

小间距市场爆发, 景观照明前景广阔

投资要点

- **小间距 LED 成本下降推动市场普及:** 小间距 LED 具有无拼缝、显示效果好、寿命长等优势, 伴随成本不断下降, 未来将逐步进入商用及民用领域。2016 年全球 LED 显示的市场规模为 160 亿美元, 预计 2020 年全球 LED 显示市场规模将达到 310 亿美元。2016 年我国小间距 LED 对 DLP 等拼接屏市场的替代率为 20% 左右, 预计到 2017 年小间距 LED 对 DLP 的替代率能够达到 40-50% 以上, 到 2020 年替代率则可望到 70%—80%, 未来 3 年复合增速将超过 60%。
- **公司小间距 LED 优势明显, 受益行业增长:** 公司在小间距 LED 领域研发投入处于国内领先水平, 通过持续大量研发投入保证产品竞争力。同时, 公司渠道优势行业领先, 国内在原有的渠道网络基础上, 不断搭建新设运营中心, 构建本地化快速响应的营销服务体系。在海外拥有覆盖全球约 100 多个国家 700 个分销渠道, 营销服务网络遍布全球。未来随着小间距 LED 的普及和渗透率的提升, 公司渠道优势将不断显现, 助力公司小间距 LED 业务持续高速增长。
- **LED 路灯业务潜力巨大:** 2017 年全球 LED 路灯产值预计为 32.95 亿美元, 在接下来一到两年还将以 20% 左右速度增长。受旺盛的需求驱动以及国家政策支持, 我国 LED 照明产品在道路照明行业还有很大的发展前景。在未来几年 LED 产品在新路灯中的占比将不断提升。公司在 LED 照明领域具有国内外多项资质和丰富的项目经验。未来随着 LED 路灯照明市场需求的增长和公司业务的不断拓展, LED 路灯照明业务将为公司提供有力业绩支撑。
- **深度布局景观照明, 畅享行业爆发:** G20 杭州峰会期间的全市景观照明项目共涉及 172 个, 总投资约 10 亿元, 我国共有 338 个地级以上城市, 市场空间可达千亿。在城镇化进程以及夜游经济发展的带动下, 景观照明行业进入爆发阶段。公司为 LED 小间距和照明企业, 在景观照明行业市场具有天然优势, 通过外延并购积极布局景观照明领域。2017 年广东洲明中标了新疆北屯市新老城区 PPP 亮化项目, 未来景观照明领域将成为公司业绩又一强劲增长动力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 17-19 年净利润分别为 3.2、4.9、6.7 亿元, 对应当前股价 30、19、14 倍 PE。公司小间距业务开始爆发, 景观照明空间巨大, 给予公司 18 年 28 倍 PE, 对应股价 21.8 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 小间距 LED 行业及景观照明增长或不及预期; 并购项目推进或不及预期、并购企业业绩实现或不及承诺。

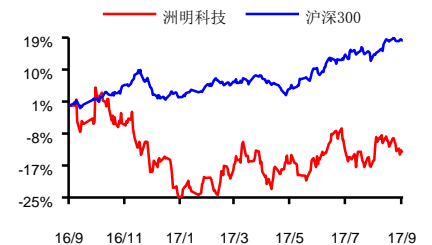
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1745.94	3068.87	4481.88	6102.31
增长率	33.65%	75.77%	46.04%	36.16%
归属母公司净利润(百万元)	166.45	320.70	491.67	665.70
增长率	46.57%	92.67%	53.31%	35.39%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.51	0.78	1.06
净资产收益率 ROE	10.95%	17.36%	21.37%	22.90%
PE	57	30	19	14
PB	6.26	5.16	4.15	3.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王国勋
执业证号: S1250517060002
电话: 021-68415296
邮箱: wxg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.31
流通 A 股(亿股)	3.66
52 周内股价区间(元)	12.99-18.34
总市值(亿元)	95.38
总资产(亿元)	31.13
每股净资产(元)	2.59

相关研究

目 录

1 洲明科技——国内 LED 应用领先企业	1
2 小间距 LED 市场爆发，公司即将深度受益	2
2.1 小间距 LED 优势明显，成本下降推动普及	2
2.2 需求应用广泛空间巨大，供给格局已定强者恒强	5
2.3 洲明科技小间距增速可观	8
3 LED 灯光照明替代传统照明趋势确立	11
3.1 LED 照明优势明显	11
3.2 LED 照明市场空间巨大	12
3.3 深耕 LED 照明资质优秀，深度受益行业增长	13
4 景观照明——正在爆发的千亿景观亮化市场	14
4.1 城镇化和政策支持推动景观照明高速发展	14
4.2 外延切入景观照明，公司畅享千亿市场	17
4.3 行业壁垒明显，雄厚实力奠定公司份额提升基础	20
4.4 PPP 推动景观照明发展，公司把握机遇适时推进	21
5 盈利预测	22
6 风险提示	22

图 目 录

图 1: U 视界 LED 超级电视	1
图 2: LED 裸眼 3D 电视	1
图 3: 公司近年来业绩情况 (百万)	2
图 4: 普通 LED 显示屏成本构成	5
图 5: 小间距 LED 显示屏成本构成	5
图 6: 原材料灯珠价格不断下降 (1010 灯珠, 单位: 元)	5
图 7: 小间距 LED 显示屏价格不断下降 (万元每平方米)	5
图 8: 中国大屏幕显示市场规模 (单位: 亿元)	6
图 9: 中国大屏幕显示市场技术占比 (2014)	6
图 10: 小间距 LED 对 DLP 拼墙的替代率	6
图 11: LED 显示屏下游应用占比	7
图 12: 小间距 LED 市场规模	7
图 13: 达科电子 (美国) 营业收入及增速	8
图 14: 利亚德营业收入及增速	8
图 15: 洲明科技营业收入及增速	8
图 16: 公司 2016 年度 LED 显示产品海外销售分布情况 (万元)	9
图 17: 2016 年公司 LED 显示产品海外销售分布情况	9
图 18: 公司研发投入 (百万元) 及增速	10
图 19: 2009-2016 年我国 LED 产业市场结构	12
图 20: 公司路灯项目	13
图 21: 西班牙某道路 LED 照明(120W)	14
图 22: 公司 2.4W 室内 LED 球泡灯	14
图 23: 2010-2015 年中国国内游客人次	15
图 24: 2007-2015 年中国国内旅游收入 (亿元)	15
图 25: LED 下游应用占比	16
图 26: 我的城市景观照明四个阶段	17
图 27: 苏州吴江盛虹万丽酒店	18
图 28: 上海木文化博物馆	18
图 29: 黄山照明项目	19
图 30: 杭州奥体中心项目	19
图 31: 湖北恩施市中心城区夜景亮化专项规划	19
图 32: 大庆市奥林匹克公园亮化设计	19

表 目 录

表 1: 小间距 LED 对比传统大屏显示	3
表 2: 2016 年公司 LED 显示产品海外销售分布情况 (百万元)	9
表 3: 公司专利	10
表 4: LED 光源优势	11
表 5: 安吉丽 LED 照明业务	13
表 6: 公司布局景观照明	17
表 7: LED 照明行业壁垒	20
表 8: 洲明科技收入毛利预测 (百万元)	22
附表: 财务预测与估值	23

1 洲明科技——国内 LED 应用领先企业

深圳市洲明科技股份有限公司，是全球领先的 LED 应用产品与解决方案提供商，致力于为客户提供播控系统、视频处理器无线控制系统、智能配电管理系统等集成软件开发及解决方案，主营 LED 全彩高清显示屏和 LED 绿色节能照明两大系列产品，旗下拥有多家分公司，营销网络和经典案例遍布全球，全球总业绩连续 5 年位居行业前列。

公司成立于 2004 年，2011 年在深圳创业板上市。公司专注产品和技术创新，在业内引领小间距、LED 超级电视、裸眼 3D 显示、光通信、智能照明等技术潮流，创造了多个第一——全球首发裸眼 3D LED 超级电视、全国首个室内灯光定位应用项目落户常州、0.8 点间距 LED 显示屏全球首推、UHP 系列首创 16:9 黄金比例、UHQ 系列首创完全智能前维护等。

图 1：U 视界 LED 超级电视



数据来源：公司年报，西南证券整理

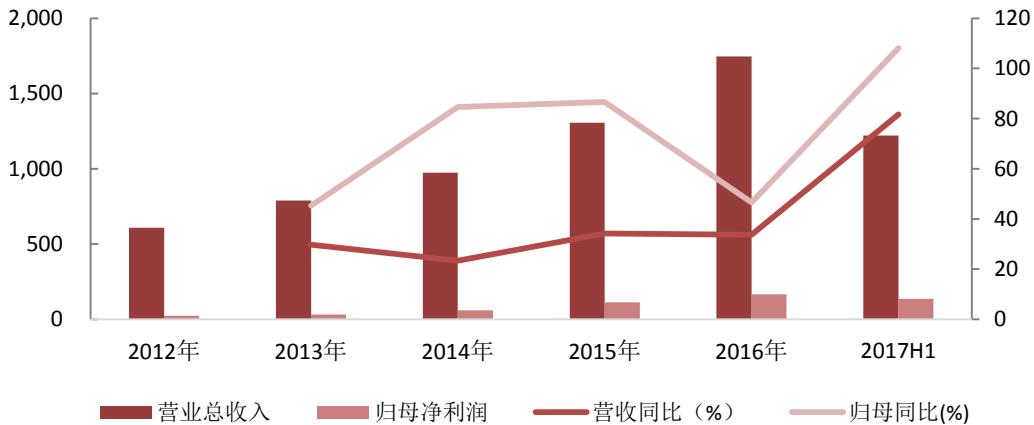
图 2：LED 裸眼 3D 电视



数据来源：公司年报，西南证券整理

洲明科技是首批经认证的国家级高新技术企业。2010 年 8 月，公司作为深圳市 LED 行业龙头和技术领导者，经深圳市科技工贸和信息化委员会批准，成立“深圳 LED 显示技术工程技术研究开发中心”。2009 年，公司被选为“十一五”国家“863 计划”的项目合作单位。此外，公司的 LED 显示屏与照明相关项目被评为“广东现代产业项目 500 强”，“广东现代产业项目 500 强”是广东省委、省政府的战略新兴产业“头号工程”。

