

利德转债，智能显示龙头

证券研究报告

2019年11月13日

申购建议：积极参与

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

申购分析：

1. 利德转债发行规模 8 亿元，债项与主体评级为 AA+/AA+级；债券转股价格 7.04 元，转股价值 99.43 元（截至 2019 年 11 月 12 日）；票息为年化利率 1.27%，到期补偿利率 10%，属于新发行转债中等水平，按 6 年期 AA+ 中债企业债到期收益率 4.40% 的贴现率计算，债底为 89.76 元，纯债价值位于中等水平。
2. 公司前三大股东李军、香港中央结算有限公司（陆股通）、周利鹤分别持有占总股本 30.22%、3.68%、2.68% 的股份。控股股东未承诺有限配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售的规模预计在 35% 左右。剩余网上申购新债规模为 5.2 亿，申购上限为 100 万，假设网上申购账户数量为 40 万-60 万，预计中签率在 0.087%-0.13% 左右。
3. 从估值角度来看公司 PE(TTM) 为 16 倍，PB 为 2.1 倍，市值 178 亿元，估值处于同行业的低水平。公司今年以来正股涨幅约为 -8%，年化波动率在 44% 左右，股票弹性一般。公司目前十大股东合计质押 47,770.47 万股股份，占其持有股份数的 52.12%，占总股本的 18.79%，质押比例中性。风险点：1. 受到政府“去杠杆”政策影响，存在应收款风险；2. 商誉累计 26.9 亿元，存在商誉减值风险；3. 出口美国 LED 显示产品受关税影响较大。
4. 利德转债规模较小，债底保护尚可，平价等于面值，市场或给予 12%~15% 的溢价，预计上市价格在 111 元-115 元之间，建议积极参与新债申购。

风险提示：违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

近期报告

- 1 《固定收益：债市回调：谁买了利率，抛了信用？-2019 年 10 月中债登和上清所托管数据点评》 2019-11-12
- 2 《固定收益：浮动净值型货基表现仍有待观察-货币基金 2019 年三季度报点评》 2019-11-11
- 3 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2019-11-11）》 2019-11-11

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号



内容目录

1. 利德转债要素表	3
2. 利德转债价值分析	3
3. 利亚德基本面分析	4

图表目录

图 1：利亚德营收及增速情况	4
图 2：利亚德归母净利润及增速情况	4
图 3：利亚德主要业务营收情况（亿元）	4
图 4：利亚德毛利率情况（%）	4
表 1：利德转债发行要素表	3

利德转债要素表

表 1: 利德转债发行要素表

代码	123035.SZ	证券简称	利德转债
公司代码	300296.SZ		
公司名称	利亚德		
外部评级: 债项/主体	AA+/AA+		
发行额	8 亿元		
期限 (年)	6		
利率	0.5%, 0.8%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%		
预计发行/起息日期	2019 年 11 月 14 日		
转股起始日期	2020 年 5 月 20 日		
转股价	7.04 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 110 元		
原始股东股权登记日	2019 年 11 月 13 日		
网上申购及配售日期	2019 年 11 月 14 日		
申购代码/配售代码	"370296" / "380296"		
主承销商	中信建投证券		

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

利德转债价值分析

转债基本情况分析

利德转债发行规模 8 亿元, 债项与主体评级为 AA+/AA+级; 债券转股价格 7.04 元, 转股价值 99.43 元 (截至 2019 年 11 月 12 日); 票息为年化利率 1.27%, 到期补偿利率 10%, 属于新发行转债中等水平, 按 6 年期 AA+中债企业债到期收益率 4.40%的贴现率计算, 债底为 89.76 元, 纯债价值位于中等水平。其他博弈条款均为市场化条款, 若全部转股对其总股本的摊薄压力为 4.47%, 对流通股本的摊薄压力为 6.11%, 对现有流通股本摊薄压力较小。

中签率分析

公司前三大股东李军、香港中央结算有限公司(陆股通)、周利鹤分别持有占总股本 30.22%、3.68%、2.68%的股份。控股股东未承诺有限配售, 根据现阶段市场打新收益与环境来预测, 首日配售的规模预计在 35%左右。剩余网上申购新债规模为 5.2 亿, 申购上限为 100 万, 假设网上申购账户数量为 40 万-60 万, 预计中签率在 0.087%-0.13%左右。

申购价值分析

从估值角度来看公司 PE(TTM)为 16 倍, PB 为 2.1 倍, 市值 178 亿元, 估值处于同行业的低水平。公司今年以来正股涨幅约为 -8%, 年化波动率在 44%左右, 股票弹性一般。公司目前十大股东合计质押 47,770.47 万股股份, 占其持有股份数的 52.12%, 占总股本的 18.79%, 质押比例中性。风险点: 1. 受到政府“去杠杆”政策影响, 存在应收款风险; 2. 商誉累计 26.9 亿元, 存在商誉减值风险; 3. 出口美国 LED 显示产品受关税影响较大。

利德转债规模较小, 债底保护尚可, 平价等于面值, 市场或给予 12%~15%的溢价, 预计上市价格在 111 元-115 元之间, 建议积极参与新债申购。

利亚德基本面分析

基本情况

利亚德是全球视听科技产品及其应用平台的领军企业,专业从事LED应用产品研发、设计、生产、销售和服务的高新技术企业。主营业务包括智能显示、VR体验、夜游经济、文旅新业态。智能显示业务,主要以多种显示产品为核心形成适用于各种行业的智能显示解决方案,显示产品包括LED小间距电视、LED显示屏、LCD大屏拼墙、会议一体机等。VR体验业务,公司拥有全球领先的光学动作捕捉技术和交互技术,致力于成为VR/AR开放性的交互平台和解决方案的供应商。文化旅游行业具备巨大的市场空间,未来夜间经济的不断开发,将使公司文旅新业态和夜游经济板块有效的结合。本次可转债募集资金投向:1. LED应用产业南方总部项目,拟投入38,000万元;2. LED应用产业园建设项目,拟投入11,600万元;3. 利亚德(西安)智能研发中心项目,拟投入6,600万元;4. 补充流动资金,拟投入23,800万元。

2018年、2019年前三季度公司分别实现营收77.01亿元、63.14亿元,同比增长19.01%、16.21%;分别实现归母净利润12.65亿元、8.01亿元,同比增长4.53%、-15.22%。2019年是公司深耕智能显示、压缩夜游经济,调整主营业务比重的第一年。在目前经济环境影响下,业绩增长暂时出现压力。2019年上半年,智能显示由于LCD拼墙略有下滑,营收增长率29.25%;夜游经济受到政策影响较2018年更甚,优质项目数量有限,营收下滑23.67%,毛利率下降2.11pct;文旅新业态项目结算原因,增速不高且毛利率下降较多;VR体验营收同比增长31.04%。

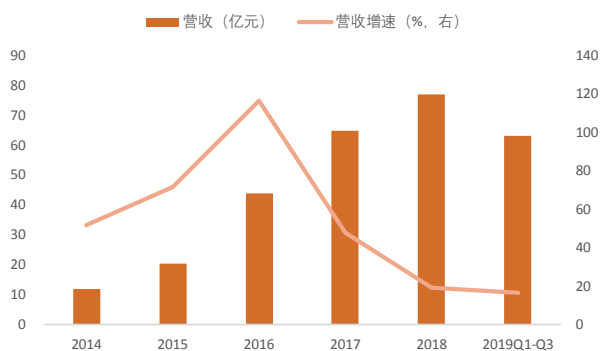
小间距增速较高。2018年全球小间距销售额增长率33%,利亚德市场占有率保持第一,2019年上半年小间距实现营收15.37亿元,同比增长36.15%;境外小间距实现营收4.23亿元,同比增长75%,快于境内小间距增长水平,且毛利率达到42%。同时2019年上半年,小间距产能进一步扩大至每个月7300KK。斯洛伐克工厂已开始投入生产,目前可满足出口美国60%的销量,将随着市场需求进一步扩产。

透明屏推广符合预期。2019年1月公司投资成立利亚德智显,主要研发、生产、销售LED透明屏,第二季度正式投放市场,截止中期末透明屏已签订订单近8,000万元,未来将有较大市场空间。

VR市场拓展方面,利亚德已在线下沉浸式娱乐方向的重要布局包括1.利亚德爱奇艺全感项目实验室落地;2.正在北京上海及部分二线网红城市,筹备融合全息、VR及部分多媒体交互技术的沉浸式娱乐业态;3.国内首部沉浸式VR戏剧《浮生一刻》亮相。影视动漫数字化制作方面,结合5G、AI、云计算等新技术,利用公司自有的LED智能显示系统,提供中国影视动漫数字化制作的全流程耦合综合解决方案。

文化旅游行业具备巨大的市场空间。公司的LED显示及VR产品在产业整合中有许多用武之地,将高科技产品和电子产品运用到文化旅游产业是公司未来潜力巨大的发展方向。

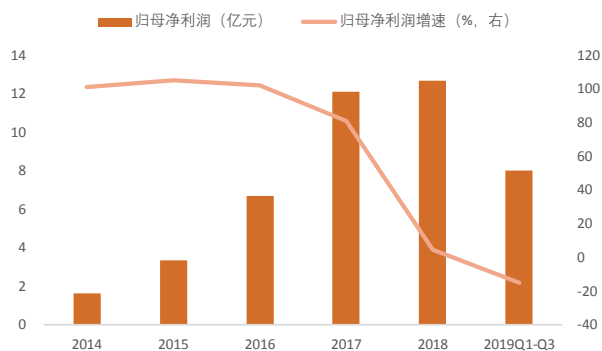
图 1: 利亚德营收及增速情况



资料来源: WIND, 天风证券研究所

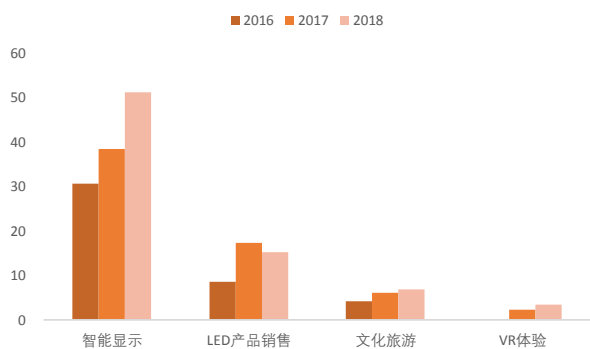
图 3: 利亚德主要业务营收情况 (亿元)

图 2: 利亚德归母净利润及增速情况

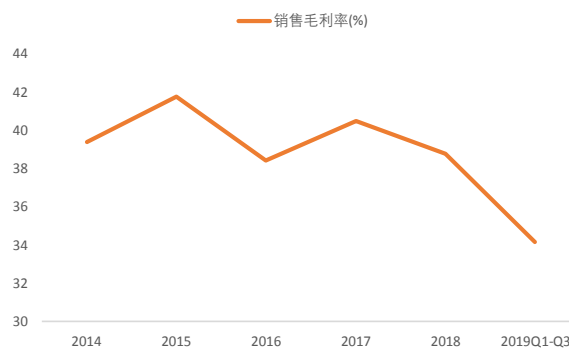


资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 利亚德毛利率情况 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com