



LED 应用行业的领军企业

无 (首次)

合理估值区间: 12.07~13.49 元

- 📖 LED 应用领域品牌企业, 技术行业领先地位。
- 📖 铁路和城市轨道交通系统显示市场占有率第一。
- 📖 政策大力支持, LED 市场前景景气, 公司成长潜力大。

电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5986

Email: Likunyang@hysec.com

报告摘要:

➤ **公司在国内 LED 应用行业具有强大的品牌影响力, 拥有多项领先技术:** 公司主营六大类 LED 应用产品, 包括 LED 全彩显示、LED 系统显示、LED 创意显示、LED 电视、LED 照明和 LED 背光标识系统六大类。公司承建了北京奥运会、国庆 50 周年和 60 周年、上海世博会等多项具有广泛影响力的 LED 应用项目, 建立了自己强大的企业想象和行业影响力。同时, 公司拥有多项全国乃至世界领先的 LED 应用技术, 如全球点间距最小、清晰度最高 LED 电视, 树立起自己特有的竞争优势。

➤ **交通系统显示市场领导地位, 未来增长空间大。** 公司在铁路和城市轨道交通显示市场占有率高达 50% 以上。公司承建了超过 30 条铁路显示系统, 多次参与铁路客运引导系统国际标准起草工作。在未来 5 年, 城市轨道和铁路的建设处在一个飞速增长时期, 凭借良好的客户基础和建设经验, 公司在这一领域有着极好的业务拓展机会。

➤ **政策大力支持 LED 照明和 LED 背光的应用。** “十二五”规划已经把 LED 照明和 LED 背光列入了重点发展对象。全国多个地区也开展了 LED 照明普及的规划。在 LED 应用的市场, 公司将有很大的发展空间。

➤ **投资建议:** 利亚德拥有强大的品牌影响力和先进的技术 LED 应用行业。我们看好公司在交通显示系统和 LED 电视产品的发展。我们预测公司 2012 年至 2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.71 元、0.83 元、1.07 元。我们认为公司的股价合理估值区域为 12.07 元~13.49 元, 对应的 2012 年动态市盈率 17~19 倍, 建议投资者积极关注。

发行数据

发行规模 (万股)	2,500
发行后总股本 (万股)	10,000
拟募集资金 (亿元)	4
发行日期	2012.03.05
拟上市日期	2012.03.13
主承销商	中信建投证券股份有限公司

发行前股东情况

李军	60.40%
上海复星产业投资有限公司	7.60%
谭连起	5.34%
中科汇通 (天津) 股权投资基金有限公司	3.00%

数据摘要	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	370.5	502.4	686.4	932.9	1321.4
YoY	50.1%	35.6%	36.6%	35.9%	41.6%
营业成本	237.2	339.1	471.0	650.5	928.3
YoY	39.8%	42.9%	38.9%	38.1%	42.7%
毛利率	36.0%	32.5%	31.4%	30.3%	29.7%
净利润	41.7	56.2	71.0	82.9	106.6
YoY	110.9%	34.6%	26.4%	16.8%	28.6%
净利润率	11.3%	11.2%	10.3%	8.9%	8.1%
ROE	21.4%	22.4%	11.0%	11.4%	12.7%
EPS(元/股)	0.69	0.75	0.71	0.83	1.07

目录

1. 估值与投资建议	5
1.1. 绝对估值: 10.73-13.69 元/股	5
1.2. 相对估值: 12.07-13.49 元/股	5
1.3. 投资建议	6
2. 公司简介: LED 应用领域的领军企业	7
2.1. 主营业务: 专注于 LED 应用, 拥有广泛客户资源	7
2.2. 经营状况: 收入快速增长, 盈利能保持稳定	7
2.3. 股本结构和本次发行概况	8
3. 行业分析: 政府支持, 未来发展空间大	9
3.1. 全球市场: 各国政府大力推广, LED 应用快速发展	10
3.2. 国内市场: LED 市场初具规模, 应用产品占最大产值	10
3.3. 发展前景: LED 显示屏、LED 照明和 LED 背光三足鼎立	11
3.3.1. LED 显示屏: 发展成熟, 未来增长空间大	11
3.3.2. LED 照明: 能源危机和景观装饰市场带动 LED 照明飞速发展	11
3.3.3. LED 背光: 平板显示推动 LED 背光快速增长	12
4. 公司竞争优势: LED 应用领域品牌企业	13
4.1. 横向对比: 品牌强大, 技术领先	13
4.1.1. LED 应用领跑者, 具有强大的品牌影响力	13
4.1.2. 交通显示领域市场占有率第一	13
4.1.3. LED 电视显示技术全球领先	13
4.1.4. 研发实力雄厚, 技术领先	14
4.2. 纵向对比: 供应商和客户依附性小	14
4.2.1. 上游产业: 市场国有化率提升, 主要供应商依附较小	15
4.2.2. 下游产业: 涉及行业广泛, 下游客户集中度低	15
5. 募资项目: 完善供应链, 增强研发和销售能力	16
6. 财务分析	17
6.1. 偿债能力分析: 负债率低, 资产流动性良好	17

6.2. 盈利能力分析: 受销售收入占比影响, 毛利率波动大	17
6.3. 现金流量分析: 现金流至 2010 年稳步提升	17
7. 盈利预测: 收入保持高速稳定增长	20
8. 风险提示	21

图表目录

图 1: 2008-2011 年公司营业收入、净利润、毛利率 (百万)	7
图 2: 2008-2011 年公司收入构成	7
图 3: 利亚德股权结构(本次公开发行 A 股前)	8
图 4: LED 供应链示意图	9
图 5: LED 应用产品范围演进图	9
图 6: 2001 年-2011 年全球 LED 器件市场规模情况	10
图 7: 2008 年全球 LED 应用领域	10
图 8: 2001 年-2010 年国内 LED 器件市场规模	10
图 9: 2011 年我国 LED 行业产值分布	10
图 10: 全球笔记本电脑 LED 背光渗透率	12
图 11: 全球液晶电视 LED 背光渗透率	12
图 12: 2008 年北京第 29 届奥林匹克运动会地屏画卷	13
图 13: 2008 年北京第 29 届奥林匹克运动会梦幻五环	13
图 14: LED 应用行业波特五力分析	14
表 1: DCF 估值法主要估值参数	5
表 2: DCF 估值敏感性分析	5
表 3: LED 行业上市公司相对估值对比	6
表 4: 各类产品的主要应用领域及用途	7
表 5: 本次公开发行前后股本情况	8
表 6: 2010 年国内 LED 应用产品市场构成情况	11
表 7: 利亚德公开发行 A 股拟投资项目	16

表 8: 项目达产后产能情况	16
表 9: 偿债能力表	17
表 10: 盈利能力表	17
表 11: 现金流量表	18
表 12: 可比公司财务数据对比	18

1. 估值与投资建议

1.1. 绝对估值: 10.73-13.69 元/股

我们采用 DCF 估值法进行绝对估值。主要估值参数如下表所示:

表 1: DCF 估值法主要估值参数

税前债权成本	6.20%
税率	11.35%
无风险利率	3.50%
市场收益率	11.50%
Beta 系数	1.35
股权比例	80.00%
债权比例	20.00%
税后债权成本	5.50%
股权成本	14.30%
WACC	10.00%
永续增长率 (g)	3.00%

资料来源: 宏源证券研究所

由以上参数, 我们应用 DCF 估值模型的得到估值区间为 11.62~14.19 元。对应的 2012 年动态市盈率 15.94~19.88 倍。

表 2: DCF 估值敏感性分析

		WACC						
		8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%
g	1.50%	14.59	13.42	12.43	11.57	10.82	10.17	9.60
	2.00%	15.14	13.86	12.78	11.86	11.06	10.37	9.76
	2.50%	15.77	14.36	13.18	12.18	11.32	10.58	9.94
	3.00%	16.53	14.95	13.65	12.55	11.62	10.82	10.14
	3.50%	17.43	15.65	14.19	12.98	11.96	11.10	10.36
	4.00%	18.54	16.48	14.83	13.48	12.36	11.41	10.61
	4.50%	19.92	17.50	15.59	14.07	12.82	11.78	10.90

资料来源: 宏源证券研究所

1.2. 相对估值: 12.07-13.49 元/股

公司位于 LED 产业链的中下游, 目前上市公司较多, 我们选择如下可比上市公司, 并计算板块 2012 年平均市盈率 18.6 倍。如果给予公司 17~19 倍 PE, 对应股价区间为 12.07~13.49 元, 与 DCF 绝对估值结果的范围吻合。

表 3: LED 行业上市公司相对估值对比

证券代码	证券简称	收盘价	总股本	流通 A 股	PE				PEG
		2012-3-4	(亿股)	(亿股)	2010A	2011	2012E	2013E	2012-3-4
002005.sz	德豪润达	19.64	4.83	3.22	48.5	24.6	14.4	11.5	0.24
000021.sz	长城开发	6.37	13.19	13.18	21.9	22.0	14.8	9.7	0.62
000541.sz	佛山照明	10.52	9.79	6.16	39.0	30.1	19.8	14.6	0.86
002197.sz	证通电子	11.17	2.10	1.37	26.7	30.2	20.7	15.3	0.68
002241.sz	歌尔声学	27.22	7.52	5.45	37.0	38.9	22.1	17.9	0.46
002384.sz	东山精密	21.82	1.92	0.68	37.9	16.8	12.8	9.9	0.30
002449.sz	国星光电	18.17	2.15	1.15	26.5	28.8	23.0	17.1	1.54
002587.sz	奥拓电子	16.44	0.84	0.21	21.5	31.0	21.4	15.5	1.09
002638.sz	勤上光电	29.10	1.87	0.47	50.4	44.8	29.1	19.4	1.03
300102.sz	乾照光电	15.96	2.95	1.40	13.7	26.6	19.2	15.1	0.68
300162.sz	雷曼光电	18.96	1.34	0.34	24.4	75.8	38.7	22.3	1.46
300219.sz	鸿利光电	18.23	1.23	0.31	26.6	30.4	22.5	18.0	0.67
300232.sz	洲明科技	17.44	0.78	0.20	18.0	21.5	16.0	12.8	0.58
300241.sz	瑞丰光电	16.40	1.07	0.27	29.8	45.6	29.8	22.8	1.24
300269.sz	联建光电	19.29	0.74	0.18	25.9	25.4	20.1	14.6	0.91
600100.sh	同方股份	10.98	19.88	19.88	22.8	36.7	32.4	28.7	1.72
600261.sh	阳光照明	18.69	3.75	2.96	25.7	31.7	24.6	19.3	1.00
600363.sh	联创光电	8.13	3.71	3.71	58.2	32.5	22.6	19.4	0.75
600460.sh	士兰微	11.10	4.34	4.34	18.8	26.4	20.9	17.1	0.69
600703.sh	三安光电	13.25	14.44	6.91	20.7	20.5	16.7	13.5	0.31
	平均	18.69	5.29	3.93	32.4	27.8	18.6	13.9	0.72

资料来源: 宏源证券研究所

1.3. 投资建议

我们认为 LED 行业具备长足发展空间, 公司竞争优势突出, 具备成长为龙头公司的潜力。通过估值计算得公司合理股价区间为 12.07~13.49 元。建议投资者积极关注公司上市后的二级市场投资机会。

2. 公司简介: LED 应用领域的领军企业

2.1. 主营业务: 专注于 LED 应用, 拥有广泛客户资源

利亚德光电股份有限公司前身为北京利亚德电子科技有限公司, 成立于 1995 年。2010 年, 公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司。公司专业从事 LED 应用产品研发、设计、生产、销售和服务, 致力于为客户提供 LED 应用产品及其整体解决方案。目前, 本公司生产的 LED 应用产品主要包括 LED 全彩显示产品、系统显示产品、创意显示产品、LED 电视、LED 照明产品和 LED 背光标识系统等六大类, 详情如下所示。

表 4: 各类产品的主要应用领域及用途

产品名称	主要应用领域及用途
LED 全彩显示产品	市政广场、体育场馆、金融服务场所、商业场所、宾馆、写字楼、公共服务场所等室内外播放图片、视频的显示屏
LED 系统显示产品	铁、公路、机场、地铁等公共交通场所用于引导、提示、告知旅客信息的联网显示系统
LED 创意显示产品	为建筑物、舞台演出等提供创意亮化、视觉特效的 LED 创意显示解决方案
LED 电视	调度、监控和指挥中心、广播和电视工作室、中高档商业写字楼、公共服务场所使用的、以 LED 灯组合成显示面板的大屏幕、高亮度电视机、电视墙
LED 照明产品	商业场所、公共活动场所、楼宇、家居等室内照明; 楼体外观、道路、庭院、公园等室外照明
LED 背光标识系统	铁路、公路、机场、地铁等公共交通场所、商业场所、公共服务场所等使用的引导、指示背光标识系统

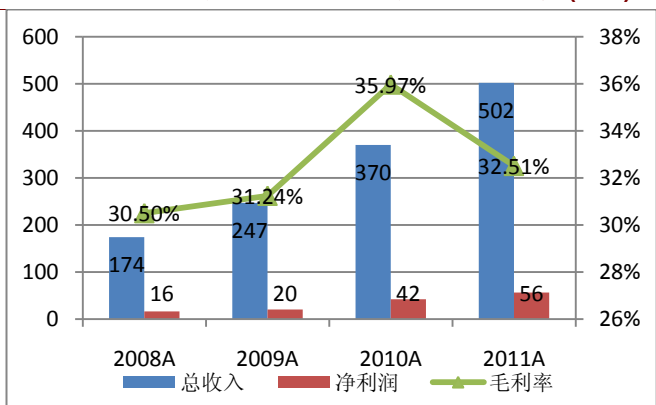
资料来源: 利亚德招股说明书, 宏源证券研究所

自 1995 年成立以来, 公司在全国各地承建超过 5,000 个项目, 安装了数十万个显示产品。客户资源分布在铁路交通、城市轨道交通、公路交通、民航交通、体育场馆、公共传媒、金融机构、工商企业、政府部门等细分市场。

2.2. 经营状况: 收入快速增长, 盈利能保持稳定

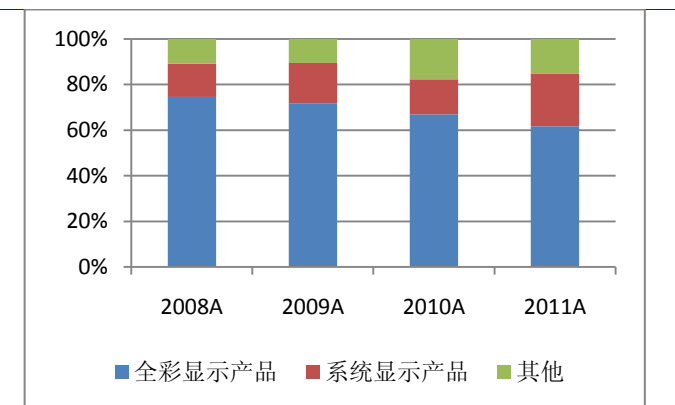
公司近几年保持着稳定的增长势头, 从 2008 年到 2011 年, 营业收入从 17,370.50 万元增长到 50,240.96 万元, 增长幅度为 188.51%; 综合毛利率一直稳定在 30% 以上。公司主营业务收入主要来源于 LED 应用产品, 包括全彩显示产品和系统显示产品等。

图 1: 2008-2011 年公司营业收入、净利润、毛利率 (百万)



资料来源: 利亚德招股说明书, 宏源证券研究所整理

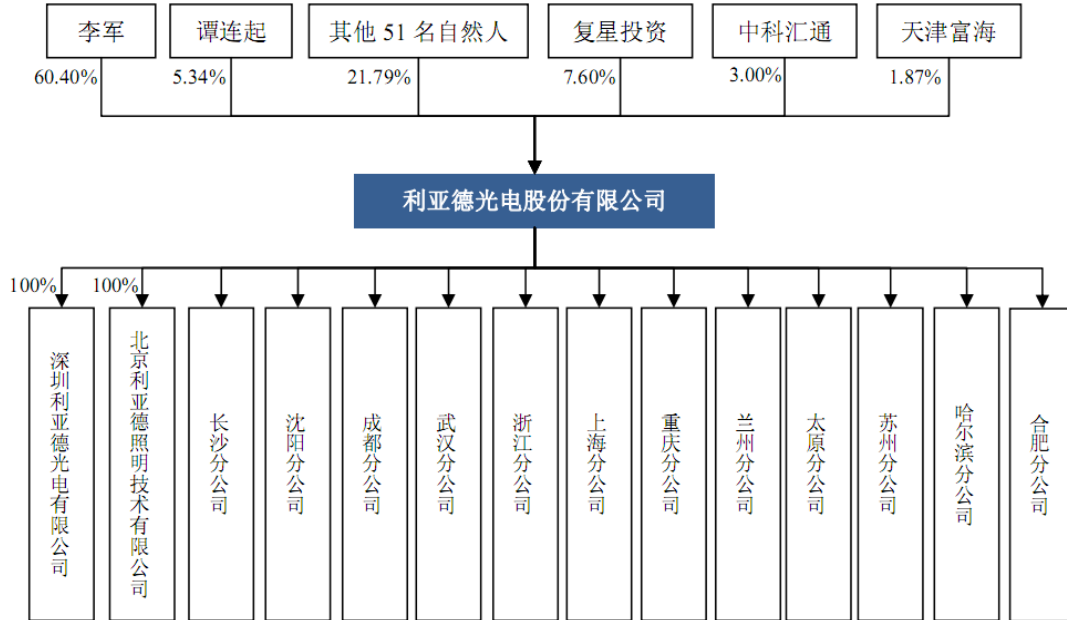
图 2: 2008-2011 年公司收入构成



资料来源: 利亚德招股说明书, 宏源证券研究所整理

2.3. 股本结构和本次发行概况

图 3: 利亚德股权结构(本次公开发行 A 股前)



资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

本次发行前，公司总股本为 7,500 万股，本次拟公开发行 2,500 万股，占发行后公司总股本的 25%。公司实际控制人为董事长李军，持有公司发行后总股本的 45.40%。本次发行前后，公司股本变化如下所示：

表 5: 本次公开发行前后股本情况

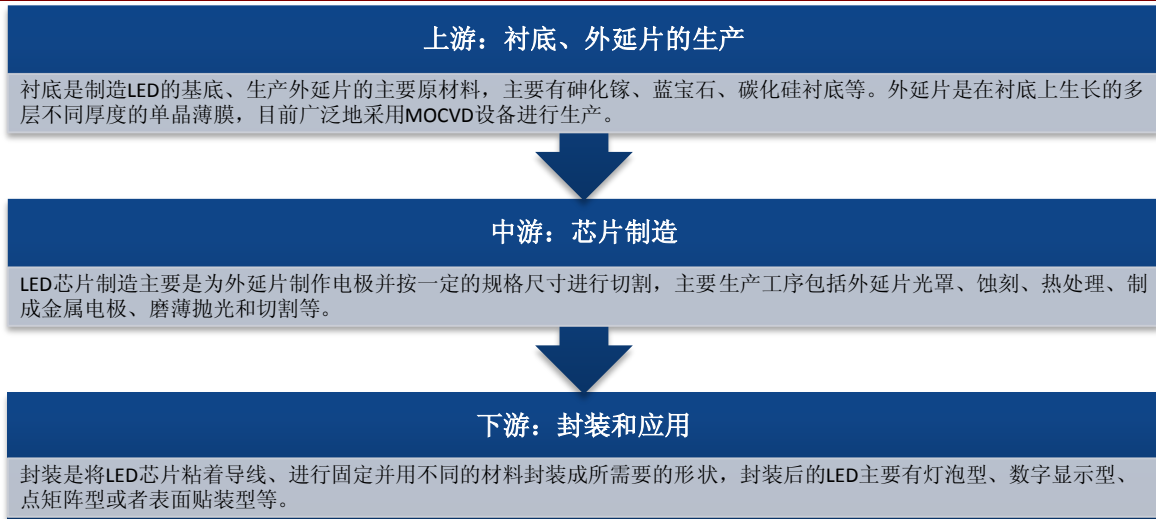
股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数	万股
李 军	4,530.00	60.40%	4,530.00	45.30%
谭连起	400.80	5.34%	400.80	4.01%
上海复星产业投资有限公司	570.00	7.60%	570.00	5.70%
中科汇通(天津)股权投资基金有限公司	225.00	3.00%	225.00	2.25%
天津富海股权投资基金管理中心(有限合伙)	140.00	1.87%	140.00	1.40%
其他 51 名自然人	1634.25	21.79%	1634.25	16.34%
社会公众股			2500	25.00%
合计	7,500.00	100.00%	10,000.00	100.00%

资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

3. 行业分析：政策支持，未来发展空间大

LED(Light Emitting Diode)即发光二极管,是一种半导体固体发光器件,具有寿命长、节能环保、色彩丰富等优良特点。LED 产业链包括外延片(上游)、LED 芯片(中游)、LED 封装应用(下游)三个细分行业,如下图所示:

图 4: LED 供应链示意图



资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所整理

公司处于 LED 产业链的下游,主营 LED 应用产品及控制系统的研发、设计、制造、安装及服务。LED 应用产品从仪器仪表指示灯、交通信号灯到汽车灯、显示屏、照明器具,范围非常广泛,如下图所示:

图 5: LED 应用产品范围演进图



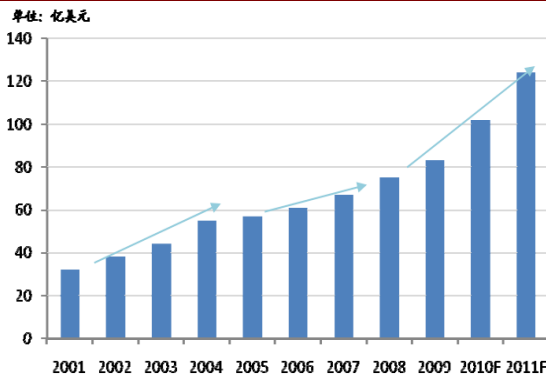
资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

3.1. 全球市场：各国政府大力推广，LED 应用快速发展

21 世纪之后，随着 LED 发光效率的提升及性能的改善，使得 LED 的广泛应用在全球范围内成为一种必然趋势。无论从能源、科技战略角度，还是从节能、环保、低碳角度，全球主要国家纷纷制定了 LED 发展战略和照明工程计划，大力资助加快推进 LED 新型光源替代传统照明光源的步伐。

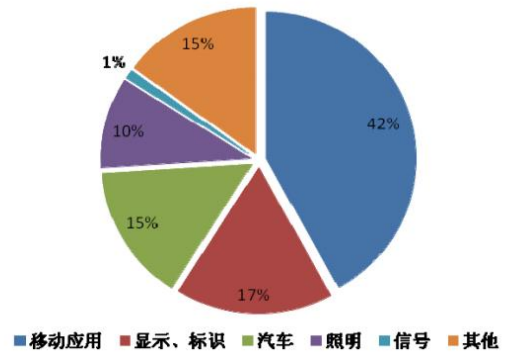
2001 年以来，全球 LED 行业总体呈现快速发展的态势。根据 Gartner 市场研究公司和北京山海纵横数据库的统计数据，LED 器件市场规模从 2001 年的约 32 亿美元增长到 2009 年的超过 83 亿美元，年平均复合增长率达到了 12.65%。从全球 LED 的应用领域来看，根据 Strategies Unlimited 的统计数据，2008 年，手机等 LED 移动应用市场仍是最主要，其次为标识显示、汽车应用、照明应用和信号领域。新兴应用市场如通用照明、汽车前灯、大屏幕 LCD 背光源等将会成为 LED 市场增长的新动力。

图 6：2001 年-2011 年全球 LED 器件市场规模情况



资料来源：Gartner 市场研究公司、北京山海纵横数据库

图 7：2008 年全球 LED 应用领域



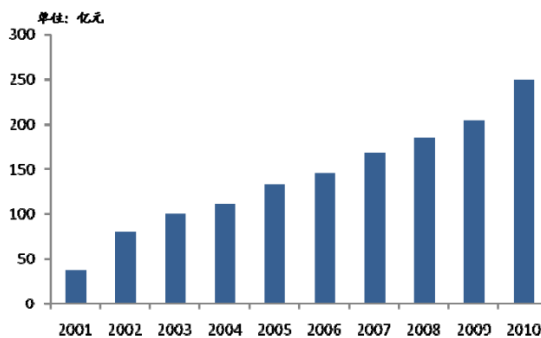
资料来源：Strategies Unlimited

3.2. 国内市场：LED 市场初具规模，应用产品占最大产值

2001 年以来，我国 LED 市场总体呈现快速发展的态势。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟和中国光学光电子行业协会的统计数据，2001 年至 2010 年，我国 LED 器件市场规模从 38 亿元上升到 250 亿元，年均复合增长率高达 23.28%，远高于全球平均水平。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟的统计数据，2010 年国内 LED 行业总产值达到 1,200 亿元，其中 LED 应用产品产值为 900 亿元，占全行业产值的 75%。

图 8：2001 年-2010 年国内 LED 器件市场规模

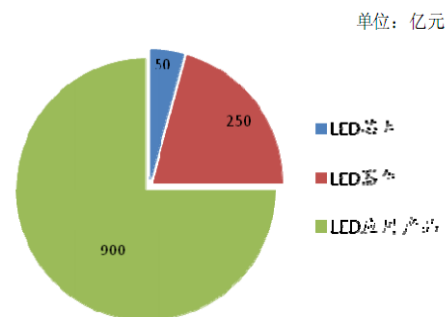
2001 年-2010 年国内 LED 器件市场规模情况



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，中国光学光电子行业协会

图 9：2011 年我国 LED 行业产值分布

2010 年我国 LED 行业产值分布情况



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟

3.3. 发展前景：LED 显示屏、LED 照明和 LED 背光三足鼎立

从 2010 年国内 LED 应用产品市场构成情况来看，景观装饰亮化、照明产品、背光应用和显示屏分别占据产值的前四名，产值均超过 150 亿元，国内 LED 应用市场总体呈现 LED 显示屏、LED 照明和 LED 背光“三足鼎立”的局势。

表 6：2010 年国内 LED 应用产品市场构成情况

项目	产值(亿元)	份额
景观装饰亮化	210	23%
照明产品	190	21%
背光应用	160	18%
显示屏	150	17%
信号及指示	65	2%
汽车照明	15	23%
其他	110	21%
合计	900	100%

资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟

3.3.1. LED 显示屏：发展成熟，未来增长空间大

LED 显示屏是 LED 应用较为成熟的领域，全球 LED 显示屏市场目前仍处于一个高速增长的阶段，特别是近年来在节能降耗和技术进步的共同驱动下，市场的深度和广度得到进一步的拓展，全球市场容量每年保持 15% 以上的增速。LED 显示屏作为平板显示的主导产品之一，将是 21 世纪平板显示的代表性产品。根据台湾拓扑产业研究所 TRI 的统计和预测数据，LED 显示屏所用 LED 器件封装产值 2009 年到 2011 年分别达到 14.77 亿美元、19.73 亿美元和 26.83 亿美元，年增长率保持在 30% 以上。

我国 LED 显示屏应用市场规模 2005 年到 2010 年，从 40 亿元增长到 185 亿元，年均复合增长率超过 30%，是我国 LED 应用产品发展最为迅速的领域之一。根据《国家发改委半导体照明十二五规划研究——显示屏应用市场专题报告》，预计未来 3 年内国内 LED 显示屏市场规模仍将保持 20% 以上的增长速度，2013 年国内 LED 显示屏市场规模将接近 250 亿元左右；预计未来 3 年内国内 LED 全彩显示屏市场规模将平均保持 30% 以上的增长速度，2013 年市场规模将接近 200 亿元左右，占国内 LED 显示屏市场的比重将达到 80% 左右。

3.3.2. LED 照明：能源危机和景观装饰市场带动 LED 照明飞速发展

2000 年前后，能源危机开始引发全球对环保节能课题的重视，全球各主要国家纷纷开始制定和实施能源替代方案。基于照明能源在全球能源消耗中占据很大的比例，LED 照明应用的重要性被突显出来。美国“国家半导体照明研究计划”、日本“21 世纪光计划”、欧盟“彩虹计划”、韩国“GaN 半导体开发计划”、台湾“次世代照明光源开发计划”的陆续推出，带动了各国对半导体照明的研发投入、产业投资力度的不断加大，有力地推动了半导体照明产业的发展。我国也将半导体照明列入“十一五”、“十二五”重大科技领域，启动了“国家半导体照明工程”，半导体照明已经成为国家战略性新兴产业。

近几年，国内 LED 景观装饰照明市场发展迅速，2008 年北京奥运会和 2010 年上

海世博会 LED 照明产品的大规模创新性运用, 具有良好的示范效应。2010 年, 国内各类景观装饰照明应用产品市场规模已达 210 亿元, 占 LED 应用产品市场份额的 23%。未来, LED 景观装饰照明产品将进入更多城市、应用于更多领域, 持续为行业发展提供动力。

LED 普通照明领域被公认为是最具市场前景的 LED 应用领域, 最终将完全替代白炽灯、荧光灯等传统照明光源。但目前来看, 受限于 LED 成本和发光效率, LED 进入普通照明领域正处于起步阶段。预计 2012 年, LED 照明产品将开始逐步进入国内普通照明领域, 其中高档酒店、写字楼照明、医院照明等将成为突破口。

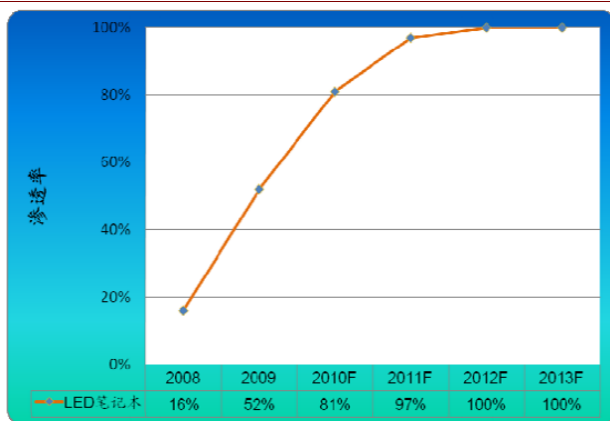
3.3.3. LED 背光: 平板显示推动 LED 背光快速增长

LED 背光依靠其明显的技术优势解决了平板电视显示技术发展中的瓶颈问题, LED 背光将是未来平板显示产品发展的主流趋势。

在中小尺寸领域, LED 背光已占据较大优势, 其中, 手机应用产品已经普及, 笔记本电脑应用产品也已经成为市场的主流。根据麦肯桥研究咨询机构的数据, 2009 年全球笔记本电脑的供货量为 1.67 亿台, 比上年增长 44%, 其中 LED 背光笔记本约为 8,680 万台, 比上年增长 3.6 倍, LED 背光在全球笔记本电脑市场的渗透率已超过 50%; 预计 2010 年 LED 背光笔记本的供货量将达到 1.70 亿台, 渗透率将达到 80%以上。

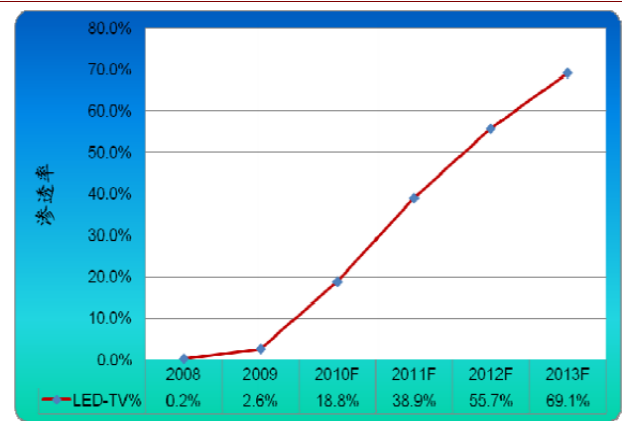
在大尺寸背光领域, 以液晶电视应用为代表的 LED 背光产品虽处于起步阶段, 但 LED 液晶电视在外观、功能、环保等方面的优势逐渐被认知, 越来越受到消费者的青睐。根据麦肯桥研究咨询机构的数据, 2010 年 LED 背光在液晶电视市场的渗透率将达到近 20%; 2009 年 LED 液晶电视的市场销量仅占液晶电视市场销售总量的 2.6%; 麦肯桥预测到 2013 年, 全球 LED 液晶电视销售量将达到 1.55 亿台, 占液晶电视市场总量的 69.1%。

图 10: 全球笔记本电脑 LED 背光渗透率



资料来源: 麦肯桥研究咨询机构

图 11: 全球液晶电视 LED 背光渗透率



资料来源: 麦肯桥研究咨询机构

4. 公司竞争优势：LED 应用领域品牌企业

4.1. 横向对比：品牌强大，技术领先

虽然 LED 应用领域竞争非常激烈，但是利亚德凭借近 20 年的发展，已经成为国内少数几家具备 LED 应用重大工程设计和实施能力的已经实现跨地区和跨国经营的优势企业。公司与其主要竞争对手数据对比如下：

4.1.1. LED 应用领跑者，具有强大的品牌影响力

从 1995 年成立以来，公司在全国各地承建了一批具有广泛影响力的 LED 应用项目，包括 2008 年北京奥运会、国庆 50 周年庆典、国庆 60 周年庆典、2010 年上海世博会、中央电视台春节联欢晚会、全运会、北京首都国际机场 T3 航站楼、北京三大火车站、北辰购物中心等。公司已经成为国内 LED 应用领域的领先企业，在大型、中高端 LED 应用项目竞争中具有优势，建立起自己特有的品牌影响力。

图 12：2008 年北京第 29 届奥林匹克运动会地屏画卷



资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

图 13：2008 年北京第 29 届奥林匹克运动会梦幻五环



资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

4.1.2. 交通显示领域市场占有率第一

公司的系统显示产品在铁路、城市轨道交通等领域的市场占有率遥遥领先于同行业其他公司。在铁路领域，本公司产品在 LED 引导系统和 LED 背光标识系统领域一直占据行业领先地位。本公司参与了多项铁路客运引导系统国家标准的起草工作，并获得了多项产品专利。目前，公司产品在我国铁路客运特等站的市场占有率超过 50%。

另外，公司还在民航机场、高速公路、城市诱导等交通系统领域取得了良好的经营业绩。在民航机场领域，本公司完成了首都国际机场 T3 航站楼、沈阳桃仙国际机场、南昌昌北机场等航班显示系统项目；在高速公路领域，完成了沪杭高速、京福高速山东段 LED 可变情报板以及浙江国省道公路智能卡点拦截显示屏、北京路政出入京巡查显示屏等项目；在天津快速路、山西晋中、山东诸城等地完成了城市 LED 诱导系统显示工程。

4.1.3. LED 电视显示技术全球领先

公司自主研发了真正意义上的 LED 面板发光电视，是 LED 显示领域的全球首创成果。公司拥有自主创新和新技术和知识产权，为全球点间距最小、清晰度最高 LED 电视，代表了 LED 显示行业最前沿的技术水平，被列入“2011 年度国家重点新产品计划立项项目”。公司研制的 1.9mm 间距 LED 电视是全球首款发布的间距小于 2mm 的 LED 电视，已申请相关专利保护。

公司将扩大 LED 电视墙的应用领域，在监控和控制室领域以任意尺寸和无缝拼接技术的 LED 电视墙替代现行的 LCD 监控系统电视墙和 DLP 拼接墙，促进 LED 电视广泛应用于大尺寸、高亮度环境的公共场所。

4.1.4. 研发实力雄厚，技术领先

公司自成立以来一直高度重视技术研发投入，目前已经建立了经北京市工业促进局认定的省级企业技术研发中心，拥有一支近百人的研发团队，长期致力于 LED 应用产品的研发。经过多年不懈的努力，本公司在 LED 显示系统领域取得了一系列重大的技术突破，其中，像素共享技术、非线性校正技术、单点亮度和色度校正技术、高等级防护工艺技术等核心技术代表了国内 LED 应用领域的最高技术水平。截至本招股意向书签署日，本公司已获授权和正在申请的专利共 121 项（其中发明专利 36 项），已经取得软件著作权 20 项，参与了 8 项国家及行业相关标准的制订。

4.2. 纵向对比：供应商和客户依附性小

LED 应用行业处于 LED 供应链的下游，其上游产业为 LED 外延片、芯片制造和 LED 器件封装；其下游行业涉及面非常广泛，包括视听电子产品制造业、通信器材制造业、汽车制造业等。LED 应用行业的波特五力分析如下图所示：

图 14：LED 应用行业波特五力分析



资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所整理

4.2.1. 上游产业：市场国有化率提升，主要供应商依附较小

根据国家半导体照明工程研发及产业联盟、中国光学光电子行业协会的统计数据，2010年，国内芯片产量达到了830亿只，较2009年增长幅度超过50%，产值达到50亿元。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟的统计数据，2010年，国内LED器件产量为1,335亿只，封装产值达到250亿元，比2009年增长超过20%。LED芯片和封装市场的快速发展及相关产品性能的持续提升，对LED应用行业将产生积极的促进作用，在拓宽LED应用领域的同时也会降低LED应用产品的成本。

2009年至2011年，公司前五名供应商的采购金额逐年下降。除2009年向深圳利亚德采购比例超过50%外，向单个供应商的采购比例未超过采购总额的50%。

4.2.2. 下游产业：涉及行业广泛，下游客户集中度低

公司所在LED应用领域的下游行业涉及面较广，包括计算机及电子消费产品制造业（计算机背光源等）、视听电子产品制造业（电子广告牌等）、通信器材制造业（手机背光源等）、汽车制造业（汽车灯、指示灯等）、一般土木工程业（运动场、停车场、游泳池等）以及LED应用消费者（政府机关、企事业单位、个人消费者）等。

2009年至2011年，公司前五名客户的营业收入所占逐年下降，从2009年的24.46%减少到2011年的15.37%，客户收入来源集中度低。

5. 募资项目：完善供应链，增强研发和销售能力

公司将以本次发行上市为契机，通过募集资金投资 LED 应用产业园建设项目、研发中心升级改造项目、营销服务网络建设项目，巩固和加强公司在国内 LED 应用领域的领先地位，不断开发新型 LED 应用产品，大力推进营销网络的建设和布局，提升公司的品牌影响力和核心竞争力。

本次公开发行股票数量 2,500 万股，扣除发行费用后募集资金使用计划如下所示：

表 7：利亚德公开发行 A 股拟投资项目

单位：万元

项目名称	募集资金需求	投资进度计划		
		第一年	第二年	第三年
LED 应用产业园建设项目	28,142.04	8,203.02	7,867.70	12,071.32
研发中心升级改造项目	3,500.00	1,500.00	2,000.00	-
营销服务网络建设项目	2,800.00	1,420.00	1,380.00	-
其他与主营业务相关的资金需求	【】	【】	【】	【】

资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

其中，LED 应用产业园建设项目完成以后，将扩大 LED 全彩显示产品、LED 电视、LED 系统显示产品、LED 创意显示产品、LED 照明产品、LED 背光标识产品等 LED 应用产品的产能规模。另外公司将通过此项目向上游 LED 封装领域进行业务扩展，降低 LED 器件原材料的采购成本。

表 8：项目达产后产能情况

产品名称	单位	产能
LED 全彩显示产品	m ²	54,000
LED 系统显示产品	m ²	22,500
LED 创意显示产品	m ²	10,000
LED 电视	m ²	1,000
LED 照明产品	套光源	50,063
LED 背光标识产品	m ²	60,000
表贴式 LED 封装器件	万颗	7,200
中大功率 LED 封装器件	亿颗	2.16
直插式 LED 封装器件	亿颗	2.16

资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

6. 财务分析

6.1. 偿债能力分析：负债率低，资产流动性良好

报告期内，公司的流动比率、速动比率、产权比率、归属母公司股东权益/负债如下表所示。公司流动比率和速动比率均逐年有所增加，资产流动性良好。归属母公司股东权益/负债每年稳步提升。2010年，归属母公司股东权益/负债有大幅增加，从0.43增长到0.72，这是由于公司通过增资方式引入新的股东，资金实力大大增强。

表 9: 偿债能力表

偿债能力	2009A	2010A	2011A
流动比率	1.35	1.58	1.68
速动比率	0.44	0.80	0.86
产权比率	2.34	1.40	1.01
归属母公司股东权益/负债	0.43	0.72	0.99

资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

6.2. 盈利能力分析：受销售收入占比影响，毛利率波动大

报告期内，公司的ROE、净利率、毛利率、期间费用率、营业费用率、管理费用率、财务费用率如下表所示。从2009年到2011年，公司综合毛利率水平分别为31.24%、35.97%、32.51%。2011年，公司毛利率水平与2010年相比下降了3.46%，主要原因为本公司渠道销售收入增长迅速，由2010年的1,917.88万元增长至2011年的7,598.79万元，占主营业务收入比重由2010年的5.19%上升至2011年的15.16%。然而，渠道销售收入毛利率较低，2011年渠道销售业务毛利率仅为15.11%，而直销业务毛利率高达34.43%。因此，毛利率较低的渠道销售收入占比上升导致公司全年综合毛利率下降了约3个百分点。

表 10: 盈利能力表

盈利能力	2009A	2010A	2011A
ROE	22.68%	21.42%	22.37%
净利率	8.02%	11.26%	11.18%
毛利率	31.24%	35.97%	32.51%
期间费用率	21.76%	23.53%	20.49%
营业费用率	13.53%	11.96%	10.00%
管理费用率	7.61%	10.74%	9.56%
财务费用率	0.62%	0.83%	0.93%

资料来源：利亚德招股说明书，宏源证券研究所

6.3. 现金流量分析：现金流至2010年稳步提升

报告期内，公司的经营活动现金流、净利润、折旧与摊销、财务费用、非经常性/非经营性损益、营运资金的减少如下表所示。从2009年到2011年，本公司经营活动产生

的现金流量净额分别为-1,140.79万元、914.84万元和1,175.47万元。2009年度,本公司现金流量表现为净流出,其主要原因是:首先,本公司在2008年下半年深圳利亚德成立后停止LED应用产品生产,并在2009年基本结清与供应商之间的采购款项,由此导致2009年度应付账款比2008年度下降350.43万元;其次,2009年度本公司业务规模进一步扩大,2009年末的存货余额与上年末相比增加了7,088.96万元,占用了大量的资金;最后,2009年度,本公司部分项目的收款情况较差,影响了销售商品、提供劳务收到的现金。

表 11: 现金流量表

现金流量表(单位: 百万元)	2009A	2010A	2011A
经营活动现金流	(1,140.79)	914.84	1,175.47
净利润	19.78	41.73	56.16
折旧与摊销	1.56	3.37	4.86
财务费用	0.79	1.84	3.56
非经常性/非经营性损益	2.80	2.21	2.52
营运资金的减少	(36.34)	(40.00)	(55.34)

资料来源: 利亚德招股说明书, 宏源证券研究所

表 12: 可比公司财务数据对比

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011
300296.sz	利亚德	23.68	25.42	29.59	25.19	30.54	31.24	35.97	32.51	9.33	8.02	11.26	11.18
002449.sz	国星光电	36.99	29.39	11.84	4.31	34.81	33.43	30.73	22.14	19.35	18.80	17.02	11.28
300162.sz	雷曼光电	31.79	41.27	46.26	6.05	37.57	39.35	36.57	29.26	14.15	21.07	18.91	13.43
300219.sz	鸿利光电	51.89	46.23	47.59	11.45	27.13	33.47	35.61	33.88	9.49	10.56	14.46	12.95
002587.sz	奥拓电子	30.88	34.99	37.49	8.99	47.95	46.37	44.70	45.65	18.27	21.35	21.75	16.27
000541.sz	佛山照明	8.02	8.06	9.72	7.97	20.11	26.67	27.65	26.99	13.12	13.25	13.86	13.02
002005.sz	德豪润达	-9.88	7.85	12.95	10.97	13.79	21.33	20.87	20.10	-2.86	3.71	7.36	12.91
300241.sz	瑞丰光电	26.06	20.06	25.20	8.08	32.56	26.61	30.98	29.63	16.58	11.78	16.82	12.62
300232.sz	洲明科技	58.90	62.47	47.17	9.95	17.21	22.51	24.94	24.80	7.00	9.63	11.18	9.07
002638.sz	勤上光电	17.76	18.02	13.22	8.84	30.71	31.45	32.39	31.99	13.02	15.62	14.65	13.95
300269.sz	联建光电	27.02	28.50	25.18	8.90	29.01	29.61	29.03	26.48	16.18	14.21	11.55	9.03
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011
300296.sz	利亚德	67.92	70.09	58.27	50.32	1.42	1.35	1.58	1.68	0.62	0.44	0.80	0.86
002449.sz	国星光电	40.67	34.46	10.68	10.88	1.67	2.10	8.90	8.52	1.13	1.54	7.77	7.29
300162.sz	雷曼光电	32.32	33.03	53.01	11.12	1.97	2.19	1.18	8.03	1.19	1.53	0.67	6.90
300219.sz	鸿利光电	73.56	63.62	50.25	15.59	0.88	1.45	1.46	6.91	0.60	1.04	1.00	5.88
002587.sz	奥拓电子	48.94	38.68	30.30	9.68	1.96	2.66	3.11	10.25	1.46	2.13	2.52	9.25
000541.sz	佛山照明	6.98	9.65	10.11	12.69	7.96	5.87	5.30	4.37	6.49	5.03	4.06	2.94
002005.sz	德豪润达	67.03	68.28	52.34	60.10	1.01	1.01	1.53	1.24	0.67	0.71	1.24	0.93
300241.sz	瑞丰光电	22.74	26.46	33.68	21.17	3.20	3.36	2.24	4.18	2.50	2.80	1.50	3.49
300232.sz	洲明科技	72.74	55.56	40.44	24.65	1.28	1.59	1.67	3.44	0.84	0.91	0.80	2.55
002638.sz	勤上光电	53.71	49.47	29.94	33.20	1.61	3.11	5.66	2.70	1.28	2.76	4.97	2.21
300269.sz	联建光电	41.11	46.97	51.87	37.06	2.06	1.80	1.65	2.50	1.31	1.24	1.11	2.00
证券代码	证券名称	营业收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业收入(亿元)			
		2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011
300296.sz	利亚德	0.00	42.06	50.14	35.61	0.00	22.12	110.94	34.56	1.74	2.47	3.70	5.02
002449.sz	国星光电	27.68	10.80	39.74	32.21	70.27	7.80	28.28	-17.09	5.67	6.28	8.77	8.19
300162.sz	雷曼光电	5.65	34.36	102.77	30.31	-36.50	100.03	81.94	-18.65	0.76	1.02	2.06	1.87
300219.sz	鸿利光电	0.00	10.52	70.51	28.67	0.00	23.35	128.02	10.73	2.32	2.57	4.38	4.03
002587.sz	奥拓电子	0.00	10.30	45.23	41.25	0.00	28.93	47.90	23.36	1.39	1.53	2.22	1.78

000541.sz	佛山照明	14.88	-0.66	14.57	30.36	-47.11	-5.35	24.32	34.18	17.19	17.07	19.56	17.23
002005.sz	德豪润达	30.33	-23.81	35.04	6.83	-301.57	178.51	202.91	21.07	25.23	19.22	25.95	20.58
300241.sz	瑞丰光电	0.00	78.10	40.15	19.23	0.00	26.53	100.05	-12.34	1.05	1.87	2.62	2.20
300232.sz	洲明科技	0.00	32.10	60.28	16.26	0.00	81.65	86.04	0.53	2.37	3.13	5.01	3.87
002638.sz	勤上光电	0.00	-7.29	30.22	49.77	0.00	11.47	22.14	50.82	4.57	4.24	5.52	5.44
300269.sz	联建光电	0.00	38.29	37.44	48.28	0.00	21.34	13.57	38.08	1.84	2.55	3.50	3.45
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011	2008A	2009A	2010A	1-3Q2011
300296.sz	利亚德	1.05	1.13	1.18	1.61	3.88	5.07	5.00	4.71	0.16	0.20	0.42	0.56
002449.sz	国星光电	3.21	3.66	3.44	2.36	7.67	7.45	6.25	4.09	1.07	1.15	1.47	0.89
300162.sz	雷曼光电	3.78	3.55	3.33	1.68	9.77	7.31	7.84	3.83	0.11	0.21	0.39	0.25
300219.sz	鸿利光电	5.20	4.73	4.96	3.10	5.14	4.63	5.85	4.12	0.22	0.28	0.63	0.51
002587.sz	奥拓电子	1.89	2.34	3.54	2.22	12.47	10.97	7.82	3.71	0.25	0.33	0.48	0.29
000541.sz	佛山照明	4.79	4.78	4.72	2.78	7.97	6.80	6.50	5.17	2.24	2.12	2.64	2.19
002005.sz	德豪润达	4.90	3.49	3.64	2.09	5.59	4.76	5.10	2.81	-0.62	0.49	1.96	2.71
300241.sz	瑞丰光电	5.11	6.24	3.88	2.13	4.26	5.68	6.15	3.49	0.17	0.22	0.44	0.28
300232.sz	洲明科技	5.93	5.29	4.78	2.29	8.85	11.00	13.76	8.06	0.17	0.30	0.56	0.35
002638.sz	勤上光电	2.70	3.15	4.41	2.80	3.43	2.63	2.81	2.31	0.60	0.66	0.81	0.76
300269.sz	联建光电	2.30	2.81	3.06	2.12	5.01	4.46	3.66	2.44	0.30	0.36	0.41	0.32

资料来源：宏源证券研究所

注：利亚德并未披露 2011 年 3 季报，因此为 2011 年全年财务数据

7. 盈利预测：收入保持高速稳定增长

我们认为随着 LED 芯片和封装费用的下降，公司的 LED 产品价格也保持下降，各类产品降价幅度与 2011 年持平或者相近。

我们看好公司在 LED 全彩显示和 LED 系统显示的发展，预计将继续保持稳定增长，另外，我们认为公司在 LED 电视墙这个新兴业务上会有较快的发展，2012 至 2014 年公司营业收入增速预估为 36.6%、35.9%、41.6%。

我们估计公司的综合毛利率会随着公司业务和规模的扩大而略微下降，其下降趋势会比较缓和，2012 至 2014 年公司综合毛利率预估为 31.4%、30.3%、29.7%。

我们假设公司在营业收入规模增大的情况下，期间费用率逐渐缓慢上升，预估 2012 至 2014 年期间费用占营收比为 20.03%、20.30%、20.48%。

我们假设公司受益于国家对 LED 产业的支持，所得税占利润比 2012 至 2014 年为 14.00%、14.00%和 14.00%；我们不考虑营业税取消等优惠政策，公司营业税及附加占营收比 2011 至 2013 年为 0.50%、0.50%和 0.50%。

综上所述，我们预测公司 2012/2013/2014 年营业收入分别为 6.8/9.3/13.2 亿元，净利润分别为 7090/8280/10650 万元。

8. 风险提示

我们认为，目前公司的主要风险来源于以下四个方面：

- **LED 应用市场进入壁垒低，存在竞争加剧的风险。**当前，国内主营 LED 应用产品的企业已经超过 5000 家，由于 LED 应用行业市场进入障碍低，企业数目很可能随着国家政策推进飞速增长，加剧 LED 应用领域的竞争。虽然公司目前处于市场的领先地位，但是若不能持续在技术、管理、品牌以及新产品开发等方面保持优势，未来的市场激烈竞争可能会影响公司的规模扩大和盈利水平。
- **存货规模加大，存在跌价和滞销的风险。**公司存货主要由原材料、产成品和工程成本构成。受公司的业务模式影响，本公司的存货规模相对较高，2009 年末、2010 年末和 2011 年末，公司存货账面价值分别为 18,606.47 万元、21,434.19 万元和 20,743.99 万元。未来，随着公司业务规模的扩大，存货规模也可能将进一步增加。若公司不能加强生产计划管理和库存管理，已完工的 LED 应用产品项目无法得到客户的验收，可能出现存货跌价或积压的情况，给公司财务状况和盈利水平带来负面影响。
- **公司存在知识产权侵权的风险。**公司制定了严格的知识产权保护管理制度，通过申请专利、商业秘密保护等手段保护公司知识产权。公司已获授权专利 74 项（其中发明专利 5 项）、正在申请的专利 47 项（其中发明专利 31 项），已经取得软件著作权 20 项，共参与了 8 项国家及行业相关标准的制订。如果研发成果和核心技术受到侵害，可能给公司造成一定的损失。
- **公司采用了验收付款的模式，存在应收帐目出现坏账损失的风险。**公司采取了客户验收以后支付全款的业务模式，收款周期比较长：一般 3 至 6 个月，长则 1 年。公司 2009 年末、2010 年末和 2011 年末，应收账款净额分别为 5,247.72 万元、9,560.45 万元和 11,789.28 万元，占总资产的比重分别为 18.00%、20.48% 和 23.33%，占营业收入的比重分别为 21.27%、25.80% 和 23.47%。应收账款规模较大不利于经营效率的提高，也可能由此发生坏账而使公司遭受损失。若宏观经济环境、客户经营状况等发生不利变化，本公司的应收账款存在发生坏账损失的风险，对公司的经营业绩产生不利影响。

单位:百万元

利润表					现金流量表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	502	686	933	1321	经营活动现金流				
YoY	36%	37%	36%	42%	净利润	56	71	83	107
营业成本	339	471	651	928	折旧与摊销	5	11	24	39
营业税金及附加	3	3	5	7	财务费用	4	4	7	13
销售费用	50	69	93	132	非经常性/非经营性损益	3	-8	-8	-8
管理费用	48	65	89	126	营运资金的减少	-55	-77	-86	-136
EBITDA	67	89	120	168	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	33%	33%	35%	40%	经营活动现金流净额	12	0	21	15
EBIT	62	78	96	129	投资活动现金流				
财务费用	5	4	7	13	固定资产购建	-47	-100	-100	-100
非经营性/经常性损益	7	8	8	8	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总额	65	83	96	124	非经常性或非经营性损益	0	8	8	8
所得税费用	9	12	13	17	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	56	71	83	107	投资活动现金流量净额	-47	-102	-102	-102
YoY	35%	26%	17%	29%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	29	65	50	79
归属母公司所有者净利润	56	71	83	107	长期借款增加	0	40	56	64
YoY	35%	26%	17%	29%	股本及资本公积增加	0	325	0	0
					财务费用及红利等	-9	-4	-7	-13
					筹资活动现金流量净额	20	426	98	130
					现金及现金等价物净增加额	-16	324	17	43
					现金及现金等价物期末余额	83	408	425	468
资产负债表					主要财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
资产					盈利能力				
货币资金	87	408	425	468	ROE	22.4%	11.0%	11.4%	12.7%
应收款项	125	172	233	330	净利率	11.2%	10.3%	8.9%	8.1%
预付款项	8	11	15	21	毛利率	32.5%	31.4%	30.3%	29.7%
存货	207	276	376	534	营业费用率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
流动资产合计	427	866	1049	1353	财务费用率	0.9%	0.5%	0.8%	1.0%
固定资产	21	73	133	188	资本结构				
在建工程	20	60	80	90	资产负债率	50.3%	38.3%	44.6%	50.6%
无形资产	33	40	46	51	权益乘数	2.01	1.61	1.80	2.02
非核心资产	5	5	5	5	流动资产/总资产	84.5%	83.0%	79.9%	80.2%
非流动资产合计	78	178	264	335	流动负债/总负债	100.0%	90.0%	83.6%	81.3%
资产总计	505	1044	1312	1688	偿债能力				
负债					流动比率	1.68	2.40	2.14	1.95
短期借款	73	138	188	267	速动比率	0.86	1.64	1.37	1.18
应付款项	112	152	207	293	产权比率	1.01	0.62	0.80	1.02
预收款项	68	69	93	132	归属母公司股东权益/负债	0.99	1.62	1.25	0.98
其他应付款	2	2	2	2	营运能力				
其他流动负债	0	0	0	0	存货周转率	1.61	1.95	2.00	2.04
流动负债合计	254	360	490	694	应收账款周转率	4.37	4.63	4.61	4.69
长期借款	0	40	96	160	流动资产周转率	1.17	1.06	0.97	1.10
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	26.29	14.61	9.06	8.23
其他非流动负债	0	0	0	0	总资产周转率	1.03	0.89	0.79	0.88
非流动负债合计	0	40	96	160	每股和估值指标				
负债合计	254	400	586	855	EPS(元)	0.75	0.71	0.83	1.07
股本	75	100	100	100	BPS(元)	3.35	6.47	7.30	8.37
资本公积金	107	407	407	407	P/E(x)	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	69	140	223	330	P/B(x)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	251	647	730	837					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	251	647	730	837					
负债和股东权益合计	505	1047	1316	1691					

分析师简介:
李坤阳

宏源证券研究所电子行业研究员，清华大学工学硕士，4年证券分析从业经验，2010年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。