公司从 2004 年成立以来一直致力于为国内外的专业渠道客户和终端客户提供高品质、高性能的 LED 应用产品及解决方案，主要从事 LED 显示产品与 LED 照明灯具的研发、制造、销售及服务。公司自上市以来，随着业务不断拓展和产品的创新，公司业绩增长不断加快，2016 年，公司营业收入 17.5 亿元，实现归母净利润 1.7 亿。2017 年公司启动高速增长，上半年营业收入 12.2 亿，同比增长 81.7%；实现归母净利润 1.4 亿，同比增长 108.1%。

图 3: 公司近年来业绩情况 (百万)


数据来源: Wind, 西南证券整理

2017 年, 公司在明确提出把公司打造成全球 LED 应用产业集团的战略目标, 即专注大 LED 应用产业, 以互联网为工具, 以金融为手段, 坚定推进“产业+互联网+金融”的产业整合式发展战略。为积极推进“产业+互联网+金融”一体两翼的发展战略, 不断提升产品的附加价值, 打造产业生态链, 公司通过新设参股/控股公司或并购的方式不断探索新的盈利模式, 进行全球化的布局。公司境内外拥有 8 家全资子公司, 十多家控股和参股公司。

2 小间距 LED 市场爆发, 公司即将深度受益

2.1 小间距 LED 优势明显, 成本下降推动普及

2.1.1 小间距性能优越、优势明显

LED 显示屏具有高亮度、可实现超大尺寸等特点, 而目前其他显示技术均难以实现超大尺寸显示, 因此在户外超大屏显示领域, 其他显示技术难以和 LED 显示屏形成竞争, 传统 LED 显示屏主要应用于这一领域。

但传统 LED 显示屏也存在自己的问题, 在传统技术限制下, 灯珠之间间距较大, 造成分辨率较低, 只适合在户外远距离观看, 难以应用于室内, 因此过去在室内显示领域, 则是由 LCD、PDP、DLP 拼墙以及投影融合技术等占据主要地位。随着技术的进步, 上游产能的扩大, 小间距显示成本逐渐下降, 已具有商业应用基础, 使得 LED 显示屏在室内显示领域逐渐和传统显示技术形成了竞争。

小间距 LED 显示屏一般是指点间距在 2.5mm 以下的室内 LED 显示屏, 主要包括 P2.5、P2.0、P1.9、P1.6、P1.2 等型号, 目前最小间距已可达 0.7mm, P0.95 已经开始量产。由于小间距 LED 具有无拼缝、显示效果好、使用寿命长等优势, 且近年来成本下降较快, 已具备逐步替代室内大屏拼墙的价格基础, 未来将逐步进入商用乃至民用领域。

表 1: 小间距 LED 对比传统大屏显示

产品类别	小间距 LED	DLP 拼接墙	液晶拼接墙	投影融合系统	超大尺寸液晶显示屏
显示原理	自发光	光源投影	背光源投射	光源投影	背光源投射
物理拼缝	整屏无拼缝	小于等于 0.5mm	最小为 3.5mm	无拼缝, 有融合带	单屏显示, 无拼缝
亮度	P1.2 到 P2.0 级别的小间距 LED 显示屏亮度基本在 1000 到 1600 流明之间	LED 光源, 一般中间 ≤ 500 cd/m ² , 四角 ≤ 250-300 cd/m ² , 激光光源产品亮度较高	一般为 500-2000cd/m ²	一般在 5000 流明以上	一般为 500-2000cd/m ²
均匀性与一致性	亮度、色度逐点可调, 整屏均匀一致	长期使用, 单元间亮度与色彩衰减不一致, 需专业人员重新调试	长期使用, 单元间亮度与色彩衰减不一致, 不可恢复	长期使用, 单元间亮度与色彩衰减不一致, 需专业人员重新调试	单一屏幕显示, 均匀性与一致性良好
色彩饱和度	一般大于等于 97%	通常较低	大致为 92% 左右 (DID 屏)	通常较低	大致为 92% 左右 (DID 屏)
可视角 (H/V)	主流为 140/140	主流为 120/80	主流为 178/178	依屏幕而不同	主流为 178/178
分辨率	最高可达 4k	大致有三种 1024×768, 1400×1050, 1920×1080	主流为 1080p, 最高可达 4k	主流 WXGA 最高可达 4k	主流为 1080p 最高可达 4k
功耗	节能环保	主流的 LED 光源产品及新兴的激光光源产品均较为节能	节能环保	主流的 LED 光源及新兴的激光光源均比较节能	继承了液晶屏的节能特点, 不过尺寸越大功耗越高
使用寿命	平均 10 万小时	一般为 6000 到 6 万小时	平均 6 万小时	传统灯泡: 3000 小时; 激光: 2 万到 5 万小时	平均 6 万小时
使用成本	远高于液晶拼接墙, 但与 DLP 相比已逐渐占有优势, 平均为 2-3 万/平米	远高于液晶拼接墙, 目前与小间距 LED 相比也不占优势, 成本为 4-5 万/平米	价格经济, 例如, 65 英寸成本低于万元	具有一定的价格优势, 但是, 灯泡需要定期更换, 目前维护成本较高, 而且, 在大画面显示中, 需要各种辅助性设备, 从而提高整体应用成本	受限于生产线调整, 超大尺寸生产规模有限, 价格昂贵, 目前 110 寸以上的产品价格百万级以上
适用环境	亮度可调, 对光环境门槛要求低, 不仅可以用于室内, 还可应用于半户外, 户外等环境	LED 光源产品仅能满足室内应用需求。新兴的激光光源产品有望突破半户外市场	主要用于室内大屏幕显示领域中低端市场, 在高端市场也有少量应用	对光环境要求高, 周围环境光线强度直接影响显示效果, 局限于低亮度环境	亮度有限, 主要应用于室内环境, 虽然有高亮产品面世, 但是成本较高
应用灵活性	屏体体积相对较小, 可与触摸、4K、裸眼 3D 等技术结合; 具有弧形变形能力, 可定制, 可更好地发挥创意设计	箱体体积较大, 较难实现与触摸、4K、裸眼 3D 等技术的结合	拼接单元轻薄, 可与触摸、4K、裸眼 3D 等技术结合, 能够实现异形拼接	体积小, 安装方式灵活, 具有动态画面显示优势, 只需通过投影机自身自身的旋转就可以投射出形态各异的面效果, 在创意应用领域优势突出	尺寸多元化, 在实际应用中, 外形单一, 虽然有异形拼接技术, 但是大尺寸拼接技术难度大, 而且不能实现完全无缝显示与触摸、4K、裸眼 3D 技术结合

数据来源: LED 网, 西南证券整理

通过对以下几个方面将小间距 LED 与目前主流的室内大屏幕显示技术进行对比，可以看出小间距 LED 在诸多方面有着明显优势：

1) 拼缝问题：LCD 和 PDP 由于技术原因，拼缝问题较为严重，因此主要用于中低端市场，DLP 拼缝较窄，可以实现 0.5mm 以内的拼缝，但仍无法消除。投影融合在对融合区域处理得当的时候也能够消除拼缝。而小间距 LED 显示技术完全没有拼缝。

2) 显示效果：指显示屏的整体视觉效果，主要以灰度、对比度、亮度、刷新率等指标衡量。由投影技术的物理属性决定，DLP 背投和投影融合技术显示效果最差，亮度、对比度均较低。LCD 和 PDP 亮度较高，对比度、色彩还原较好，广泛用于室内显示，但存在的问题是使用时间较长后，会因为亮度衰减出现暗边、黑角，同时不同屏会存在亮度和色彩差异，作为拼接屏会影响整体显示墙的一致性，从而影响视觉效果。同时这种差异性不能通过专业人员调试恢复。而 LED 小间距显示屏显示效果最好，且亮度、色度逐点可调，整屏可以保持均匀一致。

3) 分辨率：DLP、LCD、PDP 均具有较高的分辨率，可在 60 英寸的显示屏上达到 2k 高清分辨率。小间距 LED 显示屏的像素点由灯珠构成，因此分辨率取决于灯珠间距和屏幕大小，灯珠间距越小的规格在屏幕同样尺寸规格下所能达到的分辨率就越高。目前像素间距最小的产品像素间距小于 0.7mm，这就意味着在 120 英寸的屏幕上可达到 4k 高清。而以高清（1,920×1,080）为标准，P1.6 规格的小间距产品需要的屏幕尺寸为 144 英寸，P1.5 产品则需要 100 英寸，而 P0.8 的产品仅需要在 50-60 英寸屏幕上就可以实现高清显示。虽然和 DLP、LCD、PDP 相比，考虑到成本因素，小间距 LED 显示屏分辨率并不占优势，但也已经符合高清显示的标准，符合现在主流信号源的解析度要求。

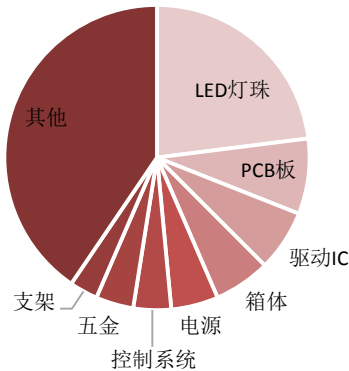
4) 成本问题：目前来看，从成本方面考虑，小间距 LED 显示屏仍不占优势。目前成本最低的是 LCD 和投影融合，优势较为明显。然后是 PDP 拼接。与 DLP 拼墙相比，2013 年小间距显示屏与 DLP 成本接近，略高于 DLP。但目前小间距 LED 成本已经下降到 2-3 万/平米，已经低于 DLP 拼接屏成本（4-5 万/平米）。小间距 LED 已经开始对 DLP 大规模替代。且小间距 LED 的价格还在持续下降，未来考虑到小间距 LED 成本存在较大下降空间，而其他显示技术由于较为成熟已难以有较大下降空间，因此小间距 LED 对 DLP 的替代趋势将越来越明显，未来几年小间距 LED 有望替代 70%-80%DLP 等拼接屏市场。

