

证券研究报告—深度报告

信息技术

IT 硬件与设备

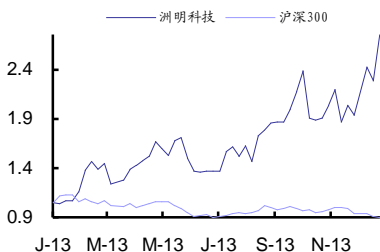
洲明科技(300232)

推荐

合理估值: 29.2 元 昨收盘: 24.35 元 (维持评级)

2014年01月21日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	101/41
总市值/流通(百万元)	2,469/987
上证综指/深圳成指	2,005/7,545
12个月最高/最低(元)	25.35/8.70

相关研究报告:

- 《洲明科技-300232-看好电商渠道和高端显示》——2013-11-20
- 《洲明科技-300232-2012年半年报点评:显示屏业务平稳,未来看点在照明》——2012-08-20
- 《洲明科技-300232-重大事件快评:积极向LED照明业务转型,迎来更大发展空间》——2012-06-25

证券分析师: 刘翔

电话: 021-60875160
E-MAIL: liuxiang3@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512070002

证券分析师: 陈平

电话: 021-60933151
E-MAIL: chenping2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070006

证券分析师: 卢文汉

电话: 021-60933164
E-MAIL: luwh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

产品创新: LED 照明及高端显示、
营销电商化: O2O 互联网思维

● LED 照明市场爆发助力公司照明业务发展

全球主要国家的政策支持以及 LED 成本的下降,必将促发 LED 通用照明市场的爆发。而 LED 照明市场是一个千亿级别的大市场,将有望使得行业维持一波 3-4 年大周期机会。

● 高密度 LED 超级电视助显示屏业务高端化发展

公司的裸眼立体 LED 超级电视正式进入量产阶段,不需要观看者佩戴任何辅助工具就能看到非常清晰且细腻的立体图像,为公司拓展了一个全新的市场领域,是公司业务新的利润增长点。

● 公司走在 LED 电商渠道布局走在竞争对手前面

公司以自有现金 484 万入股翰源,获得翰源 20.5% 的股权,并且双方注册建立“洲明翰源”家居照明品牌。翰源是国内 LED 照明电商领域中的佼佼者,于 2009 年正式入驻 Tmall 平台,专注从事 LED 照明产品的电子商务,自 2010-2012 年连续三年获得 Tmall 平台 LED 灯饰销量冠军,2012 年获得京东商城 LED 灯饰销量冠军。公司与南方电网合作,不仅为南网节能服务平台提供优质可靠的产品和方案,而且还能在南网电商平台建设、数据分析、销售设计、品牌推广以及 LED 光通信商业化应用探索等方面提供强有力的支持。

● 风险提示

LED 照明市场大规模开启进度低于预期;
渠道建设费用继续高企。

● 给予“推荐”评级

显示屏方面发展小间距的超级电视,提升公司产品附加值。照明方面的电商走在国内竞争对手前面,加上与南方电网达成的协议,将积极拉动公司产品的销售。公司在过去几年在渠道方面的投入将逐渐见到成效。我们预计 13-15 年公司净利润分别为 4781/7389/1056 万元, EPS 分别为 0.47/0.73/1.05 元,同比分别增长 110.6%、54.5%、43.0%。给予公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	532	608	822	1,144	1,604
(+/-)%	6.2%	14.2%	35.2%	39.2%	40.3%
净利润(百万元)	46	23	48	74	106
(+/-)%	-18.4%	-50.3%	110.6%	54.5%	43.0%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.22	0.47	0.73	1.05
EBIT Margin	9.3%	5.2%	6.6%	8.7%	8.6%
净资产收益率(ROE)	8.3%	4.0%	7.9%	11.0%	13.8%
市盈率(PE)	54.0	108.8	42.8	27.7	19.4
EV/EBITDA	31.2	40.9	35.5	20.7	16.0
市净率(PB)	4.5	4.4	3.4	3.1	2.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

显示屏方面发展小间距的超级电视，提升公司产品附加值。照明方面的电商走在国内竞争对手前面，加上与南方电网达成的协议，将积极拉动公司产品的销售。公司在过去几年在渠道方面的投入将逐渐见到成效。

我们预计 13-15 年公司净利润分别为 4781/7389/1056 万元，EPS 分别为 0.47/0.73/1.05 元，同比分别增长 110.6%、54.5%、43.0%。给予公司“推荐”评级。

核心假设或逻辑

(1) 全球主要国家的政策支持以及 LED 成本的下降，必将促发 LED 通用照明市场的爆发。而 LED 照明市场是一个千亿级别的大市场，将有望使得行业维持一波 3-4 年大周期机会；(2) 公司过去几年的渠道投入逐渐见到成效；(3) LED 电商布局将有助于开创公司销售新的有效渠道。

与市场预期的差异之处

市场认为公司过去几年在渠道方面投入过大，造成净利润下滑较严重。我们认为作为 LED 下游应用公司，渠道建设是必不可少的，渠道的投入终于显现效果。尤其看好公司在电商渠道方面的布局，对于现阶段 LED 企业来说，让 LED 灯具快速进入传统照明灯具的经销渠道非常困难，前期资金投入巨大。线下、线上互动的 O2O 商业模式为 LED 企业开辟了新的销售渠道。

股价变化的催化因素

LED 照明市场爆发；

公司电商渠道销售情况超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，LED 照明市场大规模开启进度低于预期；

