

2020年01月16日

洲明科技 (300232.SZ)

深度分析

LED 显示展领军者风采，智慧路灯乘 5G 东风起航

投资要点

◆ 洲明科技是全球前三的 LED 显示屏供应商，自 2004 年成立以来深耕 LED 显示业务，通过内生外延并举的方式，逐步扩展在 LED 应用领域的布局，目前形成了包括 LED 显示和照明两大板块业务。LED 显示方面，公司凭借在小间距市场的发力，目前产品广泛应用于专业显示、商业显示、体育显示、租赁显示和创意显示，成为 LED 显示屏全球份额前三，租赁显示全球第一的龙头厂商。LED 照明方面，通过外延并购形成了专业照明和景观照明两大领域，其中专业照明以智慧路灯为发展核心。从 LED 显示和智慧路灯行业来看，公司具备良好的成长性，其中分板块的逻辑如下：

◆ **专显持续渗透商显应用拓宽 小间距叠加 Mini 挖掘产业大空间：**目前小间距仍是 LED 显示屏的主流，且仍然维持较高的景气度，先行应用的专业显示领域渗透率持续下沉，应急管理领域自 2018 年机构改革以来正如火如荼进行，商业显示领域应用场景不断开拓，需求增长潜力强劲。公司以渠道经销模式快速成长为全球份额前三的供应商，在中高端市场具有核心份额，行业集中度持续提升的趋势下，作为行业领军者，公司的规模、品牌、渠道优势将助力 LED 显示业务持续成长。同时，Mini LED 有望在短期内实现量产，更小像素间距产品将带来 LED 显示需求上行新周期。公司在 Mini LED 显示拥有技术领先优势，助力公司在新的需求周期中获得可观份额。

◆ **5G 商用进程加速 智慧路灯带来业绩增长新亮点：**随着 5G 商用的开启，包括运营商和智能终端领域 5G 建设进程加速，智慧路灯作为 5G 微基站具有天然优势，将开启规模化应用的新篇章。公司从 2015 年率先进行智慧路灯的探索以来，目前已开发出具备信号基站、WIFI 热点、信息发布、环境监测、RGB 氛围灯、安防监控等 12 种功能的智慧路灯，并成功落地多个示范性项目。未来随着 5G 的推进，智慧路灯业绩增长空间大，凭借技术、产业协同优势，有望成为公司新的利润增长极，并在行业逐步向成熟化发展的过程中获得较大的市场份额。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.57、0.73 和 0.84 元。净资产收益率分别为 18.1%、18.7%和 17.7%。我们认为，公司 LED 显示屏业务成长稳健，智慧路灯业务未来增长空间大，我们认为公司未来 6~12 月具有较可观的投资机会，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**小间距 LED 市场渗透不及预期；Mini LED 市场需求不及预期；LED 上游产品成本改善不及预期；智慧灯杆建设推进速度不及预期；景观照明业务受政策影响回款周期延长。

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-B(首次)

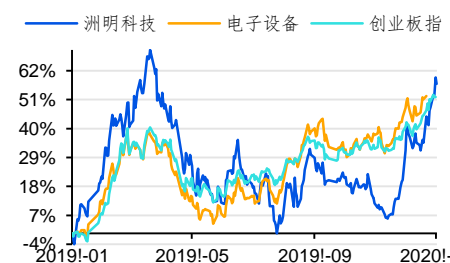
股价(2020-01-16)

11.82 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,936.58
流通市值 (百万元)	7,324.69
总股本 (百万股)	925.26
流通股本 (百万股)	619.69
12 个月价格区间	7.47/15.55 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.42	13.75	2.47
绝对收益	12.04	29.61	54.43

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

报告联系人

郑超君
 zhengchaojun@huajinsc.cn
 021-20377169

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,030.5	4,524.3	5,783.3	7,302.7	9,419.8
同比增长(%)	73.6%	49.3%	27.8%	26.3%	29.0%
营业利润(百万元)	323.1	481.8	614.7	782.7	900.8
同比增长(%)	81.8%	49.1%	27.6%	27.3%	15.1%
净利润(百万元)	284.3	412.3	527.9	677.2	780.9
同比增长(%)	70.8%	45.0%	28.0%	28.3%	15.3%
每股收益(元)	0.37	0.54	0.57	0.73	0.84
PE	31.7	21.8	20.7	16.1	14.0
PB	4.4	3.4	3.4	2.8	2.3

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、核心投资逻辑.....	5
二、公司概况：深耕显示主业，外延并购扩展产业空间.....	6
（一）历史沿革及股权结构.....	6
（二）主营业务：LED 显示与照明双驱动.....	7
（三）财务分析：主业经营稳健，业绩成长可持续.....	8
1、“渠道下沉”助推主业国内市场快速发展.....	8
2、盈利水平稳健，单季度利润增速回升.....	10
三、小间距叠加 Mini LED 的市场大空间.....	12
（一）应用领域再拓宽，小间距增长正当时.....	12
1、专显市场挖掘渗透率，商显市场扩大场景.....	12
2、Mini & Micro LED 引领需求新周期.....	17
（二）行业集中度提升，龙头优势尽显.....	19
四、照明稳步发展，5G 带来业绩增长新亮点.....	21
（一）5G 兴起，智慧路灯扬帆起航.....	21
（二）景观照明进入存量竞争时代.....	23
五、盈利预测与估值分析.....	26
（一）盈利预测.....	26
（二）估值分析及投资建议.....	27
六、风险提示.....	29

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2019 年半年报）.....	7
图 3：股本结构（截至 2019 年半年报）.....	7
图 4：营业收入（百万）及增长率（2016 ~ 2019Q3）.....	8
图 5：季度营业收入（百万）及增长率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）.....	8
图 6：营业收入（百万）按产品占比（2019H1）.....	9
图 7：主营营业收入（百万）按产品占比（2016 ~ 2019H1）.....	9
图 8：主营业务收入（百万）按地区占比（2019H1）.....	9
图 9：主营业务收入（百万）按地区占比（2016~ 2019H1）.....	9
图 10：净利润（百万）及增长率（2016 ~ 2019Q3）.....	10
图 11：季度净利润（百万）及增长率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）.....	10
图 12：盈利能力比率（2016 ~ 2019Q3）.....	10
图 13：季度盈利能力比率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）.....	10
图 14：毛利按产品分布（2019H1）.....	10
图 15：主营业务毛利率按产品分布（2016 ~ 2019H1）.....	10
图 16：中国 LED 显示屏产值（亿元）与增长率（2009 ~ 2018）.....	12
图 17：中国小间距 LED 市场规模（亿元）与增长率（2014 ~ 2020E）.....	12
图 18：我国应急平台市场规模情况及预计.....	13
图 19：我国应急平台建设现状及规划.....	13
图 20：LED 显示屏在交通领域的应用.....	13
图 21：LED 显示屏在应急管理领域的应用.....	13

图 22: 中国大陆商显市场规模 (亿元) 与增速 (2009 ~ 2020E)	14
图 23: 2014-2019 年中国小间距显示应用领域的变化及预测	14
图 24: 全球小间距 LED 领用领域变化	14
图 25: LED 显示屏在商业领域的应用	15
图 26: LED 显示屏在会议室的应用	15
图 27: LED 显示屏在体育显示领域的应用	15
图 28: LED 显示屏在租赁显示领域的应用	15
图 29: 洲明科技销售结构占比 (2016 ~ 2019H1)	16
图 30: 利亚德销售结构占比 (2016 ~ 2019H1)	16
图 31: 公司产能及扩张速度 (2016 ~ 2019H1)	17
图 32: 洲明科技 Mini LED 显示屏 Unano	17
图 33: 三星 Micro LED 电视 The Wall	17
图 34: Mini & Micro LED 全球市场规模 (百万美元) 及增速	18
图 35: 2018 年全球 Mini & Micro LED 占比	18
图 36: Mini LED 全球市场规模 (百万美元) 及增速	18
图 37: Micro LED 全球市场规模 (百万美元) 及增速	18
图 38: 国内 LED 显示屏厂商市场份额 (2017)	19
图 39: 国内小间距 LED 市场占有率 (2018Q1)	19
图 40: 竞争企业营业收入 (百万) (2016 Q3 ~ 2019 Q3)	20
图 41: 竞争企业营业收入增长率 (2016 Q3 ~ 2019 Q3)	20
图 42: 竞争企业净利润 (百万) (2016 Q3 ~ 2019 Q3)	20
图 43: 竞争企业净利润增长率 (2016 Q3 ~ 2019 Q3)	20
图 44: 竞争企业毛利率 (2016 Q3 ~ 2019 Q3)	21
图 45: 竞争企业净利率 (2016 Q3 ~ 2019 Q3)	21
图 46: “樊花”系列智慧路灯产品	21
图 47: 我国智慧灯杆建设数量及增速 (2014 ~ 2021E)	23
图 48: 我国智慧灯杆企业数量 (2015 ~ 2019E)	23
图 49: 洲明科技智慧路灯产品	23
图 50: 深圳前海一路智慧路灯建设项目效果图	23
图 51: 我国景观照明行业市场规模 (亿元) 及增速 (2013 ~ 2019E)	24
图 52: 2018 年我国 LED 应用领域分布情况	24
图 53: 湖北恩施市清江流域美化亮化工程	24
图 54: 青岛港景观亮化项目	24
图 55: 可比公司应收账款增长率	25
图 56: 可比公司应收账款周转率	25
表 1: LED 显示行业整体逻辑	5
表 2: 主要产品简介	7
表 3: 洲明科技与利亚德产能对比 (平方米)	16
表 4: 上下游厂商 Mini / Micro LED 进展一览	18
表 5: 洲明科技营业收入增长预测	26
表 6: 洲明科技整体盈利预测	27
表 7: 产业链可比公司估值参考	27

一、核心投资逻辑

洲明科技作为 LED 显示屏市场份额全球前三，国内市场份额第二的 LED 应用企业，自成立以来深耕 LED 应用领域，以 LED 显示屏为主业，通过外延并购逐步形成了覆盖 LED 显示、专业照明和景观照明的业务布局。我们认为从发展趋势看，公司未来成长逻辑如下：

表 1：LED 显示行业整体逻辑

	短期	中期	长期
驱动因素	小间距持续景气，专显市场渗透率提升，商显进入快速发展阶段；公司作为龙头凭借渠道和产能优势有望获得更多市场份额	Mini LED 放量进一步拓宽应用场景，市场空间升级	Micro LED 起势，应用场景拓展至消费电子领域；5G 智慧灯杆建设全面开展

资料来源：华金证券研究所

综合上述逻辑，公司主要成长在于 LED 显示业务，短期内小间距仍是增长主力，专显持续渗透，商显快速发力，中期来看，Mini LED 放量使得市场空间再次升级，而长期的驱动因素在于 Micro LED。照明业务的成长来自智慧灯杆，5G 进程加速，未来智慧灯杆作为微基地的载体开启全面建设。

基于上述对于公司各项业务的前景进行分析后我们对公司的业绩增长做出预测，预测 2019 年至 2021 年公司每股收益分别为 0.57、0.73 和 0.84 元，净资产收益率分别为 18.1%、18.7% 和 17.7%。

投资建议方面，我们参考行业内可比公司的 PE、PB 和 PEG 水平，综合评估公司未来业绩成长性，预期公司未来将有较好的利润空间，给予“买入-B”投资评级。

对于公司的业绩风险，我们认为最主要来自于市场发展不及预期，具体而言：小间距 LED 市场渗透不及预期；Mini LED 市场需求不及预期；LED 上游产品成本改善不及预期；智慧灯杆建设推进速度不及预期；景观照明业务受政策影响回款周期延长。

二、公司概况：深耕显示主业，外延并购扩展产业空间

深圳市洲明科技股份有限公司前身深圳市洲磊电子有限公司成立于2004年10月，2008年5月更名为深圳市洲明科技股份有限公司，2009年12月变更为股份公司，并于2011年6月成功登陆创业板上市。公司目前主要业务为LED显示与LED照明两大板块，LED显示主要产品为广泛应用于安防、交通、广电、舞台演艺、体育赛事、楼宇外墙等各领域的LED显示屏及解决方案，LED照明则主要包括智慧路灯、户内外照明和景观照明。

（一）历史沿革及股权结构

深圳洲明科技股份有限公司前身深圳市洲磊电子有限公司成立于2004年10月，2008年5月更名为“深圳市洲明科技有限公司”，2009年12月变更为股份公司，2011年6月成功登陆创业板上市。

公司自成立之初起，主要业务始终是LED显示，2005年率先推出分立表贴显示屏替代亚表贴显示屏的LED产品，2007年又率先推出LED户外全彩显示屏，公司的LED显示屏应用于广告传媒、展览展示、文体活动、交通指挥等一系列领域。通过承制建国60周年庆典天安门广场大屏等一系列大型标志性工程，公司树立起了良好的品牌声誉和行业示范效应，至2011年上市前已发展成为全国前三大LED显示屏企业。2017年收购深圳市蔷薇科技有限公司100%股权，布局LED创意显示这一细分领域。公司在技术研发上不断创新，2019年2月量产Mini LED 0.9显示屏，引领行业发展。

图1：公司历史沿革

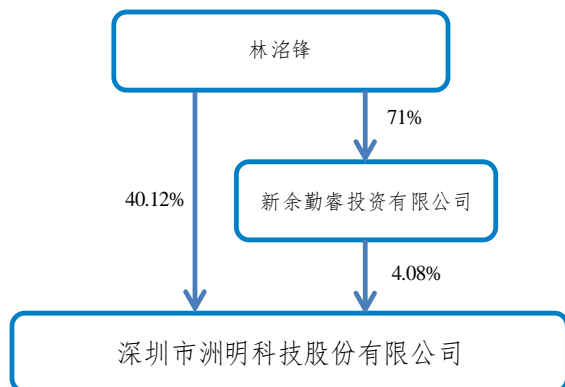


资料来源：公司公告、招股书、公司官方网站，华金证券研究所

2008年末公司开始开展LED照明业务，2015年首款智慧路灯——洲明公共职能照明控制系统研发完成，从此智慧路灯成为照明业务又一利润点。2017年通过先后收购东莞市爱加照明科技有限公司60%股权，杭州柏年智能光电股份有限公司52%股权和山东清华康利城市照明研究院有限公司100%股权，深度布局LED专业照明和景观照明业务。

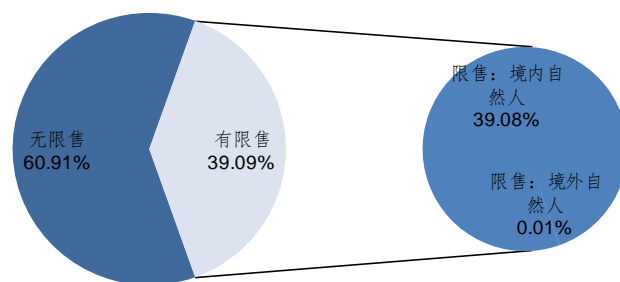
截至2019年半年报披露，公司实际控制人为林铭锋先生，持有公司40.12%的股份，为公司控股股东，同时林铭锋先生持有新余勤睿投资有限公司71%的股份，新余勤睿投资有限公司持有公司4.08%股份。

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 9.17 亿股，其中限售股份 3.59 亿股，占总股本的 39.09%，境内自然人限售股份占 39.08%，无限售股份 5.59 亿股，占总股本 60.91%。

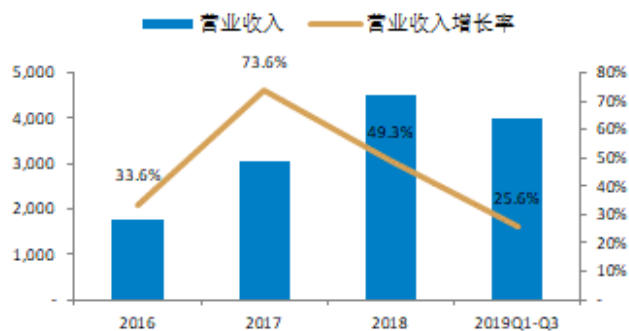
（二）主营业务：LED 显示与照明双驱动

公司主要业务为 LED 显示屏和 LED 照明两大板块，LED 显示包括硬件产品和解决方案两类，硬件产品即 LED 显示屏，具体可分为 5 个类别：应用于安防、人防等领域的专业显示；应用于广电、商业零售等领域的商业显示；应用于舞台、大型展览会等的租赁显示；应用于各种体育场馆和大型赛事的体育显示以及应用于楼宇外墙的创意显示。目前，公司 LED 显示屏市场份额全球前三，其中租赁显示屏份额全球第一。解决方案方面，公司通过自主研发和共同研发推出洲明控制管理软件系统、可视化指挥调度软件和高清可视化解决方案，已于不同行业的指挥中心投入使用。

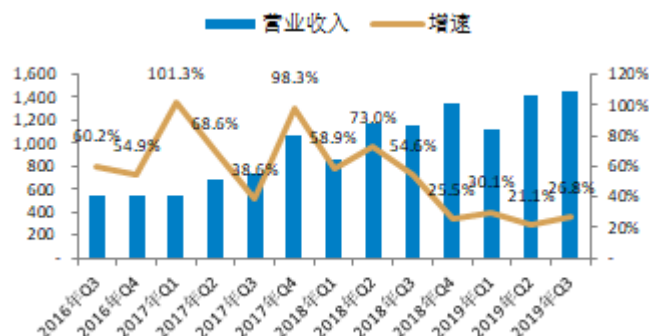
LED 照明板块主要分为专业照明和景观照明两个业务，专业照明主要产品是集智能照明、视频监控、交通管理等诸多功能于一体的智慧路灯以及户内外照明灯具和解决方案，景观照明则主要是为城市夜间景观工程提供包括前期设计规划方案、中期施工安装、后期运营维护等服务。

表 2：主要产品简介

业务划分	主要产品	图片
LED 显示	专业显示 商业显示 租赁显示 体育显示 创意显示	   



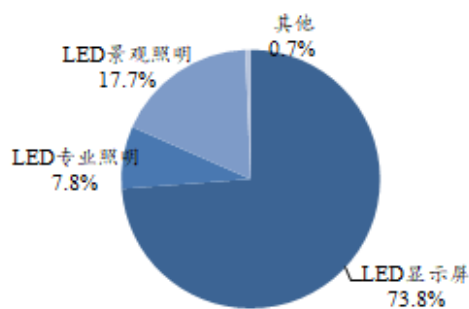
资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所



资料来源：公司季报、年报、Wind，华金证券研究所

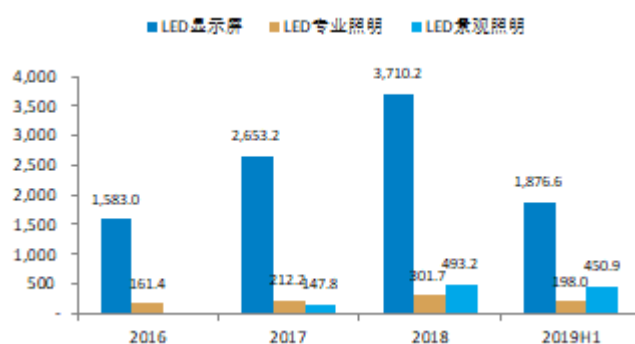
2019年上半年公司营业收入的主要来源是LED显示屏，占总收入的比例达73.8%，过去3年该业务收入贡献均超过80%。LED专业照明和景观照明收入占比分别为7.8%和17.7%，LED景观照明业务自2018年以来获得了快速发展，2019H1收入同比增长82.5%。2017年公司外延收购杭州柏年和清华利康获得了在景观照明领域的竞争力，2018年以来多个具有代表性的景观亮化项目落地。

图6：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

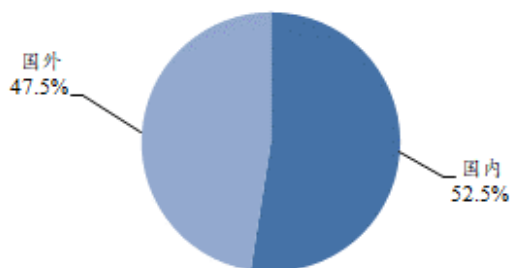
图7：主营营业收入（百万）按产品占比（2016~2019H1）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

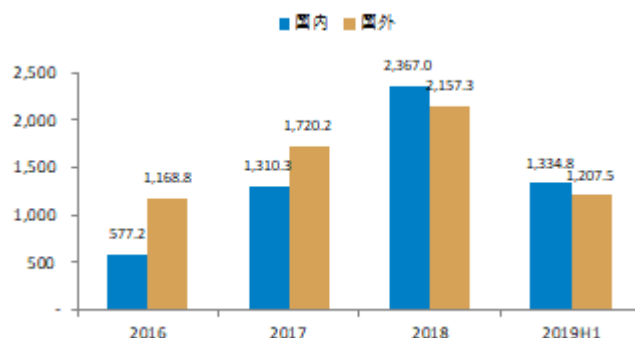
从国内外市场分布来看，国外市场的销售曾是公司营业收入的主要来源，2018年这一状况改观，国内销售收入超过境外收入，2019H1国内收入占比达52.5%。一方面，在LED显示领域，公司持续加强国内市场渠道开拓力度，获得了LED显示屏在国内市场的更多份额；另一方面，公司布局的LED照明业务多针对国内城市开展。按照这一发展趋势，预计公司未来国内销售收入会有进一步提升。

图8：主营业务收入（百万）按地区占比（2019H1）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图9：主营业务收入（百万）按地区占比（2016~2019H1）

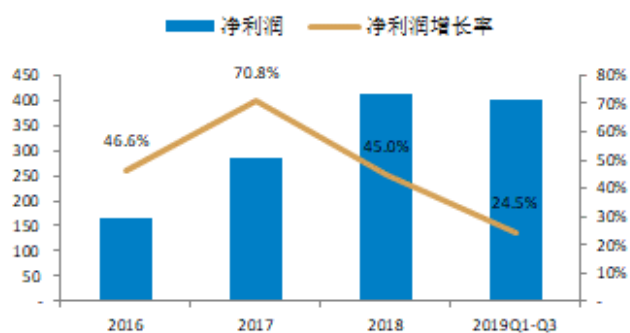


资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

2、盈利水平稳健，单季度利润增速回升

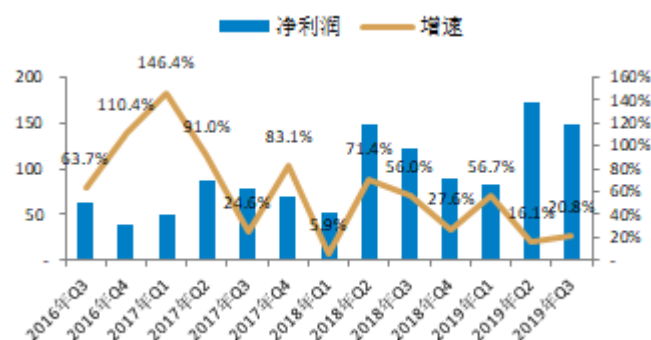
2019年前三季度公司归属于母公司所有者的净利润为4.0亿元，同比增长24.5%。公司盈利规模的持续增长来源于收入规模的扩大，公司凭借多年发展形成的产业链、技术、品牌等优势不断扩大业务领域，扎实推进经营计划，实现经营业绩持续稳健增长。在LED显示屏方面，公司一方面提升小间距LED的市场竞争力，另一方面不断加强渠道升级，强化市场龙头地位。在LED照明领域，公司通过收购爱加照明、杭州柏年、清华康利提升在该领域的竞争优势。2019年第3季度公司实现净利润1.5亿元，同比增长20.8%，业绩增速环比Q2提升4.7个百分点。

图 10：净利润（百万）及增长率（2016 ~ 2019Q3）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

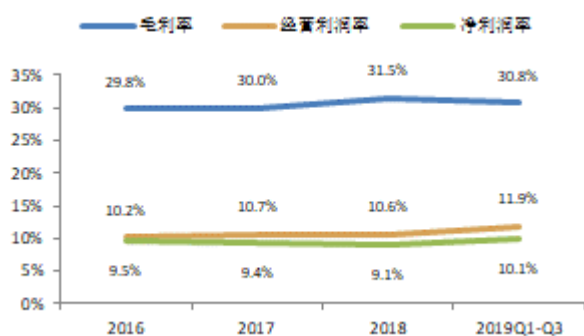
图 11：季度净利润（百万）及增长率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）



资料来源：公司年报、公司季报、Wind，华金证券研究所

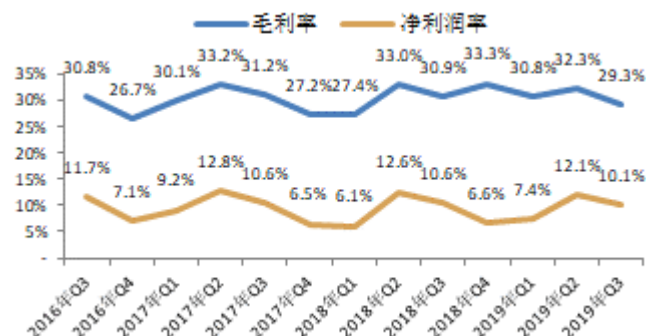
盈利水平来看，公司近3年的毛利率和净利率较为平稳，毛利率维持在30%左右，净利率维持在10%左右，而营业利润率持续小幅改善，说明公司经营效率持续提升。从季度盈利能力来看，公司业务呈现出季节性规律，Q2、Q3毛利率及净利率水平均高于Q1、Q4。

图 12：盈利能力比率（2016 ~ 2019Q3）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

图 13：季度盈利能力比率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）



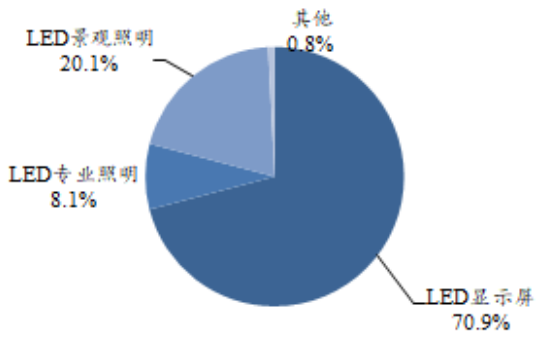
资料来源：公司年报、公司季报、Wind，华金证券研究所

从产品分布数据看，公司毛利的主要贡献业务是LED显示屏，2019H1占比达70.9%，LED专业照明占比为7.8%，景观照明毛利占比为20.1%，高于在收入分布中的比重，景观照明较高的毛利率水平提升了对整体毛利的贡献比例，但业务规模与LED显示屏相比较小，对总体毛利率的提升影响有限。

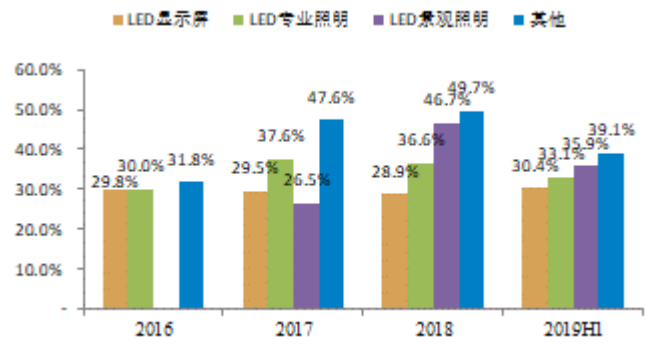
从近3年主要业务的毛利率水平分布来看，LED显示屏发展模式成熟，维持相对稳定，专业照明与景观照明毛利率高于LED显示业务。

图 14：毛利按产品分布（2019H1）

图 15：主营业务毛利率按产品分布（2016 ~ 2019H1）



资料来源：公司公告、华金证券研究所



资料来源：公司公告、华金证券研究所

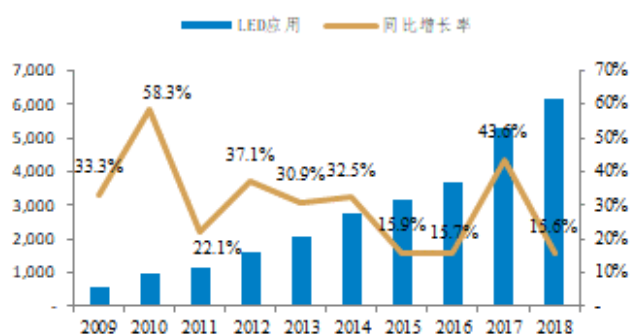
三、小间距叠加 Mini LED 的市场大空间

当前小间距已成为 LED 显示屏主流，专业显示领域渗透率持续提升，商显市场应用领域拓宽，小间距需求仍维持较快增长。Mini LED 自 2018 年小规模量产，有望今年实现规模化放量，带动 LED 显示新一轮需求周期。洲明科技作为 LED 显示屏龙头企业，专显市场占有率高，渠道经销有利于商显开拓，在行业需求持续景气的背景下，有望进一步发挥规模优势，巩固行业领军者地位。

（一）应用领域再拓宽，小间距增长正当时

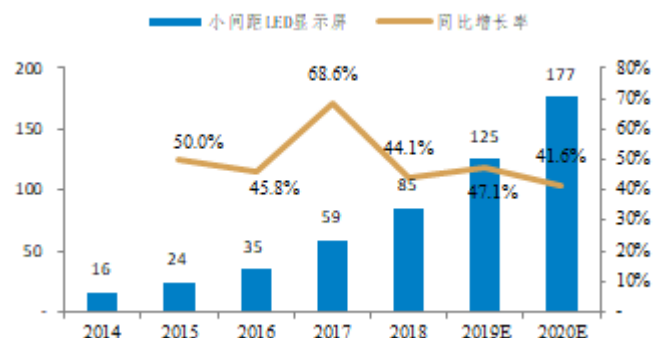
洲明科技主要聚焦于下游应用领域 LED 显示屏，此项营业收入占 2018 年总收入的 82%，是公司的核心竞争力所在。根据高工产业研究院（GGII）的统计，我国 LED 显示屏产值在最近 10 年增加了近 4 倍，复合增长率为 17.0%。从增长速度看，2016 年由于小间距得到广泛应用，行业增速大幅度提升至 33.1%。

图 16: 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 17: 中国小间距 LED 市场规模（亿元）与增长率（2014 ~ 2020E）



资料来源：高工产业研究院（GGII）、华金证券研究所

当前，针对不同应用场景，LED 显示屏可以分为专业显示、商业显示、租赁显示、体育显示、创意显示等多种领域。小间距 LED 显示屏自 2011 年实现量产以来，在各类场景中得到广泛应用。首先集中应用于军队、安防等于政府部门相关的专业领域，此后随着成本下降逐渐进入商业场景。目前，LED 显示的主流仍是小间距，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。商显市场的渗透率进一步提升后，预计 2020 年市场规模将达到 177 亿元。

1、专显市场挖掘渗透率，商显市场扩大场景

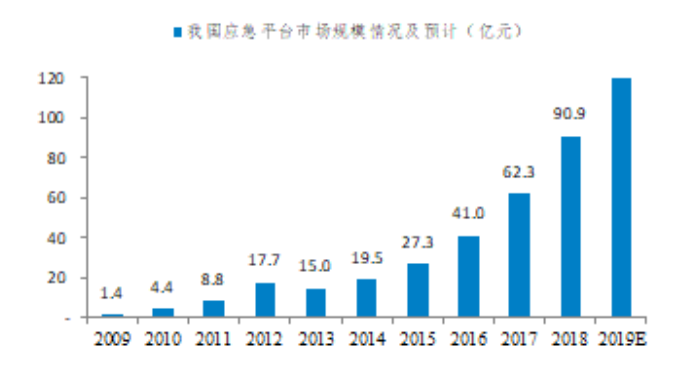
信息化和智能化的显示需求是专业显示领域率先成功应用小间距 LED 的根本原因，小间距 LED 可视角度广、刷新率高、功耗低、无拼缝等特点顺应军队、公安、交通指挥等部门的可视系统升级改造需求。未来，专业显示领域的增长来自于早期已投入使用的显示屏的更新换代，以及小间距 LED 在政府相关领域向下一级行政单位渗透的趋势。

以公安为例，目前我国各城市的公安指挥显示大屏以 DLP、LCD 拼接和小间距 LED 为主，未来小间距的替代率将逐步提升，同时初次投放的小间距 LED 也已进入 3-5 年产品更换期。根

据测算，从全国省级行政区域下沉至区县级行政单位，假设每个行政区划的公安指挥中心仅配备一块小间距 LED 屏幕，仅在公安指挥中心的市场规模可达 36 亿元，而整个安防领域还可细分为治安、消防、交警、信访、经侦、刑侦、特警等众多分支，小间距 LED 在安防行业的市场规模将远超以上测算。

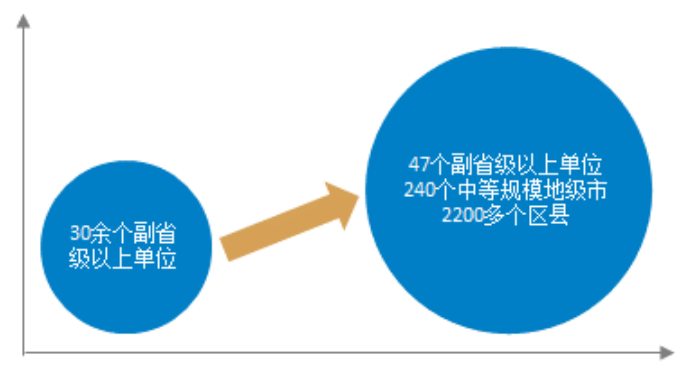
另一方面，为适应新的社会安全和紧急救援需求，应运而生的应急部门对于显示的需求仍处于快速增长阶段。2018 年国务院机构改革，组建了应急管理部门，按国务院总体规划，应急平台将在 47 个副省级以上单位进行部署，除此之外，还将有 240 个中等规模地级城市、2200 多个区县投资应急平台建设。根据前瞻产业研究院的数据，2009 年国家应急平台上线运行，我国开始了应急平台体系的建设，彼时市场规模仅为 1.4 亿元，随着市场需求推进，2014 年这一规模接近 20 亿元，2018 年达到 90.9 亿元，3 年复合增速 40%，前瞻预计 2019 年应急平台市场规模将突破 100 亿元。

图 18：我国应急平台市场规模情况及预计



资料来源：前瞻产业研究院、华金证券研究所

图 19：我国应急平台建设现状及规划



资料来源：前瞻产业研究院、华金证券研究所

根据前瞻统计，截至目前已有 30 余个副省级以上单位初步完成应急平台建设，地级市和区县的则尚在建设中，小间距的渗透空间在于数量庞大的地级市和各级区县应急平台建设中。如若按照公安指挥中心的市场规模测算方法，应急管理体系将达到接近 30 亿的规模。

图 20：LED 显示屏在交通领域的应用



资料来源：洲明科技官网、华金证券研究所

图 21：LED 显示屏在应急管理领域的应用



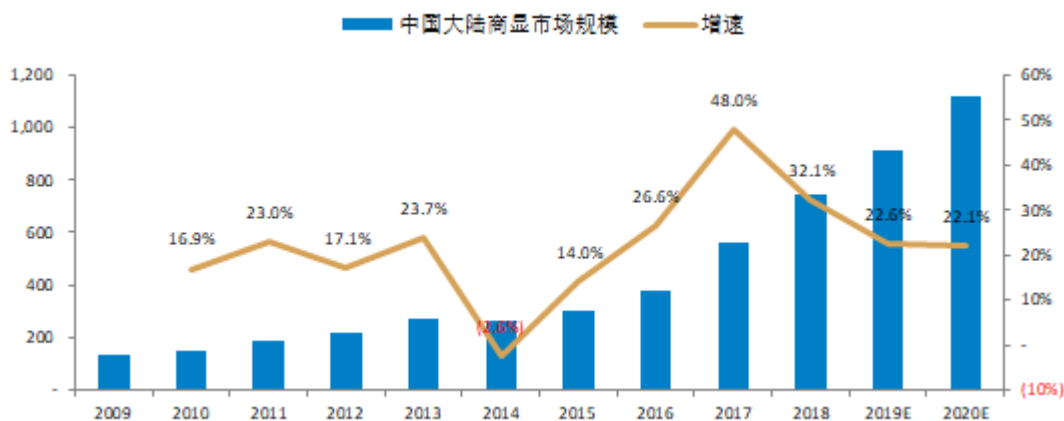
资料来源：洲明科技半年报、华金证券研究所

洲明科技 LED 显示屏业务国内市场起步于政府相关单位的专业显示，应用于安防、应急、交通、能源等领域，同时公司在提供硬件的基础上，自主研发和共同研发了可视化智慧调度软件。软件集成方案实现了硬件的效果优化，提升客户体验，有利于增强客户粘性。在应急指挥领域，公司牢牢把握机会，将应急管理作为重点渗透行业，一方面强化应急解决方案的开发和推广，另一方面参与行业标准体系的建设，目前项目已成功落地国家应急管理部指挥中心、银川市 120

紧急救援指挥中心等。鉴于公司的具有前瞻性的经营策略和在专显领域的行业地位，目前在应急细分领域的市占率全国最高。

随着小间距 LED 在专显市场的标杆效应以及逐年下降的成本，商显市场开始导入小间距显示屏，并且随着点间距持续缩小，可应用场景进一步拓宽，商显市场成为小间距 LED 最具潜力的领域。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 2018 年的 745 亿元，复合增长率为 21.4%，预计 2020 年这一规模将突破 1000 亿元。2017-2020 年，商显市场将维持 20% 以上的增速，若小间距能够持续渗透商显市场，未来增长空间在百亿规模。

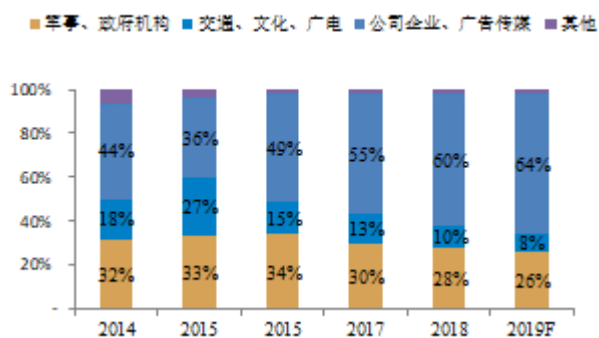
图 22：中国大陆商显市场规模（亿元）与增速（2009 ~ 2020E）



资料来源：AVC、华金证券研究所

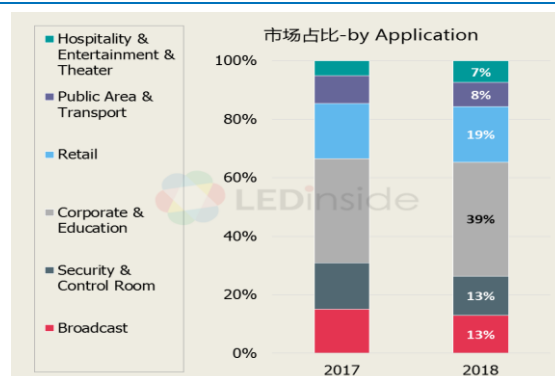
根据高工 LED 数据显示，2014 年以来，国内市场小间距在军事、政府以及交通等领域的占比从 50% 逐渐下滑，而公司企业、广告传媒等商业应用比例持续上升，2018 年达到 60%，未来这一趋势仍将延续，2019 年有望达到 64%。从全球市场来看，小间距的应用场景更多集中于商显，最大占比为企业及教育，其次是零售，这两大领域份额从 2017 年至 2018 年显著提升。因此，我们认为，小间距 LED 显示的增长最终将依赖商显市场的增长。目前来看，商显市场具有广阔前景的细分场景包括大交通广告、商业零售、电影院、会议室等。

图 23：2014-2019 年中国小间距显示应用领域的变化及预测



资料来源：高工 LED、华金证券研究所

图 24：全球小间距 LED 应用领域变化



Source: 《LEDinside 2020 全球 LED 与 Micro LED 显示屏市场展望》

资料来源：LEDinside、华金证券研究所

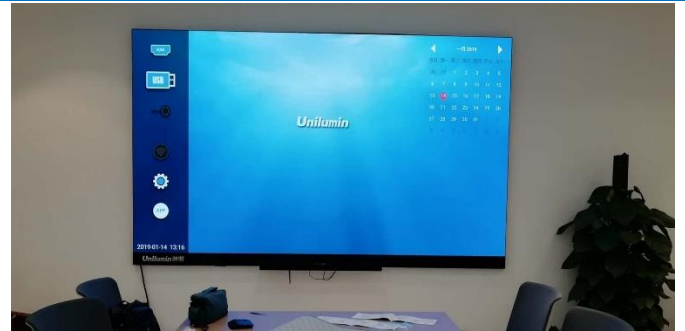
洲明科技持续在商业零售、电影、会议室等领域开拓，目前已取得不错进展。商业零售方面，公司于 2019 年 8 月出色完成了华为深圳总部 5G 智慧展厅项目，所用 LED 屏幕为 P1.5 的小间距产品，总面积超过 1,600 平米，成为公司乃至全行业在商显领域的标杆性案例。在海外市场，公司参与到苹果总部、Facebook 和 Google 的展厅项目，并且成功拿到了 Nike 旗舰店的显示屏订单。海内外示范性案例将为公司打开商显新篇章，扩大市场份额。

图 25: LED 显示屏在商业领域的应用



资料来源: 公司官网、华金证券研究所

图 26: LED 显示屏在会议室的应用



资料来源: 公司官网、华金证券研究所

电影显示领域，公司牵手全球电影院投影机市场份额达 50% 的巴可电子，同巴可的合作将实现强强联合，为公司进入电影显示屏市场做好技术和市场储备。2019 年上半年，公司已基本完成 LED 影院整体解决方案的开发及内部测试工作，初步形成了包括媒体服务器、影院专用控制系统以及光、电、音效控制技术一体化 LED 影院解决方案。根据我们的测算，假设 LED 显示在电影院渗透率为 10%，仅国内存量电影屏的市场规模就达到 90 亿元，整个电影屏市场规模超过 100 亿元。

会议室领域，公司推出了小间距 LED 商用一体机，针对大型会议室开发了 176 英寸、136 英寸，像素点间距从 1.5mm 到 2.6mm 的多规格产品，并已在多家大型企事业单位投放使用。

若从广泛的角度考虑商业显示，体育和租赁同样属于这个范畴，LED 显示屏在体育和租赁领域的应用较其他商显更早，同时，海外市场在这两个领域的成熟度高于国内市场，因此大部分的体育及租赁显示集中于海外市场。体育显示的未来增长来自于定期举办的各类体育赛事，比如 2020 年东京奥运会和欧洲杯将会是带动显示屏需求增长的重要因素，以及不同级别体育场馆的升级改造。租赁显示对于 LED 的需求偏高端，主要用于对于显示效果有特殊需求的舞台演艺、大型展览、工业设计等场景。

图 27: 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

图 28: LED 显示屏在租赁显示领域的应用

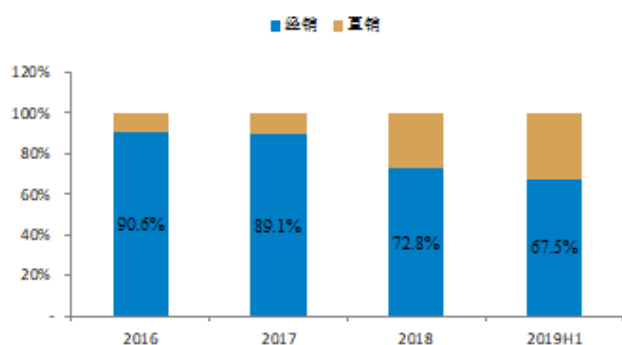


资料来源: 公司年报、华金证券研究所

洲明科技自 2012 年起就致力于为各大体育赛事及场馆提供 LED 显示解决方案，近年来单独成立体育业务部门，大力扶持体育领域的发展。2018 年，公司显示方案落地俄罗斯世界杯、法甲、西甲等多个重要场馆。2019 年，公司又成为未来 5 年国际篮联全球官方供应商，为包括 2019 篮球世界杯、2023 篮球世界杯提高 LED 整体解决方案。洲明科技在国际赛事上的积极合作成为成为全球顶级赛事核心供应商奠定基础。租赁显示方面，自发展以来，公司成为稳居全球租赁市场份额第一的厂商，2018 年公司 Unano 系列高端租赁屏荣获德国红点至尊奖，以创新和设计水平获得行业认可。目前，公司租赁显示屏已进入舞台演绎、展览展示会、电子竞技、教堂等场景中。

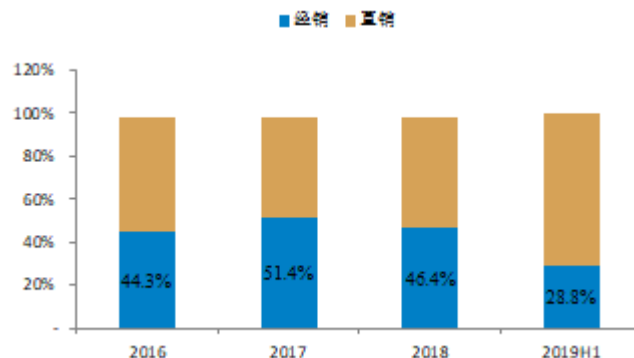
商显市场的开拓，渠道越来越成为竞争力的核心。与专显的定制化需求不同，商显需求面向民用，客户相对分散，标准化程度高，通过渠道商经销能够实现有效的市场开发和需求响应。洲明科技长期以来以渠道经销方式为主，实现了 LED 显示规模的快速扩张，在标准化经销管理上具备经验和优势。相比同为龙头的利亚德，直销占比高于经销。因此，我们有理由相信在商显领域，洲明科技具备更多优势，能够快速切入市场，领先竞争者占领市场份额。

图 29: 洲明科技销售结构占比 (2016 ~ 2019H1)



资料来源: 公司年报、半年报、华金证券研究所

图 30: 利亚德销售结构占比 (2016 ~ 2019H1)



资料来源: 公司年报、半年报、华金证券研究所

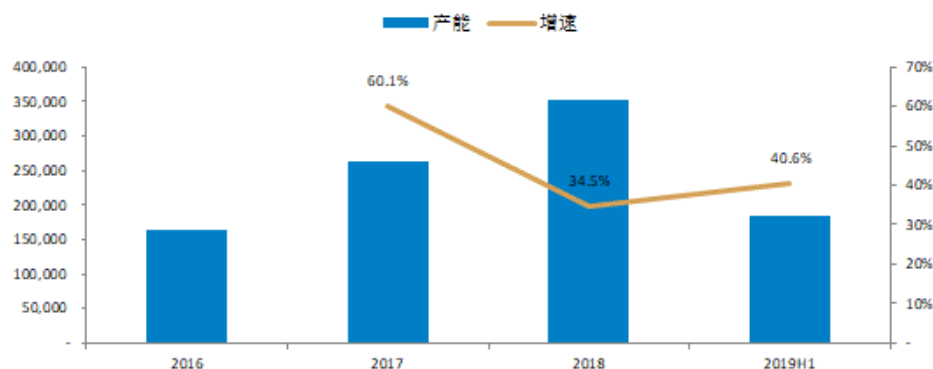
伴随商显市场的开拓，需求增长速度将超过专显，产能扩张成为厂商获得市场份额的重要经营策略。从目前的行业龙头的产能来看，以面积计数，洲明科技在 2018 年末的产能已超过利亚德，大亚湾二期尚在建设中，我们预计 2020 年上半年能够实现满产，LED 显示产能将翻倍，智能制造水平和生产效率也将大幅度提升，为公司发力商显市场奠定基础。

表 3: 洲明科技与利亚德产能对比 (平方米)

厂商	2019H1	2018	2017	2016
洲明科技	184,253	352,594	262,182	163,811
利亚德	256,757	327,571	-	-

资料来源: 公司年报、半年报、华金证券研究所 (利亚德未披露 2016-2017 数据)

图 31：公司产能及扩张速度（2016 ~ 2019H1）



资料来源：华金证券研究所

渠道优势和产能扩张将成为洲明科技迅速获取商显市场份额，追赶上商显需求增长的步伐，巩固行业领军者地位的主要筹码。

2、Mini & Micro LED 引领需求新周期

技术驱动下更小间距产品问世，2018 年 P1.0 以下的 Mini LED 实现小规模量产，先进厂商领先布局 Micro LED 产能。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。根据《2018 年半导体照明产业发展蓝皮书》，Mini LED 显示屏目前已初步实现产业化。未来随着成本的下降和技术的提升，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。

图 32：洲明科技 Mini LED 显示屏 Unano



资料来源：公司官网、华金证券研究所

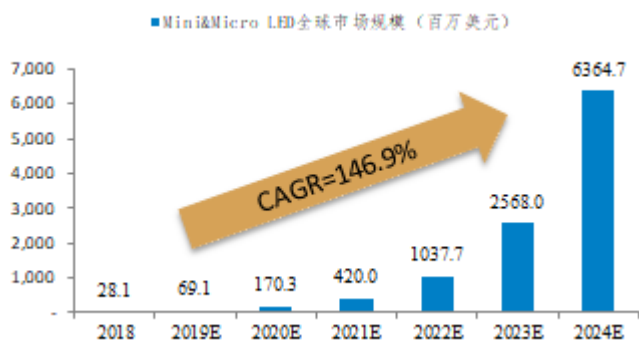
图 33：三星 Micro LED 电视 The Wall



资料来源：Ofweek、华金证券研究所

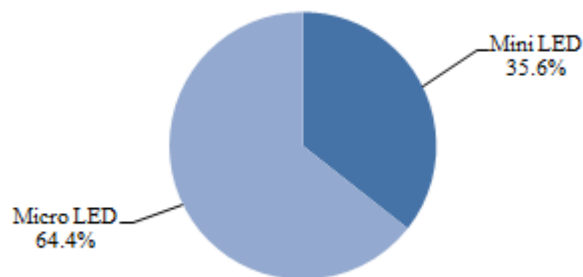
根据 Arizton 的数据显示，2018 年全球 Mini & Micro LED 市场规模达 2,810 万美元，其中 Mini LED 占比为 35.6%，Micro LED 则占比 64.4%。根据预测，到 2024 年，全球 Mini LED 市场规模将达 23.2 亿美元，2018-2024 年 CARG 147.9%。我国 Mini LED 市场规模按照高工 LED 的预测，将从 2018 年内的 3 亿元增长至 2020 年的 22 亿元，增速达 175%。

图 34: Mini & Micro LED 全球市场规模 (百万美元) 及增速



资料来源: Arizton、华金证券研究所

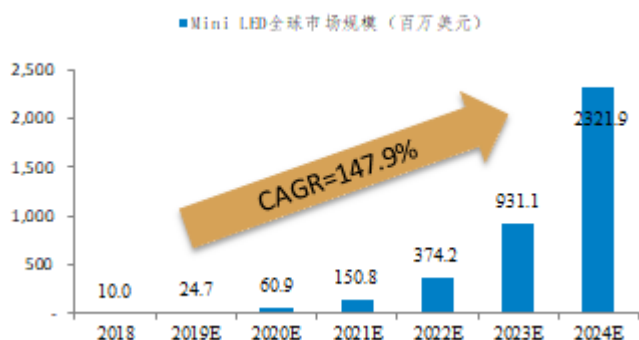
图 35: 2018 年全球 Mini & Micro LED 占比



资料来源: Arizton、华金证券研究所

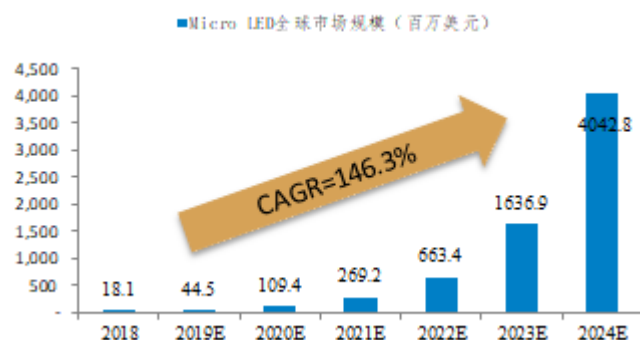
全球 Micro LED 市场规模 2024 年将达到 40.4 亿美元, 2018-2024 年 CARG 为 146.3%。高工预计 2019 年我国 Micro LED 市场规模有望达到 8 亿元。受制于芯片微缩技术、巨量转移技术的显示, 目前 Micro LED 尚不具备量产条件, 作为过渡产品的 Mini LED 将是未来 2-3 年内主要技术趋势。未来 Micro LED 的应用场景将是手机、VR/AR、车载显示、平板显示等领域。

图 36: Mini LED 全球市场规模 (百万美元) 及增速



资料来源: Arizton、华金证券研究所

图 37: Micro LED 全球市场规模 (百万美元) 及增速



资料来源: 高工 LED、华金证券研究所

进入 2019 年以来, LED 产业链相关厂商纷纷为 Mini / Micro LED 做了投资和布局, 以满足更小间距显示屏的需求增长。从上游到中游封装厂以及下游应用领域, Mini LED 已基本具备规模量产条件, 行业内一旦出现刺激因素将推动全产业链进入发展快车道。而 Mini LED 作为下一代显示技术, 将实现 LED 进入家庭领域, 进一步替代 LCD 显示屏, 引发 LED 增长的新一轮周期, Micro LED 将是继 Mini LED 之后的又一个 LED 显示发展新周期。

表 4: 上下游厂商 Mini / Micro LED 进展一览

公司	Mini / Micro LED 布局 (截至 2019H1)
上游	<p>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</p> <p>华灿光电 Mini BLU 芯片产品在手机和电视终端市场已占有市场份额, 与国内外终端客户密切合作进行新方案开发; 6 英寸 Micro LED 也已经启动研发</p>
中游	<p>国星光电 率先量产应用于 4K/8K Mini LED 显示产品, 目前 P0.9 Mini LED 显示系列已获得市场广泛认可; 6 月推出超高对比度的 P0.7 Mini LED 显示产品系列</p> <p>瑞丰光电 建成了国内第一条 Mini LED 自动化生产线, 与 TCL、康佳展出 Mini LED 背光电视; 5 月公布新一代 μ LED 显示技术乔戈里 K2 系列最新进展, 该产品是一款全 μ LED 晶片封装, 模组像素点间距为 0.49mm</p>

公司	Mini / Micro LED 布局 (截至 2019H1)
聚飞光电	“Mini LED 模块技术”处于研发阶段，采用 Mini 倒装芯片巨量转移封装技术
下游	
利亚德	公司的 4in1 系列的微间距产品已经进入正式量产阶段
洲明科技	实现了 4K 162 寸 Mini LED 产品的批量化生产；率先完成 Mini LED 领域 AM 驱动技术，可实现小于 50 微米的 Mini LED 芯片的装配
雷曼光电	持续加大基于 COB 封装技术的 Micro LED 高清显示屏产品的研发投入及深度开发；COB 技术获得了约 30 项专利
奥拓电子	P0.9 实现量产并已投入使用，推出 0.78mm 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

资料来源：华金证券研究所（根据 LEDinside、公司新闻、公告整理）

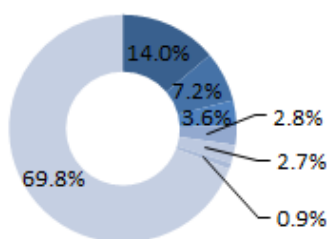
洲明科技作为全球领先的 LED 显示屏生产商，早已布局 Mini LED 和 Micro LED。首先，公司为不断扩大的 LED 显示屏需求以及不断发展的公司产品线布局产能扩张。今年 1 月公司公告计划投资 22 亿元用于建设中山智能制造基地项目，布局 Mini & Micro LED 的研发、生产等业务。其次是技术方面的布局，公司在 Mini LED 等新技术领域拥有深厚的技术基础与研发储备，目前已在实验室完成了最小间距 0.4mm 产品的技术开发，可实现 $\leq 50 \mu m$ 的 LED 芯片批量化转移装配。另外，2018 年洲明科技公司成功研发并推出 P0.9 Mini LED 显示屏产品，目前公司已经能够实现 P0.9 Mini LED 产品的量产，技术水平居于行业领先梯队。基于产能上的布局和技术上的优势，预期未来洲明科技在 Mini & Micro LED 显示市场将具备竞争力。

（二）行业集中度提升，龙头优势尽显

下游 LED 显示的市场集中度低于中上游，但随着技术发展，供给越来越向头部厂商集中。前六家 LED 显示上市企业的市场占有率在 2017 年达到 30.2%，其中利亚德、洲明科技市场份额较为突出，分别达到 14.0% 和 7.2%。相较于传统 LED 显示，小间距产品的技术和渠道壁垒相对较高，尤其在发展初期属于高端定位，具有规模、技术和渠道优势的厂商才能获得市场份额，因此集中度远高于传统 LED 显示，目前前 3 大厂商的市场占有率合计超过 60%，其中小间距前两大厂商利亚德和洲明科技的市场占有率 2018 年 Q1 已过半，达到 58.1%。

图 38：国内 LED 显示屏厂商市场份额（2017）

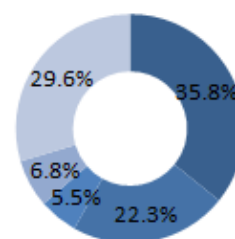
■ 利亚德 ■ 洲明科技 ■ 艾比森 ■ 联建光电 ■ 奥拓电子 ■ 雷曼光电 ■ 其他



资料来源：高工 LED、华金证券研究所

图 39：国内小间距 LED 市场占有率（2018Q1）

■ 利亚德 ■ 洲明科技 ■ 联建光电 ■ 艾比森 ■ 其他



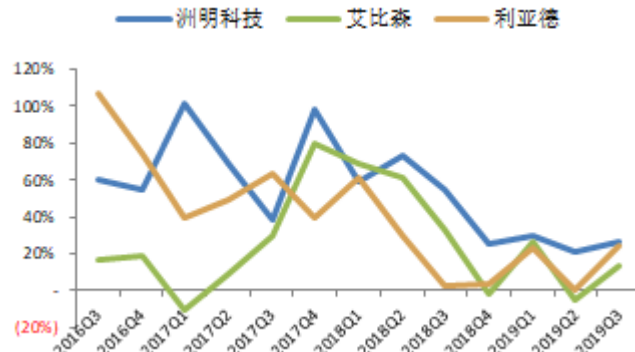
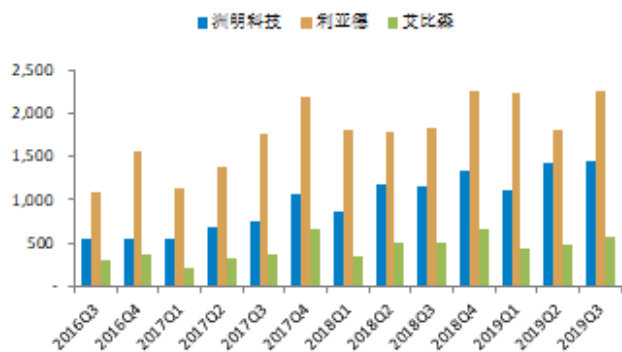
资料来源：中商产业研究院、华金证券研究所

国内 LED 行业集中程度高，从产业链配套上看，上游有三安光电、华灿光电等企业提供大量优质且价格有竞争力的芯片，中游有木林森、国星光电等厂商实现大规模量产，为国内 LED 显示厂商实现规模效应，提升全球竞争力提供了完备的产业链支持。而下游龙头企业在产业链议价能力强，更容易获得上游支持，因此能够快速响应市场需求变动，抢占市场份额先机。

洲明科技主要的竞争来自于 LED 显示领域，包括利亚德光电股份有限公司（以下简称“利亚德”）和深圳市艾比森光电股份有限公司（以下简称“艾比森”）等。从营业收入来看，利亚德的规模最大，是当前全球 LED 显示屏市场份额第一的厂商，洲明科技紧随其后，并且营收规模差距逐渐缩小。过去 3 年，洲明科技的季度收入增速始终较高，一定程度上得益于洲明科技的渠道经销策略，实现市场份额的快速扩张。未来显示行业集中度将再次提升，伴随新技术的发展，市场份额将集中于具备技术、品牌、渠道、规模优势的龙头企业，洲明科技依托已具备的全球竞争力，未来有望进一步夯实行业领军者的地位。

图 40: 竞争企业营业收入（百万）（2016 Q3 ~ 2019 Q3）

图 41: 竞争企业营业收入增长率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）



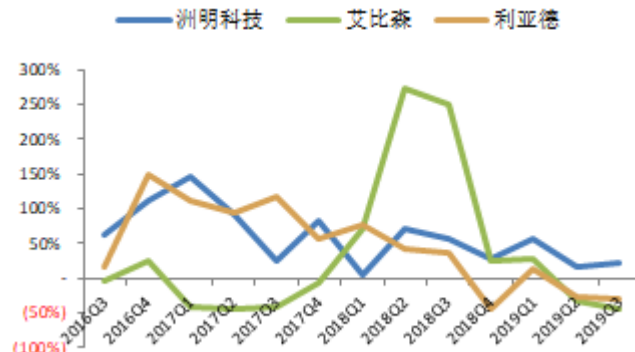
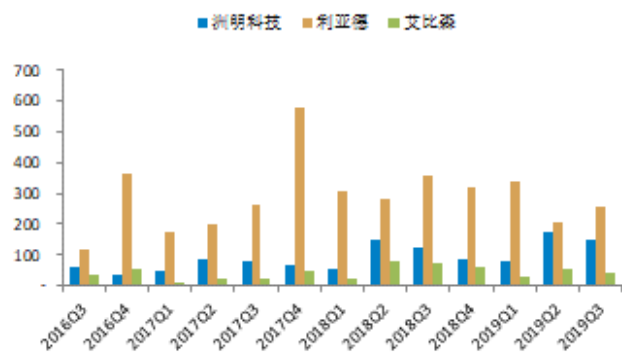
资料来源: Wind、华金证券研究所

资料来源: Wind、华金证券研究所

从净利润来看，洲明科技的净利润增速较为稳定，实现业绩稳健增长。2019 年以来，行业内其他厂商利润呈负增长，而洲明科技保持较为健康的正增长。在宏观环境不利的情况下，公司合理把控经营风险，盈利能力优于同行业水平。

图 42: 竞争企业净利润（百万）（2016 Q3 ~ 2019 Q3）

图 43: 竞争企业净利润增长率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）

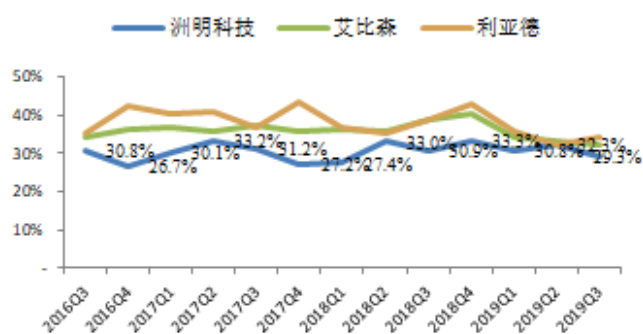


资料来源: Wind、华金证券研究所

资料来源: Wind、华金证券研究所

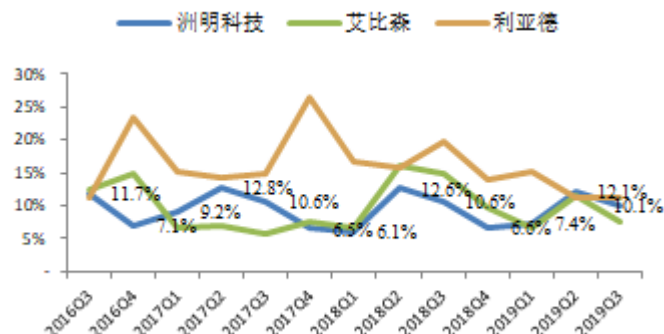
毛利率方面，近 3 年来洲明科技毛利率维持在 30%左右，整体低于利亚德和艾比森，主要原因在于公司通过经销模式将一部分利润让渡与渠道商实现市场规模的快速增长。2019 年 Q1 以来，公司整体毛利率水平与竞争对手的差距缩小，在行业竞争加剧，其他厂商毛利水平下降的同时，洲明科技保持了稳定的毛利率水平。公司净利率水平同样较为稳健，并逐步追赶行业内其他厂商的水平。我们认为，洲明科技盈利能力较同行业更为稳健，未来业绩成长性可期。

图 44：竞争企业毛利率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 45：竞争企业净利率（2016 Q3 ~ 2019 Q3）



资料来源：Wind、华金证券研究所

综合分析，洲明科技与利亚德的差距逐渐缩小，收入成长性较高，盈利能力的竞争优势逐步凸显。未来，随着行业需求不断增长，公司将不断夯实 LED 显示业务，发挥龙头优势，助推公司发展。根据产业调研，今年下半年以来需求增长良好，小间距在海内外的增长均处于高增长。根据我们的判断，洲明科技将维持当前经营战略，LED 显示屏主业将随着小间距和 Mini LED 的增长具备稳定的成长性。

四、照明稳步发展，5G 带来业绩增长新亮点

随着 5G 商用开启，智慧路灯作为城市运行的“血管”，成为 5G 微基站搭载最可行、最优质的载体，智慧灯杆的建设开启高潮，预计未来两三年内将会实现突破式增长。洲明科技在业内率先开发智慧路灯，目前已成功入驻著名景区和繁荣商圈，借助先发优势，智慧路灯随着 5G 加速推进将成为业绩增长的新亮点。

（一）5G 兴起，智慧路灯扬帆起航

公司 LED 照明业务其中一个版块为专业照明，该项业务收入占 2018 年营业收入的 6.7%，核心产品是智慧路灯。公司于 2015 年在业内率先开始智慧路灯的研发，以“万灯互联，智领未来”为发展方向，投入到智慧城市建设的热潮中。2015 年，洲明公共智能照明控制系统（Unilumin1.1）研发成功，此款智慧路灯集感知系统、通讯系统、云处理中心、执行系统、充电系统为一体，可成为智慧城市大数据采集的入口，2016 年，在 Unilumin 1.1 的基础上，公司从产品的外观设计、功能选择上做了进一步升级。截止目前公司已研发出第三代智慧路灯产品，经过不断改进和技术创新，产品功能包括智能调光、信号基站、WIFI 热点、信息发布、RFID、环境监测、RGB 氛围灯、安防监控、语音广播、手机充电、一键求助、汽车充电、智能防盗在内的 12 项，可实现基于安防摄像头的人脸识别、车辆识别，以及基于边缘计算网关的自主管理等应用。截至 2018 年，公司的智慧路灯已经率先成功入驻多个著名景区和繁荣商圈，如深圳市人民南路、深圳前海紫荆园、河南嵩山少林寺、深圳龙岗启迪协信科技园等。

图 46：“葵花”系列智慧路灯产品



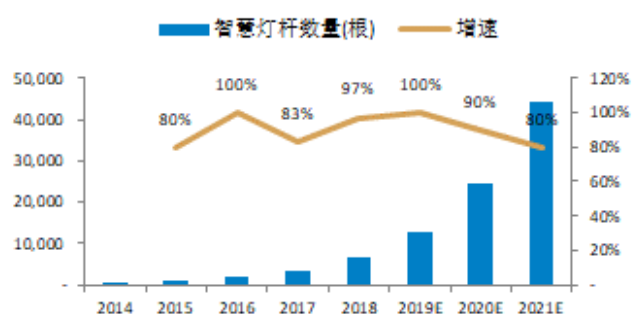
资料来源：公司半年报，华证券研究所

智慧路灯的发展源自于“智慧城市”愿景的提出。智慧灯杆作为智慧城市的重要组成部分，在物联网接入点的数量上有着先天优势，是智慧城市的极佳接入点。因此，智慧路灯产业应运发展。同时，随着 5G 商用的飞速推进，智慧路灯作为城市运行的“血管”，成为微基站搭载最可行、最优质的载体。

目前国内外智慧路灯的发展均处于初期阶段，在我国，2014 年才有部分企业开始布局，经过 4 年的发展，2018 年开始进入示范阶段。洲明科技 2015 年完成智慧路灯研发，是国内率先进入市场的企业。就目前发展情况来看，智慧路灯市场增速明显但整体规模较小，参与者鱼龙混杂，行业集中度有待提高。

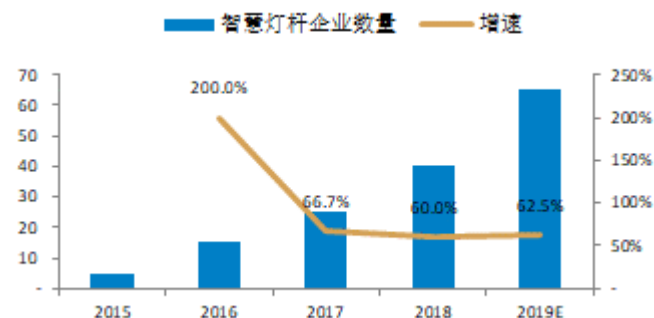
根据 OFweek 产业研究院《2019-2023 年智慧灯杆行业市场分析报告》显示，2018 年我国智慧灯杆建设规模达到 6500 根，整体市场规模还较小，在智慧城市建设不断推进及 5G 商业化浪潮的推动下，智慧灯杆作为 5G 微基站的天然搭配，预计未来两三年将会实现突破式增长，预计 2021 年将达到 44,460 根，增速明显。从行业发展阶段来看，尚处于起步阶段，竞争者参差不齐，真正落实智慧灯杆的企业数量 2018 年达到 40 家左右，OFweek 产业研究院预计 2019 年达到 65 家。行业内企业发展模式各有选择，行业标准尚未成熟，未来随着行业标准建立，产业集中度会越来越高，市场份额将会掌握在少数拥有核心竞争力的企业手中。

图 47：我国智慧灯杆建设数量及增速（2014~2021E）



资料来源：OFweek 产业研究院、华金证券研究所

图 48：我国智慧灯杆企业数量（2015~2019E）



资料来源：OFweek 产业研究院、华金证券研究所

洲明科技自 2015 年率先开始对智慧路灯进行探索，在该领域积累了核心竞争力。公司深耕 LED 应用行业多年，在硬件制造、工程设计和平台建设方面均具有较好的产业链协同优势。技术方面，公司“葵花”系列路灯最具代表性，功能完备，切换 5G 微基站的定位。2019 年 8 月，公司进入华为“智慧灯杆”品类供应商名录，并拿下深圳前海一路智慧路灯项目，建设约 135 根智慧路灯，正式拉开 5G 智慧路灯规模化应用的序章。

图 49：洲明科技智慧路灯产品



资料来源：公司官网、华金证券研究所

图 50：深圳前海一路智慧路灯建设项目效果图



资料来源：公司三季报、华金证券研究所

2019 年被称为 5G 元年，包括通信网络以及智能终端设备的 5G 进程正在加速，智慧灯杆建设也在快速跟进。当前各级政府部门均出台有关政策，积极推动智慧路灯在全国多个省市落地。以深圳市为例，根据《深圳市多功能智能杆三年建设规划（2018-2020 年）》，2018-2020 年深圳市将建设多功能智能杆 41,071 根，若按照平均每根灯杆 2.5 万元测算，未来三年仅深圳市的智慧路灯市场规模都将达到 10 亿元。对于洲明科技而言，智慧路灯初步起步阶段，未来业绩弹性大，趋势明朗，将成为公司新的业绩增长点，未来有望成长为行业内少数掌握较大市场份额的企业之一。

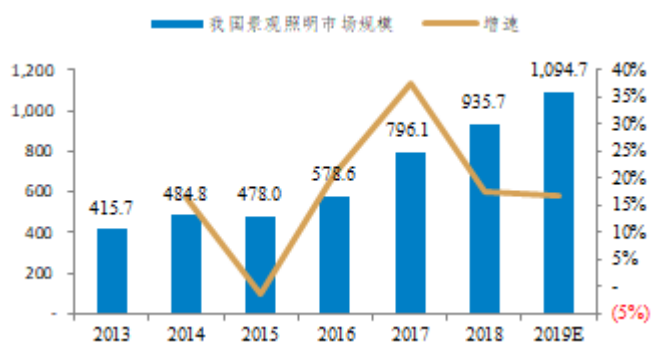
（二）景观照明进入存量竞争时代

LED 照明另一项业务为景观照明，2018 年景观照明业务占总营业收入的比重为 10.9%，但增速较为可观，2018 年同比增长了 233.6%，2019 上半年增速仍达到 82.5%。

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，特色小镇建设进入全面推广期，地方政府纷纷打造城市亮化工程。从 2016 年行业经历井喷期后，逐渐进入存量竞争时代。2019 年 12 月，中央“不忘初心、牢记使命”主题教育领导小组印发《关于整治“景观亮化工程”过度化等“政绩工程”、“面子工程”问题的通知》，指出近年来脱离实际、盲目兴建景观亮化设施，搞劳民伤财的“政绩工程”、“面子工程”，造成资源浪费，要求把整治“景观亮化工程”过度化等“政绩工程”、“面子工程”问题纳入主题教育专项整治内容。在政策指导的催化下，景观照明行业未来将向精细化、规范化方向发展。

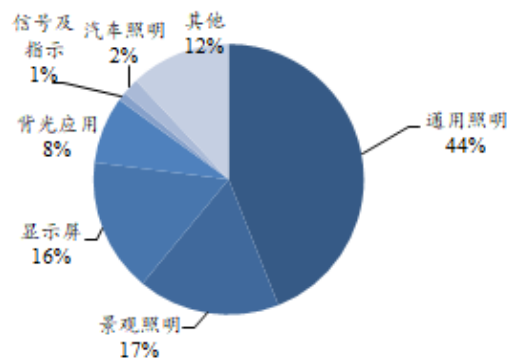
根据前瞻产业研究院统计数据显示，2017 年全球景观亮化市场规模为 2744 亿元，同时中国已成最大的景观照明市场。2016 年我国景观照明市场规模为 578.6 亿元，2017 年这一规模接近 800 亿元，预计 2019 年全年市场规模突破千亿。未来，景观照明业务的需求主要来自于大型庆典活动的举办和文旅经济发展的改造工程，整体增速趋于稳定，对工程品质的考验越来越成为关键。

图 51: 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 52: 2018 年我国 LED 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

洲明科技于 2017 年通过外延并购，吸收行业内优质资源进入景观照明领域，当时正值我国景观照明行业快速扩张时期。公司先后收购杭州柏年 52% 股权和清华康利 100% 股权，开启了在文创灯光领域的布局，先后完成了青岛上合峰会中青岛市亮化整治提升工程、恩施市清江流域美化亮化工程、深圳罗湖金三角金融商业核心区灯光夜景提升工程等标杆项目，其中恩施项目达数亿规模。

图 53: 湖北恩施市清江流域美化亮化工程



资料来源：公司官网、华金证券研究所

图 54: 青岛港景观亮化项目

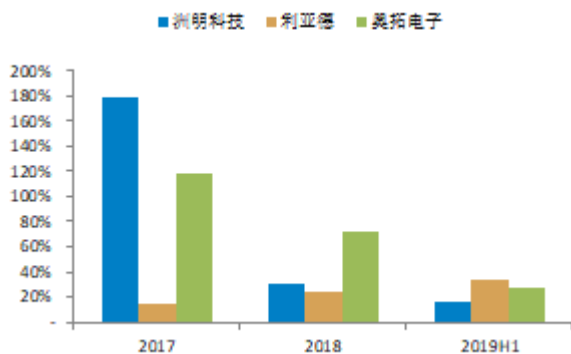


资料来源：公司官网、华金证券研究所

景观照明业务主要来源于政府项目，工程回款时间较长，影响公司现金流。相比同行业从事景观照明业务的公司，洲明科技在项目回款管理上具有优势，应收账款增长速度较低，除 2017

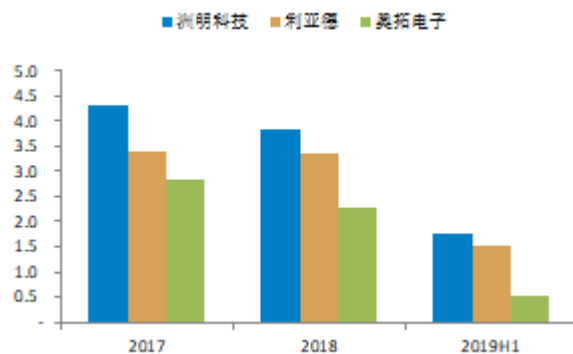
年子公司并表原因外，2019 年上半年增速显著低于另外两家厂商，同时应收账款周转率始终高于同行业。相较同行业具备优势，较为公司对于景观工程业务现金流的把控和项目风险识别能力较好，在行业内景气度下降的环境下仍获得了较为理想的收入增长。

图 55: 可比公司应收账款增长率



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 56: 可比公司应收账款周转率



资料来源: Wind、华金证券研究所

在景观照明行业发展模式进入成熟化阶段后，项目甄选能力成为公司此项业务稳健发展的关键，公司回款把控和项目风险识别能力较好。因此，我们认为，景观业务未来将维持较为稳定的增速，收入规模占比将有所下降，而公司在 LED 显示的品牌影响力将为公司成为精细化工程供应商提供基础。

五、盈利预测与估值分析

从之前的分析我们可以看到，公司的业务结构较为清晰，分为 LED 显示和照明两大板块，主要产品是 LED 显示屏，其次是智慧路灯和景观照明工程。小间距 LED 需求场景的拓宽，Mini LED 的放量成为驱动公司 LED 显示业务增长的动力，而智慧路灯业务未来业绩弹性大，有望成为新的业绩增长点。

盈利预测方面，我们按照不同业务进行分拆。LED 显示屏方面，主要通过不同间距产品预期量价变动来测算收入；景观照明方面，公司以订单模式开展业务，我们通过预期订单规模测算收入变动，专业照明则主要以智慧路灯的量价变动测算。盈利能力方面，LED 显示屏以不同间距产品的毛利率持续变化测算，而照明业务则以订单整体毛利率测算。费用率方面，预计公司保持稳定的持续投入。

估值分析及投资建议方面，我们认为，鉴于公司持续处于盈利状态，并且具备行业可比性，因此我们以可比公司相对估值方法进行分析。

（一）盈利预测

营业收入的主要假设：

LED 显示：该业务是最重要的组成部分，收入占比预计保持在 80%以上。1) 小间距 LED 产品是该业务最重要的部分，随着小间距渗透率提升，未来小间距显示屏收入占比会稳步提升；2) Mini LED 产品占比较小，但得益于市场整体的超高速发展，在所有 LED 显示屏产品中增速最快，但收入占比仍较低；3) 传统 LED 显示屏产品未来占比会逐步下降，取而代之的是小间距和 Mini LED 显示屏。

景观照明：考虑到市场环境以及政策方面的影响，未来进入存量竞争时代，整体增速下降，并维持在 10%-20%的增长。公司出于现金流考虑筛选项目，控制风险，该项业务整体收入占比将持续下降。

专业照明：该项业务未来以智慧路灯为主，由于尚处于行业初步发展阶段，未来业绩增速高，但短期内占比较低，长期看能够实现一定规模的收入。

产品毛利率方面，1) LED 显示屏行业竞争激烈，公司为开拓海外市场和挖掘国内市场加大费用投入，预计未来 LED 显示屏总体毛利率将小幅下降；2) 景观照明业务由于其业务的特殊性毛利率保持相对稳定，且毛利率维持在 30%以上；3) 专业照明业务毛利率保持稳定，小幅下降。

表 5：洲明科技营业收入增长预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	3,030.5	4,524.3	5,783.3	7,302.7	9,419.8
YtoY	73.6%	49.3%	27.8%	26.3%	29.0%
LED 显示屏	2,653.2	3,710.2	4,699.7	6,247.1	8,223.5
景观照明	212.2	301.7	417.7	503.5	589.0
专业照明	147.8	493.2	647.8	532.2	585.4
其他业务	17.3	19.2	18.1	19.9	21.9

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	30.0%	31.5%	29.9%	29.5%	28.0%
LED 显示屏	29.5%	28.9%	28.5%	28.5%	27.4%
景观照明	37.6%	36.6%	33.7%	33.2%	31.3%
专业照明	26.5%	46.7%	37.2%	38.0%	33.0%
其他业务	47.6%	49.7%	38.6%	24.4%	29.3%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

其他假设方面，研发投入根据研发人员数量增长以及单个研发人员的费用小幅增长，销售费用和管理费用与收入保持合理比重，政府补贴的相关收入保持与收入的合理占比，资本开支规模逐步小幅降低，整体税率保持稳定，由于诉讼、商誉等带来的减持预期暂不做假设，未来根据相关事件进度进行跟踪调整。

基于上述假设，我们得到洲明科技的整体盈利预测如下：

表 6：洲明科技整体盈利预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	3,030.5	4,524.3	5,783.3	7,302.7	9,419.8
YtoY	73.6%	49.3%	27.8%	26.3%	29.0%
毛利	910.4	1,424.1	1,727.2	2,152.5	2,639.6
毛利率	30.0%	31.5%	29.9%	29.5%	28.0%
营业利润	323.1	481.8	614.7	782.7	900.8
营业利润率	10.7%	10.6%	10.6%	10.7%	9.6%
净利润	284.3	412.3	527.9	677.2	780.9
净利润率	9.4%	9.1%	9.1%	9.3%	8.3%
EPS	0.37	0.54	0.57	0.73	0.84
YtoY	70.8%	45.0%	5.4%	28.3%	15.3%

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 0.57、0.73 和 0.84 元，同比增长 5.4%、28.3%和 15.3%。净资产收益率分别为 18.1%、18.7%和 17.7%。

（二）估值分析及投资建议

估值分析及投资建议方面，我们认为，公司作为 LED 应用厂商，持续处于盈利状态，具备行业可比性，因此我们采用可比公司相对估值方法进行分析。从业务方面看，公司主要业务以 LED 显示屏相关产品为主，行业内较为明确的竞争对手，我们将会主要参考下述企业的 PE、PB 和 PEG 水平。

表 7：产业链可比公司估值参考

代码	公司	PE	PE	PE	PE	PB	PEG
		2018A	2019E	2020E	2021E		
300296.SZ	利亚德	16.4	19.3	14.5	11.9	2.5	1.7
002587.SZ	奥拓电子	28.5	23.2	17.8	13.8	3.8	0.9
002449.SZ	国星光电	20.0	19.9	15.7	12.9	2.5	1.3
002745.SZ	木林森	25.0	21.1	17.4	14.8	1.8	1.1
002429.SZ	兆驰股份	39.3	24.4	20.6	18.1	1.9	0.8

代码	公司	PE	PE	PE	PE	PB	PEG
		2018A	2019E	2020E	2021E		
平均		25.9	21.6	17.2	14.3	2.5	1.1

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (数据截止 2020 年 1 月 16 日, 采用 Wind 一致盈利预期)

以 2020 年 1 月 16 日收盘价以及我们对于公司的盈利预测计算, 公司 2019 ~ 2021 年的 PE 分别为 20.7、16.1 和 14.0 倍, PB 为 3.4 倍, PEG 为 1.0, 结合公司未来业务成长性的预期, 我们给予公司“买入-B”的评级。

六、风险提示

- 小间距 LED 市场渗透不及预期；
- Mini LED 市场需求不及预期；
- LED 上游产品成本改善不及预期；
- 智慧灯杆建设推进速度不及预期；
- 景观照明业务受政策影响回款周期延长。

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	3,030.5	4,524.3	5,783.3	7,302.7	9,419.8	年增长率					
减:营业成本	2,120.1	3,100.2	4,056.1	5,150.2	6,780.2	营业收入增长率	73.6%	49.3%	27.8%	26.3%	29.0%
营业税费	20.1	36.2	44.2	54.3	72.5	营业利润增长率	81.8%	49.1%	27.6%	27.3%	15.1%
销售费用	276.9	421.5	545.0	678.6	880.2	净利润增长率	70.8%	45.0%	28.0%	28.3%	15.3%
管理费用	222.2	406.4	463.1	577.3	729.4	EBITDA 增长率	127.1%	30.4%	31.1%	22.1%	10.0%
财务费用	41.2	5.1	10.6	7.4	-11.4	EBIT 增长率	147.2%	33.5%	28.4%	26.4%	12.6%
资产减值损失	57.0	93.0	93.7	109.7	133.1	NOPLAT 增长率	149.0%	32.7%	28.8%	26.5%	12.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	72.0%	57.6%	-6.9%	19.0%	0.6%
投资和汇兑收益	30.5	20.1	44.3	57.7	65.2	净资产增长率	34.4%	28.1%	21.1%	21.8%	20.6%
营业利润	323.1	481.8	614.7	782.7	900.8	盈利能力					
加:营业外净收支	1.3	2.9	-0.3	0.3	1.0	毛利率	30.0%	31.5%	29.9%	29.5%	28.0%
利润总额	324.5	484.7	614.3	783.0	901.8	营业利润率	10.7%	10.6%	10.6%	10.7%	9.6%
减:所得税	36.8	58.3	72.3	91.7	106.8	净利润率	9.4%	9.1%	9.1%	9.3%	8.3%
净利润	284.3	412.3	527.9	677.2	780.9	EBITDA/营业收入	12.7%	11.1%	11.4%	11.0%	9.4%
						EBIT/营业收入	12.0%	10.8%	10.8%	10.8%	9.4%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	58.2%	59.1%	52.2%	56.3%	54.4%
货币资金	642.2	1,078.3	1,453.0	1,815.4	2,516.4	负债权益比	139.0%	144.7%	109.3%	128.7%	119.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.02	1.31	1.54	1.49	1.59
应收帐款	1,030.2	1,340.3	1,253.0	2,185.2	2,318.2	速动比率	0.71	0.87	1.03	1.01	1.05
应收票据	22.7	56.0	27.9	82.2	65.4	利息保障倍数	6.90	80.86	49.77	91.31	-68.67
预付帐款	117.0	104.5	112.2	209.6	200.1	营运能力					
存货	860.2	1,415.0	1,510.0	2,153.8	2,736.5	固定资产周转天数	68	64	53	43	34
其他流动资产	143.8	236.9	216.3	231.0	227.2	流动营业资本周转天数	-12	1	15	16	19
可供出售金融资产	17.5	7.2	11.9	12.2	10.4	流动资产周转天数	280	284	278	281	286
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	84	96	82	86	87
长期股权投资	231.8	259.7	259.7	259.7	259.7	存货周转天数	125	134	132	130	132
投资性房地产	271.3	279.8	183.7	244.9	236.1	总资产周转天数	451	456	412	387	370
固定资产	758.6	838.7	853.6	866.8	875.7	投资资本周转天数	119	130	120	100	85
在建工程	107.7	124.4	109.6	98.1	97.8	费用率					
无形资产	112.9	123.2	137.4	150.2	162.3	销售费用率	9.1%	9.3%	9.4%	9.3%	9.3%
其他非流动资产	413.0	429.4	395.4	413.3	406.0	管理费用率	7.3%	9.0%	8.0%	7.9%	7.7%
资产总额	4,891.6	6,417.5	6,647.7	8,846.6	10,235.8	财务费用率	1.4%	0.1%	0.2%	0.1%	-0.1%
短期债务	308.8	401.0	-	98.3	-	三费/营业收入	17.8%	18.4%	17.6%	17.3%	17.0%
应付帐款	1,540.2	1,406.3	1,449.2	2,295.5	2,444.3	投资回报率					
应付票据	536.9	942.7	878.8	1,458.4	1,660.8	ROE	15.8%	17.4%	18.1%	18.7%	17.7%
其他流动负债	138.4	205.1	132.3	158.6	165.3	ROA	5.9%	6.6%	8.2%	7.8%	7.8%
长期借款	7.7	482.1	442.1	442.1	442.1	ROIC	25.8%	21.7%	30.1%	32.0%	35.7%
其他非流动负债	71.1	72.8	57.5	67.2	65.8	分红指标					
负债总额	2,845.1	3,795.0	3,471.4	4,978.8	5,573.1	DPS(元)	0.09	-	-	-	-
少数股东权益	252.6	255.3	255.3	255.3	255.3	分红比率	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	634.7	761.3	925.3	925.3	925.3	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,323.9	1,583.3	1,973.0	2,664.3	3,459.3						
股东权益	2,046.5	2,622.5	3,176.3	3,867.7	4,662.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	284.3	412.3	527.9	677.2	780.9	EPS(元)	0.37	0.54	0.57	0.73	0.84
加:折旧和摊销	65.5	100.9	105.9	105.4	99.4	BVPS(元)	2.69	3.44	3.43	4.18	5.04
资产减值准备	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	PE(X)	31.7	21.8	20.7	16.1	14.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.4	3.4	2.8	2.3
财务费用	40.5	9.5	10.6	7.4	-11.4	P/FCF	1,063.8	34.8	48.9	25.6	16.3
投资损失	0.5	4.4	3.0	2.6	3.3	P/S	3.0	2.0	1.9	1.5	1.2
少数股东损益	3.4	14.1	14.1	14.1	14.1	EV/EBITDA	22.2	13.7	15.0	11.8	9.9
营运资金的变动	-331.8	-322.3	72.4	-452.6	-124.7	CAGR(%)	33.6%	23.7%	20.3%	33.6%	23.7%
经营活动产生现金流量	122.7	320.1	842.8	466.2	895.3	PEG	0.9	0.9	1.0	0.5	0.6
投资活动产生现金流量	-315.9	312.8	-28.2	-194.8	-107.3	ROIC/WACC	2.7	2.3	3.1	3.3	3.7
融资活动产生现金流量	288.6	611.7	-439.8	91.0	-87.0						

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.huajinsec.cn