

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

研究支持: 贾建虎 jiajh@ccnew.com

## 渠道客户为主, 快产快销的 LED 应用企业

### ——洲明科技 (300232) 新股定价报告

## 研究报告-新股点评

发布日期: 2011/6/13

### 报告关键要素:

公司采用渠道销售的模式, 通过让出部分利润来快速抢占市场份额。公司的LED显示屏和LED路灯、隧道灯在国内具有知名度。公司通过募投项目扩充产能, 能够更加充分利用行业爆发增长期带来的发展机会。公司的合理价值区间在19.8元-24.75元。

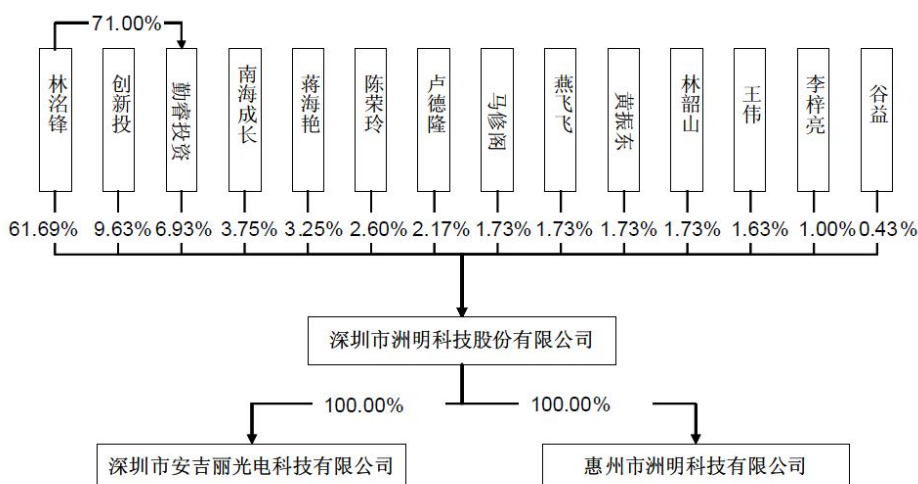
### 事件:

- 洲明科技 (300232) 拟在创业板发行上市。公司计划发行A股2000万股, 发行后总股本为7772万股。公司拟募集资金3.55亿元, 用于扩充LED显示屏和LED照明产品产能, 扩建研发中心和营销体系。

### 点评:

- 公司主要生产LED显示屏和LED照明产品。10年, 公司LED显示屏的产能为4.81万平方米, 销量4.47万平方米, 实现销售额4.66亿元。公司LED照明产品的产能为7.77万个, 销售量6.83万个, 销售额为3339万元。公司的LED显示屏销售额在国内位居前3位, 拥有“建国60周年庆典天安门广场大型显示屏”等优秀的示范项目。公司生产的LED照明产品如路灯、隧道灯也具有一定知名度。
- 公司已实施股权激励。上市前公司已经完成了对管理层和核心技术人员、销售人员的股权激励, 有利于公司的长期发展。

图 1: 公司上市前股权结构

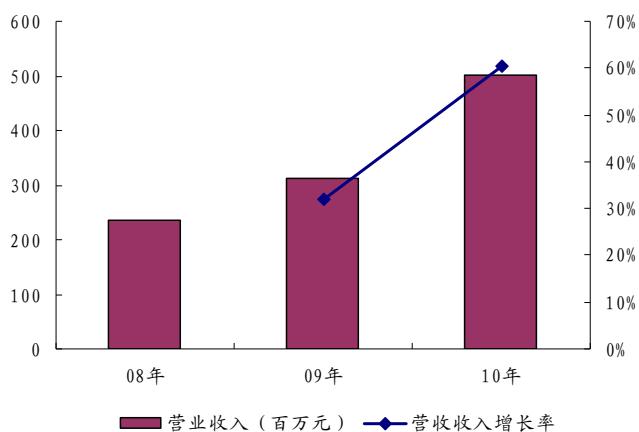


来源: 招股说明书

- LED显示屏和LED照明产品的市场正处于快速增长期。LED显示屏相比其他屏幕具有节能、防水、高寿命等优势。随着LED器件的性能提高, LED显示屏的应用呈快速增长趋势, 预计11年全球市场需求为91.1亿美元, 年增速约为24%。随着LED器件的光效提升和单价下降, LED商用照明将在今年快速启动, 预计11年LED照明的渗透率将达到10%, 市场规模约为100亿美元。

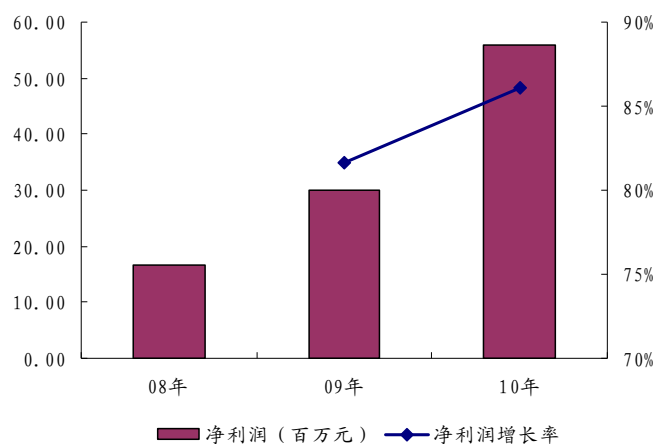
- 公司的营业收入增长迅速，毛利率呈逐年上升的趋势。公司采用渠道销售的模式，通过渠道客户快速抢占市场。08年-10年公司的渠道客户从300多家增加到700多家。渠道销售模式以让出部分利润的代价来换取市场份额，因而公司的营业收入快速增长，10年营业收入和净利润分别为5.01亿元和5602万元，同比增长60.3%和86.1%。渠道模式的缺点是降低了公司的毛利率，10年公司的综合毛利率为24.94%，而同样生产LED显示屏的奥拓电子的毛利率是44.7%。值得一提的是，随着公司生产规模的扩大，公司逐步提高了对原材料供应商的议价能力，降低了公司的生产成本，毛利率呈现逐年上升趋势。

图 2：公司营业收入及增长趋势



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

图 3：公司净利润及增长趋势



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

表 1：同行业相关公司毛利率对比

证券代码	证券名称	08年	09年	10年
300232.SZ	洲明科技	17.21%	22.51%	24.94%
002587.SZ	奥拓电子	47.95%	46.37%	44.70%
300162.SZ	雷曼光电	37.57%	39.35%	36.57%
300219.SZ	鸿利光电	27.13%	33.47%	35.61%
002449.SZ	国星光电	34.81%	33.43%	30.73%

来源：中原证券研究所、Wind

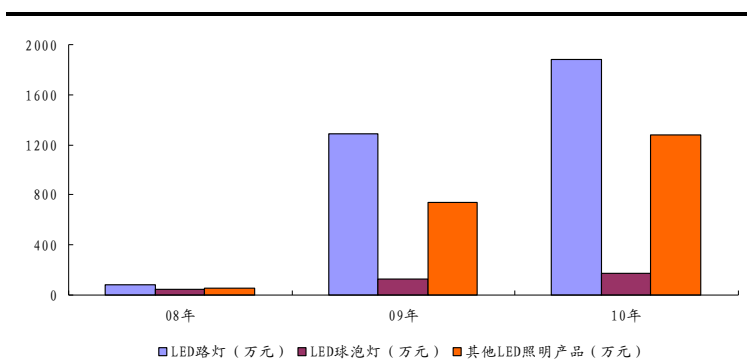
表 2：公司产品的毛利率稳步上升

产品分类	销售区域	08年	09年	10年
LED 显示屏	境内	16.46%	19.54%	20.78%
	境外	18.55%	26.83%	30.89%
LED 照明产品	境内	10.10%	33.52%	35.15%
	境外	15.86%	32.01%	37.80%
LED 器件	境内	-	-	26.70%
综合毛利率		17.21%	22.45%	24.95%

来源：招股说明书

- **公司LED照明产品快速增长，是公司的重点发展方向。**公司08年进入LED照明领域，切入点是LED路灯、隧道灯。08-10年LED照明产品的销售额分别为182.53万元、2149.76万元和3338.95万元，09年、10年同比增长率为1077%和55.32%。值得一提的是，公司的照明产品得到国外客户的认可，10年的出口额为1996万元，在照明产品中占比为60%。公司拥有众多LED显示屏的渠道客户，这对推广LED照明产品也具有一定帮助。LED显示屏主要应用于各种公用、商用场所，这些场所也是LED照明产品的重要推广地。通过原有的渠道客户来推广LED照明产品是公司的重要策略之一。

图 4：各种 LED 照明产品的销售额（万元）



来源：中原证券研究所、招股说明书

- **公司营运能力较强，资金周转率优于同行业其他公司。**公司的产品主要销售给渠道客户，产品的安装、调试和后期维护由渠道客户来完成。因此公司能够快速收回货款，保证产品的快产快销。10年公司的应收账款周转率和存货周转率分别为13.76和4.78，明显优于同行业相关公司。

表 3：相关公司的营运能力对比

公司	指标	08年	09年	10年
洲明科技	应收账款周转率	8.85	11	13.76
	存货周转率	5.93	5.29	4.78
奥拓电子	应收账款周转率	9.89	10.97	7.33
	存货周转率	2.36	2.34	3.53
雷曼光电	应收账款周转率	9.77	7.31	7.84
	存货周转率	3.78	3.55	3.33
鸿利光电	应收账款周转率	-	4.63	5.85
	存货周转率	-	4.73	4.96
国星光电	应收账款周转率	7.67	7.45	6.25
	存货周转率	3.21	3.66	3.44

来源：中原证券研究所、Wind

- **募集资金用于扩产主营产品、扩建研发中心和销售体系**

公司LED显示屏扩产项目的规划年产能是10万平方米，相比现有的4.81万平方米产能，全面达产后将实现208%的增长。LED照明产品项目则计划扩充年产能15.5万个，相比现有7.77万个的产能，将增长199%。两个扩产项目的投产周期都是20个月，前期的土建工程已经在进行之中。

表 4: 公司募投项目概况

序号	项目名称	固定资产投资或建设资金(万元)	铺底流动资金(万元)	募集资金投资总额(万元)	建设期(月)
1	高端 LED 显示屏产品扩建项目	18,623	3,528	22,151	20
2	LED 照明产品扩建项目	3,693	571	4,264	20
3	研发中心项目	5,028	-	5,028	24
4	营销体系相关配套升级项目	4048	-	4048	24
<b>总计</b>		<b>31,392</b>	<b>4,099</b>	<b>35,491</b>	

来源: 招股说明书

公司研发中心的扩建主要为改进目前产品的性能和研发新产品,从而增强公司的竞争力。其中LED显示屏方面重点研发节能和逐点校正技术、系统解决方案等,LED照明产品方面的研发项目包括LED路灯、隧道灯和球泡灯的产品开发以及LED封装技术的研究。

公司的销售体系升级主要包括扩建营销网点、参加营销展会和构建信息系统3方面。该项目将完善北京、上海和武汉三地的营销办事处,新增沈阳、西安、乌鲁木齐和成都4个营销中心。

#### ● 盈利预测

预计公司扩产项目的产能在11-13年的释放比例分别为5%、50%、85%。11年原有生产基地的产能增长预计和行业增速持平,LED显示屏销量将增长24%,LED照明产品将增长50%。在毛利率方面,由于公司进入LED封装环节,因此能够降低公司的生产成本,提升毛利率。预计11-13年,公司LED显示屏的毛利率小幅下降,分别为25%、24%和23%,LED照明产品的毛利率能够维持在35%左右。预测公司11-13年的每股收益分别为0.99元,1.34元和1.65元。

表 5: 公司主营业务预期

单位: 百万元

产品	项目	09年A	10年A	11年(E)	12年(E)	13年(E)
LED 显示屏	营业收入	289.98	466.07	550.56	821.87	1,114.07
	营业成本	227.08	354.03	412.92	624.62	857.83
	毛利率	21.7%	24.0%	25.0%	24.0%	23.0%
	毛利	62.90	112.04	137.64	197.25	256.24
LED 照明产品	营业收入	21.50	33.39	93.56	111.84	126.67
	营业成本	14.49	20.81	60.82	72.70	82.34
	毛利率	32.6%	37.7%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利	7.01	12.58	32.74	39.15	44.33
LED 器件及其他	营业收入	1.20	1.70	1.40	1.40	1.40
	营业成本	0.73	1.32	1.13	1.13	1.13
	毛利率	38.8%	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
	毛利	0.47	0.38	0.27	0.27	0.27
总销售收入		312.68	501.16	645.52	935.11	1,242.14
总毛利		70.38	125.00	170.65	236.66	300.84

来源: 中原证券研究所、招股说明书

表 6: 公司盈利状况预期

单位: 百万元

项目	09年A	10年A	11年(E)	12年(E)	13年(E)
营业总收入	312.65	501.12	645.53	935.11	1,242.14
营业总成本	117.43	170.70	580.41	815.23	1,093.56
营业成本	242.29	376.16	474.87	698.45	941.30
营业税金及附加	0.10	0.32	0.41	0.60	0.79
销售费用	15.56	28.75	35.50	50.50	65.83
管理费用	22.89	35.95	45.19	64.52	84.47
财务费用	-0.01	0.03	0	0	0
资产减值损失	0.37	1.16	1.16	1.16	1.16
营业利润	31.45	58.74	88.39	119.88	148.58
加: 营业外收入	2.22	2.87	2.87	2.87	2.87
减: 营业外支出	0.69	0.36	0.36	0.36	0.36
利润总额	32.98	61.25	90.90	122.39	151.09
减: 所得税	2.88	5.24	13.64	18.36	22.66
净利润	30.11	56.02	77.27	104.03	128.43
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	30.11	56.02	77.27	104.03	128.43
发行后总股数(万股)	5,772	5,772	7,772	7,772	7,772
<b>每股收益:</b>					
(一) 基本每股收益(元)	0.60	0.97	0.99	1.34	1.65
(二) 稀释每股收益(元)	0.60	0.97	0.99	1.34	1.65

来源: 中原证券研究所、招股说明书

### ● 投资建议

同类型上市公司在11年的平均市盈率为23.5倍。综合考虑公司的盈利能力和成长性,我们认为公司11年的合理市盈率在20-25倍,对应估值区间为19.8元-24.75元。

表 7: 可比公司市盈率

代码	简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
		6月8日	10A	11E	12E	10A	11E	12E
002449.SZ	国星光电	24.31	0.69	1.01	1.46	35.23	24.07	16.65
300162.SZ	雷曼光电	24.77	0.78	1.07	1.5	31.76	23.15	16.51
300219.SZ	鸿利光电	16.31	0.69	0.70	0.95	23.79	23.29	17.16
平均市盈率						30.26	23.50	16.78

来源: 中原证券研究所、招股说明书

- **风险提示:** 行业竞争日趋激烈,造成公司产品毛利率下降。渠道客户流失造成市场份额下降。

**发行数据**

发行价(元)	
发行数量(万股)	2000
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011/06/14
上市日期	

**基础数据 (2010年6月8日)**

每股净资产(元)	2.93
每股经营现金流(元)	0.58
毛利率(%)	24.94
净资产收益率(%)	42.27%
资产负债率(%)	40.44
总股本/流通股(万股)	7772/2000
B股/H股(万股)	/

**行业投资评级**

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

**公司投资评级**

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;

观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;

卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

**重要声明**

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规, 报告撰写力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响。

**免责条款**

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。本报告的版权仅为本公司所有。

**转载条款**

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为, 必须注明报告的发布人和发布日期, 提示使用报告的风险; 非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性, 不得断章取义, 由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责; 刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系, 双方签订协议。