

多媒体+LED 双轮驱动，有望重回稳健增长

投资要点

- **投资逻辑:** 公司“多媒体+LED”双轮驱动模式逐渐成型，看好国内市场发展。政策利好智能电视市场，用、换机潮叠加，超维生态助力液晶电视业务增长。车用照明需求上涨，Mini LED 迎来产业化，LED 全产业链布局效果将现，随着新增产线逐步投产，大大助力公司营收规模增长。
- **“多媒体+LED”双轮驱动。** 2018 年公司多媒体视听业务取得收入 111.2 亿元，同比增长 27.9%；LED 业务取得收入 17.5 亿元，同比增长 14%，占总营收比例继续提升，达 13.6%。随着 LED 上游外延片及芯片项目投产，LED 全产业链布局完成，“多媒体+LED”双轮驱动模型逐渐呈现。
- **有线电视用户下降，智能电视发展迎来新契机。** 2019 年，OTT TV 用户将首次超过有线电视用户，成为新主流。超高清视频产业发展政策利好未来发展，内容短板补齐将增大智能电视市场容量，“硬件+平台+内容”超维生态优势明显，公司液晶电视业务将迎来发展新契机。
- **LED 全产业链布局效果将现，新领域或有新增长。** 公司 LED 外延片及芯片项目已经封装产能扩建项目首期已经完成厂房主体建设，预计年中投产放量，LED 全产业链布局效果将现。通用照明市场增长疲软，车用照明及 Mini LED 背光将成为下一个切入点，公司在这些领域的布局或将带来新增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.12 元、0.14 元、0.15 元，未来三年归母净利润将保持 15.3% 的复合增长率。参考可比公司一致预期，考虑公司 LED 封装投产，营收规模快速扩张，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动风险；汇率大幅波动风险；终端需求不及预期风险。

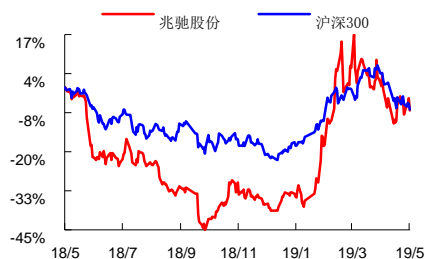
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12867.77	14901.60	16514.18	18109.29
增长率	25.80%	15.81%	10.82%	9.66%
归属母公司净利润(百万元)	445.38	538.97	622.73	683.37
增长率	-26.13%	21.01%	15.54%	9.74%
每股收益 EPS(元)	0.10	0.12	0.14	0.15
净资产收益率 ROE	4.80%	5.51%	5.99%	6.17%
PE	31	25	22	20
PB	1.57	1.49	1.40	1.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@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)	45.27
流通 A 股(亿股)	39.73
52 周内股价区间(元)	1.71-3.64
总市值(亿元)	136.26
总资产(亿元)	189.00
每股净资产(元)	1.96

相关研究

目 录

1 业绩表现良好，双轮驱动模式逐渐成型	1
1.1 营收持续增加，收入结构调整	1
1.2 布局思路清晰，双业务线同步发展	2
2 势头向好，智能电视普及期来临	2
2.1 有线电视用户下降，OTT TV 渐成主流.....	2
2.2 政策利好，智能电视竞赛下半场即将开赛	4
2.3 优势凸显，超维生态助力互联网电视业务	6
3 LED 业务初具规模，全产业链布局进展迅速	8
3.1 LED 营收占比提升，向价值链高端延伸	8
3.2 封装市场增大，mini LED 迎产业化	9
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司 2013 年以来营收及增速	1
图 2: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	1
图 3: 2018 年国内外营业收入占比	1
图 4: 2018 年主营业务构成	1
图 5: 公司“双轮驱动”模式逐渐成型	2
图 6: 2014-2018 年观众人均每日收视时长 (分钟)	3
图 7: 日均观众规模及每日实际观众人均收视时长 (分钟)	3
图 8: 智能电视等于普通电视加 OTT 盒子	3
图 9: OTT 生态规模发展趋势	4
图 10: 2015-2020 有线电视与 OTT 用户数量对比	4
图 11: 中国 OTT 激活量走势 (万台)	4
图 12: 智能电视与传统电视保有量对比	4
图 13: 2014-2018 智能电视销量对比图	5
图 14: 风行电视超维生态系统	6
图 15: 2019Q1 全球液晶电视面板出货数量排名 (单位: 百万片)	7
图 16: 全球液晶面板出货结构走势 (单位: %)	7
图 17: 2011-2018 年 LED 业务营业收入、成本及毛利率	8
图 18: 2011-2018 年 LED 业务营收占比	8
图 19: LED 产业链中的“微笑曲线”	8
图 20: 2014-2020 年中国 LED 封装行业产值及增速	9
图 21: 2018 中国 LED 封装产品结构	9
图 22: 2014-2020 年中国 LED 汽车照明市场规模及增速	9
图 23: 2018LED 在中国与国际汽车照明中渗透率对比	9

表 目 录

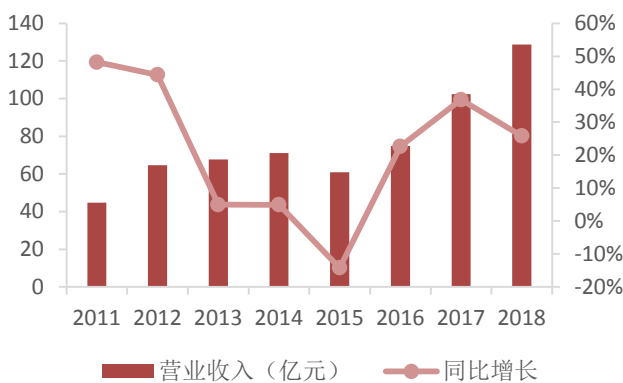
表 1: 电视观看方式对比	3
表 2: 各品牌进入互联网电视领域时间线	5
表 3: 风行互联网电视具有极高的性价比 (单位: 元)	6
表 4: 最近半年 TV 面板价格 (单位: 美元)	7
表 5: Mini LED 背光显示器与现有显示器的特性比较	10
表 6: 分业务收入及毛利率	10
表 7: 可比上市公司一致预测与估值	11
附表: 财务预测与估值	12

1 业绩表现良好，双轮驱动模式逐渐成型

1.1 营收持续增加，收入结构调整

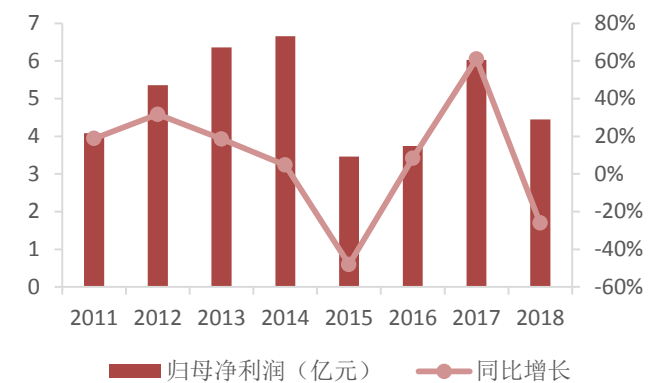
2018年，公司实现营收128.7亿元，同比增长25.8%，实现归母净利润4.5亿元，同比下降26.1%。2019年一季度，公司实现营收24.7亿元，同比下降13.9%，实现归母净利润1.9亿元，同比增长13.6%。2019Q1营收增速下降主要有两个原因，一方面是由于中小尺寸占比较多，尽管量有上升，但是整体收入有所下滑，另一方面，LED封装价格下行15%-20%。

图1：公司2013年以来营收及增速



数据来源：同花顺，西南证券整理

图2：公司2013年以来归母净利润及增速

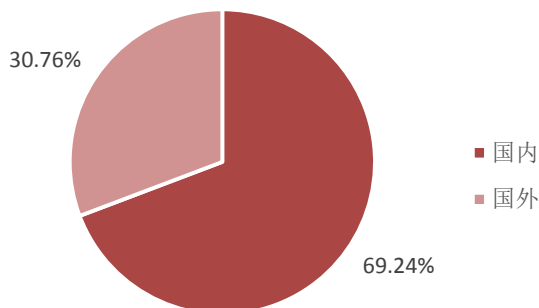


数据来源：同花顺，西南证券整理

分地区来看：2018年，公司境内营业收入89.1亿元，同比增长28.27%，占营业收入的69.24%；境外营业收入39.58亿元，同比增长20.58%，占营业收入的30.76%。对比国内外情况，公司内销所占比例逐年扩大，公司重心已转移到国内市场。

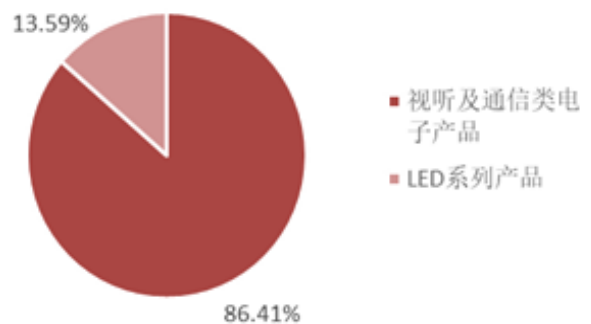
从业务构成来看：视听及通信类电子产品收入111.19亿元，同比增长27.88%，占营业收入的86.41%；LED系列产品业务收入17.49亿元，同比增长14%，占营业收入的13.59%。

图3：2018年国内外营业收入占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

图4：2018年主营业务构成



数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 布局思路清晰，双业务线同步发展

公司成立于 2005 年，以 ODM 制造起步，主要从事家庭视听类及电子类产品的研发、制造、销售和服务。

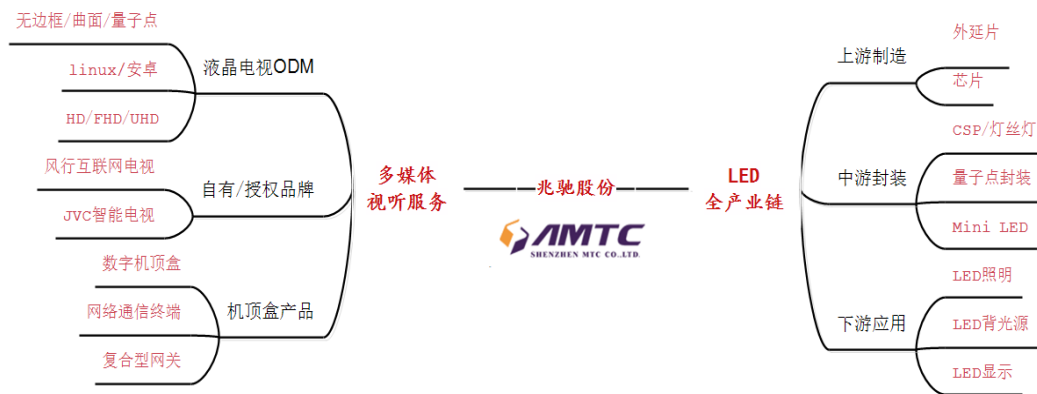
2011 年，公司通过设立兆驰节能有限公司开始涉足 LED 产业链，聚焦中游封装业务和下游应用业务，具体内容包括照明封装、电视背光、中小尺寸背光以及通用照明等，实现产品全覆盖。

2015 年 9 月，公司斥资 10 亿收购北京风行网 63% 股份，并于同年 12 月推出自有品牌“风行”互联网电视，正式踏足互联网电视领域。

2017 年 6 月，公司与南昌市政府签订协议，出资 15 至 16 亿元，共同投资 LED 外延片、芯片和封装的生产、研发和销售，向 LED 产业上下游延伸，并推出照明品牌“兆驰照明”。2018 年 6 月，签署补充协议，在原计划新建 1000 条 LED 封装生产线的基础上，再加装 500 至 1000 条。

至此，公司“多媒体+LED”双轮驱动模式逐渐成型。

图 5：公司“双轮驱动”模式逐渐成型



数据来源：公司公告，西南证券整理

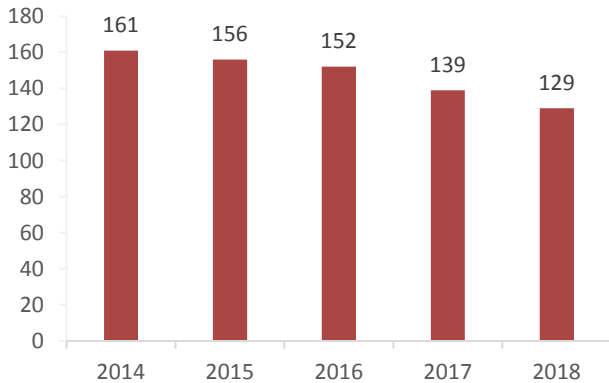
2 势头向好，智能电视普及期来临

2.1 有线电视用户下降，OTT TV 渐成主流

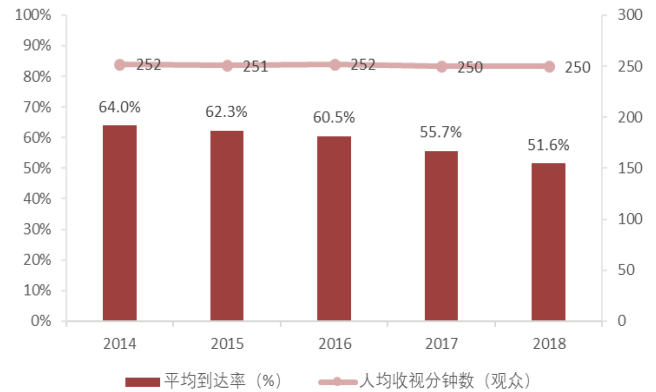
随着媒体融合过程的深入，用户获得信息的取得更加多元化，手机、电脑、PAD 实现了传统电视的大部分功能，加快了受众分流。

2018 年，全国观众平均每人每天收看电视 129 分钟，同比下降 7.2%，下降幅度略有缓和。但是，电视媒体在收视竞争中仍占据巨大优势，据 CNNIC 数据显示，截至 2018 年底我国网民规模达 8.29 亿，占总人口的 59.6%，远低于同期 97.5% 的电视观众规模。

虽然观众规模略有下降，但是收视忠实度却保持稳定，2018 年实际观众人均每天收看电视 250 分钟，与 2017 年持平，我们预期这一数字在最近几年不会有太大波动。电视大屏对喜爱电视节目的这部分观众仍然充满吸引力，观众并没有真正远离电视。

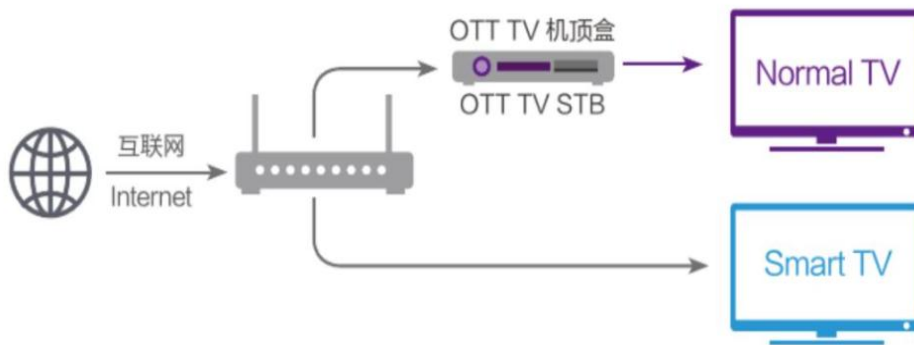
图 6: 2014-2018 年观众人均每日收视时长 (分钟)


数据来源: 收视中国, 西南证券整理

图 7: 日均观众规模及每日实际观众人均收视时长 (分钟)


数据来源: 收视中国, 西南证券整理

目前, 用户要想顺利在家收看电视节目, 主流的数据源获取方式有三种: 有线机顶盒、IPTV 机顶盒以及 OTT TV, 这里的 OTT TV 既包括 OTT 盒子, 也包括智能电视, 实际上, 智能电视可以视为将 OTT 盒子集成在普通电视内部, 因此无需额外加装外部设备。

图 8: 智能电视等于普通电视加 OTT 盒子


数据来源: 36 氪, 西南证券整理

不同数据源获取方式特点不同, 主要体现在费用、使用环境、功能、扩展性等方面。在过去, 受制于我国互联网发展状况, 使用有线机顶盒的用户占绝大多数。随着技术进步, IPTV、OTT TV 依靠其灵活性, 赋予用户更多的主动权和选择权, 迅速获得用户青睐, 打开市场。

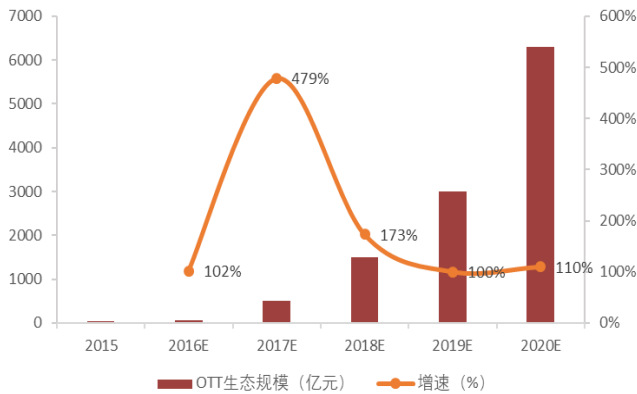
表 1: 电视观看方式对比

品种	有线机顶盒	IPTV	OTT 盒子	智能电视
费用	资费固定(地区不同, 收费标准不同)	收费与宽带资费绑定	主流产品价格 200 至 400 元间	主流产品在 2000-10000 左右
使用环境	必须购买有线套餐	必须购买运营商宽带	必须有网络	必须有网络
功能	直播	直播+点播+回看	直播+点播+回看+购物等, 功能丰富	直播+点播+回看+购物等, 功能丰富
扩展性	不能安装第三方, 不能增加内存	可刷机安装第三方, 不可扩展内存	可自由安装第三方, 可扩展内存	可自由安装第三方, 可扩展内存
缺点	功能少, 费用贵, 限制较多	业务捆绑, 扩展性差	直播不稳定, 广告多	直播不稳定, 广告多

数据来源: 西南证券整理

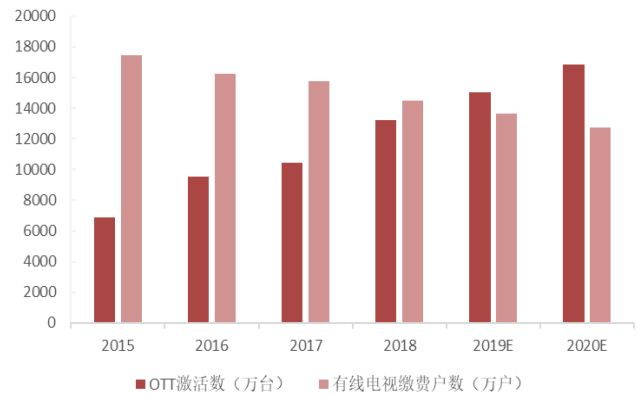
据奥维云网数据显示,OTT 端市场发展曲线与移动互联网市场发展曲线类似,近几年将迎来惊人的市场爆发,释放巨大增长潜力。预计至 2020 年,OTT 端市场规模将达到 6300 亿元,是一个尚待开发的蓝海市场。从最近几年有线电视缴费户数来看,下降趋势明显,OTT 终端激活数则一路上涨,预计 2019 年 OTT 终端用户将首次超过有线电视用户,OTT TV 成为未来主流已是大势所趋。

图 9: OTT 生态规模发展趋势



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

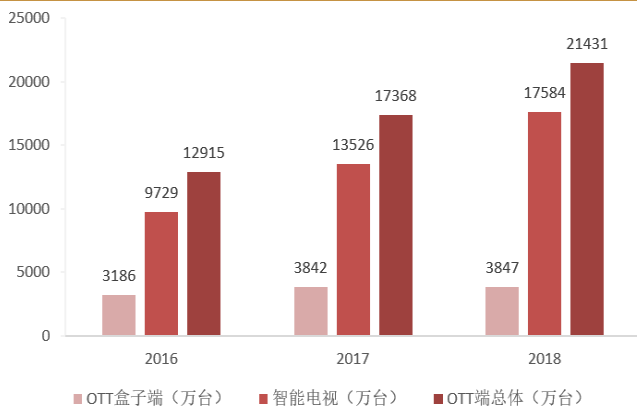
图 10: 2015-2020 有线电视与 OTT 用户数量对比



数据来源: 酷鹅用户研究院, 西南证券整理

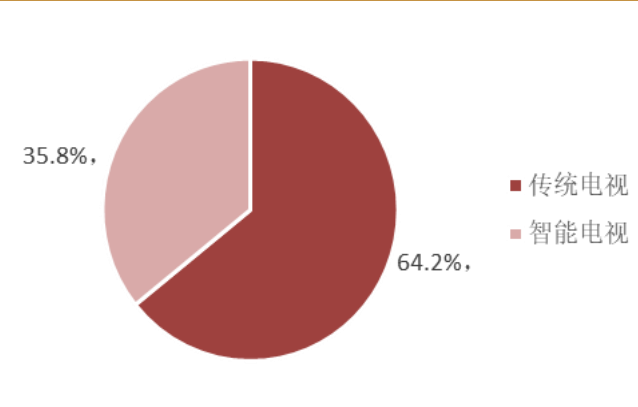
进一步细分 OTT 端,2018 年 OTT 激活设备已经超过 2.14 亿台,智能电视同比新增 4000 万台,激活总量达到 1.75 亿台,OTT 盒子销量下行增长乏力。比较智能电视和传统电视的保有量可以发现,电视机智能化进程已经走过三分之一,前途仍有 3 倍释放空间。我们认为 2019 年传统用户与第一批智能电视用、换机潮叠加, AI、5G、IoT 为 OTT 赋能,智能电视舞台已经铺开。

图 11: 中国 OTT 激活量走势 (万台)



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 12: 智能电视与传统电视保有量对比



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

2.2 政策利好, 智能电视竞赛下半场即将开赛

2 月 28 日,工信部、国家广播电视总局、中央广播电视台总台三部门印发《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022)》通知,要按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线,大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用,到 2022 年,我国超高清视频产业总体规

模超过 4 万亿元，4K 产业体系生态基本完善。我们认为，智能电视作为超高清视频的主要播放媒介，在此背景下将迎来新的增长机会。

2013 年 5 月 7 日，乐视发布第一代互联网电视 X60，掀起了中国智能电视普及的浪潮，当年也被称作互联网电视元年。随后，创维、小米、联想、风行、TCL 等品牌纷纷推出了互联网电视，开始进入群雄竞逐的时代。

表 2：各品牌进入互联网电视领域时间线

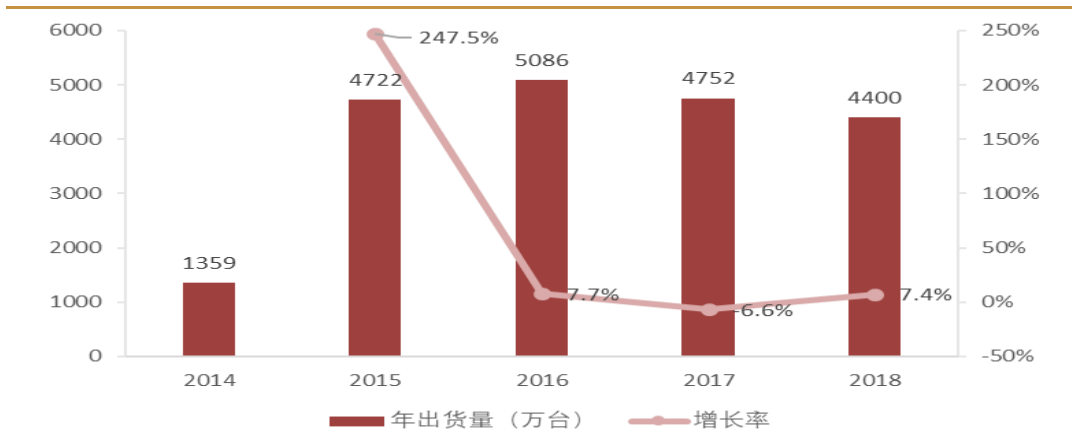
时间	公司	事件
2013 年 5 月	乐视	乐视正式推出乐视 TV 超级电视 X60 以及普及型产品 S40
2013 年 9 月	酷开	创维集团联合阿里巴巴集团发布家庭互联网电视
2013 年 9 月	小米	小米电视发布
2015 年 2 月	大麦科技	大麦科技发布运营商电视大麦电视
2015 年 5 月	联想	联想宣布推出专门的电视品牌“17TV”
2015 年 5 月	PPTV	苏宁旗下 PPTV 推出首款智能电视
2015 年 7 月	暴风科技	暴风宣布打造“暴风 TV”
2015 年 8 月	微鲸	微鲸电视发布 55 英寸的互联网电视新品；
2015 年 12 月	风行	兆驰股份、东方明珠，联合海尔、国美、风行网，共同推出风行互联网电视
2017 年 3 月	芒果 TV	“芒果 TV+国美+创维+光大优选”推出“爱芒果电视”
2017 年 3 月	TCL	TCL 正式发布互联网电视品牌“雷鸟”

数据来源：36 氪，西南证券整理

在进入互联网电视领域的初期，乐视所采取的模式是“内容补贴硬件”，即低于量产成本定价，硬件上不赚钱，只在后面的持续内容、服务、应用上收费。当时大部分互联网电视基本沿袭了这一思路，硬件低利润甚至赔本销售，利用有偿内容、增值服务等来创造盈利。但是这种做法并不长久，表现在对于成本过于敏感，2016 年下半年，电视机面板价格逆势回升，原材料也在涨价，低价策略的弊端因此暴露，公司来不及更改定价，亏损难以避免。

2017 年，乐视率先倒下。中怡康数据显示，2017 年中国市场彩电销售量同比下滑 8.1%，是过去 15 年以来下降幅度最大的一年。互联网电视品牌整体份额也在 2017 年从逼近 20% 下滑到 10%，并在之后的两年时间里负面新闻不断，互联网电视进入“寒冬”时期。

图 13：2014-2018 智能电视销量对比图



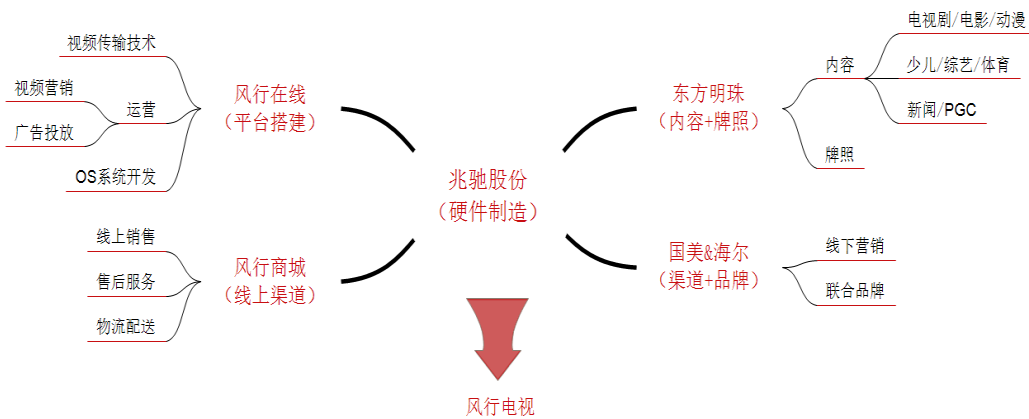
数据来源：奥维云网，西南证券整理

真正的问题出在内容上。互联网电视的优势在于给予用户更多的功能和应用选择，从而带来更好的体验，“生态”、“场景”的本质在于多层次的环境搭建以及丰富的内容供给，这是核心，也是痛点。在过去，高质量内容的缺失、内容的同质化使得用户不愿意买单，烧钱模式便难以为继。随着《发展行动计划》一步步落实，以及华为、OPPO、一加等厂商纷纷表示要进军互联网电视领域，互联网电视竞赛下半场即将开赛。

2.3 优势凸显，超维生态助力互联网电视业务

经过前一轮行业洗牌，目前互联网电视阵营进入小米、暴风、风行三足鼎立的时代，三者都有各自的优势。就风行而言，优势在于稳固的扎根三四线市场，随着农村互联网普及度的提高，市场潜力有望进一步扩大。并且，由于背靠兆驰股份、东方明珠两大股东，加之风行本身在视频传输领域的长期积累，风行电视在硬件、内容和技术上都具有得天独厚的优势。

图 14：风行电视超维生态系统



数据来源：公司公告，西南证券整理

兆驰股份作为国内最大的彩电 ODM 生产商，在业内深耕多年，拥有极高的技术储备和极强的控本能力。而东方明珠是国内 7 大牌照商之一，当选上海市超高清视频产业联盟理事长单位，旗下的百视通 (Bes TV) 是国内最大的 IPTV 内容提供商。以上优势大大降低了风行电视的制造成本和内容获取成本，助其成为最具性价比的互联网电视，甚至超过一向以高性价比著称的小米。

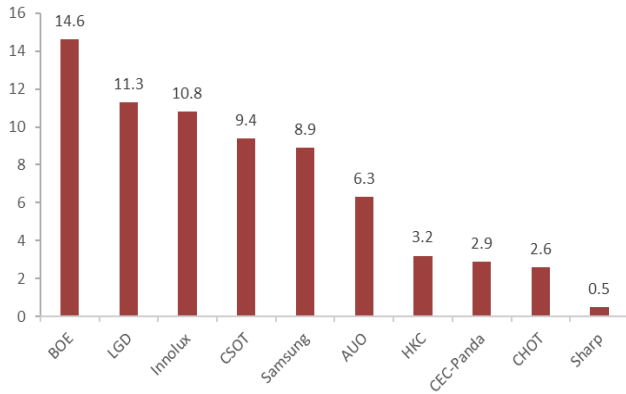
表 3：风行互联网电视具有极高的性价比 (单位：元)

热门机型价格	32 英寸	40 英寸	50 英寸	55 英寸	65 英寸
风行互联网电视	669	998	1498	1698	2698
小米互联网电视	799	1199	1899	2099	3199
乐融互联网电视	699	1099	2899	1999	3599
TCL 互联网电视	799	1299	1899	2798	4598
海信互联网电视	888	1388	1899	3399	5999

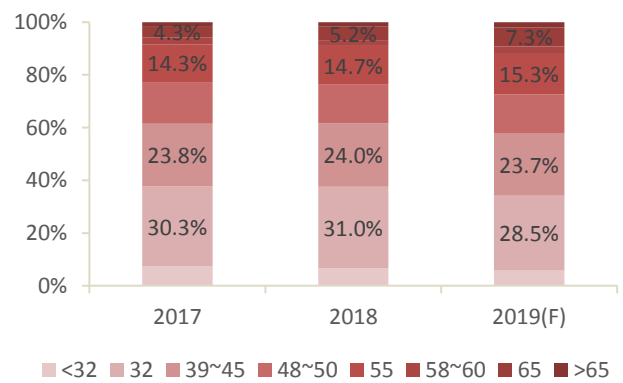
数据来源：京东商城，西南证券整理

从液晶电视面板的供给端来看,根据群智咨询数据,2019年一季度全球液晶电视面板出货规模达到7070万片,同比增长6.3%。在出货结构上,中小尺寸面板比例略有下降,大尺寸面板比例持续提升,大屏将是未来趋势。

图 15: 2019Q1 全球液晶电视面板出货数量排名 (单位: 百万片) 图 16: 全球液晶面板出货结构走势 (单位: %)



数据来源: 群智咨询, 西南证券整理



数据来源: 群智咨询, 西南证券整理

从液晶面板的价格来看,整体仍然维持下降趋势,中小尺寸面板价格略有回升,大尺寸面板价格下降幅度较大。液晶面板在电视机生产成本中占比超过60%,因此大尺寸面板降价给予了电视厂商充分的灵活性和较大的定价空间。

表 4: 最近半年 TV 面板价格 (单位: 美元)

尺寸	分辨率	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19 (F)	总体走势
32"	1366*768	42	42	42	44	45	45	↗
40"/39.5"	1920*1080	71	68	68	69	70	71	-
43"	1920*1080	85	84	84	86	88	89	↗
49"	1920*1080	104	101	101	101	101	101	↘
	3840*2160	111	108	108	108	108	108	↘
50"	3840*2160	111	110	110	110	110	110	-
55"	3840*2160	146	140	136	135	134	133	↘
65"	3840*2160	233	217	211	213	210	208	↘

数据来源: 群智咨询, 西南证券整理

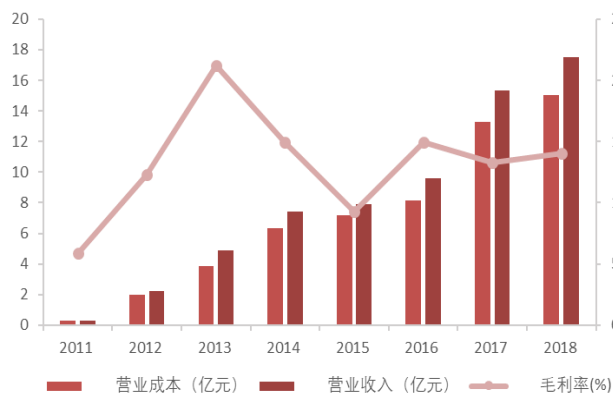
总体来看,硬件制造成本的下降以及超高清内容的提升都给智能电视行业注入动力,风行电视的超维生态布局使其极具竞争力,公司液晶电视 ODM 业务在此背景下也将迎来发展。与此同时,公司入局智能微投,部署家庭终端全产业链为新业务拓展提供契机。我们认为,公司多媒体视听业务即将驶入高速赛道,预期会有更好表现。

3 LED 业务初具规模，全产业链布局进展迅速

3.1 LED 营收占比提升，向价值链高端延伸

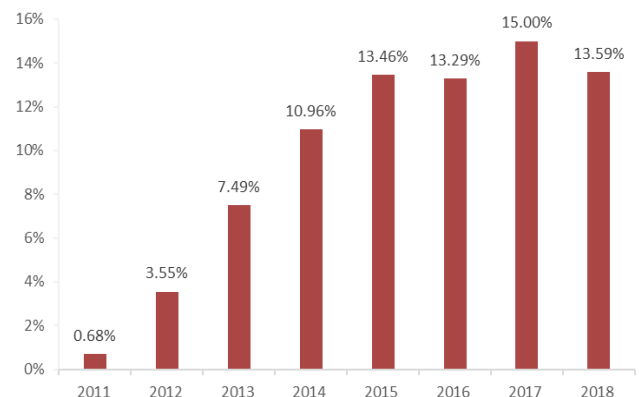
2011 年，兆驰股份设立兆驰节能照明有限公司，主要从事 LED 器件的研发、生产与销售，正式涉足 LED 产业链。近年来，随着 LED 生产规模的快速增长，公司封装及照明业务不断攀升，逐步成长为双主业之一。2018 年，公司 LED 产业链实现营业收入 17.5 亿元，同比增长 14%，占营业总收入比例为 13.6%。

图 17：2011-2018 年 LED 业务营业收入、成本及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2011-2018 年 LED 业务营收占比

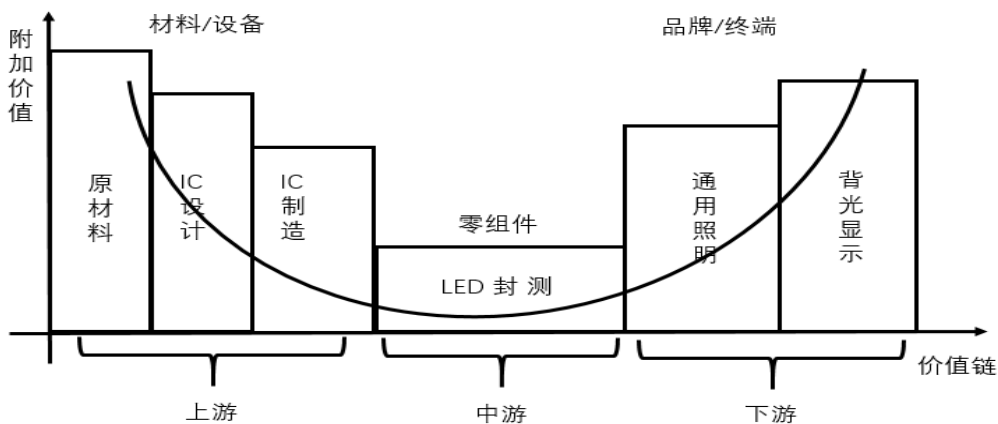


数据来源：公司公告，西南证券整理

在 LED 全产业链中，LED 外延生长及芯片制造是最关键的环节，技术含量高、设备投资大，同时利润率也相对较高，其技术及发展水平对公司市场地位起着决定性作用。

公司自 2017 年起布局 LED 全产业链，在南昌市投资建设 LED 外延片和芯片的研发、生产基地，并扩建现有 LED 封装项目，截至 2019 年 4 月，LED 封装扩建项目已完成主体厂房建设，并落成首期 1000 条生产线，预计在年底前再增加 500~1000 条生产线并陆续投产，LED 外延片及芯片项目中投产并逐步放量，届时将实现上中下游垂直发展。

图 19：LED 产业链中的“微笑曲线”

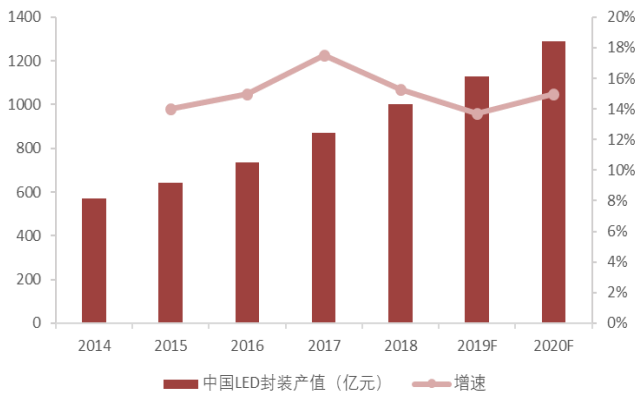


数据来源：西南证券整理

3.2 封装市场增大，mini LED 迎产业化

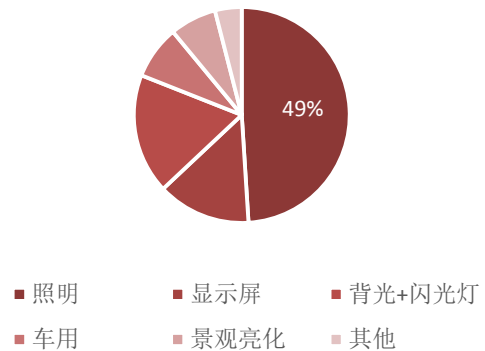
随着下游应用需求的增大，对 LED 封装器件的需求也在激增，促进有实力的 LED 封装企业营利双增。同时，随着全球封装产能向大陆地区转移，中国成为全球最重要的封装基地。根据 GGII 分析，2020 年 LED 封装产值规模有望达到 1290 亿元，主要成长动能包含照明、显示屏、车用照明及建筑景观照明。其中，照明依然是 LED 最大的应用，2018 年产品占比为 49%。

图 20：2014-2020 年中国 LED 封装行业产值及增速



数据来源：GGII，西南证券整理

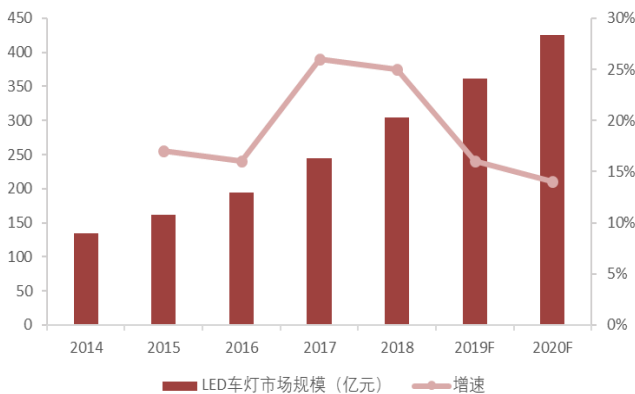
图 21：2018 中国 LED 封装产品结构



数据来源：LEDinside，西南证券整理

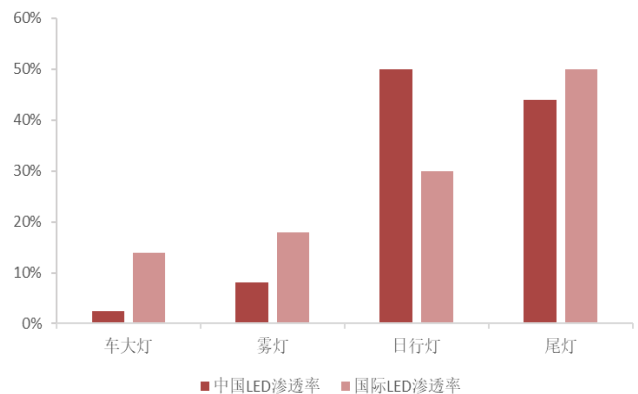
现阶段，LED 照明进入后照明时代，LED 通用照明增长疲软。不过，LED 在汽车照明领域逐步成为主流，汽车全车灯 LED 化趋势十分明朗。据 GGII 数据显示，2018 年中国 LED 汽车照明总体市场达到 245 亿元，同比增长 25%，伴随着 LED 汽车照明开始逐渐向中低端车型渗透，2020 年中国 LED 汽车照明市场规模有望突破 425 亿元，从而推动整个 LED 应用领域增长。

图 22：2014-2020 年中国 LED 汽车照明市场规模及增速



数据来源：GGII，西南证券整理

图 23：2018LED 在中国与国际汽车照明中渗透率对比



数据来源：CGII，西南证券整理

小间距显示进入白热化竞争阶段，Mini LED 背光显示器将于 OLED 匹敌，被视为今、明两年 LED 产业的契机，预计到 2021 年，产值规模将达到 60.4 亿元。公司于 2018 年启动 LED 项目，同时开发与电视机背光源和室内高清显示屏两个市场相配套的产品，已具备 Mini LED 封装生产能力并进入量产阶段，将在这一领域寻求突破。

表 5: Mini LED 背光显示器与现有显示器的特性比较

	传统液晶显示器	Mini LED 背光显示器	OLED 显示器
光源	LED	Mini LED	OLED
LED 芯片尺寸	>300um	100~300um	不需要
制程特色	使用现有设备, 成本较低	升级现有 LED 设备, 成本增加少	重新投入资本支出, 成本较高
与 LCD 关系	使用 LCD 背光源使用传统 LED	使用 LCD 背光源替换成 Mini LED	替代关系 不需要液晶及 LED 背光
LED 使用数量	少, 视面板尺寸与厚度	多, 视面板尺寸与区域控制数量	不需要
HDR 效果	中~低	中~高	高
成本	低	中	高

数据来源: TrendForce, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 随着国民经济发展, 智能电视占比不断提升;

假设 2: 公司主要产品毛利率保持稳定, LED 封装新增产线投产顺利, 2019 年 LED 封装业务收入增速较快, 公司营收结构改善, 19-21 年综合毛利率分别为 10.66%、10.68%、10.67%, 较 2018 年有所提升;

假设 3: 公司销售、管理费用率无明显变化。但考虑去年公司美元负债亏损, 汇兑损失造成财务费用较多, 预计 19-21 年财务费用率有所改善, 分别为 0.3%、0.2%、0.1%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
视听及通信类电子产品	收入	11118.85	12453.11	13698.42	15068.27
	增速	27.88%	12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	9.48%	10.00%	10.00%	10.00%
LED 系列产品	收入	1748.91	2448.474	2815.745	3041.005
	增速	14.00%	40.00%	15.00%	8.00%
	毛利率	14.05%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	收入	12867.77	14901.6	16514.18	18109.29
	增速	25.80%	15.81%	10.82%	9.66%
	毛利率	10.10%	10.66%	10.68%	10.67%

数据来源: Wind, 西南证券

表 7: 可比上市公司一致预测与估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000100.SZ	TCL 集团	3.28	0.26	0.31	0.36	13	11	9
600060.SH	海信电器	8.31	0.30	0.53	0.62	29	16	14
600839.SH	四川长虹	3.12	0.07	0.10	0.11	46	34	28
平均值						29	20	17

数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.12 元、0.14 元、0.15 元, 未来三年归母净利润将保持 15.3% 的复合增长率。参考可比公司一致预期, 考虑公司 LED 封装投产, 营收规模快速扩张, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5 风险提示

- 原材料价格或大幅波动风险;
- 汇率或大幅波动风险;
- 终端需求不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12867.77	14901.60	16514.18	18109.29	净利润	416.40	503.89	582.20	638.90
营业成本	11568.37	13313.50	14750.13	16176.72	折旧与摊销	167.21	226.88	247.45	262.48
营业税金及附加	72.46	77.66	84.64	94.86	财务费用	82.24	88.51	68.21	52.15
销售费用	421.61	566.26	627.54	688.15	资产减值损失	189.71	100.00	100.00	100.00
管理费用	221.98	461.95	495.43	543.28	经营营运资本变动	-5.16	-986.50	-667.14	-706.68
财务费用	82.24	88.51	68.21	52.15	其他	46.86	-357.58	-348.13	-350.64
资产减值损失	189.71	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	897.26	-424.80	-17.41	-3.80
投资收益	198.74	250.00	250.00	250.00	资本支出	-362.31	-166.00	-115.00	-115.00
公允价值变动损益	0.90	0.49	0.57	0.60	其他	-2694.12	875.49	250.57	250.60
其他经营损益	-1.43	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3056.43	709.49	135.57	135.60
营业利润	484.62	544.21	638.80	704.73	短期借款	478.05	-2374.31	111.31	79.86
其他非经营损益	-5.14	37.10	32.43	32.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	479.48	581.31	671.23	736.76	股权融资	-0.37	0.00	0.00	0.00
所得税	63.08	77.42	89.03	97.86	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	416.40	503.89	582.20	638.90	其他	559.35	-284.69	-68.21	-52.15
少数股东损益	-28.99	-35.08	-40.53	-44.48	筹资活动现金流净额	1037.03	-2659.00	43.10	27.71
归属母公司股东净利润	445.38	538.97	622.73	683.37	现金流量净额	-1090.33	-2374.31	161.26	159.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3864.47	1490.16	1651.42	1810.93	成长能力				
应收和预付款项	4564.26	5850.43	6279.83	6901.02	销售收入增长率	25.80%	15.81%	10.82%	9.66%
存货	1336.11	1557.44	1731.37	1906.55	营业利润增长率	-30.31%	12.30%	17.38%	10.32%
其他流动资产	3173.43	2951.06	3270.30	3586.07	净利润增长率	-31.13%	21.01%	15.54%	9.74%
长期股权投资	5.72	5.72	5.72	5.72	EBITDA 增长率	-16.59%	17.10%	11.04%	6.80%
投资性房地产	55.43	55.43	55.43	55.43	获利能力				
固定资产和在建工程	1572.08	1554.69	1466.73	1363.73	毛利率	10.10%	10.66%	10.68%	10.67%
无形资产和开发支出	1118.92	1076.30	1032.69	989.07	三费率	5.64%	7.49%	7.21%	7.09%
其他非流动资产	2976.04	2975.17	2974.31	2973.44	净利率	3.24%	3.38%	3.53%	3.53%
资产总计	18666.45	17516.39	18467.78	19591.96	ROE	4.80%	5.51%	5.99%	6.17%
短期借款	4302.00	1927.69	2039.00	2118.86	ROA	2.23%	2.88%	3.15%	3.26%
应付和预收款项	2825.20	3711.33	3944.17	4324.74	ROIC	7.05%	7.34%	7.31%	7.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.70%	5.77%	5.78%	5.63%
其他负债	2855.63	2736.04	2761.07	2785.93	营运能力				
负债合计	9982.83	8375.06	8744.25	9229.53	总资产周转率	0.73	0.82	0.92	0.95
股本	4526.94	4526.94	4526.94	4526.94	固定资产周转率	11.00	11.87	12.76	14.41
资本公积	169.44	169.44	169.44	169.44	应收账款周转率	4.41	4.21	4.00	4.04
留存收益	3975.26	4514.23	5136.96	5820.33	存货周转率	6.93	8.72	8.56	8.52
归属母公司股东权益	8717.82	9210.61	9833.34	10516.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.89%	—	—	—
少数股东权益	-34.20	-69.28	-109.80	-154.28	资本结构				
股东权益合计	8683.62	9141.33	9723.53	10362.43	资产负债率	53.48%	47.81%	47.35%	47.11%
负债和股东权益合计	18666.45	17516.39	18467.78	19591.96	带息债务/总负债	43.09%	23.02%	23.32%	22.96%
					流动比率	1.73	2.02	2.07	2.11
					速动比率	1.55	1.75	1.80	1.83
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.12	0.14	0.15
					每股净资产	1.92	2.02	2.15	2.29
					每股经营现金	0.20	-0.09	0.00	0.00
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	734.07	859.60	954.46	1019.35					
PE	30.59	25.28	21.88	19.94					
PB	1.57	1.49	1.40	1.31					
PS	1.06	0.91	0.83	0.75					
EV/EBITDA	15.09	12.71	11.40	10.59					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn