



小间距 LED+景观照明双丰收

投资要点

- 小间距 LED 显示业务持续增长:** 2017 年洲明科技实现营业收入 30.3 亿元, 同比增长 73.6%, 净利润 2.8 亿元, 同比增长 70.8 亿元, 其中小间距 LED 显示屏产品营收 15.3 亿元, 同比增长 80.9%。今年上半年, 公司小间距 LED 显示屏销售额达 12.8 亿元, 其中国内市场 5.1 亿元, 同比增长 83.0%, 国外市场销售额 4.8 亿元, 同比增长 29.1%。根据 GII 预测, 预计 2018~2020 年小间距市场规模 CAGR 将达 44%, 2018 年, 公司推出了业界首创的商用一体化 UTVIII 系列产品和户内微小间距 LED 系列产品(P1.0 以下), 为了进一步替代传统投影、电子白板、LCD 拼接等产品及进入更多的应用场景提前布局, 未来几年公司 LED 小间距产品有望继续维持高速增长。
- 公司整合外延并购, 深度布局 LED 景观照明产业:** 2017 年公司新增 LED 景观照明业务, 实现营业收入 1.5 亿元。2017 年全球景观照明市场规模达 2750 亿元, 其中国内市场规模达 680 亿元, 同比增长 17.4%, 是全球最大的景观亮化市场, GII 预计 2018 年中国景观亮化市场规模将达 780 亿元, 增速约 15.0%, 预计十三五期间, 仍将保持 10% 以上增速, 至 2020 年行业规模将超千亿元。2017 年, 洲明科技通过外延并购深度布局景观照明领域, 先后收购了杭州柏年与清华康利, 抢占市场先机, 完善战略布局。
- 渠道销售优势凸显, 拓宽海外营销网络:** 洲明科技始终坚持渠道销售模式, 独创的渠道销售模式对于公司快速的成长起到了至关重要的作用, 这一销售模式使得公司能够专注于产品的研发和生产, 不断改进产品工艺, 提高产品品质。此外, 公司还积极拓宽海外营销网络, 2015 年公司完成对雷迪奥的收购, 依靠雷迪奥强大的海外营销网络, 公司打开了海外销售市场, 2018 年上半年公司海外收入 9.6 亿元, 占比达 47.1%。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2018~2020 年营业收入分别为 42.2 亿元、59.2 亿元、76.7 亿元, 归母净利润分别为 4.2 亿元、5.9 亿元、7.7 亿元, 对应当前股价 PE 为 17 倍、12 倍、9 倍。鉴于公司是 LED 显示龙头企业, 且目前正大力扩充产能, 夜游经济维持高景气度, 我们认为公司应享有高于行业平均水平的估值, 给予公司 2018 年 25 倍 PE, 目标价格 13.75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** LED 行业景气度或不及预期; 受汇率波动影响; 在建项目推进及达产进度或不及预期的风险; 传统的经销模式可能会由于各企业之间互相争夺客户导致企业销量下降。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3030.53	4218.89	5921.94	7665.41
增长率	73.58%	39.21%	40.37%	29.44%
归属母公司净利润(百万元)	284.30	420.99	589.18	768.26
增长率	70.80%	48.08%	39.95%	30.40%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.55	0.77	1.01
净资产收益率 ROE	14.06%	17.54%	20.26%	21.57%
PE	25	17	12	9
PB	3.97	3.30	2.68	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 仇文妍

邮箱: cwz@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)	7.61
流通 A 股(亿股)	4.52
52 周内股价区间(元)	8.47-17.15
总市值(亿元)	71.33
总资产(亿元)	55.23
每股净资产(元)	2.64

相关研究

目 录

1 LED 显示领军企业，经营状况较好	1
2 显示业务持续增长，小间距 LED 应用前景广阔	6
2.1 LED 显示屏产业概况	6
2.2 小间距 LED 优势凸显，市场空间广阔	9
3 深度布局 LED 显示业务	14
3.1 小间距 LED 显示屏持续增长，未来替代空间巨大	14
3.2 布局 LED 显示屏细分领域	16
3.3 雷迪奥：创意显示屏龙头企业，海外营销网络巨大	17
4 布局城市景观亮化，筹谋文创灯光蓝海	18
4.1 行业景气度无虞，未来可期	18
4.2 景观照明市场规模增速明显	19
5 盈利预测与估值	23
6 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司 LED 照明板块构成	1
图 2: 公司营业收入 (亿元) 及增长率	2
图 3: 公司净利润 (百万元) 及增长率	2
图 4: 公司毛利率及净利率	3
图 5: 公司两大业务毛利率	3
图 6: 2018H1 主营业务收入占比	4
图 7: 公司研发投入	4
图 8: 洲明科技国内及海外市场营收	5
图 9: 公司产品三个发展阶段	5
图 10: LED 产业链	6
图 11: 2017 年我国 LED 应用领域分布	6
图 12: 中国 LED 下游应用产值	7
图 13: 我国 LED 显示行业市场规模 (亿元)	7
图 14: 中国 LED 小间距显示屏产值	8
图 15: 国内主要 LED 显示屏业务营收对比 (亿元)	8
图 16: 洲明科技 LED 显示屏市场占有率	9
图 17: 深州市公安局指挥中心智慧公安可视化应用	11
图 18: 全球小间距 LED 显示屏市场规模 (亿美元)	12
图 19: 2017 年洲明科技小间距 LED 全球占有率	12
图 20: LED 小间距整体市场空间超 500 亿元	13
图 21: 小间距 LED 境内外销售收入	14
图 22: 小间距 LED 接单额	14
图 23: 洲明科技以经销模式为主	15
图 24: LED 创意屏	16
图 25: 2015~2017 年雷迪奥超额完成承诺利润 (万元)	17
图 26: 雷迪奥海外营业收入占比	17
图 27: 国内景观照明发展历程	19
图 28: 2010~2017 年中国景观照明市场规模 (亿元)	20
图 29: 公司现金流情况	22
图 30: 流动比率与速动比率	22
图 31: 应收账款占营业收入比重	23
图 32: 洲明科技资产负债率	23

表 目 录

表 1: 公司主要从事的 LED 显示产品	1
表 2: 小间距 LED 显示屏与其他显示屏的对比	10
表 3: 小间距 LED 显示屏主要应用领域	11
表 4: 小间距 LED 整体市场空间预测	13
表 5: 公司小间距产品研发进展	16
表 6: 2017 年洲明科技并购的景观照明领域公司	20
表 7: 2017~2019 年景观照明业务业绩预测	21
表 8: 洲明科技 2018~2020 年分业务收入预测	24
表 9: 可比公司相对估值	24

1 LED 显示领军企业，经营状况较好

洲明科技是全球领先的 LED 应用产品与解决方案供应商，公司始终以 LED 应用产品作为主业，坚持做强细分领域，公司主要的两大业务板块是 LED 显示屏及 LED 照明。通过 LED 行业数十年的精耕细作，目前公司已经形成小间距 LED 显示屏、租赁类显示屏、体育类显示屏、创意类显示屏、LED 专业照明、景观照明等多个领域、全方位、多元化的业务布局，以卓越的综合实力始终保持 LED 显示屏市场份额全球前三、租赁类显示屏全球市场份额第一、体育及创意类显示屏全球领先的行业地位。同时，景观照明和专业照明业务迅速崛起，市场地位居于全国前列。

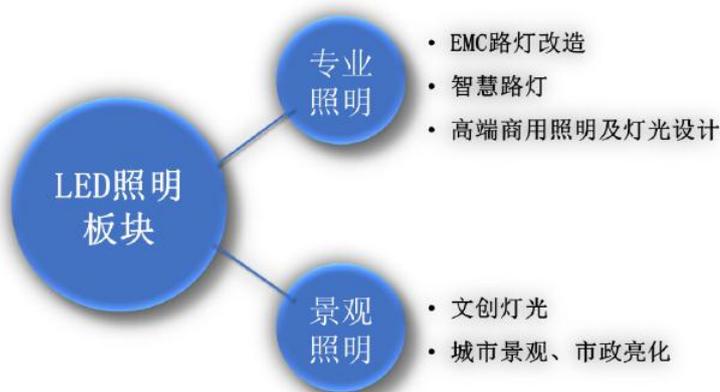
表 1：公司主要从事的 LED 显示产品

显示屏种类	应用领域
小间距 LED 显示屏	主要应用于调度指挥中心（电力、水利、铁路等领域）、作战指挥中心（公安局、部队、航空航天）、安防监控中心（机场、高速公路）、传媒光电、会议室等领域。
租赁类显示屏	主要应用于舞台演艺、大型展览展会、主题公园、大礼堂等领域。
体育类显示屏	主要应用于足球、篮球、网球等各类体育场及大型赛事。
创意类显示屏	主要应用于城市楼宇外墙、天幕、博物馆、图书馆、商业综合体等领域。
固装类显示屏	除涵盖“小间距 LED 显示屏”应用领域外，还包括交通（民航、轨道交通）、教育（电教室、远程教育）、单位会议室、展厅、商业综合体品牌店等领域。
传媒类显示屏	主要应用于广告机、户外传媒、数字告示牌、楼宇广告等领域。
智能标识	主要应用于品牌连锁店（汽车、商超、餐饮、酒店）、能源加油站、银行网点、市政交通等领域。

数据来源：公司公告、西南证券整理

公司 LED 照明板块业务包括专业照明及景观照明两部分。其中专业照明包含 EMC 路灯改造、智慧路灯及高端商用照明及灯光设计；景观照明包含文创路灯、城市景观及市政亮化。

