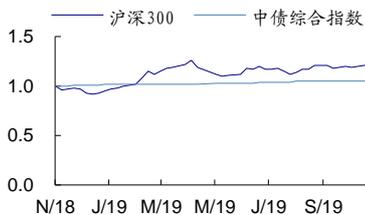


**证券研究报告—深度报告**
**固定收益**
**利德转债申购价值分析**

2019年11月13日

**一年沪深300与中债指数走势比较**

**市场数据**

中债综合指数	119
中债长/中短期指数	120/121
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	26.78/75.76/3.40

**相关研究报告:**

《固定收益专题报告: 通胀跟踪预测方法回顾与2020年CPI预测》——2019-11-07  
 《专题报告: 2019年三季度监管窥信用风险》——2019-11-05  
 《专题报告: 哪些违约债券已经全额兑付?》——2019-11-12  
 《固定收益专题报告: 国债期货的8种成交性质隐含了什么》——2019-11-01  
 《固定收益专题报告: 中采PMI和财新PMI分化的原因和启示》——2019-11-08

**证券分析师: 董德志**

电话: 021-60933158  
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

**证券分析师: 柯聪伟**

电话: 021-60933152  
 E-MAIL: kecw@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080004

**证券分析师: 金佳琦**

电话: 021-60933159  
 E-MAIL: jinjiqi@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

**专题报告**
**小间距高成长, VR具想象空间**

● **条款评价:** (1) 债底 89.77 元, 面值对应 YTM 2.50%; (2) 初始平价 98.86 元, 初始转股溢价率 1.15%; (3) A 股股本摊薄幅度 4.47%; (4) 下修、赎回条款常规设置。

● **上市初期价格分析:** 预计上市价格在 [110, 113] 区间, 建议积极申购

利亚德主要从事 LED 应用产品的研发与生产, 以 LED 产品为基础, 主营业务包括智能显示、夜游经济、文旅新业态及 VR 体验四个板块, 其中智能显示和夜游经济是公司营业收入的主要来源。受益于公司销售渠道拓展和产品技术优势, 近两年公司 LED 小间距电视业务大幅增长, 公司 2019 年上半年智能显示业务收入同比增长 29.25%, 其中小间距收入同比增长 36.15%, 综合毛利率 36.27%, 较去年提升 2 个百分点。公司 LED 小间距业务的高速增长是未来一大亮点。此外, 公司作为 AR/VR 产业领导者, 正在进行国内 VR 市场的开拓与布局, 有望在 5G 时代受益技术变革带来的产业爆发红利。

利德转债规模 8 亿, 债底接近 90 元, 安全垫较足, 正股利亚德目前 PE(TTM) 约为 15.88, 处于历史较低位置, 过去 100 周波动率为 43.95%, 弹性较强, 目前总市值 178 亿, 流通市值约 130 亿, 近期无大额解禁压力。基于公司小间距业务的快速增长以及 VR 板块的想象空间, 预计上市定位可参考洲明转债, 上市初期转股溢价率 11-14%, 上市初期价格 110-113 元, 破发风险小, 建议积极申购。

● **申购价值分析:** 预计中签率 0.053%-0.060%

原股东配售方面, 第一大股东持有发行人 30.22% 的股份, 考虑到本期转债预计上市定位较高, 预计原股东配售意愿将较高, 假设原股东配售比例约 40%, 则配售金额约 3.2 亿, 剩余可供申购规模约 4.8 亿元。

本次发行仅设有网上环节, 网上每个账户申购上限为 100 万, 下限为 1000 元。申购资金量方面, 从最近的新发情况来看, 预计网上申购资金量大约在 8000-9000 亿, 中签率大约为 0.053%-0.060%。

● **正股分析**

**1、基于 LED 显示照明应用的高新企业。** 利亚德主要从事 LED 应用产品的研发与生产, 以 LED 产品为基础, 公司主营业务已拓展到 LED 显示、景观照明、文旅新业态及 VR 体验等多个视听科技与文化融合发展的领域, 成为全球视听科技产品及其应用平台的领军企业。根据三季报, 2019 年前三季度公司实现营业收入 63.14 亿, 同比增长 16.2%, 归母净利润 8 亿, 同比下降 15.2%, 扣非归母净利润 7.6 亿, 同比下降 14.4%。

**2、LED 小间距业务的高速增长是未来一大亮点:** 受益于公司销售渠道拓展和产品技术优势, LED 小间距电视业务大幅增长, 公司 2019 年上半年智能显示业务产销两旺, 收入大幅增长 29.25%, 其中小间距收入增长 36.15%, 综合毛利率 36.27%, 较去年提升 2 个百分点。

**3、夜游经济业务拖累业绩:** 近两年以来, 公司夜游经济业务下滑较大, 拖累整体业绩, 主要原因在于宏观经济增速放缓, 各地政府执行“去杠杆”及降低政府负债, 导致夜游经济板块需求下降。

## 利德转债发行安排

**表 1: 利德转债发行认购时间表**

T-2 (周二)	11月12日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 (周三)	11月13日	网上路演; 原 A 股股东优先配售股权登记日
T (周四)	11月14日	刊登《发行方案提示性公告》; 原 A 股股东优先配售日; <b>网上申购日</b>
T+1 (周五)	11月15日	刊登《网上中签率公告》; 进行网上申购的摇号抽签
T+2 (周一)	11月18日	刊登《网上中签结果公告》; 网上中签缴款日;
T+3 (周二)	11月19日	保荐机构 (主承销商) 根据资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4 (周三)	11月20日	刊登《发行结果公告》; 募集资金划至发行人账户

资料来源: 发行公告, 国信证券经济研究所整理

**表 2: 利德转债条款梳理**

转债名称	利德转债 (债券代码为 123035)
发行规模	8 亿
存续期	6 年
票面利率	第一年 0.5%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%
初始转股价格	7.04 元/股 (送股、转增股本、增发、配股、派息时均做相应调整)
转股期间	2020.5.20-2025.11.13
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%
赎回条款	(1) 到期赎回: 票面面值的 110% (含最后一期利息) (2) 有条件赎回: 转股期, 15/30, 130% (含), 面值加当期应计利息; 未转股余额不足 3,000 万元, 面值加当期应计利息
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 30/30, 70%, 面值加当期应计利息 (2) 附加回售: 存续期, 募集资金用途发生改变时, 面值加当期应计利息。
信用评级	主体 AA+, 债项 AA+ (联合信用评级有限公司)

资料来源: 发行公告, 国信证券经济研究所整理

## 利德转债主要条款及评价

**债底 89.77 元, 面值对应 YTM 2.50%:** 利德转债发行期限 6 年, 票面利率每年分别为 0.5%、0.8%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%, 到期赎回价格为票面面值的 110% (含最后一期利息)。按照中债 2019 年 11 月 11 日 6 年期 AA+ 企业债估值 4.4% 计算的纯债价值为 89.77 元, 面值对应的 YTM 为 2.5%。若上市价格超过 115.6 元, 对应负的到期收益率水平。

**初始平价 98.86 元, 初始转股溢价率 1.15%:** 利德转债初始转股价格为 7.04, 正股利亚德在 2019 年 11 月 11 日收盘价为 6.96, 对应初始转股价值 98.86 元, 面值对应初始转股溢价率 1.15%。

**A 股股本摊薄幅度 4.47%:** 发行规模 8 亿元, 假定以 7.04 元的初始转股价全部转股, 新增股本数量为 1.14 亿股, 对公司 A 股总股本的摊薄幅度约为 4.47%, 摊薄压力较小。

**下修、赎回条款常规设置。** 利德转债向下修正条款触发线为转股价的 85%, 赎回条款触发线为 130%, 条件回售条款触发线为 70%, 均为常规设置。

## 利德转债上市初期价格分析：预计上市价格在 [110,113] 区间，建议积极申购

利亚德主要从事 LED 应用产品的研发与生产，以 LED 产品为基础，主营业务包括智能显示、夜游经济、文旅新业态及 VR 体验四个板块，其中智能显示和夜游经济是公司营业收入的主要来源。受益于公司销售渠道拓展和产品技术优势，近两年公司 LED 小间距电视业务大幅增长，公司 2019 年上半年智能显示业务收入同比增长 29.25%，其中小间距收入同比增长 36.15%，综合毛利率 36.27%，较去年提升 2 个百分点。公司 LED 小间距业务的高速增长是未来一大亮点。此外，公司作为 AR/VR 产业领导者，正在进行国内 VR 市场的开拓与布局，有望在 5G 时代受益技术变革带来的产业爆发红利。

利德转债规模 8 亿，债底接近 90 元，安全垫较足，正股利亚德目前 PE (TTM) 约为 15.88，处于历史较低位置，过去 100 周波动率为 43.95%，弹性较强，目前总市值 178 亿，流通市值约 130 亿，近期无大额解禁压力。基于公司小间距业务的快速增长以及 VR 板块的想象空间，预计上市定位可参考洲明转债，上市初期转股溢价率 11-14%，上市初期价格 110-113 元，破发风险小，建议积极申购。

表 3: 利德转债上市价格预估

正股价格/转股溢价率	10.00%	11.00%	12.00%	13.00%	14.00%
7.7	119.90	120.99	122.08	123.17	124.26
7.3	114.19	115.23	116.26	117.30	118.34
7.0	108.75	109.74	110.73	111.72	112.70
6.6	103.31	104.25	105.19	106.13	107.07
6.3	98.15	99.04	99.93	100.82	101.72

资料来源：国信证券研究所测算

## 申购价值分析：预计中签率 0.053%-0.060%

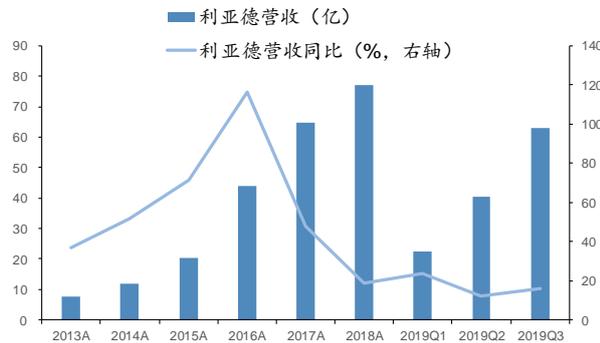
原股东配售方面，第一大股东持有发行人 30.22% 的股份，考虑到本期转债预计上市定位较高，预计原股东配售意愿将较高，假设原股东配售比例约 40%，则配售金额约 3.2 亿，剩余可供申购规模约 4.8 亿元。

本次发行仅设有网上环节，网上每个账户申购上限为 100 万，下限为 1000 元。申购资金量方面，从最近的新发情况来看，预计网上申购资金量大约在 8000-9000 亿，中签率大约为 0.053%-0.060%。

## 正股分析

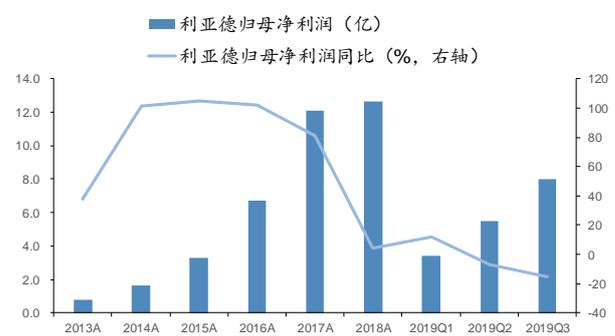
基于 LED 显示照明应用的高新企业。利亚德主要从事 LED 应用产品的研发与生产，以 LED 产品为基础，公司主营业务已拓展到 LED 显示、景观照明、文旅新业态及 VR 体验等多个视听科技与文化融合发展的领域，成为全球视听科技产品及其应用平台的领军企业。根据三季报，2019 年前三季度公司实现营业收入 63.14 亿，同比增长 16.2%，归母净利润 8 亿，同比下降 15.2%，扣非归母净利润 7.6 亿，同比下降 14.4%。

图 1：利亚德营收及同比增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：利亚德归母净利润及同比增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2016 年起，公司根据“打造利亚德科技文化融合发展平台”的战略规划，将业务主要划分为“智能显示”、“夜游经济”、“文旅新业态”及“VR 体验”等板块。从收入结构上来看，智能显示和夜游经济是公司营业收入的主要来源，二者合计占营收比重超过 80%，其中智能显示中报占比 68%。

**(1) 智能显示业务：**涵盖 LED 显示、创意显示、全系列商用液晶显示、激光投影显示、DLP 显示以及 LED 显示租赁等业务，主要产品包括公司自主研发的 LED 显示屏、LED 小间距电视、LCD 液晶显示产品、DLP 背投产品、激光投影产品等。受益于公司销售渠道拓展和产品技术优势，LED 小间距电视业务大幅增长，公司 2019 年上半年智能显示业务产销两旺，收入大幅增长 29.25%，其中小间距收入增长 36.15%，综合毛利率 36.27%，较去年提升 2 个百分点。公司 LED 小间距业务的高速增长是未来一大亮点。

**(2) 夜游经济业务：**主要是通过照明集成，利用 LED 前沿科技，为客户设计景观亮化方案、安装施工以及运营维护等。公司以 6 家子公司组成利亚德照明事业群，服务领域包括城市夜景照明、文体空间照明、商业建筑照明及酒店会所照明灯等四大领域。近两年以来，公司夜游经济业务下滑较大，拖累整体业绩，主要原因在于宏观经济增速放缓，各地政府执行“去杠杆”及降低政府负债，导致夜游经济板块需求下降。

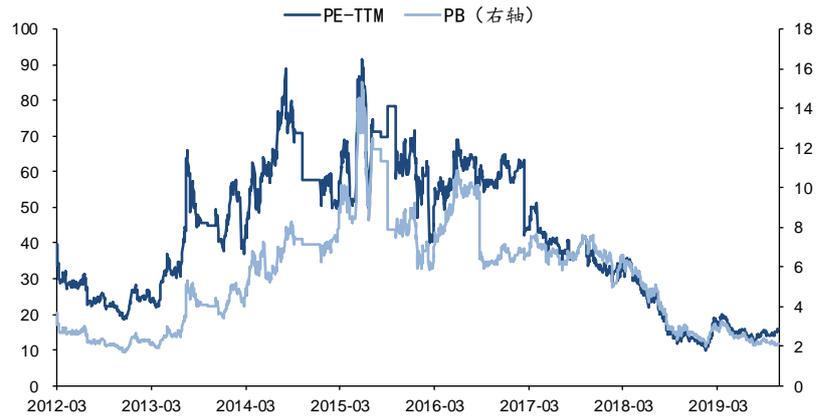
**(3) 文化新业态业务，**主要是指以声光电等技术和产品为依托，体现城市文化内容，提升文化体验的解决方案。公司文化旅游板块继续稳步增长，尽管文旅业务部分客户也是政府部门，付款较差，但因占比较小，对业绩影响相对较小。

**(4) VR 体验业务，**是以 NP 公司的红外光学动作捕捉技术为基础，为客户提供 Optitrack 动作捕捉的产品销售、基于动作捕捉技术的行业解决方案、城市空间业态、数字化影棚相关服务。公司 VR 板块依托 NP 的技术和产品，正在进

行国内市场的开拓与布局。作为 AR/VR 产业领导者，公司有望在 5G 时代受益技术变革带来的 VR 产业爆发红利。

**估值情况：**纵向来看，利亚德目前 PE (TTM) 约为 15.88，处于历史较低位置。正股过去 100 周波动率为 43.95%，弹性较强，目前总市值 178 亿，流通市值约 130 亿，近期无大额解禁压力。

图 3：利亚德历史估值走势



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032