

固定收益研究/新券投资价值分析

2019年11月12日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：川投转债：再迎优质核心品种》2019.11
- 2《固定收益研究：通光转债：工业配套，特种线缆》2019.10
- 3《固定收益研究：金力转债：智电核心，磁王破土》2019.10

利德转债：高评级品种，VR 题材

—可转债新券投资价值分析

核心观点

利亚德（300296.SZ）是国内领先的 LED 显示设备制造商。转债方面，本次发行规模适中（8 亿）、资质较好（评级 AA+）；条款设置中规中矩，但债底保护性强、平价高，申购安全垫较好。定价方面，正股利亚德当前股价 6.96 元，对应转债平价 98.86 元，参考太阳、张行等相似个券并结合正股基本面判断，我们给予其 15% 的平价溢价率，对应价格在 113 元附近。综上，建议一级市场积极参与。

正股基本面：国内领先的 LED 制造商，盈利虽有下滑但产品赛道依然广阔
利亚德是一家专业从事 LED 应用产品研发、设计、生产销售和服务的企业。其主营业务包括 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门类。从 18 年报数据来看，智能显示板块占收入比重最大，为 66.45%，LED 产品销售次之，占 19.89%。19Q3 公司 ROE 有所下滑，产品价格下降较快导致毛利被挤压可能是主要原因。行业方面，传统 LED 制造市场空间趋于饱和，但新赛道仍在不断扩展，电影屏等业务前景较好。此外，除智能显示板块，公司当下还聚焦夜游经济、文化新业态与 VR 体验。整体看，公司有一定成长性。

正股估值合理，股价弹性尚可、关注度不低，VR 等概念是其上涨触发剂
当前正股股价 6.96 元，PE TTM 为 15.8x，PB (LF) 为 2.1x，均处于自身历史中低分位。参考招股说明书等材料，其可比公司主要是洲明科技（16.6x）、奥拓电子（21.5x）、雷曼光电和联建光电。综合来看，利亚德市盈率略低于同业但仍在合理范围内。股性方面，利亚德近 1 月换手率 21.9%、当前 100 周年化波动率为 43.95，股价弹性尚可。关注度方面，机构持股比例 18.26%（19Q3），其中基金持仓 1.61%、陆股通持仓 5.04%，市场认可度不低。上涨触发剂方面，虚拟现实、OLED 均是公司重要题材。

公司安全性较好，关注质押与商誉问题

公司股权较为集中，大股东亦实控人李军持股 30.22%（截止 19Q3），前十大股东持股共计 46.79%。公司股票当前总质押比例为 20.86%，质押风险不可忽视；近期无大规模解禁计划，预计股价压力不大。信用方面，我们建议关注：1、传统 LED 制造行业竞争日益激烈，毛利空间不断压缩，公司盈利面临继续下滑的风险；2、公司近年收购项目较多，累计商誉已占总资产的 17%（19Q3），减值风险不容忽视。综合来看，公司安全性较好。

条款分析：评级高、债底保护性好、平价高，申购安全垫较好

利德转债的票面利率分别为 0.5%、0.8%、1%、1.5%、1.8%、2%，到期赎回价为 110 元（含最后一期年度利息），期限为 6 年，面值对应的 YTM 为 2.50%；债项/主体评级为 AA+/AA+（联合），以上清所 6 年期 AA+ 中短期票据到期收益率 4.40%（2019/11/11）作为贴现率估算，债底价值为 89.76 元，债底保护性较好。下修条款为 [15/30, 85%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]。当前股价 6.96 元，对应平价 98.86 元。综合看，该券申购安全垫较好。

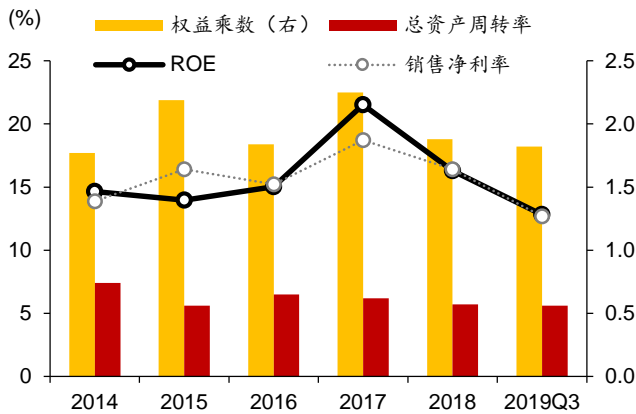
上市定位与申购价值分析

利德正股当前股价为 6.96 元，对应平价为 98.86 元，可参考相近规模、相同评级的太阳（平价 100 元，平价溢价率 18.48%）、张行（97.96，14.32%）等个券。我们的判断是：1、该券质地优良、规模适中，且在弹性、题材上也有一定优势，预计将是不错的 α 品种；2、正股属于 TMT 板块，在当下的估值收敛与未来的行业轮动行情中较为有利，且公司含有 VR 题材，预计其筹码需求可能较为旺盛。综上，我们预计其上市首日平价溢价率在 15% 附近，对应价格 113 元左右，建议一级市场积极参与。

风险提示：价格战使盈利能力继续下滑；商誉减值风险；行业政策风险。

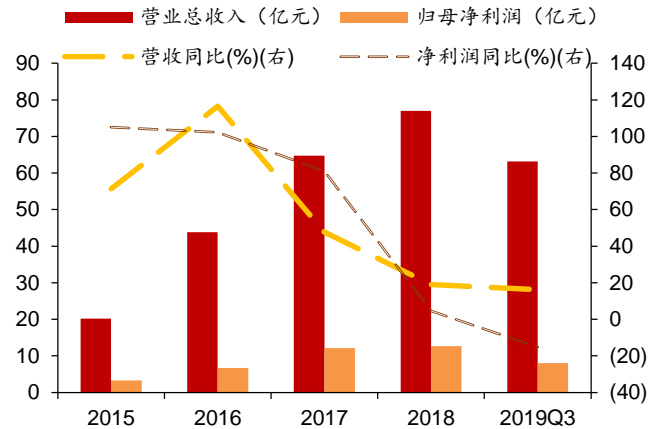
正股重要信息

图表1: 利亚德- 受销售净利率拖累 ROE 有所下滑



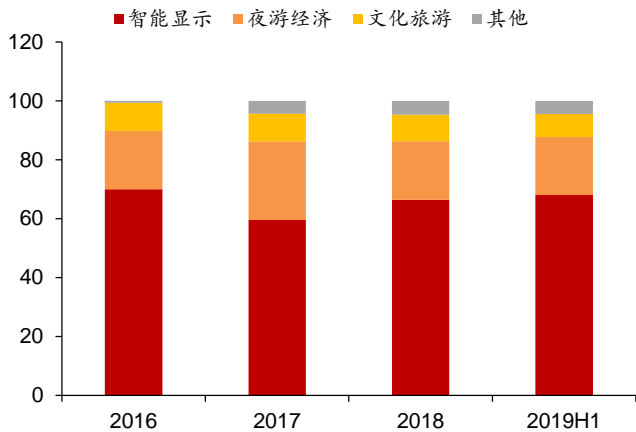
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 利亚德 19Q1-Q3 营收同比上升、净利润同比下滑



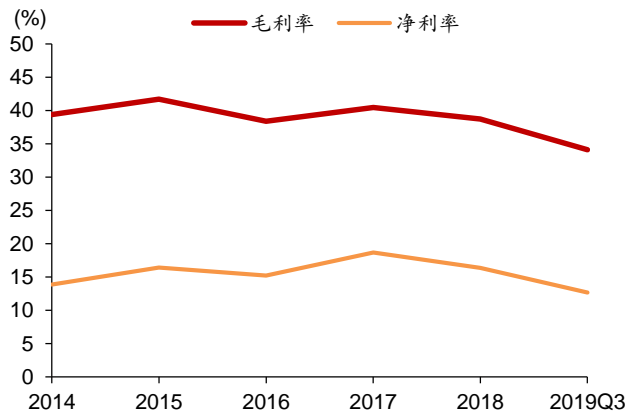
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 利亚德收入结构以智能显示、夜游经济、文化旅游为主



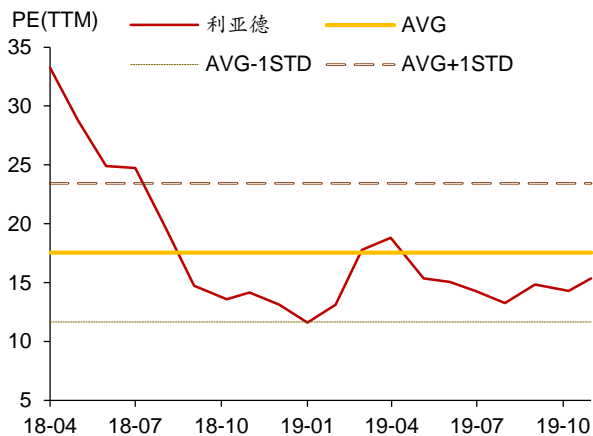
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 利亚德 19Q1-Q3 净利率有所下滑



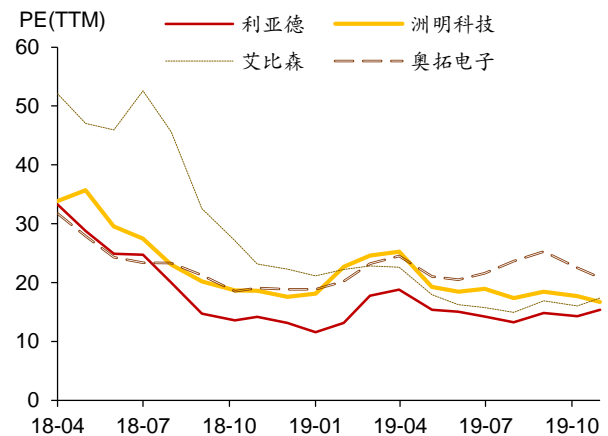
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 利亚德当前 PE (TTM) 估值在中枢偏下



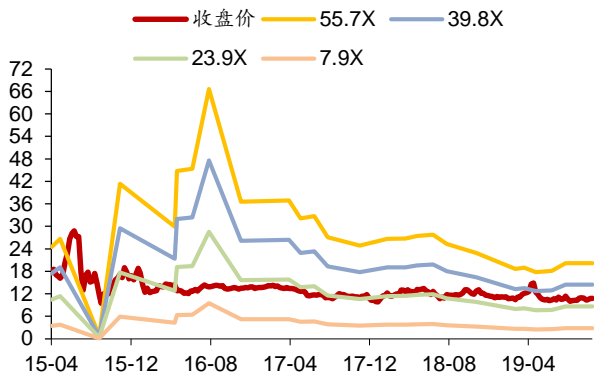
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 利亚德与同类公司相比估值略低



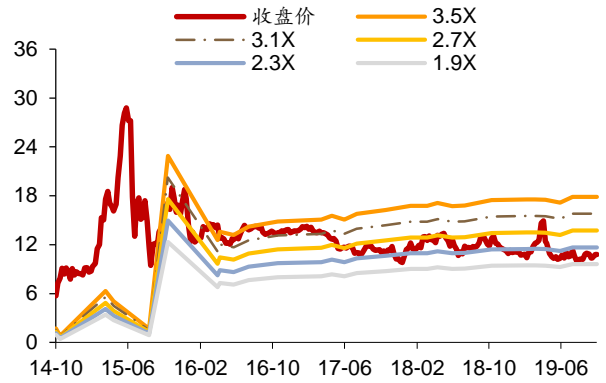
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 历史 PE-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 历史 PB-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 智能显示板块——利亚德交互式会议一体机



资料来源: 利亚德官网, 华泰证券研究所

图表10: 智能显示板块——TWS系列LED小间距产品/LED微间距产品



资料来源: 利亚德官网, 华泰证券研究所

图表11: VR 产品线——Insight VCS



资料来源: 利亚德官网, 华泰证券研究所

图表12: VR 产品线——超高性价比运动捕捉方案 Flex 3



资料来源: 利亚德官网, 华泰证券研究所

转债信息

图表13: 利德转债发行信息

申购代码	123035.SZ (利德转债)	向原 A 股股东配售比例	0.3174
发行公司/换股标的	利亚德 (300296.SZ)	向老股东配售股权登记日期	2019年11月13日
发行规模	8.00 亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2019年11月14日
发行日期	2019年11月14日	网下发行日期	无
发行方式	优先配售、网上发售+余额包销	最后缴款日	2019年11月18日
主承销商	中信建投证券股份有限公司	申购限度	网上 1000 元-100 万
最大包销	金额 2.40 亿元, 比例 30%	预设比例	仅设网上
是否提供担保	无	单个投资者在网上/网下申购账户数	1 个
大股东承诺配售	无		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 利德转债基本条款

转债名称	利德转债	正股名称	利亚德
债券代码	123035.SZ	正股代码	300296.SZ
发行规模	8.00 亿元	正股行业	电子-LED
债项评级	AA+	主体评级	AA+
存续期	6 年	稀释率	4.52% (总股本) /6.18% (流通盘)
票面利率	0.5%, 0.8%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%	到期赎回价	110 元 (含最后一年利息)
转股价格	7.04 元	平价	98.86 元 (2019 年 11 月 11 日)
转股期	6 个月	转股起始日	2020 年 5 月 20 日
存续时间	2019 年 11 月 14 日-2025 年 11 月 13 日		
下修条款	存续期内, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 期满后五个交易日内, 按债券面值的 110% (含最后一期利息) 赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130% (含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 任何连续 30 日, 股票收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售条款: 当投资项目的实施情况出现重大变化, 且证监会认定为改变募集资金用途。		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 申购中签率测算表

网上户数 (万户)	60	65	70	75	80	85	90	95	100
原股东配售比例 (%)	中签率								
30	0.10%	0.10%	0.09%	0.08%	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%	0.06%
35	0.10%	0.09%	0.08%	0.08%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%
40	0.09%	0.08%	0.08%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.05%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 注: 网上单一账户平均申购额按顶格 90% 计

图表16: 转债模拟理论价值的敏感性分析-正股股价 (横轴)、波动率 (纵轴)

正股股价	5.22	5.61	5.99	6.38	6.77	7.15	7.54	7.93	8.31	8.70
隐含波动率										
7.5%	85.16	86.15	88.02	91.19	96.12	101.61	107.10	112.59	118.09	123.58
10.8%	86.62	88.16	90.33	93.27	97.02	101.66	107.10	112.59	118.09	123.58
14.2%	88.46	90.40	92.79	95.68	99.15	103.08	107.58	112.59	118.09	123.58
17.5%	90.51	92.68	95.28	98.20	101.58	105.27	109.36	113.79	118.53	123.64
20.8%	92.67	95.00	97.77	100.76	104.10	107.74	111.56	115.76	120.19	124.79
24.2%	94.86	97.34	100.25	103.34	106.59	110.28	114.08	118.00	122.30	126.70
27.5%	97.06	99.69	102.70	105.89	109.21	112.81	116.64	120.55	124.59	128.91
30.8%	99.26	102.03	105.09	108.43	111.81	115.32	119.18	123.14	127.15	131.29
34.2%	101.45	104.35	107.44	110.89	114.39	117.96	121.65	125.67	129.76	133.86
37.5%	103.60	106.64	109.78	113.28	116.90	120.55	124.28	128.13	132.26	136.45

资料来源: 华泰证券研究所

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，需在允许的范围内使用，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