5) 使用寿命：LED 显示屏使用寿命平均可达 10 万小时，拥有最长的使用寿命，显著优于其他显示技术。

2.1.2 成本下降推动小间距 LED 不断普及

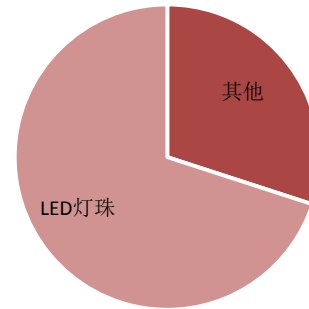
对于普通 LED 显示屏而言，灯珠成本占总成本的比重只有 30%左右，其他占比较大的成本因素包括 PCB 板，驱动 IC 等，而对于小间距 LED 显示屏，随着像素间距的缩小，对灯珠的规格要求也越来越高，同时单位面积上的灯珠数量也呈几何态势增长，因此灯珠在整个小间距 LED 显示屏的成本占比中也逐渐增加，目前占比已达 70%以上，因此，小间距 LED 的成本主要取决于上游原材料灯珠的价格。

图 4：普通 LED 显示屏成本构成



数据来源：LED 在线，西南证券整理

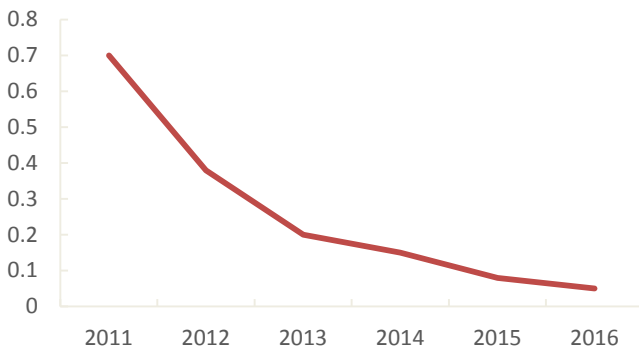
图 5：小间距 LED 显示屏成本构成



数据来源：LED 在线，西南证券整理

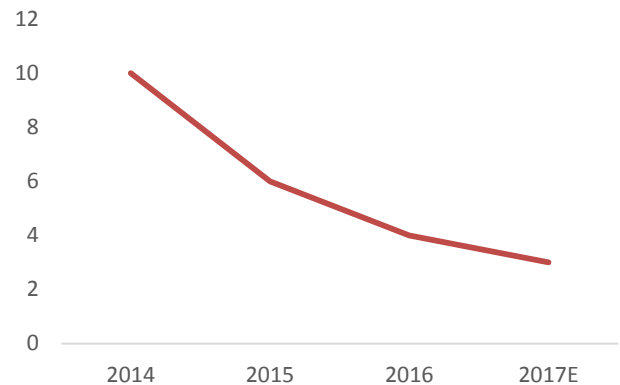
随着上游封装技术的成熟，国产化替代，以及小间距的量产产生的规模效应，灯珠的成本近年来呈逐渐下降趋势，这也带动了小间距 LED 显示屏成本的下降。目前主流的小间距灯珠型号是 1010 灯珠，同时 0808 灯珠以及 0505 灯珠也已经推出。以 1010 灯珠为例，自 10 年推出以来，价格就加速下降，目前部分批次价格已低至 5 分，16 年底价格进一步下降至 4 分，灯珠价格的不断下降带动小间距 LED 显示屏价格的加速下降。

图 6：原材料灯珠价格不断下降 (1010 灯珠，单位：元)



数据来源：LED 网，西南证券整理

图 7：小间距 LED 显示屏价格不断下降 (万元每平方米)



数据来源：LED 网，西南证券

据统计，2016 年全球 LED 显示屏的市场规模为 160 亿美元，预计在 2020 年，全球 LED 显示屏的市场规模将达到 310 亿美元。中国 LED 显示屏市场以小间距 LED 显示屏崛起引领 LED 显示屏发展的趋势明显，市场呈现出高速增长的局面。随着成本下降以及显示效果持续提升，小间距 LED 显示屏行业呈爆发性增长态势。

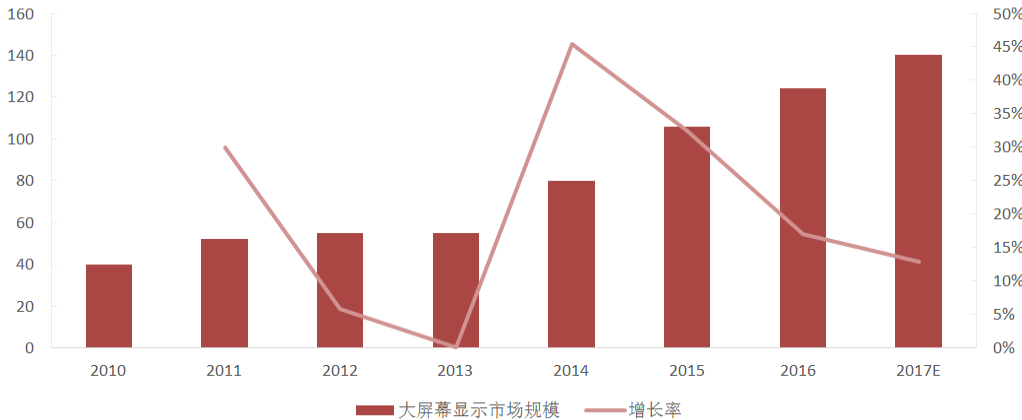
2.2 需求应用广泛空间巨大，供给格局已定强者恒强

2.2.1 小间距 LED 应用空间巨大

随着成本的进一步下降和显示技术的提高，小间距 LED 将不断提高普及，逐步替代传统 DLP 拼接屏，开始在商用领域爆发增长，高端民用市场也开始起步。未来小间距将在多个市场发力，市场空间巨大。

目前 DLP 等大屏拼接市场主要应用于军事指挥、交通监控、演播室等领域，随着智慧城市等发展，还将进一步进入安防、商业展示等市场，行业未来将保持高速增长，从 2010 年至今，我国大屏拼接市场的复合增长率达到 20%以上，预计未来三年仍将保持 15%左右的增速。此类客户对产品显示效果要求高，同时对价格并不敏感，小间距 LED 凭借优秀的显示效果已经快速替代了 DLP 等拼接屏市场。

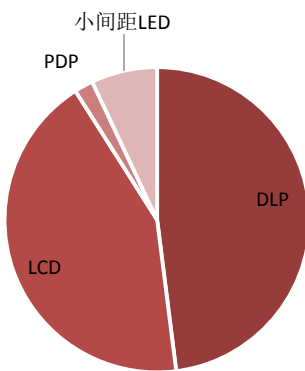
图 8：中国大屏幕显示市场规模（单位：亿元）



数据来源：奥维咨询，西南证券

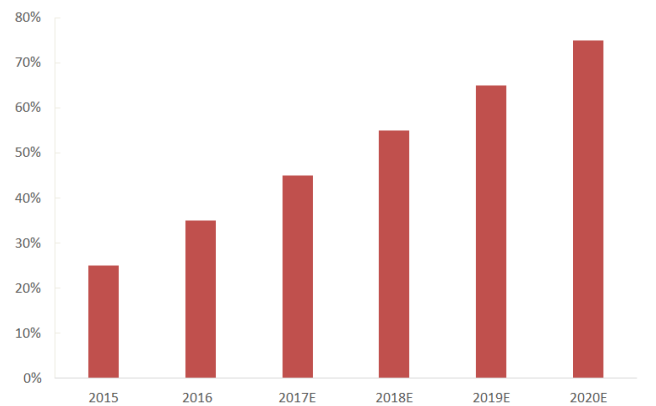
根据中国产业信息网的统计数据显示，2014 年，我国大尺寸显示市场中，DLP 占据 48% 的市场份额，而小间距 LED 显示屏的市场份额仅为 7%，凭借小间距 LED 的显示优势以及成本下降优势，未来几年将会对 DLP 产生不可逆转的替代。据统计，2016 年小间距 LED 替代 DLP 等拼接屏市场的替代率为 20%左右，预计到 2017 年小间距 LED 对 DLP 的替代率能够达到 40-50%以上，到 2020 年替代率则可望到 70%-80%，未来 3 年仍将保持超高增速，复合增速超过 60%以上，到 2020 年市场规模在百亿元以上。

图 9：中国大屏幕显示市场技术占比（2014）



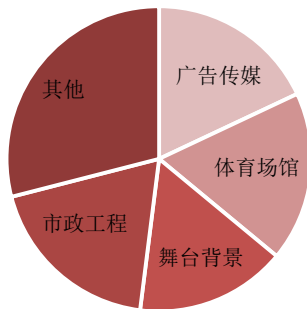
数据来源：奥维咨询，西南证券整理

图 10：小间距 LED 对 DLP 拼接的替代率

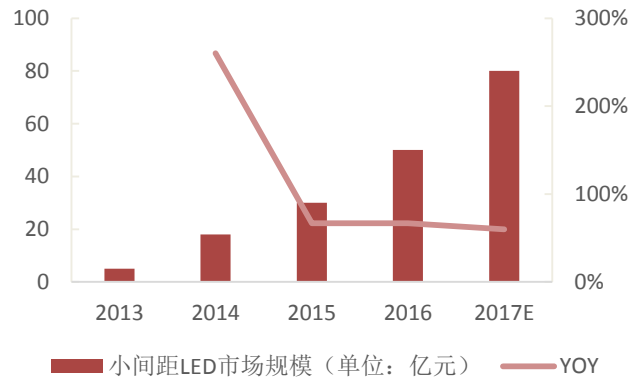


数据来源：中国产业信息网，西南证券

随着小间距 LED 显示屏未来价格的进一步下降，应用领域将会进一步扩张，未来将全面进入传媒、广告、影院等商业应用，来自工商企业需求高速增长，说明随着产品成本的下降，对价格敏感性较高的客户也开始逐渐接受小间距 LED 产品。未来在商用领域市场空间极为广阔。

