

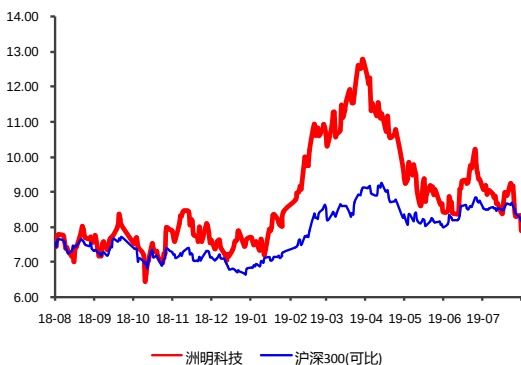
2019 年 8 月 7 日

洲明科技 (300232): LED 视显领先者乘风远航
电子
当前股价: 7.86 元
推荐(首次)
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,524	5,914	7,489	9,269
(+/-)	49.3%	30.7%	26.6%	23.8%
营业利润	482	592	710	828
(+/-)	49.1%	22.9%	19.9%	16.6%
归属母公司净利润	412	509	613	716
(+/-)	45.0%	23.4%	20.4%	16.9%
EPS (元)	0.54	0.67	0.80	0.94
市盈率	14.5	11.8	9.8	8.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	92273 / 58693
流通市值 (亿元)	46.1
每股净资产 (元)	2.35
资产负债率 (%)	57.3

股价表现 (最近一年)


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 徐鹏
 执业证书编号: S1050516020001
 电话: 021-54967573
 邮箱: xupeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (86 21) 64339000
 网址: http://www.cfsc.com.cn

洲明科技主营业务包括 LED 显示屏和 LED 照明两大业务板块, 是全球 LED 显示屏的领先企业。公司 LED 显示屏市场份额全球前三, 在国内与利亚德同处于行业第一梯队, 租赁类显示屏市场份额全球第一、体育及创意类显示屏全球领先。

● **中国商业显示迎来快速发展期。**2017 年以来, 商显市场迎来加速发展期, LED 小间距等新型商显产品开始流行, 云计算、大数据、物联网等新技术的出现, 共同推动商显产品终端载体发展。奥维云网数据显示, 2018 年中国大陆商显市场规模达到 745 亿元, 同比增长 32.2%, 奥维云网预计 2019 年市场规模将达 913 亿元, 2020 年超过千亿达到 1115 亿元。

● **小间距 LED 显示屏应用领域不断延伸。**LED 显示屏在发展初期主要用于户外显示, 随着 LED 灯珠之间的间距越来越小, 分辨率越来越高, 小间距产品 (间距 2.5mm 以下) 应用领域逐渐切入目前的安防、应急、智慧城市、交通、司法、能源、军工等领域。未来, 随着 mini-LED 时代的到来, 小间距产品将渗透进入更多领域例如影院显示、中大型会议室显示屏等, 目前洲明在诸多新领域均有所布局。

● **技术发展提升行业壁垒, 巩固龙头厂商优势。**普通 LED 显示屏厂商众多, 但进入小间距时代后, 技术和资金壁垒大幅提升。目前, 在小间距 LED 领域, 尤其是 P1.5 以下的市场, 正逐渐成为头部公司的天下。未来 LED 显示屏进入 P1.0 时代后, 只有大公司才有实力投入前沿技术的研发, 技术和资金壁垒的提升进一步巩固龙头厂商优势。

● **盈利预测与投资建议:** 我们预测公司 2019-2021 年实现营收分别为 59.14、74.89 和 92.69 亿元; 实现归母净利润分别为 5.09、6.13 和 7.16 亿元。经过过去几年的成长后, LED 显示屏的接受度越来越高, 我们预计未来小间距技术的进一步发展将使 LED 显示屏渗透进入越来越多的新领域, 行业天花板足够高。目前, 市场给予该行业的成长股较低的估值, 洲明科技作为处于第一梯队的领先企业, 经营稳健, 未来有望充分分享行业发展的红利。因此, 我们首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示:** 下游市场需求不及预期; 行业竞争加剧; 公司新技术推进进度不达预期; 系统性风险等。

目录

一、LED 显示领军企业，管理水平优异	4
1.1 公司简介:专注 LED 视显，铸就行业龙头	4
1.2 布局智慧路灯和景观照明，培育新增长点	6
1.3 经营稳健，注重核心技术	6
1.4 2019H1 业绩凸显成长动力	8
二、LED 显示应用领域有望进一步延伸	8
2.1 LED 显示行业稳定发展，产业链主要分布在中国	8
2.2 中国商业显示迎来快速发展期	9
2.3 小间距 LED 显示应用领域不断延伸	11
三、高端 LED 显示屏行业壁垒持续提升	13
四、公司盈利预测与投资建议	14
4.1 假设条件及盈利预测	14
4.2.投资建议	15
五、风险提示	16

图表目录

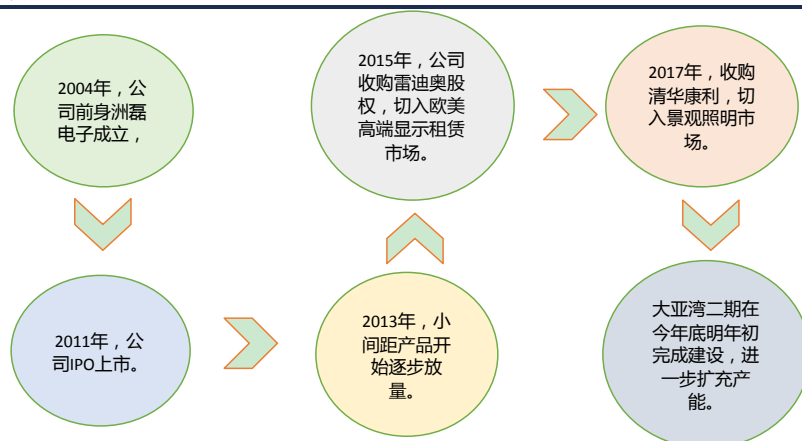
图表 1 公司发展历程及未来规划	4
图表 2 公司主要 LED 显示产品	4
图表 3 公司股权结构	5
图表 4 公司营收划分 (2018 年).....	5
图表 5 可比上市公司 2018 年 LED 显示屏业务收入比较	5
图表 6 公司收入结构	5
图表 7 公司营业收入及净利润	5
图表 8 公司生产基地	6
图表 9 公司智慧路灯产品	6
图表 10 公司景观照明工程	6
图表 11 可比公司毛利率	7
图表 12 可比公司净利润率	7
图表 13 可比公司销售费用率	7
图表 14 可比公司管理费用率	7
图表 15 公司净利润及经营性现金流 (2013-2018 年)	7
图表 16 中国厂商 LED 显示屏销售额 (1998-2018)	9
图表 17 2018 年度小间距行业分布	9
图表 18 2018 年全球 LED 显示屏销售按地区划分.....	9
图表 19 2018 年度国产 LED 显示屏按地区划分.....	9
图表 20 商业显示全面进入 3.0 时代	10
图表 21 2009-2020 年中国大陆商显市场规模 (单位: 亿元)	10
图表 22 2018 年中国大陆商显市场划分	11
图表 23 2018 年度小间距商显市场分布	11
图表 24 从室外走向室内, LED 显示屏的应用领域不断延伸	12
图表 25 三星电子首块 Cinema LED 电影银幕落户上海五角场万达影城.....	12
图表 26 荣事达 mini-LED 电视	13
图表 27 洲明科技 UTVIII会议一体机	13
图表 28 LED 显示屏主要上市公司的研发投入 (单位: 万元)	14
图表 29 国内 LED 小间距显示屏市场份额 (2018 年)	14
图表 30 可比公司估值(2019 年 8 月 7 日)	15
图表 31 公司盈利预测 (百万元)	16

一、LED 显示领军企业，管理水平优异

1.1 公司简介:专注 LED 视显，铸就行业龙头

洲明科技主营业务包括 LED 显示屏和 LED 照明两大业务板块，是全球 LED 显示屏的领先企业。公司全球化布局，建立 700 家渠道覆盖全球 160 个国家和地区。目前，公司 LED 显示屏市场份额全球前三，租赁类显示屏市场份额全球第一、体育及创意类显示屏全球领先。

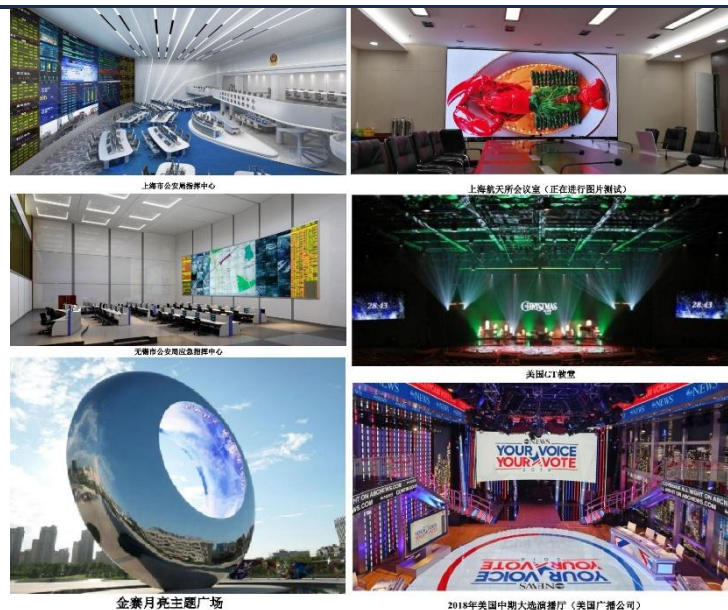
图表 1 公司发展历程及未来规划



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

在核心主业 LED 显示屏领域，公司针对不同的应用场景，为国内外客户提供专业显示、商业显示、租赁显示、体育显示、创意显示等多种类型的产品，并提供集控制系统、可视化软件于一体的综合解决方案。

图表 2 公司主要 LED 显示产品



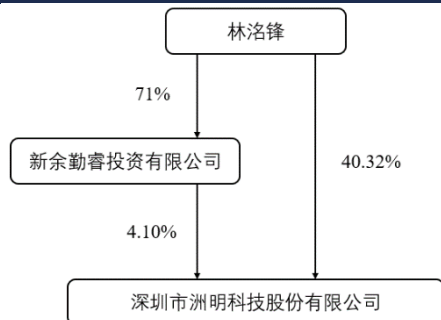
资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司股权结构清晰，第一大股东为林铭锋先生，直接持有公司 40.32%的股权，并通过新余勤睿持有 4.10%股份，是公司的控股股东。林铭锋先生自公司于 2004 年成立

至今一直担任公司董事长、总经理职务。

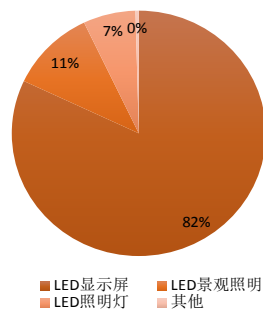
公司目前主要有三大业务板块：LED 显示屏、LED 照明灯和 LED 景观照明。其中，LED 显示屏是公司的传统优势业务也是收入占比最大的板块。2018 年，三块业务的收入占比分别为 82%、11%和 7%。其中，小间距（P2.5 及以下）LED 产品的销售收入占 LED 显示屏板块销售收入的比重约为 61%。按地区来划分，国内收入占 52.3%，海外占 47.7%。

图表 3 公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

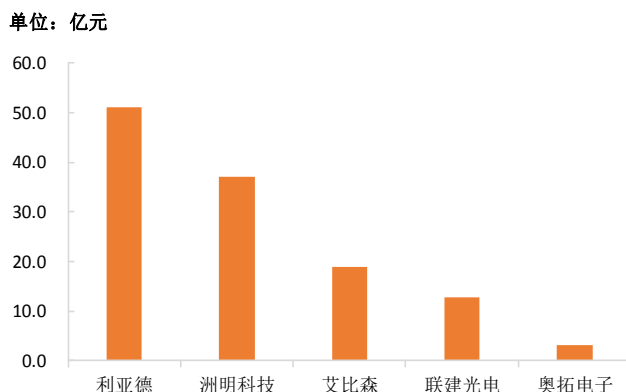
图表 4 公司营收划分 (2018 年)



资料来源：公司定期报告，华鑫证券研发部

公司是全球 LED 显示屏行业龙头企业，LED 显示屏市场份额国内第二，仅次于利亚德。其中，公司 LED 租赁显示屏市场份额全球第一。第二梯队企业与利亚德、洲明有一定的差距。

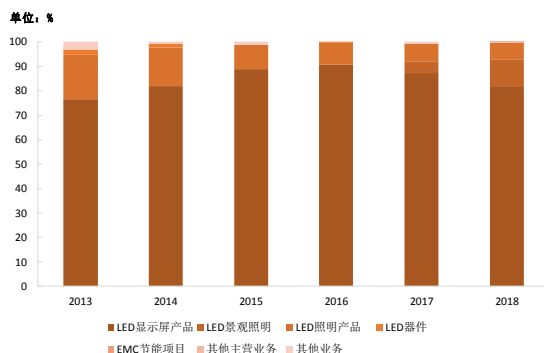
图表 5 可比上市公司 2018 年 LED 显示屏业务收入比较



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

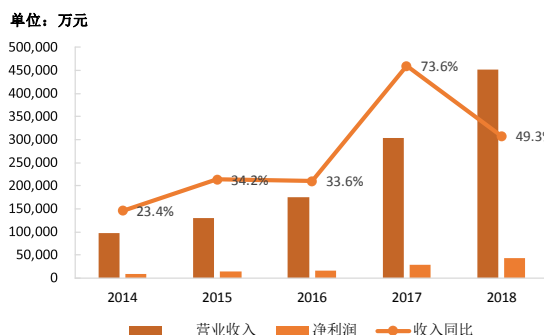
近 5 年来，公司主营业务保持较快速度的成长，随着 LED 下游应用市场不断拓展，业务规模不断扩大，2013-2018 公司营收 CAGR 为 41.8%，归母净利润 CAGR 高达 60.6%。

图表 6 公司收入结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 公司营业收入及净利润



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

在产能布局上，公司拥有深圳福永总部为基点，坪山、大亚湾两大生产基地为支撑的架构。近期，公司拟非公开发行股票募集资金 11.2 亿元，募集资金的主要部分用于推进大亚湾 LED 显示屏智能化产线建设。

图表 8 公司生产基地



资料来源：公司宣传资料，华鑫证券研发部

1.2 布局智慧路灯和景观照明，培育新增长点

公司以 LED 显示屏为核心，积极布局智慧路灯和景观照明业务，形成产业链协同效应。

公司于 2015 年开始进行智慧路灯的研发与应用，现已研发出集智能照明、视频监控、交通管理、环境监测、无线通信、信息交互、应急求助等诸多功能于一体的第三代智慧路灯产品，主要应用于市政道路、智慧景区、智慧园区和智慧商圈等。景观照明业务主要为业主方提供包括前期设计规划方案、中期施工安装、后期运营维护等服务，以构筑集照明、观赏、美化环境等功能为一体的城市夜间景观，其应用领域主要包括广场、楼宇、道路、桥梁及特殊自然载体如山体、湖泊、树木亮化等。公司凭借平台优势和研发优势，坚持从设计到系统信息化集成的自主研发路线，为城市光环境管理与服务提供一站式的解决方案。

图表 9 公司智慧路灯产品



洲明科技“葵花系列”智慧路灯产品



深圳前海紫荆园智慧路灯项目

资料来源：公司定期报告，华鑫证券研发部

图表 10 公司景观照明工程



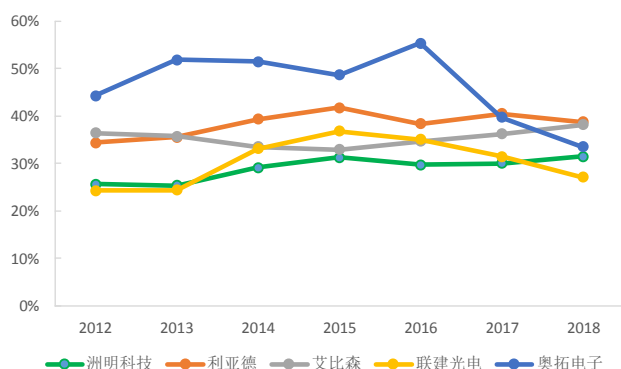
长兴太湖博物馆

资料来源：公司定期报告，华鑫证券研发部

1.3 经营稳健，注重核心技术

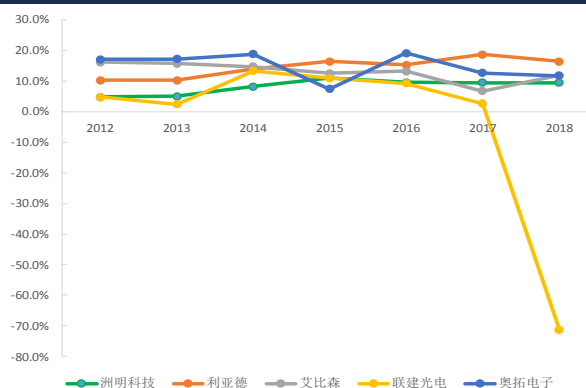
盈利能力稳中有升。公司经营稳健，拥有较为稳定的盈利能力。2012-2018 期间，公司的毛利率和净利润率水平基本呈现稳中有升的态势。

图表 11 可比公司毛利率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

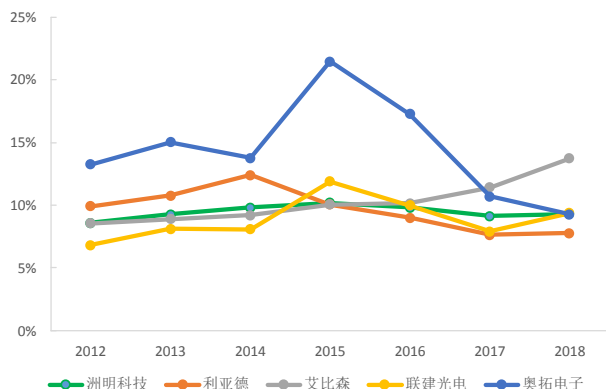
图表 12 可比公司净利润率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

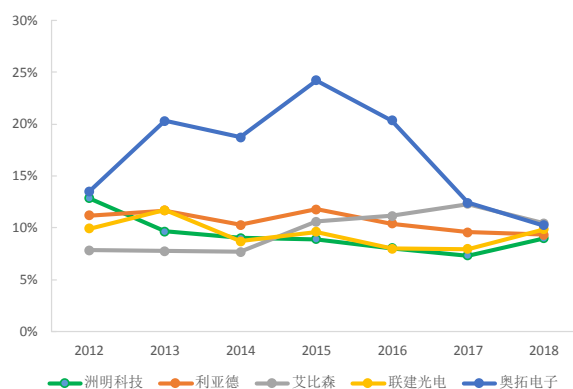
费用率方面, 洲明科技的销售费用率和管理费用率在同行中处于中低水平, 与利亚德相当。随着销售规模的扩大, 公司费用率呈现出缓慢下降的趋势, 规模效应逐渐显现, 凸显公司较好的成本控制能力。

图表 13 可比公司销售费用率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 14 可比公司管理费用率

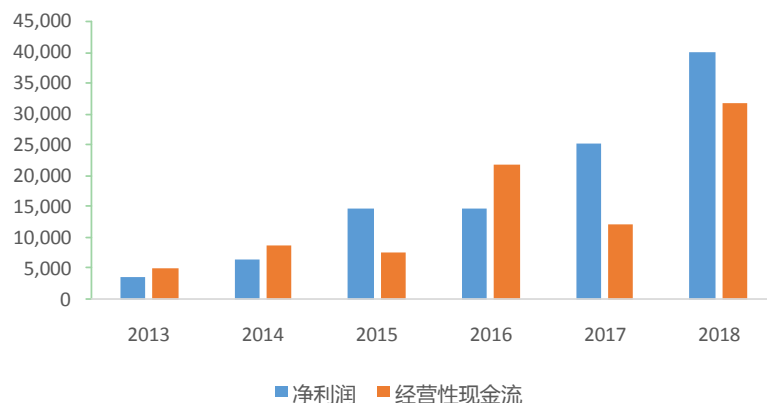


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2018 年, 针对国内信用偏紧的趋势, 公司加强了业务回款力度, 特别是现金流控制较为薄弱的景观照明业务, 该年度经营活动产生的现金流量净额大幅上升至 3.2 亿元, 同比增长 160%以上。

图表 15 公司净利润及经营性现金流 (2013-2018 年)

单位: 万元



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

公司高度重视技术研发，坚持以研发为核心竞争力。公司成功研发并推出 P0.9Mini-LED 显示屏产品；针对会议室、教育等应用场景，公司率先推出 136 英寸和 176 英寸 UTVIII 商用一体机，掘金商显市场；针对高端租赁市场，公司推出了引领行业潮流的精密小间距租赁类显示屏，其中公司 Unano 系列租赁显示产品荣获德国“红点至尊奖”，成为目前 LED 行业内唯一获此殊荣的产品。2018 年公司研发投入共计 2.07 亿元，占营业总收入的 4.58%，同比增长 89.91%。截止 2018 年 12 月 31 日，公司研发人员为 548 人，与上年期末相比增长 10%。截止 2018 年底，公司已获得近千项专利，其中境内专利 880 多项，境外专利数量近百项。2018 年，公司积极应对美国 Ultravision 发起的 337 调查。在洲明科技等公司的努力下，Ultravision 向 ITC 提交了终止调查的动议，2019 年 2 月，本次 337 调查的事项全部终结。

1.4 2019H1 业绩凸显成长动力

2019 年 Q1 公司实现营业收入 11.18 亿元，同比增长 28.2%。虽受人民币升值的影响，公司 Q1 产生的汇兑损失约为 0.2 亿元，但仍实现归母净利润 0.82 亿元，同比增长 56.65%。2019Q1 公司综合毛利率 30.84%，比去年同期上升 3.4 个百分点。2019Q1 盈利能力上升的原因主要包括：1) 小间距 LED 在国内专显市场加速渗透，P1.2 的小间距 LED 显示屏成功进入中东控制室市场；2) 租赁显示屏市场份额全球第一；3) 积极拓展智慧路灯业务；4) 结合倒装的封装工艺降低了制造成本。

公司预计 2019 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 2.51—2.76 亿元，比上年同期增长 25%—37%；对应 2019Q2 归母净利润 1.69—1.93 亿元，同比增长 13.8—30.0%。值得一提的是，Q2 业绩在去年高基数的情况下实现两位数的增长，显示公司较强的成长动力。

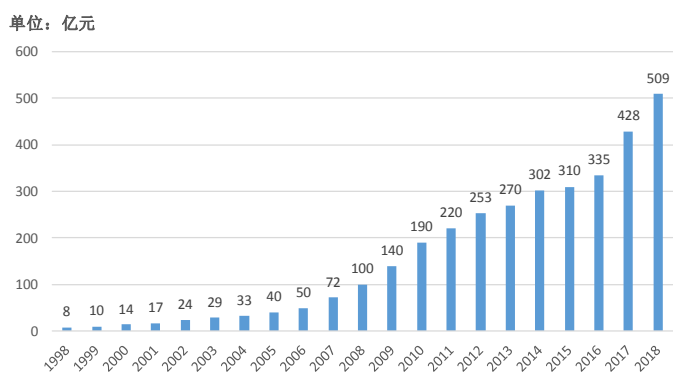
2018 年小间距在国内主要城市的公安指挥中心的渗透率不足 10%，在商用显示市场的渗透率仅为 8.7%，在电影市场的渗透刚刚起步，因此小间距 LED 成长空间依然广阔。目前公司在进行产品升级、新品开发的同时正加速推进大亚湾二期产能建设，为未来成长奠定基础。

二、LED 显示应用领域有望进一步延伸

2.1 LED 显示行业稳定发展，产业链主要分布在中国

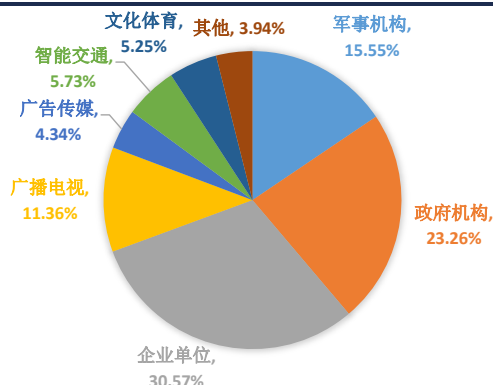
过去 20 年来，LED 显示屏市场保持了稳健的发展速度，近 10 年 CAGR 为 17.7%。最近 3 年，在小间距产品放量等因素的推动下行业加速成长，CAGR 增长至 23.3%。按应用领域来划分，2018 年度小间距 LED 显示屏应用最多的是企业单位、政府机构、和军事机构，占比分别为 30.57%、23.26%和 15.55%。

图表 16 中国厂商 LED 显示屏销售额（1998-2018）



资料来源：中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会，华鑫证券研发部

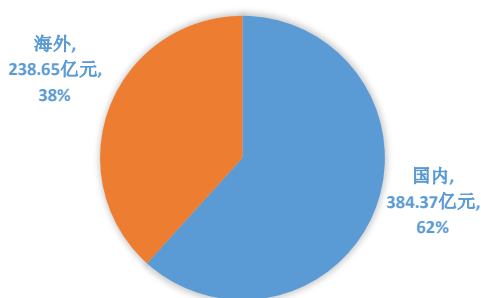
图表 17 2018 年度小间距行业分布



资料来源：中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会，华鑫证券研发部

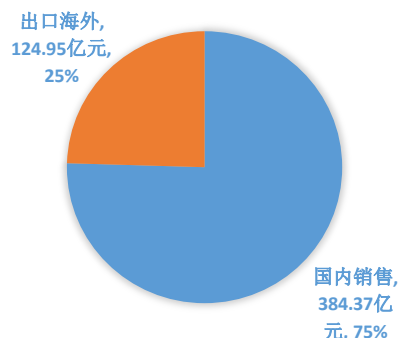
LED 显示屏产业链主要集中在中国。2018 年度全球 LED 显示屏约销售 623 亿元（约 93 亿美元）。其中，中国市场约占 62%，其余国家占 38%。2018 年中国厂商 LED 显示屏销售额 509.68 亿元。其中，国内销售约占 75%，出口国外约占 25%。由于中国拥有 LED 产业链最完备的配套，因此全球 LED 显示屏产业主要集中在中国，国外品牌（例如美国达科）也将中国视作重要的生产基地。

图表 18 2018 年全球 LED 显示屏销售额（按地区划分）



资料来源：中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会，华鑫证券研发部

图表 19 2018 年度国产 LED 显示屏销售额（按地区划分）



资料来源：中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会，华鑫证券研发部

中美贸易摩擦难以撼动整个 LED 显示产业链格局。LED 产业链包括上游 LED 芯片、中游 LED 封装和下游 LED 应用（包含通用照明、显示屏、景观照明、液晶背光等等）。从产业链分布来看，全球 LED 产业链主要集中在中国，产业集聚优势明显，吸引了大量全球 LED 应用企业在中国设立工厂。如果美方继续加征关税，美国厂商即使将工厂迁回本土，仍需采购中国的零组件。在这种情况下，加征关税并未增强美国 LED 企业的竞争力。因此，中美贸易摩擦难以撼动整个 LED 显示行业格局。

为应对中美贸易摩擦，洲明科技在美国建立了生产基地并已实现部分产品本地化自产自销。同时，公司完成对美国纳斯达克上市公司 Trans-Lux Corporation 的收购，借助该公司的品牌和渠道优势以及本地化的服务人员，提升公司在美国市场的快速响应能力及综合竞争能力，降低中美贸易摩擦带来的影响。

2.2 中国商业显示迎来快速发展期

中国的商业显示市场经历了十多年的发展。2004-2008 年是起步期，平板电视的流行催生了商用电视等商显产品的出现，在这个时期，商显市场缓慢发展。2009-2016 年

是商显市场的发展期，众多家电品牌和专业品牌嗅到商机后进入商显市场，商显品类开始逐渐增多，产品价格不断下降，出货量逐渐增大。2017 年以来，商显市场迎来加速发展期，LED 小间距等新型商显产品开始流行，云计算、大数据、物联网等新技术的出现，共同推动商显产品终端载体发展。商业模式上，从原来的硬件产品一锤子买卖进入到软硬件整体方案的销售与运营。

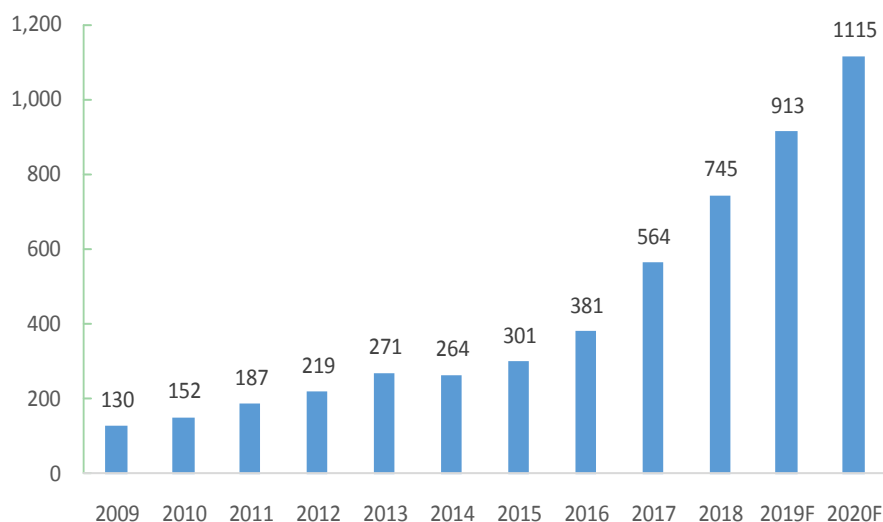
图表 20 商业显示全面进入 3.0 时代



资料来源：奥维云网，华鑫证券研发部

奥维云网数据显示，2018 年中国大陆商显市场规模达到 745 亿元，同比增长 32.2%。奥维云网预计 2019 年市场规模将达到 913 亿元，2020 年超过千亿达到 1115 亿元。商显市场正迎来快速发展期。

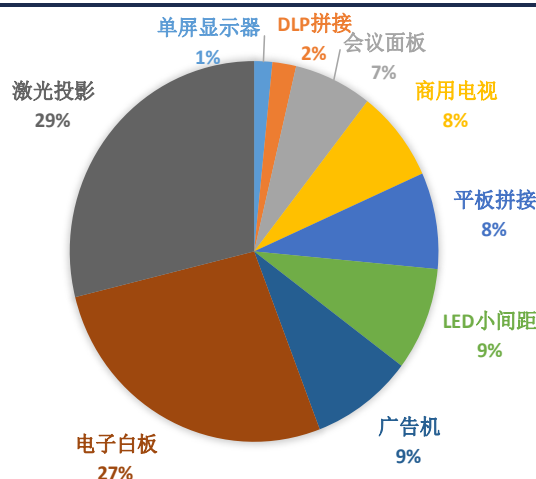
图表 21 2009-2020 年中国大陆商显市场规模（单位：亿元）



资料来源：奥维云网，华鑫证券研发部

按应用领域来划分，我国商显市场可分为电子白板、激光投影、商用电视、液晶拼接、广告机、LED 小间距、DLP 拼接、单屏显示器等不同的品类。其中，电子白板是商显市场中占比最大的品类。

图表 22 2018 年中国大陆商显市场划分



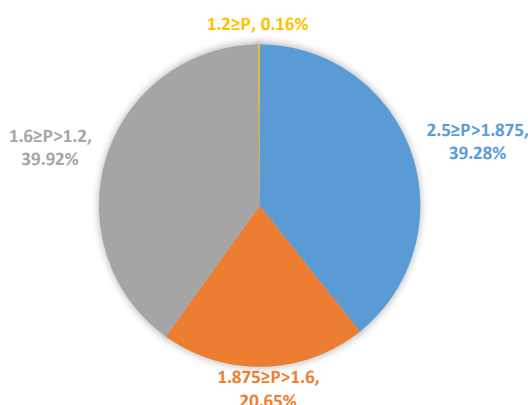
资料来源：奥维云网，华鑫证券研发部

商显市场的快速发展将进一步提升小间距 LED 显示屏的需求。小间距 LED 显示屏具有对比度出色、亮度高、无缝拼接、低亮度下灰度表现优越、画面层次和真实感强等优点，显示效果明显好于传统的拼接屏，正逐步成为下一代中大尺寸的核心显示技术，在商显市场发挥越来越重要的作用。商显市场的快速增长将提升小间距 LED 显示屏的需求。

2.3 小间距 LED 显示应用领域不断延伸

小间距 LED 显示屏主要指 LED 点间距在 2.5mm 以下的显示屏。包含 P2.5、P2.0、P1.8、P1.5、P1.2 甚至更低。2018 年，小间距市场按间距来划分，[1.875, 2.5] 占比 39.28%，[1.6, 1.875] 占比约 20.65%，[1.2, 1.6] 占比约 39.92%，P1.2 以下占比较小，约为 0.16%。

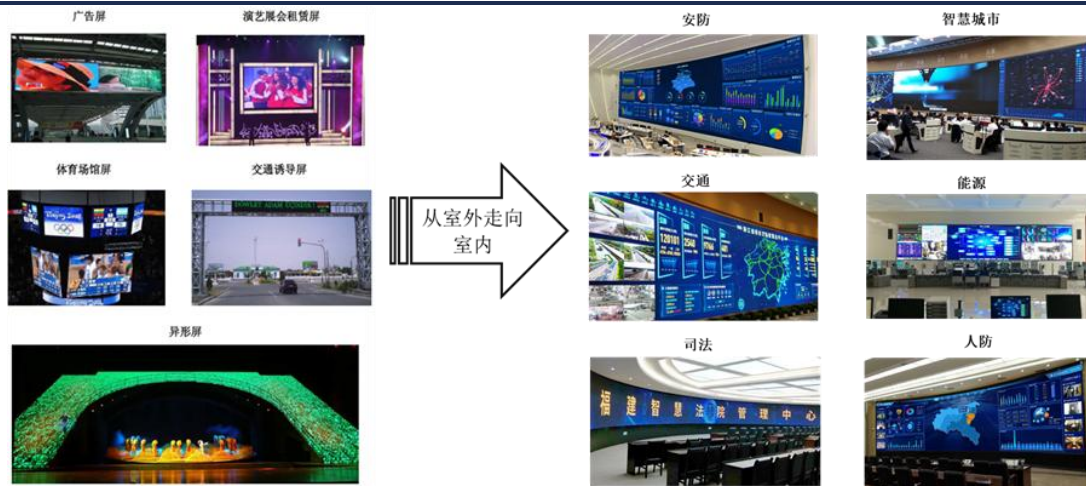
图表 23 2018 年度小间距商显市场分布



资料来源：中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会，华鑫证券研发部

LED 显示屏在发展初期，更多地应用于户外显示，随着工艺技术的不断提升，LED 灯珠之间的间距越来越小，显示屏的分辨率越来越高，LED 显示屏进入小间距时代。小间距可以实现无线延展和无缝拼接，它的出现大大拓展了 LED 显示屏的应用范围。目前，国内小间距 LED 显示屏市场下游主要是安防、应急、智慧城市、交通、司法、能源、军工等领域。

图表 24 从室外走向室内，LED 显示屏的应用领域不断延伸



资料来源：公司官网，招股说明书，华鑫证券研发部

存量市场小间距 LED 显示屏渗透率仍然较低。在目前国内的安防、交通等下游应用中，新建指挥中心主要采用小间距 LED 显示屏，但在存量市场仍以 DLP、LCD 拼接屏为主。例如，公司估算小间距 LED 显示屏在国内主要城市公安指挥中心的渗透率不足 10%（实际值可能略高一点）。因此，存量市场的替换需求空间巨大。

新应用领域不断开拓。随着 LED 显示屏像素间距的不断缩小，画质不断改善，成本持续下降，LED 显示屏的应用领域正在不断拓展。目前，部分新兴应用领域包括影院显示屏、中大型会议室显示屏等。

目前，激光投影是影院播放电影的主流技术。2017 年 3 月，三星首次公布 LED 电影屏，并在美国和韩国的一系列活动中引入该屏幕。2018 年 2 月 4 日，全国首家三星 Cinema LED 影厅开业仪式在上海举行，该屏幕宽度近 10.3 米，分辨率达 4K。由于 LED 显示屏是主动发光，相较于激光投影，三星的 LED 电影屏拥有真正全黑的超级对比度、超高亮度的动态范围、完美的色彩准确度，能够呈现更加鲜亮的色彩，提升观众观影体验。目前，LED 电影屏还处于导入期，洲明科技的 LED 电影屏目前仍处于 DCI 认证阶段。

图表 25 三星电子首块 Cinema LED 电影银幕落户上海五角场万达影城



资料来源：ZNDS 智能电视网，华鑫证券研发部

Mini-LED 显示屏（非背光）未来有机会成为消费电子显示屏的潜在竞争者。目前的主流电视机采用液晶面板+LED 背光技术，而随着 LED 颗粒间距的持续缩小，制造成

本的不断下降，长远来看可能会进入消费电子市场。2019 年 2 月，中国 LED 显示屏厂商易事达在全球顶级商用视听技术 ISE 展上推出 mini LED 商业化应用方案——全真 mini LED 0.9 电视机，采用主动发光的 LED 颗粒来替代背光技术。我们认为目前的 LED 显示屏由于价格较高，短期来看距离消费电子市场尚有一定的距离，但长期来看有机会成为消费电子显示屏的潜在竞争者。

图表 26 荣事达 mini-LED 电视



资料来源：华鑫证券研发部

洲明推出 UTVIII 会议一体机，切入室内会议市场。2018 年，洲明科技推出 UTVIII 会议一体机。与普通的投影仪通过投射的方式相比，LED 显示屏由于采用主动发光技术，有效解决了传统投影仪昏暗模糊的缺陷。同时，它支持支持手机、平板、笔记本画面一键传屏，操作便捷。目前，UTVIII 会议一体机已成功应用于多个政企单位、三甲医院、重点高校等场所。

图表 27 洲明科技 UTVIII 会议一体机



资料来源：华鑫证券研发部

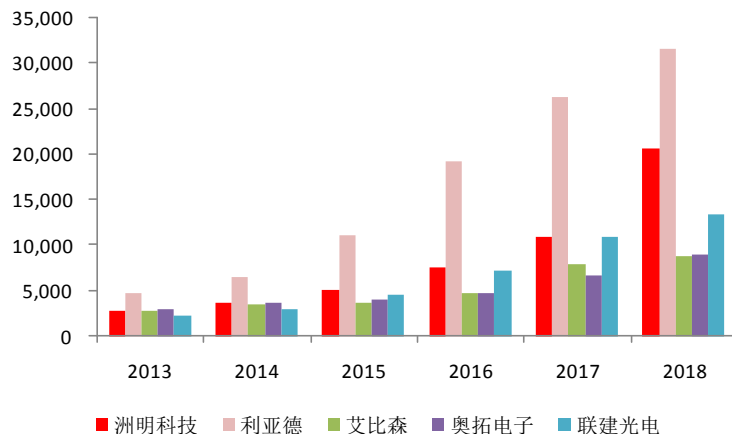
三、高端 LED 显示屏行业壁垒持续提升

中国 LED 显示屏企业数量众多。根据中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会在 2018 年做的统计，全国各类从事 LED 显示屏应用业务的企业数量估计为 800-1000 家，其中具有一定规模且具备一定技术研发、生产和工程实施能力的企业数量在 500 家左右。截止 2017 年末，近 300 家企业加入该协会，基本上覆盖了中国 LED 显示应用领域的龙头企业。

随着间距的变小，行业壁垒不断提升。在 LED 显示屏的发展初期，生产厂家众多，LED 显示屏技术壁垒不高，众多厂商依靠渠道和服务取胜，产品价格不断下跌，行业在一定程度上呈现红海特征。随着 LED 显示屏逐渐进入小间距时代，技术壁垒显著提升，

只有大厂商才有足够的资金实力不断增加研发投入、进行产能扩充。因此，在小间距 LED 领域，特别是 P1.5 以下的产品，正逐步成为头部公司的天下。未来 LED 显示屏进入 P1.0 时代后，只有大公司才有实力投入前沿技术的研发。

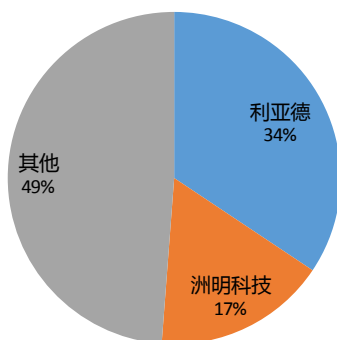
图表 28 LED 显示屏主要上市公司的研发投入（单位：万元）



资料来源：奥维云网，华鑫证券研发部

奥维云网的数据显示，2018 年国内小间距 LED 显示屏的市场规模为 68.4 亿元。根据利亚德和洲明科技的公告，我们推算出利亚德和洲明科技在小间距 LED 显示屏的市场份额分别为 34% 和 17%。由此可见，虽然 LED 显示屏行业企业众多，红海竞争明显，但小间距领域市场集中度较高，竞争较为有序。

图表 29 国内 LED 小间距显示屏市场份额（2018 年）



资料来源：奥维云网，公司公告，华鑫证券研发部

四、公司盈利预测与投资建议

4.1 假设条件及盈利预测

未来几年，LED 显示屏尤其是小间距显示屏行业继续保持较快的增速，公司积极扩充产能，收入和利润有望保持较快的增长，我们的盈利预测假设如下：

（1）全球 LED 显示屏市场特别是小间距市场保持较快的增速，预计公司 LED 显示屏业务 2019-2021 年收入增速分别为 32%、28% 和 25%。

（2）公司 LED 景观照明业务过去几年保持极高的增速，2018 年收入增速高达

234.5%。随着信用环境的偏紧,我们预计 2019-2021 年收入增速分别为 35%、28%和 25%,相较过去有明显的下降;

- (3) LED 照明产品保持稳定;
- (4) 公司各项费用率保持稳定;
- (5) 暂不考虑公司非公开发行股票的影响。

基于以上,我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 59.14、74.89 和 92.69 亿元;实现归属于母公司所有者的净利润分别为 5.09、6.13 和 7.16 亿元。

4.2.投资建议

我们选取主营业务包含 LED 显示屏的奥拓电子、利亚德、艾比森、联建光电作为可比上市公司。其中,利亚德与洲明科技同处于第一梯队,艾比森在第二梯队具有较强的竞争力,联建光电和雷曼光电的盈利能力相对较差。从 PE (2019) 估值来看,剔除没有 Wind 一致预期的联建光电和雷曼光电,洲明科技的估值高于利亚德和艾比森,低于奥拓电子。艾比森 2019H1 归母净利润同比下降 10—23%,利亚德 2019H1 归母净利润同比下降 0—10%,而洲明科技 2019H1 归母净利润同比增幅为 25%—37%,成长性明显更优。此外,洲明科技比利亚德等公司更加专注于 LED 显示屏业务,景观照明等回款周期较长的业务占比较低,销售渠道以经销模式为主,具有更好现金流,在信用偏紧的市场环境下应享受相对估值溢价。

经过过去几年的成长后,LED 显示屏市场的接受度越来越高,我们预计未来在小间距产品的带动下,将渗透进入越来越多的应用领域,行业天花板足够高。目前市场给予 LED 显示屏行业内的成长股较低的估值,公司股价对应 2019 年 PE 仅为 11.8 倍。洲明科技作为处于第一梯队的龙头企业,经营稳健,未来有望充分分享行业发展的红利,因此我们首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 30 可比公司估值(2019 年 8 月 7 日)

公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
奥拓电子	中国	5.91	37	0.28	0.41	0.54	21.2	14.5	11.0
利亚德	中国	6.30	160	0.51	0.64	0.79	12.31	9.9	8.0
艾比森	中国	10.50	34	0.77	1.09	1.38	13.61	9.6	7.6
联建光电	中国	3.64	22	-4.94	n. a.	n. a.	-0.74	n. a.	n. a.
雷曼光电	中国	7.31	26	-0.07	n. a.	n. a.	-101.95	n. a.	n. a.
洲明科技	中国	7.86	73	0.48	0.67	0.80	16.41	11.8	9.8
平均值								11.4	9.1

注:奥拓电子、利亚德、艾比森的 2019-2020 年 EPS 来自于 Wind 一致预期

资料来源:Wind,华鑫证券研发部

五、风险提示

LED 显示屏市场需求不及预期；行业竞争加剧导致毛利率下滑；公司新技术推进进度不达预期；系统性风险等。

图表 31 公司盈利预测（百万元）

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	4,524	5,914	7,489	9,269
货币资金	1,078	1,053	1,308	1,549	营业成本	3,100	4,077	5,197	6,484
应收款	1,504	1,966	2,489	3,081	营业税金及附加	36	36	36	36
存货	1,415	1,861	2,372	2,959	销售费用	421	550	696	862
待摊费用和其他流动资产	23,391	23,391	23,391	23,391	管理费用	200	260	330	408
流动资产合计	4,231	4,880	6,169	7,589	财务费用	5	26	32	40
非流动资产:					费用合计	626	836	1,058	1,310
可供出售金融资产	7	0	0	0	资产减值损失	93	122	154	191
固定资产+在建工程	963	1,190	1,388	1,557	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	50,700	51,745	52,720	53,630	投资收益	-4	-4	-4	-4
其他非流动资产	170	170	170	170	营业利润	482	592	710	828
非流动资产合计	2,186	2,417	2,624	2,803	加: 营业外收入	7	6	6	6
资产总计	6,418	7,296	8,794	10,392	减: 营业外支出	4	3	3	3
流动负债:					利润总额	485	595	713	831
短期借款	401	401	500	500	所得税费用	58	71	86	100
应付账款、票据	2,040	2,683	3,420	4,266	净利润	426	524	628	731
其他流动负债	799	799	799	799	少数股东损益	14	15	15	15
流动负债合计	3,240	3,882	4,719	5,565	归母净利润	412	509	613	716
非流动负债:									
长期借款	100	100	200	300	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	73	73	73	73	成长性				
非流动负债合计	555	555	655	755	营业收入增长率	49.3%	30.7%	26.6%	23.8%
负债合计	3,795	4,437	5,374	6,320	营业利润增长率	49.1%	22.9%	19.9%	16.6%
所有者权益					归母净利润增长率	45.0%	23.4%	20.4%	16.9%
股本	761	761	761	761	总资产增长率	31.2%	13.7%	20.5%	18.2%
资本公积金	478	478	478	478	盈利能力				
未分配利润	1,012	1,430	1,929	2,507	毛利率	31.5%	31.1%	30.6%	30.1%
少数股东权益	255	255	255	255	营业利润率	10.6%	10.0%	9.5%	8.9%
所有者权益合计	2,623	3,093	3,654	4,306	三项费用/营收	13.8%	14.1%	14.1%	14.1%
负债和所有者权益	6,418	7,530	9,028	10,626	EBIT/销售收入	12.4%	12.2%	11.8%	11.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	9.4%	8.9%	8.4%	7.9%
净利润	426	524	628	731	ROE	16.3%	16.9%	17.2%	17.0%
折旧与摊销	101	133	162	192	营运能力				
财务费用	9	26	32	40	总资产周转率	70.5%	81.1%	85.2%	89.2%
存货的减少	-588	-446	-511	-587	资产结构				
营运资本变化	262	180	214	255	资产负债率	59.1%	60.8%	61.1%	60.8%
其他非现金部分	101	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	320	417	524	631	经营净现金流/净利	0.75	0.80	0.84	0.86
投资活动现金净流量	-602	-363	-370	-370	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	612	-80	101	-20	每股收益	0.54	0.67	0.80	0.94
现金流量净额	347	-25	255	241	每股净资产	3.44	4.06	4.80	5.66

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券，主要研究和跟踪领域：电子、可转债。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>