间费

率有望进一步得到优化。2020年H1公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比下降10.14%、9.94%和14.54%，内部管理优化效果逐步凸显。

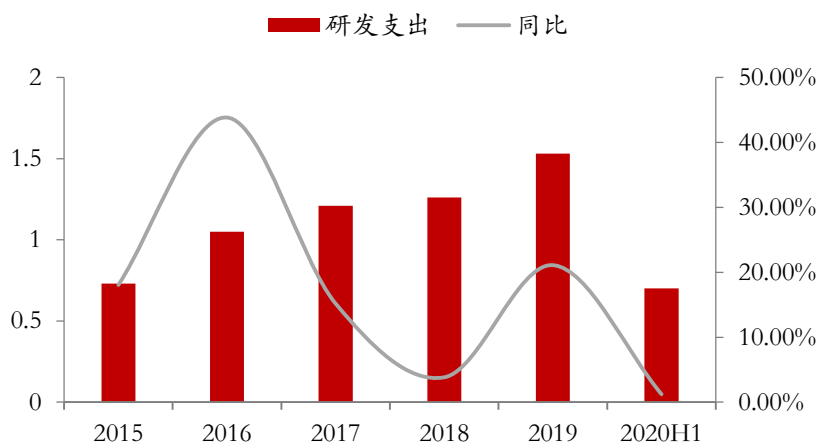
图表 7: 2015-2020H1 公司期间费用率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **研发红利逐渐显现，为公司未来发展助力。**2019年，公司在推动传统产业转型升级的同时，积极布局激光、超导等新兴产业，深耕新型低热阻超高效LED封装、半导体照明及显示等产品。加大了研发投入，研发费用同比增长超20%。公司研制开发的兆瓦级高温超导感应加热设备和大口径高温超导磁体经鉴定，技术已经达到国际领先水平。2019年，公司共获得专利授权40项。尽管研发投入短期内仍会面临一定的经营压力，但随着公司资产质量不断优化，效益有望逐渐体现。2020年上半年公司研发支出0.7亿元，在疫情对营收产生负面影响下仍实现同比增长1.23%，公司对技术实力的重视将在未来进一步转化为自身的竞争优势。

图表 8: 2015-2020H1 公司研发费用 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **公司净资产收益率保持平均水平，盈利能力稳定。**2019年前公司净资产收益率保持稳定增长，2019年ROE出现下滑趋势，主要系报告期间销售毛

利率以及净利润的减少。资产周转率稳步增长，营运能力有所增强。资产负债率保持在 50% 左右，经营风险较小。2020 年上半年 ROE 同比增长 0.75 个百分点，资产负债率比上年同期有所下降。

图表 9：2015-2020 年中公司 ROE 及拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
ROE(摊薄)(%)	7.46	7.65	8.9	9.29	7.45	4.58
销售毛利率(%)	13.84	15.65	14.28	12.48	11.99	11.78
销售净利率(%)	6.04	7.19	7.53	7.36	5.09	7.54
资产负债率(%)	45.65	46.81	47.09	50.25	53.49	47.28
资产周转率(倍)	0.74	0.67	0.74	0.73	0.8	0.32

来源：Wind, 中泰证券研究所

- **发布股权激励计划，未来业绩增长可期。**2020 年 9 月，公司发布股权激励计划，拟授予公司董事、管理人员、核心骨干人员（共计 18 人）限制性股票数量 1,200 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 2.71%，授予价格为 11.26 元/股。股权激励计划有利于深度绑定公司核心人员与公司的利益，激发公司未来发展的内生动力。

图表 10：股权激励计划解锁条件

解除限售期	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	30%	以 2019 年为基数,2020 年营业收入增长率不低于 15%或 2020 年归母净利润增长率不低于 5%
第二个解除限售期	30%	以 2019 年为基数,2021 年营业收入增长率不低于 30%或 2021 年归母净利润增长率不低于 10%
第三个解除限售期	40%	以 2019 年为基数,2022 年营业收入增长率不低于 45%或 2022 年归母净利润增长率不低于 15%

来源：Wind, 中泰证券研究所

LED 行业竞争激烈，全产业链布局业务规模持续增长

全球 LED 产业进入成熟期，中国已成为最大 LED 生产基地

- **LED 行业产业链包括衬底制作、外延生长、芯片制造、封装和应用五个主要环节。**LED 产业具备较强的周期属性，行业周期波动受到短期供需影响较大。我国 LED 产业开始于上世纪 60 年代末，起步于 80 年代，90 年代产业初具规模并得到迅速发展，目前已初步形成了较为完整的产业链；由于成本和下游市场需求的优势，我国成为全球重要的 LED 封装生产基地。
- **在国际市场上，LED 照明产业步入相对成熟稳定期，趋向高品质化和智能化，增速持续收窄，行业竞争进一步加剧。**国际 LED 龙头企业以日亚化学、丰田合成为代表的日企在通用照明和汽车照明市场较有优势，以三星、晶电、光磊为代表的韩台企业在背光市场快速发展。从全球 LED 产业来看，由于我国 LED 发展较晚，大多数企业集中在下游，导致上中游企业较少。由于我国相对较低的人工费用，以及产业优惠政策，近年来国外龙头企业大都在中国设厂，根据高工产研 LED 研究所数据显示，2020 年中国 LED 行业总产值将超过 10000 亿元，目前我国已成为 LED 最大的生产基地。

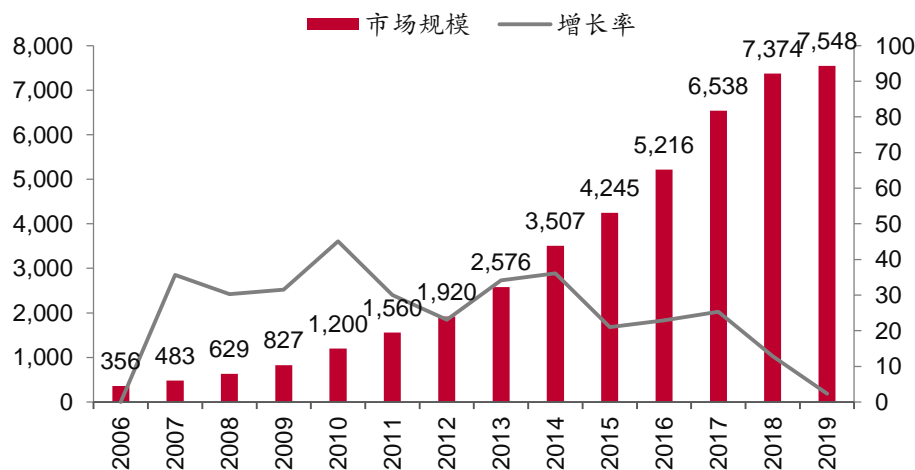
图表 11: 国际市场领先企业概况

类型	公司名称	成立时间	优势领域
韩企	三星	1938 年	
台企	晶元光电	1996 年	背光市场、新型 LED 产品市场
	光磊科技	1983 年	
日企	日亚化学	1956 年	通用照明和汽车照明
	丰田合成	1949 年	

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

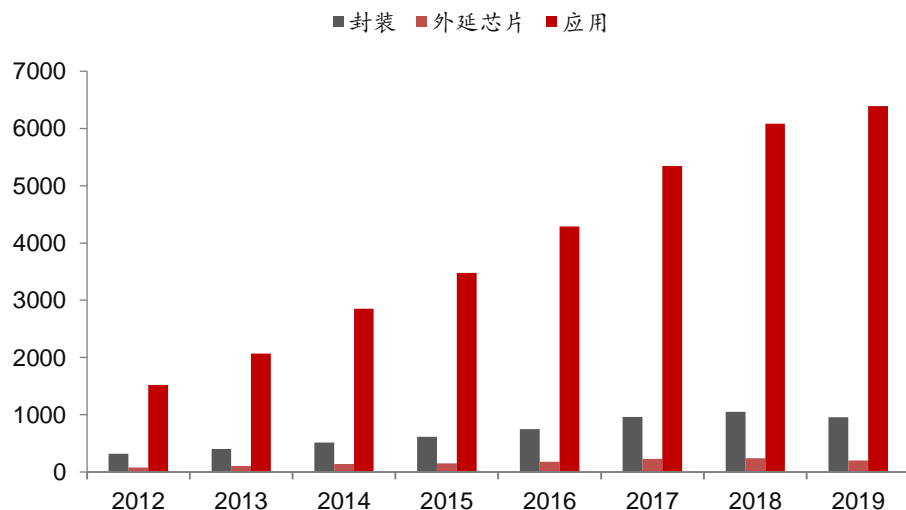
- 我国 LED 产业的总体市场规模变化在经历了快速增长后增速放缓。2018 年以来, 受国际贸易环境有所恶化, 全球宏观经济增速放缓等因素的影响, LED 下游需求减少, 上游芯片生产持续, 导致主要厂商库存高企、上游芯片产能过剩。根据下表, 2019 年 LED 的市场规模为 7548 亿元, 同比增长 2.36%; 在细分市场上下游的 LED 应用产品占据多数, 市场规模达 6388 亿元。

图表 12: 2006-2019 我国 LED 行业市场规模 (亿元) 及增长率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

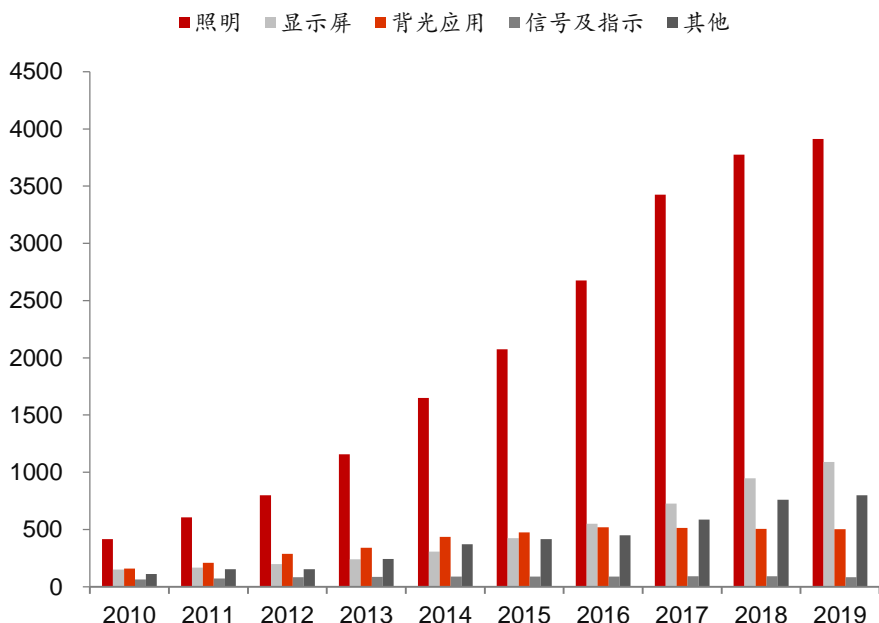
图表 13: 2012-2019 年我国 LED 细分领域产值 (亿元)



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

- 我国 LED 领域下游应用主要有照明、显示屏、背光应用、新型 LED 产品等。可以看出下游领域主要以照明为主，包括汽车照明、通用照明和景观照明，在 2019 年达到了 3912 亿元的市场规模，约占总体的 61.24%。近些年，照明领域市场规模增速呈现放缓趋势，显示屏领域增幅较为稳定。

图表 14: 2010-2019 我国 LED 行业下游市场细分领域产值 (亿元)



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

LED 行业竞争激烈，公司实现产业链全面布局

- LED 芯片行业自 2009 年政府给予大力补贴导致产能过剩后，芯片价格持续下降。经过几年的行业竞争，LED 芯片行业集中度逐渐提高，行业整合基本完成。LED 中游的封装行业与上游相似，也经历了产能过剩、价格下降，行业集中度提高。产业链下游的应用行业由于与中上游相比更大的市场空间、更低的进入门槛，导致企业较多、竞争激烈。

图表 15: LED 行业主要上市公司

LED 行业主要上市公司	营业收入 (亿元)			2019 年营收增速	主要领域
	2019 年	2018 年	2017 年		
三安光电	74.6	83.64	83.74	-10.81%	芯片
国星光电	40.69	40.66	39.99	0.07%	小间距 LED 灯珠
瑞丰光电	13.72	15.62	15.84	-12.16%	LED 光源及解决方案
利亚德	90.47	77.01	64.71	17.48%	小间距 LED 显示
欧普照明	83.55	80.04	69.57	4.39%	LED 通用照明
联创光电	43.55	34.46	30.09	26.38%	光电子元件








来源：Wind, 中泰证券研究所

- 公司具备完整的 LED 器件产业链，主要产品包含了上、中、下游三个领域。作为较早进入 LED 市场的企业之一，相比竞争企业公司已经实现了从 LED

外延芯片到应用产品的全面布局，产品也应用于众多领域；相比竞争者，近几年来公司营业规模在不断扩大。

- 根据公司发布的 2019 年财务报告，2019 年公司在光电子器件及应用业务营收占比达到 93.93%，同比增长了 34.82%。公司在 LED 产业的布局包括上游芯片、中游封装、下游应用，产品主要分为 LED 光电材料（外延片、芯片），LED 光电器件（红外器件、LED 数码管等），LED 背光源（彩屏背光源等），LED 显示（LED 显示屏、显示器），LED 照明（室内外照明、景观亮化照明）。可以看出，公司在众多领域都有涉猎，基本已经实现了从外延、器件到应用产品的全面布局。

图表 16: 公司 LED 产品分类

产品	分类	特点及应用	图例
LED 光电材料及器件	红外外延片、芯片、红外器件、LED 数码管、LED 平面显示模块、SMD LED	具有响应速度快、灵敏度高、寿命长、功耗低等优点，广泛用作光电开关及红外触控屏中的红外信号探测器、日光灯、球泡灯等室内照明及户外广告牌产品	
LED 背光源	彩屏背光源、车载背光源、工控背光源	广泛应用于显示及液晶显示屏领域	
LED 显示	LED 显示屏、平面显示器、曲面显示器、云端一体机	产品具有混色好、可靠性强、通透性高等特点，广泛应用于电器及各类显示屏领域	
LED 照明	室外道路照明、室内照明、景观亮化照明	产品具有节能、显色性好特点，多应用于各类照明需求场景	
智能控制器	家电遥控器、电源遥控器、LED 照明遥控器	广泛应用于家用电器、汽车电子、电动工具、工业设备等。	
电线电缆	移动通信电缆、有线电视电缆	电缆抗腐蚀性好、温度系数低，主要用于无线移动通信、蜂窝电话等系统基站发射；	
	光纤	光纤主要用于数据通信传输、传输设备、电话设备、数据处理设备等	

来源：联创光电官网，中泰证券研究所

公司前身为传统军工厂，有望受益国防建设现代化

公司由传统军工厂变革而成，参与众多项目具备资质优势

- 公司前身由军工厂合并而成，拥有众多军工业务资产，经营军工和军民融合业务。公司整合升级、发展了许多军工业务。军工产业细分板块包括通信电缆、光缆及电缆产品；军用半导体产品；通信指挥设备等。其产品包

括军用硅结型场效应晶体管，为电信、煤炭、公安行业和装备信息化建设提供的指挥调度系统、交换传输设备和通信终端。

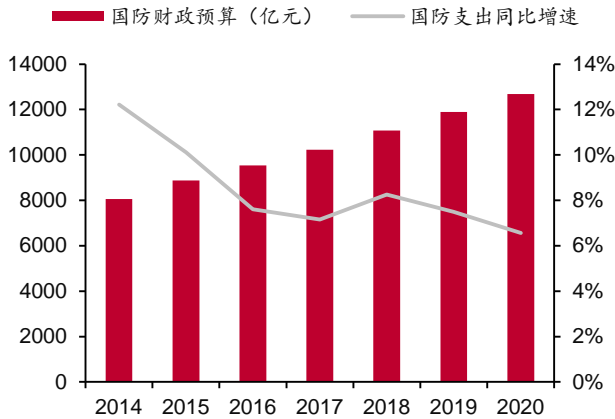
- 根据公司官网，江西联创电缆科技股份有限公司始建于 1966 年，前身为国营第 8490 厂，于 1966 年由南京 734 厂电缆车间内迁至吉安市，当时定位于专业生产电子通讯类电线电缆，是一家军工企业。公司线缆产品主要覆盖于通信、电力、广播电视、宽带、航空航天、弱电工程、机车船舶、电气装备、新能源、国防军工等领域。
- 子公司联创电缆在军用电缆领域为技术先行者，获得多重认可。其为我国第一颗人造卫星“东方红”号、长征二号 E 型火箭及北京人民大会堂、中南海等提供了大量优质电缆，通过自行研制并投入使用的核潜艇海洋通信电缆，打破了西方国家的技术封锁，为我国的核潜艇水下通信解决了难题，研制出我国第一根海洋石油漂浮电缆、第一根军用电话绳、第一根心脏起搏器连接线、第一根矿山阻燃电缆，自主研发军用防霉电缆并获得了专利证书。而且为“神舟五号、六号、七号”配套了通信电缆。联创电缆先后荣获了国务院嘉奖令、高技术武器装备发展建设工程突出贡献奖，以及为广州军区、二炮、武警部队通讯基站建设提供安装调试等技术服务。
- 江西联创特种微电子有限公司(七四六厂)创建于 1958 年，系原四机部直属军工企业，是军用硅结型场效应晶体管定点生产厂家。公司拥有贯军标生产线和大规模净化厂房，技术力量雄厚。主要产品有 3DJ、CS 系列军用硅结型场效应晶体管；3DO、4DO 系列硅 MOS 型场效应晶体管；3DG、CD 系列硅高频中小功率晶体管；JFM 系列大功率 MOS 晶体管。自上世纪 70 年代中期开始承担国家重点工程和武器装备半导体器件科研生产配套任务，先后提供了数百万只高可靠军用半导体器件，广泛应用于“921”载人航天、“探月”、“北斗”、“东方红”、“风云”、“资源”、“尖兵”、“巨浪 2”、“东风”、“红旗”、“鹰击”、“霹雳”、“前卫”等国家重点工程。

国防现代化建设迫切，军工电子产业前景广阔

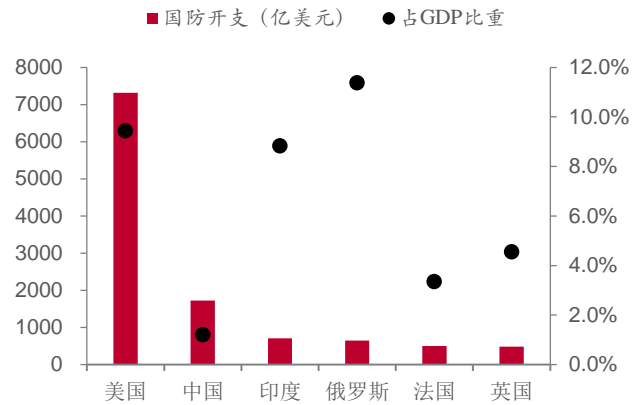
- 国防支出逐年增加，近期国际形势对国防建设需求进一步增强。随着我国国防建设现代化与信息化的推进，军工电子作为国防支出重要的一环，其采购支出也将不断提高；今年中东、高加索地区局部冲突受到国际关注，在尚未完全实现安定的世界形势中，我国国防建设仍需加强，以持续为我国的经济提供安稳的发展环境，军工行业面临重大的发展机遇，为产业链上的企业的发展带来更多的可能性。
- 据国家统计局数据，2014 至 2020 年，我国国防支出预算从 8054 亿元增长至 12680 亿元，复合增速 7.86%。尽管如此，我国与美国在军事方面的支出仍相差较大。据 SIPRI 统计，2019 年美国军费支出为 7317 亿美元，占 GDP 比重为 9.4%，其国防开支规模与占比均远高于中国，我们认为未来我国国防支出仍有上涨空间。

图表 17: 2014-2020 我国国防支出预算及同比增速

图表 18: 2019 年世界部分国家军费支出



来源：中国统计局，中泰证券研究所



来源：SIPRI，国家统计局，财政部，中泰证券研究所；注：除中国外，其他国家国防开支及占比数据均源于SIPRI

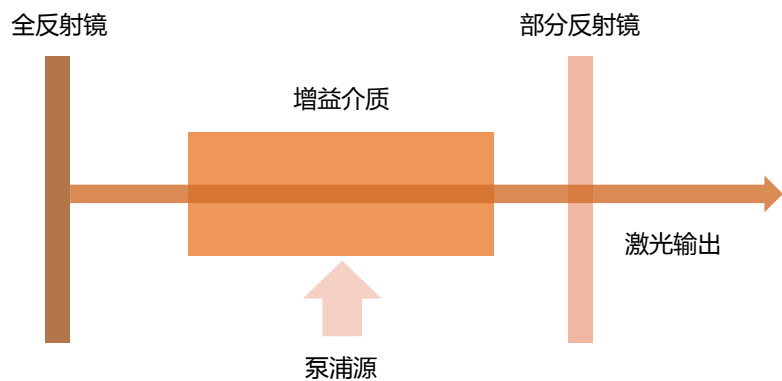
- 由于涉及技术领域的复杂性、严格的产品质量要求，国内军工行业进入壁垒较高，潜在竞争对手难以进入，行业市场化程度不高；并且军品前期研发投入要求大，营收较低，带来了较高的资金壁垒。公司作为在军事工业方面具有深厚历史底蕴的上市公司，并且在发展初期有政府的支持，整合了一批军工骨干企业，产品分布航空、通信等行业及一系列国家重点工程，以及具备军品级的生产品质，为公司带来了立身之本和竞争优势。

“产业项目+研究院”模式，切入激光赛道技术制高点

新增大功率半导体激光器业务，应用领域广泛

- 2019年，公司与九院十所联手设立中久光电，新增半导体激光器产品的研发、生产和销售业务。
- 公司主要半导体激光器产品为半导体激光泵浦源，是激光器的核心构件之一。激光器是激光的发生装置，由泵浦源、增益介质、谐振腔三种关键部件构成。其中泵浦源的作用是为增益介质提供光源，后者将能量放大，谐振腔在提供正反馈的同时控制腔内震荡光束的特征。

图表 19: 激光器的原理与结构



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- 激光器可按照增益介质以及输出功率进行分类。按照增益介质，激光器可

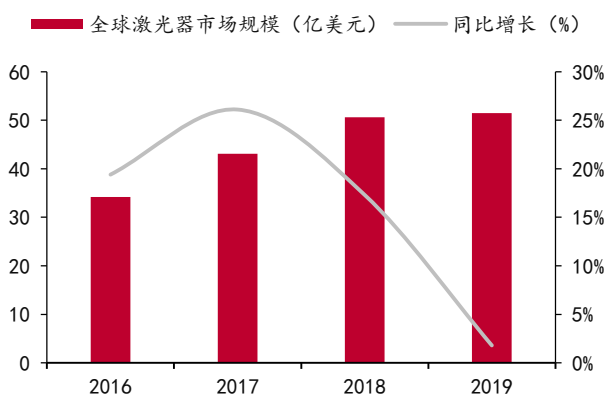
以分为液体激光器、以 CO₂ 激光器为代表的气体激光器，以及以半导体激光器、光纤激光器和红宝石激光器等为代表的固体激光器。按照输出功率可分为低功率激光器（0-100W）、中功率激光器（100-1000W）以及高功率激光器（1000W 以上）。其中，高功率半导体激光泵浦源是一种高效率、长寿命、能够提供高质量高稳定性光束、结构紧凑小型化的新型激光器，被广泛运用于军工装备、工业加工制造以及医疗美容等领域。

- **激光产业链条长，半导体激光器在军用和民用领域应用广泛。**激光产业上游为光学元器件、光学材料以及数控、电源和机械等；中游则是作为激光设备核心的各类激光器；下游为各类激光设备，与小功率激光加工设备相似，大功率激光设备同样可以用于激光焊接、切割、金属表面硬化等功能。同时由于性能更高、更稳定，大功率激光加工设备还可应用于汽车、轨道交通、航空航天、军事武器等更为广泛的领域。在军用领域，半导体激光器可主要应用于雷达、测距、激光引信、制导跟踪、瞄准告警以及武器模拟等方面，民用领域则可在光纤通信、光盘读取、光谱分析、激光微细加工、激光打印机以及激光手术治疗和生命科学研究方面取得广泛应用。

全球激光市场稳步增长，国内进口替代趋势明显

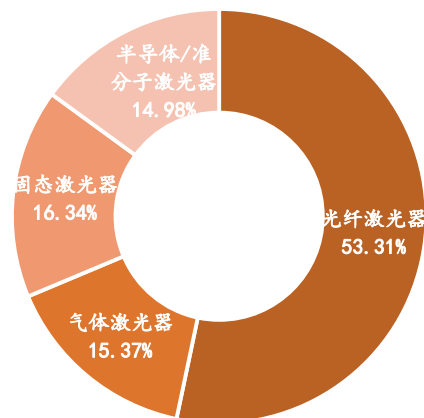
- **全球激光市场规模稳步提升，激光器市场集中度较高。**近年来，全球激光器市场增速趋于平稳，前瞻经济学人整理数据显示 2019 年激光器总体销售额为 51.5 亿美元，同比增长 1.8%。其中光纤激光器规模为 27.4 亿美元，占比达到一半以上；气体激光器与固态激光器占比分别为 15%和 16%；半导体及准分子激光器销售额为 7.7 亿美元，占工业激光器市场份额的 14.98%。

图表 20: 2016-2019 全球激光器销售收入及同比



来源：前瞻经济学人，中泰证券研究所

图表 21: 2019 年全球工业激光器细分市场



来源：前瞻经济学人，中泰证券研究所

图表 22: 全球激光器主要厂商

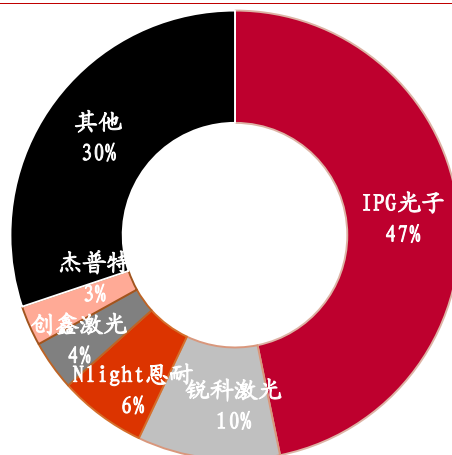
类别	厂商名称	简介	主要产品
----	------	----	------

	IPG 光电	1900 年成立，全球高功率光纤激光器和放大器的领导者。在美国、德国、俄罗斯、意大利设有生产设施，在中国、日本、韩国、印度、英国设有销售机构，面向全球提供优质产品。作为一家光纤激光器纵向集成生产商，把控最终产品的每个关键环节。	半导体二极管、光学纤维和其他组件，光纤激光器和放大器。
国际	Nlight 恩耐	2000 年成立，全球领先的高功率半导体和光纤激光器供应商，具有芯片生长、半导体激光器封装、耦合及提供配套电源的综合能力。产品供应全球 300 多个客户，广泛应用于工业制造、微型制造、航空航天和国防领域。2007 年收购芬兰特种光纤制造商 Liekki 后进军光纤激光器领域。	半导体激光器、光纤激光器、光纤等。
	Coherent 相干	成立于 1966 年，是全球最大的激光仪器生产厂商，公司业务主要分成商用激光器和组件(CLC)、特种激光器和系统(SLS)两个部分，产品服务于科研、医疗、工业加工等多个行业。2016 年收购 Rofin-Sinar 进军高功率光纤激光器领域。	工业级 CO ₂ 和 CO 激光器、工业用光纤和半导体激光器、连续固态激光器等。
	锐科激光	国内光线激光器龙头企业。先后承担国家重大专项、科技支撑、863 计划等科研攻关项目，牵头制定我国首部光纤激光器行业标准《光纤激光器总规范》，拥有 108 项科研专利，率先开拓国内高功率激光器产品，是我国光纤激光器行业的引领者。	10W 至 1,000W 的脉冲光纤激光器；10W 至 30,000W 连续光纤激光器；75W 至 450W 准连续光纤激光器；80W 至 6,000W 直接半导体激光器等
国内	创鑫激光	国内首批实现光纤激光器、激光光学核心器件技术国产化并进行垂直整合的光纤激光器制造商之一，国内市场销售额排名第二。下游客户主要为激光加工企业，产品广泛应用于切割、钻孔、焊接、表面处理等加工工艺。	脉冲激光器、连续光纤激光器和直接半导体激光器等系列产品。
	杰普特	是国内首家商用“脉宽可调高功率脉冲光纤激光器”生产制造商和领先的光电精密检测及激光加工智能装备提供商，产品广泛应用于替代传统制造业、3C 电子、汽车、新能源等领域。研发能力和产品质量获得光大激光、苹果公司、厚生电子等多家下游行业龙头企业认可，拥有优质的客户资源。	脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、固体激光器等激光器产品以及激光/光学智能装备和光纤器件等。

来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **全球激光器市场集中度较高。**根据前瞻经济学人，IPG 作为全球激光器行业领导企业 2019 年市场占有率为 46.79%，以近半规模稳居第一，但相比 2018 年 49.8% 的市占率有所下降。锐科激光、创鑫激光、杰普特市场占有率有所提升，反映中国激光器在世界市场竞争力逐渐增强。

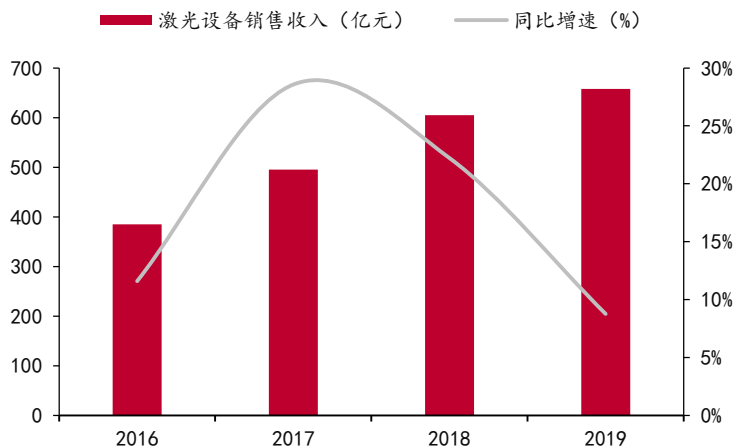
图表 23: 2019 年全球激光器厂商竞争格局



来源: 前瞻经济学人, 中泰证券研究所

- **我国激光设备市场规模持续增长, 国内激光器产业发展迅速。**据中国产业信息网整理, 2010 年以来, 得益于激光加工应用市场不断拓展, 我国激光产业逐渐进入高速发展时期。2018 年我国激光设备市场规模达 605 亿元, 同比增长 22.22%, 2011-2018 年复合增速达 26.45%。激光器作为激光设备核心光学元件, 受到下游需求增长拉动作用明显, 2018 年总体市场规模达到 234 亿元, 2015-2018 年复合增速 20.42%。2019-2020 年由于中美关系及新冠疫情等因素影响, 激光市场增速有所放缓, 但在强力需求的带动下未来增长可期。

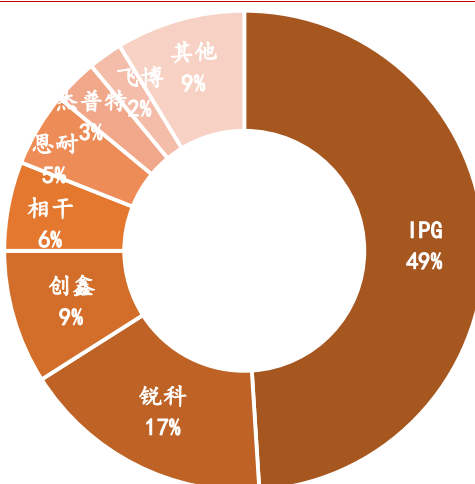
图表 24: 2016-2019 中国激光设备销售收入及同比



来源: 前瞻研究院, 中泰证券研究所

- **国内激光设备实现技术突破, 替代进口趋势显著。**与国际厂商相比, 我国激光产业起步较晚, 在技术与规模上与国际大厂尚存在一定差距。但近年我国《十三五国家科技创新规划》等指导性文件的出台为我国激光行业的发展提供了强有力的政策支持, 国内激光行业厂家逐渐实现激光器核心技术突破以及激光器和核心光学器件的规模化生产, 使得我国激光厂商占据了越来越多的市场份额。据中国产业信息网披露, 2018 年我国激光器市场上锐科激光、创鑫激光、杰普特的市占率分别达到 17%、9%以及 3%, 国产激光器的崛起为联创光电切入激光行业奠定了良好基础。

图表 25: 2018 年中国激光器市场竞争格局



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

技术制高点切入激光赛道，扩大产能加速激光领域布局

- **联手九院十所，开局占据激光行业技术制高点。**中国工程物理研究院应用电子学研究所（简称“九院十所”）主要从事国防尖端高技术研究，承担国家 863 计划强激光重大主题研究任务，在激光、微波、辐射成像等领域相继取得重大研究成果，拥有多个国家级重点实验室和 52 项国家发明及国防专利。公司与九院十所联手共设合资公司“中久光电”及中久光电产业研究院，使得九院十所尖端技术成果得以实现产业化，将成为联创光电激光业务的重要技术优势。2019 年中久光电已取得高亮度尾纤半导体激光泵浦源和 2KW 激光器驱动电源专利技术，九院十所自主研发的 150W 高亮度尾纤 LD 泵浦源产品打破了国外的技术封锁，是我国国防军工装备前行的重要突破。
- **推进重大激光产业项目，扩大产能加速激光领域布局。**根 2020 年初公司推动实施了作为 2020 年省市县三级联动推进重大项目的中久激光产业项目，园区建成后，随着规模效应及自制材料和器件比例的进一步提升，公司成本降幅有望大于产品价格降幅，销售毛利率进一步提升。据人民网江西频道报道，中久光电已形成了四条高亮度 LD 尾纤泵浦源批量生产线，达到月产近千套高亮度 LD 尾纤泵浦源的生产能力，产线同时可满足 400W 以内的多单管技术构型的尾纤 LD 泵浦源生产需求，月产值达千万元。后期将进一步投资扩产达月产亿元级别。同时，已具备年产 15000 套高亮度 LD 尾纤封装的生产能力。产业项目对激光产业的释放能够有力支撑公司相关业务的规模扩张，有利于大幅提升联创光电在高端激光产业领域的综合竞争实力，进一步打开公司的成长空间。

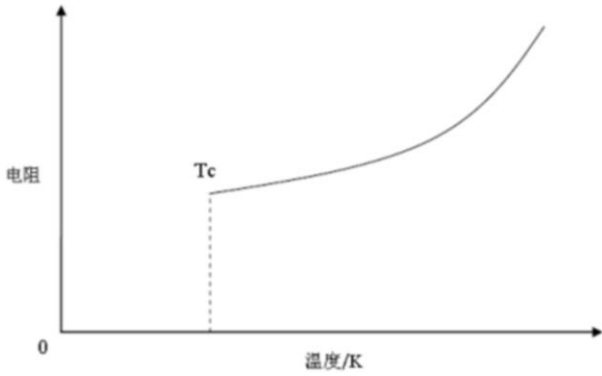
通过参股公司切入高温超导业务板块，未来市场需求潜力巨大

低温超导占据主要市场份额，高温超导增速迅猛

- **超导材料，是指具有将其所处环境温度降到某一低温下呈现出零电阻以及排斥磁力线的性质的材料，**超导材料拥有这种优异特性使它从被发现之日

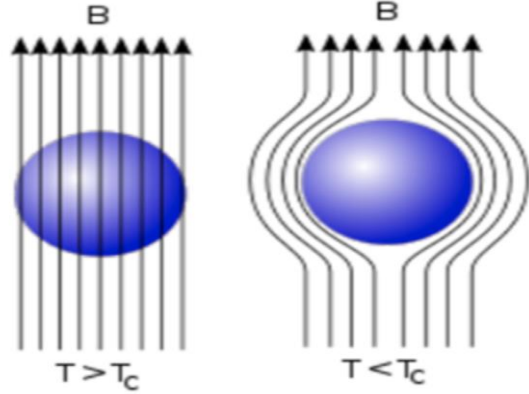
起，就向人类展示了诱人的应用前景。超导材料有低温超导材料和高温超导材料之分：低温超导是指临界转变温度 T_c 小于 30K(-143.15℃)，临界转变温度高于 30K 的超导材料即为高温超导。

图表 26: 超导材料的零电阻现象



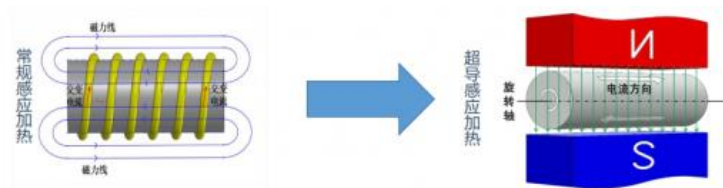
来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

图表 27: 超导材料的完全抗磁性



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

图表 28: 高温超导加热能有效降低加热成本



来源：联创光电公司公告, 中泰证券研究所

- 在新型超导材料方面，人们一直希望能够获得低成本和高临界转变温度的材料。在 20 世纪的上半叶，科学家们在 Pb、Nb、NbC、NbN、Nb3Sn 和 Nb-Al-Ge 等各种元素、上千种合金材料和化合物中发现了超导特性，到了 20 世纪 60 年代后期，超导温度已经从 Hg 的 4K 上升到 20K。到了 20 世纪 80 年代，超导材料飞跃式发展。

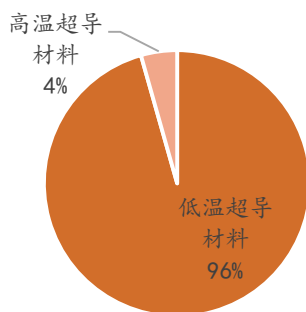
图表 29: 超导材料的主要种类

低温超导材料	高温超导材料
汞 (Hg)、铅 (Pb)、铅铋合金 (Pb-Bi)	La 系 214 超导体
铌 (Nb)、碳化铌 (NbC)、氮化铌 (NbN)	Y 系氧化物高温超导系列
铌三锡、钒三硅、钒三镓、钒三铝	REBCO 高温超导晶体生长
铌锆、铌钛合金 (NbTi)	铋系氧化物高温超导体
PbMo6S8、铌三锗化合物	Ti 系超导体
重费米超导体、有机超导体	铁基超导材料

来源：华经情报网, 中泰证券研究所

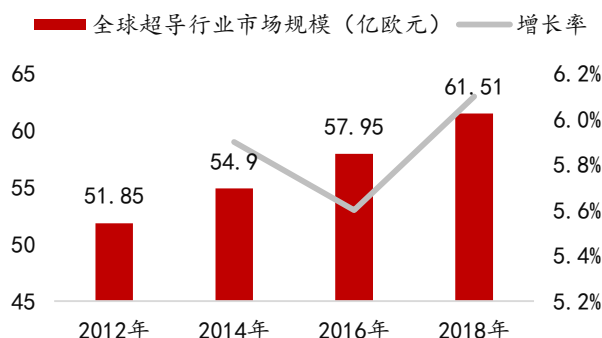
- **低温超导占据主要市场份额，高温超导增速迅猛。**根据 Conectus 的调研显示，目前全球的超导行业以低温超导为主，2018 年其市场规模为 58.81 亿欧元，市场份额高达 95.61%；而高温超导材料的市场规模为 2.7 亿欧元，市场份额仅为 4.39%，但其增长速度较为迅速。

图表 30: 2018 年全球超导材料市场份额



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

图表 31: 2012-2018 年全球超导行业市场规模



来源：中国产业信息网, 中泰证券研究所

- **高温超导材料下游应用广泛。**高品质工业铝型材产品正成为实现大飞机、汽车、轨道交通列车、航天、军工、船舶等工业先进装备技术升级和国产化目标的关键基础材料。根据新材料产业网站《高温超导感应加热技术及应用浅谈》，目前，我国很多高端铝型材依然要依靠进口。而超导直流感应加热技术对提高挤压型材产品的机械性能和表面光洁度方面有着很大的帮助，是企业产品升级换代的有效技术路径。
- **从节能降耗方面来看，高温超导直流感应加热技术的意义更大。**根据新材料产业网站《高温超导感应加热技术及应用浅谈》，国内铝型材企业年耗电费超过 6 亿元人民币，加热工序所占的能耗占全厂能耗的 60% 以上。一台 1MW 的加热炉如果采用超导直流感应技术年节电可达 200 万 kwh，直接减少电费开支 100 万元人民币，同时相当于节约 0.8 万吨标煤，减少二氧化碳排放 2 万吨，减少氮氧化物排放 300 吨。

全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备，江西超导领跑高温超导行业技术

- **超导材料行业企业竞争强度偏低。**目前，全球超导市场以低温超导为主，主要竞争格局也以从事低温超导材料的企业为主。从低温超导产业市场参与者来看，与低温超导产业链相关的生产企业来自包括超导锭棒、超导线材、超导磁体和超导设备领域。从全球来看，部分企业专注于单一领域的研发生产，例如美国 ATI 公司；而另一部分企业则是横跨多个领域，如英国 Oxford 公司等。目前，全球仅有少数几家企业掌握低温超导线生产技术，主要分布在英国、德国、日本和中国。

图表 32: 超导材料行业国内外主要企业

	国外企业	国内企业
NbTi 锭棒领域 (全球仅有两家公司生产)	美国 ATI 公司	西部超导
超导线材领域	英国 Oxford、德国 Bruker、英国 Luvata、日本	西部超导

	JASTECC	
超导磁体领域	英国 Oxford、德国 Bruker、英国 Luvata、日本	宁波健信、西部超导、潍坊新力
	JASTECC	
超导设备领域	高端超导 MRI 市场基本被 GE、PHILIPS、SIEMENS 垄断	成都奥泰、苏州安科、东软医疗、上海联影

来源：前瞻经济学人，中泰证券研究所

- **超导技术获得国家产业政策的支持。**高温超导技术被喻为二十一世纪最具潜力的高新技术，将成为 21 世纪世界科技领域新的制高点，美国、日本、欧盟等发达国家/地区已将其上升到战略高度，我国也陆续发布《“十三五”规划》、《中国制造 2025》等文件，**将高温超导技术列为重点支持的前沿技术。**
- **参股公司江西超导已成功研制全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备。**根据公司公告，公司组织研制的兆瓦级超导磁体感应加热装置和该装置用的大口径高温超导磁体研发成功。根据人民网报道，全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备由公司的参股公司江西超导研发，历时六年，自主设计开发、具有独立的知识产权。公告披露，由国家最高科技奖获得者、中国科学院院士赵忠贤担任总顾问的中国有色金属工业协会技术鉴定会对其的评价中，“研制成功了国际上最大功率 MW 级超导磁体感应加热装置用的大口径高温超导磁体；在国内首次开发出面向高场磁体应用的第二代高温超导带材”。

图表 33：江西超导全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备



来源：人民网江西频道，中泰证券研究所

- **江西超导高温超导技术已得到市场认可，未来市场有望逐步打开。**根据人民网江西频道报道，目前，这台兆瓦级高温超导感应加热设备已经得到市场认可，超导公司已经与中铝集团、中国忠旺、西部超导等铝合金、钛合金加工大型国有企业深度接洽，未来市场空间有望逐步打开。

盈利预测与估值

盈利预测与投资建议

- 预测假设：在 LED 相关业务方面**，公司 LED 业务多年保持着较为稳定的增长，我们认为未来公司传统业务的发展或将持续稳定在 10%-15% 的增速水平；**军工业务方面**，受益国内外形势对国防现代化的建设需求，公司作为军工电子供应商位于军工产业链上游，将受益下游先进装备的加速列装；**激光业务**，根据南昌临空经济区 6 月 15 日发布的新闻，电子激光产业项目建设用地规划许可证已获得办理，我们预计新建产能或将在 2021 年开始逐步投产，带来相应收入；**超导业务方面**，公司超导设备已经在与客户对接中，有望在明年开始产生收入，由于公司非控股，将取得股权占比对应的投资收益。

毛利率方面：我们预计 LED、线缆等传统产品未来或将保持目前的水平，稍有恢复；激光业务，我们认为项目由于公司与九院十所联手打造，产品技术含量预计较高，有望获得 60%-70% 的较高水平毛利率。

图表 34：业绩拆分

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入 (百万元)	3,445.56	4,354.62	4,806.40	5,864.04	7,413.00
	yoy	14.50%	26.38%	10.37%	22.00%	26.41%
	毛利率	12.48%	11.99%	12.01%	12.99%	14.09%
光电器件 及应用产 品	营业收入 (百万元)	2,921.05	3,938.10	4352.78	5233.35	6579.37
	yoy	20.47%	36.30%	10.53%	20.23%	25.72%
	毛利率	13.30%	12.34%	12.35%	12.41%	13.01%
线缆	营业收入 (百万元)	397.78	245.00	269.97	328.95	406.91
	yoy	3.32%	-38.41%	10.19%	21.85%	23.70%
	毛利率	6.51%	6.88%	6.89%	7.12%	7.43%
电脑及软 材	营业收入 (百万元)	31.28	9.47	10.21	11.16	11.79
	yoy	-25.54%	-69.73%	7.82%	9.27%	5.63%
	毛利率	4.74%	4.66%	4.73%	5.18%	6.62%
激光	营业收入 (百万元)				100.00	200.00
	yoy					100.00%
	毛利率				65.00%	65.00%
其他	营业收入 (百万元)	95.46	162.05	173.44	190.58	214.93
	yoy	0.24%	69.76%	7.03%	9.88%	12.78%
	毛利率	15.03%	11.60%	11.92%	12.22%	12.92%

来源：wind，中泰证券研究所

- 盈利预测：**根据上述假定，我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 48.06/ 58.64/ 74.13 亿元，同比增长 10.37%/ 22.00%/ 26.41%；实现归母净利润 3.50/ 5.51/ 8.11 亿元，同比增长 79.62%/ 57.26%/ 47.28%，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.77/ 1.21/ 1.79 元，对应 PE 分别为 36/ 23/ 17 倍。

相对估值

■ 我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 48.06/ 58.64/ 74.13 亿元, 同比增长 10.37%/ 22.00%/ 26.41%; 实现归母净利润 3.50/ 5.51/ 8.11 亿元, 同比增长 79.62%/ 57.26%/ 47.28%, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.77/ 1.21/ 1.79 元, 对应 PE 分别为 36/ 23/ 17 倍。公司拥有 LED 全产业链布局, 目前估值相对于 LED 行业均值, 尤其是偏上游芯片环节的企业而言偏低; 并大幅低于激光行业估值水平, 考虑到公司激光产业项目已开始建设, 且考虑到九院十所的行业地位, 我们认为未来项目有望稳定开展并在军工等高端领域得到有效的推广应用。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 35: 公司近三年 PE(TTM)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 公司近三年 PS



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: 公司近三年 PB



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 38: 可比公司估值对比

股票代码	公司	总市值(亿)	归母净利润(亿)			PE			PB(LF)
			2020/11/23	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	
600703.SH	三安光电	1,226.44	16.03	22.76	29.76	76.49	53.89	41.21	4.20
300296.SZ	利亚德	195.04	7.62	12.55	17.66	25.60	15.55	11.04	2.28
002245.SZ	澳洋顺昌	93.91	2.61	4.91	6.34	35.98	19.15	14.82	4.13
LED 行业平均值						46.02	29.53	22.36	3.54
300747.SZ	锐科激光	256.98	2.91	4.25	5.67	88.29	60.45	45.36	10.49

688025.SH	杰普特	43.04	1.05	1.65	2.25	40.97	26.09	19.13	2.70
	激光行业平均值					64.63	43.27	32.24	6.60

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **宏观环境风险。**由于国际经济走势变化、中美贸易环境走势的不确定性 & 全球新冠肺炎疫情发展情况,可能带来宏观环境风险,影响行业整体供需结构,给公司业务产生不良影响。同时,随着公司所处行业技术不断成熟、产品应用进一步延伸、市场竞争愈发激烈等因素,可能带来产品销售单价的下降。
- **转型和管理风险。**随着公司产业链不断拓展和延伸,在业务和产品转型升级的过程中,相关产品能否取得预期成果受研发能力、技术的先进性、人才的稳定性、市场拓展能力以及国家产业政策、世界经济形势等诸多内外部因素的影响,预期收益存在不确定性。同时,由于业务内容呈现多样化和差异化,对公司经营决策、客户开拓、人才引进、资金管理、内部控制能力等方面提出了更高的要求。
- **原材料价格波动风险。**2019年以来,各项原材料价格不断上升,预计2020年原材料价格将在一定区域内波动,将对公司生产经营带来风险。
- **超导业务拓展不及预期风险。**超导加热技术属于新技术,相关产品的生产、研发、销售受国家未来产业政策的影响,具有不确定性。能否取得预期成果与收益存在不确定性,尚无法预测该产品对公司未来经营业绩的影响。
- **激光项目开展不及预期风险。**作为与九院合作的激光项目的载体的合资公司的设立和运营可能会受到国家政策、市场竞争、经营管理等多方面因素的影响,存在一定的经营风险。此外,激光项目的运营与收益的产生尚需时日,可能存在实际运营情况达不到预期的风险。敬请广大投资者理性投资,注意投资风险。

图表 39: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,446	4,355	4,806	5,864	7,413	货币资金	657	598	661	806	1,019
增长率	14.5%	26.4%	10.4%	22.0%	26.4%	应收款项	1,306	1,618	1,609	2,328	2,649
营业成本	-3,015	-3,832	-4,229	-5,102	-6,368	存货	741	692	889	1,019	1,362
% 销售收入	87.5%	88.0%	88.0%	87.0%	85.9%	其他流动资产	377	501	425	595	562
毛利	430	522	577	762	1,045	流动资产	3,081	3,410	3,584	4,748	5,592
% 销售收入	12.5%	12.0%	12.0%	13.0%	14.1%	% 总资产	60.0%	59.3%	60.7%	67.3%	71.0%
营业税金及附加	-17	-19	-24	-29	-37	长期投资	1,324	1,522	1,522	1,521	1,521
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	556	548	506	461	414
营业费用	-84	-119	-135	-147	-207	% 总资产	10.8%	9.5%	8.6%	6.5%	5.3%
% 销售收入	2.4%	2.7%	2.8%	2.5%	2.8%	无形资产	36	57	76	93	110
管理费用	-131	-157	-188	-219	-238	非流动资产	2,053	2,342	2,325	2,304	2,288
% 销售收入	3.8%	3.6%	3.9%	3.7%	3.2%	% 总资产	40.0%	40.7%	39.3%	32.7%	29.0%
息税前利润 (EBIT)	198	227	230	367	563	资产总计	5,134	5,752	5,909	7,052	7,880
% 销售收入	5.8%	5.2%	4.8%	6.3%	7.6%	短期借款	982	1,123	880	848	517
财务费用	-29	-58	-41	-45	-43	应付款项	1,320	1,556	1,605	2,217	2,550
% 销售收入	0.8%	1.3%	0.9%	0.8%	0.6%	其他流动负债	40	73	73	73	73
资产减值损失	35	-26	30	15	22	流动负债	2,342	2,753	2,559	3,138	3,140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	232	253	270	350	470	其他长期负债	39	58	58	58	58
% 税前利润	53.5%	63.8%	55.9%	50.7%	46.4%	负债	2,381	2,810	2,616	3,196	3,198
营业利润	436	396	489	687	1,012	普通股股东权益	2,446	2,618	2,920	3,409	4,125
营业利润率	12.7%	9.1%	10.2%	11.7%	13.7%	少数股东权益	307	324	372	447	558
营业外收支	-2	0	-6	3	1	负债股东权益合计	5,134	5,752	5,909	7,052	7,880
税前利润	434	396	483	690	1,013	比率分析					
利润率	12.6%	9.1%	10.1%	11.8%	13.7%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-8	-14	-25	-34	-47	每股指标					
所得税率	1.8%	3.5%	5.3%	5.0%	4.6%	每股收益 (元)	0.51	0.44	0.77	1.21	1.79
净利润	254	222	398	626	922	每股净资产 (元)	5.52	5.90	6.44	7.51	9.09
少数股东损益	27	27	48	75	111	每股经营现金净流 (元)	0.08	0.06	0.46	0.04	0.64
归属于母公司的净利润	227	195	350	551	811	每股股利 (元)	0.05	0.05	0.09	0.14	0.21
净利率	6.6%	4.5%	7.3%	9.4%	10.9%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	9.29%	7.45%	11.99%	16.15%	19.66%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	4.94%	3.85%	6.73%	8.87%	11.70%
净利润	254	222	398	626	922	投入资本收益率	11.29%	9.48%	13.54%	19.95%	25.69%
加: 折旧和摊销	88	95	75	78	82	增长率					
资产减值准备	35	56	0	0	0	营业总收入增长率	14.50%	26.38%	10.37%	22.00%	26.41%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	47.30%	28.28%	-7.20%	49.18%	44.05%
财务费用	39	71	41	45	43	净利润增长率	14.01%	-14.19%	79.62%	57.26%	47.28%
投资收益	-232	-253	-270	-350	-470	总资产增长率	20.27%	12.04%	2.73%	19.35%	11.75%
少数股东损益	27	27	48	75	111	资产管理能力					
营运资金的变动	-255	-154	-40	-383	-293	应收账款周转天数	103.4	92.6	92.6	92.6	92.6
经营活动现金净流	37	26	204	16	284	存货周转天数	69.6	59.2	59.2	58.6	57.8
固定资本投资	4	-6	-60	-60	-50	应付账款周转天数	90.3	88.3	89.3	88.8	89.0
投资活动现金净流	-148	-153	189	269	399	固定资产周转天数	56.1	45.6	39.4	29.7	21.2
股利分配	-23	-23	-42	-62	-95	偿债能力					
其他	223	77	-289	-77	-374	净负债/股东权益	13.93%	15.73%	2.27%	-4.42%	-16.45%
筹资活动现金净流	200	54	-331	-139	-469	EBIT 利息保障倍数	13.5	8.7	11.5	15.8	23.4
现金净流量	89	-74	62	145	213	资产负债率	46.37%	48.86%	44.28%	45.32%	40.58%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。