图 1：公司 LED 照明板块构成

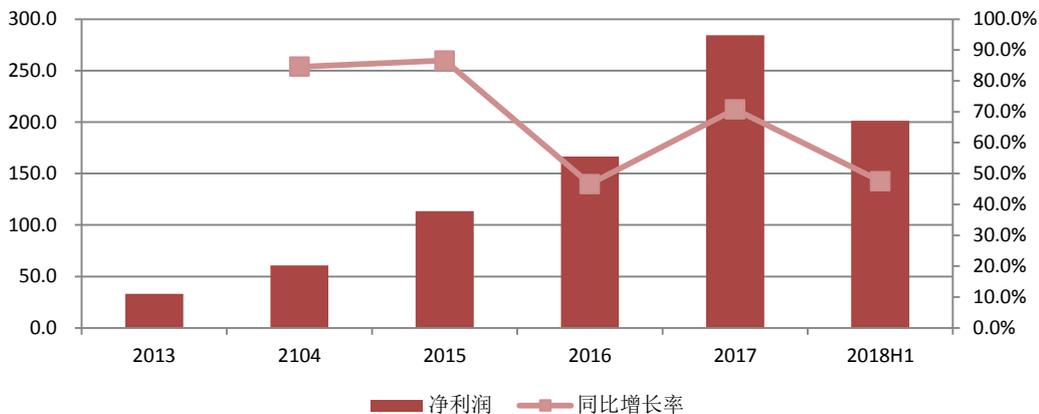


数据来源：公司公告、西南证券整理

2017 年洲明科技整体营收大幅增长，净利润增长率继续保持在较高的水平，近五年净利润增长率均保持在 5 成以上。2017 年实现营业收入 30.3 亿元，同比增长 73.6%，其中海外业务营收 17.2 亿元，占比 56.5%，同比增长率达 47.1%；净利润 2.8 亿元，同比增长 70.8%，近三年的营收复合增长率达 59.3%，净利润复合增长率为 32.3%。2018 年洲明科技营收仍保持较高的增速，2018 年上半年，洲明科技营业收入达 20.4 亿元，同比增长 67.0%，净利润 2.0 亿元，同比增长 67.0%。

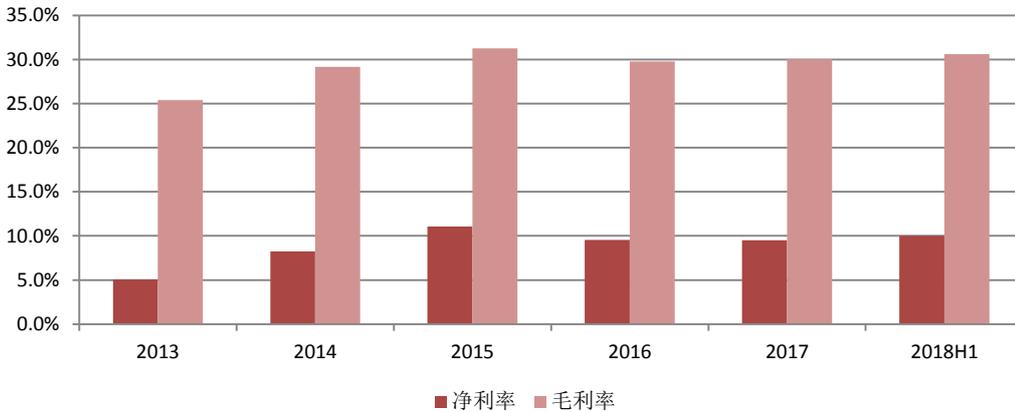
图 2：公司营业收入（亿元）及增长率


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 3：公司净利润（百万元）及增长率


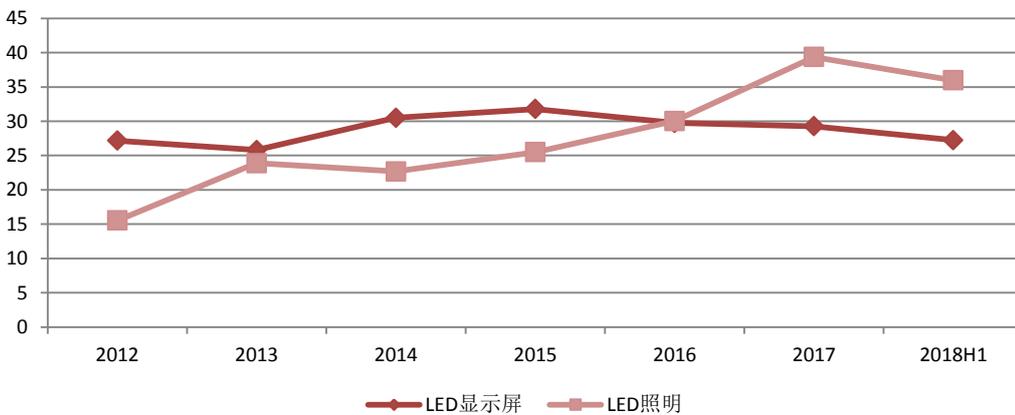
数据来源：公司公告、西南证券整理

洲明科技的毛利率和净利率处于行业平均水平，2018 年上半年，公司毛利率为 30.6%，净利率为 10.0%。

图 4：公司毛利率及净利率


数据来源：公司公告、西南证券整理

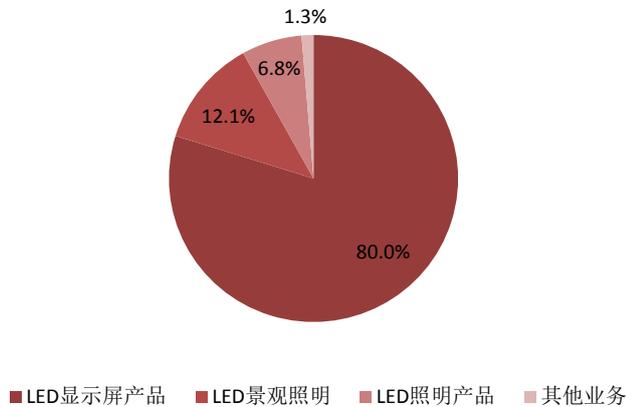
2018 年上半年，LED 显示屏产品、LED 专业照明这两大业务的毛利率分别达到 27.2% 和 36.0%，其中，LED 照明产品近四年的毛利率持续上升，2014~2017 年涨幅达 16.7%，而 LED 显示屏产品的毛利率从 2011 年至今维持一个稳步上升的趋势，毛利率均维持在 25% 以上。

图 5：公司两大业务毛利率


数据来源：公司公告、西南证券整理

洲明科技的主要业务按产品分类是 LED 显示屏、LED 照明灯，2018 年新增 LED 景观照明业务。2018 年上半年，LED 显示屏业务实现营业收入 16.3 亿元，占比 80.0%，其中，小间距 LED 产品营收 9.86 亿元，同比增长 52.6%，占据公司总营收比例的 60.5%；LED 照明产品及 LED 景观照明业务营收分别为 1.4 亿元及 2.5 亿元，总计占比 18.9%。

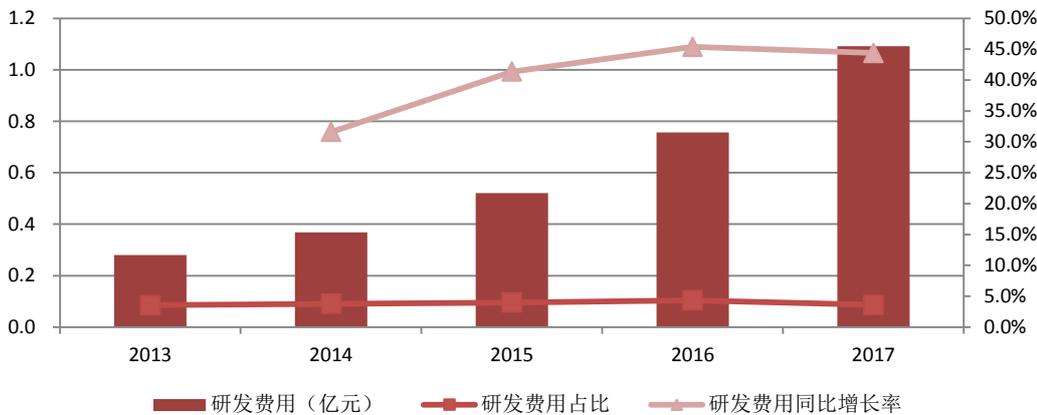
图 6: 2018H1 主营业务收入占比



数据来源: 公司公告、西南证券整理

2017 年公司研发费用投入 1.1 亿元, 同比上涨 44.4%, 占营业收入比重为 3.6%。公司对于产品研发投入逐年加大, 近三年公司研发费用增幅都在 40.0% 以上, 近五年研发费用占营业收入比重也都接近 4.0%。截止目前, 公司及子公司已取得的境内专利达 640 多项, 境外专利数量近百项。

图 7: 公司研发投入

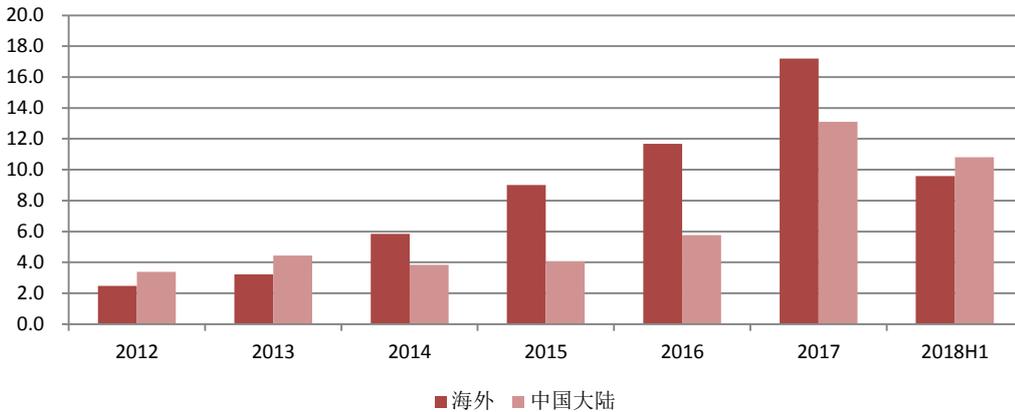


数据来源: 公司公告、西南证券整理

洲明科技通过收购雷迪奥, 打开海外市场销售渠道, 目前公司建立起了覆盖全球的市场营销网络, 在国内市场, 公司持续推进“渠道下沉、行业细分”的策略, 通过招聘各细分领域专业人才和行业精英、覆盖相关的行业协会和大型集成商等方式, 为客户提供综合性的解决方案; 在海外市场, 公司已在英国、荷兰、美国、澳大利亚、韩国、俄罗斯等多地设立子公司, 在墨西哥、日本设立办事处, 进一步完善海外销售网络。

