

坚持品牌技术+高端营销战略

增持 维持

目标价格：28.05 元

投资要点:

- 📖 行业转暖，公司业绩拐点出现
- 📖 强力合作伙伴+高端营销推广打造小间距电视的成功
- 📖 LED 小间距电视将逐步替代传统显示产品，市场空间巨大

报告摘要:

- **行业转暖，业绩拐点出现。**根据 CSA 及高工 LED 数据显示，LED 行业逐步回暖，技术进步及芯片价格的降低带动成本回归合理区间，下游需求回升，特别是显示应用企业业绩增速明显，同时，上游供给逐步回归合理区间，产能过剩情况有所缓解。在整个行业行情带动下，公司业绩拐点已经出现，从 5 月以来订单情况明显好转，销售激增，国外销售同比增长 129%；上半年毛利同比增长约 4%，达到 36%；核心产品小间距电视实现收入 5700 万比去年增长 688%，上半年订单接近去年全年。预计公司全年整体增速在 40% 左右。
- **强力合作伙伴+高端营销推广打造小间距电视的成功。**公司的 LED 小间距电视的研发加入了台湾亿光、美国 Ti 和小米盒子等强力合作伙伴，融合了智能、触摸、3D 等娱乐元素，在技术上具有领先对手 2-3 年的优势。公司拥有完善的国内营销网络，现在又依托五大国际业务中心全面推广海外业务，成功得到松下等合作伙伴及国际客户认可。
- **LED 小间距电视将逐步替代传统显示产品。**从技术上看，LED 小间距电视在拼缝技术、使用时间、节能环保等方面具有 DLP/LCD 等传统显示产品不可比拟的优势；从价格上看，小间距电视成本也降低到进口 DLP 以下，和国内 DLP 持平，未来将逐渐替代 DLP/LCD 调度系统，取代会议系统液晶、投影，随着技术进步甚至进入家庭消费。
- **盈利预测与估值。**公司 13-15 年净利为 8300 万、1.12 亿和 1.42 亿，EPS 为 0.55、0.75 和 0.94 元，按 8 月 19 日收盘价 20.71 计算 PE 为 38、28 和 22 倍，目标价为 28.05 元，维持“增持”评级。

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

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

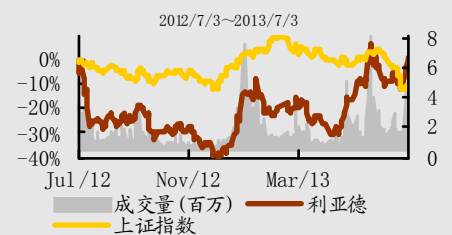
研究助理:

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

相关研究

《利亚德:小间距电视推动业绩稳定攀升》

2013-08-15

《利亚德:LED电视的领导者》

2012-12-24

目录

一、走出低迷，业绩拐点初现.....	4
(一) 行业拐点到来且下游最先启动	4
(二) 公司业绩明显转好，在订单拉动下，未来业绩有保障	6
二、低调研发，高调面世——小间距电视的推广之路.....	7
(一) 小间距电视诞生与推广之路	7
(二) 公司标准电视的性能和优势	9
三、核心产品小间距电视的市场繁荣在哪里？	11
(一) 取代 DLP\LCD 调度系统及会议液晶、投影系统分析	11
(二) 进入大众消费电子领域分析	13
四、盈利预测与估值	15

插图

图 1: 2009~2012 年显示屏用 LED 芯片价格走势	4
图 2: 2011 年以来公司销售费用的增长 (万)	8
图 3: 2012 年室内大屏幕显示市场各种显示技术产品销售额对比	11

表格

表 1: LED 行业上中下游上市公司业绩情况对比	5
表 2: 公司今年以来公布的订单情况	6
表 3: 小间距标准电视产品一览表	9
表 4: 目前市场主要屏幕显示技术性能对比	12

一、走出低迷，业绩拐点初现

2012 年公司实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 13.25%，净利润为 5821 万元，同比增长 3.67%，综合毛利为 34.42%。我们单从 2012 年的业绩增长看，公司增速比较低，主要是因为整个 LED 行业处于低迷状态，下游显示领域不景气。

2013 年第一季度公司营业收入的增长率为-9.82%，净利润的增长率为-39.50%，这主要是由于公司近期为了扩大经营规模而增加管理费用及销售费用等期间费用的投入所造成的。

根据公司中报，2013 年上半年实现净利润 3067 万，同比增长 12%。小间距电视占比提高，将公司的综合毛利从 32.9%提高到 36.27%。根据公司此前的股权激励计划，2013 年全年比 2011 年增长 30%，由于 2012 年增长仅增长 3.67%，所以 2013 年公司至少要增长 25.4%。

根据调研情况看，公司目前在手订单饱满，小间距电视业务整体大幅提高，公司业绩拐点已经出现，全年能够达到股权激励计划的要求，甚至达到 30%的增长。下面我们主要从行业和公司两个方面来论证业绩拐点的可靠性。

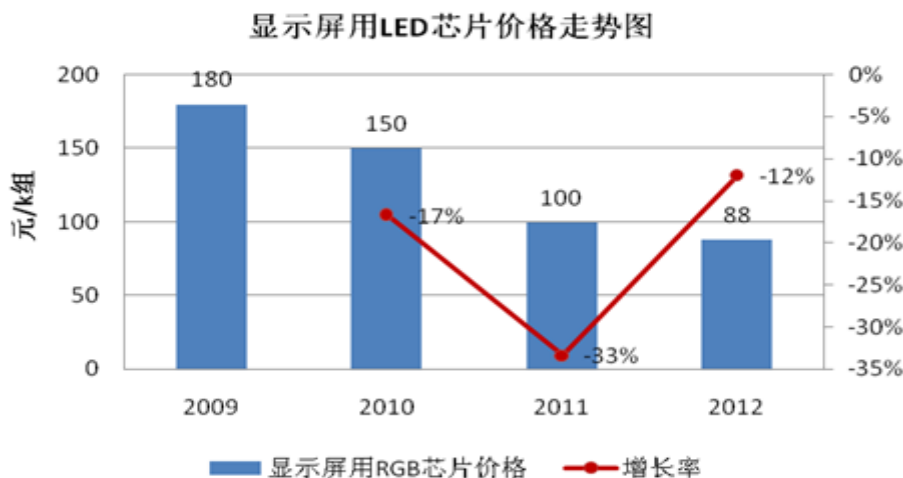
（一）行业拐点到来且下游最先启动

2013 年是公认的 LED 行业拐点，行业的需求逐渐旺盛，而供给也逐渐回归理性。

1、随着价格的下降，下游的需求已经由政策性需求转变为自发性需求，由个别项目的需求转变为区域性需求；

技术进步是促进价格下降的主要动力。价格的传导路径是由上游的芯片传导到下游的应用，目前的技术进步主要是芯片的流明成本的降低。针对公司所在的显示应用子行业来说，2009 年至 2012 年户内户外显示屏用芯片平均售价呈下降趋势，2011 年跌幅最大，为 33%，2012 年价格降幅收窄，为 12%。

图 1：2009 ~ 2012 年显示屏用 LED 芯片价格走势



资料来源：高工 LED 研究中心

目前户内显示屏用芯片价格已降至接近成本，未来价格进一步向下调整的动力来自于芯片厂通过技术革新缩小芯片尺寸带来的成本下降。户外高端显示屏用芯片目前价格尚有

下调空间，是今后两年显示屏用芯片价格下降的主要动力。

目前 LED 显示屏行业已经步入成熟期，未来几年市场规模将保持平稳增长态势，显示屏用芯片的价格已经经过激烈的市场竞争调整形成相对稳定的价格体系。

随着芯片价格下降到合理区间，下游封装及显示应用行业的产品价格也下降到逐渐形成市场自发需求产生的阶段，整体需求逐步回暖。

此外，政策强制实行的白炽灯替代也为 LED 整个行业需求的起来贡献了力量。由政策需求带来的技术进步最终促进市场自发需求的产生，LED 行业已经在进入一种逐渐成熟的市场周期模式，发展也由外延带动转为内生提高，需求拐点出现。

2、由于前几年政策鼓励下行业盲目扩张，产能过剩，导致整个行业出现困境与衰退，大量企业破产，行业中并购整合现象明显。于是随着大量企业的倒闭，供给端的缩量也渐渐使行业回归平衡状态。

目前在 LED 上下游产业链中，MOCVD 设备仍处于供过于求的状态，盲目的政策支持的扩张最终导致整个行业产能过剩。现在处于行业整合阶段，目前下游行业中大量企业倒闭的现象已经持续一段时间，而在此环境下存活下来的应用企业也终于迎来行业的拐点。整体来看，上游的芯片生产企业仍处于消化过剩产能的阶段，而下游应用行业的供给逐渐回归理性，拐点最先从下游应用行业开始出现。

以上我们从供给和需求两个角度论证了行业拐点的出现，下面我们将选取代表性公司的业绩指标进行对比分析：

表 1: LED 行业上中下游上市公司业绩情况对比

领域	上市公司	2012 归属于上市公司股东净利润 (百万)	同比增速 (%)	2013Q1 归属于上市公司股东净利润 (百万)	同比增速 (%)	2013 年上半年盈利情况	同比增速
上游芯片制造领域	三安光电	810	-13.47	160	-18.77		
	乾照光电	108.4	-39.02	23.7	-27.69	4782.72 万元 ~5420.42 万元	下降 15%至 25%
	华灿光电	87.3	-29.93	17.3	-37.11	1200 万元~2000 万元	下降 46.1% 至 67.6%
	士兰微	18.3	-88.07	5.2	-37.28		增长 250% 至 300%
中游芯片封装领域	瑞丰光电	46.9	41.38	8.6	71.85	2387 万元~2785 万元	增长 20%至 40%
	鸿利光电	47.3	-35.28	8.3	-32.98	2033.19 万元 ~2345.99 万元	下降 25%至 35%
	洲明科技	22.7	-50.33	4.2	148.16	835 万元~1200 万元	下降 26.57% 至 48.9%
下游芯片应用领域	奥拓电子	51.9	54.5	7.6	96.58	2671.84 万元 ~3473.4 万元	增长 0%至 30%
	勤上光电	105.2	-15.56	28.2	30.79	5003.21 万元 ~6367.72 万元	增长 10%至 40%
	利亚德	58.21	3.67	8.26	-39.50	2870.79 万元	增长 5%至

					~3144.20 万元	15%
万润科技	38.5	-28.82	10.9	-10.16	1797.79 万元	增长-30%至 ~3081.92 万元 20%
联建光电	26.9	-47.03	4.1	3.87	829.20 万元	下降 30%至 ~1055.30 万元 45%
长方照明	47.6	-27.76	10.3	-29.09	3200 万元~4000 万元	增长 1.80% 至 27.25%

资料来源: wind, 宏源证券

从上表中不难看出, 2012 年以及 2013 年上半年 LED 上中下游行业的盈利情况出现了一些分化。上游行业虽然出现了一些变动, 但基本盈利情况较差, 未有整个行业明显改善; 中游行业样本较少, 公司分化比较明显; 下游行业在 2012 年底基本处于负增长, 盈利状况较差, 但 2013 年一季度以及上半年有明显的改善。

(二) 公司业绩明显转好, 在订单拉动下, 未来业绩有保障

2012 年公司受整个行业景气的影响, 公司 12 年增速较低, 盈利增长 3.67%。13 年一季度由于销售费用的增加, 盈利下滑 39.5%, 但二季度已经扭转, 中报增长 12%。根据我们调研的情况, 有以下数据支持公司业绩拐点已经出现:

1、整体订单饱满, 上半年在手订单 5 亿左右, 新增 1 亿多, 全年计划订单 10-12 亿, 5 月份开始订单情况转好, 2013 年上半年公司新签订单及预中标项目总额较去年同期增长约 40%, 根据季节性规律, 公司下半年增长更快, 订单的转化率为 70%, 生产周期约为 3-6 个月。订单的好转我们从公司的公告中也可以看出来, 以前公司订单比较分散, 公布情况比较少, 但今年以来, 连续公布国内的中标情况, 并不断和投资者沟通国外的订单情况, 公司的订单景气度明显好转。

表 2: 公司今年以来公布的订单情况

项目名称	中标金额(百万元)	产品	面积(平方米)	项目交货时间
中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统——C03 演播室 P2.5LED 背景屏项目	10.5	TVPro 2.5 (LED 小间距广电级产品)	86.40	2013 年 9 月 10 日之前
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	41.6	P6-日亚黑灯	624	2013 年 12 月 31 日前
中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统——外语频道演播室视窗类背景屏项目	12.7	TVPro 2.5 (LED 小间距广电级产品)	79.32	2013 年 7 月 31 日之前

资料来源: 公司公告, 宏源证券

2、外销情况良好, 上半年外销增长一倍, 去年中报海外销售规模为 2464 万, 2013 年 1-6 月, 境外订单近 1 亿元, 已实现去年全年的订单量。报告期, 境外确认收入 5649 万, 较去年同期增长 129.11%, 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。公司目前非常重视海外市场的开拓, 在 7 月 25 日的产品发布会上公司与美国松下签订战略合作协议, 由以前的单独项目合作转为区域合作, 大大拓展了合作范围; 并与美国 D3 联

手入驻美国 NBC 电视台，NBC 是美国最大的电视台之一，这项合作的开展对公司海外业务发展意义深远；在欧洲成立合资公司，专门聘用当地成熟的销售团队进行市场开拓。除产品发布会上的动向外，我们也可以从海外展销会以及营销网络建设方面看出，公司近几年非常重视海外市场的开拓，注重和知名公司联手推广自有品牌，国际高端品牌路线的发展是公司目前开拓市场的一大亮点。

3、小间距电视销售情况增长较快，提高公司整体毛利。公司小间距电视的占比提高非常快，从 2012 年切入市场进行推广，公司小间距电视的订单快速增长，2012 年订单 1.2 亿元，占比 24%，2013 年上半年小间距在手订单 1.57 亿元，接近去年全年，占比达到 30%。小间距电视的毛利在 40% 以上，占比提高也带动公司综合毛利从 32.9% 提高到 36%。公司上半年实现小间距电视的收入确认 5723 万，比去年同期的增长 668%。随着 7 月 25 日小间距电视产品发布会的召开，预计市场需求将保持持续饱满状态，保证后续业绩增长。

二、低调研发，高调面世——小间距电视的推广之路

小间距电视是公司目前倾注心血最多的一个产品，也是整个显示屏领域沉寂很久之后的创新。公司从 2007 年开始研发，中间经历了漫长的过程，一直处于行业的领先地位。公司研发过程一直很低调，主要是为了避免竞争对手的模仿，甚至 2012 年小间距产品面世之后也没有看到公司大肆的宣传推广，经历了一段时间的积累和沉淀，2013 年公司开始投入大量的资金和资源，在短短几个月的时间内多次召开发布会、展销会，全面推广小间距电视，转为高调推广路线，小间距产品背后的种种光环也不断的闪现在投资者面前，技术领先、理念超前以及背景雄厚的合作者不断浮现出来。后期的高调推广和前期的低调形成鲜明的对比，为此，我们梳理了公司生产小间距电视产品的历程、技术优势和领先优势，以及公司想要凭借小间距电视推广获得的效果。

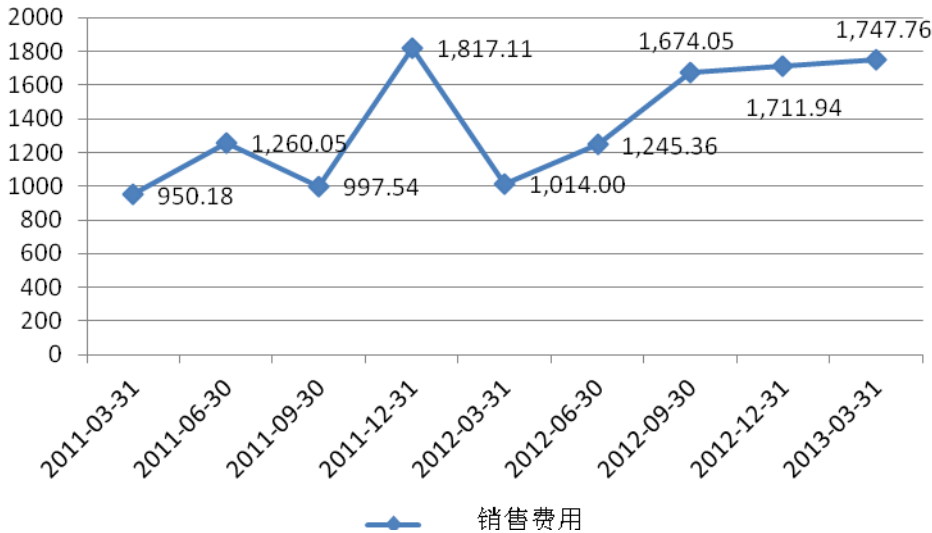
（一）小间距电视诞生与推广之路

- **小间距产品的诞生来自很多大牌企业的支持：**1 个明确目标+1000 多次试验+6 年研发历程+3 个强劲同盟。公司从 2008 年开始研发小间距电视，到 2012 年上市时能够量产 2.5mm 的小间距电视，在公司开始研发 1.9mm 和 1.6mm 小间距产品的时候，市场上同类产品大多为 3-4mm 间距。最终，2012 年，公司凭借和台湾亿光以及美国 Ti 的合作，成功量产 1.6mm 的小间距产品，并形成标准化电视产品，嵌入小米盒子，成功进军智能电视领域。在公司的产品发布会上，同时发布了 1.2mm 的微间距显示面板，具备量产能力。从产品本身的技术构成来说，LED 显示灯来自于台湾亿光的技术，最小间距为 1.6mm，公司与亿光有长期的合作协议和差异化销售协议，所以在一段时间内，小间距 LED 灯技术几乎是公司独有，且这种领先优势能够通过不断的研发创新保持下去；整个 LED 电视的控制芯片是由美国 Ti (Texas Instrument) 提供，公司已经和 Ti 合作了接近十年，合作关系非常巩固；公司凭借自己的图像处理等专利技术负责产品的后台控制，拥有强大的数字信号处理能力；形成标准化电视产品之后又加入了小米盒子、智能电视、3D 电视和触摸屏等元素，使产品更符合现代信息消费的主流。
- **完善的营销网络帮助产品成功拓展国内国际市场：**公司的营销网络是目前 LED 显示领域公司中较为突出的，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。

近几年来随着公司的快速扩张，销售费用也随之大幅上升，上市之初还呈一定的季节性波动，但 2012 年以来基本保持稳定增长的势头。

图 2: 2011 年以来公司销售费用的增长 (万)



资料来源: 宏源证券, wind

从销售费用来看，虽然费用高企，但基本可以和收入及盈利增长匹配，符合公司的高成长性特征。对于 LED 应用企业来说，拥有完善的营销网络、控制销售渠道是行业激烈竞争中最重要战略资源。从营销能力来看，公司已经是行业的佼佼者，再加上自有品牌的建设和推广，公司的市场开拓已经取得了非常好的效果。我们仍继续看好公司后续的国内国外的营销网络建设和品牌推广策略。

- **高端品牌营销打开国际市场:** 公司近几年的品牌推广和渠道建设非常成功，特别是针对小间距电视的海外高端市场的推广，公司产品已经得到国际客户的高度好评。公司参加了美国 Infocomm 展、荷兰 ISE 展、德国法兰克福 Prolight&Sound 展，美国相关媒体对公司的产品进行了多次报道。随着国际市场对公司及产品的认可，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》。通过调研了解到公司的小间距电视在国外市场销售价格保持高盈利，公司打算坚持高端消费推广路线，不会通过价格竞争进行市场拓展，我们继续看好公司的国际化拓展道路。

(二) 公司标准电视的性能和优势

- **最新发布产品一览:** 公司在北京产品发布会上发布了 6 款最新的小间距标准电视, 包括全球最大的 288 寸 4k 超清 1.6mm 电视, 现场体验效果非常震撼。另外还有 110 寸嵌入小米盒子的高清电视和 110 寸触摸电视、164 寸 3D 电视、116 寸海报电视等满足不同消费需求的电视产品。除这几款产品外, 公司还有不同尺寸的其他标准化电视, 可以实现客户需求的差异化定制。

公司研制的 LED 大尺寸电视主要基于小尺寸哑光黑色表贴 LED, 成功集成了小间距 LED 显示屏、平板电视、光电等技术, 实现了无缝拼接并且可以任意尺寸拼装, 采用组合式设计, 易于维护, 改善了电视的观看效果; 研制的 LED 大尺寸电视拥有多项具有自主知识产权的核心技术, LED 电视最高可达到 3840Hz 的高刷新速率; 采用 LED 自发光面板显示设计, 由于 LED 不含汞、红外和紫外等危害人体健康的成分, 回收更加环保; 同等亮度下, LED 电视较 LED 背光的 LCD 电视节能效果明显; 采用超强静音散热设计, 更加节能; 通过组合式设计, 维护成本低; 研制的 LED 大尺寸电视运用 3D 图像处理技术实现立体显示, 带来全新视觉体验; 研制的 LED 大尺寸电视实现了多窗口高分辨率实时显示各种信息源数据。。标准电视目前主要应用于商用领域, 包括会议室、机场、商场、城铁、写字楼、宾馆大堂、政府和企业等公共场所, 未来将会应用于民用领域, 如家庭影院及客厅等。

表 3: 小间距标准电视产品一览表

产品类型	像素间距	刷新率 (Hz)	像素密度 (点/m ²)
全球最大 288 寸 4K 超高清电视	1.6mm	1.6mm—960	360000
144 寸高清 LED 电视	1.6mm/1.9mm/2.5mm	1.6mm—960 1.9mm—1200 2.5mm—3840	1.6mm—360000 1.9mm—270400 2.5mm—160000
110 寸高清 LED 电视	1.6mm/1.9mm/2.5mm	同上	同上
164 寸 3D LED 电视	1.9mm	1.9mm—1200	270400
110 寸触摸 LED 电视	1.6mm/1.9mm/2.5mm	1.6mm—960 1.9mm—1200 2.5mm—3840	1.6mm—360000 1.9mm—270400 2.5mm—160000
116 寸 (95/105 寸) 海报电视	1.6mm/1.9mm/2.5mm	同上	同上

资料来源: 宏源证券

- **LED 小间距电视核心技术:** LED 小间距电视属国际最领先的 LED 高清晰数码显示技术, 融合了高密度 LED 集成技术、多屏幕拼接技术、多屏图像处理技术、网络技术, 整套系统具有高稳定性、高亮度、高分辨率、高清晰度、高智能化控制、操作方法先进的大屏幕显示系统, 可与监控系统、指挥调度系统、网络通讯系统等子系统集成, 形成一套功能完善、技术先进的信息显示及管理控制平台。整套系统的硬件、软件设计上已充分考虑到系统的安全性、可靠性、可维护性和可扩展性, 存储和处理能力满足远期扩展的要求。

➤ LED 电视技术优势表现在:

- 1、真正无缝拼接技术。LED 屏幕可以任意方向、任意尺寸、任意造型拼接。特别是用在监控背景墙或演出舞台背景屏幕的情况下，无缝屏幕的优点更加明显，图像画面任意分割，可以接收多路输入信号，同时显示在屏幕上，且画面无分隔，没有黑线，不存在遗漏信息的情况。
- 2、响应时间极小。在数字显示技术中，任意连续视频是由许多静止画面帧组成，其中每相邻两帧画面的更换时间，是衡量观众收看到的图像连贯、清晰的重要指标。LED 电视的这一时间极短，在纳秒级别内，故与液晶和投影机相比，特别是在监控画面及播放动态视频的时候，具有极大的优势。
- 3、亮度高且可调。根据自主研发设计的产品结构，LED 电视采用独立发光颗粒构成显示像素，同等条件下，单灯亮度高，可对环境进行自适应调整；另外 LED 电视由于是主动发光，对于会场，展示厅等使用场所能很好的保证用户从各个视角观看的效果。
- 4、高刷新速率。采用自主研发的显示控制技术，可以使 LED 电视刷新频率达到摄像机及高清电视转播的需要，LED 显示屏刷新率即为图像每秒钟显示数据被重复的次数，高速的刷新频率可完全适应高速摄影机和高清电视转播需要，LED 电视的刷新频率可达到 2400HZ，画面稳定无波纹无黑屏，应对动态显示画面，图像边缘清晰，将图像信息准确真实地还原。
- 5、高效节能、散热效果好。使用带高效节能的开关电源，减少了 LED 供电系统线路中，各种元器件对供电系统造成的干扰，净化了电网，改善了电能质量；还降低了大屏幕本身的电能损耗，节省电费，同等亮度下，LED 电视可节能 40-60% 以上，超强静音设计，更加环保与节能；均匀的散热技术，热量降低，更加节能，又可以保证屏幕亮度均匀一致。LED 显示屏采用绿色发光技术，光点转换效率高，将更多的电能转化成光能；LED 自身金属结构就是最好的散热导体，稳定可靠，可 7×24 小时连续工作，LED 光源寿命可达 100000 小时。LED 屏幕背部不需要另加风扇，靠自然对流散热，极静音。

三、核心产品小间距电视的市场繁荣在哪里？

公司的核心产品小间距电视得到了国内国际客户的强烈认可，将出现爆发式增长，市场需求巨大。根据 LED 小间距电视形态不同，分为定制电视和标准电视。

定制电视是根据客户使用需求，定制任意尺寸的 LED 拼墙。从市场需求来说，LED 拼墙的主要应用范围包括：

第一，取代原有 DLP 拼墙、PDP 拼墙、LCD 拼墙，广泛应用于指挥（如作战指挥）、调度（如生产、交通调度）、监控（如高速路监控）等显示系统；

第二，取代投影和液晶、等离子等显示设备，广泛应用于会议室显示系统，如政府、军队、学校、企业等环境的大型会议系统；

第三，应用于公共场所的显示系统，如机场、商场、地铁、展览展示等场所。

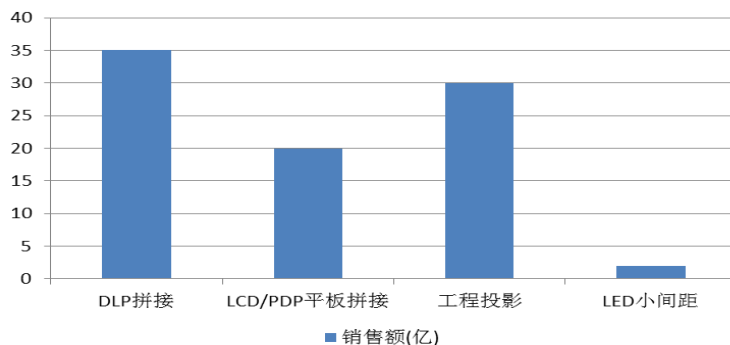
标准电视是公司最新推出的固定尺寸的电视产品，包括 92 吋、110 吋、144 吋、164 吋及 288 吋，分别采用点间距分别为 1.6mm、1.9mm 和 2.5mm 的产品构成，其中 144 吋产品可达到 2K 高清，288 吋产品可达到 4K 高清。

公司原来在公共场所的显示系统领域市场份额就很高，预计未来公司产品的三个方向主要是取代 DLP/LCD 调度系统；取代会议系统液晶、投影；进入大众消费电子领域。

（一）取代 DLP/LCD 调度系统及会议液晶、投影系统分析

2012 年室内大屏幕显示市场的最大赢家仍然是老牌的 DLP 显示技术产品，销售额达到了 35 亿元，远远超过了其他的几类产品。DLP 背投拼接墙有两大特点：整屏分辨率高，同时相比于 LCD，其单元之间的拼缝也比较小。由于其在拼缝技术上的优势，被广泛的应用于高端领域，比如交通指挥、电力调度等对屏幕要求较高的控制室等。DLP 的缺点主要在于色彩和拼缝技术的不完备性。

图 3：2012 年室内大屏幕显示市场各种显示技术产品销售额对比



资料来源：OFweek 半导体照明网，宏源证券

DLP 的竞争者 LCD 进入市场不过短短的几年，却对 DLP 造成了不小的冲击。2009 年，随着 LCD 超窄边拼接产品的出现，LCD 开始进入高速成长期，参与厂家愈来愈多，应用领域也越来越广阔。进入 2012 年，LCD 的增长率更是达到了 123%。由于 LCD 产品价格较低，所以成为了中低端用户首选，它主要运用于对拼缝要求不高、显示画面简单的

视频监控市场和公共信息显示市场，同时向上延伸至中高端领域，与 DLP 应用部分竞争交叉重叠。LCD 的缺点是拼缝过大，亮度和色彩存在不一致性。

PDP 显示屏相对功耗大，价格高，亮度和色彩方面同 LCD 一样无法长时间保持一致性。工程投影有单台使用以及多台使用的边缘融合技术。但是显示应用模式复杂，且不适用于长期运行，分辨率也不够高。

以上这些显示技术都不同程度的存在着各种各样的瓶颈，其自身技术很难突破。小间距屏的出现，完美的解决了室内显示市场精度和显示范围之间的矛盾。小间距 LED 显示屏整屏完全无缝，不存在各单元亮度衰减不一致、颜色漂移不一致的问题，逐点可调、可校正；LED 显示屏屏体较薄，需要较小的后维护空间，提高了用户的空间利用率。

LED 屏幕同 DLP/LCD 屏幕相比最大的缺陷就是分辨率，分辨率比 PDP 的产品更低，分辨率低的固有特点决定了其无法成为控制器超高分辨率显示方案的替代产品，但是对于以视频显示为主的应用及对整屏分辨率要求有限的控制室应用，LED 显示屏无疑是现有显示技术中的最佳选择。现在小间距 LED 产品的出现，可以将点间距控制在 1.9mm、1.6mm 甚至 1.2mm，大大提高 LED 产品的分辨率，克服传统 LED 显示的缺陷。

表 4: 目前市场主要屏幕显示技术性能对比

类别	拼缝控制水平	分辨率	均匀性和一致性	亮度	平均功耗	光源寿命	适用领域
LCD 液晶	5.5mm	用于拼接的有 1366*768 和 1920*1080 (16:9)	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，不可恢复	450-1700cd/平方米	170W-200W	6 万小时	价格较低，中低端用户首选。主要运用于对拼缝要求不高、显示画面简单的视频监控市场和公共信息显示市场，同时向上延伸至中高端领域，与 DLP 应用部分竞争交叉重叠。
PDP 等离子	1.8mm	用于拼接的有 853*480 (16:9)	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，不可恢复	450-1700cd/平方米	240W-450W	6 万小时	偏中低端。大众消费领域如电视、电脑监视器等，专业应用领域如火车站，医院，移动娱乐信息显示等
DLP 背投	0.5mm-1.0mm	1024*768, 1400*1050 (4:3), 1920*1080 (16:9)	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，需重新调试	200-400cd/平方米	140W-350W	6000-6 万小时	应用在指挥调度系统等应用场合，比如交通指挥中心、气象局、军事演示中心等这些对数据演示要求非常精细的领域
投影融合	无缝隙，有融合带	1024*768, 1920*1080, 1400*1050	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，需重新调试	投影机亮度&投影尺寸	依投影机而不同	依光源类型而不同	服务于公安、边防、交通指挥、防汛、电力、电信、训练中心、指控中心、会议、影院等应用场所
高清 LED 显示屏	显示屏完全无缝	每一个 LED 发光二极管为一个像素点。如 P4 室内全彩屏，点距 4mm，像素密	亮度、色度逐点可调，整屏均匀一	2000-2000cd/平	110W-230W	10 万小时	控制室 DLP 拼接墙，会议用大尺寸 LED 显示屏，另外还可用于机场、商场、宾馆等

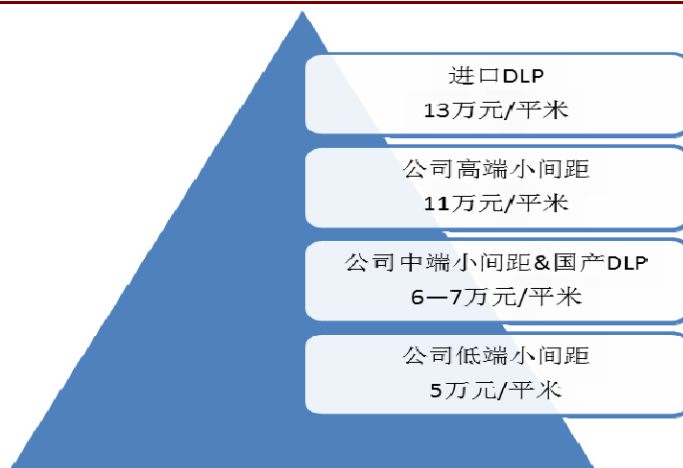
度最多：62500 点/平方米。 致 方米
目前仅几个厂家可做到 P3
规格，即像素点距 3mm

公共场所的屏幕显示

资料来源：OFweek 半导体照明网，宏源证券

小间距产品能够对传统显示产品进行替代的重要条件在于其成本价格降低到客户可以接受的范围。现在小间距产品的价格和国产 DLP 差不多，介于进口 DLP 和国产 DLP 之间（进口 DLP 价格约为 13w/平米，国产大约是其一半，约 6-7w/平米）。2.5mm 小间距产品的高端价格为 11w/平米左右，中端接近国产 DLP（6-7w/平米），低端 5w/平米。从价格上来说，随着 LED 技术改进及成本价格的迅速降低，将成为替代 DLP、LCD、会议液晶等传统显示产品的最佳选择。

图 4：公司 2.5mm 小间距产品与 DLP 产品价格对比



资料来源：宏源证券

2012 年度公司的 LED 小间距产品（点间距小于 2.5mm）进入室内显示应用，成长势头强劲，当年度即收获了接近 2 个亿的订单。据测算，2013 年小间距 LED 产品收入预计将达到 2 亿，订单突破 3-4 亿，2014 年有望翻倍。可以说，2013 年将成为小间距 LED 显示产品应用元年。

小间距 LED 的应用范围十分广阔，可以满足大多数市场的需求。尽管目前 LED 小间距的市场份额并不大，但是由于其优秀的显示技术，必将在室内屏幕市场上刮起不小的旋风，我们期待小间距未来的表现。

（二）进入大众消费电子领域分析

公司一直强调产品目前主要应用于商用市场，尚未进入大众消费电子市场。主要原因在于商用市场与民用市场在价格、需求及售后服务等方面存在较大区别，公司目前发布的 LED 电视新产品仅限于 92 吋以上大尺度电视产品，适合于 2 米以上的观看距离，因此公司 LED 电视只有在大尺寸领域与其他显示产品才具有明显优势，低于 92 吋的 LED 电视与传统家用 LCD 电视在清晰度及价格等方面不可比拟。

从使用习惯角度，由于 LED 电视亮度过强以及目前尺寸较大等特性，导致其不适于民用家庭消费，但我们根据公司发布的标准电视产品可以看出，产品中已经融入了智能、

娱乐、裸眼 3D 等技术，这些元素贴近大众消费需求，进入影院、酒吧等公共消费场所具有一定的可行性。而随着技术的改进，LED 电视进入家庭消费领域也是一种趋势和可能，虽然公司目前应用于商业场所比较多，但家庭消费才是消费主流，意味着是其努力的方向。

四、盈利预测与估值

根据我们的盈利预测模型,预计公司 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。

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
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	315	5	10	12
资产					现金及现金等价物净增加额	208	157	64	90
货币资金	299	449	513	603	现金及现金等价物期末余额	292	449	513	603
应收款项	321	270	337	409	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
预付款项	7	10	13	15	盈利能力				
存货	220	254	314	382	ROE	8.8%	11.1%	13.0%	14.1%
其他流动资产	0	0	0	0	净利率	10.2%	12.3%	13.3%	13.9%
流动资产合计	847	982	1177	1409	毛利率	34.4%	36.2%	37.0%	37.0%
固定资产	37	38	39	38	营业费用率	9.9%	11.0%	10.5%	10.0%
在建工程	4	4	3	2	管理费用率	11.2%	11.3%	11.3%	11.0%
无形资产	33	31	28	27	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
非核心资产	33	20	20	20	资本结构				
非流动资产合计	107	93	90	87	资产负债率	30.3%	31.1%	32.7%	33.6%
资产总计	954	1075	1267	1496	权益乘数	1.44	1.44	1.47	1.49
负债					流动资产/总资产	88.8%	91.4%	92.9%	94.2%
短期借款	40	46	57	69	流动负债/总负债	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
应付款项	168	191	236	286	偿债能力				
预收款项	74	95	118	143	流动比率	2.93	2.93	2.84	2.81
其他应付款	8	4	4	4	速动比率	2.17	2.18	2.08	2.05
其他流动负债	0	0	0	0	产权比率	0.44	0.45	0.48	0.50
流动负债合计	289	335	414	502	归属母公司股东权益/负债	2.30	2.23	2.08	1.99
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	1.74	1.82	1.87	1.85
其他非流动负债	0	0	0	0	应收账款周转率	2.55	2.28	2.78	2.74
非流动负债合计	0	0	0	0	流动资产周转率	0.89	0.74	0.78	0.79
负债合计	289	335	414	502	固定资产周转率	19.57	17.84	21.89	26.60
股本	100	150	150	150	总资产周转率	0.78	0.67	0.72	0.74
资本公积金	444	394	394	394	每股和估值指标				
留存收益	121	204	316	457	EPS(元)	0.62	0.55	0.75	0.94
归属母公司股东权益	665	748	860	1002	BPS(元)	6.65	4.99	5.73	6.68
少数股东权益	0	0	0	0	P/E(x)	37.96	39.94	29.59	23.41
股东权益合计	665	748	860	1002	P/B(x)	3.32	4.43	3.85	3.31
负债和股东权益合计	954	1083	1274	1504					

资料来源: 宏源证券

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。