第二，渠道建设费用继续高企。

内容目录

估值与投资建议.....	错误! 未定义书签。
公司基本情况.....	5
发展历程.....	5
业务结构与投资布局.....	5
近年财务状况.....	6
LED照明市场爆发助推公司照明业务发展.....	7
全球主要国家和地区的白炽灯禁令给 LED 带来机会.....	7
成本降低驱动终端价格下降也是促发照明市场爆发的主要因素.....	8
LED 照明市场全面开启，未来 3-4 年是行业的黄金发展期.....	8
高密度 LED 超级电视助显示屏业务高端化发展.....	10
销售渠道建设投入开始进入收获期.....	11
创新渠道营销模式.....	11
布局电商渠道，打造 O2O 平台.....	13
与南方电网合作，共同推动电商平台建设.....	14
南网能源电商平台启动.....	14
洲明科技与南网能源达成战略合作伙伴关系.....	15
给予“推荐”评级.....	15
附表：财务预测与估值.....	16
国信证券投资评级.....	17
分析师承诺.....	17
风险提示.....	17
证券投资咨询业务的说明.....	17

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司架构与投资布局	5
图 3: 公司的部分样板工程	6
图 4: 营收变化 (百万元)	6
图 5: 净利润变化 (百万元)	6
图 6: 毛利率与净利率变化	6
图 7: 费用率变化	6
图 8: LED 价格和光效变化趋势	8
图 9: 10W 球泡灯 BOM	8
图 10: 全球照明产品市场规模趋势 (十亿欧元)	9
图 11: LED 照明不同应用的渗透率趋势	9
图 12: LED 通用照明市场规模测算 (亿美元)	9
图 13: “十二五” 大屏幕拼接系统市场规模预测	10
图 14: 洲明裸眼 3D LED 超级电视	11
图 15: 公司营销模式	11
图 16: 渠道客户数量增长情况	12
图 17: 渠道客户数量增长情况	12
图 18: 国内经销和服务网络	13
图 19: 天猫平台的灯具灯饰类产品各月销售额 (千万人民币)	13
图 20: 天猫 LED 照明品牌占比数据统计 (以吸顶灯为例)	14
图 21: 天猫洲明翰源旗舰店	14
图 22: 洲明与南网能源达成战略合作伙伴关系	15
表 1: 全球国家禁止白炽灯计划	7

公司基本情况

发展历程

公司成立于 2004 年，2011 年 6 月登陆创业板。经过近十年发展，公司已成为中国 LED 行业领军企业，被选为“十一五”国家“863 计划”的项目合作单位，拥有坪山 I 期、坪山 II 期和惠州洲明科技工业园三大生产基地。

公司在国内 LED 高清节能全彩显示屏产品市场领域取得了领先的市场地位，先后成功完成了多项大型重点 LED 工程，例如公司在 2009 年成为国庆 60 周年天安门广场大型 LED 显示屏制造商，2010 年承接人民大会堂、国家大剧院、世博会等大型 LED 显示屏项目。

图 1: 公司发展历程

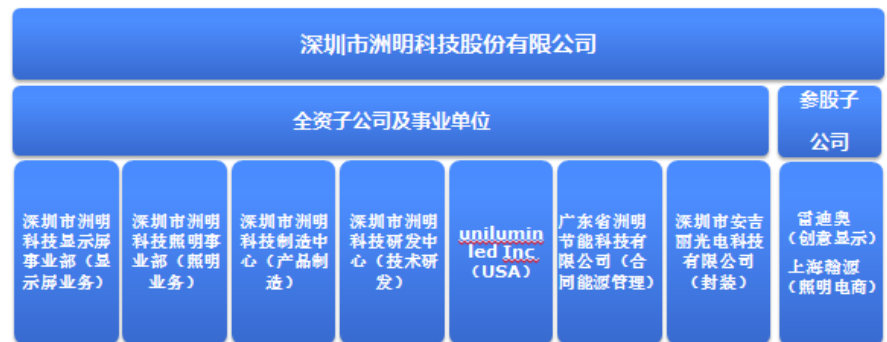


资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

业务结构与投资布局

公司是一家国内领先的专业渠道客户和终端客户提供高质量、高性能的 LED 应用产品及解决方案。公司产品分为 LED 高清节能全彩显示屏和 LED 节能照明两大系列。

图 2: 公司架构与投资布局



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

公司整体业务布局合理，业务重点突出，下设了显示屏事业部、照明事业部、合同能源管理子公司、LED 封装子公司等。另外公司持有创意专注显示屏领域的雷吉奥公司 51%的股权，以及国内 LED 照明电商领域的佼佼者翰源公司的 20.5%的股权。

