

2015年10月20日

中小市值研究

评级：增持

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daiji@ghzq.com.cn
联系人：陈航 S03501150800033
021-68591568 chenh06@ghzq.com.cn

主营小间距保持高速增长，外延并购值得期待

——洲明科技（300232）点评报告

事件：

公司公告 2015 年第三季度业绩预告，预计盈利为 9,400 万-10,300 万元，比上年同期上升 125%-147%。

主要观点：

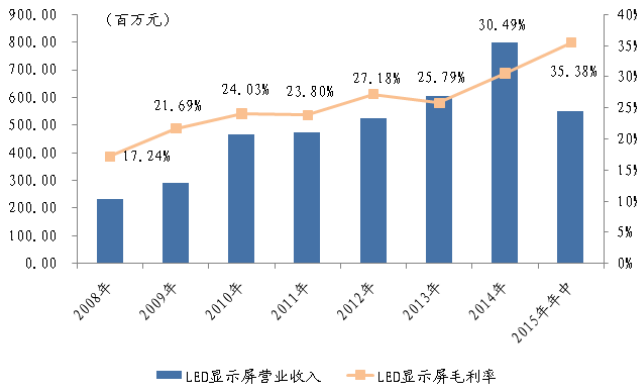
- **受益于小间距 LED 行业的景气度，公司主营保持高速增长。**10 月 14 日，公司发布 2015 年三季度业绩预告，预计盈利 9,400 万-10,300 万元，去年同期盈利为 4,177.88 万元，同比大幅增长 125%-147%，公司在主营小间距 LED 产品领域继续保持高速增长。如果暂不考虑雷迪奥剩余股权并表的影响，我们预计今年公司全年净利润将达 1.2-1.4 亿，对应 2015 年-2017 年的 PE 分别为 45.9 倍、30.2 倍和 23.7 倍，2015 年全年保持 80% 以上的同比增速。其中蓝普科技预计贡献 2000 万，雷迪奥依然会在创意 LED 市场保持高速增长，全年并表净利润在 4500 万左右。同时随着国际市场对小间距产品需求的持续景气，我们预计公司业绩在未来的两年继续高歌猛进有保障。
- **EMC 创新能源模式，跟随“一带一路”走出国门。**公司紧跟“一带一路”大战略，与世纪鼎元所投资的中航通泰（香港）投资有限公司合力打造“具有国际影响力的城市节能改造项目的实施和管理平台”，拟持有世纪鼎元 10% 的股权。公司以中航通泰牵头，和匈牙利与欧洲最大的能源集团德国意昂集团匈牙利分公司签署了战略合作协议，为匈牙利现有的 2,300 多个城镇中最具代表性的 130 个城镇作为道路路灯 EMC 改造及运营维护项目的试点。我们认为随着该项目的实施和进一步深入，未来为公司的业绩发展锦上添花。
- **成立前海洲明，外延并购有预期。**公司在 9 月 7 日公告，拟通过自有资金在深圳市前海深港合作区设立深圳市前海洲明投资管理有限公司，注册资本为 3,000 万元。随着整体 LED 行业竞争日趋白热化，兼并重组的外延式增长成为整个行业发展的主基调。同时 LED 小间距显示屏本身的用途主要是在户外广告、体育场馆以及商业应用领域等场合，具备典型的人流汇集、信息输出的端口特性，如果结合内容传播等轻资产注入抢占端口，公司未来将具有较大的发展空间。因此我们认为作为公司对外投资管理的重要平台，随着前海洲明投资子公司的成立，为公司内生+外延的双轮驱动提供了催化剂。
- **盈利预测与投资评级。**如果暂不考虑 2015 年雷迪奥并表的影响，我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.55 元、0.84 元和 1.07 元。对应 PE 分别为 45.9 倍、30.2 倍和 23.7 倍。同时，由于国际市场对小间距产品需求的持续景气，以及可能的并购重组，我们预计公司主营业务在未来两年稳定增长并有超预期的可能，首次给予公司“增持”评级。

- **风险提示:** 外延并购和公司业务不如预期; 市场系统性风险; EMC 合同可能存在的回款问题。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	973	1222	1737	2542
增长率(%)	23.4%	25.5%	42.2%	46.3%
净利润(百万元)	61	112	170	217
增长率(%)	84.6%	83.7%	52.0%	27.4%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.55	0.84	1.07
ROE(%)	9.0%	14.8%	15.6%	17.1%

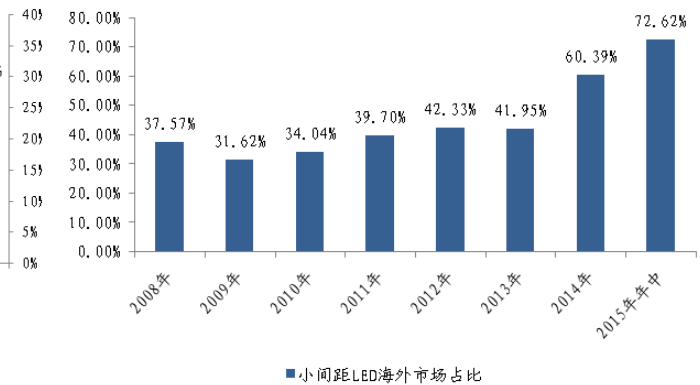
- 公司是小间距 LED 显示屏行业内非常有竞争力的生产厂商之一。公司植根小间距 LED 专业细分市场，不断加大新产品的研发力度（如面对高端市场的 UTV 系列小间距产品、高端租赁系列产品、以及首创 P1.0mm 以下小间距 LED 产品等）。公司在全球范围内业已建立起 700 多家战略渠道客户，业务遍布全球 110 多个国家和地区。通过深刻挖掘客户需求，快速响应客户对各系列产品与解决方案个性化设计与研发，依托强大的制造实力与研发积累，持续提升产品附加值。
- 海外市场对小间距 LED 的产品需求旺盛，公司主要的服务对象以海外客户为主，未来业绩继续高增长有保障。公司海外客户项目主要包括有：伦敦奥运会转播大厅 UTV 项目、比利时电视台、GUCCI 专卖店、瑞典国家电视台等等。小间距产品销售营收中，国外业绩在公司总营收中的占比逐年增长，截至 2015 年年中占比达到 72% 以上，同时由于雷迪奥和蓝普科技并表，公司的营收和利润同比双增长。

图 1、公司营收和毛利率双升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2、海外销售业绩占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 在行业布局上，公司牵手蓝普科技布局海内外体育屏市场，以及采用 EMC 合同方式拓展道路照明市场，实现公司从制造业向制造服务业打下了坚实基础。蓝普科技是一家专业从事 LED 产品应用研发、设计、生产、销售和服务于一体的产品服务商，同时也是目前国内非上市公司中最大的 LED 产品应用系统解决方案服务商之一。

图 3、俄罗斯喀山大运会小云雀格栅屏 3700m²



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 4、2012 欧洲杯·波兰体育馆



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 专注创新与设计，雷迪奥一直定位国际高端创意显示领域，成为行业领跑

者。雷迪奥创意型 LED 显示屏被广泛应用于各种巡演、大型活动、展览会以及地标建筑等。针对舞台租赁、城市亮化以及创意型 LED 显示市场，雷迪奥公司从 2014 年起开始提供产品定制化高端服务，名为“URC”(You Are Creative)，以便于雷迪奥的产品可以更适用于任何项目。雷迪奥公司研发制造的 Black Onyx “黑玛瑙”高密度 LED 拼接屏荣获 2014 年第 62 届德国 IF 设计大奖 IF Design Award 金奖。

图 5、雷迪奥经典合作案例



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 公司紧跟“一带一路”步伐，通过持股世纪鼎元 10% 的股权，以中航通泰牵头，积极布局海外市场。公司对世纪鼎元增资扩股是公司 LED 照明海外业务和合同能源管理 EMC 业务进军海外市场的重要举措，也是转型制造服务业的重要尝试。
- 成立前海洲明，外延并购有预期。公司在 9 月 7 日公告，拟通过自有资金在深圳市前海深港合作区设立深圳市前海洲明投资管理有限公司，注册资本为 3,000 万元。随着整体 LED 行业竞争日趋白热化，兼并重组的外延式增长成为整个行业发展的主基调。同时 LED 小间距显示屏本身的用途主要是在户外广告、体育场馆以及商业应用领域等场合，具备典型的人流汇集、信息输出的端口特性，如果结合内容传播等轻资产注入抢占端口，公司未来将具有较大的发展空间。

洲明科技 2015-2017 年盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	15%	16%	17%	EPS	0.30	0.55	0.84	1.07
毛利率	29%	32%	31%	29%	BVPS	3.18	3.46	3.88	4.41
期间费率	19%	19%	19%	18%	估值				
销售净利率	6%	9%	10%	9%	P/E	84.4	45.9	30.2	23.7
成长能力					P/B	8.0	7.3	6.5	5.7
收入增长率	23%	26%	42%	46%	P/S	5.3	4.2	3.0	2.0
利润增长率	85%	84%	52%	27%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.73	0.82	0.93	1.04	营业收入	973	1222	1737	2542
应收账款周转率	3.67	3.64	3.60	3.53	营业成本	689	827	1206	1806
存货周转率	1.75	1.75	1.75	1.75	营业税金及附加	4	5	9	18
偿债能力					销售费用	95	110	153	219
资产负债率	49%	50%	55%	60%	管理费用	88	114	160	231
流动比	1.32	1.30	1.31	1.30	财务费用	1	1	1	1
速动比	0.71	0.64	0.61	0.58	其他费用/(-收入)	(12)	(8)	(6)	(6)
					营业利润	84	158	203	262
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	11	6	6	6
现金及现金等价物	166	96	83	62	利润总额	95	164	209	268
应收款项	265	336	483	720	所得税费用	14	17	24	32
存货净额	393	474	693	1040	净利润	80	147	185	235
其他流动资产	22	28	42	67	少数股东损益	19	35	15	19
流动资产合计	846	935	1300	1889	归属于母公司净利润	61	112	170	217
固定资产	267	269	301	316					
在建工程	31	94	69	49	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	80	82	81	77	经营活动现金流	88	127	127	131
长期股权投资	11	11	11	11	净利润	80	147	185	235
资产总计	1338	1494	1866	2445	少数股东权益	19	35	15	19
短期借款	70	72	70	72	折旧摊销	29	26	27	29
应付款项	350	422	617	926	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	126	165	239	364	营运资金变动	(41)	(82)	(99)	(152)
其他流动负债	93	59	70	93	投资活动现金流	(91)	(90)	(34)	(24)
流动负债合计	639	718	996	1455	资本支出	(59)	(90)	(34)	(24)
长期借款及应付债券	2	2	2	2	长期投资	(2)	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21	其他	(30)	0	0	0
长期负债合计	22	22	22	22	筹资活动现金流	38	(54)	(87)	(106)
负债合计	661	740	1018	1477	债务融资	52	2	(2)	2
股本	203	203	203	203	权益融资	2	0	0	0
股东权益	677	754	848	967	其它	(16)	(56)	(85)	(108)
负债和股东权益总计	1338	1494	1866	2445	现金净增加额	34	(17)	6	1

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。