

# 厉兵秣马，业绩有望重回高增长

## 投资要点

- 2015年是公司储备的一年:** 公司2月公布的业绩快报显示,2015年全年公司实现营业利润10.15亿元,同比下降5.9%;实现归母净利润1.27亿元,同比下降19.9%。2015年是公司上市后的第一年,公司完善国内外业务布局,扩大产能,聚焦主业,为公司未来发展作好铺垫:1)将生产基地完全转至惠州工艺园,生产总面积扩大6倍,解决产能瓶颈;2)完善海外子公司全球化布局(海外8个子公司);3)调整国内业务架构,新增小间距事业部和渠道运营部;4)升级SAP系统,实现国内外业务协同发展;5)终止照明业务,聚焦主业。
- 海外市场优势明显,产品品类丰富:** 公司显示屏产品应用在以美国时代广场为代表的海外中高端市场,技术、品牌壁垒高,海外市场优势明显;公司收购维斯泰克后,进一步丰富公司产品线,目前公司已布局室内外固装屏、租赁屏、小间距等多元产品线,紧抓细分市场增长机会,满足客户差异化需求。
- 小间距LED显示屏成新盈利增长点:** 小间距LED目前主要应用在军队、政府及公共服务等专用显示领域。随着灯珠成本下降、封装工艺技术改善,未来小间距LED有望大规模进入100亿商显市场。从地区分布来看,15年海外市场小间距市场11亿,小于国内的13亿。近年来包括达科、飞利浦、三星、NEC等海外显示屏巨头纷纷切入海外小间距市场,海外小间距市场爆发将至。公司是国内前四大小间距显示屏供应商之一,工艺经验丰富;加之其海外技术、品牌优势,未来有望率先享海外小间距市场增长红利。
- 酒店运营业务渐步入正轨:** 公司2015年切入酒店运营业务,其小间距显示屏已安装在国内300多家4、5星级酒店,每月流水在100万元以上。公司酒店管理业务是其“两翼一支撑”大战略一部分,未来公司一方面继续深化酒店场景内容服务同时,也将切入包括社区管理、文化传媒等多元应用场景。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.79元、1.29元和1.78元,对应股价PE分别为45倍、26倍和19倍。选取A股上市的LED显示屏公司作为可比公司,同业2016年PE中值34倍作为参考PE,公司对应合理股价为43.7元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** LED显示屏市场需求或不及预期;场景管理业务发展或不及预期。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1079.47	1016.77	1402.12	1938.56
增长率	47.92%	-5.81%	37.90%	38.26%
归属母公司净利润(百万元)	158.84	127.26	205.90	285.92
增长率	38.96%	-19.88%	61.79%	38.86%
每股收益EPS(元)	0.99	0.79	1.29	1.78
净资产收益率ROE	21.54%	15.61%	20.91%	23.54%
PE	36	45	28	20
PB	7.20	6.46	5.34	4.33

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongl@swsc.com.cn  
  
联系人: 洪琪  
电话: 021-68413373  
邮箱: hongq@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	1.6
流通A股(亿股)	0.46
52周内股价区间(元)	19.78-28.28
总市值(亿元)	53.51
总资产(亿元)	12.44
每股净资产(元)	4.95

## 相关研究

## 目 录

1. 公司介绍：国内 LED 显示屏领跑者 .....	1
2. 技术+渠道优势深耕海外显示屏市场，公司优势显著 .....	2
2.1 我国 LED 显示屏增速趋缓，海外市场空间仍广阔 .....	2
2.2 出口大戶如何炼成？技术牛打造品牌牛 .....	3
3. 小间距 LED 显示或成发展新动能 .....	4
3.1 小间距 LED 成室内显示新贵 .....	4
3.2 发挥海外市场优势，开辟海外市场抢先机 .....	6
4. 从酒店运营起步，深化场景运营战略 .....	7
5. 盈利预测与投资建议 .....	8
6. 风险提示 .....	9

## 图 目 录

图 1: 公司显示屏类型及应用 .....	1
图 2: 公司营收占比按主营业务构成分类 .....	1
图 3: 公司营收占比按地区分类 .....	1
图 4: 2009-2015 年公司主营业务收入及增速 .....	2
图 5: 2009-2015 年公司归母净利润及增速 .....	2
图 6: 我国 LED 显示屏市场空间及增速 .....	3
图 7: 全球 LED 显示屏市场及增速 .....	3
图 8: 公司登陆美国时代广场的 LED 显示屏 .....	3
图 9: 公司 N2 小间距新品荣膺创新大奖 .....	3
图 10: 小间距 LED 应用市场按应用类别细分 .....	5
图 11: 商用显示市场空间 .....	5
图 12: 艾比森灯珠采购价格变化趋势 .....	6
图 13: 我国小间距 LED 市场增速 .....	6
图 14: 达科 p1.9 小间距产品 .....	6
图 15: 小间距 LED 渗透领域 .....	6
图 16: 显示屏企业场景运营案例 .....	7

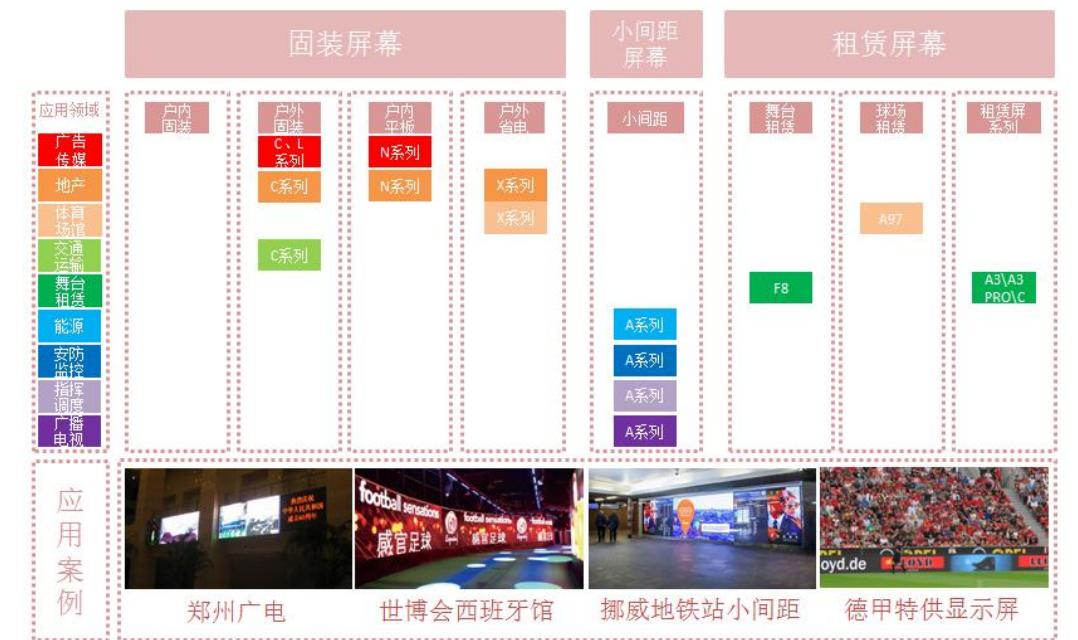
## 表 目 录

表 1: 不同公司 LED 显示屏参数 (选取像素点间距为 20mm 显示屏作比较) .....	4
表 2: 室内不同显示技术对比 .....	5
表 3: 分业务收入及毛利率 .....	8
表 4: 可比公司 PE .....	9
附表: 财务预测与估值 .....	10

## 1. 公司介绍：国内 LED 显示屏领跑者

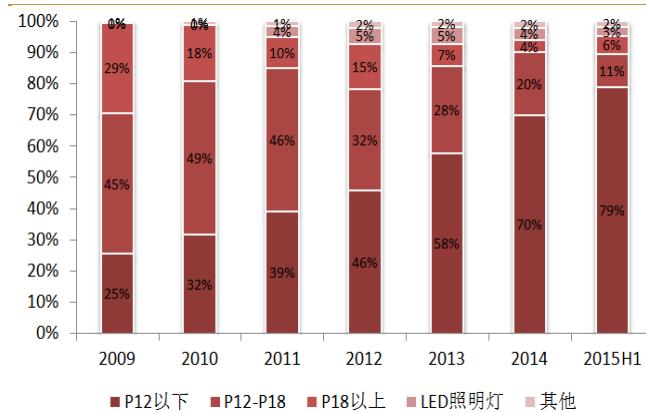
艾比森是国内领先的 LED 显示屏设备供应商与产品运营商。公司除了常规的各类户内外固装屏外，还拥有创意屏、租赁屏、小间距显示屏等多元化产品线，产品广泛应用于广告传媒、地产、体育场馆、交通运输、舞台租赁、安防监控、指挥调度等下游应用领域。公司产品主要定位于海外中高端市场，海外市场销售份额逐年提升，产品远销美洲、欧洲、澳洲、亚洲、非洲等 110 多个国家和地区，产品应用在美国 NBA 球赛、世界杯、欧洲杯、总统新闻发布会、高档购物商场、奢侈品牌专卖店、国家电视台等领域。

图 1：公司显示屏类型及应用



数据来源：公司网站，西南证券

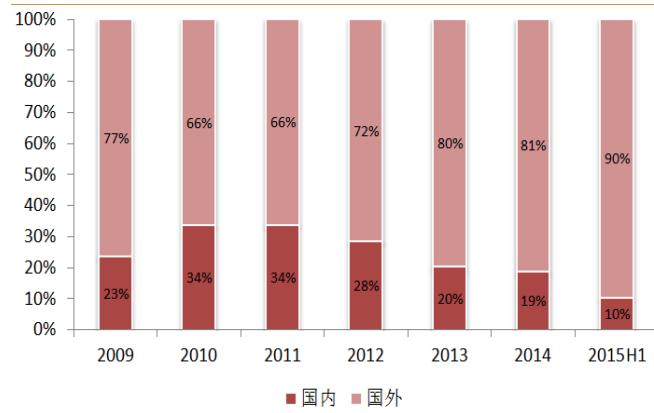
图 2：公司营收占比按主营业务构成分类



数据来源：公司公告，西南证券

2009 年以来，公司规模迅速扩张，营收从 2009 年的 1.6 亿元人民币增至 2014 年的 10.8 亿元人民币，增长了近 7 倍；净利从 2009 年的 0.2 亿元人民币增至 2014 年的 1.6 亿，增长

图 3：公司营收占比按地区分类



数据来源：公司公告，西南证券

了 8 倍。公司 2 月公布的业绩快报显示，2015 年全年公司实现营业利润 10.15 亿元，同比下降 5.9%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比下降 19.9%。公司于上市后的第一年，完善国内外业务布局，扩大产能，聚焦主业。虽然短期内公司业绩受到影响，但是长远来看公司的业务布局为其后续发展作好铺垫：1) 生产基地转移，公司今年将生产线完全转移至惠州工业园。惠州工业园总占地 10.85 万平方米，而公司原有深圳厂房面积仅 1.67 万平方米。公司 2013 年显示屏产量 97,610 平方米，已接近产能负荷极限，将生产转移至惠州工业园，将显著增加公司产能扩张弹性，为公司后续发展奠定基础；2) 海外市场渠道下沉，公司 2015 年基本完成海外子公司布局，目前公司海外子公司（孙公司）遍布亚、非、欧、美四大洲八个国家和地区，此举有助开展海外市场的本土化运营和服务；3) 调整国内业务架构，新增小间距事业部和渠道运营部；4) 升级 SAP 系统，实现海内外业务协同运作。2016 年公司业务将逐步步入正轨；5) 终止照明业务，公司主业更加聚焦。

图 4：2009-2015 年公司主营业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 5：2009-2015 年公司归母净利润及增速



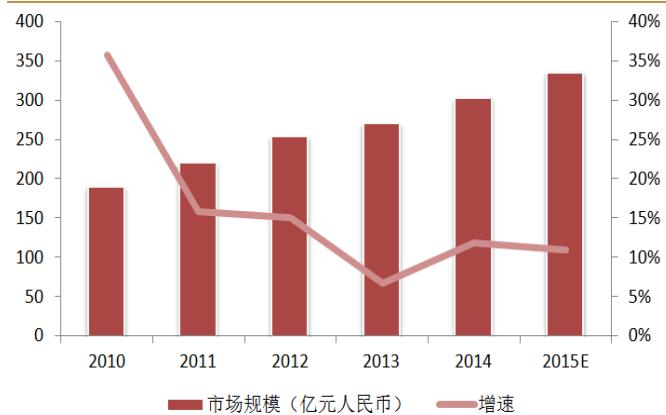
数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 技术+渠道优势深耕海外市场，公司优势显著

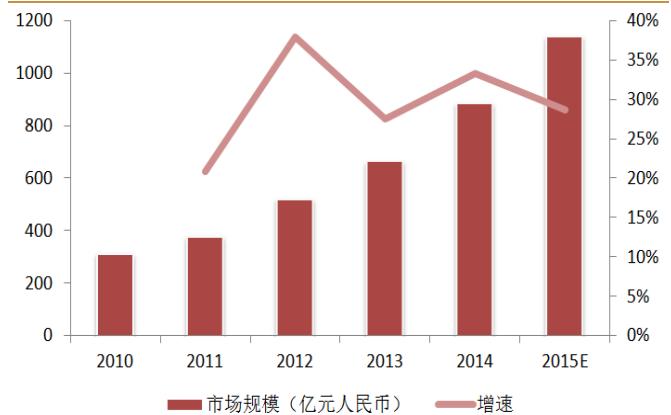
### 2.1 我国 LED 显示屏增速趋缓，海外市场空间仍广阔

近年来我国 LED 显示屏整体市场增速放缓已经成为不争的事实。2014 年我国 LED 显示屏市场规模在 302 亿左右，同比增速仅在 11%；中国 LED 显示应用行业协会预计 2015 年市场增速仍将保持在 10% 左右。

而从全球范围来看，以俄罗斯为代表的东欧、南美、东南亚国家 LED 显示屏渗透率仍非常低，新兴市场未来发展空间广阔：据 GSC 统计，2010-2014 年俄罗斯 LED 显示屏市场容量由 2 千万美元增长至 1.45 亿美元，年复合增速在 60% 以上；而到 2017 年预计俄罗斯市场需求将超过 3 亿。受新兴市场需求拉动，全球 LED 显示屏市场空间仍将保持 20% 以上的平稳增长。

**图 6: 我国 LED 显示屏市场空间及增速**


数据来源：中国 LED 显示应用行业协会，西南证券

**图 7: 全球 LED 显示屏市场及增速**


数据来源：GSC，西南证券

## 2.2 出口大户如何炼成？技术牛打造品牌牛

艾比森是我国最大的 LED 显示屏出口公司之一，据海关数据统计显示，2015 年 1-5 月公司 LED 显示屏出口金额在 4700 万美元，排在国内所有显示屏厂商的第一位。公司立足中高端市场，其 LED 显示屏广泛应用到全球各大标杆性的广告、体育、舞台项目上：2015 年 2 月公司 A1688 广告屏和 A5 租赁屏同时登陆全球顶级商业中心——纽约时代广场，毗邻著名的纳斯达克大厦，是国内首个登陆时代广场的自有品牌，彰显公司产品在国际上强大的品牌影响力。2016 年初公司 N2 小间距新品在阿姆斯特丹举行的 ISE 展上，获得产品创新大奖（InAVtion 奖）。InAVtion 奖是全球视听领域最具份量的奖项之一，艾比森是行业唯一获得此国际大奖的中国品牌，同时获得其它品类大奖的有松下，博世，Christie 等国际知名公司，此次获奖也从另一个侧面印证了公司的品牌和技术已在全球市场上获得了广泛认可。

**图 8: 公司登陆美国时代广场的 LED 显示屏**


数据来源：互联网

**图 9: 公司 N2 小间距新品荣膺创新大奖**


数据来源：互联网

我们从耗能角度来阐述公司的技术优势：能耗大是 LED 显示屏，尤其是 LED 户外显示大屏非常关注的一个问题。过去 LED 户外显示大屏能耗往往在 600W/m<sup>2</sup> 甚至以上，一块 100 平方米的户外广告大屏运行一天的耗电量就超过 1000 度电，是普通家庭的 100 倍以上。对此，美国户外广告协会发出告诫，要求将每平方米的功耗降至 110W。欧美等发达国家对 LED 显示屏功耗的硬指标就将很多国内 LED 显示屏制造商拦在门外。

公司采用多种措施降低 LED 显示屏功耗：包括采用高效 LED 发光芯片、采用高效开关电源、优化屏体散热设计和整体电路方案等，在不损失显示效果的情况下，推出了在市场上极具竞争力的低功耗高亮 LED 户外大屏产品：我们以 P20 点间距显示屏为例，公司的 X20 型号户外大屏功耗平均值仅  $110W/m^2$ ，已达到国际领先水准。而我们选取市面上的几款同样是 P20 点间距的 LED 显示屏功耗均远大于艾比森产品（均值  $200W/m^2$ ）。作一个简单的估算，2014 年我国显示屏市场 300 亿，以每平米屏幕 5000 元计算，2014 年我国出货显示屏约 600 万平方米。按照每天工作 16 个小时计算，若将全国的显示屏都换成艾比森的 X 系列显示屏，可以节省电量约 32 亿千瓦时，约相当于北京市 1 个月的耗电量。

表 1：不同公司 LED 显示屏参数（选取像素点间距为 20mm 显示屏作比较）

	艾比森	A 公司	B 公司	C 公司	D 公司
产品型号	X20	S20	NV20A	CV20A	P20
像素结构	直插 LED	直插 LED	直插 LED	直插 LED	直插 LED
像素间距(mm)	20	20	20	20	20
亮度(nits)	8000	7000	6500	$\geq 6500$	$\geq 6500$
灰度等级(bits)	16	-	-	-	14-16
刷新频率(Hz)	1920	$\geq 1000$	$\geq 3840$	$\geq 1500$	600-2400
功耗最大值(W/m <sup>2</sup> )	330	600	833	600	450
功耗平均值(W/m <sup>2</sup> )	110	200	277	200	180

数据来源：各上市公司官网，西南证券

### 3. 小间距 LED 显示或成发展新动能

#### 3.1 小间距 LED 成室内显示新贵

传统的 LED 显示屏灯珠间距大，一般用作对分辨率要求不高的室外显示。（如告示牌、广告牌、足球场大屏幕）近年来随着 LED 显示屏技术快速发展，LED 灯珠间距逐渐缩小。一般把灯珠间距小于 2.5mm 的 LED 显示屏称为小间距 LED 显示屏。目前最小间距的 LED 显示屏间距已达 0.7mm，而拥有 4K 甚至 8K 分辨率的小间距产品也层出不穷。分辨率的提升为 LED 显示屏进入室内市场打下技术基础。

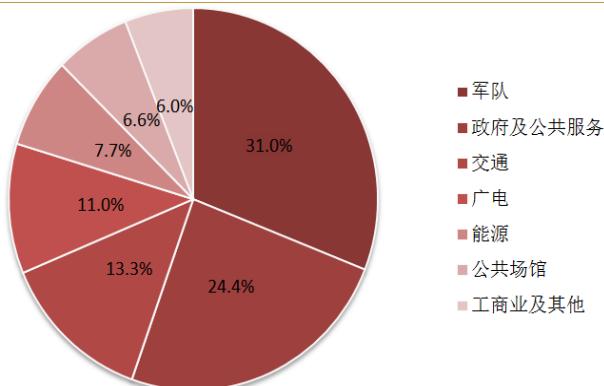
传统室内显示市场以 DLP 拼接屏和 LCD 屏为主。由于 LCD 屏拼缝大，一般室内高端显示采用 DLP 拼接屏。但是 DLP 拼接屏并没有完全消除拼缝（最小拼缝在 0.5mm，实际上由于屏幕拼接的问题拼缝线还是比较明显的），拼缝的存在避免不了一些精确数据在缝隙之间出现误差，无法满足终端用户对于图像的严格要求。小间距 LED 显示屏相对 DLP 屏和液晶屏的最大优势便是无拼缝，非常适合应用在对图像精细度要求很高的领域，如国防军工领域。此外小间距 LED 显示屏还拥有亮度高、刷新频率高、支持 24 小时、屏幕均匀度高工作等优势。

**表 2: 室内不同显示技术对比**

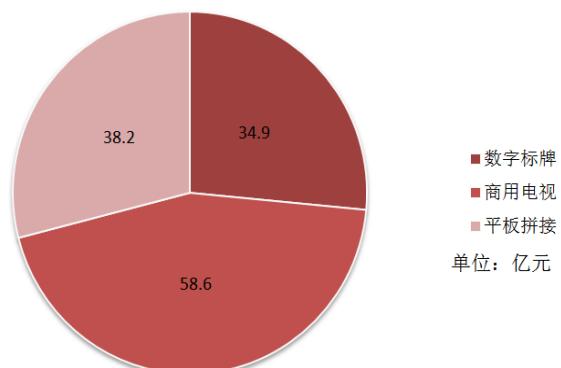
	液晶拼接(LCD)	DLP 拼接	小间距 LED 显示屏
原理	背光源	光源投射	自发光
物理拼缝	1.8mm	0.5mm	无拼缝
均匀一致性	单元间亮度与色彩衰减不一致，不可恢复	单元间亮度与色彩衰减不一致，需专业人员调试	亮度逐点可调
亮度	450-1700 nits	200-400 nits	200-2000 nits
灰度等级	8 bits	12 bits	16 bits
可视角(H/V)	178° /178°	120° /80°	170° /160°
刷新频率	≤120HZ	≤120HZ	960-3840HZ
7*24 小时工作	不建议	支持	支持
平均功耗	170W-200W	140W-350W	110W-230W
光源寿命	6 万小时	6 千-6 万小时	10 万小时

数据来源：互联网，西南证券整理

2015 年国内小间距 LED 显示市场在 13 亿左右，分市场来看，军队、政府及公共服务等专用显示领域是小间距 LED 应用最大的细分市场，市场占比在 50%以上。但在商用显示市场小间距 LED 应用占比仍非常少。商用显示领域，2015 年数字标牌、商用电视和平板拼接的市场空间约为 120 亿元，小间距 LED 显示的潜在替代市场空间广阔。

**图 10: 小间距 LED 应用市场按应用类别细分**


数据来源：奥维云网，西南证券

**图 11: 商用显示市场空间**


数据来源：奥维云网，西南证券

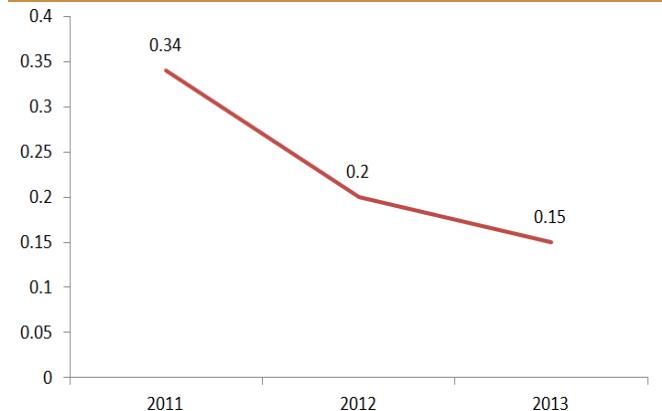
成本过高是限制小间距 LED 在商用领域发展的重要因素之一：当小间距 LED 间距缩小一半，灯珠数量需求增加 4 倍。以 110 寸 (2.2x1.6m) LED 显示屏为例，p2.0 间距需要灯珠约 88 万颗；而 p1.0 间距需要灯珠 352 万颗。按一颗灯珠两毛钱计算，p1.0 间距小间距电视仅灯珠成本就超过 70 万元人民币。

同时我们也注意到，2010-2015 年 5 年间，LED 灯珠成本降了近 80%。由于 LED 芯片是灯珠成本的主要组成部分，LED 芯片本质上作为半导体，亦服从摩尔定律，伴随芯片制造工艺提升，未来 LED 芯片价格仍将继续下降。叠加 LED 封装工艺提升，我们认为灯珠成本也将保持下降趋势。

伴随小间距 LED 成本持续下降+随着小间距 LED 工艺水平持续改善，我们认为小间距走进商业照明，替代传统 DLP 拼接和液晶拼接值得期待。奥维云网预测 2015-2020 年我国

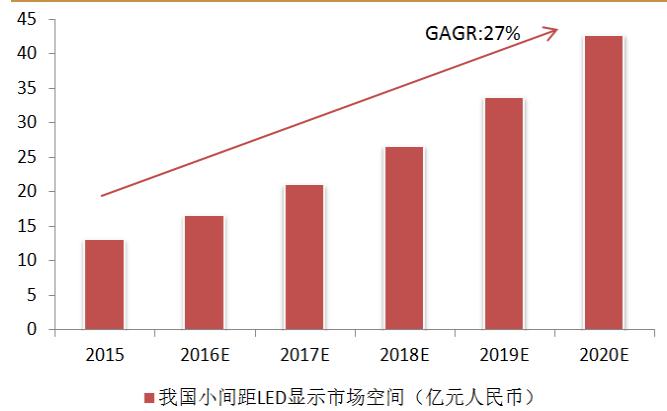
小间距 LED 市场将保持 27% 左右的高速增长，到 2020 年我国小间距 LED 市场规模将达 43 亿元。

图 12：艾比森灯珠采购价格变化趋势



数据来源：艾比森招股说明书，西南证券

图 13：我国小间距 LED 市场增速



数据来源：奥维云网，西南证券

### 3.2 发挥海外市场优势，开辟海外市场抢先机

小间距 LED 率先在国内市场爆发，目前国内小间距 LED 显示屏市场空间已达 13 亿，而海外市场空间仅 11 亿，国内小间距 LED 显示屏市场占比 54%，远高于 LED 显示屏 34% 的市场占比。海外空间不大的一个主要原因是，小间距 LED 概念率先由国内提出，国外显示屏龙头（如达科等）布局较晚，且由于目前小间距 LED 价格较贵，性价比不高，国外市场接受度尚不高。

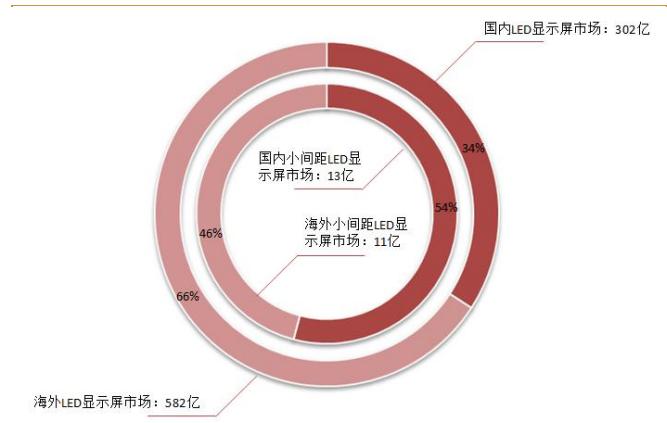
伴随小间距 LED 显示屏快速发展，小间距 LED 显示屏在国际上的接受程度快速提升。近两年包括达科、飞利浦、三星、NEC 这样的全球显示屏巨头也纷纷推出小间距显示屏产品，小间距 LED 显示屏海外市场正逐渐打开。对于艾比森而言，公司是国内第四大小间距 LED 市场商，工艺经验丰富；同时公司在海外市场拥有技术、渠道和品牌优势，在海外小间距 LED 市场需求放量的大前提下，我们预计公司可以率先受益。

图 14：达科 p1.9 小间距产品



数据来源：互联网，西南证券

图 15：小间距 LED 渗透领域



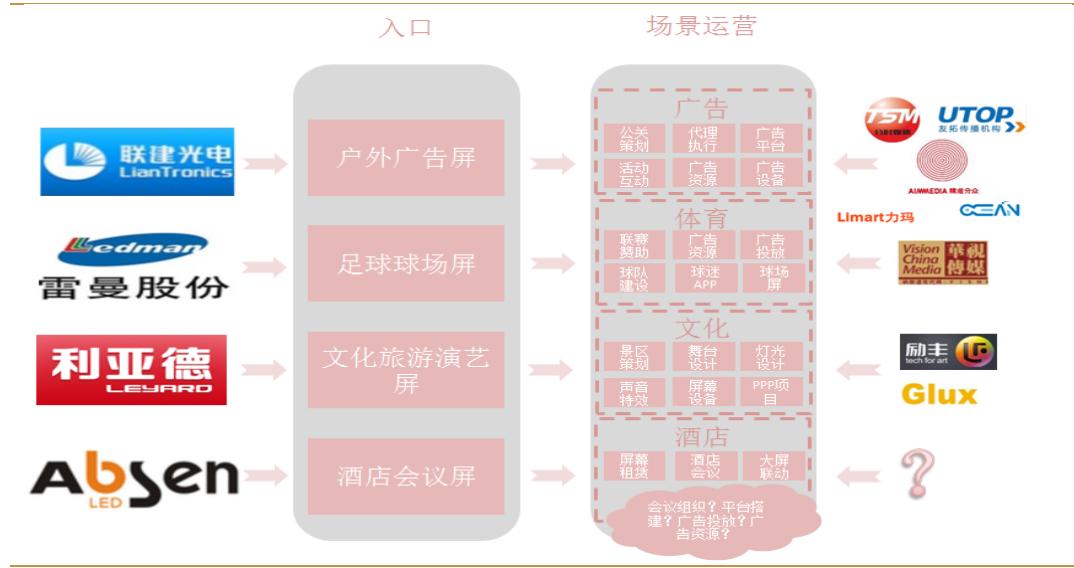
数据来源：奥维云网，西南证券

## 4. 从酒店运营起步，深化场景运营战略

公司去年起开展场景运营服务，目前已经开始涉及酒店场景。2015年全年公司小间距显示屏已经覆盖了300多家酒店，多为希尔顿、凯宾斯基等4、5星级酒店。公司向这些酒店免费提供小间距LED屏幕，通过会议费用分成获得收益。目前公司来自酒店业务的收入已经稳定在每月百万元。

LED屏企业展开场景运营服务的核心优势在于占据入口，掌握入口就掌握了联接用户的第一触点，就意味着可能通过高黏度的内容和服务将入口优势转化为用户规模优势和流量优势。纵观我国LED屏企进军场景运营市场，都是经历着：占据入口->内容服务->资本注入->平台运营这么一个过程。以同行联建光电为例，联建光电以广告屏为切入点（占据入口）；2012年成立联动文化，正式进军户外广告产业（开启内容服务）；2013年-2015年，通过一系列资本运作，先后收购易世达、分时传媒、友拓公关、深圳力玛、励唐营销、华翰文化、远洋传媒、精准分众传媒等户外传媒企业（资本注入）；搭建融合公关策划、代理执行、广告平台、互动活动、广告资源和广告设备的数字户外传媒平台（平台运营）。得益于此，联建光电的户外广告业务发展迅速：按照联建光电披露的数据，2015年上半年公司来自传媒板块的收入已达2.8亿元，收入占比从2013年的不到1%，上升到2015年上半年的43%。除开联建光电，包括利亚德、雷曼股份、奥拓电子在内的LED屏企同样均在各自优势领域开展内容服务。

图 16：显示屏企业场景运营案例



数据来源：公司网站，西南证券

公司以酒店会议屏为切入点，第一步是先将屏幕放入酒店，掌握入口资源。目前国内四星级以上酒店近4000家，公司酒店屏渗透率仅10%，未来渗透空间还很大。公司与北京云动数字签订战略合作协议，云动数字运行会小二、要开会、年会网等国内领先的会务O2O平台，收录国内39000个会议场地，公司希望借助云动数字的资源，实现酒店显示屏业务的快速扩张。第二步便是内容服务，公司借助酒店入口，未来有望开展广告投放、会务管理等多元化增值服务。目前公司内容服务发展还处于起步阶段。

公司去年提出“两翼一支撑”的战略发展规划：即以先进制造为支持，左翼是场景运营，右翼为产业投资。酒店会议屏是公司“两翼一支撑”大战略的一个组成部分，公司在深化酒店业务同时，未来亦会积极开拓商业、社区、体育、文化这些场景的潜在机会。公司投资华奥视美、参股浙江火神文化，既是在社区、文化演艺等新兴领域积极开展布局。

## 5. 盈利预测与投资建议

**关键假设：**

1) 受益于小间距 LED 显示屏市场放量，预计公司 15-17 年小间距 LED 显示屏保持年均 50%的增速，预计 15-17 年来自小间距 LED 显示屏的收入为 4.6 亿，6.9 亿和 10.4 亿。按照公司产品分类，预计公司 P12 以下间距 LED 显示屏增速在 40%。

2) 看好球场屏、演艺屏等租赁屏市场需求，预计 2016-2017 年 P12-P18 间距 LED 显示屏增速在 25%，快于 P12 以上间距 LED 显示屏。

3) 根据我们的假设 1，公司小间距 LED 显示屏占比提升，公司 P12 以下间距 LED 显示屏毛利率预计稳重有升；P12-P18 和 P18 以上间距 LED 显示屏毛利率预计有小幅下滑。

4)暂不考虑潜在的内容营销模式，公司酒店管理业务 15-17 年收入规模预测为 720 万；4320 万和 7680 万。

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
P12 以下	收入	752.15	827.37	1,158.31	1,621.64
	增速	78.48%	10.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	36.09%	34.00%	35.00%	35.00%
P12-P18	收入	219.24	103.04	128.80	161.00
	增速	8.30%	-53.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	33.47%	30.00%	27.00%	25.00%
P18 以上	收入	42.01	42.01	48.31	55.56
	增速	-20.03%	0.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	27.30%	28.00%	26.00%	24.00%
LED 照明	收入	42.06	13.71	0.00	0.00
	增速	6.48%	-67.40%	-100.00%	0.00%
	毛利率	5.23%	8.00%	0.00%	0.00%
酒店管理	收入	-	7.20	43.20	76.80
	增速	-	-	500%	77.78%
	毛利率	-	50%	50%	50%
其他	收入	23.86	23.30	23.30	23.30
	增速		-2.33%	0%	0%
	毛利率	17.50%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1,079.32	1,016.63	1,401.93	1,938.30
	增速	50.77%	-5.81%	37.90%	38.26%
	毛利率	33.58%	33.00%	35.09%	35.46%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.79 元、1.29 元和 1.78 元，对应股价 PE 分别为 45 倍、28 倍和 20 倍。选取 A 股上市的 LED 显示屏公司作为可比公司，同业 2016 年 PE 中值 34 倍作为参考 PE，公司对应合理股价为 43.70 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 PE

代码	简称	股价(元) 2016/3/18	每股收益(元)				市盈率			
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
	行业均值(整体法)						153.78	78.04	50.86	63.83
	行业中值						60.19	50.88	33.32	26.28
300296.SZ	利亚德	21.87	0.43	0.43	0.66	0.90	51.04	50.88	33.32	24.31
300232.SZ	洲明科技	30.87	0.51	0.62	0.98	1.32	60.19	49.80	31.44	23.38
300269.SZ	联建光电	23.95	0.46	0.54	0.75	0.91	51.61	44.58	32.13	26.28
002587.SZ	奥拓电子	13.35	0.06	0.10	0.17	0.22	237.15	138.49	76.68	60.79
300162.SZ	雷曼股份	21.30	0.06	0.20	0.26	0.12	368.93	106.45	80.74	184.42

数据来源：wind，西南证券

## 6. 风险提示

LED 显示屏市场需求或不及预期；场景管理业务发展或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,079.47	1,016.77	1,402.12	1,938.56	净利润	158.84	128.29	207.98	288.80
营业成本	717.00	681.23	910.09	1,251.21	折旧与摊销	11.39	24.67	26.94	29.27
营业税金及附加	8.35	7.87	10.85	15.00	财务费用	-6.46	-23.17	-4.71	-7.72
销售费用	99.43	101.68	131.31	184.65	资产减值损失	4.09	5.00	5.00	5.00
管理费用	82.64	101.68	118.67	168.78	经营营运资本变动	-142.88	-68.74	-33.27	-111.70
财务费用	-6.46	-23.17	-4.71	-7.72	其他	162.58	-3.51	-8.83	-10.62
资产减值损失	4.09	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	187.56	62.55	193.11	193.02
投资收益	3.84	1.00	4.00	6.00	资本支出	-110.21	-35.00	-25.00	-25.00
公允价值变动损益	-	-	-	-	其他	-227.75	-21.20	4.00	6.00
其他经营损益	-	-	-	-	投资活动现金流净额	-337.96	-56.20	-21.00	-19.00
<b>营业利润</b>	<b>178.26</b>	<b>143.49</b>	<b>234.92</b>	<b>327.65</b>	短期借款	-	-	-	-
其他非经营损益	4.10	3.70	3.70	3.70	长期借款	-	-	-	-
<b>利润总额</b>	<b>182.36</b>	<b>147.19</b>	<b>238.62</b>	<b>331.35</b>	股权融资	263.99	-	-	-
所得税	23.52	18.90	30.64	42.55	支付股利	-31.58	-43.88	-35.16	-56.88
<b>净利润</b>	<b>158.84</b>	<b>128.29</b>	<b>207.98</b>	<b>288.80</b>	其他	81.06	23.23	4.71	7.72
少数股东损益	-	1.03	2.08	2.89	筹资活动现金流净额	313.47	-20.65	-30.45	-49.16
归属母公司股东净利润	158.84	127.26	205.90	285.92	<b>现金流量净额</b>	<b>162.45</b>	<b>-14.31</b>	<b>141.66</b>	<b>124.86</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	313.35	299.04	440.70	565.56	成长能力				
应收和预付款项	171.51	196.53	244.55	341.69	销售收入增长率	47.92%	-5.81%	37.90%	38.26%
存货	139.23	162.90	193.62	269.60	营业利润增长率	38.54%	-19.51%	63.72%	39.47%
其他流动资产	292.57	275.57	380.01	525.41	净利润增长率	38.96%	-19.24%	62.12%	38.86%
长期股权投资	-	22.20	22.20	22.20	EBITDA 增长率	30.89%	-20.85%	77.35%	35.79%
投资性房地产	-	-	-	-	获利能力				
固定资产和在建工程	209.00	221.18	221.10	218.69	毛利率	33.58%	33.00%	35.09%	35.46%
无形资产和开发支出	29.73	28.08	26.42	24.76	三费率	16.27%	17.72%	17.49%	17.83%
其他非流动资产	81.49	81.29	81.09	80.89	净利率	14.72%	12.62%	14.83%	14.90%
<b>资产总计</b>	<b>1,236.87</b>	<b>1,286.79</b>	<b>1,609.69</b>	<b>2,048.80</b>	ROE	21.54%	15.61%	20.91%	23.54%
短期借款	-	-	-	-	ROA	12.84%	9.97%	12.92%	14.10%
应付和预收款项	437.66	403.39	551.68	756.20	ROIC	43.33%	21.49%	35.95%	41.40%
长期借款	-	-	-	-	EBITDA/销售收入	16.97%	14.26%	18.34%	18.01%
其他负债	61.66	61.38	63.17	65.84	营运能力				
<b>负债合计</b>	<b>499.32</b>	<b>464.77</b>	<b>614.85</b>	<b>822.04</b>	总资产周转率	1.14	0.81	0.97	1.06
股本	80.09	160.21	160.21	160.21	固定资产周转率	9.11	5.14	7.10	9.91
资本公积	279.12	198.99	198.99	198.99	应收账款周转率	8.30	6.24	7.24	7.54
留存收益	379.87	463.25	633.99	863.02	存货周转率	6.08	4.50	5.09	5.39
归属母公司股东权益	737.55	821.00	991.74	1,220.77	销售商品提供劳务现金收入/营业收入	99.18%	—	—	—
少数股东权益	-	1.03	3.11	5.99	资本结构				
<b>股东权益合计</b>	<b>737.55</b>	<b>822.02</b>	<b>994.85</b>	<b>1,226.77</b>	资产负债率	40.37%	36.12%	38.20%	40.12%
负债和股东权益合计	1,236.87	1,286.79	1,609.69	2,048.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	2.07	2.29	2.25	2.22
EBITDA	183.19	144.99	257.15	349.19	速动比率	1.75	1.89	1.91	1.87
PE	33.43	41.73	25.79	18.58	股利支付率	19.88%	34.48%	17.08%	19.90%
PB	7.20	6.46	5.34	4.33	每股指标				
PS	4.92	5.22	3.79	2.74	每股收益	0.99	0.79	1.29	1.78
EV/EBITDA	12.35	34.02	18.63	13.36	每股净资产	4.60	5.13	6.21	7.66
股息率	0.59%	0.83%	0.66%	1.07%	每股经营现金	1.17	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.20	0.27	0.22	0.36

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼  
邮编：200120  
邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼  
邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn