

白马中的黑马

——利亚德（300296）深度报告

2016年03月24日

强烈推荐/维持

利亚德

深度报告

报告摘要:

公司 LED 小间距屏幕龙头地位稳固。我们预计到 2020 年，全球 LED 小间距屏幕市场规模将达到 242 亿元，2015-2020 年复合增速达到 39%。公司作为 LED 小间距屏幕龙头在相关领域拥有丰富的技术和产品储备，使得公司有能力满足高中低端不同层次的市场需求，巩固了领跑者的行业地位。同时，通过收购平达，公司可以迅速完善海外渠道网络建设，并先于竞争对手抢占优质客户资源，从而确立海外市场的竞争优势。

文化产业项目建设成为新的业绩增长点。子公司励丰文化和金立翔是公司文化传媒业务的主要执行者，两者 2015 年的并表利润均超过当年业绩承诺。励丰文化和金立翔的专业能力在历次著名文艺项目的建设已经得到验证，二者均拥有业内一流的项目设计、实施和运营维护水平，具有很强的行业竞争力。所以，励丰文化的大型文化项目建设能力与金立翔舞台视觉效果技术的结合，将成为公司开拓文化领域新业务的一柄利器。

照明板块发展迅猛。公司的智能照明业务由子公司金达照明负责，2015 年金达照明并表利润为 8514 万元，超出当年业绩承诺 189%，连续两年超额完成任务。预计到 2017 年，我国城市景观照明市场规模将达到 223 亿元，2013-2017 年复合增速为 7%。受益于城市景观照明市场的稳定增长，以及文化产业相关业务的带动，公司照明板块有望继续保持良好的发展势头。

外延式发展布局新领域。公司上市以来通过一系列资本运作进行外延式发展，并取得瞩目成绩。2016 年伊始，公司通过设立合资公司的方式切入 VR/AR 领域，布局虚拟现实相关应用。由于公司目前的产品与服务主要集中在视听领域，所以与 VR/AR 在技术与应用方面都有很大的合作空间，后续有望推出能够带来实际应用价值的产品。

盈利预测及投资评级。在不考虑并购的情况下，我们预计公司 2016 年、2017 年和 2018 年实现净利润分别为 5.89 亿元、8.35 亿元和 11.97 亿元，EPS 分别为 0.78 元、1.10 元和 1.58 元，对应 P/E 分别为 31 倍、22 倍和 15 倍，维持“强烈推荐”投资评级。2016 年目标价为 39 元。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,179.92	2,022.63	4,285.73	5,616.95	7,647.90
增长率(%)	51.64%	71.42%	111.89%	31.06%	36.16%
净利润(百万元)	161.32	330.79	589.38	834.64	1,197.15
增长率(%)	101.08%	105.05%	78.18%	41.61%	43.43%
净资产收益率(%)	14.64%	13.96%	24.11%	27.56%	30.96%
每股收益(元)	0.52	0.48	0.78	1.10	1.58
PE	46.79	50.69	31.19	22.03	15.36
PB	7.13	7.76	7.52	6.07	4.75

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

张济

010-66554035

zhangji@dxzq.net.cn

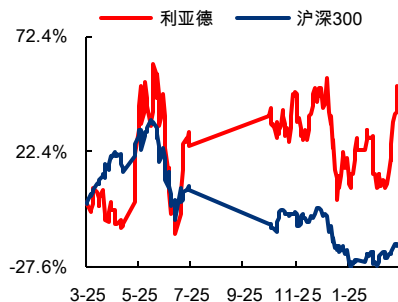
执业证书编号:

S1480515030001

交易数据

52 周股价区间(元)	24.33-30.57
总市值(亿元)	183.83
流通市值(亿元)	86.36
总股本/流通 A 股(万股)	75558/35496
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.55

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《利亚德（300296）事件点评：四项合作协议助力公司全方位发展》2016-03-23
- 2、《利亚德（300296）2015 年度财报点评：多板块发力助力公司高增长》2016-03-18
- 3、《利亚德（300296）事件点评：进军虚拟现实布局视听技术前沿》2016-02-03
- 4、《利亚德（300296）事件点评：定增助力公司进行全面升级》2015-10-26

目 录

1. 公司情况概览.....	4
1.1 主营业务及股东情况	4
1.2 业绩实现快速增长	5
2. 产品+渠道奠定公司 LED 小间距龙头地位.....	6
2.1 LED 小间距屏幕市场蓬勃发展.....	6
2.2 海外市场更具增长潜力	8
2.3 公司 LED 小间距产品处于行业领先水平.....	9
2.4 并购美国平达完善海外销售渠道	12
3. 文化产业项目建设成为新的业绩增长点	14
3.1 文化产业兴起是大势所趋	14
3.2 公司文化产业布局有序推进	18
4. 照明板块发展迅猛.....	21
4.1 景观照明市场稳定增长	21
4.2 LED 智能照明业务增长显著.....	23
5. 外延式发展布局新领域	24
6. 盈利预测及估值.....	25
7. 投资评级.....	27
8. 风险提示.....	27

表格目录

表 1: 公司前十名股东情况.....	4
表 2: 室内大屏显示技术对比	7
表 3: 2015-2020 年 LED 小间距屏幕市场规模预测	8
表 4: 公司与平达的优势领域对比.....	14
表 5: 2014 年主要文化产业政策.....	15
表 6: 励丰文化主营业务分类.....	18
表 7: 公司主营业务预测.....	26
表 8: 可比公司估值.....	27
表 9: 公司盈利预测表.....	28

插图目录

图 1: 2015 年公司各主营业务占比.....	4
图 2: 2012-2015 营业收入及增速	5
图 3: 2012-2015 净利润及增速	5
图 4: 2012-2015 公司综合毛利率和净利率情况	6
图 5: 2014 和 2015 年各类 LED 小间距屏幕产品市场占比.....	7

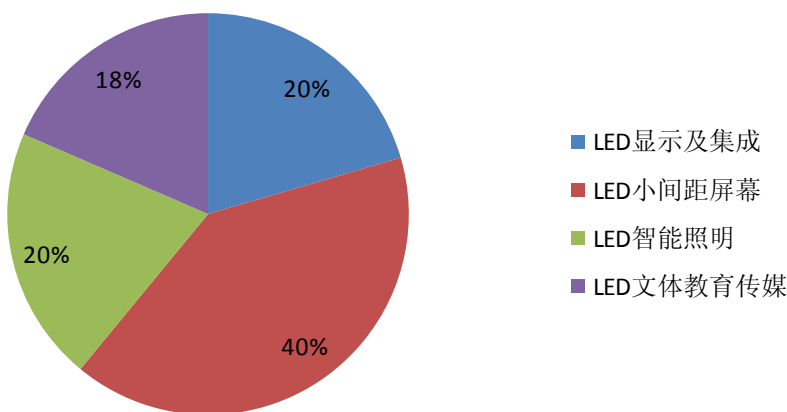
图 6: 2012-2015 年 LED 小间距屏幕市场规模.....	8
图 7: 2015-2020 年国内和国外市场规模及增速预测.....	9
图 8: 公司 P1.9 小间距屏幕产品.....	10
图 9: 公司裸眼 3D LED 产品.....	10
图 10: 2012-2015 年公司 LED 小间距业务情况.....	11
图 11: 2012-2015 年各行业营收占比变化情况.....	11
图 12: 2012-2014 研发支出规模对比.....	12
图 13: 2012-2014 研发支出营收占比对比.....	12
图 14: 2012-2015 年公司 LED 小间距海外营收情况.....	13
图 15: 2007-2014 年国家财政文化体育与传媒支出.....	16
图 16: 2014 年新增文化产业投资基金数量分布情况.....	17
图 17: 2003-2014 文化产业固定资产投资.....	17
图 18: 2003-2014 文化产业项目建成投产率.....	17
图 19: 励丰文化成为北京奥运会设备供应商.....	20
图 20: 公司参与又见平遥项目建设.....	20
图 21: 2014 年 APEC 会议.....	20
图 22: 2010 上海世博会开幕式.....	20
图 23: 2005-2014 年我国城镇化率情况.....	21
图 24: 2013-2017 年我国城市景观照明市场规模及增速.....	22
图 25: 2010 年各类景观照明光源占比.....	22
图 26: 第 26 届大运会主场馆项目.....	23
图 27: 上海松江万达商业广场项目.....	23
图 28: 2012-2015 年照明业务规模及占比.....	24
图 29: 上市后公司完成的主要资本运作.....	24
图 30: 2014-2018 硬件市场规模.....	25
图 31: 2014-2018 软件市场规模.....	25

1. 公司情况概览

1.1 主营业务及股东情况

公司上市以来制定了 2013-2015 三年发展战略规划——“四轮驱动”战略。该战略将公司主营业务分为四大板块，包括 LED 小间距屏幕、LED 显示及集成、LED 智能照明、LED 文体教育传媒。其中，LED 小间距屏幕营收规模最大，在全部主营业务收入占比超过 40%，是公司目前的支柱业务。并且，公司也是世界首批规模化生产和销售 LED 小间距产品的企业之一，并在该领域拥有最高的市场份额，2015 年全球市占率超过 50%。未来随着 LED 智能照明以及 LED 文体教育传媒业务的不断成长，公司的业绩增长将呈现多轮驱动的局面。在成功完成“四轮驱动”战略后，公司自 2016 年伊始进入第二个发展战略周期（2016-2018 年），并以实现“文化科技+金融”缔造“利亚德系”为发展战略目标。根据新的战略规划，公司将业务划分为“科技板块”和“文化板块”，板块基础仍是之前的四大主营业务。因此，为了能够更细致全面的对公司有所了解，我们依然沿用之前的四大板块模式对公司的现状及未来发展进行分析。

图 1：2015 年公司各主营业务占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据公司 2015 年年报披露的信息显示，公司第一大股东和实际控制人为董事长李军先生，持股比例为 37.07%。除李军先生外，公司其他股东没有一位持股比例超过 4%，因此公司实际控制人持股比较集中，对公司有较强的控制权。

表 1：公司前十名股东情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	李军	271,800,000	37.07%
2	周利鹤	27,625,954	3.77%
3	谭连起	24,048,000	3.28%
4	张志清	21,169,678	2.89%

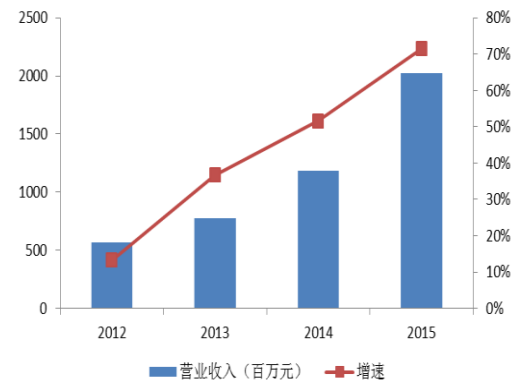
5	朱晓励	15,281,001	2.08%
6	王英因	14,400,000	1.96%
7	中国银行-嘉实成长收益型证券投资基金	13,327,664	1.82%
8	崔新梅	11,300,000	1.54%
9	耿伟	10,800,000	1.47%
10	汇添富基金-招商银行-汇添富-利亚德-成长 共享 21 号资产管理计划	10,264,276	1.40%
合计	-	420,016,573	57.28%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 业绩实现快速增长

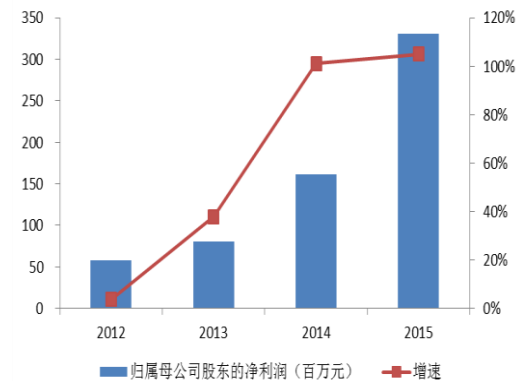
自 2012 年上市以来, 由于 LED 小间距屏幕业务的快速发展以及一系列的成功并购, 公司业绩实现高速增长, 主营业务收入由 2012 年的 5.69 亿元增长至 2015 年的 20.23 亿元, 2012-2015 复合增速达到 53%。同时, 公司净利润由 2012 年的 5800 万元增长至 2015 年的 3.31 亿元, 2012-2015 复合增速达到 78%, 展现了强劲的发展势头。

图 2: 2012-2015 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

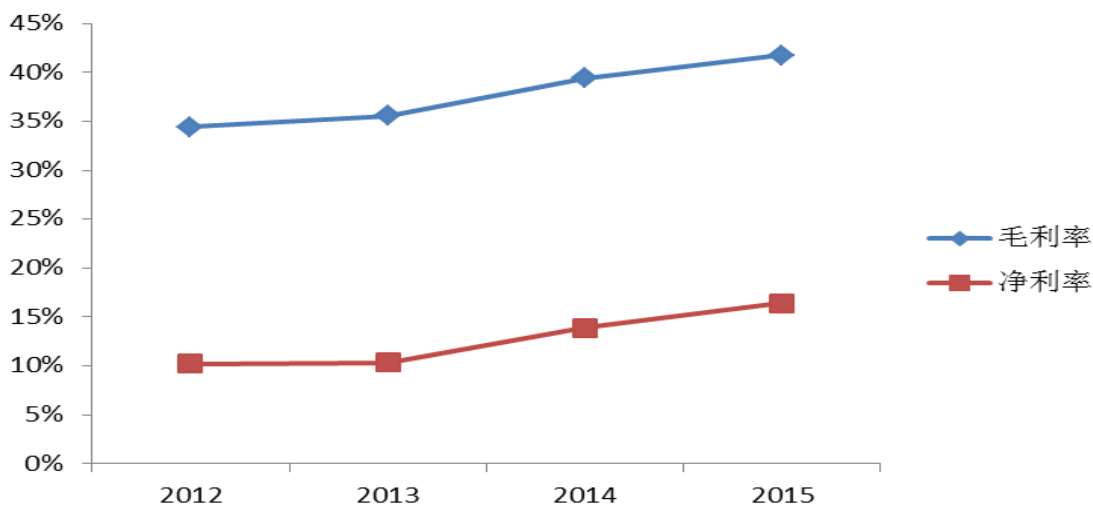
图 3: 2012-2015 净利润及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

并且, 公司的综合毛利率和净利率也在逐年上升, 2015 年综合毛利率和净利率较 2012 年分别增加 7 个和 6 个百分点, 表明公司业绩的高增长具有很高的含金量, 是建立在经营质量不断提升的基础之上, 是公司高水平管理能力的一种体现。随着公司未来新产品的不断推出, 新业务的拓展, 以及管理水平的提高, 公司有望在未来相当长的时间内保持强劲的竞争实力。

图 4: 2012-2015 公司综合毛利率和净利率情况

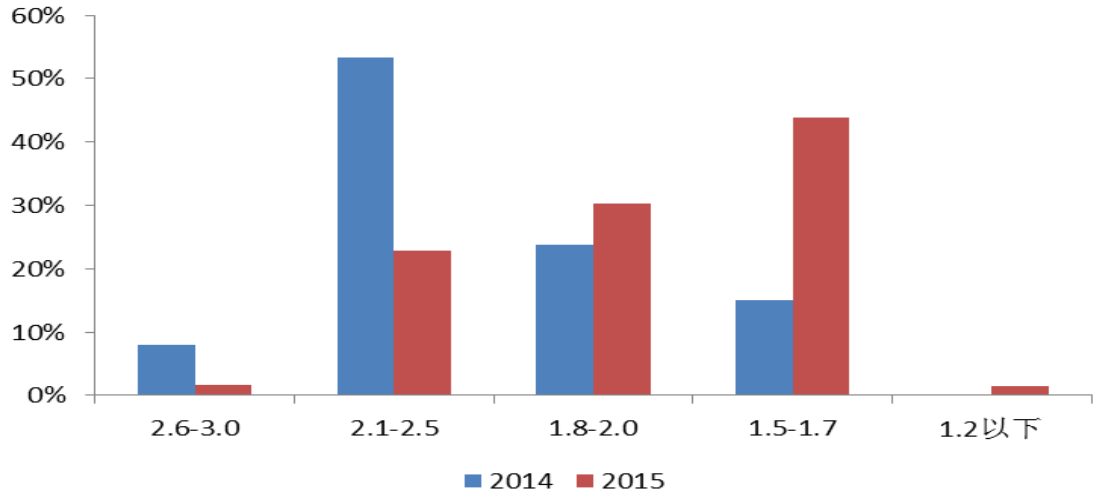


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 产品+渠道奠定公司 LED 小间距龙头地位

2.1 LED 小间距屏幕市场蓬勃发展

LED 小间距显示屏是指 LED 点间距在 P2.5 (2.5mm) 以下的室内 LED 显示屏, 主要包括 P2.5、P2.0、P1.8、P1.5、P1.4、P1.2 等显示产品。2014 年 LED 小间距屏幕产品以 P2.1-2.5 为主, 市场份额达到 53%, P2.0 以下产品市场份额合计为 39%。随着技术的不断进步, LED 小间距屏幕的生产成本也在不断下降, 因而 2mm 以下点间距产品得到快速推广。2015 年 P2.0 以下产品市场份额合计为 75%, 市占率几近翻番, 其中 P1.5-1.7 产品市场占比最高, 达到 44%, 成为当前市场的主流产品。鉴于 LED 光源价格有进一步下行的空间, 因此 LED 小间距屏幕的产品成本也将随之下降, 所以我们预计 2016 年 P1.5 以下产品有望得到快速发展。

图 5: 2014 和 2015 年各类 LED 小间距屏幕产品市场占比


资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

在应用方面, LED 小间距屏幕主要用于会议、监控、商业广告、展示、作战指挥、节目演播、信息公告、调度等领域。从竞争关系来看, LED 小间距屏幕的直接竞争对手是 LCD、PDP 和 DLP 拼接屏幕。与上述三类拼屏产品相比, LED 小间距屏幕具有使用寿命长、平均功耗低、物理拼缝小、维护方便低廉、色彩显示均匀自然等优点, 尤其在 60 吋以上大尺寸领域对于传统拼屏产品具有很强的替代性。

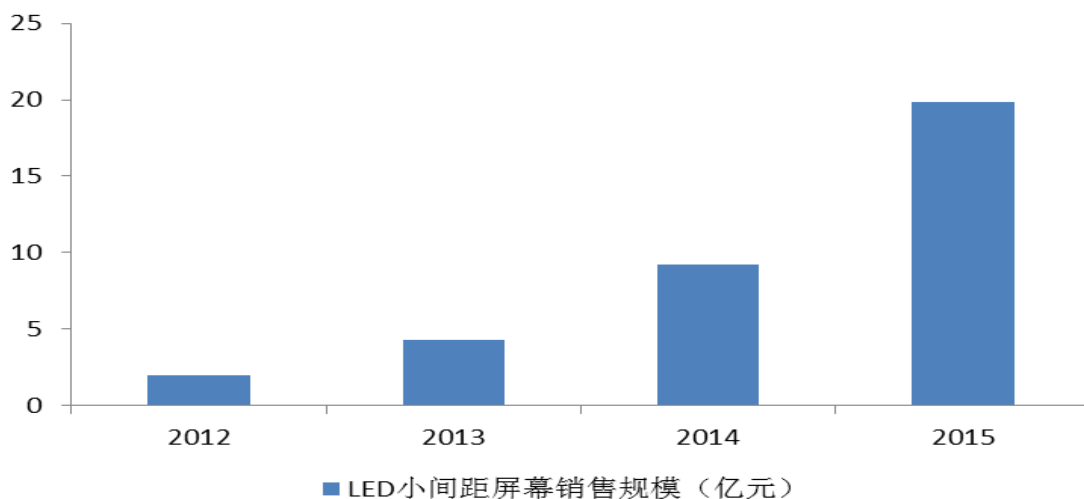
表 2: 室内大屏显示技术对比

	DLP 拼接屏	LCD 拼接屏	PDP 拼接屏	LED 小间距显示屏
原理	背光源投射	背光源投射	自发光	自发光
物理拼缝	0.5mm-1.0mm	5.5mm	1.8mm	拼缝几乎不可见
均匀性与一致性	长期使用, 单元间亮度与色彩衰减不一致, 需专业人员重新调试	长期使用, 单元间亮度与色彩衰减不一致, 不可恢复	长期使用, 单元间亮度与色彩衰减不一致, 不可恢复	亮度、色度逐点可调, 整屏均匀一致
亮度	200-400cd/m ²	450-1700cd/m ²	450-1700cd/m ²	200-2000cd/m ²
灰度等级	12Bit	8Bit	10Bit	16Bit
色温调节	5000K-9300K	5000K-10000K	5000K-10000K	2500K-10000K
可视角 (H/V)	120°/80°	178°/178°	179°/179°	170°/160°
刷新频率	≤120Hz	≤120Hz	≤120Hz	960Hz-3840Hz
声噪	30-40dB(A)	25-30dB(A)	25-30dB(A)	无风扇, 静音
7*24 小时工作	支持	不建议	不建议	支持
平均功耗	140W-350W	170W-200W	240W-450W	110W-230W
光源寿命	6000-6 万小时	6 万小时	6 万小时	10 万小时

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

自 2012 年正式进入市场以来, LED 小间距屏幕产品受到热捧, 市场规模呈现爆发式增长。根据我们产业链调研了解的情况, 全球 LED 小间距市场规模由 2012 年的 2 亿元增长至 2015 年的 20 亿元, 2012-2015 年复合增速达到 115%, 展现了极好的市场前景。

图 6: 2012-2015 年 LED 小间距屏幕市场规模



资料来源: 东兴证券研究所

2.2 海外市场更具增长潜力

根据我们的产业链调研以及结合第三方机构统计数据, 我们判断 2015 年国内小间距市场在全球市场占比为 80%, 即 16 亿元。同时, 鉴于 2016 年行业已经迎来爆发期, 并且大陆依然是全球主要市场, 所以我们假设 2016 年 LED 小间距市场将实现倍增, 同时大陆依然保持 80% 的市场份额不变。此后随着主要供应商在海外市场的的大力拓展, 海外市场将实现快速崛起, 在全球市场份额也将不断攀升。而大陆市场随着小间距产品渗透率的提升逐渐趋于成熟, 因此市场增速在随后数年呈现递减趋势。根据我们的测算, 到 2020 年全球 LED 小间距屏幕市场规模将达到 242 亿元, 2015-2020 年复合增速达到 65%, 全球市场保持高增长态势。

表 3: 2015-2020 年 LED 小间距屏幕市场规模预测

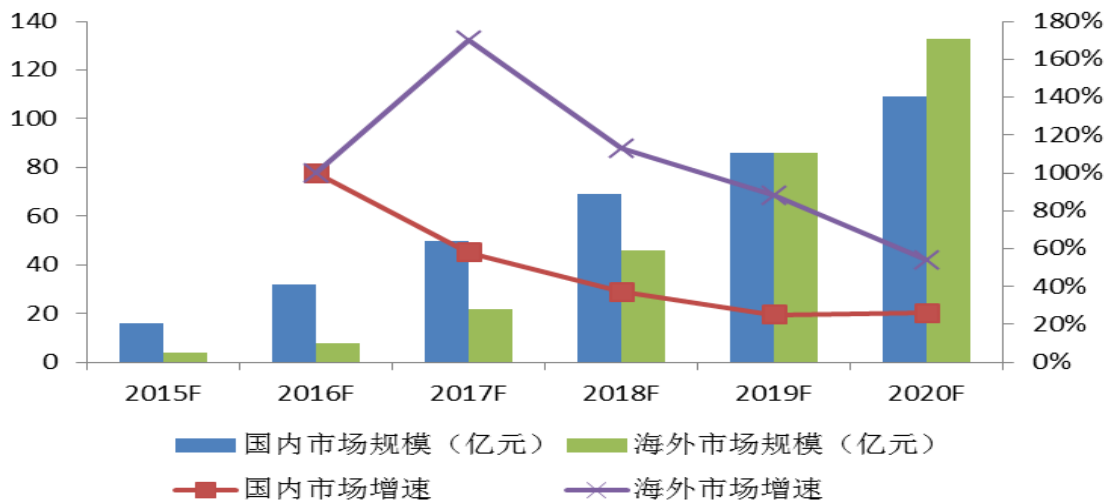
	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
全球市场规模 (亿元)	20	40	72	115	173	242
全球市场增速	-	100%	80%	60%	50%	40%
国内市场全球占比	80%	80%	70%	60%	50%	45%
国内市场规模 (亿元)	16	32	50	69	86	109
国内市场增速	-	100%	58%	37%	25%	26%
海外市场全球占比	20%	20%	30%	40%	50%	55%
全球市场规模 (亿元)	4	8	22	46	86	133

全球市场增速	-	100%	170%	113%	88%	54%
--------	---	------	------	------	-----	-----

资料来源: 东兴证券研究所

根据我们的测算可以看出,自 2017 年起 LED 小间距屏幕国内市场增速开始有所放缓,同时海外市场则保持着 50% 以上的快速增长,并且有望于 2020 年在规模方面超越国内市场。所以我们认为,海外市场将成为 LED 小间距屏幕企业未来拓展的重点领域。公司作为行业龙头在产品和渠道方面具有显著优势,因此有望在海外市场的争夺战中继续保持领跑。

图 7: 2015-2020 年国内和国外市场规模及增速预测



资料来源: 东兴证券研究所

2.3 公司 LED 小间距产品处于行业领先水平

公司于 2011 年成功研发 LED 小间距屏幕产品,并于 2012 年投入市场,产品种类涵盖 P2.5、P1.9、P1.6、P1.2 等各类点间距屏幕。同时,公司在 1.0mm 以下微间距面板方面的研发也取得突破性进展,其中 0.9mm 间距产品已能够投入量产,0.7mm 间距屏幕的研发也已获得成功。并且根据客户的定制需求,公司还能够提供大尺寸 LED 拼接墙产品,包括 110 吋、144 吋、164 吋及 288 吋,其中 144 吋产品可以达到 2K 高清,288 吋产品可以达到 4K 高清。除此之外,公司还于 2015 年推出覆盖所有间距的 54 吋 LED 标准屏产品,可以满足需要自行拼接不同尺寸屏幕的客户需求。在产品结构方面,公司正致力于由高端向中低端延伸,通过采用国产 LED 灯珠的方式大幅降低 LED 小间距屏幕成本,从而提升产品在中低端市场的竞争力,进一步拓展 LED 小间距显示屏的覆盖范围。

除通用产品外,公司在一些附加值较高的专用产品领域也有所突破。公司于 2013 年底完成 110 吋裸眼 3D LED P1.6 触摸电视的研发,该款产品具有 3D 视频不失真、无损亮度和对比度以及无限视角等特点,填补了公司在 3D 显示领域的空白。并且,公司于 2015 年初通过全资子公司香港利亚德获得 Dimenco 公司 9% 的股权。Dimenco 是一家致力于裸眼 3D 产品技术及批量生产技术研发的荷兰企业,通过此次参股公司

获得 Dimenco 独家授权使用其在三维设计领域的专有技术, 从而增强了公司在裸眼 3D 领域的研发实力以及相关产品的市场竞争力, 加快了公司裸眼 3D LED 业务的发展。

因此, 公司在 LED 小间距显示屏领域拥有丰富的技术和产品储备, 使得公司有能力强满足高中低端不同层次的市场需求, 巩固了领跑者的行业地位。

图 8: 公司 P1.9 小间距屏幕产品



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

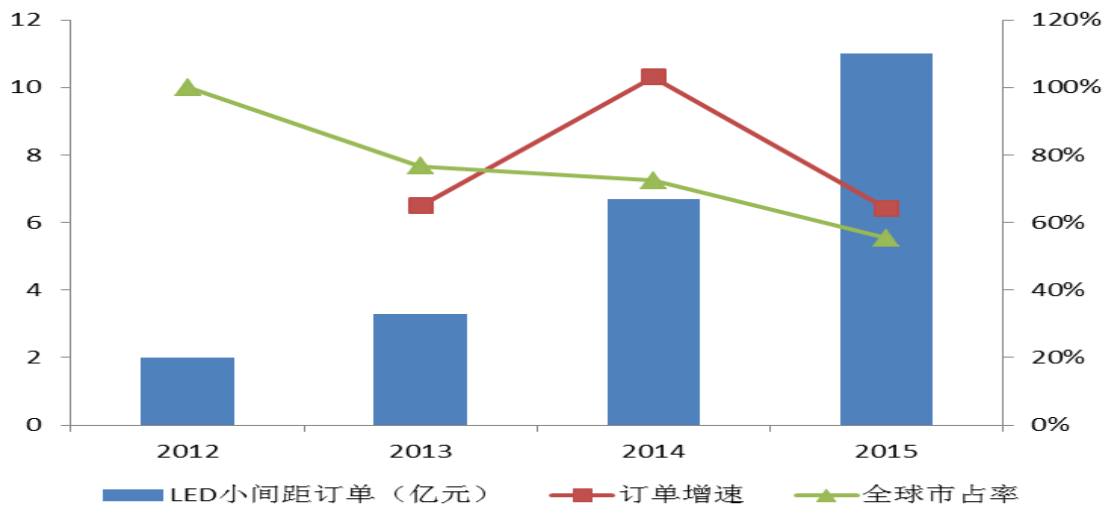
图 9: 公司裸眼 3D LED 产品



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

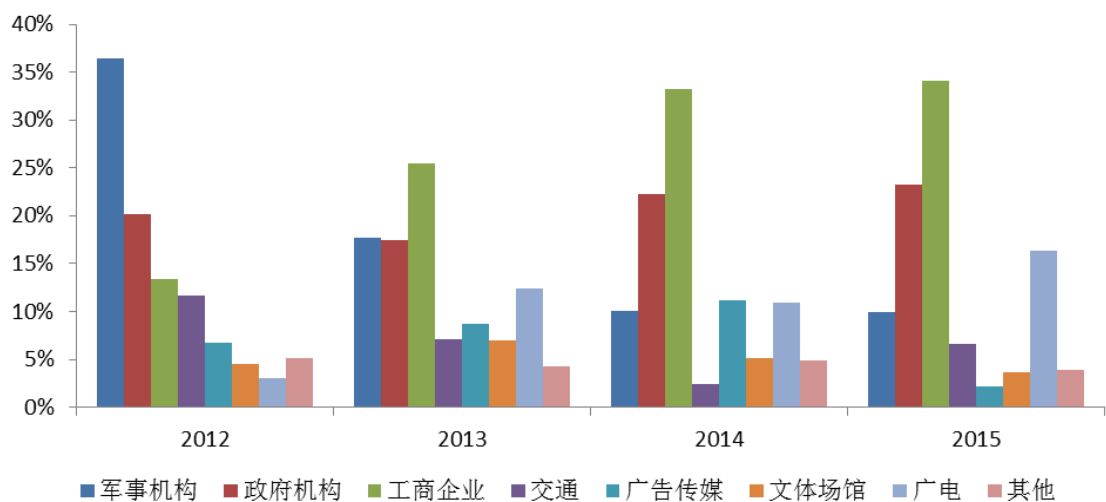
公司 LED 小间距产品自 2012 年问世以来实现快速增长, 营业收入由 2012 年的 1.53 亿元增长至 2015 年的 8.11 亿元, 2012-2015 年复合增速达到 74%。同时, LED 小间距屏幕收入在公司营收占比也由 2012 年的 27% 增长至 2014 年的 50%。虽然由于并购原因造成 LED 小间距产品营收占比在 2015 年下降至 40%, 但 LED 小间距屏幕业务依然是公司业绩快速增长的第一驱动力。

而且, 公司 LED 小间距显示产品在全球市场一直保持着很高的占有率, 虽然陆续有竞争对手开始进入 LED 小间距领域, 但公司全球市占率在 2015 年依然保持在 50% 以上, 并有望在 2016 年继续维持这一水平。因此, 公司 LED 小间距产品不仅具有先发优势, 更重要的是还展现了极强的市场竞争力, 因而很好的维护了公司自产品问世之初确立的全球行业龙头地位。

图 10: 2012-2015 年公司 LED 小间距业务情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

在客户拓展方面, 公司 LED 小间距屏幕在推广之初的主要客户来自军事机构和政府机构, 两者 2012 年合计营收在全部小间距产品营收占比超过 50%。随着市场认知度的提升以及价格的下降, 公司产品开始获得来自其他行业客户的认可。其中工商企业和广电行业的营收实现快速增长, 两者合计营收占比由 2012 年的 16% 增长至 2015 年的 50%。经过几年的快速发展, 公司 LED 小间距屏幕几乎已经渗透至除家庭外的全部室内显示领域。同时, 客户的多元化在为公司产品带来更多的应用市场之外, 也很好的分散了产品在某一行业过于集中造成的潜在经营风险, 提升了公司 LED 小间距屏幕业务的经营稳定性。

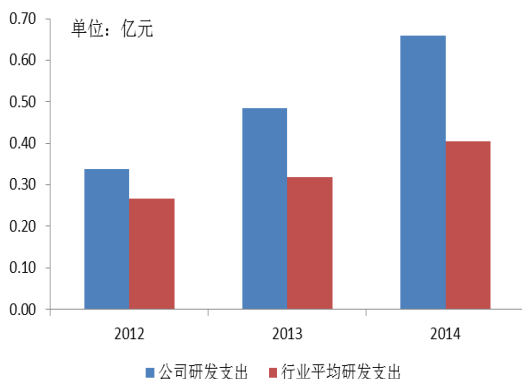
图 11: 2012-2015 年各行业营收占比变化情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司能够在愈发激烈的市场竞争中长期保持产品的领先优势与其大力的研发投入密不可分。我们选取了 LED 显示屏行业具有代表性的几家公司作为统计样本, 包括利亚德、艾比森、奥拓电子、洲明科技、雷曼股份, 与公司进行对比分析。在研发投入规模方面, 公司 2012-2014 年研发支出始终高于行业平均水平, 并且在五家公司合计研发支出占比由 2012 年的 25% 提升至 2014 年的 33%, 因此在研发投入的绝对数值方面领跑行业。

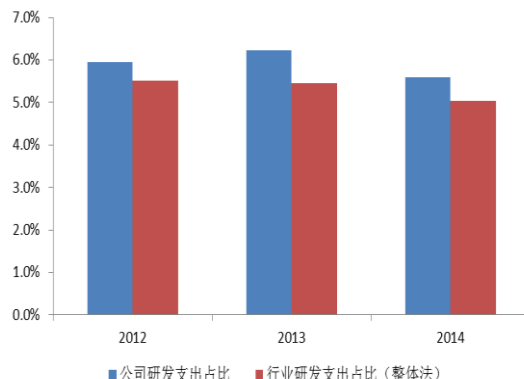
同时, 在研发支出营收占比方面, 公司 2012-2014 年相关数据也高于同期行业平均水平 (整体法), 显示公司在研发费用方面保持着很高的投入强度。由于 LED 小间距屏幕的产品技术发展速度较快, 所以需要生产企业保持较高的研发投入才能跟上行业发展步伐。公司在研发支出方面处于业内领先水平, 因此在产品推出伊始便在技术方面处于行业领跑位置, 并始终保持这一优势至今, 保证了公司 LED 小间距显示产品的技术先进性。

图 12: 2012-2014 研发支出规模对比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

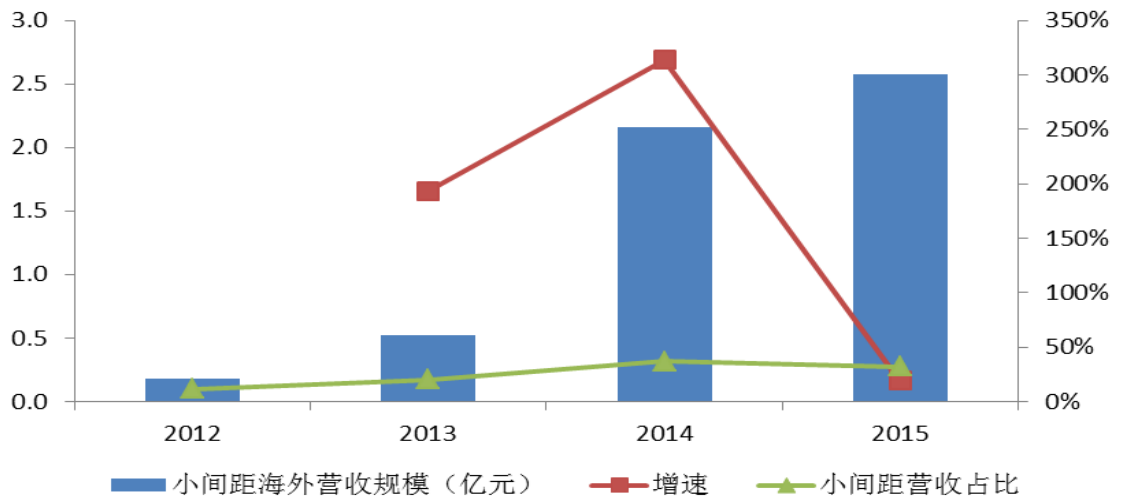
图 13: 2012-2014 研发支出营收占比对比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.4 并购美国平达完善海外销售渠道

根据我们之前的判断, 海外市场将成为 LED 小间距屏幕产品未来的主战场, 因此海外市场的渠道建设对于公司海外业务的拓展至关重要。公司自上市以来一直积极规划海外业务布局, 并相继完成欧洲、南美、北美、亚太等国际业务中心的建设, 从而加速了公司产品在海外市场的推广速度。公司 LED 小间距屏幕海外市场营收规模自 2012 年起一直保持着飞速发展, 由 2012 年的不到 2000 万元增长至 2015 年的超过 2.6 亿元, 2012-2015 年复合增速达到 144%, 接近公司同期小间距屏幕业务复合增速的 2 倍。同时, 在这种高增长的带动下, 公司 LED 小间距屏幕海外市场营业收入在全部 LED 小间距产品的营收占比也得到快速提升, 由 2012 年的 12% 增长至 2015 年的 32%, 逐渐成为支撑公司 LED 小间距业务发展的重要收入来源。

图 14：2012-2015 年公司 LED 小间距海外营收情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着海外业务重要性的不断提升，公司亟需加快海外市场渠道建设以抢占更多市场份额，从而在海外市场竞争中继续保持领先优势。美国平达很好的切合了公司这方面的需求。平达在并购前是一家纳斯达克上市公司，成立于 1983 年，至今已有超过 30 年的经营历史，主要产品包括 DLP 背投显示、LCD 拼接墙、LED 拼接墙等全产品线解决方案。平达公司立足北美，并已经建立起覆盖全球的销售网络，在 100 个国家拥有超过 2700 家经销商。同时，平达分别在北美、欧洲和亚洲设立了销售办公室，统筹协调区内渠道管理。得益于完善的营销网络体系，平达公司产品已经在商业零售、交通运输、军工、广播电视、金融机构、政府部门等领域得到广泛应用，并已拥有超过 1300 家客户，其中包括古驰、耐克、谷歌、微软、AT&T、通用电气、星巴克等众多世界知名企业。这些渠道和客户帮助平达的产品获得了较高的市场占有率，2014 年其视频墙产品在北美地区以超过 8% 的市场份额获得行业第四名。因此通过收购平达，公司可以迅速完善海外渠道网络建设，并先于竞争对手抢占优质客户资源，从而确立海外市场的竞争优势。

除了收获优质的渠道资源，公司与平达的合并还有助于化解海外市场因贸易壁垒及规则秩序的不同所造成的不利影响。例如，在美国由于《购买美国产品法》的存在，政府及公共机构对非美国本土供应商产品的采购受到约束，因而限制了公司对份额巨大的政府公共采购市场的开拓，减缓了公司 LED 小间距屏幕产品在美国市场的渗透速度。而通过并购美国本土企业平达，公司能够保证相关产品 50% 的成本在美国完成，因此得以避开相关法规的束缚将自家先进的 LED 小间距显示产品向美国及各州政府进行推广，从而获得与本土企业同场竞技的平等地位。

在产品方面，虽然公司 LED 小间距屏幕与平达的 DLP 和 LCD 拼墙存在一定的替代关系，但并非完全替代，市场对于一些种类的 DLP 和 LCD 拼屏产品的需求依然存在，因此公司和平达的产品组合可以涵盖市场上大部分视频显示产品的需求。借助公司在中国境

内强大的销售渠道,平达可以将其先进的 DLP 和 LCD 视频墙产品出售给有这方面需要的客户,填补了公司在相关领域的空白。

所以,我们认为借助平达广泛的渠道资源、立足北美的地利优势、以及在产品方面与公司现有 LED 小间距屏幕的良好互补,公司在海外市场的拓展速度将会得到显著提升,在海外优质客户的争夺战中抢得先机。

表 4: 公司与平达的优势领域对比

对比项目	公司	平达
产品结构	专业从事 LED 应用产品研发、设计、生产、销售和服务,四大业务板块包括:LED 显示、LED 小间距电视、LED 智能照明、LED 文体教育传媒。	(1) 数字标牌显示市场业务: 主要包括拼接 LCD/LED 显示系统及其他标牌显示器 (2) 传统工商业显示器业务: 面向特定市场的定制化工商业显示器、桌面显示器、触屏显示器、DLP 背投设备及高端家庭影院。
技术特点	专注于 LED 应用领域的产品和解决方案研发,拥有丰富的行业应用经验和全球领先的 LED 小间距电视技术。	在电子专业显示领域专注于为满足高标准定制化需求而进行研发与技术创新,能够提供覆盖包括 DLP 背投显示、LCD 显示 (含超窄边框拼接 LCD、透明 LCD)、LED 显示在内的全产品线解决方案。
应用领域	工商企业、政府机构、军事机构、广播电视、广告传媒、文体商业场馆、交通运输、高端家用。	(1) 数字标牌显示市场: 商业零售、机场、体育场馆、医疗、企业与教育机构、控制室 (2) 传统工商业产品: 交通运输、军事、自然资源开采、发电厂、安保、民用高端家庭影院。
市场分布	以中国境内为主,境外占比逐年提高,已完成对欧洲、美国、日本、巴西的业务布局。	以北美市场为主,已建立起覆盖全球的销售网络,在北美洲、欧洲和亚洲设立了销售办公室,在全球 100 个国家拥有超过 2700 家经销商。
管理团队	利亚德国内拥有具备国际视野的中国籍管理团队,境外子公司管理人员及团队均为当地本土人员。	全部为美国本土及欧美国籍管理团队,深耕北美市场,具备全球运营管理能力。

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

3. 文化产业项目建设成为新的业绩增长点

3.1 文化产业兴起是大势所趋

文化产业自上世纪 90 年代以来开始在全球范围内快速发展,其中以美国、日本、欧洲等为代表的发达国家和地区的相关行业表现最为突出。文化产业在发达国家率先兴起的主要原因之一在于随着居民收入的增加以及恩格尔系数大幅下降,人们在物质生活得到一定满足的基础上,开始对精神文化生活有所诉求,从而带动了娱乐消费支出的增长。在美国,1970-1993 年居民人均消费支出由 3100 美元增加到 16429 美元,增长 4.3 倍,同期娱乐人均消费支出由 115 美元增加到 887 美元,增长 6.7 倍。同时,娱乐消费在人均消费支出占比也由 3.7% 提升至 5.4%。到 2012 年,美国娱乐消费支出占比已经超过 5.5%,位列食品、住房、交通类支出之后,成为第四大消费支出项目。

随着这种消费结构的升级,文化产业在经济发展中的地位也越发凸显,并逐步成为各发达经济体的支柱产业之一。例如,2009-2012年美国文化产业增加值年均增长5%,高于同期GDP年均增速2.9个百分点,文化产业在GDP占比达到25%,位列世界首位。同时,文化产业的崛起对包括旅游、餐饮、时装等行业的发展具有很强的带动作用。例如,在拉美和加勒比地区文化旅游成为当地居民和政府的重要经济来源。2011年文化旅游是阿根廷第三大收入来源,2012年墨西哥的文化旅游对GDP的贡献大约为8%。根据美国旅游协会公布的数据显示,与其他游客相比文化旅游的游客具有以下特点:

- ◆ 花费更高,人均623美元(其他游客为457美元)
- ◆ 酒店、汽车旅馆或含早餐旅馆的使用率更高,为62%(其他游客为55%)
- ◆ 高消费者占比高,人均花费超过1000美元者占比达19%(其他游客为12%)
- ◆ 旅行时间更长,为5.2晚(其他游客为3.4晚)

所以,无论是从自身发展对于经济增长的显著贡献,还是对相关行业的拉动作用,文化产业都扮演着至关重要的角色,也因此受到各国政府的重点扶持。根据欧洲理事会与欧洲比较文化研究所的测算,2011年欧盟各国公益性文化产业单位实收资本的70%-80%来源于政府支出。

在我国,文化产业的发展得到政府的高度重视,并首次作为支柱性产业在十二五规划中提出。所谓支柱性产业即该产业增加值在同期GDP占比要达到5%以上。2014年我国文化及相关产业增加值为23940亿元,占GDP比重为3.76%,因此要成为支柱性产业仍有很大提升空间。同时,各政府部门也出台多项政策支持文化产业的发展。其中2013-2014的两年时间里,共计16个部门出台了79个文化产业相关政策,为行业的发展起到了很好的促进作用。

表 5: 2014 年主要文化产业政策

时间	颁发部门	政策名称	相关内容
2014年2月	国务院	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	就加快推进文化创意和设计服务与实体经济深度融合做出明确要求,提出到2020年,文化创意和设计服务的先导产业作用更加强化,基本建立与相关产业全方位、深层次、宽领域的融合发展的格局。
2014年3月	国务院	《关于加快发展对外文化贸易的意见》	要加快发展传统文化产业和新兴文化产业,扩大文化产品和服务出口,加大文化领域对外投资。
2014年3月	文化部、中国人民银行、财政部	《关于深入推进文化金融合作的意见》	提出要加强文化金融公共服务,加强财政对文化金融合作的支持。
2014年4月	国务院	《国办关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》	涉及财政税收、投资融资、资产管理、土地处置等多方面支持政策。指出对经营性文化事业单位转制为企业后,免征企业所得税;

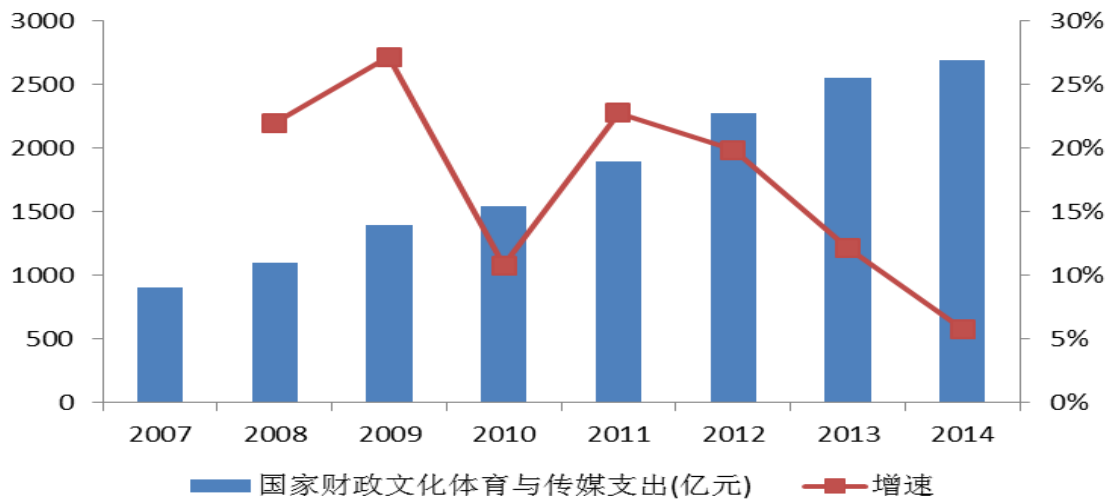
对国家重点鼓励的文化产品、文化服务出口分别实行增值税零税率、营业税免税。

2014年8月	文化部、工信部、 财政部	《关于大力支持小微文化企业发展的 实施意见》	明确以“积极营造有利于小微文化企业创新能力、扩大发展规模、促进企业可持续发展的良好环境，进一步解放文化生产力，激发全社会文化创造活力”为目标，集中各方资源，运用多种政策手段，对小微文化企业自身发展能力和外部发展环境中具有共性的问题提出针对性的、普惠性的措施。
2014年11月	财政部、国家税务 总局、中宣部	《关于继续实施文化体制改革中经营 性文化事业单位转制为企业若干税收 政策的通知》	由财政部门拨付事业经费的文化单位转制为企业，自转制注册之日起对其自用房产免征房产税。

资料来源：光明日报，东兴证券研究所

除政策扶持外，我国政府在资金方面对于文化产业的发展也给予了大力支持。根据国家统计局数据显示，2014年国家财政文化体育与传媒支出为2691亿元，较上年同期增长5.8%，支出规模较2007年增加两倍，2007-2014年复合增速达到17%。因此，在资金规模和增速方面，政府投入都保持在较高水平。

图 15：2007-2014 年国家财政文化体育与传媒支出

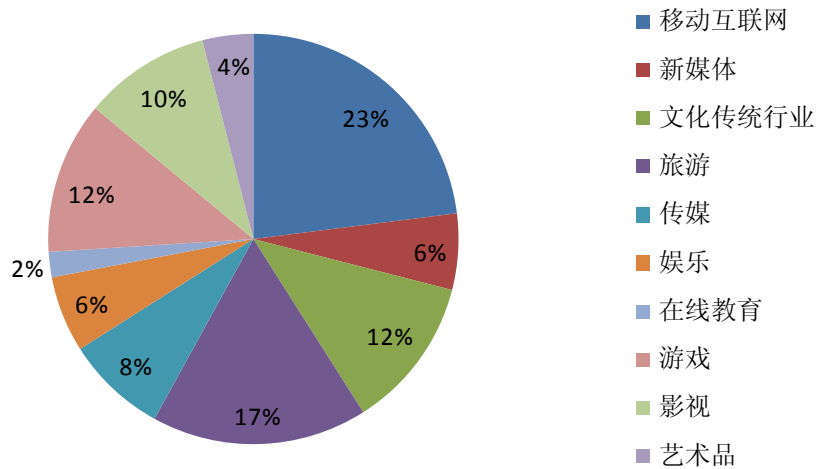


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

同时，政府还通过产业基金的方式整合商业银行、保险公司、信托投资公司、证券公司等金融机构，以及一些国有企业的资源，对文化领域具有良好前景的未上市公司进行股权投资，以帮助这些企业实现健康平稳的增长，并由此带动整个文化产业的发展壮大。以2014年为例，全年新增文化产业基金51支，其中40支披露募资金额的基金合计募集资金1196.85亿元，平均单支基金的总募集金额约为30亿元。从地域分布来看，有33支基金位于北京、上海、广州等一线城市，占总数量的65%，募集总金额为339.05亿元，占总规模的28%。因此，一线城市成为文化产业发展最为活跃

的地区。从基金规划的投资领域来看,有 11 支基金定位在移动互联网领域,占全部数量的 23%,8 支基金定位在旅游演艺领域,占全部数量的 17%。从资金规模来看,影视娱乐相关产业基金规模占已披露募资规模的 37%,其次是旅游相关产业基金规模占比为 32%。因此,无论是在基金数量还是规模方面,旅游相关产业基金都位列前茅,也由此可以看出以旅游为代表的新兴文化行业受到资金的青睐。

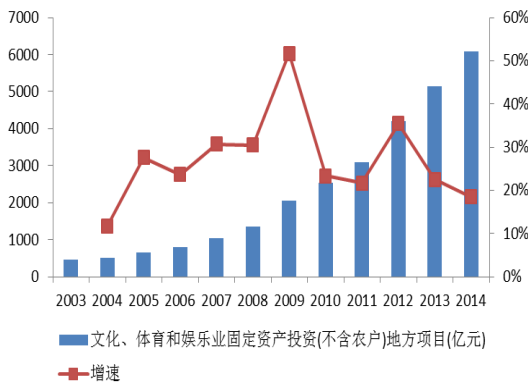
图 16: 2014 年新增文化产业投资基金数量分布情况



资料来源: 中国经济网, 东兴证券研究所

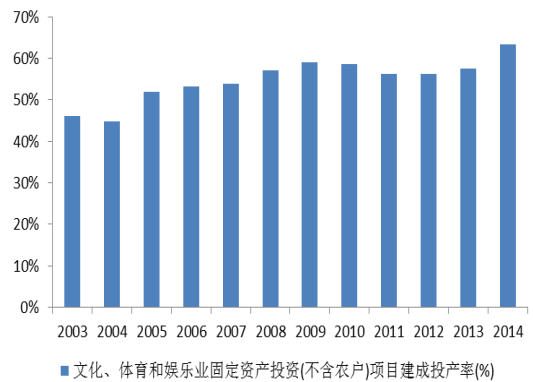
在政策和资金的双重驱动下,我国文化产业方面的固定资产投资节节攀升,由 2003 年的 452 亿元增长至 2014 年的 6087 亿元,2003-2014 年复合增速达到 27%,实现井喷式发展。并且,同期的项目建成投产率也保持稳定增长,由 2003 年的 46% 上升至 2014 年的 63%,表明项目使用效率显著提升的同时,也反映出文化市场行业景气度的不断增长。

图 17: 2003-2014 文化产业固定资产投资



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 18: 2003-2014 文化产业项目建成投产率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

文化产业作为消费升级的主要受益者之一,在我国经济结构转型中扮演着关键角色,是我国经济从生产型社会转向消费型社会的重要支柱。因此,在实际消费需求的不断

增长,以及政府各种形式的扶持下,文化产业将在未来相当长的时间内不断发展壮大,从而为相关行业参与者带来丰富的投资机会。正是在这种产业蓬勃发展的大背景下,公司利用自身的技术和专业优势切入文化产业,并以此为核心塑造新的业绩增长点,在实现业务多元化的同时也为公司的长远发展奠定基础。

3.2 公司文化产业布局有序推进

公司于 2015 年初并购励丰文化和金立翔两家子公司,这两家公司在文化产业项目建设方面具有丰富的经验,因而成为公司拓展相关领域的主要执行者。同时,2015 年励丰文化和金立翔的并表利润分别为 7761 万元和 3310 万元,分别超出当年业绩承诺 21%和 74%,展现了良好的盈利能力。

励丰文化目前的主要业务分为三个板块即文化演艺设备业务板块、数字文化体验业务板块以及新兴文化旅游业务板块。

- ◆ 文化演艺设备业务板块:主要包括代理国外高端文化演艺设备如 STEINWAY、RCF、PICTURALL 等,以及生产和销售自主品牌 Lemuse 系列高端音响设备。其中 Lemuse 系列高端音响已被成功运用于“又见平遥”、杭州宋城千古情剧场、东方剧院等众多项目中。
- ◆ 数字文化体验业务板块:通过向客户提供创新的专业 AVLC (音响、视频、灯光、控制系统设备)系统集成与创意设计整体解决方案,在目标场地打造全新的数字文化体验空间。该业务板块主要包括剧院剧场 AVLC 专业系统集成业务、展览展示创意设计及其整体解决方案业务、城市数字多媒体文化景观业务以及商业文化空间创新数字 AVLC 集成业务。
- ◆ 新兴文化旅游业务板块:以概念策划及创意设计为导入,文化融合科技创新,为新兴文化旅游与文化消费新业态的打造提供相应服务。该板块主要业务包括旅游演艺文化科技创意及整体解决方案业务,和城市文化综合体业务。

表 6: 励丰文化主营业务分类

业务类别		业务介绍
文化演艺设备业务板块	文化广电行业及渠道销售业务	向电视台等文化广电行业客户及传统的文娱行业渠道客户提供高端文化演艺设备的代理、销售
	Lemuse 系列高端音响设备研发、生产及销售业务	从事自主高端音响品牌 lemuse 系列产品的研发、生产及销售
数字文化体验业务板块	剧院剧场 AVLC 专业系统集成业务	为剧院剧场等专业市场用户,提供创新的数字 AVLC 系统集成产品及整体解决方案以及后续的维护服务,以实现优质的演艺舞台效果和现场氛围
	展览展示创意设计及其整体解决方案业务	以创意为导入,为博物馆、规划馆等文化展馆及企业展厅提供展览展示的创意设计、装饰装修及创新数字 AVLC 的系统集成服务,通过对文化展馆的主题立意、功能定位及展品展线的分析策划,协助客户拟定展览大纲及设计方案,并借助先进的创新数字 AVLC 的

		系统集成，以高科技手段丰富展览展示的文化内涵表达，增强现场互动，实现展演融合
	城市数字多媒体文化景观业务	立足于实现城市公共文化空间的数字文化体验，通过整合艺术导演、脚本及音乐创作、内容制作等资源，以创新的数字 AVLC 系统集成技术，通过专业设计的声、光、电展现形式结合喷泉、城墙等特定的物质载体，在公园广场、户外楼宇等公共文化空间打造数字多媒体文化景观，达到提升公共文化空间层次及服务水平、丰富文化休闲内容、烘托氛围、聚集人气、促进消费的目的
	商业文化空间创新数字 AVLC 集成业务	针对各类商业综合体、消费购物场所、星级酒店宴会厅、婚庆专业场所等商业空间的不同定位及需求，通过创意设计、概念策划及内容整合，以创新的数字 AVLC 系统集成服务为载体，在商业空间内打造优质的数字文化体验效果，注重互动，展演融合，从而吸引人气、拉动体验式消费增长
新兴文化旅游业务板块	旅游演艺文化科技创意及整体解决方案业务	通过文化科技创意为导入，整合艺术导演资源，参与演出脚本创作，以科技融合创新的数字 AVLC 集成系统，为文化旅游演艺项目提供声光电整体解决方案
	城市文化综合体业务	立足特定城市、地域的历史文化特点，创造性地发掘城市文化旅游资源与体验消费的融合创新模式，通过整合科研院校、设计单位及内容制作等资源，为城市文化旅游综合体提供整体概念策划设计，服务于老城改造及新城建设，并在综合体后续旅游演艺、商业空间及剧院剧场等板块建设中提供创意服务及创新系统集成服务

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在项目建设方面，励丰文化参与设计施工了国内多个著名案例包括上海电影博物馆、南京老门东、又见平遥、兰州黄河母亲文化公园综合体项目等。同时，公司拥有包括专业灯光工程综合技术能力等级一级资质、专业音响工程综合技术能力等级一级资质、舞台音响一级资质等在内的多项资质认证，帮助公司在竞标全国省级或副省级以上城市的大型剧院剧场音响工程设备供应与系统集成项目中获得较强的竞争优势。

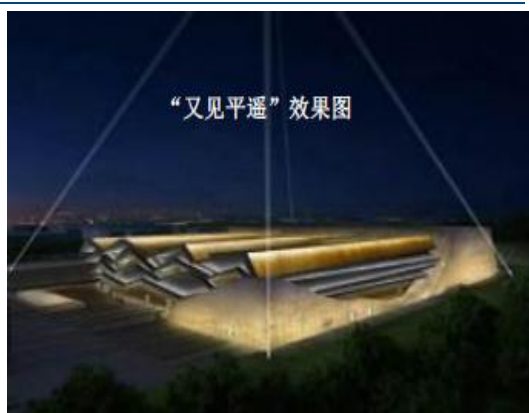
励丰文化的强劲实力在 2016 年初又有所体现。该公司与其他另外两家公司联合中标“茅台数字化水舞秀声光电子景观工程设计施工一体化”项目，中标总金额约为 6300 万元，其中励丰文化获得约 4700 万元，占总额的 75%。该项目是仁怀市重点打造的赤水河流域旅游产业的重要组成部分，通过对水、声、光、多媒体等元素的组合，展现具有地域特征的长征文化、国酒文化和盐运文化，从而将传统旅游与文化演艺融为一体，在推广本地文化的同时也提升了地方旅游资源的附加值，实现双赢的局面。

图 19: 励丰文化成为北京奥运会设备供应商



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 20: 公司参与又见平遥项目建设



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

金立翔主营业务是为文艺演出、电视综艺节目、会展及其他各类舞台活动提供基于 LED 技术的舞台视觉效果工程技术服务。公司曾多次参与大型文艺活动, 为众多国内外知名大型舞台演出打造舞美视觉效果, 包括北京奥运会的“LED 画卷”、上海世博会的世博之夜、第一届新加坡青奥会的“超炫大屏”、鸟巢 APEC 会议巨型网幕等。

图 21: 2014 年 APEC 会议



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 22: 2010 上海世博会开幕式



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

励丰文化和金立翔的专业能力在历次著名文艺项目的建设已经得到验证, 两者均拥有业内一流的项目设计、实施和运营维护水平, 具有很强的行业竞争力。所以, 励丰文化的大型文化项目建设能力与金立翔舞台视觉效果技术的结合, 将成为公司开拓文化领域新业务的一柄利器。

同时, 公司于 2016 年 3 月与国开行签署了《开发性金融合作协议》, 合作领域包括文化旅游演艺项目、城市文化科技体验馆项目、虚拟现实应用于文化娱乐主题公园项目、智慧城市建设项目、LED 照明节能改造及合同能源管理项目等, 主要利好公司文化传媒业务。同时, 国开行可以为公司提供最高 50 亿元的授信额度, 帮助公司在资金方面获得远超同行其他竞争对手的融资优势, 为公司达成“文化科技+金融”的战略目标提供坚实后盾, 成为公司实现快速发展的金融保障。

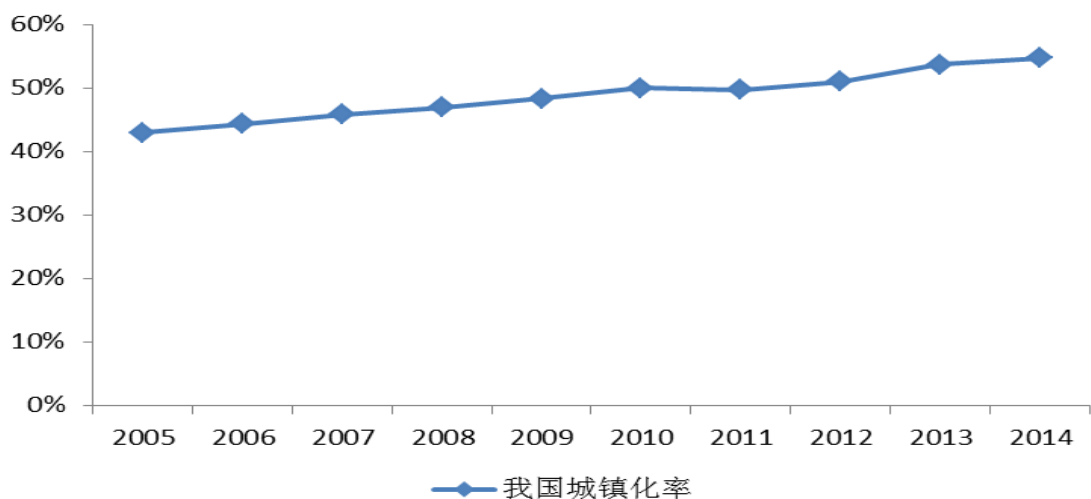
4. 照明板块发展迅猛

4.1 景观照明市场稳定增长

随着城市现代化进程的不断推进，城市景观照明越来越受到人们的重视。首先，城市景观照明是提升城市面貌的一种手段，可以在短时间内用较低的成本为城市带来较大的变化，美化城市整体形象。其次，城市景观照明可以是一种文化的体现，突显城市历史传承和识别性。例如像天津海河夜景、上海外滩夜景、北京奥体中心夜景等，都具有突出的地域标识，成为城市对外展示的标志。第三，城市景观照明可以提升城市安全性和舒适度。优良的景观照明有助于降低犯罪率和交通事故，为市民的出行带来安全感。同时，城市景观照明能够为居民的夜生活增添色彩，人们可以在景观照明营造的舒适氛围中得到休息和放松，从而排解白天工作带来的压力。

由于景观照明多见于城市之中，因此城镇化率的提升是景观照明市场增长的重要驱动力。在 2005 到 2014 年的 10 年间，我国城镇人口数量从 5.62 亿增长到 7.49 亿，城镇化率从 43% 增长到 55%，年均增长 1.2 个百分点。目前，我国城镇化率已与世界平均水平相当，但与发达国家 70% 的城镇化率平均水平仍有较大差距，因此仍有很大上升空间。

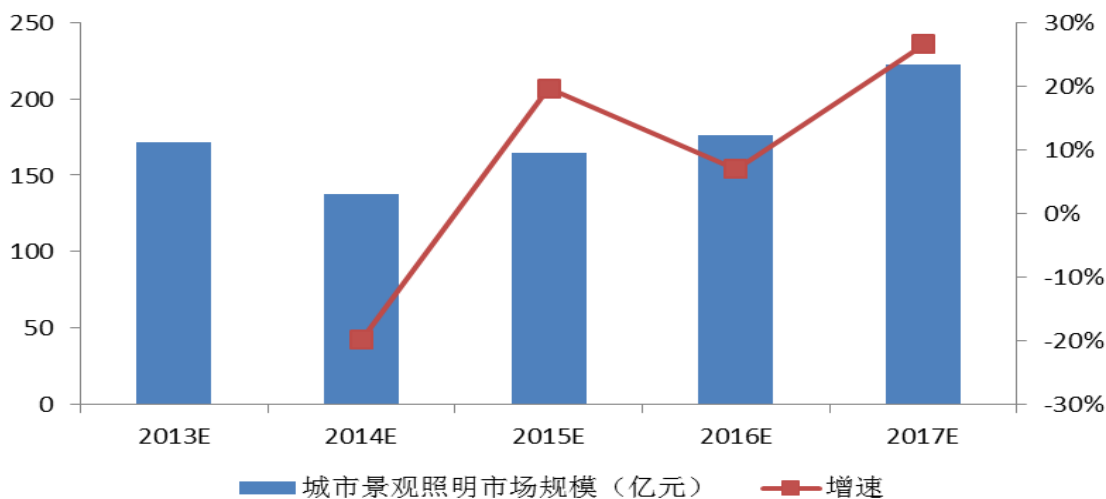
图 23: 2005-2014 年我国城镇化率情况



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

在我国城镇化发展的带动下，城市景观照明市场规模也在稳步提升，预计到 2017 年将达到 223 亿元，2013-2017 年复合增速为 7%，高于同期 GDP 增长水平，为产业链相关企业创造较好的投资机会。

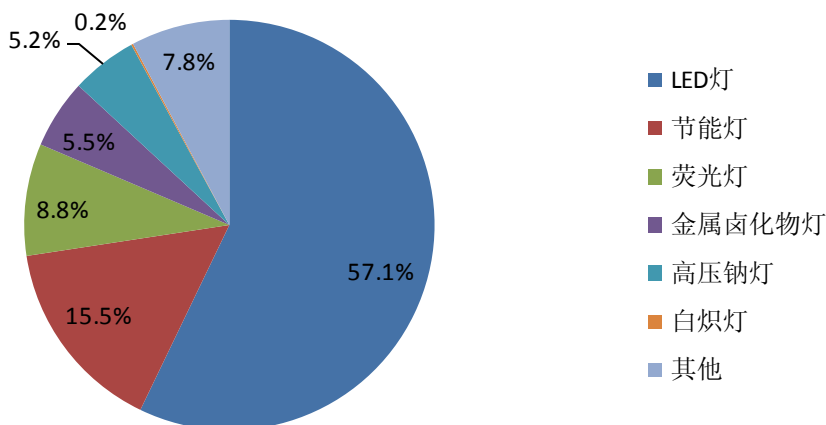
图 24: 2013-2017 年我国城市景观照明市场规模及增速



资料来源: 中国照明产业网, 东兴证券研究所

同时, 从景观照明光源类型占比来看, LED 灯所占比例最大, 达到 57.1%, 其次是节能灯 (15.5%) 和荧光灯 (8.8%)。近几年, 随着 LED 光源价格的不断下降, LED 对于其他光源的替代性更加显著, 因此我们认为 LED 光源在景观照明中的占比在未来将得到进一步提升。

图 25: 2010 年各类景观照明光源占比



资料来源: 中国照明产业网, 东兴证券研究所

城市景观照明是城镇化发展的产物之一, 同时由于我国城镇化率仍有较大提升空间, 所以行业未来具有较好的发展前景。LED 由于具有亮度高、响应速度快、节能环保、使用寿命长等优点, 成为景观照明光源首选, 因此将受益于行业增长。公司 LED 智能照明业务主要集中在城市景观照明领域, 并且项目竞标能力出众, 因而具有良好的发展前景。

4.2 LED 智能照明业务增长显著

公司照明板块收入主要来自于 LED 智能照明业务, 由子公司金达照明负责业务的具体开展。金达照明于 2013 年末被公司并购, 主营业务为建筑物和道路的照明方案设计、照明工程施工及配套灯具的设计、安装、销售, 具有提供光环境综合解决方案的能力。经过多年的经营积累, 金达照明铸造了一批高端优质的照明样板工程, 并培育了一批战略型客户, 包括深圳证券交易所、万达集团、香格里拉酒店集团、世贸集团等, 项目工程遍布华南、华东、华北、西北、东北等各大中城市。2015 年金达照明先后中标“武汉市两江四岸景观亮化提升项目一期工程施工”项目, 合同金额为 2.77 亿元, 以及“茅台镇夜景照明工程 (EPC 模式) 总承包招标”项目, 合同金额为 8300 万元, 再次展现了在景观照明领域的强劲实力。

图 26: 第 26 届大运会主场馆项目



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 27: 上海松江万达商业广场项目

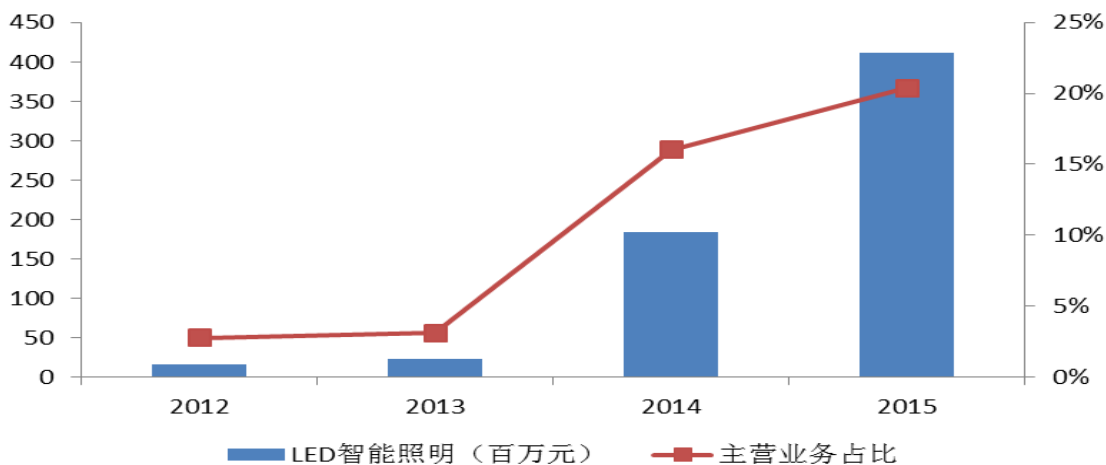


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

除金达照明外, 公司于 2015 年 7 月通过受让股权和认购新增出资的方式获得品能光电 55% 股权。品能光电为国内最早的从事室外照明产品研发及生产的企业, 属于国内室外照明产品前三大著名品牌之一。由于金达照明没有自有照明产品, 并且在其照明工程施工业务的主要原材料中灯具占比最大, 为 71%-75%, 所以照明产品的价格及供应的持续性对于金达照明的业务开展将会产生较大影响。对品能光电的收购可以很好的解决灯具的供给问题, 有助于金达照明在进行照明工程建设时获得稳定的、性价比比较高的 LED 照明产品, 从而保证了工程的施工质量。

随着对金达照明的并购完成, 公司 LED 智能照明业务获得快速增长, 营收规模由 2012 年的不到 1600 万元增长至 2015 年的 4.12 亿元, 照明业务收入在总收入占比由 2012 年的 3% 增长至 2015 年的 20%。同时, 2015 年金达照明并表利润为 8514 万元, 超出当年业绩承诺 189%, 连续两年超额完成任务。由于公司参与的一些文化产业项目也会涉及景观照明工程, 因此两项业务具有一定的协同效应。随着公司文化产业相关业务的不增长, 预计对于 LED 智能照明业务也将起到带动作用, 因此公司照明板块有望继续保持快速发展的势头。

图 28: 2012-2015 年照明业务规模及占比

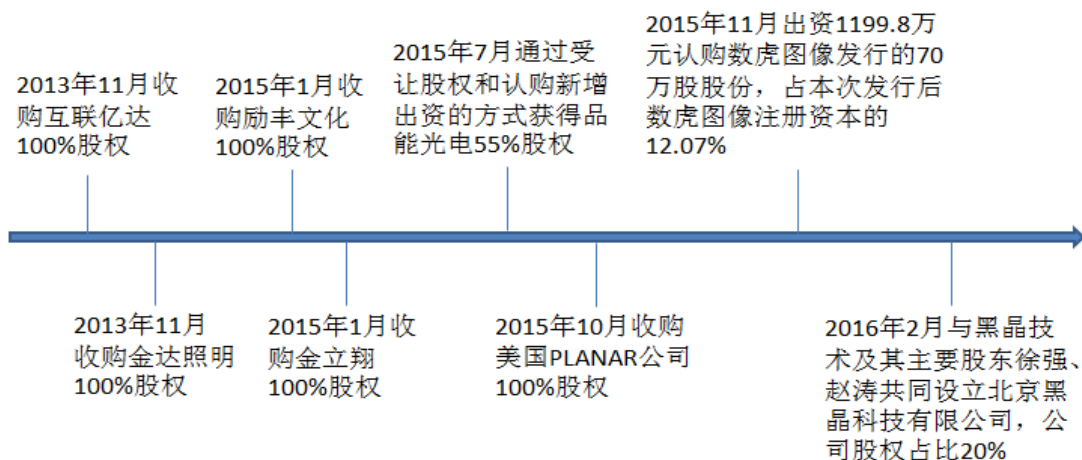


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 外延式发展布局新领域

上市以来, 除不断加强和升级自身原有 LED 屏幕业务外, 公司还通过参股、并购、设立合资公司等一系列资本运作进行外延式发展, 切入一些行业前景良好的领域, 并成功培育出 LED 智能照明和文化传媒两大新的业绩增长点。同时, 这些外延布局并非独立于公司核心业务存在, 而是能够与公司的显示技术相结合, 充分利用公司在显示领域建立的优势进行新业务的拓展, 发挥不同业务间的协同效应。例如, 公司承接的文化项目建设中的显示部分就可以采用公司的自研产品, 在提升项目质量的同时对显示业务也能形成带动作用, 实现了多业务的协同发展。鉴于外延式发展有助于新技术的快速获取和融合, 以及加速新领域的拓展, 可以很好的弥补内生发展相关方面的不足, 因此将成为公司未来实现业务规模持续增长的重要手段。

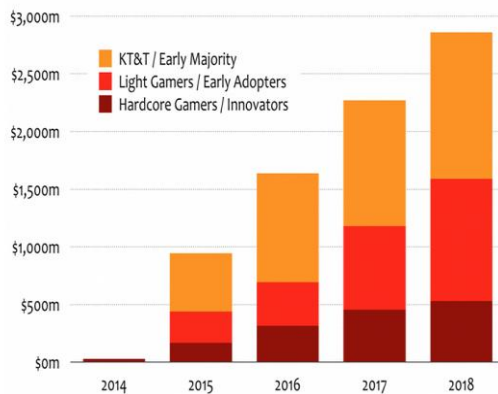
图 29: 上市后公司完成的主要资本运作



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

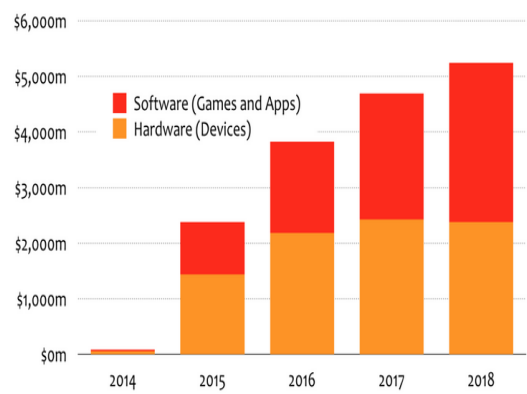
2016 年伊始, 公司与黑晶技术及其主要股东徐强、赵涛共同设立北京黑晶科技有限公司, 其中公司股权占比 20%。黑晶技术主营业务集中在 VR 和 AR 领域, 业务分为三大板块, 包括 VR/AR 项目开发、儿童互动科教、以及 Pangolin 虚拟现实主题乐园。根据双方协议, 未来黑晶科技将把全部知识产权卖给合资公司, 并将全部 AR、VR 业务交由合资公司作为唯一运营主体进行经营管理, 以及将所持除合资公司外的其他全部 VR、AR 业务相关企业的股权以一定价格转让至合资公司名下。因此, 此次合作相当于公司对黑晶科技进行了间接持股, 并借此切入虚拟现实领域。从 2015 年的表现来看, 虚拟现实受到了行业和市场的广泛关注, 并在 2016 年有望迎来爆发式增长。根据 KZero 的数据, 预计全球 VR 设备的出货量将由 2015 年的 570 万台增加至 2018 年的 2380 万台, 2015-2018 年复合增速达到 61%, 行业增长迅猛。

图 30: 2014-2018 硬件市场规模



资料来源: KZero, 东兴证券研究所

图 31: 2014-2018 软件市场规模



资料来源: KZero, 东兴证券研究所

由于公司目前的产品与服务主要集中在视听领域, 所以与 VR/AR 在技术与应用方面都有很大的合作空间。虚拟现实作为当今最前沿的技术之一具有广阔的发展前景, 此次合作有助于公司为下一代产品进行技术储备, 并有望进一步拉大与同行其他竞争对手的技术差距, 巩固公司行业领跑者地位。同时, 与黑晶科技的合作又是公司在外延方面的一次有益尝试, 在技术布局方面具有很好的前瞻性, 并与当前主营业务存在可行的契合点, 秉承了公司在资本运作方面一贯谨慎务实的风格, 后续有望推出能够带来实际应用价值的产品。

6. 盈利预测及估值

核心假设:

- ◆ LED 显示业务: 由于已经是成熟行业, 因此我们假设 2016-2018 年 LED 显示业务增速保持在 5%。假设 2016-2018 年毛利率分别为 39.64%、39.50%、39.50%。
- ◆ LED 小间距业务: 随着公司收购平达的完成, 预计海外小间距销量将实现快速增长。同时, 2016 年 LED 小间距市场有望实现 100% 增长。因此, 我们认为 2016 年公司 LED 小间距订单有望达到 22 亿元, 并假设 2017-2018 年订单增速分别为 70% 和 60%。同时我们假设营收确认比例为 70%。假设 2016-2018 年毛利率分别为 43%、

42.5%、42%。

- ◆ LED 照明: 2016 和 2017 年的营业收入我们参考金达照明的历史表现及业绩承诺进行计算。同时假设 2018 年的营业收入增速为 10%。假设 2016-2018 年毛利率分别为 37.6%、37.6%、37.6%。
- ◆ 文化传媒: 我们参考励丰文化和金立翔 2016-2017 年的历史表现及业绩承诺分别计算各自营业收入, 并加总得到公司 2016-2017 年文化传媒业务营收规模。同时, 我们假设 2018 年公司文化传媒营收增速为 20%。假设 2016-2018 年毛利率分别为 46%、46%、46%。
- ◆ 平达: 平达 2014 年营业收入约为 11.64 亿人民币, 我们分别给予该公司 2015-2018 年营收增速为 5%、5%、10%、15%。平达公司 2014 年毛利率为 24.4%, 由于并购后的协同效应, 假设 2016-2018 年平达的综合毛利率逐年提升, 分别为 24.4%、26%、28%。

出于审慎考虑, 我们的盈利预测并未将可能发生的并购计算在内。

表 7: 公司主营业务预测

主营业务 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
LED 显示	410.40	430.92	452.47	475.09
收入增速	6.26%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	39.64%	39.64%	39.50%	39.50%
LED 小间距	811.45	1,538.00	2,615.00	4,184.00
收入增速	39.18%	89.54%	70.03%	60.00%
毛利率	43.30%	43.00%	42.60%	42.00%
LED 照明	411.65	450.00	494.40	593.27
收入增速	123.85%	9.32%	9.87%	10.00%
毛利率	37.56%	37.60%	37.60%	37.60%
文化传媒	370.85	584.05	644.05	772.86
收入增速	3,725.79%	57.49%	10.27%	20.00%
毛利率	46.04%	46.00%	46.00%	46.00%
平达	N/A	1,282.76	1,411.03	1,622.68
收入增速	N/A	N/A	10%	15%
毛利率	N/A	24.40%	26.00%	28.00%
主营业务收入	2022.63	4,285.73	5,616.95	7,647.90
收入增速	71.42%	111.9%	31.1%	36.2%
主营业务成本	1178.14	2,702.72	3,477.37	4,670.03
综合毛利率	41.75%	36.94%	38.09%	38.94%

资料来源: 东兴证券研究所

因此, 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 42.86 亿元、56.17 亿元和 76.48

亿元, 收入增速分别为 112%、31%、36%, 综合毛利率分别为 36.94%、38.09%、38.94%。

公司估值:

我们使用相对估值法对公司进行估值。2016 年 LED 屏幕行业平均估值为 49 倍, 结合公司未来的发展前景, 我们认为 2016 年给予公司 50 倍估值比较合理, 对应股票价格为 39 元。

表 8: 可比公司估值

公司名称	EPS			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
艾比森	0.79	1.28	1.78	41.68	25.96	18.62
奥拓电子	0.06	0.24	0.32	192.5	47.93	35.65
洲明科技	0.58	0.98	1.32	48.79	28.82	21.43
雷曼股份	0.06	0.2	0.26	321.32	92.65	70.28
平均值	-	-	-	151.07	48.84	36.50

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

7. 投资评级

公司是 LED 小间距屏幕行业龙头, 拥有强劲的科研实力和渠道优势。随着对平达公司的并购完成, 公司海外市场渠道得到显著加强, 因此将充分受益于小间距屏幕海外市场的快速增长。同时, 随着我国文化产业的兴起, 公司文化传媒业务迎来发展良机, 并已经取得突破, 将成为支撑公司业绩增长的第二强点。在景观照明方面, 随着我国城镇化率的提升, 相关市场规模也在稳步增长, 公司 LED 智能照明业务进入发展快车道。外延发展方面, 公司自上市以来动作连连, 并且成绩瞩目。公司在新领域的不断布局有助于新产品的技术储备, 以及新业务的尝试和拓展, 并为公司的未来发展培育新的业绩增长点。在不考虑并购的情况下, 我们预计公司 2016 年、2017 年和 2018 年实现营业收入分别为 42.86 亿元、56.17 亿元和 76.48 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 5.89 亿元、8.35 亿元和 11.97 亿元, 每股收益分别为 0.78 元、1.10 元和 1.58 元, 对应 P/E 分别为 31 倍、22 倍和 15 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。2016 年目标价为 39 元。

8. 风险提示

- 1、国外企业加快投入 LED 小间距屏幕市场。
- 2、文化产业发展不达预期。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1498	3137	5258	6791	9141	营业收入	1180	2023	4286	5617	7648
货币资金	261	641	0	0	0	营业成本	715	1178	2703	3477	4670
应收账款	570	1150	2348	3078	4191	营业税金及附加	13	25	54	71	96
其他应收款	43	72	152	200	272	营业费用	146	204	432	562	765
预付款项	42	62	62	62	62	管理费用	121	238	386	506	688
存货	389	1138	2612	3360	4513	财务费用	15	38	43	45	45
其他流动资产	159	56	56	56	56	资产减值损失	25.54	30.73	22.00	22.00	22.00
非流动资产合计	458	2145	2053	1947	1841	公允价值变动收益	8.58	-0.02	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	10.40	-0.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	61.85	595.63	566.19	533.91	500.20	营业利润	162	308	646	935	1361
无形资产	32	439	395	351	307	营业外收入	37.31	86.43	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	25	22	87	87	87	营业外支出	4.54	3.48	3.00	3.00	3.00
资产总计	1956	5282	7310	8739	10982	利润总额	195	391	693	982	1408
流动负债合计	644	1716	3742	4586	5992	所得税	31	59	104	147	211
短期借款	180	590	1705	2141	2916	净利润	164	332	589	835	1197
应付账款	213	553	1250	1609	2160	少数股东损益	2	1	0	0	0
预收款项	99	163	163	163	163	归属母公司净利润	161	331	589	835	1197
一年内到期的非	19	7	106	106	106	EBITDA	220	838	793	1086	1514
非流动负债合计	208	1160	1086	1086	1086	EPS (元)	0.52	0.48	0.78	1.10	1.58
长期借款	0	1061	1061	1061	1061	主要财务比率					
应付债券	179	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	851	2876	4828	5672	7078	成长能力					
少数股东权益	3	38	38	38	38	营业收入增长	51.64%	71.42%	111.89%	31.06%	36.16%
实收资本 (或股	323	756	756	756	756	营业利润增长	126.92%	90.00%	110.00%	44.64%	45.62%
资本公积	455	978	590	590	590	归属于母公司净利	101.08%	105.05%	78.18%	41.61%	43.43%
未分配利润	307	664	1018	1519	2237	获利能力					
归属母公司股东	1102	2369	2445	3029	3867	毛利率 (%)	39.40%	41.75%	36.94%	38.09%	38.94%
负债和所有者权	1956	5282	7310	8739	10982	净利率 (%)	13.88%	16.42%	13.75%	14.86%	15.65%
现金流量表						单位: 百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	84	116	-1168	-119	-350	ROA (%)	8.25%	6.26%	8.06%	9.55%	10.90%
净利润	164	332	589	835	1197	ROE (%)	14.64%	13.96%	24.11%	27.56%	30.96%
折旧摊销	42.84	491.48	103.29	106.14	107.56	资产负债率 (%)	44%	54%	66%	65%	64%
财务费用	15	38	43	45	45	流动比率	2.33	1.83	1.41	1.48	1.53
应收账款减少	0	0	-1199	-729	-1113	速动比率	1.72	1.17	0.71	0.75	0.77
预收帐款增加	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-234	-1160	-55	-22	-22	总资产周转率	0.74	0.56	0.68	0.70	0.78
公允价值变动收	9	0	0	0	0	应收账款周转率	2	2	2	2	2
长期股权投资减	0	0	26	0	0	应付账款周转率	6.14	5.28	4.75	3.93	4.06
投资收益	10	-1	0	0	0	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	144	1408	583	141	372	每股收益 (最新摊	0.52	0.48	0.78	1.10	1.58
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.02	0.48	-0.85	0.00	0.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.41	3.14	3.24	4.01	5.12
普通股增加	173	433	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	55	523	-389	0	0	P/E	46.79	50.69	31.19	22.03	15.36
现金净增加额	-6	364	-641	0	0	P/B	7.13	7.76	7.52	6.07	4.75
						EV/EBITDA	36.24	23.16	26.80	19.98	14.84

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张济

美国哥伦比亚大学和普度大学双硕士，2013年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。