图 3: 公司的部分样板工程

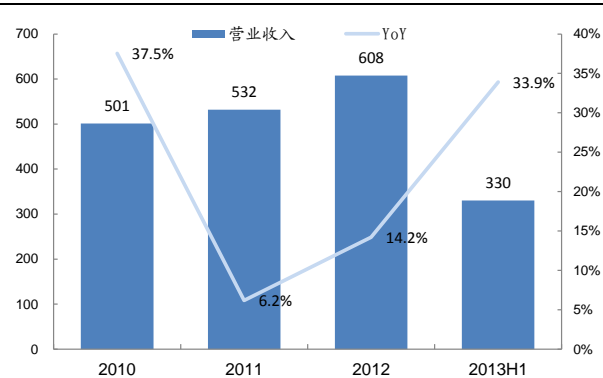


资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

近年财务状况

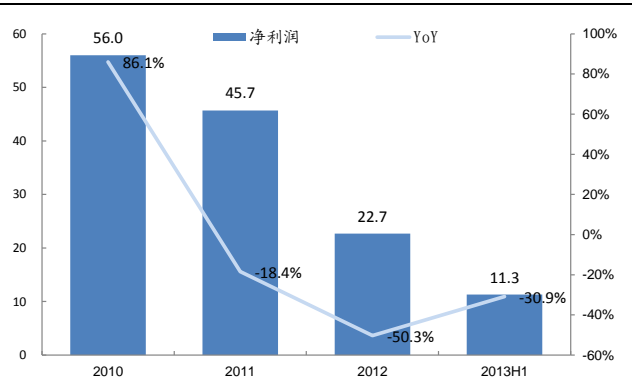
公司在近年来营收有一定的增长，净利润下滑幅度较大。毛利率也保持着稳定上升的趋势，但净利率下滑幅度较大，这也是净利润下滑幅度较大的原因。净利率下滑幅度较大的原因，是公司在近几年加大了研发的投入以及营销渠道建设的加强，导致管理费用率和销售费用率持续上升。随着 LED 照明市场的爆发，公司前几年在研发和渠道方面积累的优势将逐步显现，公司有望进入业绩上升快速通道。

图 4: 营收变化 (百万元)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

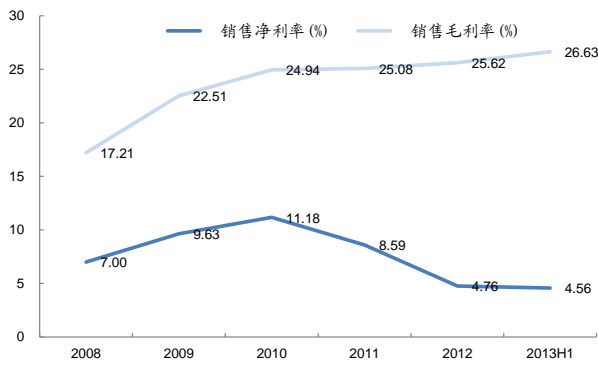
图 5: 净利润变化 (百万元)



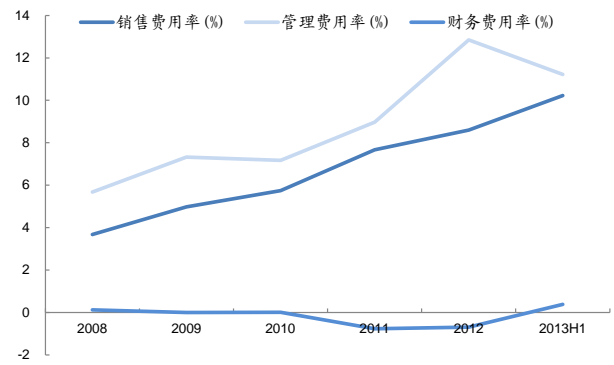
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 毛利率与净利率变化

图 7: 费用率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

LED 照明市场爆发助推公司照明业务发展

全球主要国家和地区的白炽灯禁令给 LED 带来机会

全球主要国家和地区的白炽灯禁售计划在 2014 年进入批量生效阶段, 利于 LED 照明市场的全面开启。中国、欧盟、美国三个最大的市场在 2014 年都可能有翻倍的增速。由于政府淘汰白炽灯政策的驱动, 在 2014 年全球 LED 照明渗透率提升将达到最快。

表 1: 全球国家禁止白炽灯计划

国家	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
美国			100W	75W	40&60W			
加拿大					75&100W	40&60W		
中国			100W		60&75W		15W	
墨西哥			100W	75W	40&60W			
俄罗斯		100W		75W	25W			
古巴	禁止							
阿根廷		禁止						
欧盟	75&100W	60W	15&40W	禁止				
英国	75&100W	60W	15&40W	禁止				
韩国			禁止					
日本			禁止					
菲律宾	禁止							
马来西亚	100W	75W	60W	40W	禁止			
澳大利亚	禁止							
巴西					100W	60W	40W	20W
台湾				禁止				

资料来源: Mckinsey、国信证券经济研究所整理

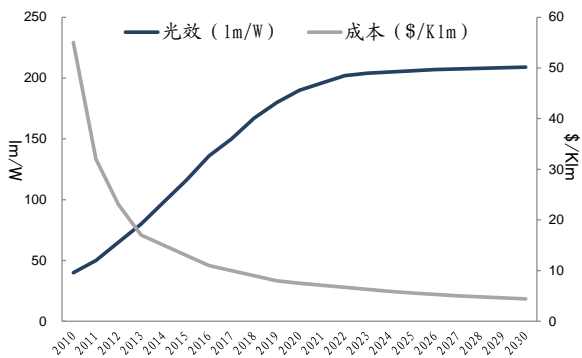
出于节能减排方面的考虑, 各个国家都制定了白炽灯淘汰路线图, 逐步禁止生产和销售白炽灯。美国政府在 2007 年颁布法案规定, 美国将分三步对白炽灯进行淘汰: 第一步, 在 2012 年淘汰 100W 的白炽灯; 第二步, 到 2013 年, 进一步淘汰 75W 的白炽灯, 第三步自 2014 年 1 月 1 日起, 全面禁售所有的白炽灯。加拿大也从 2014 年 1 月 1 日起, 正式禁用 75W 及 100W 的白炽灯, 而 40 和 60W 的灯泡, 也将会于 2014 年 12 月 31 日全面禁用。欧盟也已于 2012 年 9 月起全面禁止销售白炽灯。而且在中国大陆方面, 也制定了淘汰普通照明白炽灯路线图: 从 2012 年 10 月起, 禁止进口和销售 100W 及以上的白炽灯, 2014 年 10 月起, 禁止进口和销售 60W 及以上的白炽灯; 2015 年 10 月至 2016 年 9 月对前期政策进行评估, 调整后续政策, 并且在 2016 年 10 月起, 禁止进口和销售 15W 及以上的白炽灯。从整体来看, 白炽灯市场的主力 60W 功率将

