

研究所

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

深耕小间距 LED 行业，外延并购拓空间

——洲明科技（300232）调研简报

近日，我们调研了洲明科技，了解了公司经营现状和未来发展的经营规划。

投资要点：

- **公司深耕小间距 LED 行业，引领行业产品升级和商业模式创新。**公司一直专注深耕于小间距 LED 显示行业及其相关的延伸子行业，根据 2015 年中报和季报披露的数据，与同行业可比公司比较，如果统一口径比较 LED 显示相关产品的销售额，公司已经排名行业第一。

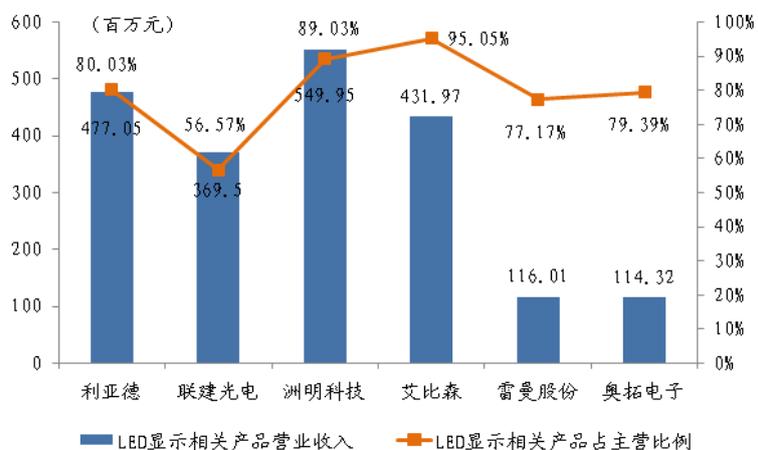
作为行业龙头，公司积极引领 LED 行业的创新发展。在小间距 LED 方面首推 P0.8 的 UTV 小间距产品；并购专注于体育显示屏行业的蓝普科技和舞台创意显示的雷迪奥，强化在新兴下游领域的拓展。同时，在商业模式方面，和中航通泰合作在欧洲路灯改造计划中使用 EMC 能源合同销售的方式。

- **公司借助上市平台的资本运作功能，围绕小间距 LED 产业链垂直整合外延并购，未来跨产业链外延并购的预期亦可能存在。**回顾公司外延并购的历程，大部分的并购都紧紧围绕主业的产业链垂直整合而展开，例如并购蓝普科技和雷迪奥。同时，随着深圳市前海洲明投资管理有限公司设立，公司多层次多方向的资本市场运作平台成形，公司除了在主业产业链的垂直整合外，跨产业链的外延并购同样值得期待，这将从整体上强化公司外延并购的战略空间。公司以主业的快速发展为基础，辅以外延并购的稳步推进，公司的成长空间将不断拓宽。
- **公司的 LED 小间距显示屏作为传播媒介产品具备的特殊端口属性，未来商业价值和想象空间有待进一步发掘。**小间距 LED 显示屏广泛应用是在户外广告、体育场馆以及其他商业应用领域等场合，具备典型的人流汇集、信息输出的端口属性。随着各类体育竞技活动的蓬勃发展，这一传播媒介的端口价值将日益提升。
- **盈利预测与投资评级。**考虑国际市场对小间距 LED 显示产品需求的高景气度，以及可能的的外延并购预期，预计公司业绩未来两年稳定增长并有超预期的可能。暂不考虑 2015 年雷迪奥并表的影响，我们预计 2015~2017 年 EPS 分别为 0.59、0.88 和 1.10 元，对应 PE 分别为 55.2、37.1 和 29.6 倍，维持“买入”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	1937	2832
增长率(%)	23.4%	25.5%	58.5%	46.2%
净利润（百万元）	61	152	226	284
增长率(%)	84.6%	149.6%	48.7%	25.5%
摊薄每股收益（元）	0.30	0.59	0.88	1.10
ROE(%)	9.0%	14.8%	15.6%	17.1%

- **公司深耕小间距 LED 行业，引领行业产品升级和商业模式创新。**公司一直专注深耕于小间距 LED 显示行业及其相关的延伸子行业，根据 2015 年中报和三季度披露的数据，与同行业可比公司比较，如果统一口径比较 LED 显示相关产品的销售额，公司已经排名行业第一。
- **作为行业龙头，公司积极引领 LED 行业的创新发展。**在小间距 LED 方面首推 P0.8 的 UTV 小间距产品；并购专注于体育显示屏行业的蓝普科技和舞台创意显示的雷迪奥，强化在新兴下游领域的拓展。同时，在商业模式方面，和中航通泰合作在欧洲路灯改造计划中使用 EMC 能源合同销售的方式。

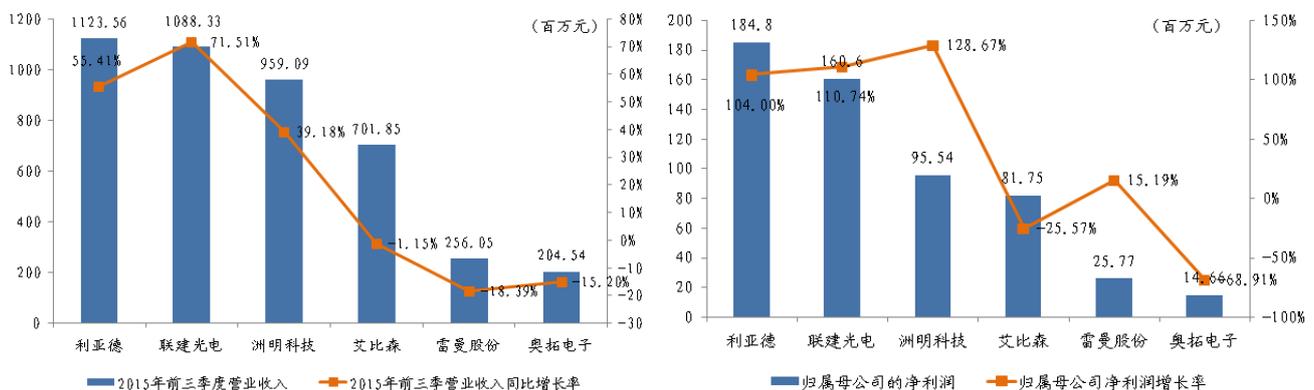
图 1、2015 年中报行业可比公司中 LED 显示相关产品数据比较



资料来源：WIND，国海证券研究所

- 如果从前三季度的同比增速来看，洲明科技的营业收入为 9.59 亿，同比增长幅度为 39.18%；归属于母公司的净利润为 9,554 万，同比增长幅度为 128.76%，依然稳定位列同行业的第一梯队。

图 2、行业可比公司前三季度业绩比较



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

- **公司借助上市平台的资本运作功能，围绕小间距 LED 产业链垂直整合外延并购，未来跨产业链外延并购的预期亦可能存在。**回顾公司外延并购的历程，大部分的并购都紧紧围绕主业的产业链垂直整合而展开，例如并购蓝普

科技和雷迪奥。同时，随着深圳市前海洲明投资管理有限公司设立，公司多层次多方向的资本市场运作平台成形，公司除了在主业产业链的垂直整合外，跨产业链的外延并购同样值得期待，这将从整体上强化公司外延并购的战略空间。公司以主业的快速发展为基础，辅以外延并购的稳步推进，公司的成长空间将不断拓宽。

- **公司坚持围绕 LED 产品走创新道路。**公司积极参与到 LED 相关产品的创新中,包括小间距产品本身的突破创新例如业内首推 P0.8 的 UTV 小间距产品;细分子行业的创新例如并购专注于体育显示屏行业的蓝普科技和舞台创意显示的雷迪奥;以及销售方式的创新例如和中航通泰合作在欧洲路灯改造计划中使用 EMC 能源合同销售的方式。
- 从投入效果来看,随着小间距产品整体价格的不断下降,整体市场接受度会呈现上升趋势,小间距市场还处于爆发前期,特别是海外市场;在报告期内,子公司雷迪奥公司实现的净利润为 6,771.65 万元,较去年同期增长 74.98%,其中,归属于本公司的净利润为 4,062.99 万元;蓝普科技 2015 年 1-9 月实现的净利润为 1,815.64 万元,其中归属于本公司的净利润为 1,452.52 万元。中航通泰之所以选择公司作为欧洲 EMC 路灯改造计划的合作伙伴同样也是出于对公司产品质量的认可,以及公司本身就已经具备的出口国外市场的能力,并且我们预计在明年下半年 EMC 将会开始放量。
- 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。雷迪奥客户主要为境外大型租赁公司，根据境外客户需求进行定制化生产。客户在巡演、大型活动、展览会等场景中，根据不同场景、不同展示效果、不同展示形态和展示位置，可实现 LED 全彩显示屏模块的迅速组装与拆卸调整，适应巡演等场景中多元化的快速展示形态要求及舞台布景效果。

图 5、雷迪奥经典合作案例-演唱会现场



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 雷迪奥主要客户面向境外高端客户，雷迪奥向客户提供高品质的LED显示产品，并可根据客户需求和订单标准为客户进行一对一的定制化生产。

表 1、雷迪奥国外合作客户

名称	基本情况	产品
Production Resource Group	世界领先的娱乐和直播技术的综合供应商，可为演唱会、公司活动等提供一体化的设备和服务	魔方、竹筒
XL Technologies BVBA	专业从事LED显示屏租赁，总部在比利时，在显示屏租赁行业规模位于全球前列，为零售、建筑、酒店、租赁行业提供LED视频综合解决方案	魔方、竹筒
ScreenWorks	NEP集团旗下子公司，为体育赛事、演唱会和公司活动提供视频播放解决方案，并提供室内外的LED解决方案	魔方
LMG Inc	LMG于1984年在美国成立，主要分为三个业务线，显示技术，系统集成，巡演。	魔方、双雄
Faber audiovisuals	欧洲本土很有实力的舞台设备租赁公司	魔方
Creative Technology Group	是世界领先的音视频器材租赁及服务提供商供应商，服务过奥运会开幕式、温布尔登网球赛、环法自行车赛、欧亚运动会及橄榄球世界杯赛等重大赛事	魔方
Aed Display NV	是AED集团旗下子公司，主要业务为出租视频屏幕，显示器和投影仪，专门提供舞台设备及整体解决方案	魔方、双雄

资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 公司的LED小间距显示屏作为传播媒介产品具备的特殊端口属性，未来商业价值和想象空间有待进一步发掘。小间距LED显示屏广泛用是在户外广告、体育场馆以及其他商业应用领域等场合，具备典型的人流汇集、信息输出的端口属性。随着各类体育竞技活动的蓬勃发展，这一传播媒介的端口价值将日益提升。
- 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。

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	0.59	0.88	1.10
毛利率	29%	32%	32%	30%	BVPS	3.18	6.41	6.85	7.40
期间费率	19%	18%	19%	18%	估值				
销售净利率	6%	12%	12%	10%	P/E	108.4	55.2	37.1	29.6
成长能力					P/B	10.2	5.1	4.7	4.4
收入增长率	23%	26%	59%	46%	P/S	6.8	6.9	4.3	3.0
利润增长率	85%	150%	49%	26%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.73	0.51	0.67	0.80	营业收入	973	1222	1937	2832
应收账款周转率	3.67	3.64	3.60	3.53	营业成本	689	827	1326	1990
存货周转率	1.75	1.75	1.75	1.75	营业税金及附加	4	5	10	20
偿债能力					销售费用	95	110	170	244
资产负债率	49%	31%	39%	46%	管理费用	88	114	178	258
流动比	1.32	2.56	2.12	1.86	财务费用	1	(5)	(3)	(2)
速动比	0.71	1.90	1.42	1.14	其他费用/(-收入)	(12)	(8)	(6)	(6)
					营业利润	84	164	250	316
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	997	970	954	利润总额	95	170	256	322
应收款项	265	336	538	802	所得税费用	14	18	30	39
存货净额	393	474	762	1146	净利润	80	152	226	284
其他流动资产	22	28	47	74	少数股东损益	19	0	0	0
流动资产合计	846	1836	2317	2976	归属于母公司净利润	61	152	226	284
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	97	121	144
长期股权投资	11	11	11	11	净利润	80	152	226	284
资产总计	1338	2395	2882	3533	少数股东权益	19	0	0	0
短期借款	70	72	70	72	折旧摊销	29	26	27	29
应付款项	350	422	678	1020	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	126	165	267	405	营运资金变动	(41)	(82)	(132)	(169)
其他流动负债	93	59	78	103	投资活动现金流	(91)	(90)	(34)	(24)
流动负债合计	639	718	1092	1601	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	859	(115)	(140)
负债合计	661	740	1115	1623	债务融资	52	2	(2)	2
股本	203	258	258	258	权益融资	2	933	0	0
股东权益	677	1655	1768	1910	其它	(16)	(76)	(113)	(142)
负债和股东权益总计	1338	2395	2882	3533	现金净增加额	34	865	(28)	(20)

【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%。