

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

洲明科技 (300232)

动态分析

买入

(维持评级)

2018年01月22日

# 具备优秀制造基因和清晰经营策略的小间距 LED 龙头

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821 ouyangsh1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980517080002  
 证券分析师： 唐泓翼 021-60875135 tanghy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980516080001

## 事项：

公司动态跟踪。

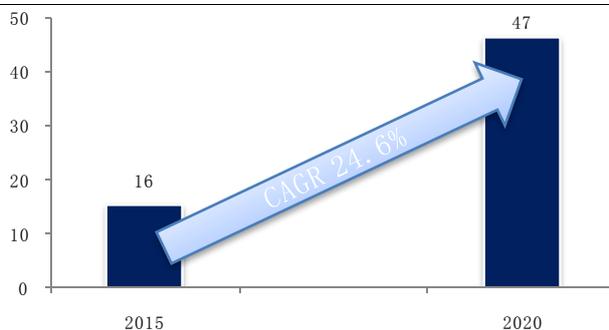
## 评论：

### 1) 小间距 LED 凭借显示效果突出优势，在国内外市场均快速增长。

小间距 LED 产品凭借出色的高对比度、高亮度、无拼接缝、在低亮度下的灰度表现优越、画面层次感及真实感等总体显示效果好于传统 DLP、LCD 等拼接屏，被视为下一代中大尺寸的核心显示技术，成为室内外大屏显示领域的“新宠”。

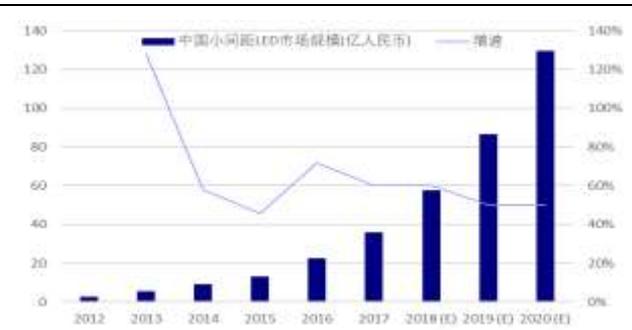
数据显示，2016 年国内小间距 LED 规模达 22.8 亿元，2017 年上半年，中国小间距 LED 市场规模突破 15.8 亿元，同比增长 73.8%，销售面积 2.58 万平方米。预计 2017 年中国市场全年销售将达到 36 亿，同比增长超过 60%，未来 2020 年预计将超过 120 亿元。全球小间距市场 2015 年约为 16 亿美元，2020 年将达到 47 亿美元，5 年复合增速约 25%。

图 1：全球小间距 LED 显示屏市场趋势(亿美元)



资料来源：第一 LED 网、国信证券经济研究所整理

图 2：中国小间距 LED 市场规模



资料来源：AV 显示器件与系统大数据，国信证券经济研究所整理

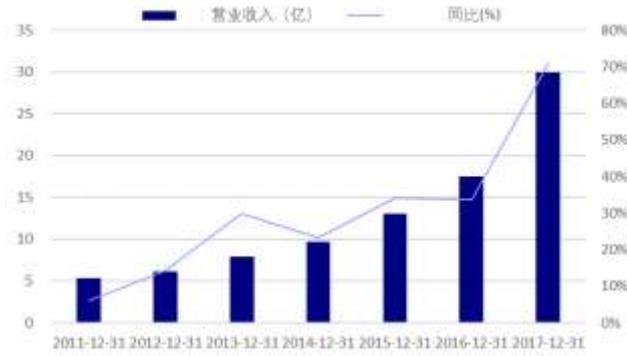
### 2) 受益 LED 小间距细分市场的需求快速增长，凭借较好的渠道建设，公司发展成为 LED 小间距龙头企业。

公司成立于 2004 年，过去 15 年来公司始终坚持 LED 显示主业经营，已成为 LED 小间距龙头企业。受益显示行业消费升级，公司善于把握市场需求，积极扩大 LED 小间距及显示产能，并持续开拓国内外销售渠道，营收规模增

长迅速。从2011年上市时营收为5.32亿，至2016年达到17.5亿，复合增速约19%。近年来受益LED小间距需求爆发，公司营收呈现加速增长趋势，预计2017年营收约为30亿，同比增速达71%。其中显示业务收入约占80%。

**产品结构持续升级，推动产品ASP不断提升。**公司小间距产品占比不断增加，2017年公司小间距产品约占显示屏销售收入60%，预计2018年公司显示屏业务将均以小间距产品为主。同时公司小间距产品由最初的P4及P2.5，向P1.5和P1.2发展，公司未来产品结构中P1.2及P1.5产品比例将进一步增加，单价从5万/平米提升至8-10万/平米，推动公司产品单位价值量ASP持续提升，公司盈利能力将持续加强。

图 3: 洲明科技 2011-2017(E)营收



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 洲明科技近年来经营活动现金净流量 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**专注产品品质，坚持与渠道共赢的经营思路，使得公司在市场机会来临时能够快速做大做强。**公司经销业务收入占比超过90%，公司始终坚持与渠道共赢的经营思路，让利于渠道合作伙伴并提供高附加值产品与服务。这种善于分享的经营理念，吸引了各行业各区域精英集成商和工程商，与公司能够保持长期稳定的战略合作伙伴关系。在LED小间距行业爆发时，共同合作、快速响应并满足市场需求。公司在营收快速增长时，坚持稳健运营。公司历年现金流量表显示，除2017年由于公司拓展工程类照明应用而占用较多现金流导致为负值外，历年经营性现金净流量均保持健康稳健。

3) 形成“本部打造高端制造平台+子公司定位高端显示品牌、特种照明及工程应用”的一体化战略。

公司本部搭建高端制造平台，通过收购多家子公司布局工程应用、景观照明及特种显示，形成一体化战略，打开未来成长空间。

**公司本部定位高端制造。**2017年底公司30万平米的大亚湾二期已经动工开建，目标解决公司产品产能瓶颈，全力满足全球LED显示市场高品质产品需求。大亚湾二期建成后公司将形成以福永总部为基点，坪山、大亚湾两大生产基地为支撑的“铁三角”架构，公司将成为全球最大的LED显示屏智能制造中心。

图 5: 洲明科技战略平台



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 洲明科技收购公司承诺业绩一览

名称	持股比例	2017年	2018年	2019年	2020年	备注
杭州怡年	82%	2,000	3,000	4,000		2017年12月1日完成交割，专注于景观照明、智慧光电、智能亮化集成化业务
景加照明	60%	300	1,000	1,500		2017年11月20日正式交割，LED光电显示产品与系统集成方案的特色供应商
普微科技	100%	-	1,100	2,100	3,000	2017年11月20日正式交割，是一家集研发、设计、生产、销售、工程、施工、运营为一体的专业LED显示企业，是国内少数同时拥有自主研发能力和国际品牌资源、拥有工程设计和现场实施能力、拥有LED显示工程总承包资质的企业，以及环境艺术设计甲级资质、环境艺术设计乙级资质、承接工程、灯光设计、照明工程施工于一体的照明工程公司。
雷迪奥	100%	-	1,000	1,400	1,800	2017年11月22日正式交割，一家LED光电显示产品与系统集成方案的特色供应商
蓝普科技	100%	6,500	7,500			2018年完成了1850万元，承诺2000万，2017年上半年净利润680.45万元，同比增长67.88%，去年同期397.73万；普微科技主要提供LED显示产品，产品主要应用于工业、大型活动等，HWP2.0系列有海外市场。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

通过收购外部优质标的，布局高端显示、特种照明及工程应用，打通下游需求。2017年之前，公司收购雷迪奥、

蓝普等优质显示供应商。2017年以来公司加速收购进程，累积投资7亿收购包括东莞爱加照明、山东清华康利、杭州柏年、蔷薇科技等，布局下游高端显示、特种照明及工程应用，战略上已经打通下游经销和应用环节。公司未来将以产业为中心，以互联网为双翼，以资本为助推，坚持“产业+互联网+金融”总体战略，公司势将迎来持续高速发展。

#### 4) MINI LED 及 Micro LED 兴起，带来市场对 LED 板块关注度，重点推荐洲明科技。

近期 MINI LED 及 Micro LED 兴起引发市场较高关注度。MINI LED 作为下一代背光技术，预计至 2023 年整体 Mini LED 产值将达到 10 亿美元。由于 OLED 面板产能受限，预计 2018 年 MINI LED 有望在华为、Oppo、VIVO 等知名消费电子终端上率先运用。Micro LED 作为下一代显示技术，多家知名国际大厂包括苹果、Sony、三星等均有布局，其中苹果有望在下一代 Apple WATCH 产品上运用 Micro LED 产品，今年三星已经推出 146 英寸 MicroLED 电视机，未来预计至 2025 年 Micro LED 市场有望增长至 45 亿美元。Mini LED 及 Micro LED 兴起带动对 LED 板块关注度，建议重点关注 15 年专注显示业务主业经营，持续增长的优秀高端制造标的洲明科技。

随着 2018 年公司小间距产品在坪山新建产能的释放以及大亚湾一期产能效率提升，小间距业务仍将保持快速成长，预计将带动内生增长超 30%，对应 3.75-3.9 亿净利润。公司收购子公司承诺业绩对应 2018 年并表净利润约 7300 万，预计 2018 年公司总体净利润可达 4.5 亿以上，当前对应 18 年动态 PE 20 倍，PEG 为 0.4，ROE 超过 10%，建议重点关注。

#### 5) 风险提示

LED 小间距行业景气度低于预期，公司产能释放节奏低于预期的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	778	680	674	781	营业收入	1746	3055	5041	7310
应收款项	433	758	1251	1814	营业成本	1226	2124	3554	5154
存货净额	597	1123	1885	2741	营业税金及附加	14	19	32	46
其他流动资产	30	91	251	1678	销售费用	171	306	580	877
<b>流动资产合计</b>	<b>1838</b>	<b>2652</b>	<b>4060</b>	<b>7015</b>	管理费用	140	214	351	507
固定资产	526	719	919	1099	财务费用	(30)	15	36	70
无形资产及其他	77	574	771	769	投资收益	(4)	1	55	50
投资性房地产	140	140	140	140	资产减值及公允价值变动	(43)	(20)	(5)	(5)
长期股权投资	25	32	37	37	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2606</b>	<b>4117</b>	<b>5926</b>	<b>9060</b>	营业利润	178	360	539	700
短期借款及交易性金融负债	16	725	1058	2456	营业外净收支	12	12	17	17
应付款项	741	1288	2164	3147	<b>利润总额</b>	<b>189</b>	<b>372</b>	<b>556</b>	<b>717</b>
其他流动负债	243	185	315	461	所得税费用	23	58	86	111
<b>流动负债合计</b>	<b>1000</b>	<b>2197</b>	<b>3537</b>	<b>6064</b>	少数股东损益	0	3	4	5
长期借款及应付债券	54	54	54	54	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>166</b>	<b>312</b>	<b>466</b>	<b>601</b>
其他长期负债	29	29	29	29					
<b>长期负债合计</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1082</b>	<b>2280</b>	<b>3619</b>	<b>6146</b>	净利润	166	312	466	601
少数股东权益	11	14	18	23	资产减值准备	24	34	20	20
股东权益	1512	1824	2290	2891	折旧摊销	43	57	79	98
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2606</b>	<b>4117</b>	<b>5926</b>	<b>9060</b>	公允价值变动损失	43	20	5	5
					财务费用	(30)	15	36	70
					营运资本变动	153	(389)	(389)	(1698)
					其它	(23)	(31)	(16)	(15)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>406</b>	<b>2</b>	<b>165</b>	<b>(989)</b>
					资本开支	(153)	(800)	(500)	(301)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(163)</b>	<b>(807)</b>	<b>(505)</b>	<b>(301)</b>
					权益性融资	367	0	0	0
					负债净变化	(8)	0	0	0
					支付股利、利息	(19)	0	0	0
					其它融资现金流	(144)	708	334	1398
					<b>融资活动现金流</b>	<b>170</b>	<b>708</b>	<b>334</b>	<b>1398</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>413</b>	<b>(97)</b>	<b>(7)</b>	<b>108</b>
					货币资金的期初余额	365	778	680	674
					货币资金的期末余额	778	680	674	781
					企业自由现金流	215	(800)	(367)	(1288)
					权益自由现金流	63	(104)	(63)	50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.27	0.49	0.73	0.95
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.49	2.87	3.61	4.55
ROIC	13%	16%	15%	14%
ROE	11%	17%	20%	21%
毛利率	30%	31%	30%	30%
EBIT Margin	11%	13%	10%	10%
EBITDA Margin	14%	15%	12%	11%
收入增长	34%	75%	65%	45%
净利润增长率	47%	87%	50%	29%
资产负债率	42%	56%	61%	68%
息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	50.0	27.9	18.7	14.5
P/B	5.5	4.8	3.8	3.0
EV/EBITDA	39.6	24.4	20.4	18.0

## 相关研究报告

- 《洲明科技-300232-2017年1季报预告点评：小间距高景气，龙头率先受益》 —— 2017-04-11
- 《洲明科技-300232-2014年半年报点评：小间距产品显成效，海外市场高增长》 —— 2014-08-15
- 《洲明科技-300232-小间距快速渗透，创新营销渠道》 —— 2014-08-04
- 《洲明科技-300232-产品创新：LED照明及高端显示、营销电商化：O2O互联网思维》 —— 2014-01-21
- 《洲明科技-300232-看好电商渠道和高端显示》 —— 2013-11-20

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%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。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。