洲明科技海外营收占比较大, 2018 年上半年, 公司海外营收 9.6 亿元, 大陆营收 10.8 亿元, 海外营收占比达到 47.1%。

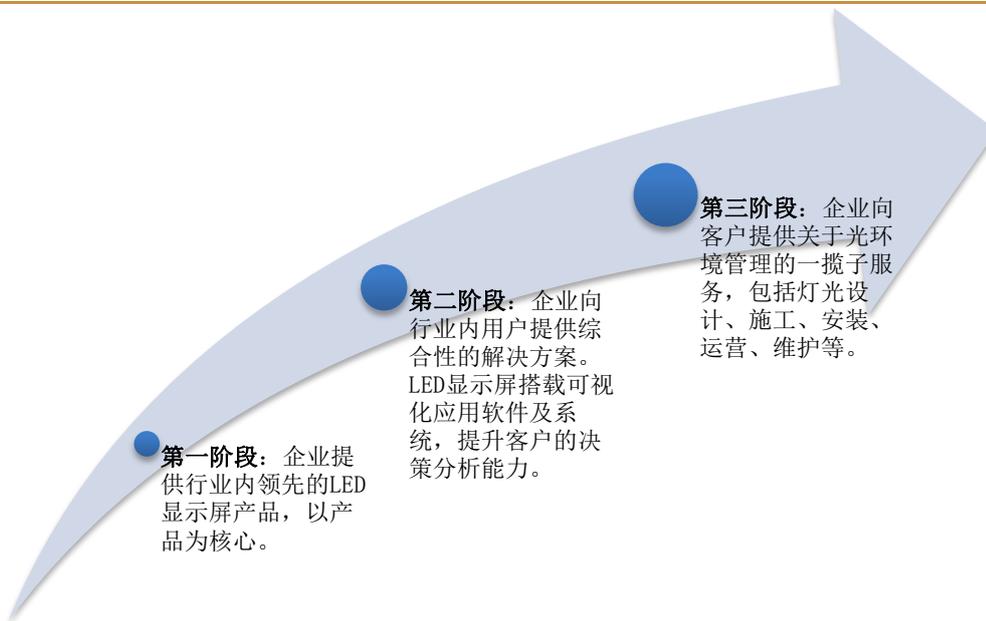
图 8: 洲明科技国内及海外市场营收



数据来源: 公司公告、西南证券整理

公司未来发展战略: 公司立足于 LED 显示、LED 照明两大业务板块, 由单一产品供应商向综合性解决方案提供商再向光环境管理运营商的角色不断升级, 在转型升级的过程中, 公司将充分利用互联网、大数据、云平台为城市光环境提供智能化和信息化的解决方案与运营信息, 逐步形成闭环的行业生态链, 为我国智慧城市建设的贡献。未来, 公司将充分发掘各子公司的优势, 实现 LED 显示屏与专业照明、景观照明领域的深度布局 and 协同发展, 将洲明科技打造成为领先的光环境管理服务商。

图 9: 公司产品三个发展阶段



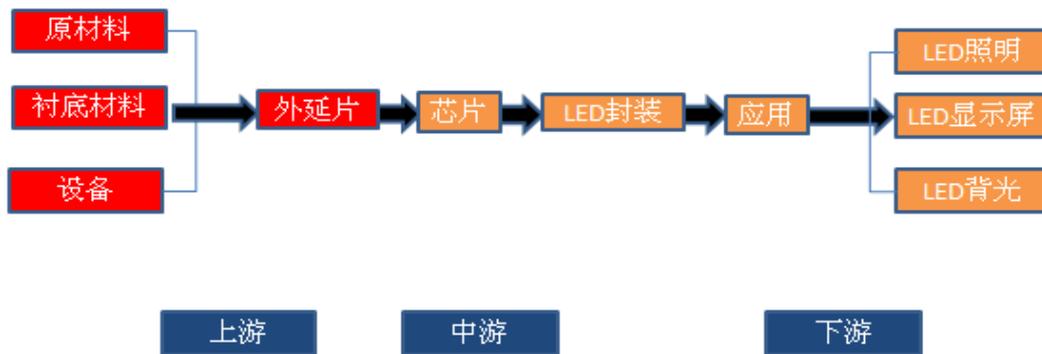
数据来源: 公司公告、西南证券整理

2 显示业务持续增长，小间距 LED 应用前景广阔

2.1 LED 显示屏产业概况

LED 产业链主要包括原材料、设备、上游芯片制造，中游 LED 封装以及下游 LED 应用。公司所处行业属于 LED 产业链下游应用领域的 LED 显示屏和 LED 照明领域。

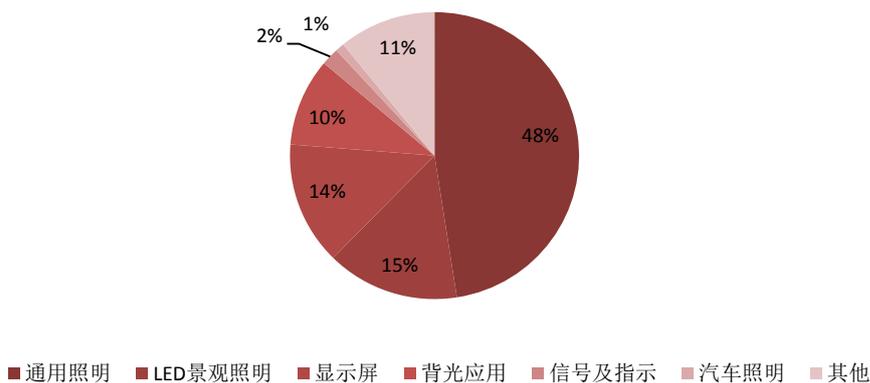
图 10: LED 产业链



数据来源：西南证券整理

目前，LED 下游应用中市场规模最大的是照明领域，其次是显示屏和景观照明。显示屏应用规模目前仍维持一个相对稳定快速增长趋势，尤其是随着小间距 LED 显示屏技术成熟，LED 显示屏应用将逐渐从室内超大尺寸显示应用走向室内，应用领域会显著拓宽，预计未来几年将保持高速增长，从而使得 LED 显示屏在整个下游应用产业链中的占比逐渐提升。

图 11: 2017 年我国 LED 应用领域分布



数据来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟、西南证券整理

在 LED 小间距显示屏及 LED 照明应用需求快速扩张的推动下，中国整个 LED 行业呈现出快速增长的势头。根据前瞻产业研究院发布的《2018~2023 年中国 LED 行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示，2017 年中国 LED 行业总体产值达 6368 亿元，2020 年中国 LED 总体产值将突破万亿元，2017~2020 年复合年均增长率约为 18%。

在 LED 产业链中，LED 下游应用产值达到 5310 亿元，占比达 83.4%，是整个 LED 产业链中能够带来较高附加价值的重要环节。

图 12：中国 LED 下游应用产值



数据来源：前瞻产业研究院、西南证券整理

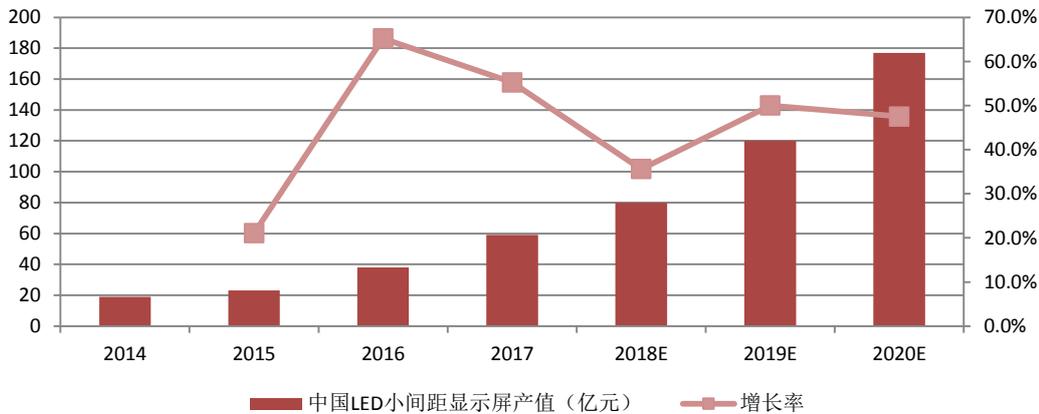
2017 年，我国 LED 显示屏行业延续了去年的增长态势，市场规模持续扩大。17 年我国 LED 显示行业总产值预计在 367 亿元左右，同比增长 9.6%。今年小间距保持去年的高增长态势，仍以 50% 以上的增长速度渗透市场。

图 13：我国 LED 显示行业市场规模 (亿元)



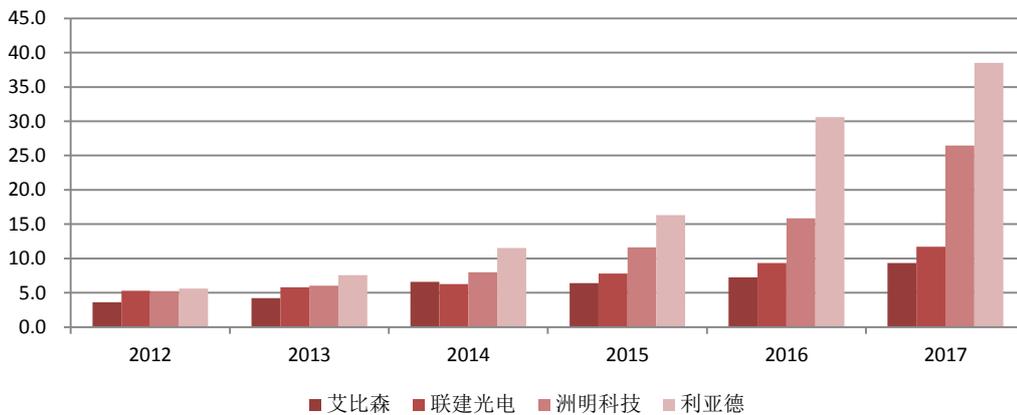
数据来源：搜搜 LED 网、西南证券整理

LED 显示屏是 LED 下游应用中起步较早的产品。近几年保持快速增长的趋势，其中小间距 LED 显示屏是推动市场整体发展的强劲拉力。根据前瞻产业研究院数据显示，2017 年国内 LED 小间距显示屏市场规模达到 59 亿元，同比增长 69%。预计 2020 年我国 LED 小间距显示屏市场规模将达到 177 亿元；根据奥维云网数据，2018 年一季度国内市场 LED 小间距显示屏市场销售额 12.7 亿元，同比增长 65.6%。