图 11：LED 显示屏下游应用占比


数据来源：LEDinside，西南证券整理

图 12：小间距 LED 市场规模


数据来源：LEDinside，西南证券

目前 LED 小间距电视应用尚没有进入民用市场，但随着成本的进一步下降和更小像素间距产品的量产，有望进入民用电视领域。

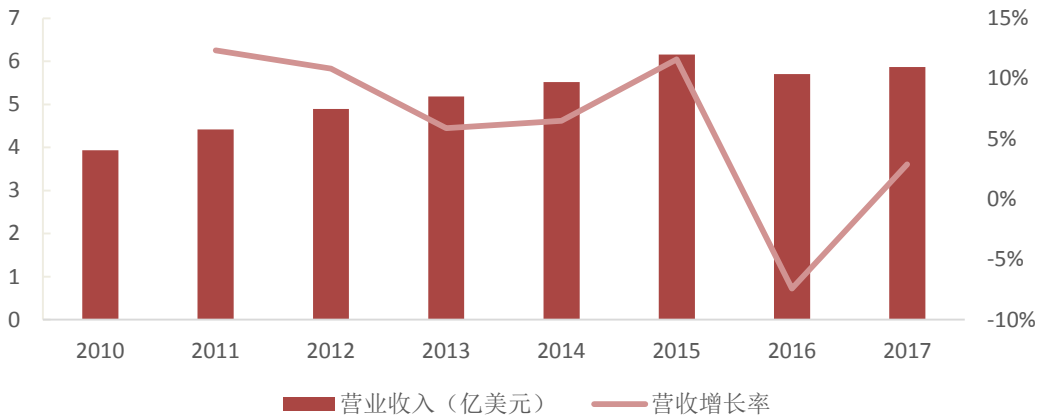
对于 70 英寸以下的普通家用电视，由于 LCD 显示效果和成本均占据优势，因此短时间内小间距 LED 不太可能在这一领域替代 LCD。但在 70 英寸以上，尤其是到了 110 英寸之后，由 LCD 的制作工艺所限，成本会呈现几何级数增长。因此基本上难以见到 110 英寸以上的 LCD 电视。

小间距 LED 电视未来进入民用市场的目标客户是高净值人群。这些高端消费者，一般家庭居住面积较大，追求家庭影院的享受，而传统的 LCD 电视尺寸难以满足要求。因此未来，小间距 LED 电视将占据 110 英寸以上的家用电视市场。15 年全球电视出货量为 2.25 亿台，预计 2020 年全球电视出货量为 2 亿台，若渗透率达到万分之五，即 10 万台，以单价 15 万元计算，市场规模为 150 亿元。综合以上分析，我们预计小间距 LED 行业未来 2-3 年仍将保持超高增速，增长率在 60% 以上，预计到 2018 年全球市场规模接近百亿。

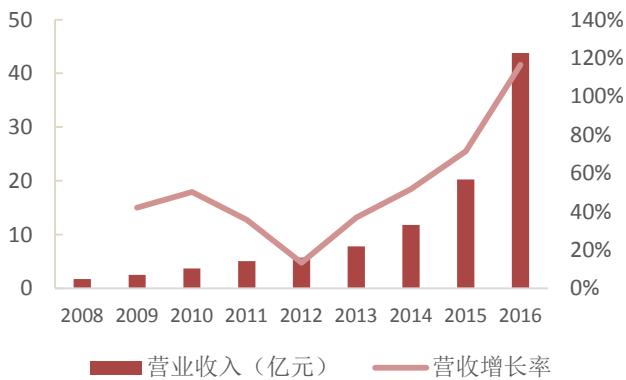
2.2.2 行业开始洗牌，强者恒强格局已定

LED 显示屏行业此前由于门槛较低，导致行业集中度较低，全球 LED 显示屏企业超过 1000 家，行业前十总市场份额不到 10%，而随着 LED 显示技术的提升（主要体现在间距越来越小、亮度要求越来越高和产品结构越来越复杂等）和规模效应显现，行业技术壁垒和资金壁垒显著提升，目前 LED 显示屏行业格局正在快速从橄榄球形状往哑铃形状转变，在此背景下，以利亚德、联建光电、艾比森和洲明等四小龙为代表的大陆优质企业，携资本优势、成本优势和企业家精神等优势，正在快速崛起。

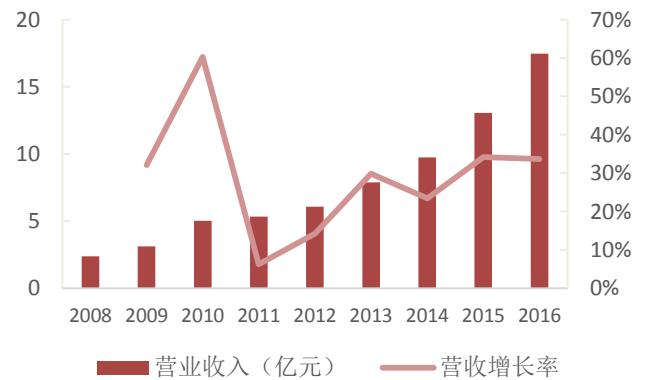
海外 LED 显示屏龙头企业达科收入增速远低于国内 LED 显示屏四小龙利亚德、联建光电、艾比森、洲明科技。未来随着行业洗牌的推进，国内显示屏企业的集中度将进一步提升，领先厂商将占领更多市场份额。中国 LED 应用产业的整合才刚刚开始，存在着巨大的产业整合空间和战略机遇。

图 13: 达科电子 (美国) 营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 利亚德营业收入及增速


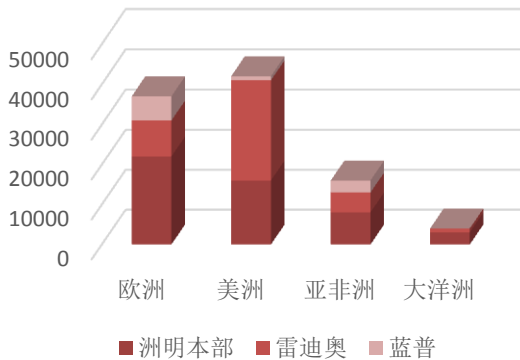
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 洲明科技营业收入及增速


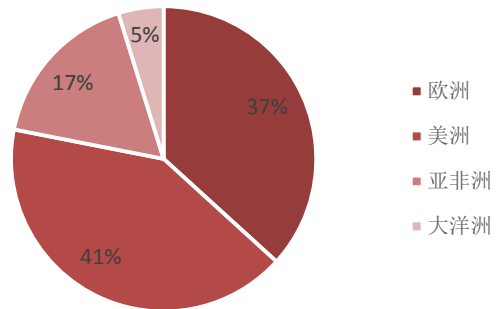
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3 洲明科技小间距增速可观

公司 LED 显示尤其是小间距 LED 业务保持高速增长。2016 年, 公司 LED 显示产品的国内销售收入为 4.92 亿元, 占公司 LED 显示屏销售收入的 31.1%, LED 显示产品国内销售收入与上年同期相比增长 45.9%, 产品综合毛利率为 14.7%。海外销售收入为 10.9 亿元, 占公司 LED 显示屏销售收入的 68.9%, LED 显示产品的海外销售收入与去年同期相比增长 30.30%, 产品综合毛利率为 36.58%。

图 16: 公司 2016 年度 LED 显示产品海外销售分布情况 (万元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 17: 2016 年公司 LED 显示产品海外销售分布情况


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

其中,公司 LED 小间距产品实现销售收入 8.8 亿元,与 2015 年度同期相比增长 82.3%,其中国内销售收入为 3.4 元,占 LED 小间距销售收入的 38.9%,与 2015 年同期相比增长 66.3%;海外销售收入为 5.4 亿元,占 LED 小间距销售收入的 61.1%,与 2015 年同期相比上涨 94.3%。

表 2: 2016 年公司 LED 显示产品海外销售分布情况 (百万元)

	周明本部	蓝普	雷迪奥
欧洲	249.3	60.9	90.7
美洲	189.3	10.2	251.5
亚非洲	108.2	28.1	50.3
大洋洲	44.2	1.0	7.0
合计	591.1	100.2	399.6

数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3.1 研发投入行业领先

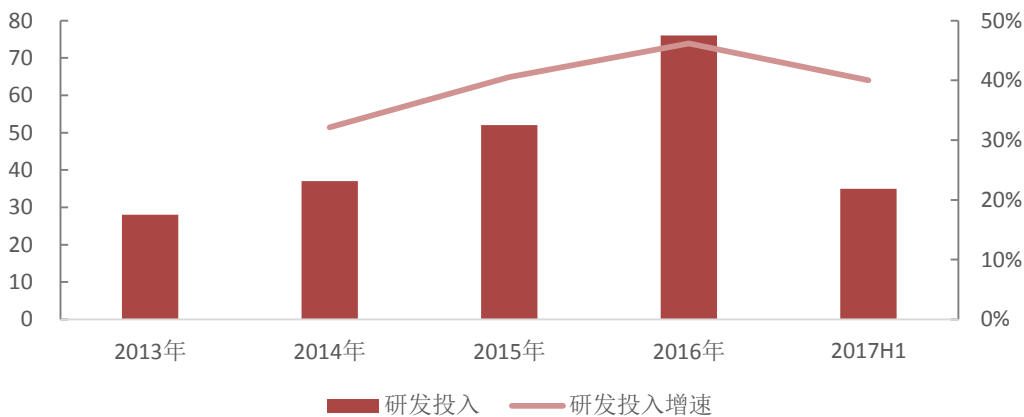
作为深圳第一批被认定为国家高新技术企业,公司一直以研发创新作为公司持续发展的根本,公司研发投入处于国内领先水平。公司高度重视对产品研发的投入和自身研发综合实力的提升,针对行业发展趋势,积极做好新产品的研发和技术储备工作。2016 年度公司研发投入共计 7,562.92 万元,占营业总收入的 4.33%,与 2015 年同期相比上升 45.36%。截至 2016 年底,公司研发人员为 342 人,占公司员工总数的 14.49%。

在研发技术开发方面,显示研发中心将通过多途径、多渠道开发和引入新技术,在此基础上,加强与高校、研究所的技术开发合作,启动一定数量的技术开发项目,同时积极为市场上前沿的显示技术及可增加显示屏附加值的技术做储备。大量的研发投入不断提高公司技术和产品质量,公司产品在小间距智能化、“低亮高灰”技术、所有色域可调节技术和防潮工艺方面均有不错进展,研发大量投入将持续提升公司产品竞争力和公司综合实力。

表 3：公司专利

公司名臣	发明专利	实用新型专利	外观专利	软件著作权
深圳市洲明科技股份有限公司	30	138	34	8
广东洲明节能科技有限公司	10	17	29	0
深圳市安吉丽光电科技有限公司	1	8	4	0
深圳蓝普科技有限公司	2	29	10	0
深圳市雷迪奥视觉技术有限公司	3	36	26	3
合计	46	228	103	11

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司研发投入（百万元）及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2.3.2 渠道升级，布局全球

公司在创立之初一直坚持“渠道为王”、“渠道是第一品牌”的经营思路，打破了市场上传统的销售模式，开创了 LED 产品渠道销售的先河。

近年来公司在原有的渠道网络基础上，不断搭建新设运营中心，构建本地化快速响应的营销服务体系。运营中心集细分领域市场拓展、大项目运作、售前项目方案确定、售中产品安装和调试，售后维修服务功能为一体，通过提供本地化的营销服务，渠道商提高了市场的反应速度与管理水平。同时，提高了公司在差异化及细分领域的市场竞争力，助力公司长期持续稳定的发展。

与国内传统的小间距应用领域市场不同，海外小间距目前主要的应用领域主要是在高端展览展示、企业会议室、高端零售商店等领域，洲明在海外商显领域深耕多年，具有很强的品牌影响力。随着小间距价格的进一步下降，海外市场渗透速度将进一步提速，迎来市场的爆发期。公司拥有覆盖全球约 100 多个国家 700 个分销渠道，营销服务网络遍布全球。在北美洲、澳洲、欧洲等共计 4 个国家都建立起了自己的子公司，同时辅以设立海外办事处、与当地战略合作伙伴共建运营中心，构建全球销售体系和本地化的售后服务及运营管理平台，具有及时、有效、快速的响应客户需求的能力。

通过不断升级国内及海外市场的营销渠道，构建本地化的服务团队及运营中心，公司渠道商在产品认知、品牌推广、市场拓展、售后服务等方面的优势显著，助力全球市场开拓。具备各大洲内快速响应，区域间协同配合的能力。

未来随着小间距 LED 的普及和渗透率的提升，公司渠道优势将不断显现，助力公司小间距 LED 业务持续高速增长。

2.3.3 产能持续落地，突破产品供给瓶颈

公司致力于将其打造成全球最大的 LED 显示“智”造基地，公司是业内最早启动对小间距产品进行独立车间与专线生产的企业，在深圳坪山的生产制造基地具备较高自动化生产水平；公司惠州大亚湾的生产基地一期厂房的 SMT 车间已于 2016 年 9 月份开始试产，大亚湾一期试产后，公司 LED 小间距每月平均产能可达 15,000 平方米左右，2017 年下半年，公司将启动大亚湾二期的厂房建设，建成后，公司 LED 小间距产能将实现进一步的提升。

3 LED 灯光照明替代传统照明趋势确立

3.1 LED 照明优势明显

节能可持续发展是当今世界未来发展的必由之路。以 LED 为代表的新光源照明取代传统光源，正引发照明行业的一场巨大变革。这种新光源照明产品正在创新技术的驱动下不断实现更新换代，由白炽灯到节能灯、卤素灯到 LED 灯，照明产品实现了节能升级的同时，在舒适度上也得到更好的提升，照明效果也更加的多样化。作为绿色节能光源的代表，LED 照明具有节能、环保、显色好、响应速度快等优势，在照明领域具有广阔的市场前景。随着 LED 灯成本的不断下降，LED 照明替代传统照明已经成为不可逆的趋势。

表 4：LED 光源优势

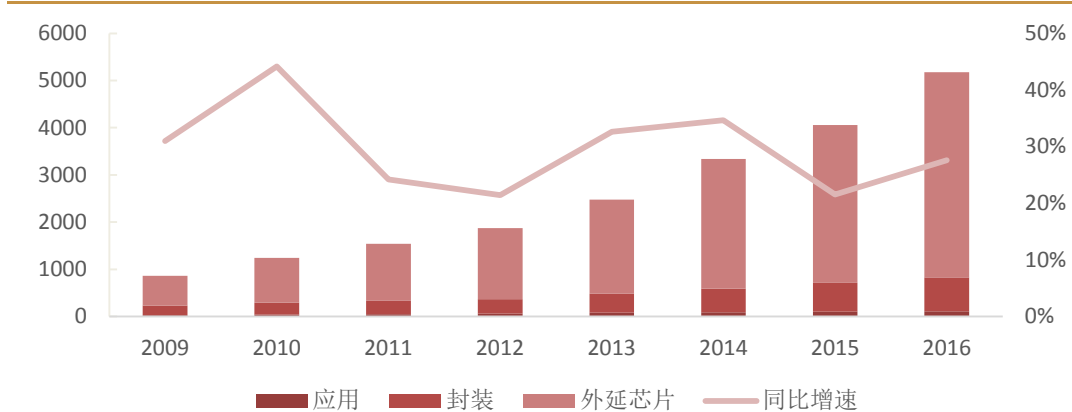
	LED 灯	日光灯	白炽灯	高压钠灯
寿命时间	3 万-5 万小时	8000 小时	1000 小时	3000 小时
节能	白炽灯的 1/10，节能灯的 1/4，在发光时候全为有效光源，达到 90%以上。	360° 全发光，70%有效光源	1	
光效	1W 200-250lm 与白炽灯相比节能 95%以上，与日光灯相比节能 50%。		8-15lm	
环保	无汞，易拆装，不需厂家回收	汞污染，玻璃易碎不易运输，不好安装	禁用，产生温室效应	
光通量	稳定，直流恒流供电无闪频	交流供电，闪频	交流供电，闪频	
显色性	显色性好，无色偏			色偏（室内不可用）
电压	低压电源，6-24V，相对安全			
响应速度	效应时间为纳秒级	频繁启动或关断灯丝会发黑，容易坏掉	响应时间毫秒级	

数据来源：LED 网，西南证券整理

3.2 LED 照明市场空间巨大

近年来，LED 照明市场增长迅速。2014-2016 年，我国 LED 照明应用行业规模由 1683 亿元增长至 2678 亿元，年均复合增长率为 26.17%。

图 19：2009-2016 年我国 LED 产业市场结构



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

在户外灯具中，路灯的发展潜力最大。近年来 LED 路灯无论在整体路面照度、均匀度和眩光控制方面都有长足的进步。2017 年全球 LED 路灯产值预计为 32.95 亿美元，在接下来一到两年还将以 20% 左右速度增长，随后将放缓。中国为全球 LED 灯管的最大市场，占比 23%。从 2004 年-2013 年 10 年间，我国城市道路照明路灯数量由 1,053.13 万盏增加到 2,199.55 万盏，年均增长率为 8.53%，城市道路照明行业保持持续快速健康发展。今年 7 月，国家发改委等十三部门联合出台的《半导体照明产业“十三五”发展规划》，中明确指出推动城市公共照明领域照明改造与示范，推广 1500 万盏 LED 路灯/隧道灯，城市道路照明应用市场占有率超过 50%。加强交通运输领域推广应用。

中国 LED 道路照明市场主要靠政府示范性工程采购，政策依赖性很高。近几年，中国 LED 路灯市场渗透率在不断提升，2011 年超过 7%，2012 年达到 11%，2013 年 LED 路灯市场渗透率约为 19%。受旺盛的需求驱动以及国家政策支持，LED 照明产品在道路照明行业还有很大的发展前景。在未来几年，路灯数量预计将保持 8% 左右增长率。LED 产品在新路灯中的占比将不断提升，到 2020 年有望达到占有率 70% 的《规划》目标。

图 20：公司路灯项目


数据来源：公司年报，西南证券整理

但由于市场需求紧缩及 LED 路灯厂家基数庞大导致市场竞争激烈，LED 路灯订单多集中于规模较大的企业。未来行业集中度将进一步提升。

3.3 深耕 LED 照明资质优秀，深度受益行业增长

在 LED 照明方面，公司的业务可分为国内的户外照明业务、海外的户内户外照明业务。

在海外的 LED 照明户外照明领域，洲明路灯产品已通过澳洲 AS1158 认证、美国 UL 认证、欧洲 TUV GS、CB 认证，加拿大 CUL 认证、中国 CQC 产品认证、哥伦比亚的 Retilap 认证，墨西哥的 NOM 认证，智利 SEC 认证，2015 年洲明 SHARK 系列 LED 路灯荣获“中国 LED 首创金奖”，齐备的准入认证资格及创新的产品设计将助力公司道路照明在全球市场的拓展与服务；在海外户内照明领域，公司的 LED 吸顶灯、LED 筒灯已进驻入驻北美 HOMDEPOT、加拿大 STDD、欧洲 Kaufland、Lidl 等国际大卖场。

公司子公司安吉丽主要负责海外照明业务，兼备户外室内 LED 照明能力。室外广泛应用于高速路、公路、园林、广场等领域，室内试用家居、酒店、超市、商场等照明。公司产品良率高、性能优良，得到下游客户的广泛认可。

表 5：安吉丽 LED 照明业务

LED 照明产品	应用领域	综合良率	优势
LED 户外照明产品	高速公路、主干路、次干路、支路、工厂、学校、园林、城市广场、庭院等道路照明	≥98%	1.光效高，国家机构测试达 180ml/w 2.寿命长，DLC 报告显示可达 50000H 3.灯具款式多 4.都配光适应性好，超过 40 种 5.互换性好，大部分灯具采用国家产业联盟 CSA016 标准
LED 户内照明产品	家居照明（客厅、走廊、阳台、我是、地下室等区域）、酒店、超市、商场等区域	≥98%	具有绿色、节能、安全、高效、环保等优势，建议安装，实用性广，都能满足全球安装方式。

数据来源：LED 网，西南证券整理

图 21：西班牙某道路 LED 照明(120W)



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 22：公司 2.4W 室内 LED 球泡灯



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司已建立起覆盖全球 160 多个国家和地区的 700 个分销渠道，营销服务网络遍布全球。在海外，通过设立全资子公司、合资公司、以及全职职能海外办事处等多种形式构建全球销售体系和本地化的服务网络，有效缩短了与用户的距离，能够及时、有效的响应客户的需求，促进了海外产品销售及品牌知名度的提升。未来，随着公司海外布局和销售体系的进一步完善，海外 LED 照明有望持续高速增长。

在国内的户外照明领域，子公司广东洲明是公司道路照明产品及 EMC 服务的唯一运营平台，广东洲明拥有一支具有丰富 EMC 运作经验的市场营销队伍和高素质的经营管理服务团队，能为客户提供专业的能源审计、项目设计、项目融资、设备采购、工程施工、设备安装调试、人员培训、节能量确认和保证等一整套的节能服务。同时，在 LED 照明业务方面，广东洲明能为客户提供专业的、全套的节能服务，除了继续拓展原来的 EMC 工程外，将加大对 PPP 项目的投入力度以不断提升市场份额，同时，大力推广智慧路灯项目，使其成为公司照明业务又一个新的利润拉动点。

未来广东洲明将不断升级智慧路灯，将智能节电、智能定位、安防监控、WIFI 热点（内嵌通信微基站）、信息视频、语音广播、充电桩等功能完美融合为一体，打造“一灯多用”的智能化集成产品，朝着“服务民生”和“政府政务”两个应用方向开拓市场，使智慧路灯成为公司未来利润增长的又一新增长点。公司洲明智慧路灯已在嵩山少林寺景区、深圳市民中心、深圳人民南路的罗湖商圈有了成功的运用案例。随着智慧路灯项目的推进和客户的不断认可，未来将有更多项目逐步落地，为公司业务增长提供持续动力。

4 景观照明——正在爆发的千亿景观亮化市场

4.1 城镇化和政策支持推动景观照明高速发展

随着居民可支配收入的增加，当必需的物质需求得到满足之后，消费者开始追求精神需求消费。因此文化和旅游产业近年来得到了快速发展，逐渐成为了经济发展的重要支柱产业。

在 2016 年 3 月的第十二届全国人民代表大会上发布了十三五规划纲要，纲要中多次提到或说明文化和旅游产业的相关政策及旅游产业的发展，文化与科技的结合也是政策趋势。

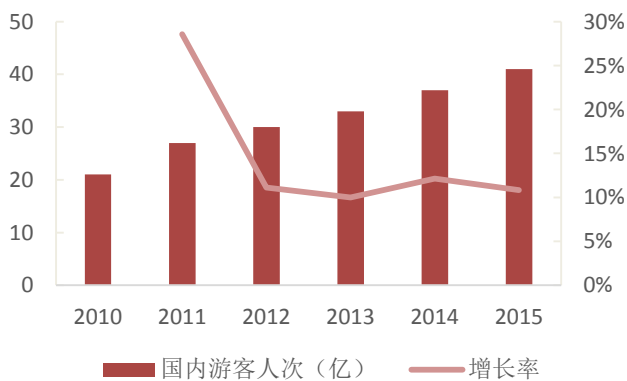
在此背景下，我国旅游产业发展迅速。2015 年国内游客突破 40 亿人次，国内旅游收入 3.43 万亿元，同比增长分别达到 10% 和 13.2%，旅游产业对 GDP 的综合贡献达到 10%。

“十八大”后，建设“美丽中国”的新规划逐步展开，建设美丽生态新城将成为下一个五年的城市改造主旋律，城市景观亮化的整体升级改造也呈加速发展趋势。同时随着“十二五”中国城镇化进程的推进，愈来愈多的三、四线城市政府，甚至镇政府开始规划并落实当地的“城市景观照明/亮化规划”。城市景观亮化将会从东部发达地区逐步发展到中部及西部地区，从大城市发展到所有中小城市，真正走向全国各个地区，景观亮化行业的发展空间巨大。

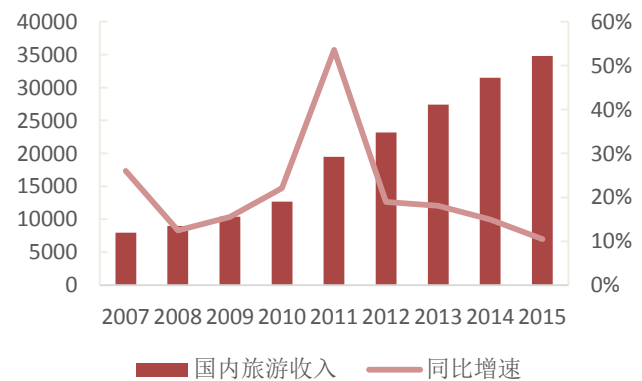
一个城市不管自然景色有多好，但如果晚上没有可去的地方或者没有展示的内容，对经济的带动会少了非常重要的一环。现在越来越多的政府意识到了这一点，从南昌、武汉、赤峰、上饶项目的建设可以看出，越来越多的二线城市把夜景建设作为首要的提升文化和经济的重要手段。

夜游经济，是以城市居民和游客为对象，以购物、餐饮、娱乐、休闲、文化、洗浴健身等为主要形式，包括夜间从晚上七点到次日凌晨之间的各种消费。近年来，夜游经济在我国许多城市得到了迅速发展，特别是在南方城市，已经成为拉动当地经济社会发展的重要产业。夜游经济正在成为现代化城市新的消费热点和推动城市社会、经济、文化发展的重要动力之一，也正在成为现代城市居民的生活习惯和消费习惯。

按大型城市城区平均常住人口 724 万计算，如果每天有 10% 的人实现夜间消费，每人每次 50 元保守估算，每晚就有一个 3620 万元的大市场，一年收入超过 130 亿。夜游经济将会成为一个非常重要的市场。

图 23: 2010-2015 年中国国内游客人次


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 24: 2007-2015 年中国国内旅游收入 (亿元)


数据来源：公司年报，西南证券整理

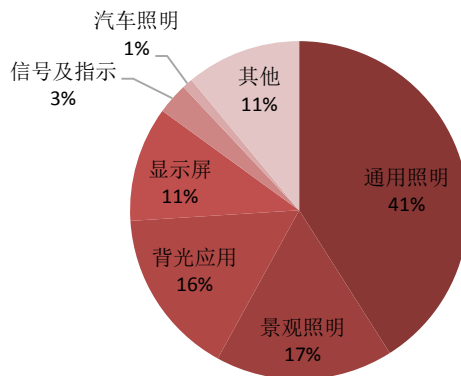
随着夜游经济的快速发展，各地政府将加速建设城市景观照明、提升城市夜间形象列入政府工作计划。城市夜间形象作为展示城市现代化文明建设、展现城市特色的重要组成部分，景观亮化行业作为一个新兴行业，将会呈现出超常规的发展态势，发展速度预计将会超过国民经济总体增长速度。

在城镇化进程以及夜游经济发展的带动下，居民对景观灯光提出了更高观赏要求，政府也会通过景观灯光来表达和传递城市的文化魅力和独特风格。城市室外夜景照明已经从以前的房地产楼体亮化逐渐拓展到城市景观亮化。

各地政府纷纷将加速建设城市景观亮化、提升城市夜间形象列入政府工作计划。近年来，国家制定了一系列针对城市景观亮化相关产业的规划和扶持政策，有力地促进了行业的发展。国家“一带一路”战略助推新型城镇化建设，给基建、旅游等产业带来新的发展机遇，城镇重点区域亮化需求提升，对景观照明行业形成利好因素。另外根据国务院《“十二五”节能减排综合性工作方案》、《“十二五”节能环保产业发展规划》等有关政策，LED照明在国家优先发展节能环保产业政策的支持下，需求逐步提升，未来增长趋势凸显。

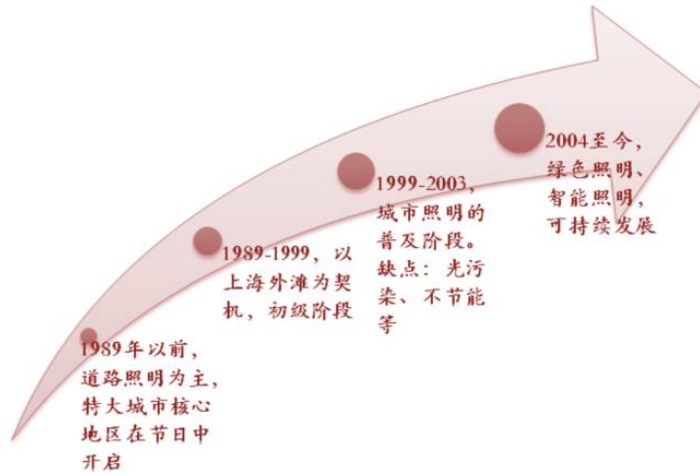
照明分为功能性照明和景观性照明。景观照明是通过对人们在城市景观各空间中的行为、心理状态的分析，结合景观特性和周边环境，把景观特有的形态和空间内涵在夜晚用灯光的形式表现出来，重塑景观的白日风范以及在夜间独具的美的视觉效果。景观照明作为六大城市基本景观类型之一，属于人工景观的一种，是城市的一道美丽的风景线。所有其它建筑、道路、绿地、广场、水景等日景观，只有通过景观照明的衬托，才能有效构成城市的景观照明。景观照明是文化艺术与科学技术的完美结合，以光和色彩为语言，构成动态和静态的光、声、色的景观，是城市景观的重要组成部分，能够有效改善居住环境，提高居民生活品质，展现城市风貌，体现城市综合实力，促进城市旅游观光业。高品质的景观照明工程通常会成为城市名片或城市风景线。景观照明已成为LED下游应用中非常重要的一部分。

图 25：LED 下游应用占比



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

中国的城市景观照明大致可分为四个阶段。1989 年以前，中国城市照明以道路照明为主，只有特大城市核心地区的标志性建筑，才会在节日开启一些轮廓照明；以 1989 年上海外滩照明为契机，在 1989-1999 年间，中国的城市景观照明进入了初始阶段，建设动机主要是配合重大政治庆典，营造欢庆气氛，以传统沟边及简单泛光照明为主。1999-2003 年是中国城市照明的普及阶段。政府希望通过城市照明美化城市形象，拉动商业和旅游；开发商和业主希望借助照明手段，突出表现自己的项目。这一时期的城市照明追求高诱目性，对光污染与节能缺少有力的控制手段。照明手法取向于多样化。从 2004 年至今，中国城市照明建设在量的方面已达到相当的规模，但由于发展太快，也出现了一系列问题，如光污染，能耗过大，文化品位低下等，针对这些问题，照明建设开始出现理性回归的趋向，不再一味的追求亮度和规模，建筑照明开始寻求精品的出现，政府导向发布行业标准，在十二五期间发布纲要，倡导城市绿色照明产业，智能照明产业亦在迅速发展，城市照明开始走上了一条可持续发展道路。

图 26: 我的城市景观照明四个阶段


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

城市景观照明市场空间巨大。如在 G20 杭州峰会中, 美丽的夜景灯光给游客留下了深刻的印象。此次 G20 杭州峰会期间的全市景观照明项目共涉及 172 个, 总投资约 10 亿元, 我国共有 338 个地级以上城市, 市场空间可达千亿。

据统计, 2015 年全球景观亮化市场达到 2180 亿元, 预计 2016 年将达到 2335 亿元。中国景观亮化市场规模 2015 年达到 485 亿元, 2016 年市场规模约 540 亿元, 增长率达 11.34%。

4.2 外延切入景观照明, 公司畅享千亿市场

公司为 LED 小间距和照明企业, 在景观照明行业市场具有天然优势。公司认为景观照明市场已经迎来爆发期, 通过外延并购积极布局景观照明领域。2017 年公司宣布收购或增资东莞爱家照明、杭州柏年光电子和山东清华康利三家 LED 照明公司。

表 6: 公司布局景观照明

收购名称	收购比例	收购时间	收购对价	支付方式	子公司情况	利润承诺
东莞爱家照明	60%	拟收购 20170726 宣布	以人民币 4410 万元从五莲投资处受让 49% 股权, 并增资 2000 万元, 其中 275.275 万元作为注册资本。	4410 万元以自有资金及银行贷款方式支付, 2000 万元以自有资金支付	营业收入 945.83 万元 净利润 110.62 万元 (2017 年 1-3 月) 净资产 470.17 万元 (20170331)	17、18、19 净利润不低于 300、1000、1500 万元
杭州柏年光电子	洲明 26.68% (8742.89 万 +5000 万)/51500 万)+时代伯乐 19.42%	拟收购 20170816 宣布	洲明以 8742.89 万元受让柏年 20.10% 股权, 时代伯乐一亿元受让 22.99%, 随后洲明出 5000 万元认购柏年的增资扩股股权, 其中 1653.11 万元计入注册资本。增资扩股后柏年估值为 5.15 亿元	自有资金	营业收入 10848 万元 净利润 105 万元 (2017 年 1-6 月) 净资产 22321 万元 (20170630)	17、18、19 净利润不低于 2000、3000、4000 万元

收购名称	收购比例	收购时间	收购对价	支付方式	子公司情况	利润承诺
山东清华康利	60%	拟收购 20170815 宣布	洲明以 18250 万元受让清华康利 73% 的股权，随后康利受他方增资 5000 万元，增资完成后洲明持有康利 60% 股权。	自有资金	营业收入 8020 万元 净利润 1128 万元 (2017 年 1-5 月) 净资产 7158 万元 (20170531)	17、18、19、20 上半年净利润不 低于 3000、 4100、5100、 2800 万元

数据来源：公司公告，西南证券整理

爱家照明：

爱加照明致力于高端建筑空间的专业照明，旗下的 VF 品牌是专业照明领域的领先品牌，在专业照明渠道具有较高的品牌美誉度，在高端业主客户群、照明设计公司和室内设计公司客户群具有广泛的品牌知名度和影响力。爱加照明主要服务领域为星级酒店、高端公寓住宅和精装住宅、高端精品商城 Mall、高端写字楼、精品会所、美术馆、博物馆等，经过多年的不断努力，公司市场占有率不断提升，逐步扭转了高端照明市场被进口品牌占据的局面。目前公司与国内高端地产商、酒店集团、建筑设计公司、灯光设计公司、室内设计公司都有紧密的业务合作。

图 27：苏州吴江盛虹万丽酒店



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 28：上海木文化博物馆



数据来源：公司年报，西南证券整理

杭州柏年：

杭州柏年创建于 1996 年，总部位于杭州市余杭经济技术开发区，专注于智能标识、智能光电、智能亮化。凭借设计、研发、销售、施工乃至售后的一站式服务，杭州柏年以产品跨界整合的思维成功的为北京奥运会、上海世博会、智慧城市轨道交通、机场、公路、大型公共设施提供智能导视系统及服务，并提供楼宇、商业综合体、公共场馆、城市景观的智能泛光照明解决方案。

杭州柏年客户群体覆盖轨道交通、能源油站、酒店、餐饮、金融机构等众多行业。杭州柏年的景观照明业务经过近几年的发展，已积累了一定品牌影响力和高端案例。目前，国内诸如上海中心、武汉绿地中心、东北大连国贸等楼宇建筑的景观亮化工程都是杭州柏年的经典案例。

图 29：黄山照明项目



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 30：杭州奥体中心项目



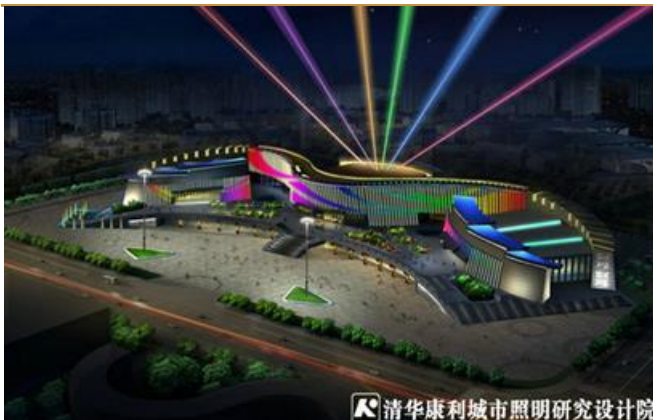
数据来源：公司年报，西南证券整理

山东清华康利：

清华康利成立于 2008 年，是一家集城市景观照明规划、设计、工程施工、灯具研究开发为一体的专业性企业，是国内少数同时拥有住建部城乡规划编制丙级资质、照明工程设计专项甲级资质、城市及道路照明工程专业承包壹级资质，以及环境艺术设计甲级资质、环境艺术总承包壹级资质，兼城市规划、灯光设计、照明工程施工于一体的照明工程公司。

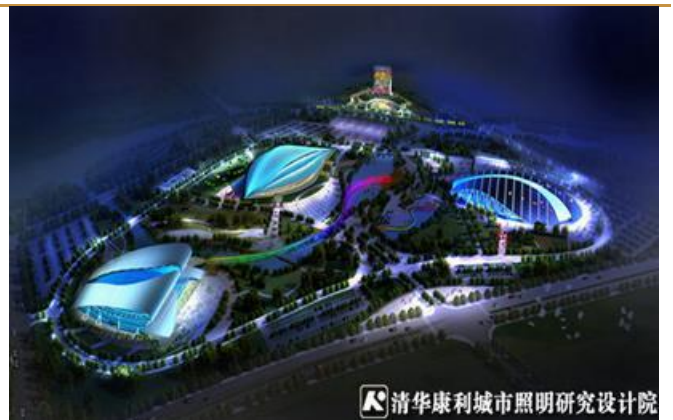
清华康利本着“构建和谐灯光环境、发展绿色城市照明”的企业理念，建立了科学严密的管理架构，形成了鲜明独特的企业文化，以照明与艺术、照明与科技、照明与环境的完美结合为价值取向，以市场为先导、以客户为中心、以先进的照明设计为依托、以精良的施工为保证，在全国范围内完成了一系列大型照明工程，获得客户的一致认可和赞誉，也赢得了良好的社会信誉。

图 31：湖北恩施市中心城区夜景亮化专项规划



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 32：大庆市奥林匹克公园亮化设计



数据来源：公司年报，西南证券整理

投资照明领域细分市场的领先企业，完成产业链条高价值部分的生态整合是公司的重要战略目标。

收购爱家照明后，公司将以爱家照明旗下 VF 品牌为起点，在未来积极拓展中高端照明领域的市场份额，提升公司在专业照明领域的行业地位。杭州柏年多年来一直专注于显示屏标识标牌业务，客户群体覆盖行业众多。当前标识标牌行业正在由静态显示向动态显示转型

升级,可与公司当前的显示业务板块形成较好的协同效应,加强公司在标识标牌业务的布局,在楼宇建筑及山体景观照明业务的优势将有效提升公司在景观照明市场的品牌和影响力。收购清华康利 60%股权是公司城市景观照明领域和泛照明领域生态布局的一大重要举措,收购完成后,公司在参与城市景观照明和文旅照明盛宴的同时,与公司现有的道路照明、智慧路灯、显示等业务也将发挥协同效应。

随着中国城市化进程加快,城市景观照明已成为 LED 照明应用领域保持着高速增长态势的细分领域,景观照明和文旅特色灯光市场前景广阔。公司一系列收购将推动公司进一步整合照明行业的资源,与公司现有的照明业务形成协同,有利于公司在专业照明领域的布局,提升公司的综合竞争力,符合公司发展战略方向,未来景观照明成为公司又一强劲增长动力。

4.3 行业壁垒明显,雄厚实力奠定公司份额提升基础

景观照明行业壁垒显著,行业对厂商资质、设计、品牌、资金、管理等因素都有很高的要求。

表 7: LED 照明行业壁垒

壁垒	详细情况
资质壁垒	我国对从事城市景观设计和工程施工的企业实行市场准入制度。对企业的资质能力等有严格准入标准,行业主管部门核定资质等级后颁发相应的资质证书,规定不同资质等级的企业分别从事相应等级的项目,并对业务资质实行按年年审、动态考核。通常只有行业内的少数优势企业才能获得投标资格。
设计壁垒	景观照明设计主要是方案设计和深化设计。方案设计必须通过挖掘文化内涵赋予景观照明一个主题。艺术文化上的造诣是设计水平的重要壁垒。深化设计需要考虑灯具型号、电气线路安排在达到设计效果。通过艺术和技术的结合,提升企业的综合实力是景观照明企业发展壮大的必然过程。
资金壁垒	在景观照明行业中,企业要投标大中型照明工程,在招投标阶段需要支付投标保证金、工程前期需要垫付前期材料款、施工过程中的履约保证金、安全保证金及施工完成后的质量保证金,因此企业要完成多项施工工程,需要大量的流动资金。
工程管理和成本管理 水平壁垒	景观照明工程规模较大,需要企业从业务承接、工程设计、灯具选择、建设施工直至售后服务都有相应的业务部门进行协作,保证整个项目工程的顺利实施,同时在景观照明行业这样一个充满竞争的行业中如何降低成本,也将决定能否在这个行业中生存和发展。
品牌壁垒	在景观照明行业,好的品牌是公司在竞争中取得有利地位的重要因素。在大型景观照明项目招标中,一般客户会先看行业名次,再考察公司过去完成项目的工程质量情况、设计水平情况,才会最终选定中标公司。此外,景观照明多是大型政府项目,政府会更加看中景观照明企业过往的业绩和多年来树立起来的品牌,优秀的品牌代表着高水平的服务和高质量的作品,也会对企业的售后服务较为看重。

数据来源: LED 网,西南证券整理

洲明科技依托自身上市公司平台,拥有全国知名的品牌和充足的资金。在 LED 领域也拥有深厚的资质,收购子公司爱家照明、杭州柏年、山东清华康利在照明领域拥有众多政府资质认证和多年深耕 LED 照明施工领域经验,清华康利 LED 照明设计能力更是国内领先。目前行业 90%以上都是小微企业,这个市场中上市公司不多。除了公司外,还有利亚德、名家汇,以及借用了奥拓渠道的千百辉。由于景观照明行业竞争壁垒较高,相信未来行业集中度会不断提高,公司将凭借资本优势等不断提升规模及市占率。

4.4 PPP 推动景观照明发展，公司把握机遇适时推进

为适应现代经济飞速发展，各国十分重视公共基础设施建设，但是单靠政府资金已不能满足需求。随着政府财政在公共基础设施建设中地位的下降，私人企业在公共基础设施的建设中开始发挥越来越重要的作用。在此背景下，PPP 模式应运而生。

PPP 模式是一种优化的项目融资与实施模式，以各参与方的双赢为合作理念的现代融资模式。其典型的结构为：政府部门或地方政府通过政府采购形式与中标单位组成的特殊目的公司签定特许合同由特殊目的公司负责筹资、建设及经营。政府通常与提供贷款的金融机构达成一个直接协议，这个协议不是对项目进行担保的协议，而是一个向借贷机构承诺将按与特殊目的公司签定的合同支付有关费用的协定，这个协议使特殊目的公司能比较顺利地获得金融机构的贷款。采用这种融资形式的实质是：政府通过给予私营公司长期的特许经营权和收益权来换取基础设施加快建设及有效运营。在我国社会主义市场经济的当前阶段，过度依靠政府来独立运作公共基础设施建设项目，不可避免地会遇到国外政府早已碰到过的种种问题。因此，促进我国基础设施建设项目的民营化，引入 PPP 模式，具有极其重要的现实价值。我国政府也开始认识到这些重要价值，并为 PPP 模式在我国的发展提供了一定的国家政策层面的支持和法律法规层面的支持。

国家发展改革委、住房和城乡建设部联合印发《关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作(PPP)创新工作的通知》，开展深化中小城市和市政领域相关行业 PPP 创新工作。《通知》明确，国家发展改革委会同住房和城乡建设部，从每个省份选择 1 个具有一定 PPP 工作基础、有较好项目储备和发展空间的中小城市，进行 PPP 模式创新工作。

PPP 模式虽然是近几年才发展起来的，但是发展十分迅速。根据财政部政府和社会资本合作(PPP)中心公布的全国 PPP 综合信息平台项目库季报显示：“截至 2017 年 3 月末，全国 PPP 全部入库项目 12,287 个，总投资额 14.6 万亿元；已签订 PPP 项目合同进入执行阶段的示范项目 464 个，投资额 1.19 万亿元，落地率为 66.6%，其中市政工程、交通运输行业的投入情况位居前列”。

目前国内 LED 户外照明也大部分采用 PPP 模式来运作。财政部发布的第三批 PPP 示范项目，项目总数超过一千，投资总额超过 1 万亿元。其中就是涉及到城市公共照明，旅游景区景观改造以及智慧城市建设等方面。随着国家推进 PPP 项目，2017 年国家必须完成的亮化工程金额预算已达到 2 万亿，也就是意味着项目体量是 2016 年的两倍。

为顺应国家对 PPP 模式的政策红利，洲明科技凭借多年的项目经验、渠道资源、和产品优势，大力拓展 PPP 业务。2017 年子公司广东洲明中标了新疆北屯市新老城区 PPP 亮化项目，根据新疆生产建设兵团公共资源交易信息网发布的消息，北屯市新老城区亮化项目的工程投资额为 9056 万元。

2017 年 4 月，公司公告拟使用自有资金 720.8 万元人民币出资设立全资子公司北屯市洲明节能服务有限公司，以加快推进新疆省北屯市新老城区 PPP 亮化项目的建设。子公司的设立有利于公司 PPP 项目的投融资、建设、运营和管理，不断深化照明市场的开拓和布局，不断提高公司综合竞争力。未来洲明科技将以新疆的项目为基点，不断积累 PPP 模式下的投融资、建设、运营和管理方面的经验，后续将大力推进 PPP 项目开展。

5 盈利预测

关键假设：

1) 小间距 LED 成本持续下降，推动市场不断普及，2020 年，全球 LED 显示屏的市场规模将达到 310 亿美元；

2) LED 显示行业集中度不断提升，公司小间距产品毛利率保持稳定，略有增长；

3) 在未来几年，路灯数量预计将保持 8% 左右增长率。LED 产品在新路灯中的占比将不断提升，到 2020 年有望达到占有率 70% 的《规划》目标；

4) 公司并购进展顺利，2018 年初开始并表。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 8：洲明科技收入毛利预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	1,745.95	3,068.88	4,481.89	6,102.33
yoy	33.65%	75.77%	46.04%	36.16%
营业成本	1,225.87	2,085.74	3,044.20	4,200.13
毛利率	29.79%	32.04%	32.08%	31.17%
LED 显示屏产品				
收入	1,583.04	2849.47	4131.73	5577.84
yoy	36.29	80.00%	45.00%	35.00%
成本	1,111.91	1,937.64	2,809.58	3,848.71
毛利率	29.76%	32.00%	32.00%	31.00%
LED 照明产品				
收入	161.42	217.92	348.67	523.00
yoy	24.98	35.00%	60.00%	50.00%
成本	112.95	147.09	233.61	350.41
毛利率	30.03%	32.50%	33.00%	33.00%
其他				
收入	1.49	1.49	1.49	1.49
yoy	-90.49	0%	0%	0%
成本	1.01	1.01	1.01	1.01
毛利率	32.21%	32.21%	32.21%	32.21%

数据来源：公司年报，西南证券

6 风险提示

小间距 LED 行业增长或不及预期；景观照明行业发展缓慢；并购项目推进或不及预期、并购企业业绩实现或不及承诺。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1745.94	3068.87	4481.88	6102.31	净利润	166.76	320.70	491.67	665.70
营业成本	1225.87	2085.74	3044.19	4200.12	折旧与摊销	46.42	65.29	77.29	88.13
营业税金及附加	14.48	20.20	31.08	42.98	财务费用	-30.21	30.69	44.82	61.02
销售费用	171.46	266.99	385.44	488.18	资产减值损失	42.58	50.00	50.00	60.00
管理费用	139.88	263.92	380.96	506.49	经营营运资本变动	108.01	-235.48	-410.96	-446.81
财务费用	-30.21	30.69	44.82	61.02	其他	-115.67	-66.47	-47.83	-58.82
资产减值损失	42.58	50.00	50.00	60.00	经营活动现金流净额	217.89	164.73	204.98	369.22
投资收益	-4.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-135.57	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-13.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-148.68	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	177.79	351.33	545.39	743.51	短期借款	-49.02	183.84	0.00	0.00
其他非经营损益	11.64	13.10	13.33	12.96	长期借款	-8.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	189.42	364.43	558.72	756.47	股权融资	327.41	23.88	0.00	0.00
所得税	22.66	43.73	67.05	90.78	支付股利	-13.80	-20.79	-38.37	-59.84
净利润	166.76	320.70	491.67	665.70	其他	18.66	-25.67	-39.82	-56.02
少数股东损益	0.31	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	274.75	161.26	-78.19	-115.86
归属母公司股东净利润	166.45	320.70	491.67	665.70	现金流量净额	365.80	226.00	26.80	153.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	777.56	1003.55	1030.35	1183.71	成长能力				
应收和预付款项	455.06	823.30	1230.60	1673.75	销售收入增长率	33.65%	75.77%	46.04%	36.16%
存货	596.97	960.47	1415.31	2076.88	营业利润增长率	21.57%	97.62%	55.23%	36.33%
其他流动资产	7.93	13.94	20.36	27.71	净利润增长率	15.56%	92.31%	53.31%	35.39%
长期股权投资	24.57	24.57	24.57	24.57	EBITDA 增长率	13.49%	130.58%	49.22%	33.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	526.45	570.55	602.67	623.94	毛利率	29.79%	32.04%	32.08%	31.17%
无形资产和开发支出	128.43	119.46	110.50	101.53	三费率	16.10%	18.30%	18.10%	17.30%
其他非流动资产	88.70	88.26	87.83	87.39	净利率	9.55%	10.45%	10.97%	10.91%
资产总计	2605.67	3604.12	4522.18	5799.49	ROE	10.95%	17.36%	21.37%	22.90%
短期借款	16.16	200.00	200.00	200.00	ROA	6.40%	8.90%	10.87%	11.48%
应付和预收款项	973.48	1452.03	1903.70	2560.41	ROIC	15.64%	32.31%	34.53%	34.28%
长期借款	53.61	53.61	53.61	53.61	EBITDA/销售收入	11.11%	14.58%	14.89%	14.63%
其他负债	39.19	51.23	64.31	79.06	营运能力				
负债合计	1082.45	1756.88	2221.63	2893.08	总资产周转率	0.81	0.99	1.10	1.18
股本	606.92	630.80	630.80	630.80	固定资产周转率	5.46	7.65	9.68	12.17
资本公积	433.25	433.25	433.25	433.25	应收账款周转率	5.10	5.87	5.32	5.12
留存收益	472.18	772.10	1225.40	1831.26	存货周转率	2.49	2.59	2.52	2.37
归属母公司股东权益	1512.12	1836.15	2289.45	2895.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.71%	—	—	—
少数股东权益	11.10	11.10	11.10	11.10	资本结构				
股东权益合计	1523.22	1847.25	2300.55	2906.41	资产负债率	41.54%	48.75%	49.13%	49.89%
负债和股东权益合计	2605.67	3604.12	4522.18	5799.49	带息债务/总负债	6.45%	14.44%	11.42%	8.77%
					流动比率	1.84	1.68	1.74	1.77
					速动比率	1.24	1.10	1.07	1.03
					股利支付率	8.29%	6.48%	7.80%	8.99%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.51	0.78	1.06
					每股净资产	2.41	2.93	3.65	4.61
					每股经营现金	0.35	0.26	0.32	0.59
					每股股利	0.02	0.03	0.06	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	194.00	447.32	667.49	892.67					
PE	57.30	29.74	19.40	14.33					
PB	6.26	5.16	4.15	3.28					
PS	5.46	3.11	2.13	1.56					
EV/EBITDA	43.22	19.46	13.00	9.55					
股息率	0.14%	0.22%	0.40%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn