

小间距电视推动业绩稳定攀升

增持 维持

目标价格：28.05 元

投资要点：

公司 2013 年上半年实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 7.89%；实现归属于上市公司股东净利润 3067.40 万元，同比增长 12.19%；综合毛利率为 36.27%，同比上升 3.45%；EPS 0.2 元。

报告摘要：

- 业绩拐点出现，公司和行业业绩回升。**根据 CSA、LED 高工等专业机构预测，LED 行业特别是下游的显示应用行业正逐步回暖，行业景气度提高。在此带动下，公司上半年的业绩也有相对不错的表现，综合毛利由 32% 提高到 36%，我们预计公司全年增速在 25% 左右。
- 订单饱满，海外市场销售翻倍。**公司订单情况从 5 月份开始出现大幅好转，上半年新签订单较去年增长 40%，根据季节性因素分析，下半年订单增速更快，预计全年有 10-12 亿左右订单。2013 年上半年海外订单接近 1 亿，实现销售收入 5600 万，比去年同期增长 129%，和松下公司签订合作协议，建立五大国际业务中心，产品得到国际客户高度认可，海外市场增长势头不减。
- 小间距电视的领导者地位巩固，业绩突出。**小间距电视上半年新签订单 1.57 亿，实现收入 5700 万，毛利由 36.71% 提高到 39.5%，占比高达 21%，相比去年大幅提高，公司 13 年以来投入大量费用进行小间距产品推广，多次召开国际国内产品发布会，效果显著。小间距电视依托公司和台湾亿光及美国 Ti、小米盒子的领先技术，融入 3D、智能等娱乐消费因素，再凭借公司完善的销售渠道和大力度的市场宣传，必将在未来几年有快速的增长。
- 盈利预测与估值。**根据我们的盈利预测模型，公司 13-15 年的净利润为 8300 万、1.12 亿和 1.42 亿，同比增长 43%，35% 和 26%，对应 EPS 为 0.55、0.75 和 0.94 元，按照 8 月 14 日的收盘价 20.93 元计算，PE 为 38、28 和 22 倍，上调目标价为 28.05 元，维持“增持”评级。

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

新财富中小市值最佳分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

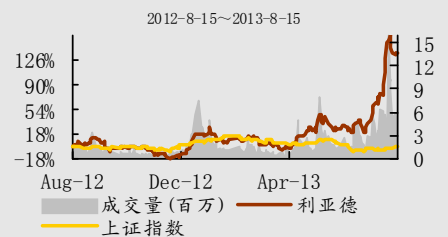
研究助理：

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	21.33
总股本(千股)	150,000
总市值(百万)	3,200
流通市值(百万)	800
12个月最高价	24.40
12个月最低价	6.66

资料来源：wind

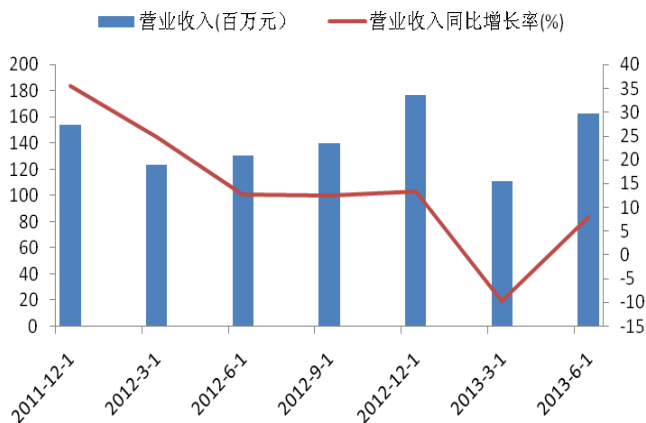
相关研究

《利亚德：LED 电视的领导者》

2012-12-24

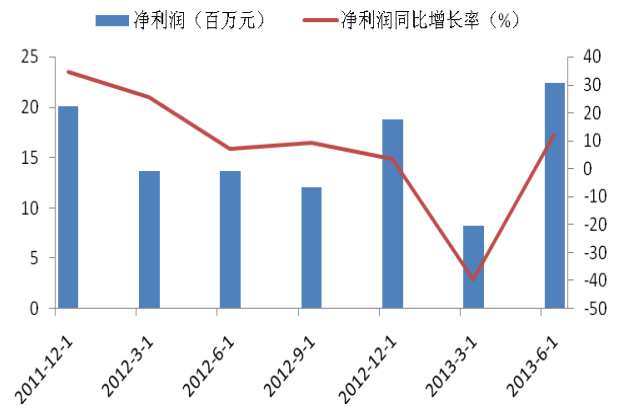
主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	502.41	568.96	675.0	843.2	1022.4
增长率 (%)	35.61	13.25	18.6	24.9	21.3
归母净利润(百万)	56.16	58.21	83	112	142
增长率 (%)	34.56	3.67	43	35	26
每股收益	0.75	0.58	0.55	0.75	0.94
市盈率	--	38.32	38	28	22

图 1: 营业收入季度分析



资料来源: 宏源证券

图 2: 净利润季度分析



资料来源: 宏源证券

报告期内, 营业收入同比增长 7.89%, 主要是报告期内 LED 小间距电视产品营业收入及外销业务营业收入稳定增长。同时公司的营业收入呈现一定季节性, 因为 LED 应用企业通常一季度订单相对偏少, 二季度开始合同签订单量明显增加, 下半年订单量相对较大。公司目前下半年已到手的销售项目很多(见表 1)。这些项目的履行对公司 2013 年的业绩将产生积极影响。

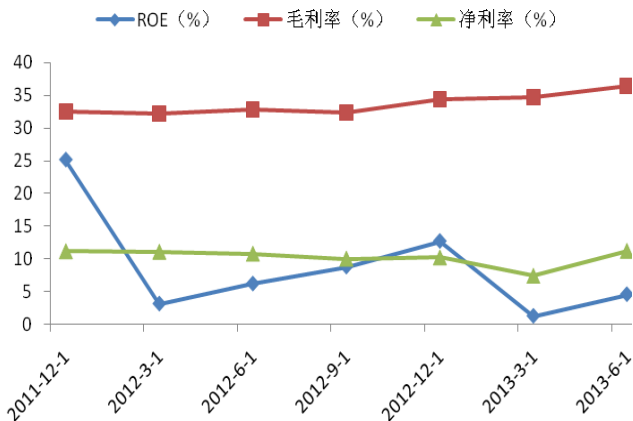
表 1: 下半年已中标项目

中标时间	中标项目	中标金额	附注
2013 年 7 月 10 日	中标中央电视台外语频道演播室视窗类背景屏项目	1272.62 万元	
2013 年 7 月 10 日	中央电视台外语频道演播室低分辨率 LED 背景墙项目	146 万元	
2013 年 7 月 23 日	广州白云国际机场航站楼主楼三层东、西两侧 LED 显示屏媒体采购项目	4160 万元	执行期限为 2013 年 12 月 31 日
2013 年 8 月 1 日	中央电视台 C03 演播室 P2.5LED 背景屏项目	1053 万元	北京捷成世纪科技股份有限公司使用本公司产品中标

资料来源: 宏源证券

报告期内利润表中显著变动的指标有: 销售费用同比增长 54.12%, 主要是由于国内外营销网点的增加、展览展示及海外市场推广费用的增加, 导致营销费用增长幅度较大; 管理费用同比增长 42.69%, 主要原因是由于 LED 小间距电视等产品研发费用投入 1,929.66 万元, 占主营业务收入比重 7.1%, 且人员工资一定幅度的增长, 致使管理费用增长幅度较大; 财务费用同比减少 230.48%, 主要原因是闲置募集资金, 存放银行获取利息收入。

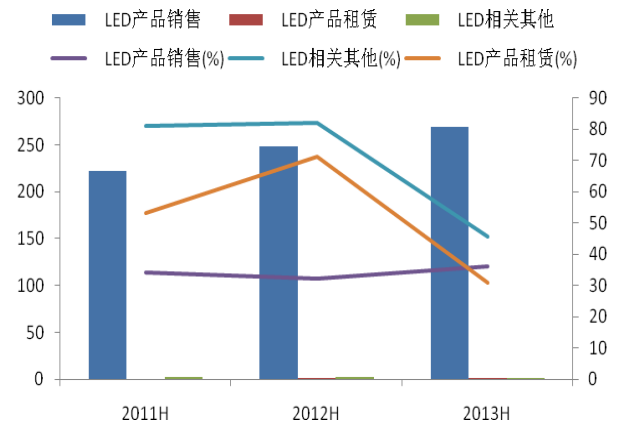
图 3: 盈利能力季度分析



资料来源: 宏源证券

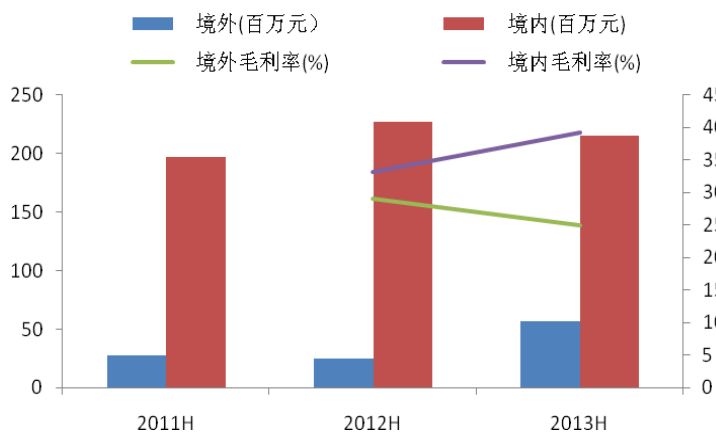
毛利率和净利率相对比较稳定, 保持在 35% 和 10% 左右。主要是由于公司产品和技术位于国际领先地位, 因而能保持较高的毛利率。按行业划分中, LED 产品销售收入同比增长 8.01%, LED 产品租赁收入同比增长 52.92%, 但由于租赁收入占比很小, 因而产生的影响较小。

图 4: 营业收入、同比增长率按行业分析 (百万元)



资料来源: 宏源证券

图 5: 收入按地区分析



资料来源: 宏源证券

由于公司在小间距电视领域达到全球技术领先, 其境外较高的认可度可以通过境外营业收入印证。报告期内, 境外收入 5648.68 万元, 同比增长 129.11%。2013 年 1-6 月, 境外订单近 1 亿元, 已实现去年全年的订单量。承接了如欧洲 LANG 公司、美国 NBC、美国 VT 大学、法国巴黎王子公园体育馆、俄罗斯天然气公司、德国银行项目等诸多较为重要的项目。公司确定了国际市场的布局——建立五大国际业务中心, 分别为美国(覆盖北美市场)、斯洛伐克(覆盖欧洲市场)、印度(覆盖南亚市场)、巴西(覆盖南美市场)、深圳(负责亚太市场), 通过与国际大型知名企业的战略合作, 逐步建设国际市场组织架构。目前, 公司与美国松下等国际知名企业已经达成了初步合作意向, 已经与印度最大的 LED 显示屏生产商及唯一的 LED 显示上市公司 MIC Electronics Limited 公司签订了《战略联盟协议》。

表 2: 全新划分六大业务板块分析

项目	销售收入(元)	收入占比	毛利率
LED 全彩显示	168,852,819.34	62.77%	34.72%
LED 系统显示及集成	30,711,071.29	11.42%	41.61%
LED 创意显示及标识	9,639,972.74	3.58%	23.43%
LED 小间距电视	57,233,143.98	21.28%	39.50%
LED 照明	1,805,991.44	0.67%	30.34%
LED 广告传媒	764,150.94	0.28%	88.21%
LED 产品销售收入总额	269,007,149.73	100%	36.24%

资料来源: 公司公告、宏源证券

公司根据市场发展需要, 将六大支柱业务调整为 LED 全彩显示、LED 系统显示及集成、LED 小间距电视、LED 照明、LED 创意显示及标识、LED 广告传媒; 较之前, 增加了 LED 广告传媒业务, LED 创意显示与 LED 标识业务合并, 扩大了 LED 系统显示业务范围, 增加了集成领域。

LED 小间距电视成为公司主营收入增长和毛利率提升的主力军。公司小间距产品的全球占有率达到 90% 以上, 虽然日前国内外市场上出现了最小间距为 3mm 的产品, 但公司小间距主打产品为间距 2.5mm 和 1.9mm 的产品, 而 1.6mm 的产品也实现了量产, 目前 2.5mm、1.9mm 产品及 1.6mm 小间距产品在国内外市场上尚未有竞争对手, 所以仍然保持较高的毛利和市场占有率。

公司由 LED 显示和照明工程项目为主营业务的企业逐步转换为整体解决方案供应商, 加大系统集成业务整合和投入, 促进 LED 显示业务、LED 照明业务和集成业务的共同发展。

公司增加广告经营业务, 其现在收入占比较低同时毛利率高达 88%, 因而有巨大的发展空间, 成为另一个利润增长点。

单位:百万元

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	569	675	843	1022	经营活动现金流				
YoY	13%	19%	25%	21%	净利润	58	83	112	142
营业成本	373	431	531	644	折旧与摊销	7	7	8	8
营业税金及附加	4	5	6	7	财务费用	3	0	0	1
销售费用	56	74	89	102	非经常性/非经营性损益	12	-7	-7	-7
管理费用	64	76	95	112	营运资金的减少	-160	54	-62	-66
EBITDA	78	96	130	164	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	17%	23%	35%	27%	经营活动现金流净额	-80	138	51	77
EBIT	72	89	122	156	投资活动现金流				
财务费用	(1)	0	0	1	固定资产购建	-27	-5	-4	-4
非经营性/经常性损益	(6)	7	7	7	无形资产购建	0	-1	-1	-1
利润总和	67	95	129	163	非经常性或非经营性损益	0	7	7	7
所得税费用	8	12	17	21	非核心资产的减少	0	13	0	0
净利润	58	83	112	142	投资活动现金流量净额	-26	14	2	2
YoY	4%	43%	35%	26%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	-33	6	11	12
归属母公司所有者净利润	58	83	112	142	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	4%	43%	35%	26%	股本及资本公积增加	369	0	0	0
					财务费用及红利等	-22	0	0	-1
					筹资活动现金流量净额	315	5	10	12
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金及现金等价物净增加额	208	157	64	90
资产					现金及现金等价物期末余额	292	449	513	603
货币资金	299	449	513	603	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
应收款项	321	270	337	409	盈利能力				
预付款项	7	10	13	15	ROE	8.8%	11.1%	13.0%	14.1%
存货	220	254	314	382	净利率	10.2%	12.3%	13.3%	13.9%
其他流动资产	0	0	0	0	毛利率	34.4%	36.2%	37.0%	37.0%
流动资产合计	847	982	1177	1409	营业费用率	9.9%	11.0%	10.5%	10.0%
固定资产	37	38	39	38	管理费用率	11.2%	11.3%	11.3%	11.0%
在建工程	4	4	3	2	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
无形资产	33	31	28	27	资本结构				
非核心资产	33	20	20	20	资产负债率	30.3%	31.1%	32.7%	33.6%
非流动资产合计	107	93	90	87	权益乘数	1.44	1.44	1.47	1.49
资产总计	954	1075	1267	1496	流动资产/总资产	88.8%	91.4%	92.9%	94.2%
负债					流动负债/总负债	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
短期借款	40	46	57	69	偿债能力				
应付款项	168	191	236	286	流动比率	2.93	2.93	2.84	2.81
预收款项	74	95	118	143	速动比率	2.17	2.18	2.08	2.05
其他应付款	8	4	4	4	产权比率	0.44	0.45	0.48	0.50
其他流动负债	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	2.30	2.23	2.08	1.99
流动负债合计	289	335	414	502	营运能力				
长期借款	0	0	0	0	存货周转率	1.74	1.82	1.87	1.85
长期经营性负债	0	0	0	0	应收账款周转率	2.55	2.28	2.78	2.74
其他非流动负债	0	0	0	0	流动资产周转率	0.89	0.74	0.78	0.79
非流动负债合计	0	0	0	0	固定资产周转率	19.57	17.84	21.89	26.60
负债合计	289	335	414	502	总资产周转率	0.78	0.67	0.72	0.74
股本	100	150	150	150	每股和估值指标				
资本公积金	444	394	394	394	EPS(元)	0.62	0.55	0.75	0.94
留存收益	121	204	316	457	BPS(元)	6.65	4.99	5.73	6.68
归属母公司股东权益	665	748	860	1002	P/E(x)	37.96	39.94	29.59	23.41
少数股东权益	0	0	0	0	P/B(x)	3.32	4.43	3.85	3.31
股东权益合计	665	748	860	1002					
负债和股东权益合计	954	1083	1274	1504					

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16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, 10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: 紫光股份、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、山大华特等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。