在 2014 年禁止出口和销售，LED 巨大的通用照明市场即将全面启动。

成本降低驱动终端价格下降也是促发照明市场爆发的主要因素

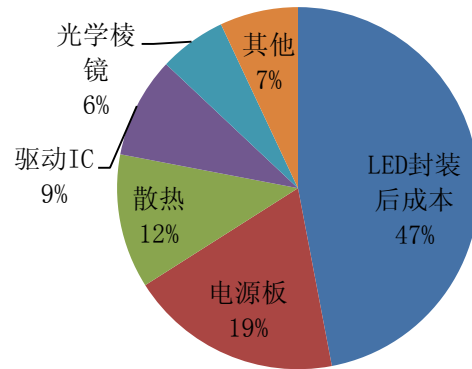
根据美国能源部 2011 年发布的“固态照明制造路线图”，LED 灯的代工及 LED 封装的价格在 2010~2015 年期间每年跌 30%，在 2015~2020 年期间每年跌 10~15%。价格的下降可以有效拉动对 LED 灯具的需求，而成本的下降是 LED 价格下降的内生动力。成本的下降有两种驱动力：光效的提升和单位产品的制造成本的降低。

图 8: LED 价格和光效变化趋势



资料来源: DoE、国信证券经济研究所整理

图 9: 10W 球泡灯 BOM



资料来源: Display Search、国信证券经济研究所整理

光效的提升是指达到相同的亮度而消耗更少的能量。可以从很多方面提升光效，比如在外延时选择更优的衬底材料和外延材料、芯片封装时倒装焊的应用可以使更多的光线进入芯片内部、模组水平的光学系统的优化设计可以减少光线的损失等。

制造成本的降低就是 OEM 环节的成本控制，包括减少用料成本和改善制造效率等。实际 LED 芯片成本只有总成本的一部分，10W 球泡灯封装后的芯片占总成本的 47%，芯片成本可能只占 15%左右，其它成本主要有封装、散热、结构件、电源等成本。总成本的下降不但跟芯片的制造和封装有关，结构件、散热、电源设计和制造也对成本的影响较大。

LED 产业界的摩尔定律——Haizt 定律指出，LED 的价格每 10 年为原来的 1/10，性能则提高 20 倍。随着效率的提升、出货量的增加导致规模效应显现，成本会逐渐下降，LED 终端产品的价格也会下降到大众能够接受的范围内，通用照明市场会开启一个千亿级市场，让众多 LED 企业受益。

从 LEDinside 最新调查的 LED 灯泡零售价来看，2013 年 11 月，全球取代 40 的 LED 灯泡零售价下跌约 2.7%，达到 15.4 美元，其中中国大际地区价格大幅下跌 20.6%。取代传统 60W 白炽灯泡的商品，全球均价也下滑 0.7%，达到 21.5 美元。近期 LED 灯光价格有较大幅度的下降，与白炽灯的价格差距缩小较明显，为 2014 年 LED 照明市场的繁荣奠定了良好的基础。

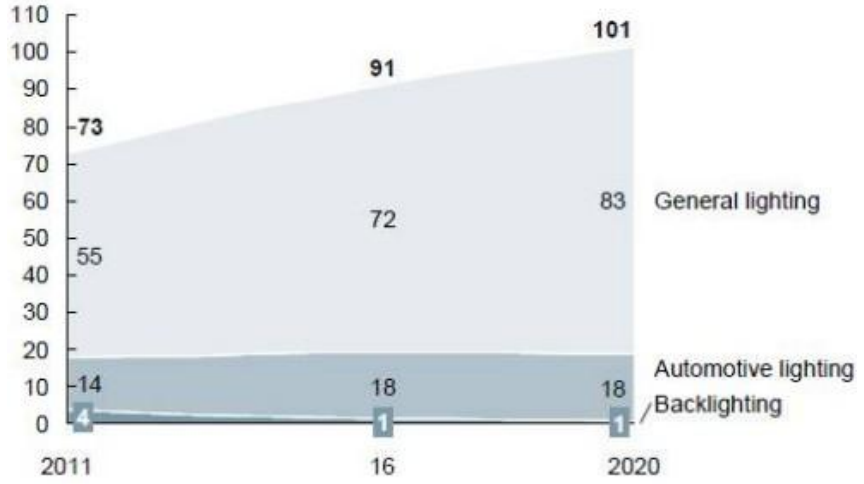
LED 照明市场全面开启，未来 3-4 年是行业的黄金发展期

全球主要国家的政策支持以及 LED 成本的下降，必将促发 LED 通用照明市场的爆发。而 LED 照明市场是一个千亿级别的大市场，将有望使得行业维持一波 3-4 年大周期机会。

LED 照明应用下游主要包括背光、景观显示、通用照明（路灯、商业照明、民用照明）等。通用照明又包括居民、写字楼、商场、医院、室外、工业、农业等照明。通用照明市场巨大，根据麦肯锡咨询的预测，全球照明产品市场在 2011

年为 950 亿美元，到 2020 年将成长到 1300 亿美元，而照明市场中份额最大的是通用照明，在 2011 年时就达 710 亿美元，并预测一直到 2020 年，通用照明市场还将有 3~6% 的复合增速的成长。

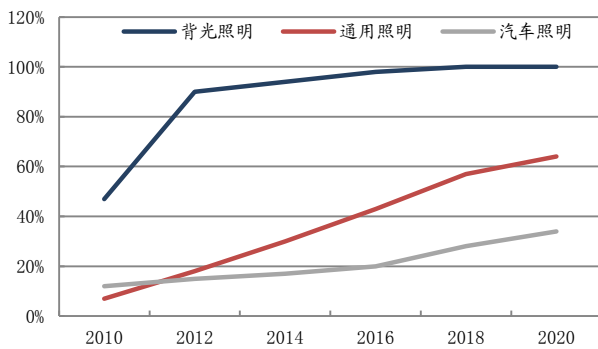
图 10: 全球照明产品市场规模趋势 (十亿欧元)



资料来源: Mckinsey、国信证券经济研究所整理

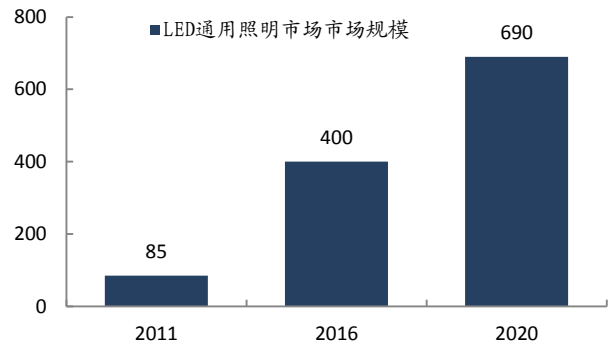
据麦肯锡咨询的数据，2011 年 LED 在通用照明的渗透率为 12% 左右，2016 年渗透率将达 43%，2020 年渗透率为 64%，我们可以算出，在 2011 年 LED 通用照明市场的规模为约 85 亿美元，到 2016 年该数字就达 400 亿美元（2000 多亿元人民币）左右，2020 年更将是 690 亿美元左右的超大市场。LED 在通用照明市场渗透率还较低，LED 在通用照明市场还拥有巨大的成长空间，未来 3-4 年将是 LED 在照明市场渗透率上升最快的黄金发展期。

图 11: LED 照明不同应用的渗透率趋势



资料来源: Display Search、国信证券经济研究所整理

图 12: LED 通用照明市场规模测算 (亿美元)



资料来源: Mckinsey、国信证券经济研究所测算

公司在照明领域，除了产能大幅扩张方面，市场方面也有大的突破，照明业务在公司总收入中的占比也提升较大，从 2010 年的 7.2% 上升到 2013 年上半年的 17.3%。公司成功中标 2012/2013 年度半导体照明产品财政补贴推广项目（室内照明产品-LED 筒灯、反射型自镇流 LED 灯）及成功中标广深高速公路全线低杆路灯合同能源管理 EMC 工程具有重要影响力的项目。另外，公司在广州北部太阳能路灯改造项目、前海国家经济开发区风光互补路灯改造项目、吉林长白山公路、川藏高速等众多具有广泛影响力的项目上，都取得了里程碑式的成绩。在海外场，在奥地利、澳大利亚等多个重点区域拥有较高市场份额。

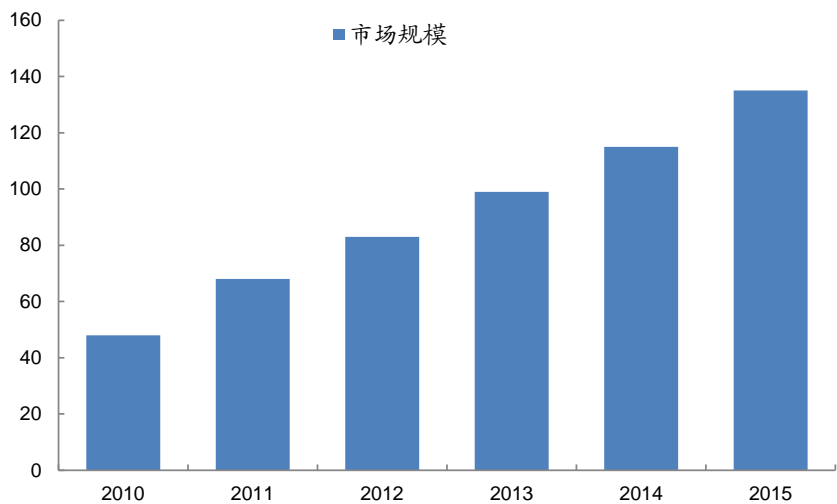
高密度 LED 超级电视助显示屏业务高端化发展

公司显示屏业务涵盖了 LED 显示屏应用的各个领域，共有七个系列：租赁屏、传媒屏、高清屏、创意屏、格栅屏、玻璃屏、常规屏，全方位响应及服务各种客户需求。公司在 LED 显示屏方面引领行业工艺与产品创新潮流，突破了“低亮度高灰阶高刷新”技术门槛，推出高清小间距 UTV 系列 LED 显示屏产品，突破了传统的投影、液晶拼接、DLP 背投的固有的难题，是一款高端 LED 智能电视屏产品，是公司具有潜力的增长点。

LED 超级电视可能部分取代原有的 DLP 拼接墙、PDP 拼接墙、LCD 拼接墙，广泛应用于指挥、调度、监控等显示系统；取代投影和液晶、等离子等显示设备，广泛应用于会议室显示系统，如政府、军队、学校、企业等环境的大型会议系统；应用于公共场所的显示系统，如机场、商场、地铁和展览展示等场所。

在 2010 年，国内大屏幕拼接市场规模已达 48 亿元，2011 年我国大屏幕拼接行业的整体增长率超过 40%，销售额超过 68 亿元，至 2015 年，我国大屏幕拼接系统市场规模将突破 135 亿元，年均增长率 23%。

图 13：“十二五”大屏幕拼接系统市场规模预测



资料来源：Institute for prospective industry，国信证券经济研究所整理

公司的 UTV LED 显示屏已经成功应用于伦敦奥运会电视转播间、瑞典国家电视台演播厅，顺利拓展广电领域的市场份额，完成最早的 LED 电视墙的应用案例。在国内，该系列产品在武汉城乡建设委员会中心、河南濮阳市公安局 110 指挥中心等经典项目上得到了完美应用。公司致力于优化产品结构，加大对高端产品的研发力度及进度，在 2013 年下半年推出了高密度 LED 超级电视之 P1.9、P1.6、P1.2 产品以及成功研制出裸眼立体 LED 超级电视。公司的裸眼立体 LED 超级电视正式进入量产阶段，不需要观看者佩戴任何辅助工具就能看到非常清晰且细腻的立体图像，为公司拓展了一个全新的市场领域，是公司业务新的利润增长点。

图 14: 洲明裸眼 3D LED 超级电视



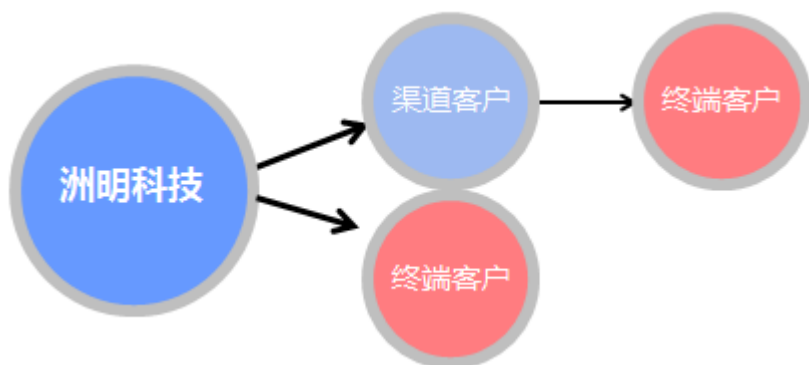
资料来源：高工 LED，国信证券经济研究所整理

2014 年进入销售渠道建设后的收获期

创新渠道营销模式

公司的营销模式包括两种，一种是传统的终端客户营销模式，另一种是在行业内率先采用的渠道营销模式。渠道销售模式的核心在于公司主要从事 LED 应用产品的研发、生产及提供应用解决方案，开发和维护专业渠道客户，而业务流程后端的产品安装及售后服务则主要通过本地化专业渠道客户来完成。通过这种与专业渠道客户之间的利益共享，将传统上压占资金量较大、时间较长的工程安装及后续的维修服务环节交由专业渠道客户负责，可以提高公司的资产周转率和资金使用效率。另外通过建立覆盖全国及海外多个重点区域的渠道体系，使公司能够与尽可能多的终端区域市场建立紧密联系，从而适应快速增长的 LED 应用领域市场，迅速抢占市场份额。

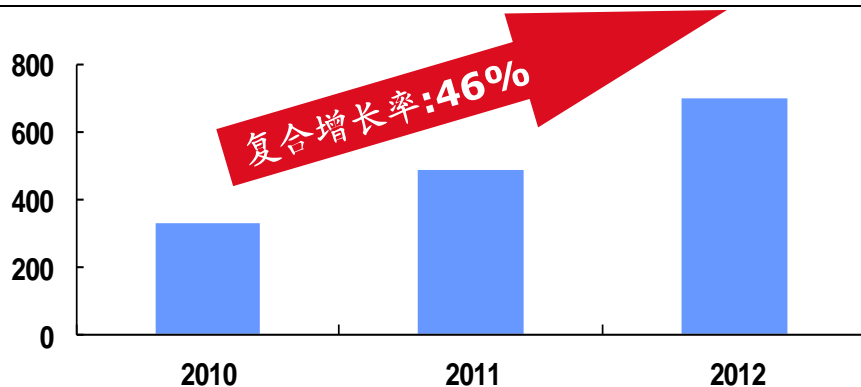
图 15: 公司营销模式



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

公司的渠道客户数量增长迅猛，2010-2012 年间年均复合增长率高达 46%。

图 16: 渠道客户数量增长情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

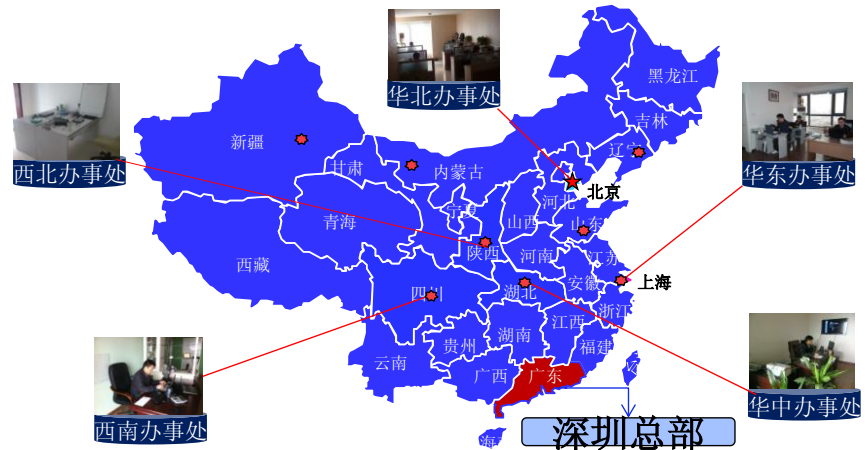
公司在全球有 700 家销售渠道客户，遍布全球各大州，形成了一批具有较强业务拓展能力的专业渠道客户，这些本地化、专业化的渠道客户资源，为公司业务规模的迅速扩张提供强有力的支持。公司过去几年在自建渠道方面也投入了较大人力和物力，渠道的投入逐步见到成效。

图 17: 渠道客户数量增长情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 18: 国内经销和服务网络



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

布局电商渠道，打造 O2O 平台

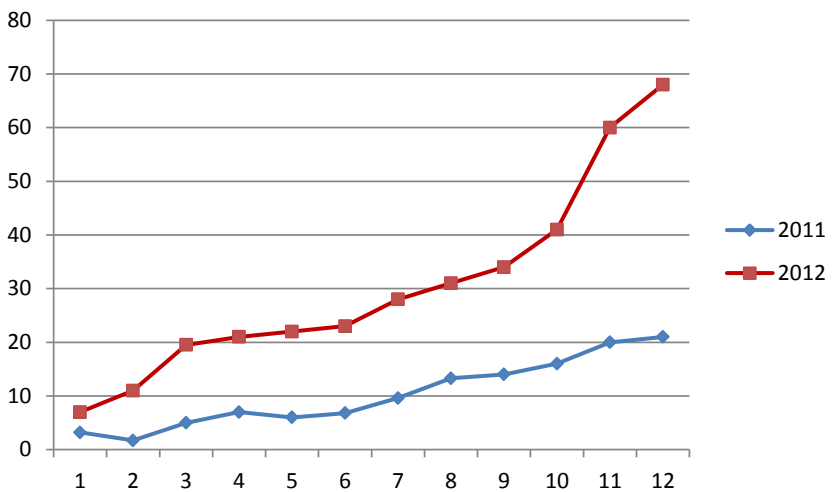
传统线下企业布局线上销售打造 O2O 平台。O2O (Online To Offline)，即线下商务的机会与互联网结合在一起，让互联网成为线下交易的前台，是一个线上推动线下、线下服务线上的电子商务模式。

目前来看，无论是传统线下企业，还是互联网巨擘，都在积极布局 O2O。最明显的例子包括苏宁云商创办苏宁易购、众多实体品牌在天猫开设网上店铺等。

O2O 为 LED 企业开创电商销售新渠道。LED 企业传统的销售模式主要是以工程渠道、专卖店等为主。对于现阶段 LED 企业来说，让 LED 灯具快速进入传统照明灯具的经销渠道非常困难，前期资金投入巨大。线下、线上互动的 O2O 商业模式为 LED 企业开辟了新的销售渠道。

LED 照明的电商模式潜力巨大。来自天猫平台的数据显示，灯具灯饰类的产品销量总体呈上升趋势，2011 年 3 月，该类产品销售额为 5000 万元，到 2011 年双十一，灯具灯饰类产品总销售额突破 2 亿元；2012 年双十一时灯具灯饰类的销售额达到 6 亿元，同比增长 2 倍。

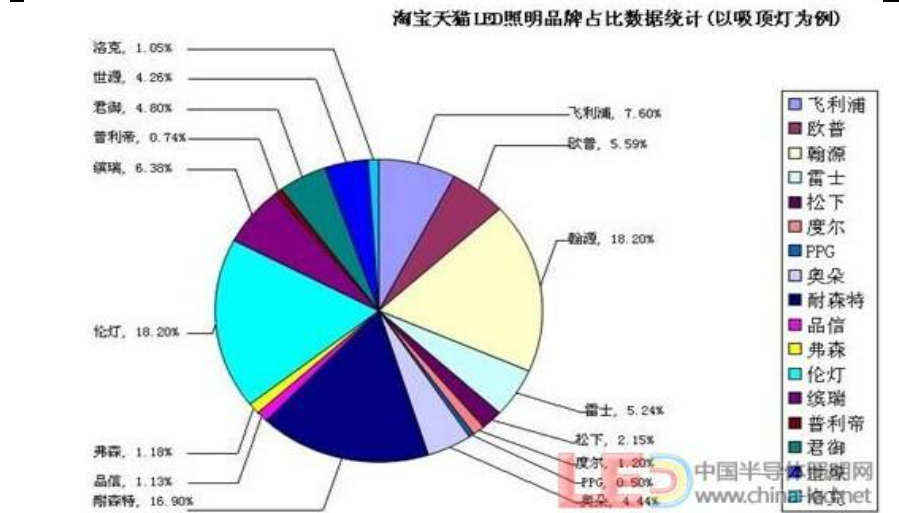
图 19: 天猫平台的灯具灯饰类产品各月销售额 (千万人民币)



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

洲明科技——LED 电商布局走在竞争对手前面。2013 年 9 月，公司以自有现金 484 万入股翰源，获得翰源 20.5% 的股权，并且双方注册建立“洲明翰源”家居照明品牌。翰源是国内 LED 照明电商领域中的佼佼者，于 2009 年正式入驻 Tmall 平台，专注从事 LED 照明产品的电子商务，自 2010-2012 年连续三年获得 Tmall 平台 LED 灯饰销量冠军，2012 年获得京东商城 LED 灯饰销量冠军。以目前灯具中销量较大的吸顶灯为例，淘宝数据显示，翰源和伦灯灯饰在同类产品中的品牌份额占比最高，同为 18.20%。

图 20: 天猫 LED 照明品牌占比数据统计 (以吸顶灯为例)



数据来源：天猫，国信证券经济研究所整理

翰源在 2013 年“双十一”销售中也取得出色业绩。淘宝数据显示，今年双十一淘宝灯具销售额 TOP20 榜单，前五位分别是欧普、奥朵、雷士、欧塞洛斯、翰源。翰源品牌在“双十一”开始的一小时后销售额达 300 万元，全天成交笔数突破 2 万笔，销售额达到 2142 万元。

图 21: 天猫洲明翰源旗舰店



数据来源：天猫，国信证券经济研究所整理

与南方电网合作，共同推动电商平台建设

南网能源电商平台启动

2013年11月8日，南方电网综合能源有限公司正式启动电子商务平台—南度节能服务网。此次电商平台的打造，不仅将加快LED照明向家居照明市场渗透和普及的速度，也是商业模式上的创新。未来客户将可享受免费的LED照明改造，而后还可在线申请分期付款，包括从下单到售后服务的一系列环节都可以在网上完成。

南网能源由中国南方电网公司直接控股，专业致力于节能减排及相关业务，并依托南方电网丰富的客户资源、渠道资源以及品牌优势，成就强大的市场竞争力。南方电网庞大的用户数据可为电商平台大量引入流量，而电商平台又可通过流量精准捕捉到客户信息和需求，从而制定有针对性的产品、服务和营销策略，把线上、线下双向优势互补，形成相互促进的良性互动，为客户创造最大化的价值。

洲明科技与南网能源达成战略合作伙伴关系

洲明科技做为南度节能服务网LED照明产品的战略合作伙伴，将凭借其丰富的线上线下O2O电商运营经验，不仅为南度节能服务网平台提供优质可靠的产品和方案，而且还能在南度电商平台建设、数据分析、销售设计、品牌推广以及LED光通信商业化应用探索等方面提供强有力的支持。

图 22: 洲明与南网能源达成战略合作伙伴关系



数据来源：百度，国信证券经济研究所整理

给予“推荐”评级

显示屏方面发展小间距的超级电视，提升公司产品附加值。照明方面的电商走在国内竞争对手前面，加上与南方电网达成的协议，将积极拉动公司产品的销售。公司在过去几年在渠道方面的投入将逐渐见到成效。我们预计13-15年公司净利润分别为4781/7389/1056万元，EPS分别为0.47/0.73/1.05元，同比分别增长110.6%、54.5%、43.0%。给予公司“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	196	225	195	259	营业收入	608	822	1144	1604
应收款项	128	113	157	176	营业成本	452	614	867	1234
存货净额	308	272	393	494	营业税金及附加	1	1	2	2
其他流动资产	33	44	62	87	销售费用	52	70	82	107
流动资产合计	664	654	806	1015	管理费用	78	83	94	123
固定资产	184	279	371	459	财务费用	(4)	2	3	3
无形资产及其他	75	73	72	70	投资收益	2	2	2	4
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	(5)	(5)	(8)	(6)
长期股权投资	5	9	12	16	其他收入	0	0	0	0
资产总计	951	1039	1285	1583	营业利润	25	49	90	133
短期借款及交易性金融负债	30	56	76	56	营业外净收支	11	17	19	19
应付款项	228	199	289	411	利润总额	36	66	109	152
其他流动负债	98	129	174	245	所得税费用	7	10	17	22
流动负债合计	356	384	539	713	少数股东损益	6	8	19	25
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	23	48	74	106
其他长期负债	14	24	34	44					
长期负债合计	14	24	34	44	现金流量表 (百万元)				
负债合计	370	408	573	756	净利润	23	48	74	106
少数股东权益	18	25	42	63	资产减值准备	4	(5)	0	0
股东权益	563	605	670	763	折旧摊销	12	15	27	36
负债和股东权益总计	951	1039	1285	1583	公允价值变动损失	5	5	8	6
					财务费用	(4)	2	3	3
关键财务与估值指标					营运资本变动	(70)	48	(37)	59
每股收益	0.22	0.47	0.73	1.05	其它	0	12	16	21
每股红利	0.08	0.06	0.09	0.12	经营活动现金流	(26)	123	89	228
每股净资产	5.57	5.99	6.63	7.56	资本开支	(134)	(110)	(126)	(129)
ROIC	4%	7%	12%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	8%	11%	14%	投资活动现金流	(136)	(114)	(129)	(132)
					权益性融资	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	-21468 00%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	7%	9%	9%	支付股利、利息	(8)	(6)	(9)	(13)
EBITDA Margin	6%	8%	11%	11%	其它融资现金流	14	26	20	(20)
收入增长	14%	35%	39%	40%	融资活动现金流	(2)	20	11	(32)
净利润增长率	-50%	111%	55%	43%	现金净变动	(163)	29	(30)	64
资产负债率	41%	42%	48%	52%	货币资金的期初余额	359	196	225	195
息率	0%	0%	0%	1%	货币资金的期末余额	196	225	195	259
P/E	90.1	42.8	27.7	19.4	企业自由现金流	(168)	(1)	(52)	85
P/B	3.6	3.4	3.1	2.7	权益自由现金流	(154)	23	(34)	63
EV/EBITDA	65.9	35.5	20.7	16.0					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	朱海涛	0755-22940097
刘鹏		糜怀清	021-60933167	陈玲	021-60875162
魏玉敏				杨森	0755-82133343
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		银行	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
		徐强			
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
汽车及零部件		金融工程		基金评价与研究	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱晶	021-60875163
		陈志岗	0755-82136165	潘小果	0755-82130843
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
军工		建材			
郑武	0755-82130422	黄道立	0755-82130685		
朱海涛	0755-22940097	刘宏	0755-22940109		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				