图 14: 中国 LED 小间距显示屏产值


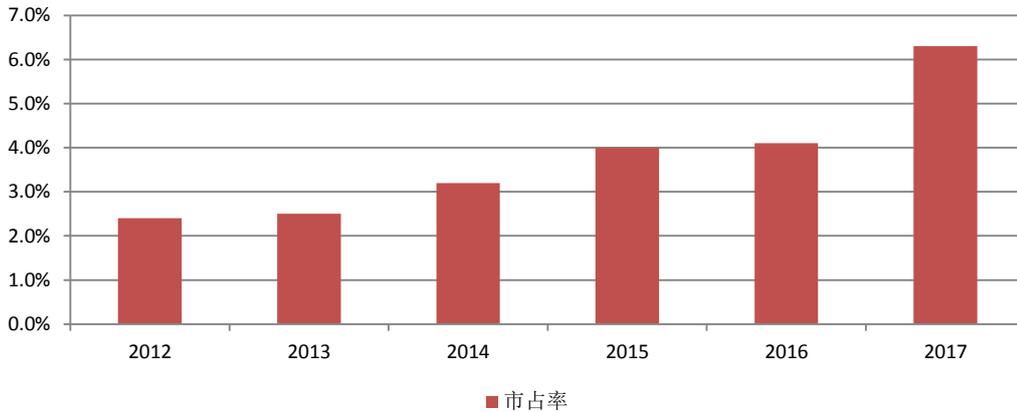
数据来源：前瞻产业研究院、西南证券整理

洲明科技是全球排名前三大的 LED 显示屏公司，此外，国内主要的 LED 显示屏企业还有利亚德、艾比森、联建光电及奥拓电子等。2017 年利亚德 LED 显示屏业务实现营收 38.5 亿元，而洲明科技为 26.5 亿元，联建光电和艾比森分别为 11.7 亿元及 9.3 亿元。可以看出利亚德和洲明科技龙头优势明显。

图 15: 国内主要 LED 显示屏业务营收对比 (亿元)


数据来源：公司公告、西南证券整理

2012 年以来，洲明科技 LED 显示屏市场占有率持续提升，2017 年市场率达到 6.3%。未来随着 LED 显示屏分辨率的提高、渠道营销网络的进一步拓展，公司的市场占有率有望进一步提高。

图 16: 洲明科技 LED 显示屏市场占有率


数据来源：高工 LED、西南证券整理

LED 显示屏相对于传统屏幕优点众多，随着新技术的突破，市场前景广阔。近年来 LED 显示屏凭借亮度高、视觉冲击力强、视觉范围广和色彩还原能力出众等优势呈现高速发展态势，此外互动技术的发展也给 LED 显示屏加分不少。同时，随着数字化网络大规模的成功铺设，以及 LED 显示屏技术的不断突破，以及直播、多屏直播、包屏、互动等新方式新技术的加入，LED 显示屏快速增长。

小间距 LED 显示屏优势凸显，未来 LED 显示屏产值仍将快速发展。小间距 LED 显示屏产品由于其独特的优势逐渐代替了 DLP、LCD、投影等显示媒介，已在展览、商务会议、室内广告标牌、安防监控等领域开始推广，各大显示屏企业争先推出小间距新品，2017 年小间距显示屏市场规模为 11.4 亿美元，同比增长 58.3%。随着小间距 LED 显示屏市场爆发增长，同时伴随着 LED 显示屏向数字媒体、景观照明、智慧城市、体育产业等产业的渗透，未来 LED 显示屏的产值规模仍将快速增长。

从国内及国外市场来看。在国内市场，随着城镇化建设加速、智慧城市、夜游经济等崛起，LED 显示屏应用加速向市政工程方面渗透，需求明显较过去增多；在国外市场，仍以欧美为主，逐渐向俄罗斯、印度等新兴市场扩张，另外随着“一带一路”的推进，沿线国家也成为显示屏厂商耕耘的重点区域对象。

2.2 小间距 LED 优势凸显，市场空间广阔

2.2.1 小间距 LED 显示屏优势明显，市场增速明显

小间距 LED 显示屏是指 LED 点间距在 P2.5 以下的室内 LED 显示屏，主要包括 P2.5、P2.0、P1.8、P1.5 等 LED 显示屏产品。随着 LED 显示屏制造技术的提高，传统 LED 显示屏的分辨率得到了大幅提升。小间距 LED 显示屏是一整套系统的统称，其中包括 LED 显示系统、高清显示控制系统以及散热系统等。小间距 LED 显示屏采用像素级的点控技术，实现对显示屏像素单位的亮度、色彩的还原性和统一性的状态管控。

目前因为成本的问题，小间距 LED 的推广应用仍主要集中于高端应用市场，随着投入的增加，成本问题不会是困扰行业的长时间问题，而且对于部分需求来说应用效果优先于应用成本。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，占比约为 70%，因此，小间距 LED 的成本主要取决于上游原材料灯珠的价格。随着上游封装技术的成熟，国产替代化，以及小间距的量产产生的规模效应，灯珠的成本价格近年来呈现逐年下降的趋势，且下降幅度在 10% 以上，这也带动了小间距 LED 显示屏成本的下降。

表 2：小间距 LED 显示屏与其他显示屏的对比

	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	背光源投影	光源投影	背光源投射
物理拼缝	整屏无拼缝	小于等于 0.5mm	目前最小为 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 1000~1600 流明之间	LED 光源，一般中间 << 500cd/m ² ，四角 << 250~300cd/m ² ，激光光源产品较量	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，调屏均匀一致	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	大致为三种： 1024X768、 1400X1050、 1920X1080	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产品均较为节能	继承了液晶屏的节能特点，不同尺寸越大功耗越高
使用寿命	平均 10 万小时	一般为 6000~6 万小时	平均 6 万小时	传统灯泡：3000 小时 激光：2 万~5 万小时	平均 6 万小时
使用成本	目前 1.9mm 的产品和 DLP 产品的售价差不多，考虑毛利率差异成本还高于 DLP。65 英寸 P2.0 以下产品成本约在 10 万到 30 万之间	成本远高于液晶拼接墙，不过同等尺寸下略低于 LED 产品，例如，65 英寸产品成本约在 7~20 万之间	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，日常维护成本较高，而且在大画面显示，需要各类辅助性设备，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以上
适用环境	亮度可调，对光环境门槛较低，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

	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
应用灵活性	屏体体积相对较小, 可与触屏、4K、裸眼 3D 等技术结合; 具有弧形变形能力、可定制、可更好的发挥创意设计	箱体体积较大, 较难实现与触屏、4K、裸眼 3D 等技术的结合	拼接单元轻薄, 可与触屏、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, 只需通过投影机身的旋转就可以投射出形态各异的画面效果, 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较大, 而且不能实现完全无缝显示, 可以触屏、4K、裸眼 3D 等技术结合

数据来源: 西南证券整理

小间距 LED 显示屏因无拼缝, 单元尺寸较小, 可轻松满足内弧线数字舞美设计, 在对比度、色彩等方面更是由于其他产品, 按 LED 小间距的应用场景来划分, 大致分为广播应用 (演播厅)、安防监控 (安防及监控中心)、商业显示 (包括商用展示、展会, 以及公司会议室、酒店会议室、电影院等)、公共及零售 (主要指户外展示、机场、地铁、零售应用) 四大类。未来最具有成长潜力的是商用显示以及公共和零售, 逐渐替代传统 DLP 和 LCD。

表 3: 小间距 LED 显示屏主要应用领域

应用领域	优势
安防监控	其凭借无拼缝、色彩表现优秀、能耗低等特点, 小间距 LED 显示屏满足了对画面质量要求较高的指挥控制中心、广播电视演播室、气象中心等高端应用领域的需求。
展览展示	小间距 LED 显示屏拥有灵活的组建方式, 机身超薄, 安装维护方便快捷, 且耗能低, 应用于各自公告信息场所。在公告信息需求的应用领域, 小间距 LED 显示屏代替了大尺寸显示屏的使用, 其最大优势是可以实现大尺寸无缝拼接, 能耗低, 寿命时间长, 可以长时间连续开机运行的高强度使用需求。
商务教育	小间距 LED 显示屏还可以满足各种商用领域的使用需求, 如公司会议室、总裁办公室、网络视频会议等。它丰富多彩的电子白板配套功能, 也能够满足各种学校和教育机构的信息演示需求。
家用领域	画面细腻程度的提升, 将 LED 显示屏的室内应用变为可能。随着显示技术的不断提高, 基于小间距 LED 显示技术的 LED 电视也应运而生。

数据来源: 西南证券整理

图 17: 深州市公安局指挥中心智慧公安可视化应用



数据来源: 公司公告、西南证券整理

根据高工产业研究院 (GGI) 发布的研究报告显示, 2017 年小间距 LED 显示屏规模同比增长 67%, 达到 11.4 亿美元, 随着国家信息化、智慧城市等项目的开展, 加上商业显示产品创新、技术更替, 未来小间距显示屏在商显市场仍将加速渗透。GGI 预计未来小间距 LED 显示屏仍将延续高速增长, 2018~2020 年中国小间距市场规模年复合增长率将达 44% 左右。

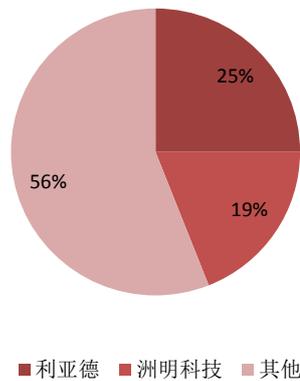
图 18: 全球小间距 LED 显示屏市场规模 (亿美元)



