

公司研究/年报点评

2019年04月28日

电子元器件/光学光电子 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.74
合理价格区间(元): 13.90~15.44

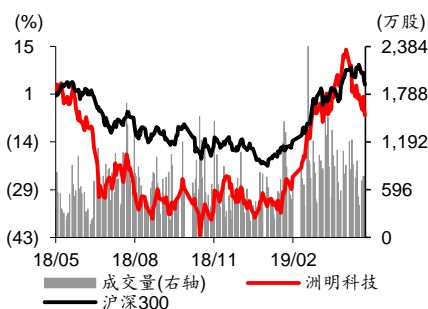
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

彭茜 执业证书编号: S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

- 1《洲明科技(300232,买入): Q2 增长加速,上半年业绩超预期》2018.08
- 2《洲明科技(300232,买入): 巩固 LED 显示,筹谋文创灯光蓝海》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

小间距增势不减, 5G 灯杆再添亮点

洲明科技(300232)

19Q1 业绩超预期, 5G 智慧灯杆成为新增亮点, 维持买入评级

18 年公司实现营收 45.24 亿元(YoY 49.29%), 归母净利润 4.12 亿元(YoY 45.01%), 扣非后净利润 4.03 亿元(YoY 58.79%), 业绩略低于我们预期, 主要系汇兑损失、LED 显示毛利率下滑及销售费用超预期所致。19Q1 公司实现营收 11.18 亿元(YoY 30.09%), 归母净利润 0.82 亿元, 在存在 0.2 亿元汇兑损失的影响下依然同比增长 56.65%, 超出市场预期。我们看好在 DOT 时代, 公司小间距 LED 应用市场的拓展、份额的提升以及产品结构的升级, 看好智慧灯杆逐步成为公司重要的业绩增量, 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.77/1.12/1.43 元, 目标价上调至 13.90-15.44 元, 维持买入评级。

小间距渗透空间依然广阔, 公司积极推动大亚湾二期产能建设

18 年末公司 LED 显示屏年产能 35.26 万平米, 产能利用率 82.40%, 实现收入 37.10 亿元(YoY 39.84%), 其中国内、外市场分别为 16.68 (YoY 59.31%)、20.42 (YoY 27.15%) 亿元。18 年公司小间距收入占 LED 显示总营收的 61.19%, 达到 22.70 亿元(YoY 48.85%), 其中国内、外收入分别为 11.51 (YoY 54.50%)、11.19 (YoY 43.46%) 亿元。根据年报及 AVC 数据, 18 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, 为此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。

与全球知名通信厂商达成战略合作, 5G 智慧路灯业务蓄势待发

我们认为, 智慧灯杆一方面有助解决“多杆林立”、“单杆单用”等城市基础设施问题, 以实现公共空间的高效利用; 另一方面, 智慧灯杆将作为 5G 通信网络建设的重要组成部分得以广泛应用, ABI 预计 19、20 年全国新增室外杆站的数量将超过 300 万、400 万站, 到 21 年超过 45% 的站点将会是杆站。洲明作为国内边缘计算产业联盟第一批理事单位之一和边缘计算产业联盟智慧路灯专门委员会成员, 自 15 年就开始率先布局智慧路灯, 目前已在软硬件技术方面均掌握核心竞争力, 公司年报中披露已经与全球知名通信设备商达成战略合作, 在智慧灯杆上预留 5G 微基站接口。

现金流显著改善, 业绩有望持续高速增长, 维持买入评级

2018 年来公司在景观照明业务上重点关注项目管理、文创设计等方面, 谨慎筛选优质项目, 密切关注应收账款及现金流风险。全年洲明经营性净现金流超过 3.2 亿元, 同比增长 160.16%, 实现了较显著的改善。结合年报及一季报数据, 我们将公司 19、20 年归母净利润预期由 6.31、8.1 亿元调整至 5.87、8.55 亿元, 预计 2021 年归母净利润为 10.88 亿元, 参考可比公司 19 年平均 13.90 倍 PE 估值, 考虑公司较低的工程类收入占比、良好的经营性现金流以及 5G 智慧灯杆产品布局, 给予公司 19 年 18-20 倍 PE 估值, 对应目标价由 11.2-12.45 元上调至 13.90-15.44 元, 维持买入评级。

风险提示: LED 小间距竞争加剧; 宏观经济下行拖累照明工程投入。

公司基本资料

总股本 (百万股)	760.66
流通 A 股 (百万股)	452.68
52 周内股价区间 (元)	7.80-16.93
总市值 (百万元)	9,691
总资产 (百万元)	6,314
每股净资产 (元)	3.23

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,031	4,524	5,781	7,326	8,772
+/-%	73.58	49.29	27.77	26.73	19.74
归属母公司净利润 (百万元)	284.30	412.25	587.26	855.08	1,088
+/-%	70.80	45.01	42.45	45.60	27.19
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.54	0.77	1.12	1.43
PE (倍)	34.09	23.51	16.50	11.33	8.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

投资建议

由于 18 年小间距产品渠道市场竞争激烈，营收增速、毛利率略低于此前预期，结合年报数据，我们将公司 LED 显示屏 19-20 年收入预期由 50.33、65.19 亿元下调至 48.27、61.35 亿元，对应毛利率由 30%、30.12% 下调至 28.99%、28.56%。将 LED 照明产品 19-20 年收入预期由 3.48、4 亿元上调至 3.91、4.44 亿元，对应毛利率由 39%、39% 下调至 34.2%、34.5%；将 LED 景观照明收入预期由 4.78、6.4 亿元上调至 5.43 亿元、7.28 亿元，对应毛利率由 47.15%、46.65% 下调至 42.45%、41.95%。

综上，我们将公司 19-20 年总营收预期由 58.82、75.83 亿元调整至 57.81 亿元、73.26 亿元，对应归母净利润由 6.31、8.1 亿元调整至 5.87、8.55 亿元，预计 2021 年公司营收、归母净利润分别为 87.72 亿元、10.88 亿元，具体拆分如下：

图表1：主营业务收入预测情况

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
LED 显示屏	收入 (亿元)	15.83	26.46	37.10	48.27	61.35	73.60
	营收 YOY	36.23%	67.15%	40.22%	30.11%	27.08%	19.98%
	毛利率	29.76%	29.27%	28.93%	28.99%	28.56%	28.60%
LED 照明产品	收入 (亿元)	1.61	2.14	3.02	3.91	4.44	4.91
	营收 YOY	24.81%	32.92%	40.99%	29.50%	13.70%	10.60%
	毛利率(%)	30.03%	39.36%	36.62%	34.20%	34.50%	34.10%
LED 景观照明	收入 (亿元)		1.47	4.93	5.43	7.28	9.01
	营收 YOY			235.50%	10.15%	33.93%	23.80%
	毛利率(%)		30.31%	46.74%	42.45%	41.95%	40.20%
其他	收入 (亿元)		0.23	0.19	0.19	0.19	0.19
	营收 YOY			-16.43%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率(%)		31.04%	49.69%	49.69%	49.69%	49.69%
总营收 (亿元)		17.44	30.30	45.24	57.81	73.26	87.72
综合毛利率		29.78%	30.05%	31.47%	30.68%	30.30%	30.15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们看好在 DOT 时代，公司小间距 LED 应用市场的拓展、市场份额的提升以及产品结构的升级，看好 5G 智慧灯杆逐步成为公司重要的业绩增量。参考同行业可比公司 2019 年平均 13.90 倍 PE 估值，考虑公司较低的工程类收入占比、良好的经营性现金流以及 5G 智慧灯杆产品布局，在春节后至今电子行业迎来估值修复行情的背景下，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE 估值，对应目标价由 11.2-12.45 元上调至 13.90-15.44 元，维持买入评级。

图表2：可比公司盈利预测与估值（EPS 数据为 Wind 一致预期中值）

可比公司	股价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
名家汇	19.65	1.64	2.32	12.01	8.46
艾比森	16.31	1.09	1.40	15.00	11.62
利亚德	8.71	0.65	0.82	13.32	10.58
奥拓电子	6.25	0.41	0.54	15.27	11.57
平均				13.90	10.56

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为 2019-4-26 日收盘价

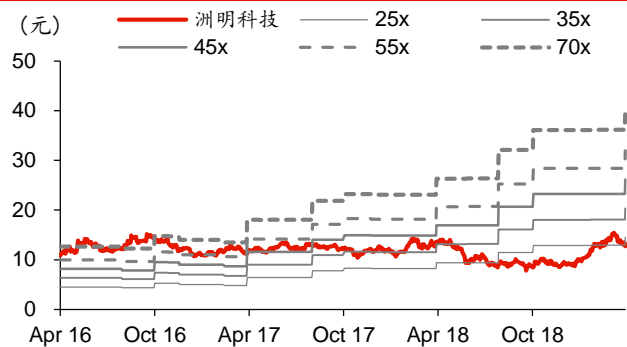
风险提示

LED 小间距竞争加剧。面对替代空间犹存的 LED 小间距市场，目前利亚德、艾比森均加大了渠道建设和销售推广力度，行业存在竞争加剧毛利率下滑的风险。

宏观经济下行拖累照明工程投入。由于政府订单是目前照明工程项目的主要需求来源，在宏观经济下行压力加大的背景下，政府对照明工程的投入力度会对公司工程类业务的增速造成直接影响。

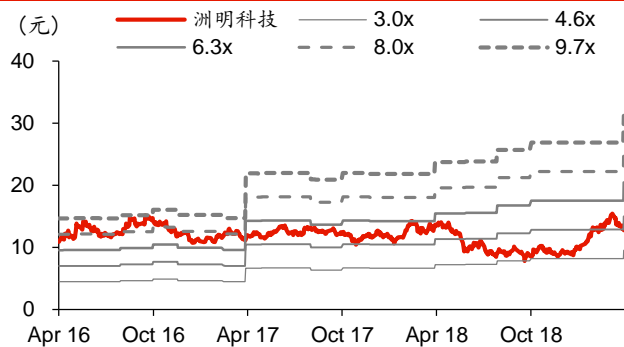
PE/PB - Bands

图表3: 洲明科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 洲明科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,816	4,231	5,038	6,625	8,332
现金	642.24	1,078	1,126	1,552	2,376
应收账款	1,030	1,340	1,611	2,184	2,496
其他应收账款	115.65	107.43	166.62	219.17	238.21
预付账款	117.01	104.47	142.45	211.79	226.16
存货	860.21	1,415	1,880	2,315	2,816
其他流动资产	50.89	185.47	112.97	143.89	179.74
非流动资产	2,075	2,186	2,151	2,379	2,428
长期投资	231.78	259.66	172.00	221.15	217.61
固定投资	758.58	838.72	952.93	1,039	1,101
无形资产	112.86	123.25	134.12	149.66	159.71
其他非流动资产	972.21	964.86	892.32	968.44	948.86
资产总计	4,892	6,418	7,189	9,004	10,760
流动负债	2,766	3,240	3,678	4,649	5,352
短期借款	308.78	401.05	172.23	192.68	218.18
应付账款	1,350	2,040	2,117	3,103	3,664
其他流动负债	1,107	798.90	1,389	1,354	1,470
非流动负债	78.78	554.97	148.74	172.46	189.09
长期借款	7.66	100.00	120.00	143.69	160.01
其他非流动负债	71.12	454.97	28.74	28.77	29.08
负债合计	2,845	3,795	3,827	4,822	5,541
少数股东权益	252.63	255.28	273.68	298.88	336.68
股本	634.72	761.26	760.66	760.66	760.66
资本公积	598.97	477.78	477.78	477.78	477.78
留存公积	724.98	1,106	1,850	2,645	3,644
归属母公司股东权益	1,794	2,367	3,089	3,883	4,882
负债和股东权益	4,892	6,418	7,189	9,004	10,760

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	126.12	320.12	632.58	750.16	1,027
净利润	287.71	426.36	605.66	880.28	1,125
折旧摊销	68.39	109.04	107.22	129.98	152.35
财务费用	41.18	5.10	34.40	(31.46)	(54.06)
投资损失	0.45	4.37	2.22	2.76	2.78
营运资金变动	(329.27)	(325.63)	(257.30)	(278.46)	(210.92)
其他经营现金	57.66	100.87	140.37	47.06	11.92
投资活动现金	(608.22)	(602.05)	(93.18)	(339.27)	(210.14)
资本支出	221.36	113.23	250.00	200.00	200.00
长期投资	217.10	35.14	(179.02)	110.68	(14.11)
其他投资现金	(169.76)	(453.67)	(22.21)	(28.58)	(24.26)
筹资活动现金	288.56	611.71	(492.11)	15.02	7.22
短期借款	292.62	92.27	(228.81)	20.45	25.50
长期借款	(45.96)	92.34	20.00	23.69	16.32
普通股增加	27.80	126.54	(0.60)	0.00	0.00
资本公积增加	165.72	(121.18)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(151.62)	421.75	(282.70)	(29.13)	(34.59)
现金净增加额	(207.24)	346.98	47.29	425.91	824.51

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,031	4,524	5,781	7,326	8,772
营业成本	2,120	3,100	4,007	5,106	6,127
营业税金及附加	20.11	36.23	46.29	58.66	70.24
营业费用	276.89	421.47	578.05	710.00	833.31
管理费用	112.95	199.87	362.01	410.59	438.86
财务费用	41.18	5.10	34.40	(31.46)	(54.06)
资产减值损失	56.97	93.01	64.19	71.39	76.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.45)	(4.37)	(2.22)	(2.76)	(2.78)
营业利润	323.15	481.77	686.27	997.89	1,277
营业外收入	4.17	6.86	5.51	6.18	5.85
营业外支出	2.86	3.92	3.23	3.34	3.50
利润总额	324.46	484.71	688.55	1,001	1,279
所得税	36.75	58.35	82.88	120.46	154.00
净利润	287.71	426.36	605.66	880.28	1,125
少数股东损益	3.41	14.11	18.40	25.20	37.80
归属母公司净利润	284.30	412.25	587.26	855.08	1,088
EBITDA	432.71	595.91	827.89	1,096	1,375
EPS (元, 基本)	0.45	0.54	0.77	1.12	1.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	73.58	49.29	27.77	26.73	19.74
营业利润	81.75	49.09	42.45	45.41	27.97
归属母公司净利润	70.80	45.01	42.45	45.60	27.19
获利能力 (%)					
毛利率	30.04	31.48	30.68	30.30	30.15
净利率	9.38	9.11	10.16	11.67	12.40
ROE	15.85	17.41	19.01	22.02	22.28
ROIC	26.22	22.34	29.28	34.17	39.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.16	59.14	53.23	53.55	51.50
净负债比率 (%)	11.12	13.20	7.64	6.98	6.83
流动比率	1.02	1.31	1.37	1.43	1.56
速动比率	0.69	0.87	0.86	0.93	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.80	0.85	0.90	0.89
应收账款周转率	3.86	3.64	3.72	3.52	3.44
应付账款周转率	2.49	1.83	1.93	1.96	1.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.54	0.77	1.12	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.42	0.83	0.99	1.35
每股净资产(最新摊薄)	2.36	3.11	4.06	5.10	6.42
估值比率					
PE (倍)	34.09	23.51	16.50	11.33	8.91
PB (倍)	5.40	4.09	3.14	2.50	1.99
EV_EBITDA (倍)	21.27	15.44	11.12	8.39	6.69

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com