

2020年04月26日

洲明科技 (300232.SZ)

动态分析

2019年业绩稳健增长，中长期发展空间较大

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2019年年度报告，全年实现营业收入56.0亿元，同比增长23.9%，毛利率30.3%，同比下降1.2个百分点，归属母公司净利润为5.3亿元，同比增长28.5%，每股净利润0.59元，同比增长31.1%。第四季度公司实现营业收入为16.0亿元，同比增长19.8%，归属上市公司股东净利润同比增长43.3%为1.3亿元。2019年度利润分配预案为每10股派发现金红利0.15元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。2020年第一季度，营业收入同比下降26.9%为8.2亿元，毛利率同比提升3.9个百分点为34.7%，归属于上市公司股东的净利润同比下降17.1%为6,832.3万元。
- ◆ **收入稳健增长，业务板块表现各有千秋：**2019年全年销售收入增长23.9%为56.0亿元。分产品来看，智慧显示业务收入同比增长16.3%，得益于小间距LED显示持续渗透专业显示、商业显示和高端民用场景，其中超小间距P1.0以下收入0.96亿元，同比增长249.3%。景观照明业务收入同比增长61.0%，主要系2019上半年公司完成多项大型景观亮化项目。专业照明由于5G智慧灯杆落地，收入同比增长52.36%，但目前业务占比较小，预计2020年开始顺应新基建的趋势，5G智慧灯杆业务加快推进。
- ◆ **毛利率下滑幅度有限，净利润增速高于收入：**2019年公司毛利率下降1.2个百分点为30.3%，由于景观业务毛利率下滑较多导致综合毛利率有所下滑。分季度看，下半年毛利率水平环比下降，主要系毛利率水平较高的景观业务集中于上半年完成。全年归母净利润增长28.5%为5.3亿元，收入增长带来利润增长，另一方面非经常性损益增加较多，主要来自收购杭州柏年股份和业绩补偿款。2019年公司期间费用率有所提升，由于业务扩张和市场拓展销售费用率增加0.9个百分点。
- ◆ **2020年面临不确定性，中长期成长空间较大：**公司2020年第一季度收入和归母净利润同比分别下降26.9%和17.1%，主要系肺炎疫情导致国内上下游企业复工延迟和项目进展延后，以及进入3月后海外订单延期交付。公司未披露全年业绩预期，疫情对于下游需求尤其是海外市场不确定风险较大，上半年经营面临压力，但公司通过调整经营策略，加大疫情冲击下新的需求市场的拓展，有望将风险控制在较低水平。中长期看，公司以显示板块作为发展主航道，受益未来超小间距和Mini LED需求空间高速增长，以及“新基建”趋势下以视显技术为核心的智慧解决方案的需求；照明板块作为发展的重要支撑，受益于智慧灯杆建设的加速推进。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.58、0.80和1.02元。净资产收益率分别为15.9%、17.8%和18.6%，维持买入-B建议。
- ◆ **风险提示：**疫情影响海外需求停滞；小间距LED市场渗透不及预期；Mini LED终端推进不及预期；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；

电子元器件 | 电子设备 III

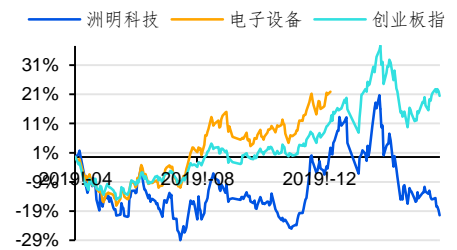
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2020-04-24) **8.45元**

交易数据

总市值(百万元)	8,303.20
流通市值(百万元)	5,908.31
总股本(百万股)	982.63
流通股本(百万股)	699.21
12个月价格区间	7.47/13.25元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.79	-27.54	-41.27
绝对收益	-10.39	-23.6	-21.29

分析师

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

报告联系人

郑超君
 zhengchaojun@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

洲明科技：LED显示展领军者风采，智慧路灯乘5G东风起航 2020-01-17

景观照明业务受政策影响回款周期延长。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,524	5,604	5,827	7,742	10,024
YoY(%)	49.3	23.9	4.0	32.9	29.5
净利润(百万元)	412	530	575	783	1,005
YoY(%)	45.0	28.5	8.4	36.3	28.3
毛利率(%)	31.5	30.3	30.9	30.3	29.4
EPS(摊薄/元)	0.42	0.54	0.58	0.80	1.02
ROE(%)	17.4	17.9	15.9	17.8	18.6
P/E(倍)	20.1	15.7	14.4	10.6	8.3
P/B(倍)	3.5	2.8	2.3	1.9	1.5
净利率(%)	9.1	9.5	9.9	10.1	10.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 收入稳健增长, 利润表现好于收入.....	4
(二) 2019 年四季度净利润率增速较高.....	6
(三) 2020 年一季度业绩短期波动.....	6
(四) 未来发展战略及经营计划: 以显示板块为发展主航道.....	6
二、盈利预测及投资建议.....	8
三、风险提示.....	9

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5: 过往 3 年运营效率.....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率.....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润.....	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额.....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布.....	8

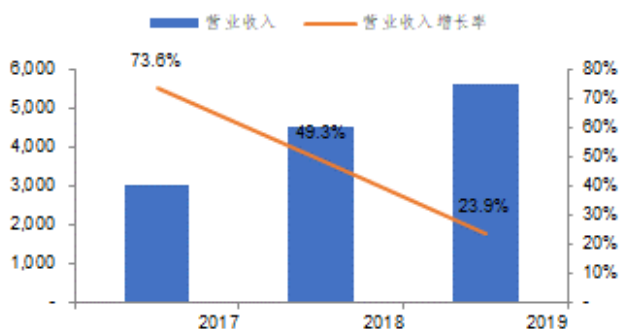
一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 23.9% 为 56.0 亿元，毛利率水平同比下降 1.2 个百分点为 30.3%，归属母公司净利润同比增长 28.5% 为 5.3 亿元，每股净利润同比增长 31.1% 为 0.59 元。公司是以视显技术为核心的 LED 显示与照明应用解决方案提供商，LED 显示屏市场份额全球前三，2019 年公司核心业务在专业显示市场和商业显示、高端民用等场景持续拓展渗透，实现了收入和利润的稳健增长。

（一）收入稳健增长，利润表现好于收入

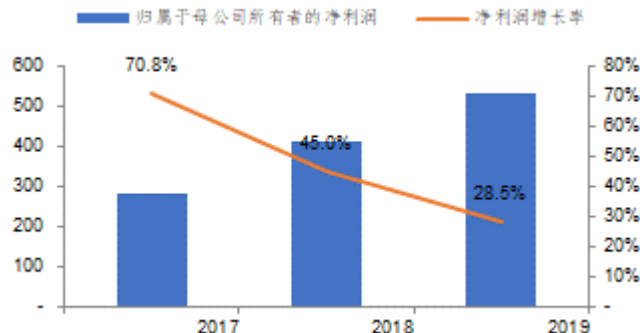
公司 2019 年全年销售收入 576.6 亿元，同比增长 15.7%。公司核心业务 LED 显示持续在专业显示市场和商业显示、高端民用等场景拓展渗透，成为 2019 年业务驱动重要因素。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 5.3 亿元，同比增长 28.5%，每股净利润 0.59 元，同比增长 31.1%，净利润增速超过收入增速。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

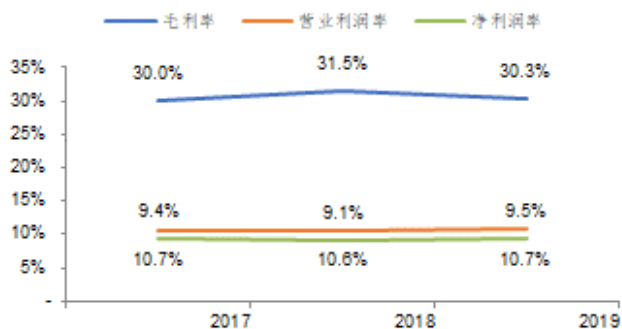
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

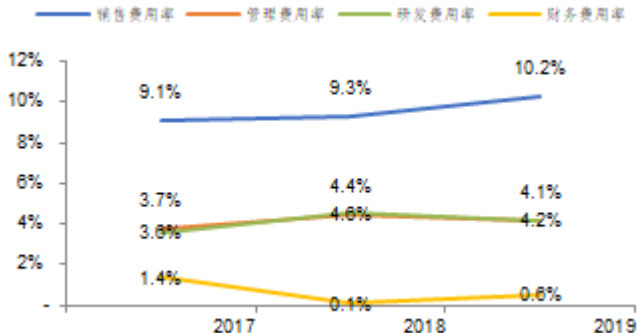
公司 2019 年全年毛利率同比下降 1.2 个百分点为 30.3%，营业利润率和净利润率分别同比上升 0.1 和 0.4 个百分点，为 10.7% 和 9.5%，景观照明业务毛利率水平下降导致综合毛利率下滑。2019 年销售费用率同比增加 0.9 个百分点为 10.2%，管理费用和研发费用率分别同比下降 0.3 和 0.4 个百分点为 4.1% 和 4.2%。公司进行集团化布局和市场扩张增加了销售费用投入。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

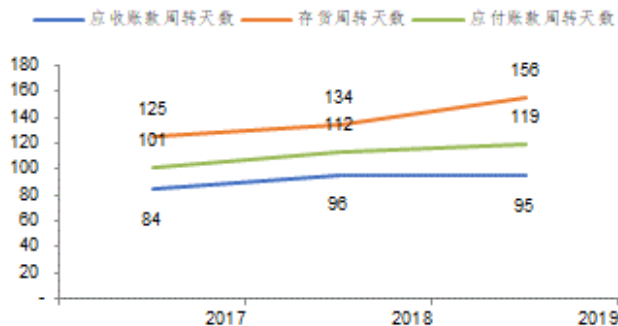
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

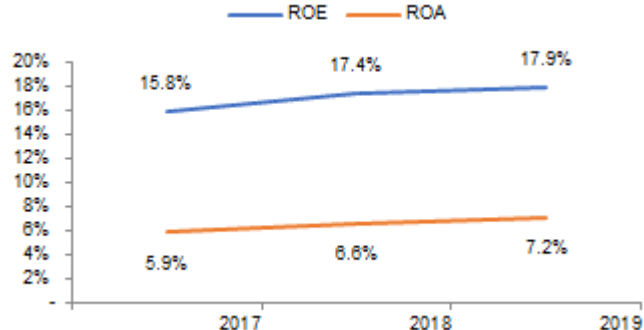
2019 年公司应收账款周转天数与去年同期持平，存货周转天数和应付账款周转天数分别同比增加 22 和 7 天为 156 和 119 天，存货周转率有所下降。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 分别同比增加 0.5 和 0.6 个百分点分别为 17.9%和 7.2%，净利润增长带来了回报率的提升。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

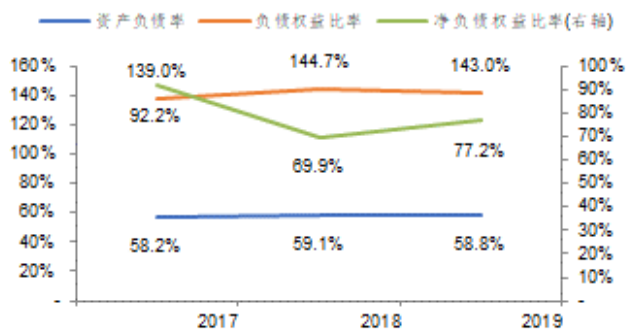
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

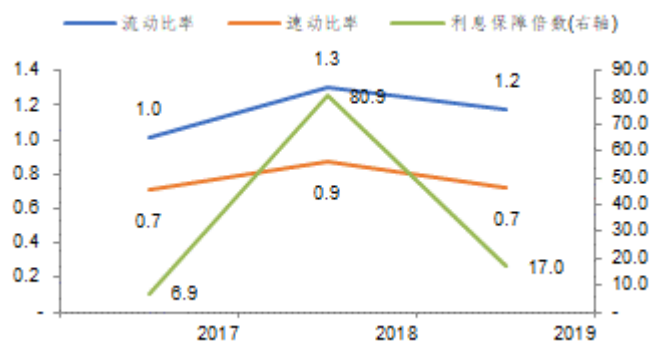
2019 年公司的资产负债率为 59.8%，负债权益比率为 143.0%，净负债权益比率同比增加 7.3 个百分点为 77.2%，公司整体负债率水平保持相对稳定。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

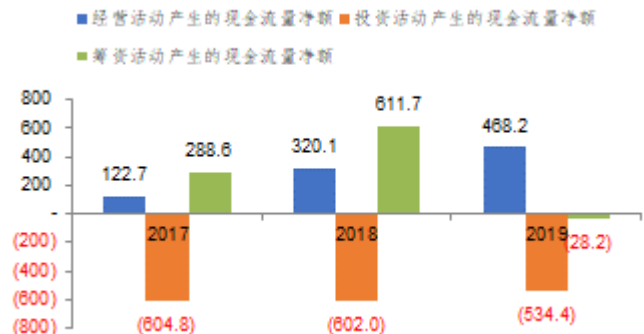
短期偿债能力方面，2019 年流动比率、速动比率分别为 1.2 和 0.7，同比减少 0.1 和 0.2，保持稳定，利息保障倍数变动较大，为 7.0，同比减少 63.9，由于 2019 年利息费用增加。

图 9：过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



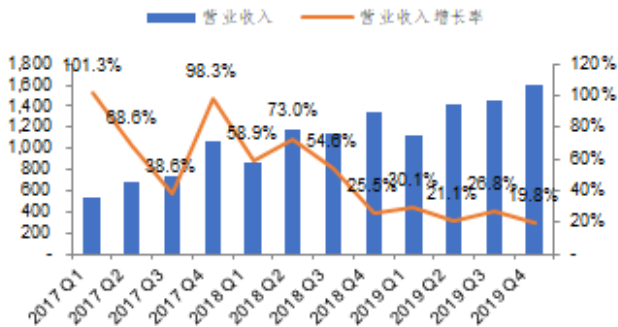
资料来源：Wind，华金证券研究所

从现金流情况看，公司 2019 年经营性现金流随着净利润规模增长而增加，主要原因系公司加大对回款的把控力度。

（二）2019 年四季度净利润率增速较高

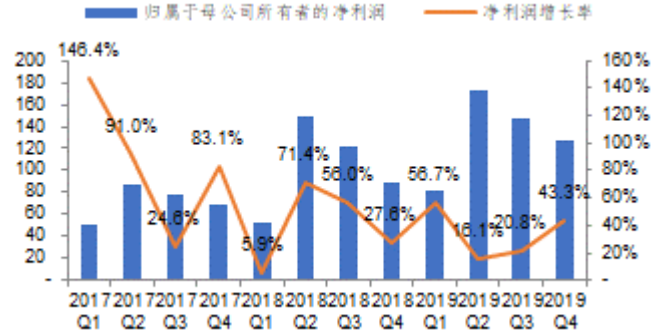
2019 年第四季度公司实现营业收入同比增长 19.8% 为 16.0 亿元，归属上市公司股东净利润同比增长 43.3% 为 1.3 亿元。2019 年四季度，公司营收增长保持稳健，由于非经常性损益增加使得净利润增速较高。

图 11：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

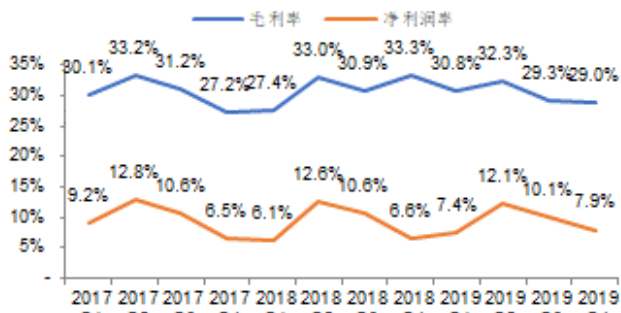
图 12：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

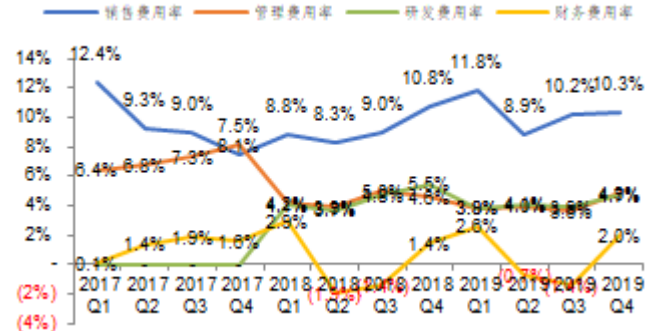
2019 年第四季度，公司毛利率同比下滑 4.3 个百分点为 29.0%，营业利润率下滑 0.5 个百分点为 7.7%，净利润率同比增加 1.3 个百分点为 7.9%。由于下半年毛利率较高的景观业务占比较低，综合毛利率有所下降。费用率方面，销售费用率、管理费用率和研发费用率分别同比下降 0.5 个百分点、增加 0.3 个百分点和下降 0.8 个百分点，财务费用率增加 0.6 个百分点，总体期间费用率下降。

图 13：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）2020 年一季度业绩短期波动

公司披露了 2020 年第一季度业绩报告，销售收入同比下降 26.9% 为 8.2 亿元，毛利率同比增加 3.9 个百分点为 34.7%，归属上市公司股东净利润为 6,832.3 万元，同比下降 17.1%。今年一季度肺炎疫情导致行业上下游复工及项目实施延期，国内业绩受到阶段性影响，进入 3 月后海外疫情蔓延导致部分租赁类显示屏项目订单延期，收入出现同比减少。

（四）未来发展战略及经营计划：以显示板块为发展主航道

公司明确定位显示板块为发展主航道，聚焦细分应用场景，精准把握客户需求，实现精益交付，进一步推动显示解决方案在更多领域的落地与应用。照明板块为公司发展的重要支撑，通过建立创新、协同、统一的照明设计平台，持续打造集规划、设计、施工、运营的一体化的产品与服务核心竞争力，实现有效益地增长。2020 年经营计划为：

1) **坚定不移坚持研发创新，核心技术引领产业发展：**一方面，关注前沿市场需求，以市场引导产品革新方向，并推进产品及工艺优化升级；另一方面，持续投入前沿技术领域，掌握产业的核心技术，拥有具备行业先进性的技术，成为核心技术的先行者。

2) **大力发展智能制造，持续提升精益制造能力：**2020 年，公司将积极布局智能制造优势产能，为 Mini LED 显示产能的扩张做准备，持续提升质量、提高效率、降低成本，实现整体生产成本与生产管理水行业领先的目标。

3) **产融结合，发挥资本平台融资优势：**2020 年，公司将持续高效利用产业资本，为公司内生和外延发展提供助力。一方面，充分发挥上市公司的平台优势，为公司在显示和照明两大产业领域的布局提供金融支持。同时，公司将持续为各子公司提供相应的银行授信和融资渠道，积极支持各子公司的业务发展与整合，支持公司的高效运作与协同发展。

二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.58、0.80 和 1.02 元。净资产收益率分别为 15.9%、17.8% 和 18.6%，维持买入-B 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，2020 年外部环境不确定较大，增速受到影响。2021 年开始恢复快速增长。智慧显示是核心业务，占比保持在 80%左右；未来小间距的收入占比持续提升，P1.0 以下收入高速增长，但占比较低。景观照明业务，由于市场环境和政策影响，整体业务占比将逐步下降，维持稳定的增速。专业照明业务受益于智慧灯杆项目建设进入新的发展阶段，未来收入增速较高。

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；3) 专业照明业务毛利率保持稳定，小幅下降。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	4,524.3	5,604.3	5,826.9	7,742.2	10,023.8
YoY	32.6%	28.7%	5.0%	32.4%	28.6%
智慧显示	3,710.2	4,331.6	4,630.8	6,239.9	8,247.0
专业照明	301.7	459.7	618.4	794.0	964.3
景观照明	493.2	794.2	558.0	687.7	790.8
其他	19.2	18.7	19.6	20.6	21.6
毛利率	31.5%	30.3%	30.9%	30.3%	29.4%
智慧显示	28.9%	29.2%	30.1%	29.7%	29.0%
专业照明	36.6%	36.5%	34.6%	34.0%	32.5%
景观照明	46.7%	32.7%	32.6%	32.0%	30.0%
其他	49.7%	27.4%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司各项费用投入保持合理水平，费用率保持稳定。公司在未来资本开支规模预计逐步小幅降低，主要是开拓新产品、新领域的需求。

三、风险提示

疫情影响海外需求停滞；

小间距 LED 市场渗透不及预期；

Mini LED 终端推进不及预期；

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

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4231	4898	4302	7796	8320	营业收入	4524	5604	5827	7742	10024
现金	1078	1039	1441	1661	2786	营业成本	3100	3906	4029	5396	7078
应收票据及应收账款	1396	1584	1377	2673	2549	营业税金及附加	36	33	40	54	66
预付账款	104	93	160	169	235	营业费用	421	573	557	751	986
存货	1415	1918	1106	3070	2520	管理费用	200	231	238	326	415
其他流动资产	237	264	219	223	231	研发费用	207	235	292	327	357
非流动资产	2186	2619	2629	2641	2655	财务费用	5	31	1	-21	-22
长期投资	260	243	243	243	243	资产减值损失	94	77	93	106	156
固定资产	839	874	1059	1133	1168	公允价值变动收益	0	-12	-4	-5	-7
无形资产	123	123	136	148	160	投资净收益	-4	73	23	30	42
其他非流动资产	965	1379	1191	1117	1085	营业利润	482	600	656	894	1145
资产总计	6418	7517	6932	10437	10975	营业外收入	7	23	10	14	16
流动负债	3240	4158	2994	5704	5224	营业外支出	4	8	5	6	6
短期借款	401	413	0	298	0	利润总额	485	616	662	902	1155
应付票据及应付账款	2040	2571	1807	4237	3755	所得税	58	78	79	110	142
其他流动负债	799	1174	1187	1169	1470	税后利润	426	538	583	792	1013
非流动负债	555	265	200	204	209	少数股东损益	14	8	8	8	8
长期借款	100	155	155	155	155	归属母公司净利润	412	530	575	783	1005
其他非流动负债	455	109	44	49	54	EBITDA	596	763	752	974	1232
负债合计	3795	4423	3194	5908	5434						
少数股东权益	255	127	127	127	127	主要财务比率					
股本	761	925	983	983	983	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	478	428	428	428	428	成长能力					
留存收益	1106	1590	2172	2964	3977	营业收入(%)	49.3	23.9	4.0	32.9	29.5
归属母公司股东权益	2367	2967	3611	4402	5414	营业利润(%)	49.1	24.5	9.4	36.1	28.1
负债和股东权益	6418	7517	6932	10437	10975	归属于母公司净利润(%)	45.0	28.5	8.4	36.3	28.3
						获利能力					
						毛利率(%)	31.5	30.3	30.9	30.3	29.4
						净利率(%)	9.1	9.5	9.9	10.1	10.0
						ROE(%)	17.4	17.9	15.9	17.8	18.6
						ROIC(%)	21.7	21.5	27.7	25.4	37.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.1	58.8	46.1	56.6	49.5
						流动比率	1.3	1.2	1.4	1.4	1.6
						速动比率	0.9	0.7	1.1	0.8	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	4.3	3.8	3.8	4.0	3.9
						应付账款周转率	3.6	3.2	3.1	3.3	3.2
						估值比率					
						P/E	20.1	15.7	14.4	10.6	8.3
						P/B	3.5	2.8	2.3	1.9	1.5
						EV/EBITDA	11.5	10.9	8.8	6.9	4.3

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com