

2019年08月11日

奥拓电子 (002587.SZ)

公司分析

首次覆盖:LED 显示与金融网点智能化改造共同驱动业绩成长

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2019 年半年度报告, 销售收入为 4.99 亿元, 同比下降 37.0%。毛利率水平为 43.0%, 同比上升 13.0 个百分点, 归属上市公司股东净利润为 7,024.1 万元, 同比下降 15.5%, 每股净利润 0.12 元, 同比下降 14.3%。2019 年第二季度公司实现营业收入为 2.16 亿元, 同比下降 43.4%, 归属上市公司股东净利润为 3,324 万元, 同比下降 14.7%。

◆ **智慧照明订单影响半年业绩, LED 显示网点智能化稳健推进:** 公司在 2019 年上半年收入规模出现了较大幅度的下降, 净利润下降幅度低于收入, 主要是由于公司收入占比较高的智能景观亮化业务获得和执行的订单规模较小, 由于下半年有建国 70 周年庆典活动等项目, 公司目前在手订单规模总额近 12 亿元, 因此相关业务在下半年有望迎来较大幅度的反弹。公司 LED 视频显示及网点智能化改造业务则在上半年均实现了超过 30% 以上的收入成长, 基本维持了稳健的发展, 相关业务的毛利率也保持了较高的水平, 因此公司整体经营情况仍然值得期待。

◆ **LED 显示行业发展迅速, 网点智能化改造前景广阔:** 公司从成立之初就涉及了金融行业的 LED 显示屏业务, 之后发展也是沿着上述两个方向进行拓展, 通过内生外延成长并举的方式, 公司目前已经形成了 LED 显示、金融科技和智慧照明三个主要的事业群。从行业发展的方向看, LED 显示在专业市场、商业地产、体育赛事、影院等应用场景中对于传统的 LCD 和投影的替代渗透过程推进顺利, 凭借良好的可拓展性、优质的显示效果、持续提升的性价比以及不断开发的创新产品, LED 显示行业保持了良好的成长趋势。而网点智能化改造在金融行业、电信行业中也是持续推进的过程, 随着移动支付习惯和大数据应用的深入, 智能化改造的过程有望获得明显的提速。

◆ **产能技术布局持续推进, 业绩成长值得期待:** 公司深耕 LED 显示和金融信息化行业, 在技术能力方面公司推进小间距 LED 显示和 Mini-LED 显示的产品的发展和生产, 成为行业领先企业之一。金融信息化行业则通过智能机器人、信息化系统解决方案的一体化供应能力, 持续拓展银行、电信、邮政等下游应用渠道。从公司公布的前三季度业绩预期看, 公司预计 2019 年 1-9 月的归属上市公司股东净利润同比上升 4.35% ~ 33.57%, 达到 1.25 亿元至 1.6 亿元人民币, 业绩的成长前景值得期待。

◆ **投资建议:** 我们首次对公司进行新覆盖, 预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.39、0.50 和 0.66 元, 净资产收益率分别为 16.7%、18.7% 和 20.9%。以 LED 显示行业和金融智能化行业 PE 为主要参考, 结合 PB 参考, 并且综合考虑公司规模

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

增持-A(首次)

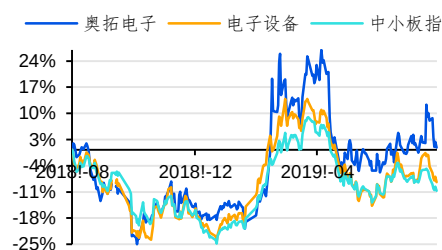
股价(2019-08-09)

5.90 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,658.75
流通市值 (百万元)	2,280.79
总股本 (百万股)	620.13
流通股本 (百万股)	386.58
12 个月价格区间	4.42/7.99 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.7	10.72	9.81
绝对收益	1.72	5.73	1.61

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号: S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20377068

相关报告

模及成长性，给予增持-A 投资建议。

- ◆ **风险提示：**智慧照明业务政府采购订单规模下降或行业竞争带来的盈利能力下降；LED 显示屏业务的价格下降引起毛利率下降；金融信息化推进渗透速度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,041.1	1,573.4	2,095.7	2,672.2	3,296.0
同比增长(%)	127.8%	51.1%	33.2%	27.5%	23.3%
营业利润(百万元)	140.1	205.5	273.6	348.2	458.1
同比增长(%)	50.6%	46.7%	33.1%	27.3%	31.6%
净利润(百万元)	132.0	179.7	241.4	311.5	407.5
同比增长(%)	53.0%	36.1%	34.4%	29.0%	30.8%
每股收益(元)	0.21	0.29	0.39	0.50	0.66
PE	27.7	20.3	15.2	11.7	9.0
PB	3.1	2.8	2.5	2.2	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司简介及财务分析.....	5
(一) 公司发展历程及股权结构	5
(二) 公司财务分析	6
1、过去 3 年营收增长较快，净利率稳步提升	6
2、LED 显示毛利贡献占比最高，金融科技占比提升	7
(三) 2019 年前三季度预期净利润同比上升 4.35%~33.57%	9
二、行业分析：LED 显示屏需求稳健，银行信息化建设推进	10
(一) LED 显示：应用领域拓宽，Mini LED 引领市场	10
1、LED 显示屏细分领域市场空间巨大	10
2、小间距技术持续发展，Mini LED 引领市场	11
(二) 金融科技：智慧银行改造加速发展	12
(三) 景观照明：行业景气度较高，甄选项目是关键	13
三、盈利预测及投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 估值分析及投资建议	16
四、风险提示	17

图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司股权结构（截至 2019 年半年报）	6
图 3：股本结构（截至 2019 年半年报）	6
图 4：营业收入（百万）及增长率（2016 ~ 2019H1）	6
图 5：过去 12 个季度营业收入（百万）及增长率	6
图 6：净利润（百万）及增长率（2016 ~ 2019H1）	7
图 7：过去 12 个季度净利润（百万）及增长率	7
图 8：盈利能力比率（2016 ~ 2019H1）	7
图 9：过去 12 个季度盈利能力变化趋势	7
图 10：营业收入（百万）按行业占比（2019H1）	8
图 11：营业收入（百万）按行业占比（2016 ~ 2019H1）	8
图 12：营业收入（百万）按产品占比（2019H1）	8
图 13：营业收入（百万）按产品占比（2016 ~ 2019H1）	8
图 14：毛利按产品分布（2019H1）	8
图 15：主营业务毛利率按产品分布（2017 ~ 2019H1）	8
图 16：营业收入（百万）按地区占比（2019H1）	9
图 17：营业收入（百万）按地区占比（2016 ~ 2019H1）	9
图 18：中国 LED 显示屏产值（亿元）与增长率（2009 ~ 2018）	10
图 19：中国小间距 LED 显示屏市场规模与增速（2014 ~ 2020E）	10
图 20：中国大陆商显市场规模与增速（2009 ~ 2019E）	11
图 21：LED 显示屏在商显领域的应用	11
图 22：全国首家三星 Cinema LED 影厅	11
图 23：LED 显示屏在体育显示领域的应用	11
图 24：奥拓电子 Mini LED 显示屏	12

图 25: 三星 Micro LED 电视 The Wall.....	12
图 26: 全球 Mini & Micro LED 市场规模（百万美元）及增速	12
图 27: 全球 Mini LED 市场规模（百万美元）及增速	12
图 28: 建设银行河南省分行智慧银行项目.....	13
图 29: 智能服务型机器人（中国银行上海分行项目）	13
图 30: 我国景观照明行业市场规模（亿元）及增速（2013 ~ 2019E）	14
图 31: 2017 年我国 LED 照明应用领域分布情况	14
图 32: 厦门金砖会议项目	14
图 33: 青岛上合峰会夜景提升工程	14
表 1: 奥拓电子整体盈利预测.....	15
表 2: 产业链可比公司估值参考	16

一、公司简介及财务分析

公司是全球技术领先的 LED 应用及金融科技综合解决方案提供商，成立于 1993 年 5 月，2011 年于 A 股中小板成功上市。目前公司业务主要形成三大事业群，LED 显示、金融科技和智慧照明。在 LED 显示方面，公司 Mini LED 显示屏的技术处于行业领先地位；金融科技方面，公司是国内最早一批智慧银行解决方案提供商，国内市场占有率排名前列；智慧照明业务规模在行业内也处于第一梯队。

（一）公司发展历程及股权结构

公司于 1993 年 5 月成立，目前已发展成为全球技术领先的 LED 应用及金融科技综合解决方案提供商，产品主要用于体育赛事、媒体广告、演艺租赁、交通、指挥中心等领域 LED 显示屏和面向银行、电信及政务领域等的金融科技产品，包括智慧银行系统、智能服务机器人、智能信息管控平台等。智慧照明业务则主要是城市景观亮化项目。

图 1：公司历史沿革



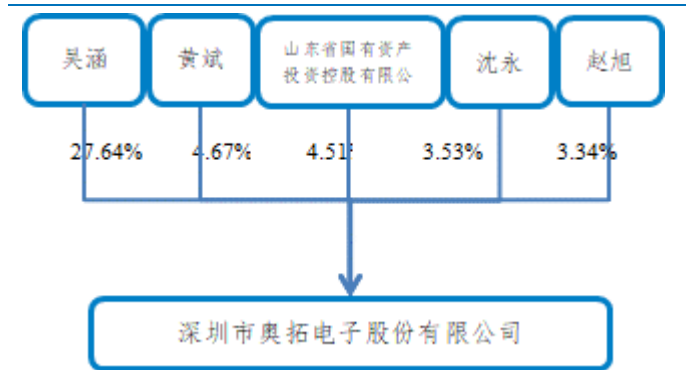
资料来源：公司公告、招股书、公司官方网站，华证证券研究所

成立之初，公司就切入 LED 显示和金融电子行业，相继推出 LED 显示和金融智能产品，成为行业内领先企业。2011 年公司于中小板成功上市后，通过外延并购和战略调整，逐步形成了目前的三大主要事业群，其中 LED 应用行业营收占比达 70% 以上。

2014 年公司收购上海翰明计算机有限公司，加快推进向金融电子系统集成商的转型，此后公司金融电子业务主要由南京奥拓和上海翰明运营。自 2015 年主要公司在 LED 应用行业发力，2015 年公司凭借 LED 显示产品在体育行业的国际竞争力，拓展体育新业务，并于 2016 年收购深圳千百辉照明工程有限公司，开拓与大赛相配套的大型体育场馆改造市场。2017 年随着国内体育市场进入调整期，景观照明行业进入井喷期，公司开始通过子公司千百辉发力景观照明业务。2017 年公司又以自有资金 2250 万元对外投资设立深圳市奥拓立翔光电科技有限公司，持有奥拓立翔 60% 股权，布局 LED 创意显示领域，提高公司 LED 应用的市场份额。在 LED 显示技术方面，公司目前处于行业领先地位，2018 年 Mini LED 显视商用显示系统在南京市公安局正式商用。截止目前公司已推出了行业领先的超小点间距 0.78mm 的 Mini LED 显示产品。

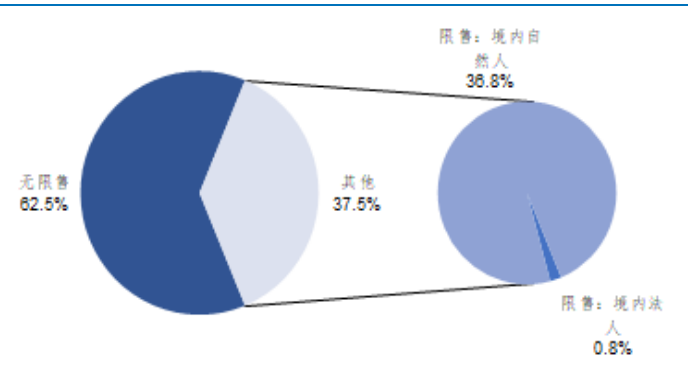
公司股权结构方面,截至2019年半年报披露,公司实际控制人为吴涵渠先生,持有公司27.64%的股份。前10大股东中仅山东省国有资产投资控股有限公司为国有法人,持股比例为4.51%,其余均为境内自然人,持股比例较低。

图2: 公司股权结构 (截至2019年半年报)



资料来源: 公司年报、华金证券研究所

图3: 股本结构 (截至2019年半年报)



资料来源: 公司年报、华金证券研究所

截至2019年6月30日,公司总股本为6.19亿股,其中非限售股份3.87亿股,占总股本的62.44%。

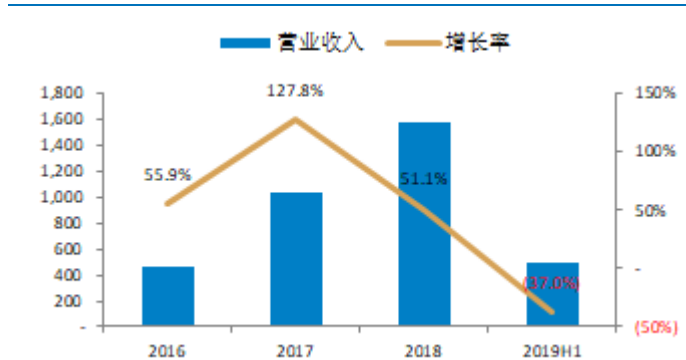
(二) 公司财务分析

公司2019年上半年度实现营业收入4.99亿元,同比下降37.0%,归属上市公司股东净利润为7,024.1万元,同比下降15.5%,扣非后的归母净利为6,212.3万元,同比下降20.1%。每股净利润0.12元,同比下降14.3%。公司2019年上半年业绩下滑主要由于智慧照明业务大项目延迟营收规模下滑所致。

1、过去3年营收增长较快,净利率稳步提升

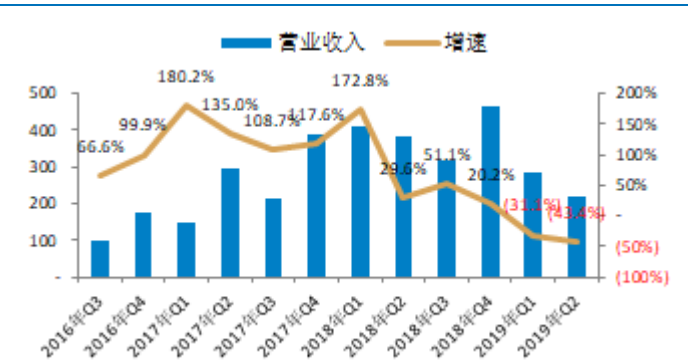
2019年上半年公司实现营业收入4.99亿元,同比下降37.0%,主要原因系智慧照明业务营业收入大幅下滑,公司主要订单集中在下半年释放。从过去12个季度来看,2016至2017年间公司收入迅速增长,2018年开始增长趋于稳健,业绩主要驱动因素来自于国内景观照明行业发展带来的增长空间和国内传统银行智能化转型升级对科技产品需求上升。2019年前两个季度智慧照明业务影响较大,营业收入同比下滑,包括建国70周年庆典等相关订单主要集中在下半年。

图4: 营业收入(百万)及增长率(2016~2019H1)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

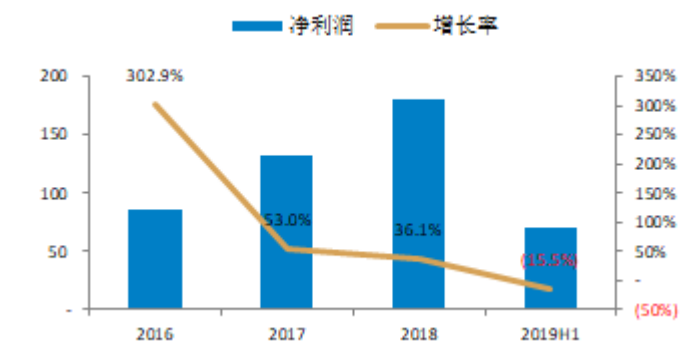
图5: 过去12个季度营业收入(百万)及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

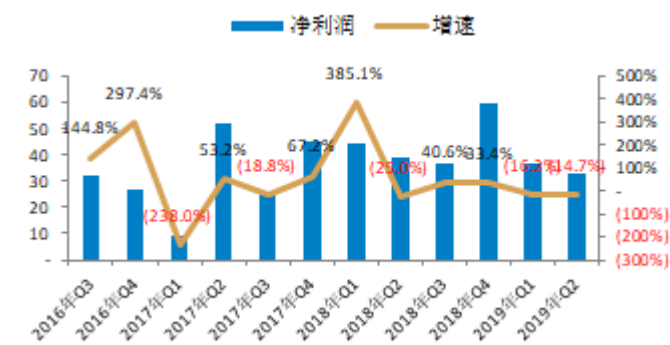
从盈利能力来看，2019 年上半年实现归母净利为 7,024.1 万元，同比下降 15.5%。过去 3 年，公司净利润增速较快，维持在 30%以上。2018 年后公司净利润的波动幅度小于 2016 至 2017 年。今上半年在营业收入同比下滑 37.0%的局面下，公司净利润受到较大影响，其中 Q1 的下降幅度大于 Q2。

图 6：净利润（百万）及增长率（2016 ~ 2019H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

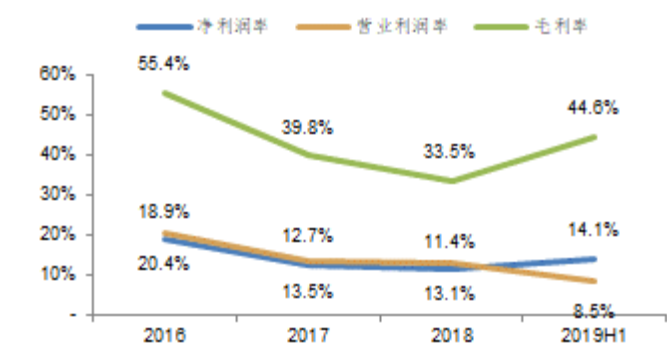
图 7：过去 12 个季度净利润（百万）及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

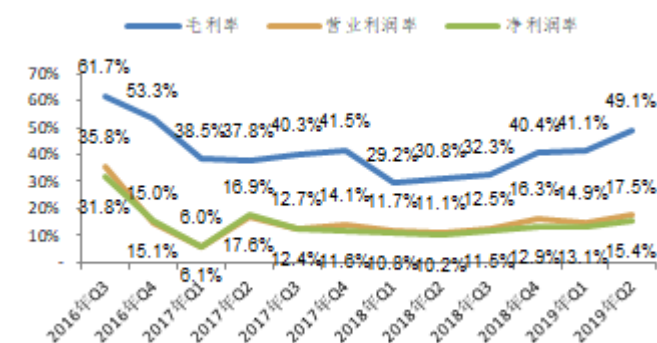
从盈利能力看，公司智慧照明业务的收入规模变动对于毛利率的影响较为明显，随着相关业务占比的持续扩大，公司的整体毛利率水平从 2016 年开始持续下降，2019 年上半年由于相关业务的订单尚未释放，使得公司的毛利率显著回升。

图 8：盈利能力比率（2016 ~ 2019H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：过去 12 个季度盈利能力变化趋势



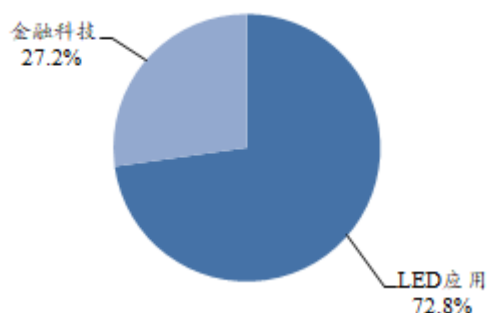
资料来源：Wind，华金证券研究所

过去 12 个季度，公司净利率从 2017 年 Q3 开始趋于稳定，且从 2018 年 Q1 开始稳步提升，2019 年第二季度达到 15.4%，由于景观照明业务比例下降使得公司的盈利能力有所回升，但是随着下半年订单的持续释放，预计盈利水平将会再次回归到正常水平。

2、LED 显示毛利贡献占比最高，金融科技占比提升

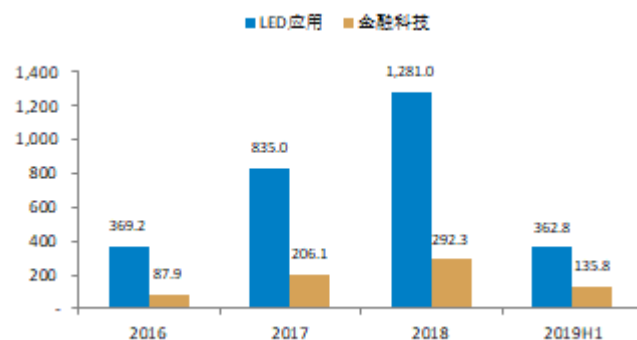
营业收入按行业分布分类，公司业务主要布局在 LED 应用和金融科技两个行业，其中 LED 应用包括 LED 显示屏和智慧照明业务。2019 年上半年，公司营业收入中 LED 应用占比达 72.8%，金融科技占比 27.2%，LED 应用贡献了主要的销售收入。从过去三年的营收分布来看，LED 应用的占比保持在 80%左右，而今年上半年金融科技的比例上升，得益于公司将金融科技业务作为新三年规划中的重点业务板块，今年上半年该项业务营业收入同比增长 30.5%。

图 10: 营业收入（百万）按行业占比（2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

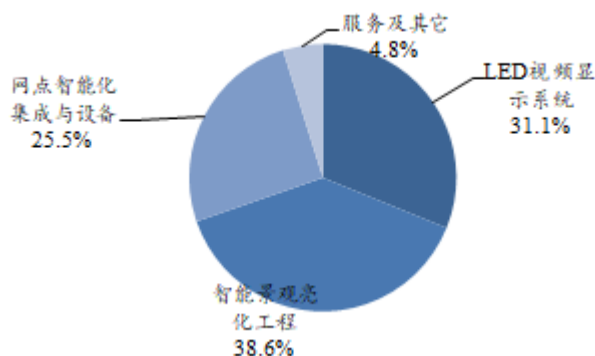
图 11: 营业收入（百万）按行业占比（2016 ~ 2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

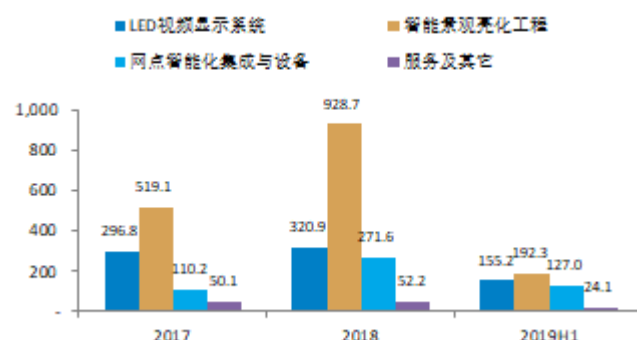
营业收入按产品分布分类，主要划分为 LED 视频显示系统、智能景观亮化工程、网点智能化集成与设备和服务其他。2019 年上半年，LED 视频显示系统和智能景观亮化工程占比较大，分别达 31.1%和 38.6%，而网点智能化集成与设备占 25.5%。从过去两年的产品分布看，景观亮化占比达 50%，是公司核心业务，主要受前 2 年景观照明行业快速发展的影响。由于景观照明业务多为政府订单，回款周期和政府财政状况对业绩影响较大，公司未来将严格以优质付款条件及良好政府财政状况作为挑选标准甄选项目，预期未来景观亮化工程的营收占比会有所下降。

图 12: 营业收入（百万）按产品占比（2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

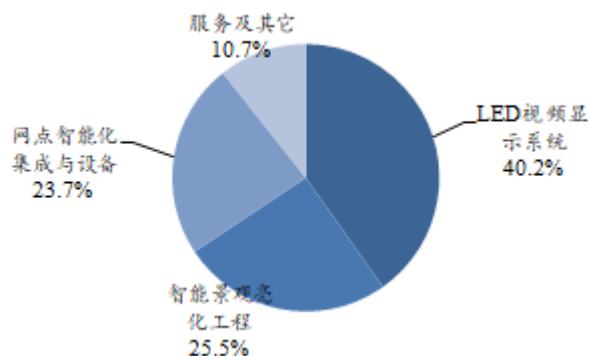
图 13: 营业收入（百万）按产品占比（2016 ~ 2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

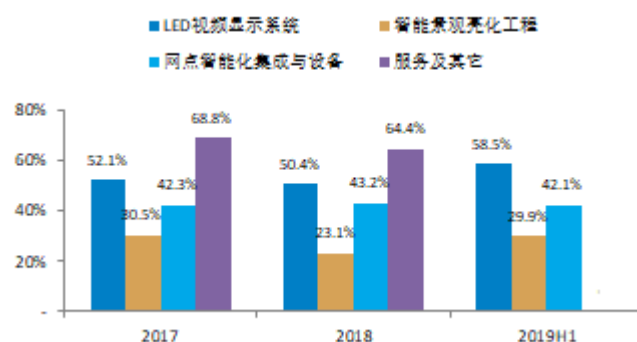
从不同产品对公司毛利的贡献来看,2019 年上半年 LED 视频显示系统贡献了 40.2%的毛利，智能景观亮化工程贡献 25.5%，网点智能化集成与设备贡献 23.7%。相比 LED 视频显示系统 31.1%的营收占比，该项业务对毛利的贡献远超过对营收的贡献。

图 14: 毛利按产品分布（2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

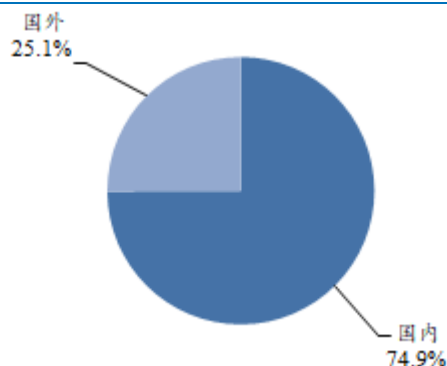
图 15: 主营业务毛利率按产品分布（2017 ~ 2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

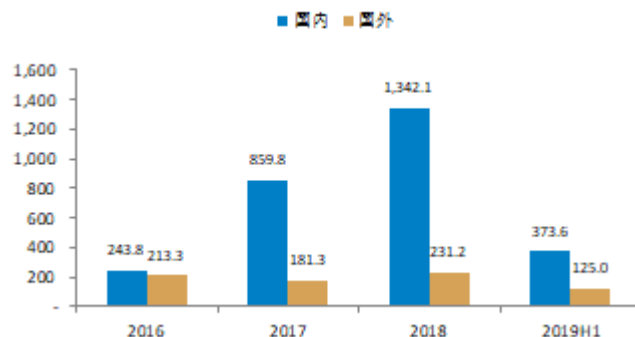
从过去 3 年不同产品的毛利率来看，LED 视频显示系统毛利率超过 50%且逐年增长，金融科技产品的毛利率保持相对稳定，而景观亮化工程的毛利率较低。未来，公司若稳步提高金融科技业务和 LED 显示屏业务的比重，整体毛利率有望提高。

图 16：营业收入（百万）按地区占比（2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 17：营业收入（百万）按地区占比（2016 ~ 2019H1）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

从营业收入的地区分布来看，国内收入始终是公司最主要的收入来源。2019 年上半年，国内收入占比达 74.9%，从过去 3 年的地区分布来看，国内销售收入增长较快，营收占比迅速提高。

（三）2019 年前三季度预期净利润同比上升 4.35%~33.57%

公司预计 2019 年 1-9 月的归属上市公司股东净利润同比上升 4.35% ~ 33.57%，达到 1.25 亿元至 1.6 亿元人民币，其中第三季度单季度的归属上市公司股东净利润同比上升 49.37% ~ 144.84%。公司认为主营业务成本的下降是公司业绩提升的主要原因。

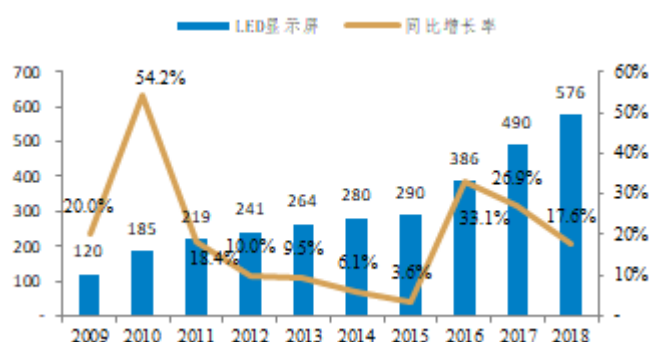
二、行业分析：LED 显示屏需求稳健，银行信息化建设推进

从公司经营业务所在行业来看，当前 LED 显示屏的发展主旋律是小间距 LED，Mini LED 是未来趋势。短期内，小间距 LED 渗透率提高，包括专业、商业、电影院、电视机等应用领域拓宽将带来市场空间。金融科技领域，智慧银行和智慧营业厅建设进入加速发展阶段，公司凭借行业领先优势有望提升营收。景观照明行业由井喷期进入成熟化发展阶段，行业景气度仍较高，但甄别项目以减轻业绩压力成为关键。

（一）LED 显示：应用领域拓宽，Mini LED 引领市场

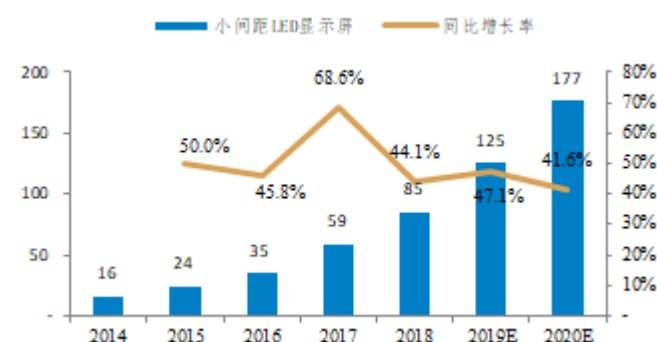
根据高工产业研究院（GGII）的统计，我国 LED 显示屏产值在最近 10 年增加了近 4 倍，复合增长率为 17.0%。2016 至 2018 年行业增速突然上升，这得益于 LED 小间距显示屏自 2016 年进入快速成长期，应用范围从交通、指挥中心等传统领域扩展到户外媒体、会议室、体育赛事等应用场景。

图 18：中国 LED 显示屏产值（亿元）与增长率（2009～2018）



资料来源：高工产业研究院（GGII）、华金证券研究所

图 19：中国小间距 LED 显示屏市场规模与增速（2014～2020E）



资料来源：高工产业研究院（GGII）、华金证券研究所

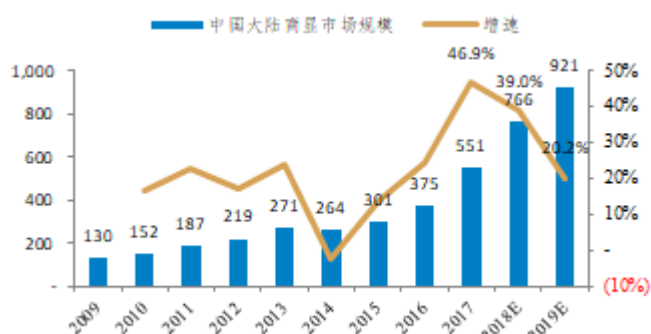
近几年，小间距 LED 显示屏成为 LED 显示行业发展的主旋律。自 2011 年实现量产以来，小间距 LED 在各领域持续渗透，首先集中发展于政府部门的应用领域，2017 年开始在商业领域快速渗透。根据 GGII 的研究，国内小间距 LED 显示屏市场规模在 2018 年达到 85 亿元，自 2015 至 2018 年增长率始终保持在 40% 以上，增速较快。未来，随着小间距 LED 技术迭代更新，产品价格逐步下降，小间距显示屏有望在更多细分领域加速渗透，其市场规模将持续增长。GGII 预计，2020 年市场规模将达到 177 亿元，2018-2020 年的复合增长率在 44.3%。

1、LED 显示屏细分领域市场空间巨大

从 LED 显示屏的应用场景来看，由于价格因素，当前 LED 显示屏主要应用于公安、交通、指挥中心等政府领域，以 LED 屏替代传统的 DLP、LCD 拼接屏为主。未来，影响 LED 显示屏发展的驱动力来自于两大趋势，一是已有领域的渗透率提升，二是应用领域的拓宽。商业显示市场将会是未来几年内最具潜力的领域，包括商业零售、户外传、会议室等领域。根据奥维云网数据显示，中国大陆商显市场规模自 2009 年的 130 亿元增长到 2017 年的 551 亿元，预计 2018 年规模达到 766 亿元，2019 年 921 亿元，复合增长率达 29.3%。奥维云网预计，2018 年商显

市场同比增长率为 39.0%，其中小间距 LED 的渗透率仅为 8.7%，但增速高达 76%。渗透率与增长率之间的悬殊差距，正是 LED 显示屏厂商可以加速发力的空间。

图 20：中国大陆商显市场规模与增速（2009～2019E）



资料来源：奥维云网、华金证券研究所

图 21：LED 显示屏在商显领域的应用



资料来源：公司官网、华金证券研究所

LED 显示屏目前在其他细分应用领域的份额尚小，但未来市场空间已初步显现。比如影院显示方面，2018 年万达影院使用了国内第一块 LED 电影屏，来自三星。根据中商产业研究院数据显示，2018 年中国银幕数量超 60,000 块，预计未来仍将维持较快的增长速度，若小间距 LED 屏幕在每年新增银幕和存量银幕的渗透率达到 10%，则电影银幕领域每年的新增市场规模可达 10 亿元，存量市场 60 亿元的规模。

图 22：全国首家三星 Cinema LED 影厅



资料来源：搜狐网、华金证券研究所

图 23：LED 显示屏在体育显示领域的应用



资料来源：公司年报、华金证券研究所

体育显示方面，公司占据绝对优势，自 2015 年公司专门布局体育新产业以来，在世界顶级体育赛事具备专业的 LED 广告及信息发布显示解决方案经验。未来若 LED 显示屏在全球各大型体育场馆和体育赛事的渗透率提升，又将扩大需求端的规模。创意显示方面，公司于 2017 年对外投资设立奥拓立翔，专门从事 LED 创业显示领域的运营，截止目前，奥拓立翔对的 LED 创意显示解决方案已成功应用于中国、美国、加拿大、墨西哥及英国等国家。

2、小间距技术持续发展，Mini LED 引领市场

随着 LED 显示屏技术的发展，更小间距显示屏成为未来的趋势，Mini LED 和 Micro LED 产品的问世为行业发展提供了新的成长机会。进入 2019 年以来，LED 产业链相关厂商纷纷为 Mini LED 做了投资和布局。上游三安光电宣布投资 120 亿兴办 III-V 族化合物半导体项目用于生产经营 Mini/Micro LED 外延与芯片产品，中游封装厂国星光电、鸿利智汇均在产能和技术上为 Mini

LED 布局,下游应用领域,奥拓电子最早布局 Mini LED,目前已具备 Mini LED 量产的条件。2018 年,公司 Mini LED 0.9mm 产品成功应用到南京市公安局项目,今年上半年又推出了行业领先的超小点间距 0.78mm 的 Mini LED 显示产品,并在 2019ISE 上展出全球最大、分辨率最高的 8K 超高清 Mini LED 显示屏。

图 24: 奥拓电子 Mini LED 显示屏



资料来源:公司官网、华金证券研究所

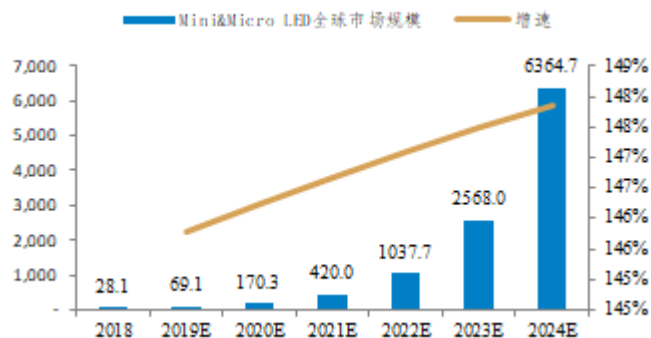
图 25: 三星 Micro LED 电视 The Wall



资料来源:网络、华金证券研究所

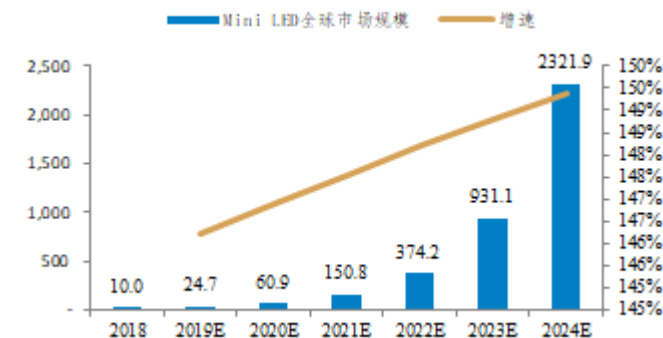
Mini LED 显示屏在继承传统小间距 LED 显示屏的无缝拼接、宽色域、低功耗和长寿命等优点的同时,还具有更好的防护性和更高的解析度,但在技术和工艺方面要求更高。随着 Mini LED 技术的不断优化,Mini LED 显示屏将快速在高端会议室、多功能厅、电子竞技、医疗成像等领域得到广泛应用。未来随着成本的下降和技术的提升,Mini LED 显示屏逐步从商业化应用转向消费电子领域应用,开辟 LED 显示新的增量市场。

图 26: 全球 Mini & Micro LED 市场规模(百万美元)及增速



资料来源:Arizton、华金证券研究所

图 27: 全球 Mini LED 市场规模(百万美元)及增速



资料来源:Arizton、华金证券研究所

根据 Arizton 的数据显示,2018 年全球 Mini & Micro LED 市场规模为 2810 万美元,其中 Mini LED 占比为 35.6%,达 1000 万美元。根据预测,到 2024 年,全球 Mini LED 市场规模将达 23.2 亿美元,2018-2024 年 CARG 为 147.9%。根据高工产业研究院(GGII)的预测,2018-2020 年我国 Mini LED 市场规模有望保持 175%左右的增长,2020 年 Mini LED 市场规模将达 22 亿元,增速高于全球,国内市场有更大发展空间。

(二) 金融科技:智慧银行改造加速发展

公司自成立以来深耕金融科技业务，具备 26 年行业经验，是公司国内业务的核心板块，由子公司南京奥拓和控股孙公司奥拓翰明运营。

图 28：建设银行河南省分行智慧银行项目



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图 29：智能服务型机器人（中国银行上海分行项目）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

2017 年开始，随着人工智能、大数据等概念的兴起，银行智能化网点改造成为国内各大银行发展的普遍趋势，金融科技的理念开始引导市场。传统人工服务的银行网点开始向智慧银行转变，2018 年 4 月建设银行首家“无人银行”现身上海。银行向智慧化服务转变的建设期，IT 投资规模不断增加。根据前瞻产业研究院数据显示，2018 年中国银行业整体 IT 投资规模预计为 1,115 亿元，预计到 2020 年将达到 1,351.3 亿元，年均复合增速为 10%。目前国内银行物理网点 22.86 万个，假设未来 90% 的银行物理网点将进行智能化改造，单一网点平均投入金额为 300 万元，则整个智慧银行改造市场规模将超过 6,000 亿元，假设每年按照 10% 的比例进行改造，预计一年的市场规模为 685.8 亿元。

2019 年，5G 技术加持，智慧银行建设进入加速发展期，智慧银行服务覆盖面及效率将大幅提升。同时，金融科技领域的应用已推广到电信行业。2019 年上半年，公司共实施完成了中国电信近 160 家智慧营业厅建设，并率先发布通信行业内首个智慧营业厅标准规范。

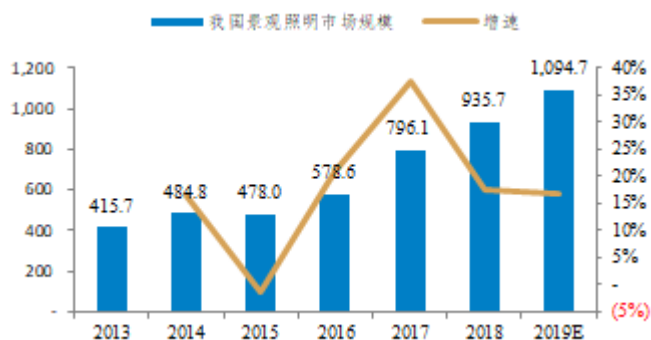
随着智能技术的发展，未来金融、电信、政务等领域智慧化改造将加速发展，公司已将金融科技业务作为新三年规划中重点业务板块，未来该业务的比重预期将持续提升。领先的技术优势、成熟的合作关系，为公司未来经营业绩的提升奠定了坚实基础。

（三）景观照明：行业景气度较高，甄选项目是关键

景观照明行业发展的背景是我国城市化进程的不断深化，城市设施升级，灯光文旅经济兴起，特色小镇建设进入推广期，地方政府纷纷斥资打造城市亮化工程。另一方面，近年来 LED 技术的进步给城市照明亮化工程奠定了良好的基础。

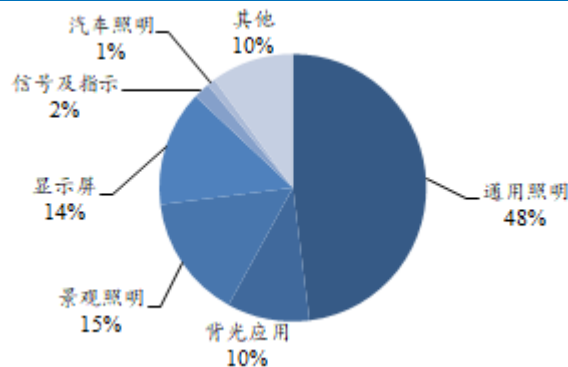
根据前瞻产业研究院统计数据显示，2016 年全球景观亮化市场规模为 2450 亿元，至 2017 年这一规模达到了 2744 亿元，同时中国已成最大的景观照明市场。2016 年我国景观照明市场规模为 578.6 亿元，截止至 2017 年接近 800 亿元，在 LED 照明应用中占比达 15%。2018 年我国景观照明市场规模约达 935.7 亿元左右，预计 2019 年将突破千亿元。

图 30: 我国景观照明行业市场规模(亿元)及增速(2013~2019E)



资料来源: 前瞻产业研究院、华金证券研究所

图 31: 2017 年我国 LED 照明应用领域分布情况



资料来源: 前瞻产业研究院、华金证券研究所

我国景观照明行业在 2016 年进入井喷期, 主要原因是夜游经济、特色小镇的兴起。国家 2016 年部署了特色小镇的建设规划, 提出到 2020 年, 我国将培育 1000 个左右各具特色、富有活力的特色小镇。同时, 近两年地方政府对夜游经济的建设需求持续升温, 未来数年内景观照明作为城市夜景的重要构成部分将迎来持续的发展。基于城市景观亮化建设的需求, LED 景观照明产业也将持续增长。

公司景观照明业务在 2017-2018 年间占营业收入比重达 50%, 2019 年上半年下降至 38.6%。分产品来看, 该项业务是公司规模最大的组成部分。公司于 2016 年通过收购深圳千百辉照明工程有限公司 100% 股权进军景观亮化行业, 2017 年千百辉并表, 当年景观亮化的营业收入即占到 49.9%。在行业景气度较高的情况下, 景观照明业务成为驱动公司业绩增长的重要因素。

图 32: 厦门金砖会议项目



资料来源: 公司官网、华金证券研究所

图 33: 青岛上合峰会夜景提升工程



资料来源: 公司官网、华金证券研究所

2018 年以来, 宏观经济下行, 地方财政收缩, 部分地方政府对于景观照明方面的财政支付能力下降。2019 年上半年公司业绩下滑正是受此影响。未来, 景观照明行业整体的景气度仍然较高, 从供需关系来看, 需求端仍将进一步增长, 但是行业将逐步从量的铺张转向质的优化, 发展模式逐步进入规范化成熟化。对于这样的行业环境, 公司适时调整战略, 适当控制业务规模, 严格甄选优质项目, 未来仍将促进公司业绩增长。从公布的报告来看, 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司仍有近 8 亿元智慧照明订单, 为下半年业绩提升并完成全年目标奠定了基础。

三、盈利预测及投资建议

公司主要业务包含了 LED 显示相关的部分和金融行业信息化改造部分。盈利预测方面，我们按照不同行业的订单影响预期，对于公司收入、毛利率及费用水平进行预测。估值分析由于公司作为持续经营且盈利水平可以预期的公司，我们采用可比公司相对估值方面进行分析，并基于上述对比获得最终的投资建议。

（一）盈利预测

盈利预测的主要基于如下假设：

收入方面：1) LED 显示业务的订单需求保持 30%以上出货量的需求，产品价格方面 2019 年随着小间距额普及将会有所上升，但预计到 2020 年价格将会有所下行；2) 智慧照明业务主要受到地方政府以及一些大型企业的广告宣传需求影响，从 2019 年看，由于有建国 70 周年庆典等活动，整体需求较为旺盛，进入 2020 年之后将会保持平稳；3) 金融信息化对于营业网点的改造速度将会持续高成长性，尤其是在大数据和移动支付持续推进的情况下，传统银行业也在积极升级传统的网点，以适应新的需求。

盈利能力方面，我们认为主要板块的毛利率水平基本维持平稳，LED 显示和银行网点智能化毛利率未来将会小幅下降，综合毛利率主要受到产品结构的变化影响。

费用率方面，随着公司收入规模提升的情况下，费用率水平整体下行趋势，整体的投入规模仍然在增加。税率基本保持平稳。资本开支规模随着主要生产基地建设完成后，主要是进行常规升级改造的成本，因此未来预期平稳。

基于上述假设，我们得到奥拓电子整体盈利预测如下：

表 1：奥拓电子整体盈利预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	1,041.1	1,573.4	2,095.7	2,672.2	3,296.0
YtoY	127.8%	51.1%	33.2%	27.5%	23.3%
LED 视频显示系统	283.6	320.9	411.5	508.2	627.6
智能景观亮化工程	519.1	928.7	1,160.9	1,393.1	1,671.7
网点智能化集成与设备	186.8	271.6	468.6	713.4	936.3
服务软件集成	51.7	52.2	54.8	57.5	60.4
毛利	414.0	527.4	731.5	929.8	1,144.2
毛利率	39.8%	33.5%	34.9%	34.8%	34.7%
营业利润	140.1	205.5	273.6	348.2	458.1
营业利润率	13.5%	13.1%	13.1%	13.0%	13.9%
净利润	132.0	179.7	241.4	311.5	407.5
净利润率	12.7%	11.4%	11.5%	11.7%	12.4%
EPS	0.22	0.29	0.39	0.50	0.66
YtoY	53.0%	36.1%	34.4%	29.0%	30.8%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.39、0.50 和 0.66 元，同比增长 34.4%、29.0%和 30.8%。净资产收益率分别为 16.7%、18.7%和 20.9%。

（二）估值分析及投资建议

公司估值分析我们认为，由于公司能够稳定的实现收益，因此我们采用可比公司相对估值方面进行分析。从业务方面看，公司主要业务以 LED 显示相关产品为主，行业内有业务模式较为明确的竞争对手，我们将会主要参考上述企业的 PE 和 PB 估值水平。另外，由于公司仍然有部分业务银行网点信息化改造业务，因此我们也参考金融机具厂商估值作为参考。

表 2：产业链可比公司估值参考

代码	公司	市值 (亿元)	PE 2018A	PE 2019E	PE 2020E	PB
300296.SZ	利亚德	159	12.5	9.8	7.9	2.0
300232.SZ	洲明科技	70	16.9	12.5	9.7	3.0
300389.SZ	艾比森	34	13.9	9.6	7.6	2.7
002955.SZ	鸿合科技	73	21.7	18.0	15.0	2.8
平均			16.3	12.4	10.0	2.6
002152.SZ	广电运通	152	22.7	16.6	12.4	1.7
002197.SZ	证通电子	34	(14.1)	32.8	18.7	1.4
300248.SZ	新开普	34	35.2	24.6	18.6	2.4
平均			-	24.7	16.6	1.8

资料来源：Wind，华金证券研究所（数据截止 2019 年 8 月 9 日，采用 Wind 一致盈利预期）

从上述表格中我们可以看到，LED 显示行业市场可比公司的 2019 年平均动态市盈率约为 12.4 倍，PB 约为 2.6 倍，金融机具行业 2019 年平均市盈率为 24.7 倍，PB 约为 1.8 倍，我们首次对公司进行覆盖，从公司的成长预期和市值规模水平看，我们建议给予“增持-A”投资建议。

四、风险提示

智慧照明业务政府采购订单规模下降或行业竞争带来的盈利能力下降；

LED 显示屏业务的价格下降引起毛利率下降；

金融信息化推进渗透速度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,041.1	1,573.4	2,095.7	2,672.2	3,296.0	年增长率					
减:营业成本	627.2	1,046.0	1,364.3	1,742.3	2,151.8	营业收入增长率	127.8%	51.1%	33.2%	27.5%	23.3%
营业税费	12.9	8.7	20.2	24.5	26.7	营业利润增长率	50.6%	46.7%	33.1%	27.3%	31.6%
销售费用	111.4	146.1	205.4	265.3	318.7	净利润增长率	53.0%	36.1%	34.4%	29.0%	30.8%
管理费用	129.1	161.3	207.9	261.9	308.7	EBITDA 增长率	96.5%	24.3%	36.9%	24.8%	27.0%
财务费用	14.3	-3.8	8.8	6.6	4.9	EBIT 增长率	98.4%	30.7%	39.9%	25.7%	30.5%
资产减值损失	26.8	27.6	41.7	56.2	62.9	NOPLAT 增长率	114.0%	25.4%	26.5%	31.8%	32.5%
加:公允价值变动收益	-	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	投资资本增长率	71.6%	-0.3%	50.8%	-40.3%	82.8%
投资和汇兑收益	20.7	18.5	26.5	33.4	36.3	净资产增长率	29.1%	11.4%	13.5%	15.1%	17.1%
营业利润	140.1	205.5	273.6	348.2	458.1						
加:营业外净收支	1.1	0.7	1.1	0.5	0.5	盈利能力					
利润总额	141.1	206.3	274.7	348.7	458.7	毛利率	39.8%	33.5%	34.9%	34.8%	34.7%
减:所得税	9.8	22.0	28.6	32.5	46.5	营业利润率	13.5%	13.1%	13.1%	13.0%	13.9%
净利润	132.0	179.7	241.4	311.5	407.5	净利润率	12.7%	11.4%	11.5%	11.7%	12.4%
						EBITDA/营业收入	15.1%	12.4%	12.8%	12.5%	12.9%
						EBIT/营业收入	14.8%	12.8%	13.5%	13.3%	14.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	35.2%	43.0%	44.7%	42.8%	44.9%
货币资金	328.2	463.5	413.4	849.5	724.4	负债权益比	54.4%	75.4%	80.7%	74.9%	81.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.15	1.90	1.91	2.07	2.06
应收帐款	506.3	869.8	742.3	1,353.0	1,314.5	速动比率	1.77	1.65	1.19	1.90	1.37
应收票据	8.3	-	14.1	5.6	15.7	利息保障倍数	9.21	-47.10	27.49	47.13	83.29
预付帐款	21.0	19.1	44.1	32.6	60.1	营运能力					
存货	231.6	233.1	839.9	218.9	1,099.8	固定资产周转天数	56	38	24	12	4
其他流动资产	236.9	221.4	180.5	127.2	62.1	流动营业资本周转天数	110	113	126	99	93
可供出售金融资产	13.0	13.0	12.0	12.7	12.6	流动资产周转天数	381	364	352	329	325
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	129	160	140	143	148
长期股权投资	1.2	3.6	3.6	3.6	3.6	存货周转天数	108	81	144	111	112
投资性房地产	26.5	26.8	17.8	23.7	22.7	总资产周转天数	536	471	429	383	362
固定资产	164.0	161.8	117.9	62.9	5.2	投资资本周转天数	239	199	187	141	121
在建工程	-	-	-	-	-						
无形资产	32.6	33.9	41.4	43.0	44.7	费用率					
其他非流动资产	34.5	36.2	39.1	35.3	35.7	销售费用率	10.7%	9.3%	9.8%	9.9%	9.7%
资产总额	1,793.5	2,269.1	2,652.9	2,954.7	3,588.0	管理费用率	12.4%	10.3%	9.9%	9.8%	9.4%
短期债务	100.0	100.0	303.9	-	225.0	财务费用率	1.4%	-0.2%	0.4%	0.2%	0.1%
应付帐款	312.0	656.0	444.4	915.7	813.3	三费/营业收入	24.5%	19.3%	20.1%	20.0%	19.2%
应付票据	52.4	30.6	127.3	54.7	160.2	投资回报率					
其他流动负债	99.2	123.6	244.5	295.2	355.2	ROE	11.6%	14.1%	16.7%	18.7%	20.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	8.1%	9.3%	10.7%	11.5%
其他非流动负债	11.1	23.8	14.6	16.5	18.3	ROIC	16.7%	21.0%	17.6%	38.9%	28.2%
负债总额	632.1	975.4	1,184.6	1,265.0	1,609.6	分红指标					
少数股东权益	19.1	24.0	24.0	24.0	24.0	DPS(元)	0.11	0.12	0.15	0.20	0.25
股本	611.4	619.2	620.2	620.2	620.2	分红比率	49.9%	41.1%	39.3%	39.7%	37.6%
留存收益	549.4	685.7	859.9	1,081.2	1,369.7	股息收益率	1.9%	2.0%	2.6%	3.4%	4.2%
股东权益	1,161.3	1,293.8	1,468.3	1,689.7	1,978.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	132.0	179.7	241.4	311.5	407.5	EPS(元)	0.21	0.29	0.39	0.50	0.66
加:折旧和摊销	16.0	19.1	14.7	12.2	8.1	BVPS(元)	1.88	2.09	2.37	2.72	3.19
资产减值准备	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	PE(X)	27.7	20.3	15.2	11.7	9.0
公允价值变动损失	-	0.4	0.4	0.4	0.4	PB(X)	3.1	2.8	2.5	2.2	1.8
财务费用	3.6	6.5	8.8	6.6	4.9	P/FCF	-23.7	20.1	380.6	6.9	-535.7
投资损失	-2.3	-3.1	-5.5	-3.6	-4.1	P/S	3.5	2.3	1.7	1.4	1.1
少数股东损益	-0.6	4.6	4.6	4.6	4.6	EV/EBITDA	-1.8	-2.1	-0.6	-2.7	-1.3
营运资金的变动	-166.7	-43.0	-535.9	444.6	-726.2	CAGR(%)	33.1%	31.4%	28.1%	33.1%	31.4%
经营活动产生现金流量	9.4	192.9	-227.3	833.0	-241.7	PEG	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-65.9	-10.7	-19.0	-12.7	-8.7	ROIC/WACC	1.2	1.6	1.3	2.9	2.1
融资活动产生现金流量	174.1	-50.7	196.2	-384.2	125.4						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn