

## 内生高增长，看好全年业绩



## 核心观点

- **业绩位于预告上限，实现内生高速增长：**公司公布 18 年半年报，上半年实现营业收入 36 亿，同比增长 44%，归母净利润 5.9 亿，同比增长 58%，位于此前业绩预告上限。上半年整体毛利率为 36.1%，较去年同期下降 4pct，主要由于收入占比近 60% 的智能显示业务毛利率下滑 2.6pct，净利率为 16%，较去年同期提升 1.5pct，毛利率下滑是由于渠道销售占比提升，渠道销售的毛利率略低，但渠道销售和直销的净利率水平相差不大，因此上半年整体净利率水平仍较好。整体来看，公司上半年仍实现了较高的增长，17 年以来，公司放缓对外投资并购，依靠小间距的技术优势和行业先导地位，整合集团内部资源，高速增长已完全来自内生增长。
- **LED 小间距领头羊持续稳健增长：**智能显示 21 亿元收入中，LED 小间距电视及 LED 显示屏合计收入近 16 亿元，同比增长 66%，且在智能显示板块的占比由 17 年的 58% 提升至 74%。此外，公司在显示领域保持技术领先，并积极开拓新产品，包括智能会议系统、智慧教育空间信息化解决方案、supersafe 产品、MINI LED 产品等。
- **在手订单较好，看好全年业绩：**截至 6 月 30 日新签订单及新中标项目金额 60.4 亿元，较上年同期增长 44.15%。智能显示板块中，小间距电视新签订单 22.6 亿元，较上年同期增长 45.81%，公司维持了在 LED 显示领域龙头的地位，并持续超越行业增速。截至 8 月 19 日，新签订单及新中标项目金额 76 亿元，看好公司全年发展。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72、1.01 和 1.33 元，根据可比公司，给予公司 18 年 21 倍 PE，对应目标价为 15.12 元，给予买入评级。

## 风险提示

- 各业务订单增长不及预期；VR 产业发展不达预期。

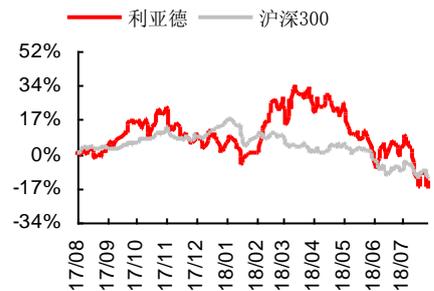
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,378	6,471	10,053	13,888	18,758
同比增长	116.4%	47.8%	55.4%	38.2%	35.1%
营业利润 (百万元)	702	1,207	2,146	3,003	3,954
同比增长	128.0%	71.9%	77.9%	39.9%	31.7%
归属母公司净利润 (百万元)	669	1,210	1,836	2,564	3,372
同比增长	102.2%	80.9%	51.7%	39.7%	31.5%
每股收益 (元)	0.26	0.48	0.72	1.01	1.33
毛利率	38.4%	40.5%	41.5%	41.5%	40.8%
净利率	15.3%	18.7%	18.3%	18.5%	18.0%
净资产收益率	19.6%	24.0%	26.0%	26.6%	27.4%
市盈率 (倍)	39.5	21.9	14.4	10.3	7.8
市净率 (倍)	5.9	4.7	3.1	2.4	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 08 月 17 日)	10.40 元
目标价格	15.12 元
52 周最高价/最低价	25.43/10.40 元
总股本/流通 A 股 (万股)	254,288/155,927
A 股市值 (百万元)	26,446
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2018 年 08 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-8.6	-19.4	-31.4	-45.3
相对表现 (%)	-3.5	-13.0	-14.9	-32.1
沪深 300 (%)	-5.2	-6.4	-16.4	-13.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 蒯剑  
021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050005

**王芳**  
021-63325888\*6068  
wangfang1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860516100001

**联系人** 马天翼  
021-63325888\*6115  
matianyi@orientsec.com.cn

**王若擎**  
021-63325888-5023  
wangruoqing@orientsec.com.cn

**杨旭**  
021-63325888-6073  
yangxu@orientsec.com.cn

## 相关报告

半年度持续亮眼高增长	2018-06-20
全球视听文化领创者	2018-05-20

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 盈利预测

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72、1.01 和 1.33 元，根据可比公司，给予公司 18 年 21 倍 PE，对应目标价为 15.12 元，给予买入评级。

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2018/8/17	每股收益(元)				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
洲明科技	300232	8.84	0.37	0.60	0.82	1.07	23.67	14.74	10.79	8.28
艾比森	300389	18.15	0.33	0.77	1.06	1.46	54.77	23.69	17.06	12.46
海康威视	002415	30.64	1.02	1.28	1.63	2.06	30.04	23.85	18.76	14.86
阳光照明	600261	3.67	0.28	0.36	0.40	0.40	13.29	10.08	9.13	9.13
暴风集团	300431	10.60	0.17	0.47	0.68	0.68	63.36	22.39	15.70	15.70
全志科技	300458	20.78	0.05	0.46	0.69	0.93	397.32	45.17	29.93	22.46
	最大值						397.32	45.17	29.93	22.46
	最小值						13.29	10.08	9.13	8.28
	平均数						97.07	23.32	16.90	13.82
	调整后平均						42.96	21.17	15.58	13.04

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

各业务订单增长不及预期：公司各业务板块未来增长依托于订单拓展，存在增速不达预期的风险。

VR 产业发展不及预期：公司 VR 业务未来发展与 VR 产业整体发展关联较大，若产业发展进度不及预期将影响公司 VR 板块增速。

经营性现金流风险：公司业务收入以订单形式为主，若回款速度减缓、工程周期拉长，对公司经营性现金流将造成影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	967	1,513	2,312	3,194	4,314	营业收入	4,378	6,471	10,053	13,888	18,758
应收账款	1,767	2,031	3,518	4,861	6,565	营业成本	2,696	3,851	5,878	8,131	11,098
预付账款	82	122	201	278	375	营业税金及附加	19	28	45	62	84
存货	1,976	3,135	4,409	6,098	8,323	营业费用	395	494	754	1,042	1,407
其他	336	1,291	771	867	989	管理费用	456	618	965	1,333	1,801
<b>流动资产合计</b>	<b>5,129</b>	<b>8,092</b>	<b>11,212</b>	<b>15,298</b>	<b>20,567</b>	财务费用	109	230	175	203	249
长期股权投资	85	99	100	100	100	资产减值损失	55	102	150	176	226
固定资产	643	809	977	1,141	1,346	公允价值变动收益	10	0	0	0	0
在建工程	29	27	27	28	28	投资净收益	44	7	10	10	10
无形资产	429	610	698	793	912	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
其他	1,900	3,020	2,764	2,756	2,756	营业利润	702	1,207	2,146	3,003	3,954
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,087</b>	<b>4,566</b>	<b>4,567</b>	<b>4,818</b>	<b>5,141</b>	营业外收入	65	14	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>8,216</b>	<b>12,658</b>	<b>15,779</b>	<b>20,116</b>	<b>25,708</b>	营业外支出	8	9	7	7	7
短期借款	579	1,917	3,216	4,028	5,016	<b>利润总额</b>	<b>760</b>	<b>1,211</b>	<b>2,159</b>	<b>3,016</b>	<b>3,967</b>
应付账款	865	1,408	2,057	2,846	3,884	所得税	94	0	324	452	595
其他	1,028	2,498	1,869	2,318	2,896	<b>净利润</b>	<b>666</b>	<b>1,211</b>	<b>1,836</b>	<b>2,564</b>	<b>3,372</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,472</b>	<b>5,823</b>	<b>7,143</b>	<b>9,191</b>	<b>11,796</b>	少数股东损益	(3)	1	0	0	0
长期借款	113	18	18	18	18	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>669</b>	<b>1,210</b>	<b>1,836</b>	<b>2,564</b>	<b>3,372</b>
应付债券	904	905	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.48	0.72	1.01	1.33
其他	257	278	94	94	94						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,275</b>	<b>1,201</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,747</b>	<b>7,023</b>	<b>7,255</b>	<b>9,304</b>	<b>11,908</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	15	14	14	14	14	<b>成长能力</b>					
股本	814	1,629	2,543	2,543	2,543	营业收入	116.4%	47.8%	55.4%	38.2%	35.1%
资本公积	2,412	1,597	1,916	1,916	1,916	营业利润	128.0%	71.9%	77.9%	39.9%	31.7%
留存收益	1,239	2,343	3,999	6,288	9,276	归属于母公司净利润	102.2%	80.9%	51.7%	39.7%	31.5%
其他	(11)	51	51	51	51	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,469</b>	<b>5,634</b>	<b>8,524</b>	<b>10,812</b>	<b>13,800</b>	毛利率	38.4%	40.5%	41.5%	41.5%	40.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,216</b>	<b>12,658</b>	<b>15,779</b>	<b>20,116</b>	<b>25,708</b>	净利率	15.3%	18.7%	18.3%	18.5%	18.0%
						ROE	19.6%	24.0%	26.0%	26.6%	27.4%
						ROIC	14.0%	19.7%	19.5%	20.5%	21.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	45.6%	55.5%	46.0%	46.3%	46.3%
						净负债率	14.2%	23.6%	10.9%	7.9%	5.3%
						流动比率	2.07	1.39	1.57	1.66	1.74
						速动比率	1.24	0.83	0.93	0.98	1.01
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.8	3.1	3.3	3.0	3.0
						存货周转率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.26	0.48	0.72	1.01	1.33
						每股经营现金流	0.01	0.31	-0.08	0.35	0.47
						每股净资产	1.75	2.21	3.35	4.25	5.42
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	39.5	21.9	14.4	10.3	7.8
						市净率	5.9	4.7	3.1	2.4	1.9
						EV/EBITDA	31.9	18.0	11.4	8.3	6.4
						EV/EBIT	34.1	19.2	11.9	8.6	6.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

