

LED 电视的领导者

增持 首次评级

目标价格：18.25 元

投资要点：

- 📖 小间距 LED 技术全球领先，未来 LED 电视领导者
- 📖 交通显示领域占据优势地位，优势能够延续。
- 📖 全国性营销网络布局，品牌优势铸就广泛的客户资源。

报告摘要：

- **小间距 LED 显示屏全球领先。**公司已经研制出 1.6mm 的小间距 LED 电视，虽然目前还不能量产，但从技术上来说，已做到全球领先。小间距 LED 电视具有超高清、高显示一致性、超高刷新率、更高的图像层次、轻巧简易的安装拆卸方式等优点，适用于高端会议和演播场所，主要是替代 DLP 和 LCD 电视，市场需求空间巨大。在国内，公司基本可以垄断 2.5mm 的 LED 显示屏项目，已经接到上百个订单，获得市场的广泛认可。公司在小间距领域具有技术领先优势，其他公司研发需要至少 1 年时间。小间距 LED 显示屏在 2012 年需求旺盛，预计将实现较大幅度的增长，是公司未来业绩增长的主要拉动力。
- **交通显示领域占据优势地位。**公司产品在我国铁路客运特等站的市场占有率超过 50%，在轨道交通 AFC 系统的顶棚向导标志和 TVM 机状态显示器领域市场占有率达 60% 以上。
- **全国性营销网络布局。**公司能够对中高端客户进行一对一的营销服务，通过定制化生产满足客户的个性化需求。并且公司已经在全国 20 多个主要城市设立营销服务网点，为客户提供便捷的售后服务。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2012-2014 年收入分别为 5.57、6.75、7.91 亿元，增速分别为 14%、17%、17%；净利润 0.61 亿、0.78 亿、0.92 亿，增速 9%、27%、18%。EPS 0.58、0.73、0.86，按照 12 年 12 月 21 日收盘价 12.7 元计算，对应的 PE 19×、15×、13×。给予公司 2013 年 25× 的 PE，对应的 6 个月目标价 18.25 元，首次给与“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	370	502	575	675	791
YoY	50%	36%	14%	17%	17%
净利润	42	56	61	78	92
YoY	111%	35%	9%	27%	18%
EPS	0.42	0.56	0.58	0.73	0.86
PE	27	20	19	15	13

中小市值研究组

资深分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

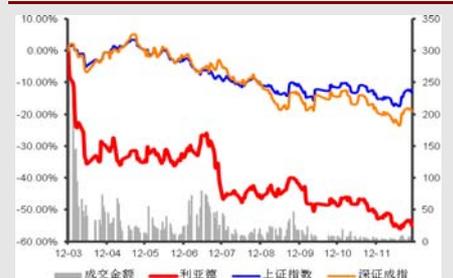
Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88085965

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	12.70
总股本(亿股)	1
总市值(亿)	12.7
流通市值(亿)	3.17
12个月最高价	24.98
12个月最低价	10.07

数据来源：Wind

相关研究

 利亚德：LED 应用行业的领军企业
 2012/3/5

目录

一、专注 LED 显示领域的领导者	4
(一) 公司主营业务及产品	4
(二) 公司的股本结构	5
(三) 公司业务分析	5
二、LED 行业迎来行业格局重整的新阶段	6
(一) LED 行业竞争加剧，产能相对过剩	6
(二) LED 行业应用产品规模扩张	7
(三) LED 显示市场巨大，未来保持较快增长	8
三、公司核心竞争优势	9
(一) 小间距 LED 显示屏全球领先	9
(二) 拥有强大的品牌和渠道资源	10
(三) 交通显示领域占据优势地位	11
四、盈利预测与估值	12
(一) 盈利预测	12
(二) 风险提示	12
财务报表及附录	13

插图

图 1: 公司承接参与的重项目	4
图 2: 公司营业收入增长情况	5
图 3: 公司净利润增长情况	5
图 4: 公司毛利率和净利率变化趋势	6
图 5: 2012 年前三季度公司收入情况	6
图 6: 2012 年前三季度公司净利润变化情况	6
图 7: 公司各类业务毛利率变化	6
图 8: 2001 年—2010 年国内 LED 器件市场规模情况	8
图 9: 2010 年国内 LED 应用产品市场构成情况	8
图 10: 2005 年-2010 年国内 LED 显示屏市场规模	8
图 11: 公司主营收入区域分布图	11

表格

表 1: 股权结构	5
表 2: 公司与其他公司主要细分领域	9
表 3: 公司与行业内其他可比公司情况	9
表 4: 公司在交通系统显示市场领域主要承接项目	11
表 5: 利亚德 2012-2014 年财务报表预测	13
表 6: 利亚德 2012-2014 年财务指标预测	15

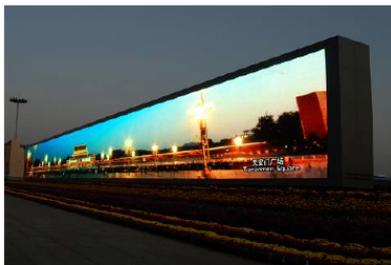
一、专注 LED 显示领域的领导者

(一) 公司主营业务及产品

公司是专业从事 LED 应用产品研发、设计、生产、销售和服务的高新技术企业，提供 LED 应用产品及其整体解决方案。公司生产的 LED 应用产品主要包括 LED 全彩显示、系统显示、创意显示、LED 电视、LED 照明产品和 LED 背光标识系统等六大类；收入主要来源于 LED 全彩显示和 LED 系统显示，其中全彩显示主要应用领域是市政广场、商业场所等室内外播放图片、视频的显示屏，LED 系统显示产品在铁路、公路、公共交通场所用于引导、提示告知旅客信息。

在重大标志性项目上，公司承建了 2008 年北京奥运会、国庆 50、60 周年庆典、2010 年上海世博会、全运会、北京首都国际机场 T3 航站楼、北京三大火车站、北辰购物中心等一批具有广泛影响力的 LED 应用项目。

图 1：公司承接参与的重项目



LED 全彩显示屏：天安门广场西侧条形屏



LED 系统显示屏：北京火车站



LED 创意显示产品：北京奥运会开幕式画轴地屏



2011 年北京安监局 LED 电视



LED 照明产品：北京西红门媒体公园



LED 背光标识系统：西安火车站北站

资料来源：招股说明书，宏源证券

(二) 公司的股本结构

目前公司总股本为 1 亿股。实际控制人是李军，持股比例 45.3%。

表 1: 股权结构

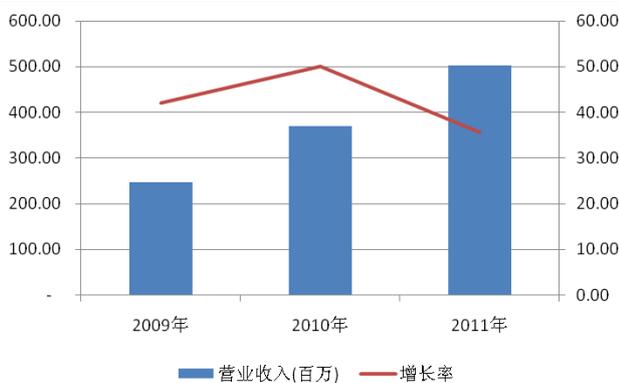
股东名称	股数	比例
李军	4530	45.3%
谭连起	400.8	4.01%
上海复星产业投资有限公司	570	5.70%
中科汇通(天津)股权投资基金有限公司	225	2.25%
天津富海股权投资基金管理中心(有限合伙人)	140	1.40%
其他 51 名自然人	1634.25	16.34%
社会公众股	2500	25%

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

(三) 公司业务分析

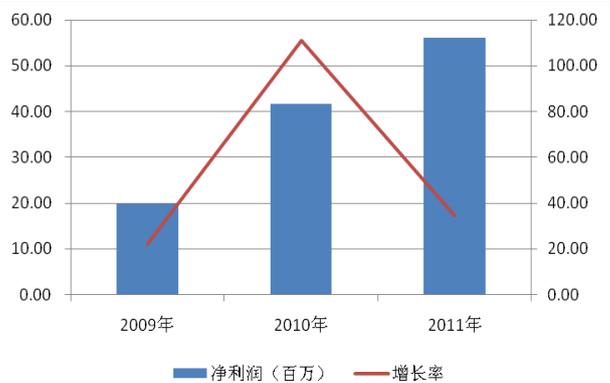
公司近三年来营业收入和净利润都呈现出稳定增长, 收入增长方面, 公司 09-11 年三年分别实现营业收入 2.47 亿、3.70 亿、5.02 亿, 同比增长 41.95%、49.80%、35.68%。对应净利润为 1978 万、4173 万、5616 万, 三年同比增长分别为 23%、111%、35%。从公司今年前三季度的收入和利润情况看, 前三季实现收入 3.92 亿元, 实现净利润 3941 万, 由于今年受全球经济不景气影响, 预计全年实现 10% 以上的增长, 相比去年有较大的下降。

图 2: 公司营业收入增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

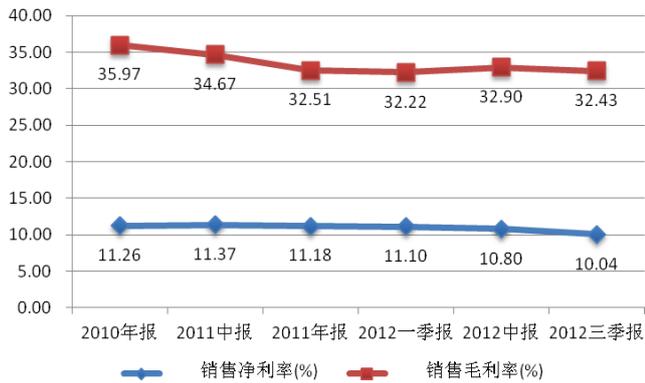
图 3: 公司净利润增长情况



资料来源: wind, 宏源证券

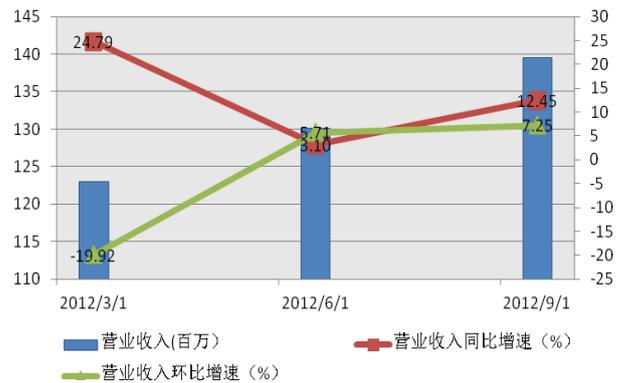
从公司近几年毛利率和净利率的变化趋势看, 公司近两年的毛利和净利呈现小幅的下降走势, 但毛利能保持在 32% 以上, 净利保证在 10% 以上。公司的上游是 LED 封装行业, 由于现在整个行业处于整合阶段, 企业数量大, 竞争激烈, 上游原材料成本呈现下降趋势, 相对以前, 公司产品的价格也有所降低。尽管公司面对激烈的外部竞争以及经济不景气的双重压力, 毛利和净利还能保证在一定范围内波动, 而且根据我们的调研情况, 公司在手订单并未减少, 可见公司未来在低迷的市场环境下还具有很好的盈利能力。

图 4: 公司毛利率和净利率变化趋势



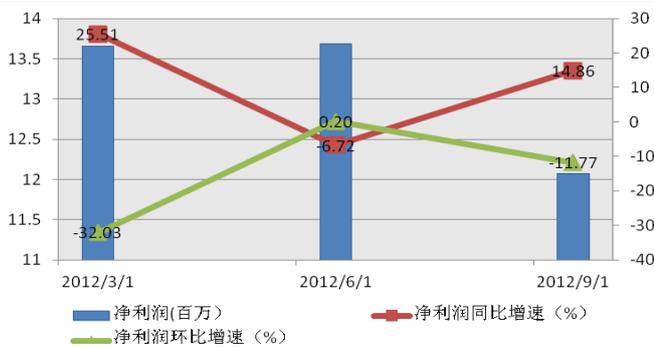
资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 2012 年前三季度公司收入情况



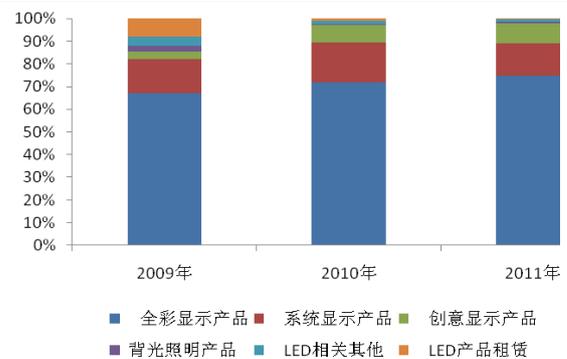
资料来源: wind, 宏源证券

图 6: 2012 年前三季度公司净利润变化情况



资料来源: wind, 宏源证券

图 7: 公司各类业务毛利率变化



资料来源: wind, 宏源证券

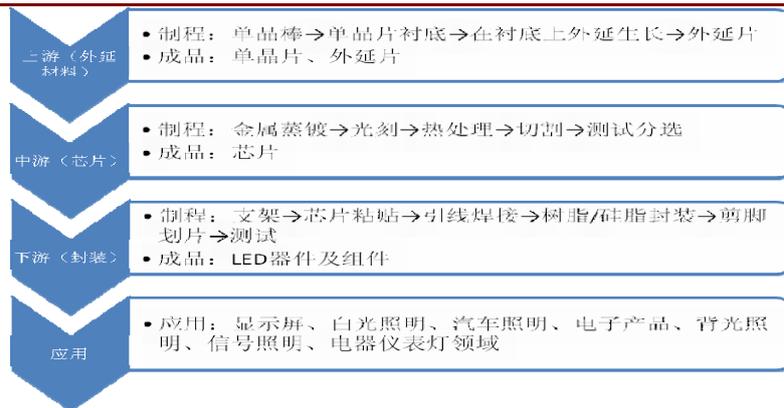
从收入结构上看, 公司的 LED 产品销售收入和毛利主要来源于全彩显示、系统显示和创意显示。全彩显示产品占比高达 74.44%, 其次是系统产品, 占比为 14.51%, 同时, 公司也根据市场需求不断调整产品结构, 高毛利的创意 LED 显示产品的收入占比从 09 年的 2.98% 提升到 11 年的 8.71%。未来, 公司还将积极拓展 LED 照明产品和 LED 电视墙产品。

二、LED 行业迎来行业格局重整的新阶段

(一) LED 行业竞争加剧, 产能相对过剩

LED 产业链大致可分为三部分。上游是原材料和芯片、外延片制造商, 这个领域是整个 LED 行业中技术要求最高的关键部分, 主要技术掌握在国外厂商手里。中游是 LED 芯片封装厂商。最下游是 LED 应用, 在所有应用领域中, 通用照明、背光照明等领域要求比较高, 是 LED 产品的主要市场。

图 8: LED 产业链



资料来源：宏源证券

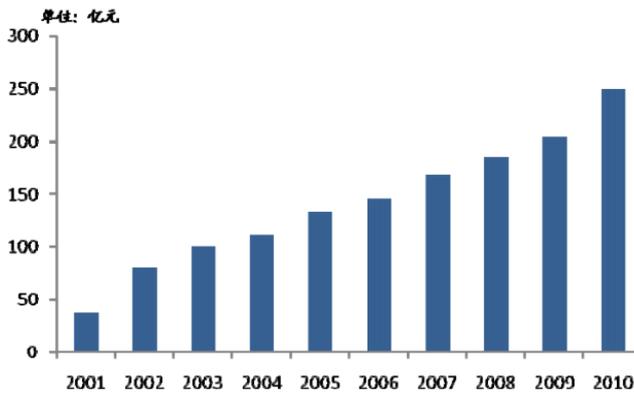
从目前 LED 三大领域来看，上游芯片是整个行业的技术核心所在，由于行业流明成本以每年 28% 的速度持续下降，导致 LED 新需求不断涌现，目前国内比较看好照明应用市场。整个行业由于政府补贴的拉动以及市场对 LED 照明需求上涨预期的影响，每年都有大量的公司涌入封装和应用等技术壁垒较低的领域，使我国 LED 行业的规模快速扩张。由于 LED 市场需求的启动没有及时达到预期，而上游 MOCVD 设备已经盲目扩产，现在整个行业整体产能过剩。从上游来看，在 2011 年下半年在很多公司推迟设备安装的情况下，国内全年净增设备 320 台，总计 720 台。2012 年预计设备新增 300 台左右，芯片的营收增长要远低于设备的增速，芯片产能没有很好发挥，价格也在不断的降低。从中下游看，封装企业 and 应用企业的生存状态也不甚理想，行业的整合和价格混战非常明显，很多公司会突然出现资金链断裂倒闭的现象。

在行业格局重整和竞争规模转变的新阶段，我们应该关注有资金、规模、品牌、技术、渠道，能够形成一定壁垒的厂商，只有具有很强的竞争优势，才能在剧烈的竞争中存活下来。而在下游的应用厂商中，显示应用的竞争相对照明要小的多，显示企业的生存状况也相对要好一些。一是显示应用领域的进入存在高于照明的技术和资金壁垒；二是目前国家对显示的补贴不高，这个领域的企业增长相对稳定。

（二）LED 行业应用产品规模扩张

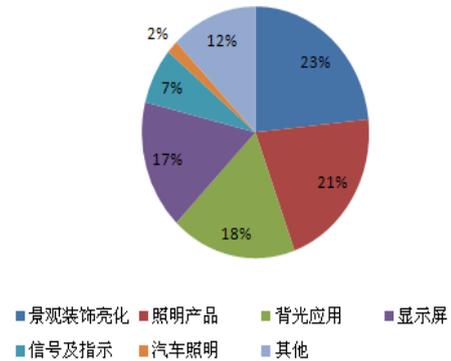
2007 年—2010 年，我国 LED 应用产品市场规模分别达到 380 亿元、480 亿元、600 亿元和 900 亿元，是全球发展最快的 LED 应用市场之一。目前，国内 LED 应用产品较为成熟领域为建筑景观、大屏幕显示、交通信号灯、家电数码显示与指示灯、汽车灯、特种照明灯以及手机、电脑、电视机的中小尺寸背光等。从 2010 年国内 LED 应用产品市场构成情况来看，景观装饰亮化、照明产品、背光应用和显示屏分别占据产值的前四名，产值均超过 150 亿元，国内 LED 应用市场总体呈现 LED 显示屏、LED 照明和 LED 背光“三足鼎立”的局势。

图 9: 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, 宏源证券

图 10: 2010 年国内 LED 应用产品市场构成情况



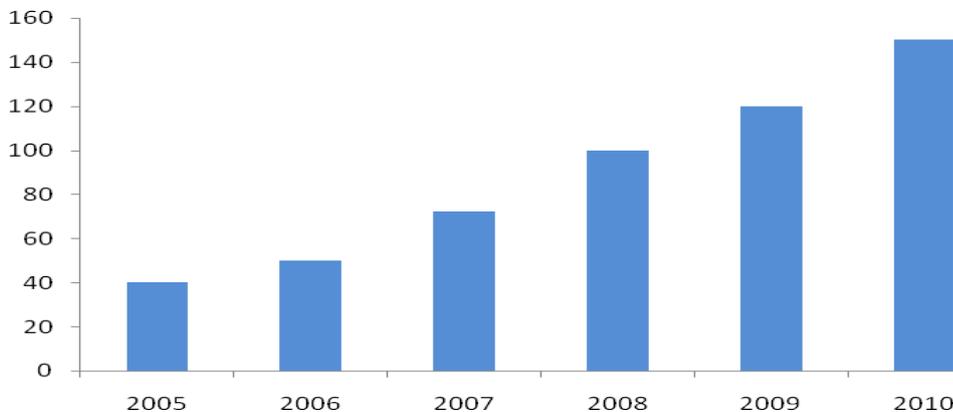
资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 宏源证券

(三) LED 显示市场巨大, 未来保持较快增长

LED 显示包括 LED 显示屏、LED 指示和 LED 电视三部分。LED 显示屏是 LED 较早的应用领域之一, 自 1993 年 LED 显示屏进入真正意义上的商业应用领域至今, 先后经历了单双色文字屏、双基色视频屏、全彩色视频屏、高清视频屏等几个阶段。当前, 全彩色室内外显示屏已经成为主流产品。

LED 显示屏是国内 LED 较为成熟的应用领域, 应用比较集中的领域主要包括: 证券交易、机场、港口、车站、体育场、道路交通、调度指挥中心、餐饮、医院、商场、广告新媒体、文艺演出及展览场馆。我国 LED 显示应用产品已经走向国际市场, 成为 LED 显示应用产品的制造大国和应用大国。2005 年—2010 年, 我国 LED 显示屏应用市场规模从 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。2011 年全球 LED 显示市场容量 90 亿美元, 国内为 160 亿人民币, 其中全彩显示达 110 亿; 预计未来两年 LED 显示复合增长率达 24%, 其中全彩显示增速为 30%, 到 2013 年达 187 亿人民币。

图 11: 2005 年-2010 年国内 LED 显示屏市场规模



资料来源: 中国光学光电子行业协会、国家半导体照明工程研发及产业联盟, 宏源证券

中国 LED 显示应用市场中中小型 LED 显示应用项目竞争激烈, 大型项目竞争相对缓和。根据中国光学光电子行业协会的预计数据, 截至 2009 年底, 国内从事 LED 显示应用

产品的企业超过 1000 家；截止到 2011 年底，规模在 5 亿以上的企业有 5 家，集中度很低。行业领先企业往往采取专注于特定细分市场的战略，以赢得差异化优势。对于从事 LED 显示屏业务的三家公司进行对比分析：奥拓电子主要服务于金融行业的高端客户，出口较多，多客户定制专业化服务，所以毛利最高；利亚德主要客户为国家大型工程和城市交通，营销模式为直销，毛利率较高；洲明科技主要通过渠道商进行销售，因此毛利率略低；联建光电为七成直销，毛利率居中。

表 2：公司与其他公司主要细分领域

项目	主要客户领域	主要营销模式
利亚德	国家级大型工程、城市交通	直销
奥拓电子	依赖金融类客户	直销为主，海外销售占比较大
联建光电	政企客户、传媒机构、舞台演艺	大部分直销
洲明科技	渠道商	渠道

资料来源：Wind，宏源证券

与其他可比公司相比，利亚德的销售毛利和净利在行业中较高，市场份额也在前几名，从收入和利润的符合增长率来看，公司前几年在行业中处于高速增长的状态，由于不断对外扩张，销售费用也较高，整体来看，公司尚处于高速成长期，今年受经济不景气的影响，收入和利润的增速会有较大的下降，但是并不意味着公司收入和利润增速将持续下滑，我们看好行业需求空间的扩大，认为公司仍处于持续的上升期。

表 3：公司与行业内其他可比公司情况

公司名称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	净利润复 合年增长 率 %	营业总收入 复合年增长 率 %	应收账 款 百万元	营业总 收 百万元	销售费用 百万元	净利润 百万元	市盈率 PE,TTM	销售 毛利 率 %	销售 净利 率 %
利亚德	1.00	11.57	51.33	42.47	117.89	502.41	50.24	56.16	19.44	32.51	11.17
奥拓电子	1.09	12.94	9.86	18.43	53.61	230.17	33.35	33.56	31.72	43.68	14.58
联建光电	0.73	7.68	20.49	40.64	191.52	512.15	26.26	51.03	17.58	26.48	9.96
洲明科技	1.01	8.59	40.22	31.00	40.16	532.15	40.82	45.70	29.73	25.08	8.59

资料来源：wind，宏源证券

三、公司核心竞争优势

(一) 小间距 LED 显示屏全球领先

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”。目前主流的 LED 显示屏 Pin 间距是 5-10mm，比较领先的产品可以做到 3-4mm。公司现在量产的产品达到 2.5mm，已经和业内企业一起合作研发出 1.6mm 的 LED 电视，掌握目前行业内最先进的技术。在国内，公司基本可以垄断 2.5mm 的 LED 显示屏项目，已经接到上百个订单，获得市场的广泛认可。对比同行业厂商奥拓电子生产的 3mm 显示屏，具有显著优势，其他公司赶超需要至少 1 年时间。

从技术角度说，公司目前最小间距产品可以达到 1.6mm，能够保证成像高清，没有拼缝，比较薄，后期服务方便，可以拆卸模块进行维修，维修成本低，比 LCD 背光电视具有较大的优势。公司在研发过程中自主开发 LED 电视相关的 PCB 板控制功能，专利技术很多。根据调研我们了解到，通常 6mm 的 LED 电视要用 27700 颗 LED 灯，但 2.5mm 要用 16 万颗，需求量是原来的 5 倍，这种技术的改进也带动了下游封装企业盈利增长。从成本角度讲，公司的小间距 LED 电视现在成本已经可以下降为每平米 10 万元，基本上 1 颗 LED 灯的成本由过去的 1.5-1.6 元下降到 1 元左右，目前公司产品价格已经低于进口同类产品，与国内同类产品持平，成本的大大降低使得公司的产品能够在市场中更好的推广。如果成本继续降低，可以考虑进入家庭以及影院，技术上还可以做裸眼 3D 的效果，这方面的需求是公司未来会继续考虑的方面。

从市场需求角度看，未来小间距 LED 电视主要替代两类市场：一是 DLP 拼接墙，主要应用于控制室市场，目前在这个市场中，核心厂商多为国外厂商，如微创等，小间距 LED 电视的成本已经低于进口的 DLP 拼接墙，和国产 DLP 价格持平，具有很强的竞争优势，预计替代市场约为 50 亿；二是会议用大尺寸 LCD 市场，这个市场非常大，粗略估计上百亿，公司在这部分市场的推广刚刚起步，可以发掘的潜力巨大。

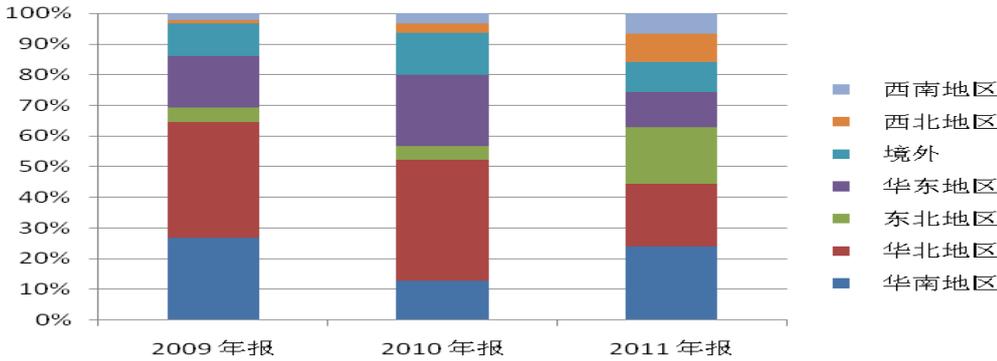
目前小间距电视在市场上推广不久，很多客户对产品还没有清楚的认识，公司年后会加大产品的宣传力度，目前公司的小间距 LED 产品形式主要是大尺寸 LED 电视以及高端的 LED 拼接墙，2011 年成功应用于人民大会堂中央大厅两会现场的 LED 电视墙，并且 11 年在安监局、环保局、军队等部门实现量产销售。从公司目前的销售业绩看，小间距电视收入 5000 万，订单 1 个亿，已经超过公司原订目标，这块业务是公司未来业绩增长的主要拉动力。

（二）拥有强大的品牌和渠道资源

公司是国内多项国家行业标准的制定者，多年来在铁路交通、城市轨道交通等细分市场拥有广泛的客户资源。承建了 2008 年北京奥运会、国庆 50 周年庆典等一批具有广泛影响力的 LED 应用项目，这些项目为公司建立了强大的品牌影响力，是公司未来核心竞争力之一。

公司培养了一支经验丰富的近百人的销售队伍，能够对中高端客户进行一对一的营销服务，通过定制化生产满足客户的个性化需求。由于 LED 显示行业地域分布明显，各省市市场的进入、占领成为行业内公司未来成长的主要方式。公司已经在全国 20 多个主要城市设立营销服务网点，能够有效获取项目及行业信息，为客户提供便捷的售后服务。公司通过募投项目进行营销销售网络建设，拟在境内外建设 59 个展销服务中心、展示服务中心和合作营销服务中心，为公司建设广泛而稳定的销售网络。

图 12: 公司主营收入区域分布图



资料来源: Wind, 宏源证券

(三) 交通显示领域占据优势地位

公司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, 在我国铁路客运特等站的市场占有率超过 50%, 在地铁 PIS LED 显示屏领域市场占有率达 50% 以上, 在轨道交通 AFC 系统的顶棚向导标志和 TVM 机状态显示器领域市场占有率达 60% 以上。

公司能够在系统显示领域占有稳定的市场份额主要受益于公司较早进入该领域, 有一批稳定的客户资源。另外, 公司作为整体应用解决商, 具有计算机系统集成资质, 能够为客户提供全面的解决方案, 自主开发软件提供后台控制支持, 这也是公司能够在这一领域中具有稳定市场份额的重要影响因素。

随着机场、铁路基建的不断开展, 预计这块市场的还有稳定的增长空间。

表 4: 公司在交通系统显示市场领域主要承接项目

系统显示项目	主要车站
火车站	北京站、北京西站、济南站、青岛站、福州站、合肥站、汉口站、长沙站等大中城市
海南东环客运专线	海口东站、美兰机场站、博鳌站、三亚站等
青藏铁路	格尔木西站、南山站、昆仑山口站、不冻泉站等
哈大客运专线	哈尔滨西站、长春站、长春西站等各地市车站
甬台温客运专线	奉化站、临海站、宁海站、乐清站、三门站、绅纺站等
成灌城际铁路	青城山站、金牛站、红光站、郫县东站、郫县站等
沈抚城际铁路	浑河站、榆树台站、孤家子站、深井子站、瓢儿屯站、大官屯站、抚顺南站、抚顺北站
郑西客运专线	巩义站、华山站、灵宝西站、洛阳南站、三门峡站、澠池站、渭南北站
昌九东环客运专线	九江站、共青城站、永修站、南昌站、庐山站
京津客运专线	北京南站、亦庄站
伊宁线	伊宁站、伊宁东站、精河站
浙赣线	衢州站、义乌站、诸暨站
俞怀线	涪陵站、钱江站、铜仁站
新长线	怀安站、南通站、盐城站

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

凭借在全彩显示屏上的技术优势与强大的品牌影响力以及全国营销网点的布局,公司有望在全彩显示屏销售上继续保持快速增长。公司未来毛利率将保持稳定,管理费用率和销售费用率增速低于主营业务增速,同时募集资金到位有望带来财务费用的减少。预测2012—2014年公司的销售收入分别为5.57、6.75、7.91亿元;实现净利润0.61、0.78和0.92亿元, EPS分别为0.58、0.73和0.86元。

（二）风险提示

- 1、市场竞争加剧风险。
- 2、存货跌价或滞销风险。公司的存货规模较高,可能出现存货跌价或积压的情况。

财务报表及附录

表 5: 利亚德 2012-2014 年财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	370.5	502.4	574.8	674.9	790.7
减: 营业成本	237.2	339.1	382.4	449.9	527.8
营业税费	2.0	2.9	3.3	3.8	4.5
销售费用	44.3	50.2	69.0	79.6	87.0
管理费用	39.8	48.0	58.6	66.1	75.1
财务费用	3.1	4.6	-8.8	-18.4	-16.1
资产减值损失	2.3	2.8	1.6	1.2	1.3
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	41.7	54.7	68.7	92.6	111.2
加: 营业外净收支	9.4	10.1	10.0	11.0	11.0
利润总额	51.1	64.7	78.7	103.6	122.2
减: 所得税	9.4	8.6	11.8	15.5	18.3
净利润	41.7	56.2	66.9	88.1	103.9

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	105.9	86.5	781.7	676.1	588.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	104.5	125.0	141.7	166.4	195.0
应收票据	0.5	-	-	-	-
预付帐款	5.7	7.8	12.4	17.8	23.1
存货	214.3	207.4	231.3	260.3	291.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	-	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	17.4	20.8	144.5	267.6	381.1
在建工程	13.7	20.0	34.0	36.8	37.4
无形资产	0.3	33.0	35.7	40.4	44.8
其他非流动资产	4.5	4.6	5.4	5.8	6.3
资产总额	466.9	505.2	1,386.8	1,471.2	1,567.9
短期债务	44.0	73.0	66.6	54.7	44.9
应付帐款	72.1	83.4	85.9	107.2	125.8
应付票据	22.0	16.0	-	-	-
其他流动负债	130.4	81.9	97.4	116.0	134.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	272.0	254.3	249.9	278.0	305.3

少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	75.0	75.0	106.0	106.0	106.0
留存收益	119.8	176.0	1,043.2	1,113.7	1,196.8
股东权益	194.8	251.0	1,149.2	1,219.7	1,302.8
现金流量表					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	41.7	56.2	66.9	88.1	103.9
加: 折旧和摊销	3.4	4.9	13.7	25.5	37.5
资产减值准备	2.3	2.8	1.6	1.2	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.8	1.8	3.6	-8.8	-18.4
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-40.1	-59.3	-45.2	-20.6	-29.6
经营活动产生现金流量	9.1	11.8	28.1	75.7	96.9
投资活动产生现金流量	-12.2	-47.1	-154.0	-156.0	-156.0
融资活动产生现金流量	85.6	19.8	833.7	-11.1	-14.4

资料来源: Wind, 宏源证券

表 6: 利亚德 2012-2014 年财务指标预测

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	50.1%	35.6%	14.4%	17.4%	17.2%
营业利润增长率	125.6%	31.0%	25.7%	34.8%	20.0%
净利润增长率	110.9%	34.6%	19.2%	31.7%	17.9%
EBITDA 增长率	124.0%	32.6%	17.5%	35.5%	32.9%
EBIT 增长率	123.9%	32.3%	0.9%	23.9%	28.1%
NOPLAT 增长率	110.8%	43.2%	0.3%	23.9%	28.1%
投资资本增长率	39.5%	102.9%	93.1%	34.6%	25.5%
净资产增长率	123.4%	28.8%	357.9%	6.1%	6.8%
利润率					
毛利率	36.0%	32.5%	33.5%	33.3%	33.3%
营业利润率	11.3%	10.9%	12.0%	13.7%	14.1%
净利润率	11.3%	11.2%	11.6%	13.1%	13.1%
EBITDA/营业收入	12.7%	12.5%	12.8%	14.8%	16.8%
EBIT/营业收入	12.1%	11.8%	10.4%	11.0%	12.0%
运营效率					
固定资产周转天数	14	14	52	110	148
流动营业资本周转天数	88	104	150	163	157
流动资产周转天数	344	307	499	610	505
应收帐款周转天数	72	76	79	78	78
存货周转天数	198	156	143	137	131
总资产周转天数	368	348	593	762	692
投资资本周转天数	110	144	246	324	358
投资回报率					
ROE	21.4%	22.4%	5.8%	7.2%	8.0%
ROA	8.9%	11.1%	4.8%	6.0%	6.6%
ROIC	37.4%	38.4%	19.0%	12.2%	11.6%
费用率					
销售费用率	12.0%	10.0%	12.0%	11.8%	11.0%
管理费用率	10.7%	9.6%	10.2%	9.8%	9.5%
财务费用率	0.8%	0.9%	-1.5%	-2.7%	-2.0%
三费/营业收入	23.5%	20.5%	20.7%	18.9%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	58.3%	50.3%	17.9%	18.6%	19.0%
负债权益比	139.6%	101.3%	21.7%	22.8%	23.4%
流动比率	1.58	1.68	4.67	4.03	3.60
速动比率	0.77	0.83	3.71	3.06	2.60
利息保障倍数	14.53	12.76	-6.78	-4.03	-5.89
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.13	0.17	0.20
分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.5%	1.8%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS (元)	0.42	0.56	0.63	0.83	0.98
BVPS (元)	1.95	2.51	10.84	11.51	12.29
PE (X)	26.8	19.9	17.7	13.5	11.4
PB (X)	5.7	4.5	1.0	1.0	0.9
P/FCF	42.6	-22.0	-6.7	-13.3	-16.9
P/S	3.0	2.2	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	16.5	13.7	7.6	6.7	5.7
CAGR (%)	28.3%	22.8%	20.5%	-100.0%	-100.0%
PEG	0.9	0.9	0.9	-0.1	-0.1
ROIC/WACC	3.8	3.9	2.0	1.3	1.2
REP	1.5	0.8	0.6	0.8	0.7

资料来源: Wind, 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名,得分 5051.95 分。中国人民大学硕士研究生,本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历,曾在多家券商任职,任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职,2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖:宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司:双塔食品、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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,任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。