数据来源: OFweek 行业研究中心、西南证券整理

小间距 LED 显示屏生产企业主要有利亚德、洲明科技、联建光电、奥拓电子、雷曼股份等, 2017 年洲明科技在小间距 LED 行业全球市占率为 19%, 仅次于利亚德, 利亚德和洲明科技共占据了市场 44% 的份额。

图 19: 2017 年洲明科技小间距 LED 全球占有率



数据来源: LED inside、西南证券整理

在应用领域方面: 受益于成本的不断下降和解决方案的不断成熟, LED 小间距在安防、人防、交通、能源、军队等专业显示市场渗透率将持续提升。并且随着人们消费水平的不断提高, LED 小间距对于电子白板、激光投影、广告机、DLP、LCD 拼接屏的替代将进一步加速, 会议室、教育、电影屏等新兴领域的应用将逐步被打开。

在运营服务方面: LED 显示企业不仅注重产品的升级换代、研发创新, 同时还注重软实力的开发, 追求为行业客户提供综合性, 通过高清可视化解决方案为客户提供事前预警、事中指挥调度、事后分析研判等全方位的智能化显示服务, 助力智慧城市、平安城市建设。

在新技术方面：Mini LED、COB 等新型显示技术引发了市场的广泛关注。Mini LED 在芯片的封装技术与传统的 SMT 技术不同，将有可能大幅度降低显示屏的制造成本，同时，与传统 LED 显示屏相比，Mini LED 具有高亮度与动态对比、可呈现更细致的屏幕画面等优势，将推动显示技术发生重要变革。未来，随着技术的不断成熟及产业链的不断完善，新型显示技术将为应用市场提供新的增长点和成长动力，有益于整个产业的快速发展。

2.2.2 小间距应用不断拓展，市场空间广阔

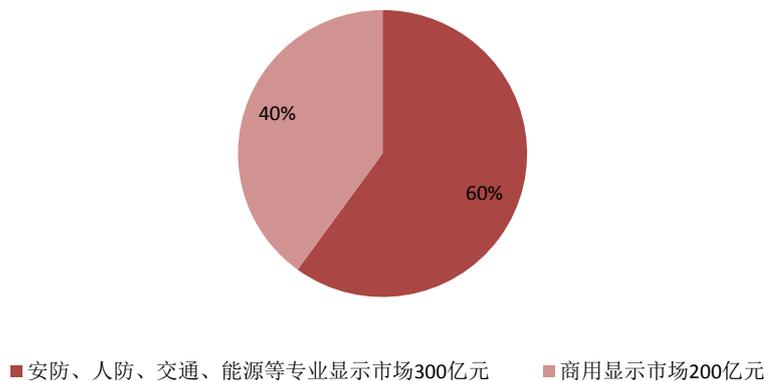
目前，LED 小间距产品主要应用于安防、人防、交通、能源等应用领域市场。随着成本的不断下降和解决方案的不断成熟，LED 小间距在专业显示市场的发展呈现出两大发展趋势，一是细分领域的应用场景不断增多、行业空间不断释放；而是向省级—地级市—区县级的不断下沉和深入，由此推动 LED 小间距在专业显示市场渗透率和普及率的不断提升。

表 4：小间距 LED 整体市场空间预测

应用领域	细分领域	市场现状	计算方法
专业照明领域	人防、交通、能源、军队等	以安防行业为例，LED 小间距渗透率不足 10%，未来有望提升至 50%。目前，中国有 34 省、420 个地级市、2800 余个县，假设各省市县各配置一块显示屏，LED 小间距购置标准为 400 万元、250 万元、120 万元。	根据公式：LED 小间距市场规模=(省数*400 万元+地级市*250 万元+区县市*120 万元)*渗透率 50%=22 亿元。而安防领域又细分为治安、消防、交警、信访、经侦等，预计在安防领域共 100 亿元。以此类推，在专利领域市场规模约 300 亿元。
商用显示领域	商场、教育、企业会议室等	目前商用显示市场中电子白板、激光投影、广告机的销量占据 50%以上，LED 小间距的渗透率不到 10%，但增长了高达 78%，随着 LED 小间距功能的不断升级和成本下降，LED 小间距替代传统显示屏将进一步加速。	2017 年，中国商用显示领域市场规模 470 亿元，预计未来将达 1000 亿元。目前，LED 小间距产品市场渗透率不及 10%，假设未来市场渗透率提升至 20%，则 LED 小间距在商用显示领域的市场规模为 200 亿元。

数据来源：公司公告、西南证券整理

图 20：LED 小间距整体市场空间超 500 亿元



数据来源：公司公告、西南证券整理

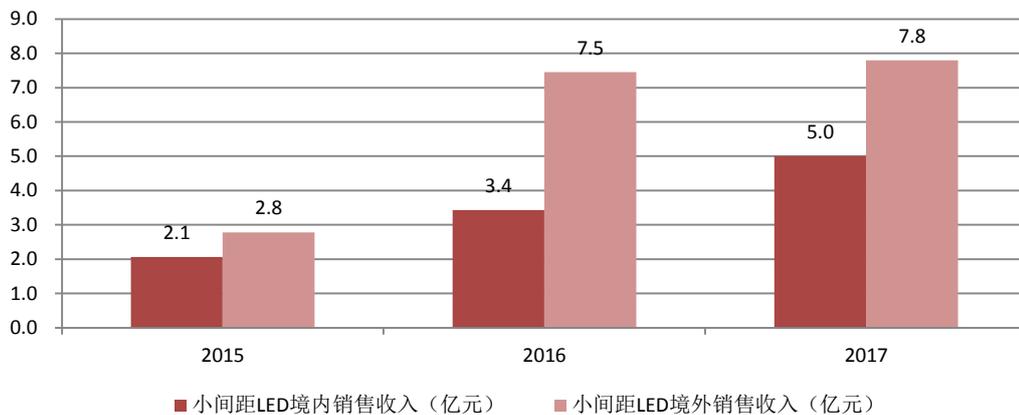
3 深度布局 LED 显示业务

3.1 小间距 LED 显示屏持续增长，未来替代空间巨大

洲明科技成立于 2004 年，过去 15 年公司专注于 LED 显示业务，是 LED 小间距龙头企业，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。2017 年公司小间距产品约占显示屏收入的 60%。产品方面，随着技术水平的不断提高，P1.2、P1.5、P1.6 产品成为 2017 年的主流产品，P2.0 以上产品市场则开始逐渐转弱，同时，企业开始积极布局前沿技术，不断进行产品的创新，运用 Mini LED、COB 等技术向更小的间距发起挑战。

2018 年上半年，公司小间距 LED 显示屏销售额达 9.9 亿元，其中国内市场 5.1 亿元，同比增长 83.0%，国外市场 4.79 亿元，同比增长 29.1%。

图 21：小间距 LED 境内外销售收入



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 22：小间距 LED 接单额



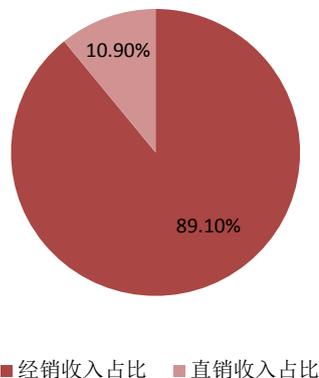
数据来源：公司公告、西南证券整理

公司 2014 年收购了蓝普科技，蓝普科技是国内较早开始研制小间距产品的 LED 显示应用企业之一，在小间距产品的市场领域具有独特的业务资源及渠道，产品案例成熟，广泛分布于广电、水利、监控调度等多个行业。

3.1.1 拓宽营销网络，渠道销售模式优势明显

洲明科技销售方式主要是渠道销售，开创了 LED 显示屏行业内先河，公司独创的渠道销售模式对于公司的快速成长起到了至关重要的作用。与利亚德的直销模式相比，洲明科技的渠道销售模式有其独特的优势。2017 年，公司 LED 产品经销的销售额占营业收入比重达 89.1%。

图 23：洲明科技以经销模式为主



数据来源：公司公告、西南证券整理

渠道销售模式的精髓是集中精力在产品的生产、研发及维护专业渠道：通过渠道客户去寻找终端需求，而业务流程后端的产品安装和维护则主要由渠道商完成。这一模式打破了传统 LED 应用产品生产厂商直接寻找下游客户的格局，独创的渠道模式使行业分工更加细化，使公司专注于产品的研发和生产，不断地改进产品工艺，提高产品品质；渠道模式使公司能通过专业渠道客户更准确更全面地把握终端市场的需求变动，对行业变化作出最准确的判断；渠道客户可以帮助公司更加深入当地市场，了解市场结构等情况。

洲明始终渠道发展模式：渠道项目方面，配合代理商伙伴以洲明的名义进行工程竞标工作，并扩大自身品牌的影响力；而产品渠道方面，洲明则通过旗下子公司蓝普科技专注开拓产品渠道领域的低、中、高端市场，完善渠道建设，形成互补优势。

此外，公司还积极拓展海外市场，2015 年公司完成对雷迪奥的收购，依靠雷迪奥强大的海外营销网络，公司打开海外的销售市场，近几年来海外销售收入占比均超过 50%。

3.1.2 先进的技术优势

公司拥有先进的技术研发优势：公司组建了一支稳定高效、自主创新的研发团队，拥有成熟的研发体系，2018 年，公司持续布局 Mini LED、COB 等前沿技术，推出了业界首创的商用一体化 UTVIII 系列产品和户内微小间距 LED 系列产品（P1.0 以下），为了进一步替代传统投影、电子白板、LCD 拼接等产品及进入更多的应用场景提前布局。

表 5: 公司小间距产品研发进展

时间	研发进展
2012	研发出 P1.75 电视屏和 P1.736 小间距屏
2013	UTV 系列高清电视墙的产品最小间距已达 P1.0mm
2014	全球首创裸眼 3D LED 超级电视, 全球首创 0.8mm 的微小间距 LED 显示屏
2015	提出“16:9 标准分辨率”概念, 打造出宜人观看的“黄金视野”
2016	发布了首款智能前维护的 UHQ 系列产品
2017	研发户内超微小间距 LED 系列产品 (像素间距在 1.00mm~0.5mm)
2018	推出了业界首创的商用一体化 UTVIII 系列产品和户内微小间距 LED 系列产品 (P1.0 以下)

数据来源: 公司公告、西南证券整理

3.2 布局 LED 显示屏细分领域

加码创意屏市场

创意屏是指结构轻巧、安装简单、外形不规则、具有创意灵活性的 LED 显示屏, 主要应用场景包括舞台演艺、体育赛事、室内外建筑、旗舰店等。随着大众审美需求的提升个性化产品需求不断, 当下创意显示成为 LED 企业突破红海市场的重要手段, 作为 LED 显示屏差异化发展的典型表现, LED 创意屏市场近年来呈现出较大的市场生机, 异形屏为代表的创意显示市场大放异彩。此外, 当前屏企不断在其创意 LED 显示产品和方案中增加人屏交互、VR、3D 等功能设置让显示屏与周围环境融合彰显个性化特色, 给我们带来极具感官冲击力的表现效果, 营造出“沉浸式”的感官体验。

图 24: LED 创意屏

北京昆泰地产大楼前玻璃幕墙

数据来源: 公司公告、西南证券整理

2017 年, 公司以现金方式收购蔷薇科技, 使得公司在 LED 显示屏细分领域的布局在下一城, 蔷薇科技自 2009 年成立以来, 始终以“点亮户外大视界”为企业愿景, 主营条形屏、格栅屏等 LED 创意屏产品, 并通过持续的产品创新与市场推广, 致力于实现“显示+亮化”的跨界融合, 成为建筑多媒体景观解决方案领导者。

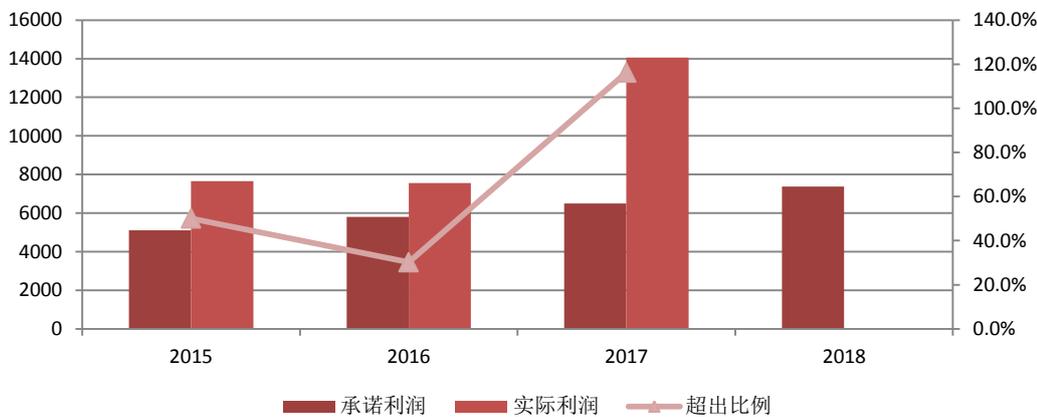
截止 2017 年, 蔷薇科技成功发 4 代产品, 拥有 20 余项灯条屏专利, 蔷薇科技 2018~2020 年承诺实现利润为 1040 万元、1352 万元、1758 万元。

3.3 雷迪奥：创意显示屏龙头企业，海外营销网络巨大

雷迪奥成立于2009年3月，致力于为舞台租赁、室内室外建筑、旗舰店等领域提供创意型显示方案，是国内领先的LED显示方案专业服务商。雷迪奥拥有完善的产品线，主要包括魔方、双雄、竹筒、单点等多个系列LED显示屏。2012年3月，公司出资3300万收购雷迪奥60%股份，2015年6月，公司收购了雷迪奥剩余的40%股份，雷迪奥成为全资子公司。

自从2012年被洲明科技收购，雷迪奥依靠自身强大的品牌实力和洲明科技遍布全球的销售渠道，营业收入实现大幅增长。2015年~2018年雷迪奥承诺利润为5100万元、5800万元、6500万元、7380万元，2015~2017实际完成利润7649万元、7553万元、14054万元，已超额完成预期。

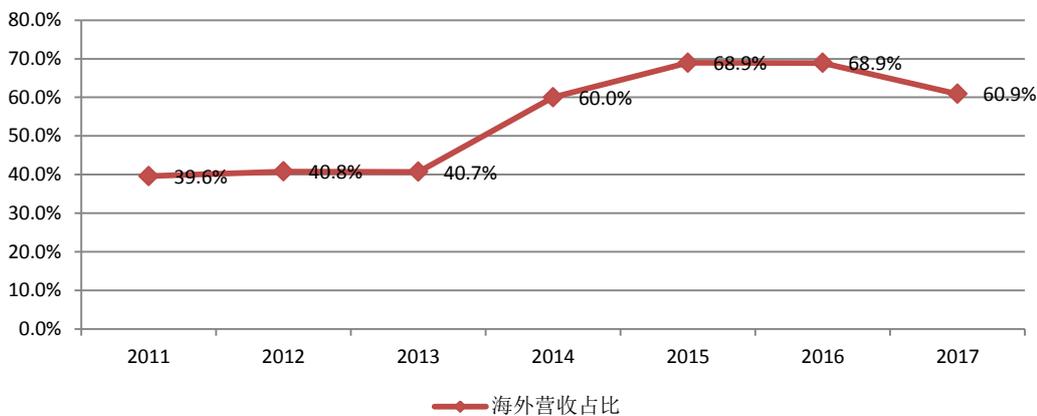
图 25：2015~2017 年雷迪奥超额完成承诺利润（万元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

洲明科技通过收购雷迪来扩充自己的海外销售渠道，雷迪奥具有巨大的海外营销网络，客户主要集中在北美及欧洲市场，雷迪奥拥有稳固的海外市场地位，在北美及欧美设有子公司。

图 26：雷迪奥海外营业收入占比



数据来源：公司公告、西南证券整理

随着大众审美需求的提升及个性化产品的不断增强，当下创意显示成为企业增长的来源点，LED 创意屏市场近年来呈现出较大的市场生机。雷迪奥在创意显示屏领域极具优势和竞争力，洲明科技通过收购雷迪奥，创意屏与普通屏、小间距屏形成互补态势，提升综合竞争实力。

在海外经济持续复苏，文娱产业蓬勃发展的背景下，雷迪奥将持续聚焦欧美市场，通过产品中心部精准把握客户需求，适时推出更小间距、更高密度、更广应用、更具创新的产品，不断丰富产品系列，2017 年，雷迪奥推出了 CB、高密等系列产品，进一步拓展应用场景，其中，CB 系列产品继“黑玛瑙”系列之后又一次获得素有设计界奥斯卡之誉的“德国红点奖”。借助于上市公司的优势，雷迪奥坚定不移的向舞台演艺综合性解决方案供应商转型，通过参股、外延并购的方式向舞台控制系统、舞台机械、舞台灯光、AR/VR 等领域进行纵深式的探索及布局，以此打造完整、可持续的高端视觉领域生态链。

租赁显示屏领域

租赁类显示屏主要用于舞台显示、大型展览展会、主题公园、礼堂等领域。LED 租赁屏具有“小投入大回报”的特点，只需支付一笔租赁费即可使用 LED 显示屏，达到宣传品牌、广告投放、营造氛围等目的，大大降低投资风险，LED 租赁屏的差异在于它需要频繁移动、反复拆卸和安装，对产品的便携、轻薄、无缝拼接和防震的要求较高，在产品外形设计、结构设计、材料选型上更加讲究。

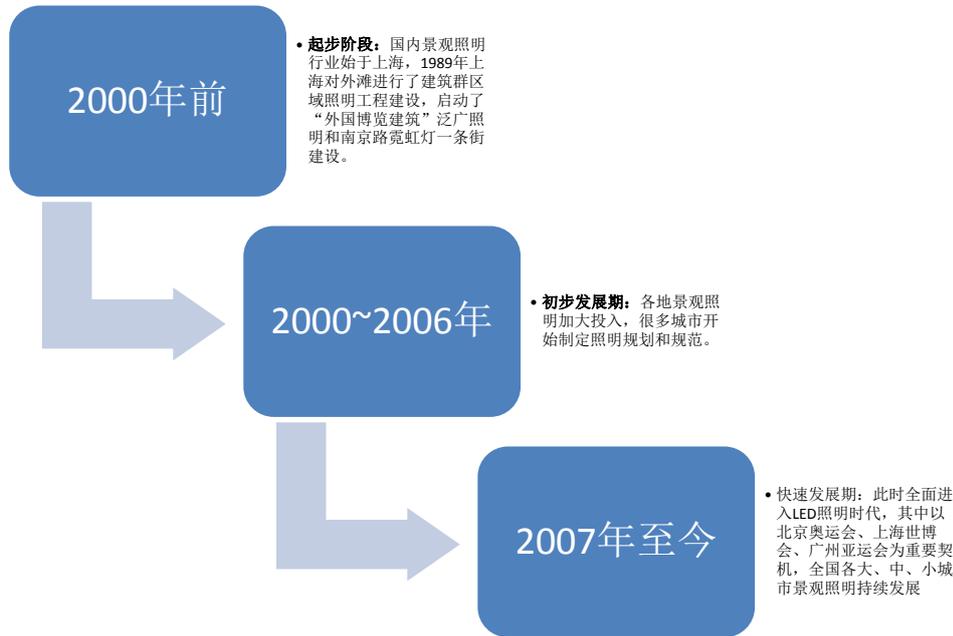
洲明科技在 LED 租赁显示屏市场份额全球第一，全资子公司雷迪奥主要从事 LED 舞台租赁显示屏的生产和销售，是 LED 租赁屏领域的龙头，下游客户为海外大型租赁企业。

4 布局城市景观亮化，筹谋文创灯光蓝海

4.1 行业景气度无虞，未来可期

景观照明是指在城市道路、公共广场、建筑物、商业街、园林绿化、景观雕塑、桥梁水景等范围和场所内，以美化城市景观、进行商业广告等目的，以各种光源形式设置的户外装饰性照明，始于 20 世纪 20 年代美国纽约提出的城市景观照明理念，现在已经成为现代城市发展和服务能力的一个重要标志。相对于功能性照明，景观照明更侧重于艺术性、装饰性。

图 27: 国内景观照明发展历程



数据来源: 西南证券整理

城市景观亮化的驱动因素主要有三点: 夜游经济发展、城镇化进程加快、国家大型活动频频举办。

夜游经济潜力巨大, 照明工程拉动效果显著: 日间的城市活动以生产性活动为主, 夜间的城市以消费活动为主, 我们假设一个常住及流动人口 600 万人口的中等城市, 每天 7% 的人口进行夜游消费, 人均夜间消费 20 元, 每晚的销售额可以达到 840 万元, 年收入可达 30.7 亿元, 因此, 点亮城市, 将城市经济活动延伸至夜晚, 将有效引发夜间隐藏的巨大商机。

城镇化进程加快, 消费升级: 目前, 我国城镇化率已经从 1978 年的 17.9% 跃升至 2017 年的 58.5%, 随着城镇化比例不断提高以及人们对于城市质量的要求不断提高, 推进城市建设的不断发展, 而景观照明对塑造城市整体形象有这重要作用, 与城市经济、文化、社会、自然因素密切相关, 越来越受到地方政府的重视。

国家大型活动频频举办加速城市景观发展: 今年来国家大型活动频频举办, 如北京奥运会、上海世博会、杭州 G20 峰会、厦门“金砖五国”会议等, 对于各举办地的城市景观的发展起到了极大的促进作用。

4.2 景观照明市场规模增速明显

根据高工产业研究院(GGII)数据显示, 2017 年全球照明市场产值规模达到 5360 亿元, 其中, 中国大陆 LED 照明产值规模 2969 亿元, 同比增长近 21%, LED 照明出口规模超过 200 亿美元, 同比增长 37% 以上, GGII 预计, 未来几年中国 LED 照明市场规模仍有望维持在 15% 左右的市场增幅, 2020 年中国 LED 照明市场规模将达到 4616 亿元。

LED 照明应用领域中, 景观照明方兴未艾, 2017 年全球景观照明市场规模达 2750 亿元, 其中中国市场规模达到 680 亿元, 同比增长 17.4%, 已经成为全球最大的景观亮化市场。

GGII 预计 2018 年中国景观亮化市场规模将达到 780 亿元，增速约 15%，预计十三五期间仍能保持 10% 以上的增速，至 2020 年行业规模将达到千亿元。

图 28：2010~2017 年中国景观照明市场规模（亿元）



数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

4.2.1 公司外延并购，深度布局景观照明领域

2017 年随着城镇化进程持续推进，相信未来几年无论是一线城市，还是二、三线城市，景观照明市场需求仍将快速增长，2017 年公司通过外延并购深度布局景观照明领域，先后收购杭州柏年与清华康利等，抢占市场先机，完善战略布局。

表 6：2017 年洲明科技并购的景观照明领域公司

并购公司	并购时间	公司简介
清华康利	2017 年 8 月 16 日，洲明科技发布《关于与山东清华康利城市照明研究设计院有限公司签署投资框架协议的公告》	清华康利拥有住建部城市规划编制丙级资质、照明工程设计专项甲级资质等，能为客户提供城市照明建设咨询、规划、设计、融投、建设、运营等全方位一站式解决方案，先后参与了厦门、青岛、济南、沈阳、南京和武汉等多个城市照明规划和施工，是集城市景观照明规划、设计、工程施工和灯具研究开发为一体的专业性企业。
希和光电子	2017 年 9 月 5 日，洲明科技发布《关于以现金收购杭州希和电子有限公司 100% 股权的公告》	公司是一家专注于照明亮化、智能化控制系统、显示屏应用方面的整体方案解决集成商，是集研发、设计、生产、销售、物流、安装、服务为一体化的制造型企业，标志性工程涵盖市政景观亮化、楼宇亮化、体育中心亮化等多种范围。公司通过收购希和光电子，利用其现有厂房，深耕华东地区市场。
杭州柏年	2017 年 10 月 10 日，洲明科技发布《关于现金收购杭州柏年智能光电子股份有限公司股权并购并增资的公告》	杭州柏年专注于显示屏标识标牌业务，客户群体覆盖轨道交通、能源加油站、酒店和餐饮等众多行业，与公司当前显示业务板块形成较好协同效应，公司近几年在景观照明领域积累了一定的品牌影响力和高端案例，如杭州 G20 夜景亮化和上海中心等。

数据来源：公司公告、西南证券整理

收购杭州柏年，打造一流文创灯光品牌。2017 年，公司收购了杭州柏年 52% 的股份，正式开启了文创灯光的战略布局，即在点亮、美化城市的基础商，辅助科技手段，增强灯光的交互功能，展现城市的文化底蕴，并未客户提供从事项目管理、方案设计、灯具选材、售

后维修等一揽子服务。杭州柏年先后完成了以金华三江两岸、安徽金湖城市亮化为代表的市政亮化工程，以城隍阁、福星观、古运河码头等为代表的文旅古亮化工程，以杭州 G20 峰会西湖景区、西湖南线景观带为代表的山体景观亮化工程，及以上海中心、武汉绿地中心等为代表的地标建筑物亮化等一系列工程，积累了丰富的细分市场经验和良好口碑。

收购清华康利, 定位城市景观与市政亮化。2017 年, 公司收购了清华康利 100% 的股权, 强化了公司在景观照明行业的资质布局, 清华康利拥有住建部城市规划编制丙级资质、照明工程设计专项甲级资质等, 能为客户提供城市照明建设咨询、规划、设计、融投、建设、运营等全方位一站式解决方案, 先后参与了厦门、青岛、济南、沈阳、南京和武汉等多个城市照明规划和施工。2018 年, 公司在青岛夜景照明改造提升项目中, 承接了青岛市南区、市北区、城阳区、崂山区等多地的楼宇和绿地及山区亮化工程。

洲明科技对景观照明的定位是以设计拿下工程, 以工程实现利润、以运营实现利润可持续发展。公司定位文创灯光运营商, 在国家大力推动惠及民生的基础设施建设的时代, 向“美其容、丰其景、彰其文”内涵延伸的照明工程正在进入文创灯光新阶段, 真正诠释 LG 所提出的“万物皆显示”理念, 基于文创灯光, 楼宇墙面、地面、水面、植物表面都可作为图像信息的载体, 成为汇聚游客、路人注意的焦点, 通过旅游经济、定制内容投放、周边产品销售三个方面展现变现潜力。

2017 年洲明科技景观照明业务实现营业收入 1.5 亿元, 毛利率 30.3%, 我们预计 2018 年景观照明业务增速将达到 40%, 实现营业收入 2.1 亿元。根据业绩承诺, 预计 2018~2019 年净利润将达到 7100 万元、9100 万元。

表 7: 2017~2019 年景观照明业务业绩预测

收购公司	业绩承诺	2017 年扣非净利润 (万元)	2018 年扣非净利润 (万元)	2019 年扣非净利润 (万元)
清华康利		3000	4100	5100
杭州柏年		2000	3000	4000
总计		5000	7100	9100

数据来源: 公司公告、西南证券整理

4.2.2 坚持渠道销售模式, 现金流情况较好

近几年的公司现金流情况较好, 主要受益于公司的渠道销售模式。2017 年公司经营利润为 3.2 亿元, 经营活动产生的现金流金额为 1.2 亿元, 应收账款增多, 主要是由于 2017 年公司新增景观照明业务, 所需资金较多, 且回收周期较长。

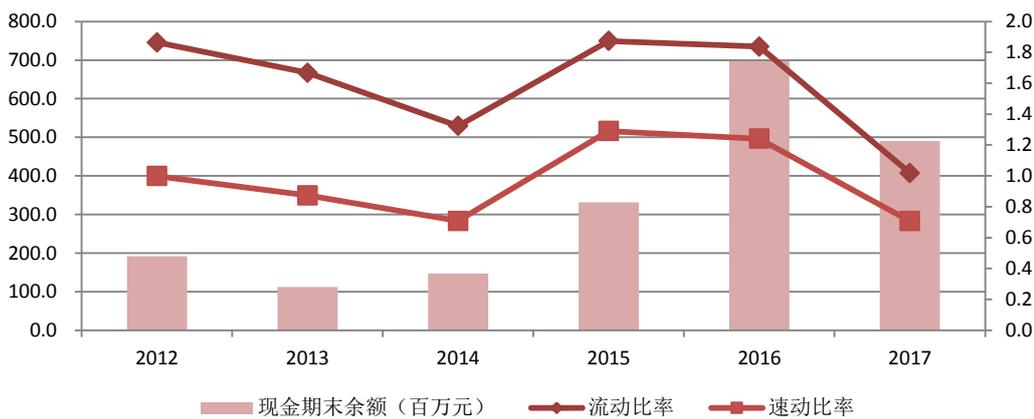
图 29: 公司现金流情况



数据来源: 公司公告、西南证券整理

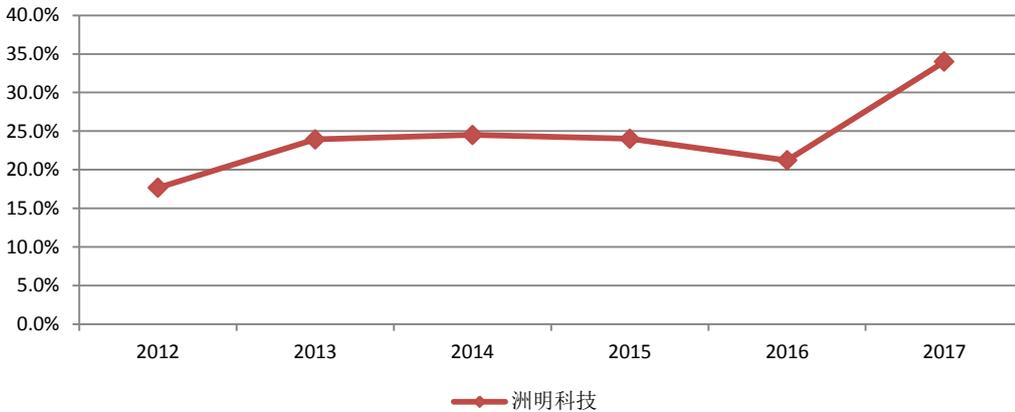
近几年来, 公司流动比率维持在 2.0 左右, 速动比率维持在 1.0 左右, 公司偿债能力较好。

图 30: 流动比率与速动比率



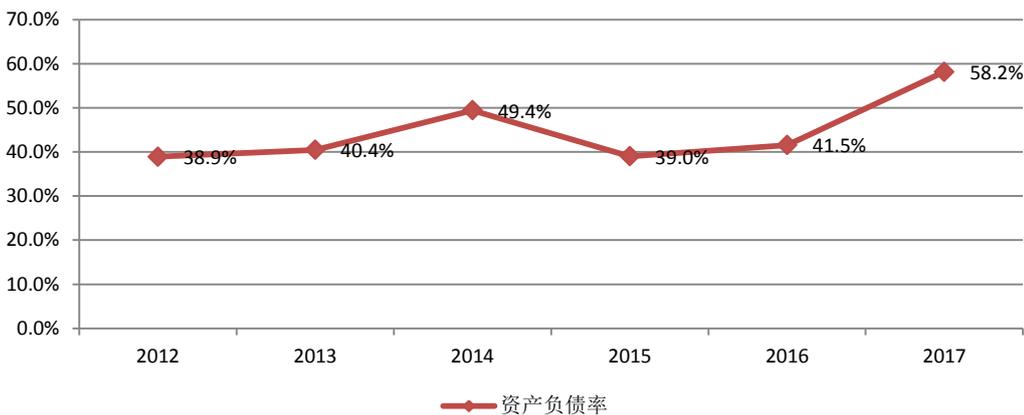
数据来源: 公司公告、西南证券整理

洲明科技的应收账款占营收的比重较低, 现金流情况较好。与利亚德相比较, 从近 6 年来的数据来看, 洲明科技应收账款占营业收入比重较低, 近五年来维持在 20~30% 之间。

图 31: 应收账款占营业收入比重


数据来源: 公司公告、西南证券整理

公司近几年的资产负债率在 40~60% 之间, 公司的负债水平较好。

图 32: 洲明科技资产负债率


数据来源: 公司公告、西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 目前, 公司正积极推进大亚湾科技园二期生产基地的建设, 在建产能 213700 平方米/年, 预计 19 年初完成, 建成后将成为全球领先的 LED 显示屏制造基地, 公司产能及产量将进一步提升, 预计 19 年公司 LED 显示业务全年保持快速增长势头。

假设 2: 公司主营业务如 LED 显示屏产品、LED 照明产品、LED 景观照明及其他业务, 销售增量明显, 假设 2018~2020 年 LED 显示屏产品毛利率分别为 27.5%、28.0% 和 28.7%, LED 照明业务毛利率为 39.4%、35% 和 32%。

假设 3: 公司三费无明显变化。

基于以上假设, 我们预计公司 2018~2020 年分业务收入如下表:

表 8: 洲明科技 2018~2020 年分业务收入预测

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	3030.5	4218.9	5921.9	7665.3
	增速	73.6%	39.2%	40.4%	29.4%
	毛利率	30.0%	28.5%	28.6%	28.9%
LED 显示屏产品	收入	2646.04	3704.5	5223.3	6790.3
	增速	67.10%	40.00%	41.00%	30.00%
	毛利率	29.27%	27.50%	28.00%	28.70%
LED 照明产品	收入	213.90	288.8	384.1	476.2
	增速		35.00%	33.00%	24.00%
	毛利率	39.40%	39.40%	35.00%	32.00%
LED 景观照明	收入	147.44	199.0	282.6	358.9
	增速		35.00%	42.00%	27.00%
	毛利率	30.30%	30.00%	30.00%	28.00%
其他业务	收入	23.12	26.6	31.9	39.9
	增速		15.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	31.00%	31.00%	30.00%	30.00%

数据来源: 公司公告、西南证券

预计 2018~2020 年营业收入分别为 42.2 亿元、59.2 亿元、76.7 亿元, 归母净利润分别为 4.2 亿元、5.9 亿元、7.7 亿元, 对应当前股价 PE 为 17 倍、12 倍、9 倍。鉴于公司是 LED 显示龙头企业, 其目前正加大投入, 扩大产能, 夜游经济持续景气, 我们认为公司应享有高于行业平均水平的估值, 给予公司 2018 年 25 倍 PE, 目标价格 13.75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9: 可比公司相对估值

代码	证券简称	最新收盘价	每股收益			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
利亚德	SZ300296	10.10	0.48	0.70	0.95	21	15	11
艾比森	SZ300389	18.28	0.33	0.75	1.04	35	22	16
奥拓电子	SZ002587	5.64	0.22	0.34	0.47	27	17	13
行业均值						28	18	13

数据来源: wind, 西南证券整理

6 风险提示

LED 行业景气度或不及预期; 受汇率波动影响; 在建项目推进及达产进度或不及预期的风险; 传统的经销模式可能会由于各企业之间互相争夺客户导致企业销量下降。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3030.53	4218.89	5921.94	7665.41	净利润	287.71	423.18	591.37	770.45
营业成本	2120.08	3018.43	4230.62	5451.71	折旧与摊销	68.39	56.34	56.34	56.34
营业税金及附加	20.11	29.38	41.90	52.89	财务费用	41.18	3.23	8.94	19.83
销售费用	276.89	395.09	550.08	713.97	资产减值损失	56.97	5.00	5.00	5.00
管理费用	222.15	329.84	455.27	588.07	经营营运资本变动	332.79	253.78	205.89	145.89
财务费用	41.18	3.23	8.94	19.83	其他	-664.34	-51.30	-77.41	-11.08
资产减值损失	56.97	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	122.69	690.23	790.12	986.44
投资收益	-0.45	30.00	30.00	30.00	资本支出	-685.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	80.66	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-604.79	30.00	30.00	30.00
营业利润	323.15	467.93	660.13	863.93	短期借款	292.62	-308.78	0.00	0.00
其他非经营损益	1.32	10.45	7.85	6.55	长期借款	-45.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	324.46	478.38	667.97	870.49	股权融资	193.51	0.00	0.00	0.00
所得税	36.75	55.20	76.61	100.04	支付股利	-31.50	-56.86	-84.20	-117.84
净利润	287.71	423.18	591.37	770.45	其他	-120.12	-3.65	-8.94	-19.83
少数股东损益	3.41	2.19	2.19	2.19	筹资活动现金流净额	288.56	-369.29	-93.14	-137.67
归属母公司股东净利润	284.30	420.99	589.18	768.26	现金流量净额	-207.24	350.93	726.98	878.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	642.24	1053.68	1873.80	2890.24	成长能力				
应收和预付款项	1285.54	1488.04	2155.68	2830.55	销售收入增长率	73.58%	39.21%	40.37%	29.44%
存货	860.21	1266.74	1835.71	2342.21	营业利润增长率	81.76%	44.81%	41.07%	30.87%
其他流动资产	28.17	39.21	55.04	71.24	净利润增长率	72.53%	47.09%	39.74%	30.28%
长期股权投资	231.78	231.78	231.78	231.78	EBITDA 增长率	123.05%	21.91%	37.52%	29.60%
投资性房地产	271.27	271.27	271.27	271.27	获利能力				
固定资产和在建工程	866.29	822.95	779.60	736.26	毛利率	30.04%	28.45%	28.56%	28.88%
无形资产和开发支出	507.31	495.00	482.69	470.39	三费率	17.83%	17.26%	17.13%	17.24%
其他非流动资产	198.77	198.08	197.39	196.70	净利率	9.49%	10.03%	9.99%	10.05%
资产总计	4891.58	5866.75	7882.97	10040.64	ROE	14.06%	17.54%	20.26%	21.57%
短期借款	308.78	0.00	0.00	0.00	ROA	5.88%	7.21%	7.50%	7.67%
应付和预收款项	1730.55	2280.05	3280.30	4228.97	ROIC	29.23%	33.57%	52.41%	72.42%
长期借款	7.66	7.66	7.66	7.66	EBITDA/销售收入	14.28%	12.50%	12.25%	12.26%
其他负债	798.10	1106.14	1521.81	1940.52	营运能力				
负债合计	2845.09	3393.85	4809.76	6177.15	总资产周转率	0.81	0.78	0.86	0.86
股本	634.72	761.26	761.26	761.26	固定资产周转率	5.40	5.73	8.54	11.79
资本公积	598.97	491.62	491.62	491.62	应收账款周转率	4.33	3.81	4.09	3.86
留存收益	724.98	1089.11	1594.09	2244.51	存货周转率	2.73	2.70	2.69	2.59
归属母公司股东权益	1793.86	2157.57	2662.54	3312.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.67%	—	—	—
少数股东权益	252.63	254.82	257.01	259.20	资本结构				
股东权益合计	2046.49	2412.38	2919.55	3572.16	资产负债率	58.16%	57.85%	61.01%	61.52%
负债和股东权益合计	4891.58	5806.24	7729.32	9749.32	带息债务/总负债	11.12%	0.23%	0.16%	0.12%
					流动比率	1.02	1.16	1.25	1.33
					速动比率	0.71	0.78	0.86	0.95
					股利支付率	11.08%	13.51%	14.29%	15.34%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.55	0.77	1.01
					每股净资产	2.36	2.84	3.50	4.35
					每股经营现金	0.16	0.91	1.04	1.30
					每股股利	0.04	0.07	0.11	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	432.71	527.50	725.41	940.11					
PE	25.08	16.94	12.10	9.28					
PB	3.97	3.30	2.68	2.15					
PS	2.35	1.69	1.20	0.93					
EV/EBITDA	10.67	7.39	4.24	2.19					
股息率	0.44%	0.80%	1.18%	1.65%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn