

广开拓千亿市场，利亚德光芒绽放

投资要点

- **小间距 LED 爆发，千亿市场逐步明朗：**回顾 2016 年，小间距 LED 爆发，利亚德公司仅第一季度订单就达 2.84 亿元，较 2015 年同期增长 156%，而整年小间距订单几近翻倍。目前小间距 LED 成本仍呈高速下降态势，已与 DLP 相比低 30%-40%，我们预计可替代市场到 2020 年将超 150 亿元。与此同时，会议投影、海量民用高端市场也不断拓展（市场空间共超 300 亿）。我们认为小间距 LED 未来三年复合增长率可达 50% 以上，利亚德作为行业先行者和绝对龙头，长期占有 50% 以上的市场份额，将显著受益行业爆发性增长红利。
- **布局文化旅游千亿市场，茅台项目创幸福城市标杆：**公司在文化方面战略格局深远，立足于文化旅游，结合内容+科技+政府一体化模式奠定明显领先优势。公司近 3 亿规模茅台镇项目陆续落地，在利亚德完成茅台镇夜景照明、水舞秀、《天酿》演艺项目后，整个茅台镇夜景效果焕然一新。利亚德茅台镇项目集创意设计、照明施工与演艺内容为一体，项目的成功落地有望为茅台镇塑造全新的旅游景区形象，在全国起到较好的示范效应，有望在其他旅游城市得以推广。
- **利亚德深入布局场景式 VR/AR 领域：**VR 发展空间十分巨大，未来将应用在游戏、影视、教育等诸多领域。公司在场景式 VR/AR 领域已拥有内容+核心技术+整体方案的完整布局，在公司后续各类文化项目中，场景式 VR 和 AR 技术将大大提升利亚德文化科技战略的吸引力和层次感，成为文化大战略中关键一环。
- **经营改善叠加非公开发行，现金无忧：**公司将现金流计入考核，通过项目和管理对现金流进行把控并初见成效，上半年经营性现金流净值 7295 万元，同比增长 158%。未来随着公司的不断努力，现金流将持续向好。非公开发行募集资金的落地也将进一步缓解公司的资金压力。
- **股价严重低估，安全边际显著：**公司股价对应 2017 年 27 倍 PE，从公司历史平均估值、最低估值来看，公司估值处于很低的水平。同时，公司 2017 年 PEG<0.5，处于严重低估水平，安全边际明显，未来股价上升空间显著。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.74 元、1.12 元、1.53 元，未来三年归母净利润的复合增速为 55%。给予公司 2017 年 36 倍估值，对应目标价格 27 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**小间距推广不及预期；外延并购不及预期；文化旅游拓展不及预期。

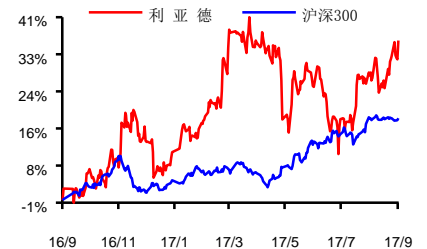
指标/年度	2016A	2017	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4377.94	7384.26	11471.69	15667.90
增长率	116.45%	68.67%	55.35%	36.58%
归属母公司净利润(百万元)	668.83	1211.96	1827.97	2492.17
增长率	102.19%	81.21%	50.83%	36.34%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.74	1.12	1.53
净资产收益率 ROE	14.91%	18.18%	22.09%	23.90%
PE	49	27	18	13
PB	7.34	4.93	3.97	3.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王国勋
执业证号: S1250517060002
电话: 021-68415296
邮箱: wgx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.29
流通 A 股(亿股)	9.75
52 周内股价区间(元)	16.4-41.99
总市值(亿元)	328.23
总资产(亿元)	111.51
每股净资产(元)	2.92

相关研究

1. 利亚德(300296): LED 行业景气, 多轮驱动公司发展 (2017-06-30)

目录

1 引擎再优化——“四轮驱动”到“文化科技+金融”	1
1.1 公司为主营 LED 的一方巨擘	1
1.2 从“四轮驱动”到“文化科技+金融”	2
1.3 多种员工激励实施，提高利益一致性	4
1.4 非公开发行方案已出，现金无忧	5
2 行业爆发增长，小间距龙头受益	6
2.1 小间距 LED 千亿市场爆发	6
2.2 小间距 LED 行业格局稳定，四龙头盘踞市场	9
2.3 研发+渠道+品牌，多重优势奠定小间距龙头地位	10
3 智能照明“幸福城市”	12
3.1 城镇化和政策支持推动景观照明高速发展	12
3.2 深度布局景观照明，公司畅享千亿市场	14
4 文化大战略，打通千亿大市场	17
4.1 文化产业不断升级，消费空间市场巨大	17
4.2 内容+设计+创意+科技+政府一体化文化旅游具雏形	19
4.3 业务比较——从景观照明与文化演艺两个角度看	20
5 打造茅台旅游项目，创幸福城市标杆	26
5.1 夜景照明——提升茅台城市形象和景观特色	27
5.2 水舞秀——展示赤水绵长文化	28
5.3 《天酿》——将树文化演艺标杆	30
5.4 茅台项目背书项目拓展，文化板块加速推进	32
6 利亚德 VR/AR 夺人眼球	35
7 细分行业景气爆发，现金回款不断向好	37
8 利亚德估值处于历史低位	40
8.1 业绩增长将为公司股价提供稳定支撑	40
8.2 从估值的角度看利亚德后市	41
8.3 从 PEG 看利亚德估值	42
9 盈利预测	43
10 风险提示	43

图目录

图 1: 公司近年营收及净利润(亿)	2
图 2: 公司近年毛利率及净利率	2
图 3: 利亚德四轮驱动	2
图 4: 2016 年公司营业收入构成情况	3
图 5: “文化科技+金融”战略打造视听文化跨国集团	3
图 6: 利亚德长期发展战略精要	4
图 7: 利亚德“文化科技+金融”战略体现	4
图 8: 利亚德长期发展战略精要	4
图 9: 利亚德“文化科技+金融”战略体现	4
图 10: 国产原材料灯珠价格不断下降(单位:分)	7
图 11: 小间距 Led 显示屏价格不断下降(P1.2)	7
图 12: 小间距 LED	8
图 13: DLP 拼接屏	8
图 14: 小间距 LED 替代投影市场规模预测	8
图 15: LED 小间距行业企业 LED 显示产品收入(亿元)	9
图 16: 公司研发投入(万元)	10
图 17: 以美国平达为海外业务平台, 构建利亚德海外体系	11
图 18: 2010-2016 年中国国内游客人次	12
图 19: 2007-2016 年中国国内旅游收入(亿元)	12
图 20: LED 下游应用占比	13
图 21: 我国城市景观照明四个阶段	14
图 22: 公司在照明领域进行全国性布局	15
图 23: 西安高新区亮化项目	15
图 24: 一带一路高峰论坛怀柔项目	15
图 25: 利亚德部分幸福城市项目	16
图 26: 演艺项目四个发展阶段	18
图 27: 公司文化旅游项目运作示意图	18
图 28: 利亚德文化产业链布局	19
图 29: 公司文化旅游项目类型	20
图 30: 名家汇主营业务构成	21
图 31: 利亚德主营业务构成	21
图 32: 利亚德集团全国服务网络	22
图 33: 2020 年我国 GDP 与文化产业产值	23
图 34: 宋城演艺营业收入与增速	24
图 35: 宋城演艺归母净利润及增速	24
图 36: 宋城演艺“千古情”系列	24
图 37: 酒文化之城茅台镇	26
图 38: 红军渡赤水效果图	26
图 39: 茅台镇地理环境	26

图 40: EPC 模式.....	28
图 41: 茅台镇景观照明.....	28
图 42: 赤水.....	29
图 43: 利亚德打造赤水夜景.....	29
图 44: 水舞秀景观.....	30
图 45: 水舞秀演绎.....	30
图 46: 《天酿》演艺位置.....	30
图 47: 西山公园山顶.....	30
图 48: 天酿景区.....	31
图 49: 《天酿》演艺现场.....	31
图 50: 茅台镇夜景.....	32
图 51: 《天酿》演艺现场座无虚席.....	33
图 52: VR/AR 应用.....	35
图 53: 公司 VR 布局.....	35
图 54: 公司 VR 产品.....	35
图 55: NP 产品应用.....	36
图 56: 公司资产减值损失、应收账款和存货占营收的比例 (%).....	38
图 57: 利亚德现金流量表 (亿元).....	38
图 58: 利亚德销售商品提供劳务收到现金/营业收入.....	39
图 59: 公司期末账上现金图 (百万元).....	39
图 60: 利亚德营收与股价 (复权) 变化.....	40
图 61: 利亚德上市以来股价变化同同期创业板指数对比.....	41
图 62: 利亚德 PE (TTM).....	41
图 63: 利亚德 PE 与创业板指 PE 比较.....	42
图 64: 利亚德 PEG 变动.....	42

表 目 录

表 1: 公司募集资金用途 (万元)	5
表 2: 小间距 LED 对比传统大屏显示	6
表 3: 利亚德 TWA 系列产品与同行业比较	10
表 4: 外延收购完成景观照明布局	14
表 5: 公司景观照明业务特征	16
表 6: 文化产业市场规模	17
表 7: 名家汇主要政府订单	21
表 8: 公司积极布局照明领域	22
表 9: 励丰文化与金立翔主要项目	25
表 10: 公司中标的茅台项目	27
表 11: 利亚德与茅台政府项目合作模式	32
表 12: 幸福城市模式逐渐成熟	33
表 13: 茅台之后的幸福城市项目订单	34
表 14: 公司主要夜景照明项目	37
表 15: 公司改善经营性现金流的具体措施	39
表 16: 利亚德收入毛利预测 (百万元)	43
附表: 财务预测与估值	44

1 引擎再优化——“四轮驱动”到“文化科技+金融”

利亚德集团由利亚德光电股份有限公司（母公司）及 14 个国内控股成员公司，34 个国内分公司，7 个海外控股成员公司，7 个投资参股公司，北京亦庄及深圳两大生产基地组成。利亚德光电股份有限公司成立于 1995 年，于 2012 年 3 月在深交所上市（股票代码：300296），公司自成立以来一直专注于 LED 应用领域，是一家集设计、生产、销售和服务为一体的 LED 显示和照明应用的高新技术企业；凭借高品质的产品，领先的技术水平和一流的服务能力，其产品 in 铁路交通、城市轨道交通、公路交通、民航交通、军队、广电、能源、商业地产、政府机构、体育场馆、广告传媒、金融机构、工商企业、商业照明等多个细分市场拥有广泛的客户资源和良好的口碑。

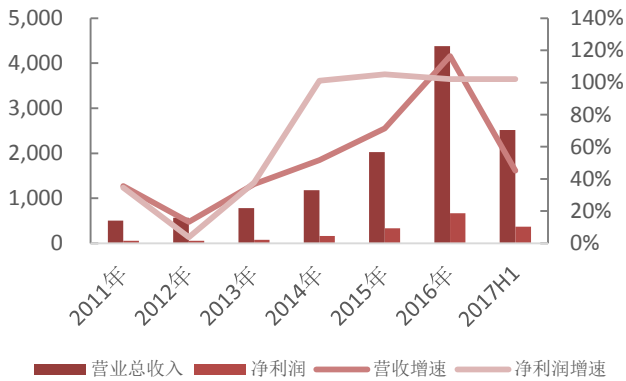
公司凭借其领先的技术优势承建了诸多大型项目：2008 年利亚德承制了北京奥运会巨型 LED 地屏画卷和梦幻五环；打造国庆 50 周年庆典阅兵游行 LED 彩车以及国庆 60 周年庆典天安门广场驻立 LED 大屏；2014 年打造 APEC 全新鸟巢 LED 屏幕外观，同年成为中国网球公开赛 LED 行业独家赞助商，承建 2014 年中网所有比赛场馆内外全部 LED 信息显示项目；2015 年在纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 70 周年阅兵式上，打造两块巨型 LED 阅兵大屏幕，显示出公司强大的实力；还完成了中国中央电视台 CCTV 外语频道、中文国际频道、北京市委办公厅、全运会、京东商城展厅等一批具有广泛影响力的 LED 显示应用项目。2016 年公司又完成茅台镇文旅演艺、杭州 G20，2017 年完成北京怀柔一带一路会议及厦门金砖五国会议鼓浪屿城市照明等项目。

1.1 公司为主营 LED 的一方巨擘

公司自上市以来，长期受益于小间距 LED 市场快速发展以及成功的战略扩张，营收及净利润均实现高速增长：主营业务收入由 2011 年的 5.02 亿元增长至 2016 年的 43.78 亿元；归母净利润由 0.56 亿元增长至 6.69 亿元，复合增长率为 64%。同时 2017 年公司上半年实现营收 25.13 亿元，同比增长 45.09%，归母净利润 3.71 亿元，同比增长 102.04%。

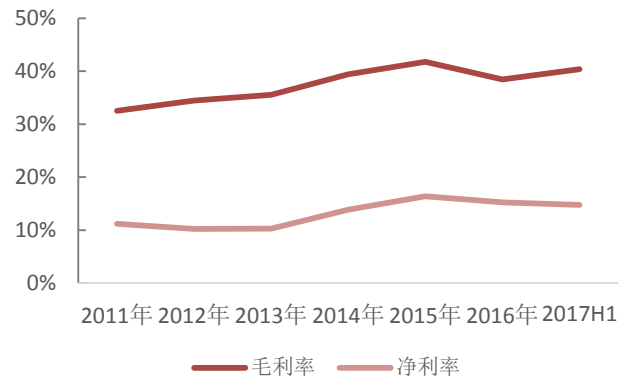
公司毛利率稳中有升，由于夜游经济营收占比提高，以及增加了高毛利率的 VR 体验业务，使得公司综合毛利率提升到 40.39%，较上年同期 37.01% 提高 3.38 个百分点。公司境内外业务发展稳定均衡，且随着境外小间距电视比重的提高，以及 NP 公司的并入，境外毛利率水平也在不断提高。公司毛利率的提升体现出公司增长良好的可持续性。随着小间距 LED 产品以及文化传媒业务占比的提升，预计未来毛利率水平仍将维持较高水平。

图 1: 公司近年营收及净利润 (亿)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 2: 公司近年毛利率及净利率



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

1.2 从“四轮驱动”到“文化科技+金融”

公司于 2013 至 2016 年间完成了“四轮驱动战略”，其中四轮分别是 LED 显示集成、LED 小间距电视、LED 智能照明、文化教育。

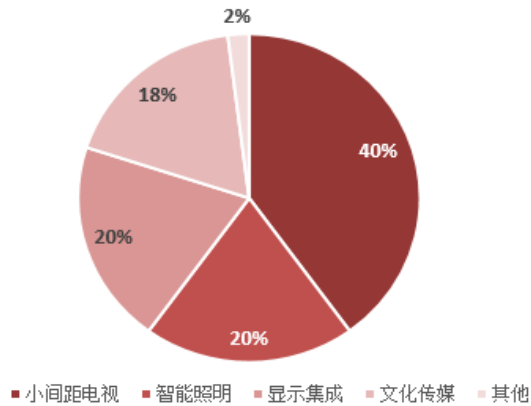
图 3: 利亚德四轮驱动



数据来源: 公司年报, 西南证券

公司上市之前主要以传统显示集成业务为主，2012 年公司依托在显示系统的优势，自主研发并成功推出 LED 小间距电视，此后先后通过收购金达照明、励丰文化和金立翔进入 LED 智能照明领域及文化传媒领域，完成四轮驱动布局。到 2017 年上半年公司智能显示、景观照明、文化旅游业务及 VR 业务占总营收比例分别为 65%、26%、5%和 4%。

图 4：2016 年公司营业收入构成情况

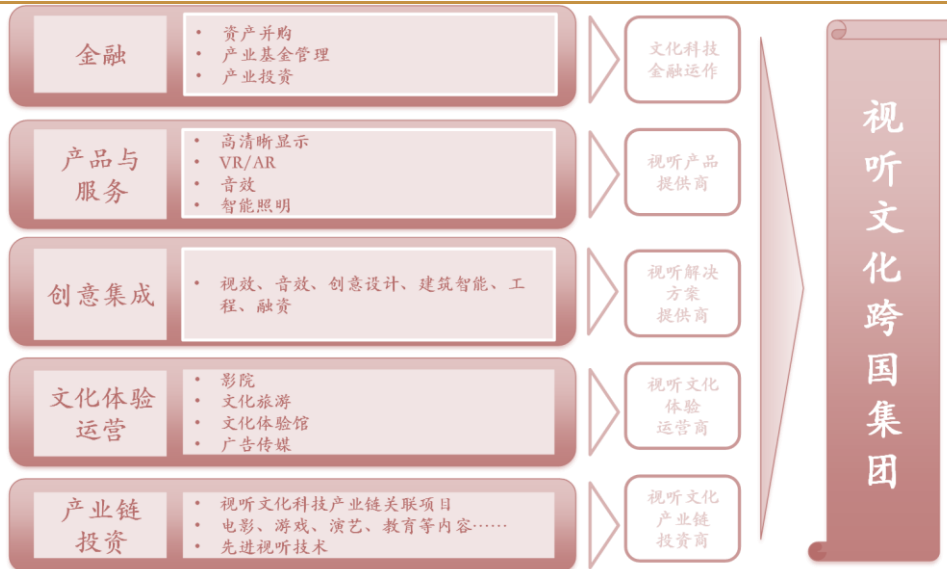


数据来源：公司年报，西南证券

在“四轮驱动”战略时代，利亚德实现了业绩逐年翻倍，毛利率水平不断提高，市值稳步攀升，并初步架构跨国集团，公司已经从单纯的 LED 显示屏公司发展成为视听多元化应用企业。

为将“声光电”优势发挥至极致，励丰文化和金立翔几乎全部业务集中于文化领域，金达照明的智能照明业务也更多地集中于城市旅游、城市文化等项目中，利亚德显示板块的多种业务在舞台、光电、传媒领域中大规模应用。公司在此基础上制订了“文化科技+金融”的中长期战略，开拓全球视听文化的下一个千亿市场。

图 5：“文化科技+金融”战略打造视听文化跨国集团



数据来源：公司年报，西南证券

在新战略大背景下，公司以 VR/AR 技术和文化领域重点发展来实现产品与服务、创意集成和文化体验运营的三级盈利模式，通过三条路径先增加服务占比“软化”产品，再大集成试听应用整体解决方案，最后通过运营视听文化体验项目和投资视听文化内容产业最终实现集全球性跨国文化为一体的“百亿利亚德”。

图 6：利亚德长期发展战略精要



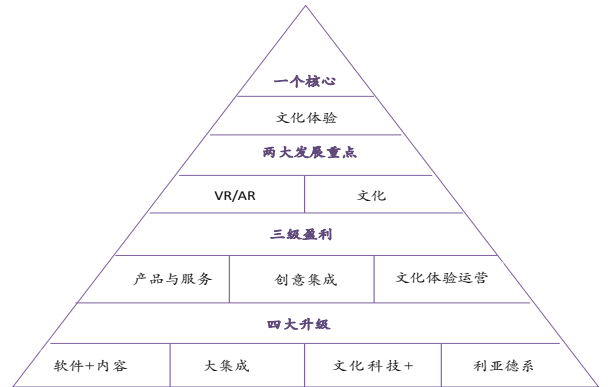
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 8：利亚德长期发展战略精要



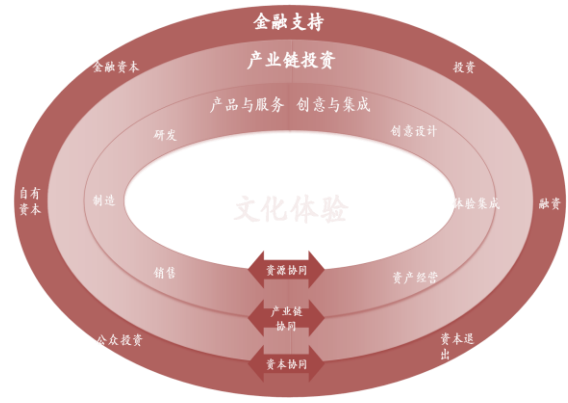
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 7：利亚德“文化科技+金融”战略体现



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 9：利亚德“文化科技+金融”战略体现



数据来源：公司资料，西南证券整理

1.3 多种员工激励实施，提高利益一致性

1) 员工持股计划建仓完成

2017 年 6 月，利亚德提出员工持股计划，员工持股计划拟筹集资金总额不超 17,000 万元，全额认购信托计划的劣后级份额；同时募集不超过 33,000 万元的优先资金，优先级份额由符合合格机构投资者要求的机构进行认购，组成规模不超过 50,000 万元的信托计划。并于当月获得证监会批准。

目前，2017 年度员工持股计划完成建仓。截至 9 月 26 日，2017 年员工持股计划通过集中竞价交易和大宗交易方式购买公司股票合计 26,950,281 股，占公司总股本的 1.654%，成交均价为 18.29 元。员工持股的完成证明出公司看好自身未来长期发展和对公司股价的信心。

2) 尝试内部创业实现激励

集团自 2016 年开始尝试内部创业的方式来进行员工激励，对成长性好的业务成立公司控股、员工持股的独立子公司，独立经营，未来可以通过公司回购、市场交易甚至分拆上市

等机制体现公司价值增值。目前已经设立的创业型子公司包括北京德火新媒体技术有限公司、德世界体育（北京）有限公司、贵州德润照明科技有限公司、贵州省仁怀市天酿酒业销售有限公司、北京德一视界信息技术有限公司。

3) 独立核算型员工激励

2017年7月，集团正式试行独立核算型员工激励，即针对现有成熟业务，按照行业或区域形成独立核算的利润中心，用于激励内部员工，尤其是中层和基层员工，使他们勇于承担更多的责任，独立承担业务和利润指标。

公司实施员工持股计划和其他多种员工激励政策，有利于建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，使员工利益与公司长远发展更紧密地结合，有利于进一步完善公司治理水平，提高员工的凝聚力和公司竞争力，充分调动员工的积极性和创造性，实现公司可持续发展。

1.4 非公开发行方案已出，现金无忧

公司非公开发行股票募集资金总额不超过 12.2 亿元，其中计划 8.6 亿元用于收购 NaturalPoint, Inc. 100% 股权并购买 NP 经营相关不动产项目，其余用于补充公司流动资金。公司于 2017 年 6 月 5 日收到证监会第一次反馈意见并在 6 月 28 日并向证监会报送反馈意见回复。

表 1：公司募集资金用途（万元）

序号	项目名称	预计项目投资总额	拟投入募集资金
1	收购 NaturalPoint, Inc. 100% 股权并购买 NaturalPoint, Inc. 经营相关不动产项目	86,388.48	86,000.00
2	补充流动资金	36,000.00	36,000.00
	合计	122,388.48	122,000.00

数据来源：公司资料，西南证券整理

募投项目完成后，将有效提升公司核心技术水平，提高公司在 VR/AR 领域的影响力，并与原有业务产生显著的协同效应，进一步完善公司业务链条。本次发行还使公司的资产总额与净资产将较大幅度增加，资金实力得以提升，营运资金更加充裕。募投资金的到位将降低公司资产负债率，使公司的资产负债率将由 57% 降低至 43%。公司资产负债率降低后，公司资产结构将更加稳健，有利于减少财务费用，降低财务风险，提高偿债能力和后续融资能力，增强公司资金实力和抗风险能力，为公司持续成长提供有力保障。

2 行业爆发增长，小间距龙头受益

2.1 小间距 LED 千亿市场爆发

LED 显示屏亮度高，可实现超大尺寸，传统 LED 显示屏被广泛运用于户外超大屏显。但传统技术下，分辨率低，室内领域则被 LCD、PDP、DLP 拼墙及投影融合技术主要占据。

目前随着技术的进步，上游产能的扩大，小间距显示成本逐渐下降，已具有商业应用基础，LED 显示屏在室内大屏显示领域逐渐和 DLP 拼接及液晶拼接等传统显示技术形成了竞争。小间距 LED 显示屏一般是指点间距在 2.5mm 以下的室内 LED 显示屏，主要包括 P2.5、P2.0、P1.9、P1.6、P1.2 等型号，目前最小间距已可达 0.7mm，且已经开始量产。由于小间距 LED 具有无拼缝、显示效果好、使用寿命长等优势，且近年来成本下降较快，已具备逐步替代室内大屏拼墙的价格基础，已经逐步进入商用领域，未来还有望进入民用领域。

2.1.1 不同显示技术对比

表 2：小间距 LED 对比传统大屏显示

显示原理	自发光	光源投影	背光源投射	光源投影	背光源投射
物理拼缝	整屏无拼缝	小于等于 0.5mm	最小为 3.5mm	无拼缝，有融合带	单屏显示，无拼缝
亮度	P1.2 到 P2.0 级别的小间距 LED 显示屏亮度基本在 1000 到 1600 流明之间	LED 光源，一般中间 ≤500 cd/m ² ，四角 ≤250-300 cd/m ² ，激光光源产品亮度较高	一般为 500-2000cd/m ²	一般在 5000 流明以上	一般为 500-2000cd/m ²
均匀性与一致性	亮度、色度逐点可调，整屏均匀一致	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，需专业人员重新调试	单一屏幕显示，均匀性与一致性良好
色彩饱和度	一般大于等于 97%	通常较低	大致为 92% 左右 (DID 屏)	通常较低	大致为 92% 左右 (DID 屏)
可视角 (H/V)	主流为 140/140	主流为 120/80	主流为 178/178	依屏幕而不同	主流为 178/178
分辨率	最高可达 4k	大致有三种 1024×768, 1400×1050, 1920×1080	主流为 1080p, 最高可达 4k	主流 WXGA 最高可达 4k	主流为 1080p 最高可达 4k
功耗	节能环保	主流的 LED 光源产品及新兴的激光光源产品均较为节能	节能环保	主流的 LED 光源及新兴的激光光源均比较节能	继承了液晶屏的节能特点，不过尺寸越大功耗越高
使用寿命	平均 10 万小时	一般为 6000 到 6 万小时	平均 6 万小时	传统灯泡：3000 小时；激光：2 万到 5 万小时	平均 6 万小时
使用成本	高于液晶拼接墙，但与 DLP 相比已逐渐占有优势，平均为 2-3 万/平米	远高于液晶拼接墙，目前与小间距 LED 相比也不占优势，成本为 4-5 万/平米	价格经济，例如，65 英寸成本低于万元	具有一定的价格优势，但是，灯泡需要定期更换，目前维护成本较高，而且，在大画面显示中，需要各种辅助性设备，从而提高整体应用成本	受限于生产线调整，超大尺寸生产规模有限，价格昂贵，目前 110 寸以上的产品价格在一百万级以上

显示原理	自发光	光源投影	背光源投射	光源投影	背光源投射
适用环境	亮度可调, 对光环境门槛要求低, 不仅可以用于室内, 还可应用于半户外, 户外等环境	LED 光源产品仅能满足室内应用需求。新兴的激光光源产品有望突破半户外市场	主要用于室内大屏幕显示领域中低端市场, 在高端市场也有少量应用	对光环境要求高, 周围环境光线强度直接影响显示效果, 局限于低亮度环境	亮度有限, 主要用于室内环境, 虽然有高亮产品面世, 但是成本较高

数据来源: LED 网, 西南证券整理

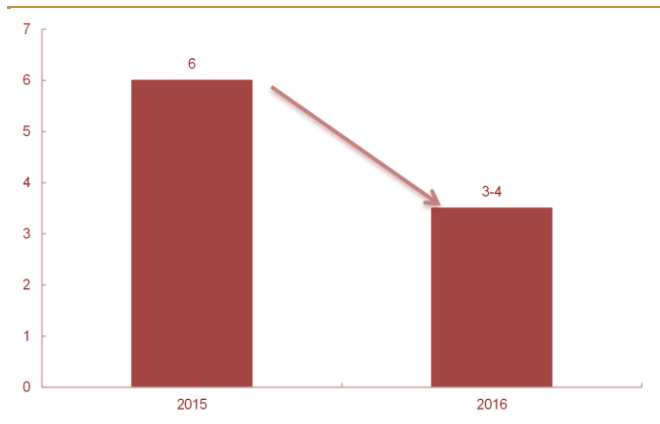
2.1.2 成本持续下降, 小间距 LED 受益

对于普通 LED 显示屏, 灯珠仅占总成本 30%; 而对于小间距 LED 显示屏, 灯珠规格要求逐渐提高, 单位面积灯珠数呈几何增长, 占成本 50% 以上, 因此小间距 LED 成本主要取决于上游灯珠原材料价格。

随着上游技术成熟和规模效应红利, 灯珠成本连年下降。目前主流小间距灯珠型号是 1010 灯珠、0808 灯珠, 0505 灯珠也已经推出。以 1010 灯珠为例, 自 10 年推出以来, 价格就加速下降, 带动小间距 LED 显示屏价格的加速下降。

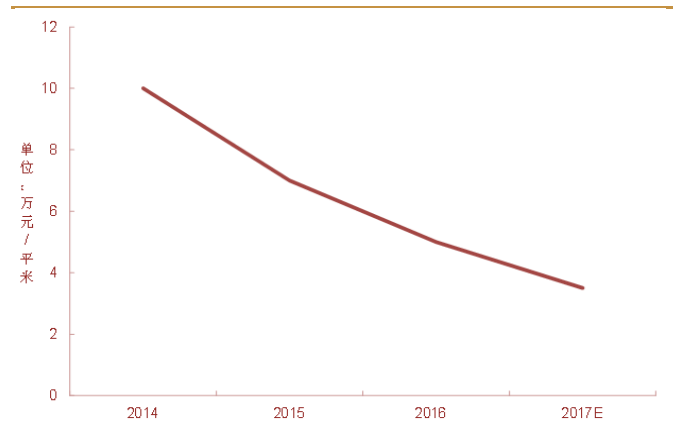
目前小间距 LED 的成本已比 DLP 拼接低 30%—45%, 考虑到小间距 LED 成本存在较大下降空间, 而其他显示技术由于较为成熟已难有较大下降空间, 因此小间距 LED 对其他显示技术尤其是对 DLP 的替代将越来越明显。

图 10: 国产原材料灯珠价格不断下降 (单位: 分)



数据来源: LED 网, 西南证券整理

图 11: 小间距 Led 显示屏价格不断下降 (P1.2)



数据来源: 慧聪 LED 屏网, 西南证券整理

2.1.3 三部曲推广, 小间距市场发力

替代传统 DLP 等拼接屏: 目前 DLP 等大屏拼接市场主要应用于军事指挥、交通监控、演播室等领域, 随着智慧城市的发展, 还将进一步进入安防、商业展示等市场, 因此该行业未来仍将保持高速增长。从 2010 年至今, 我国大屏拼接市场的复合增长率达到 20% 以上, 预计未来三年仍将保持 15% 左右的增速, 到 2016 年底, 大屏显示市场空间已超过 160 亿美元, 预计到 2020 年市场空间接近 310 亿美元。

2016 年我国大尺寸显示市场中, DLP 占据 48% 的市场份额, 而小间距 LED 仅为 7%, 根据前述分析, 小间距 LED 凭借显示效果优势以及成本的下降, 未来几年将会对 DLP 产生

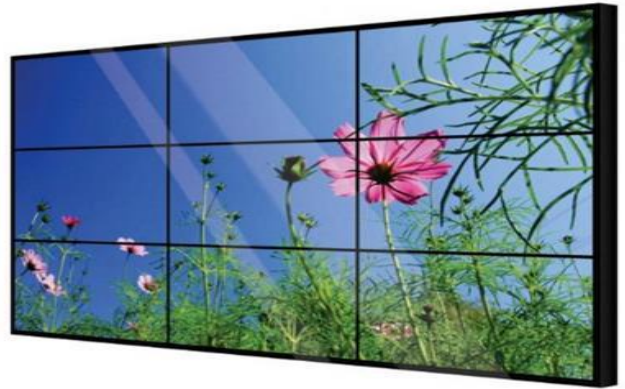
不可逆转的替代，我们预计到 2017 年小间距 LED 对 DLP 的替代率能够达到 40-50% 以上，到 2020 年替代率则可望到 80% 以上，市场空间接近百亿。

图 12: 小间距 LED



数据来源: 慧聪 LED 屏网, 西南证券整理

图 13: DLP 拼接屏

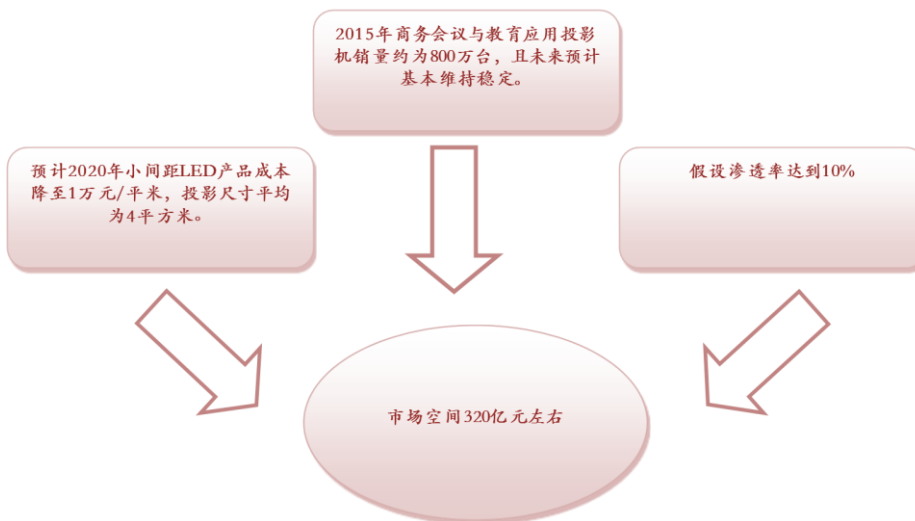


数据来源: 世界工厂, 西南证券整理

小间距 LED 在商用领域全面爆发: 随着小间距 LED 价格不断下降，应用领域进一步扩张，未来将全面进入商业应用。由利亚德收入行业分类可以看出来自工商企业的收入规模和增长速率均较高，价格敏感性客户也逐渐接受小间距 LED 产品，未来市场空间广阔。这一领域的用户，虽然对价格较为敏感，但小间距 LED 显示技术能够提供远好于投影技术的显示效果，且对放映环境几乎没有要求，能强烈吸引这类用户的注意。随着成本下降，小间距 LED 有望逐步从高端应用领域开始对会议投影逐步实现替代。

2016 年全球投影机的销量约 900 万台，其中商务会议与教育应用的投影机销量约 800 万台，中国大陆的销量约为 200 万台，预计这一销量未来基本保持不变。假设商务会议和教育投影的投影尺寸平均为 4 平方米，当小间距 LED 显示产品价格降低至 1 万元/米²的时候，渗透率能够达到 10%，此时销售量将会达到 80 万台，单屏幕的成本为 4 万，市场空间可达到 320 亿元人民币左右。

图 14: 小间距 LED 替代投影市场规模预测



数据来源: 西南证券整理

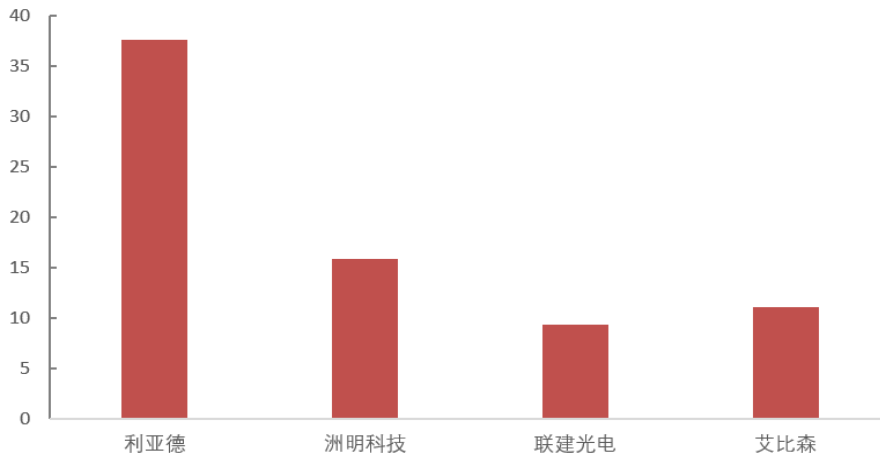
小间距 LED 未来有望进入高端定制民用市场：目前 LED 小间距电视应用尚没有进入民用市场，但随着成本的进一步下降和更小像素间距产品的量产，有望进入民用电视领域。

小间距 LED 电视未来进入民用市场的目标客户是高净值人群。这些高端消费者，一般家庭居住面积较大，追求家庭影院的享受，而传统的 LCD 电视尺寸难以满足要求，因此未来小间距 LED 电视将占据 110 英寸以上的家用电视市场。2016 年全球电视出货量为 2.25 亿台，预计 2020 年全球电视出货量为 2 亿台，若渗透率达到万分之五，即 10 万台，以单价 15 万元计算，市场规模为 150 亿元。

2.2 小间距 LED 行业格局稳定，四龙头盘踞市场

在小间距 LED 细分行业，市场竞争格局清晰：无论是在国内市场还是海外市场，小间距 LED 基本为利亚德、洲明科技、联建光电、艾比森四巨头所垄断，市场份额合计达到 80% 以上，其中利亚德作为行业龙头，全球市场份额更是接近 50%，优势极为明显。

图 15：LED 小间距行业企业 LED 显示产品收入（亿元）



数据来源：公司资料，西南证券整理

考虑到小间距 LED 显示屏行业技术壁垒较高，非传统显示屏企业难以进入。LED 显示屏行业此前由于门槛较低，导致行业集中度较低，全球 LED 显示屏企业超过 1000 家，行业前十总市场份额不到 10%，而随着 LED 显示技术的提升（主要体现在间距越来越小、亮度要求越来越高和产品结构越来越复杂等）和规模效应显现，行业技术壁垒和资金壁垒显著提升，目前 LED 显示屏行业洗牌充分，基本为利亚德、联建光电、艾比森和洲明等几家上市公司所垄断，其他企业难以切入小间距 LED 市场。

2017 年，小间距电视经销模式逐步成熟，经销渠道平台现覆盖全国近 200 家经销商。2017 年上半年，LED 小间距电视营业确认收入 7.84 亿元，较去年同期增长 62.6%，毛利率保持在 40.93%，始终保持市场占有率的绝对优势。其中经销模式营业收入 1.02 亿，已经达到 2016 年度的额度。国外市场实现了近 60% 的增长，订单增长强劲，毛利率保持在 40% 以上。截至 8 月 18 日，2017 年新签的经销模式的小间距订单 1.69 亿元，较去年同期增长 173%。智能显示板块实现营收 16.23 亿元。

此外，公司正在融合国内外技术，加大 LED 小间距产品的研发力度，继续保持产品技术领先的地位，扩充小间距应用领域，并加强国内外渠道销售力量。同时海外巨头由于专利

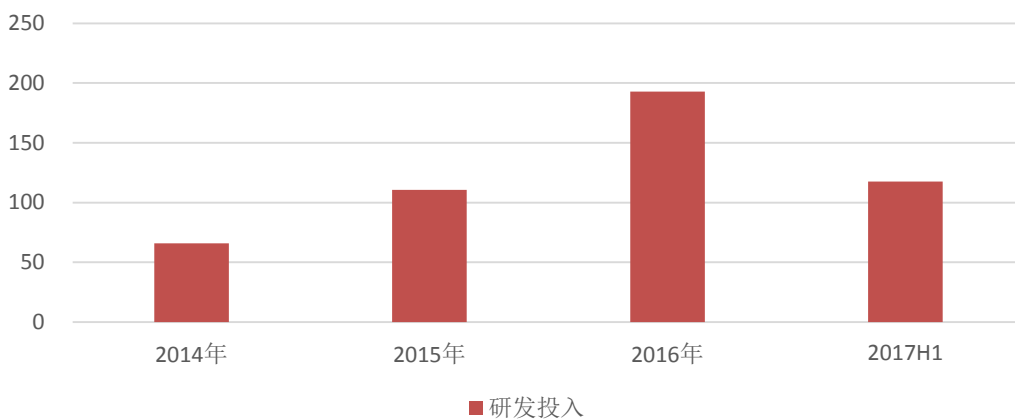
问题难以进入，预计市场竞争格局将在较长时间保持不变，利亚德有望长期占有 50% 的市场份额，将会显著受益于行业增长。

2.3 研发+渠道+品牌，多重优势奠定小间距龙头地位

2.3.1 利亚德研发投入行业领先，引领技术创新

公司高度重视创新投入，使得产品核心技术大幅领先行业，占据小间距 LED 行业龙头地位。公司研发支出持续增长，占营业收入的比例保持在 5% 以上，始终高于行业平均水平。公司不断加大研发投入，2017 年上半年研发投入总额达 1.18 亿元，较上年同期增长 72%。

图 16：公司研发投入（万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司凭借对小间距显示技术的深刻理解，通过技术创新，在小间距节能显示技术上有所突破并在现有 TW 系列 54 英寸高清电视墙基础上成功推出 TWA 系列节能新产品。TWA 系列节能产品通过技术创新，大幅度降低小间距 LED 显示屏的功耗，同时全面升级小间距 LED 显示屏的图像显示效果，从而有效提升了利亚德小间距产品的市场竞争力，对产品的推广有着积极作用。

表 3：利亚德 TWA 系列产品与同行业比较

产品	峰值功耗 (W/m ²)	平均功耗 (W/m ²)	最大校正后亮度 (nits)
利亚德 TWA1.2	450	155	600
Z 品牌 P1.2 产品	800	265	600
A 品牌 P1.2 产品	790	265	600
L 品牌 P1.2 产品	800	265	600
Q 品牌 P1.2 产品	580	230	400

数据来源：公司资料，西南证券整理

2.3.2 利亚德并购美国平达，完善海外销售渠道

上市之初，利亚德的主营业务主要集中在国内，海外业务营收规模仅占 10%。公司围绕“实现全球业务均衡发展”的目标，搭建完成了全球营销服务网络架构，投资设立了利亚德

香港、利亚德欧洲、利亚德美国、利亚德日本、利亚德巴西，境外营业收入从 2012 年的 8504 万元增长至 2016 年的 18.1 亿元，增长 20.2 倍；其中小间距 LED 由 2012 年的 1800 万元增长至 2016 年的 3.74 亿元，而同期小间距 LED 整体复合增速仅为 80%。在这种高增长的带动下，公司 LED 小间距海外市场营业收入在全部 LED 小间距产品的营收占比也逐年快速提升，由 2012 年的 12% 增长至 2016 年的 41%，海外市场收入逐渐成为公司 LED 小间距业务收入来源的重要一部分。

随着海外市场重要性不断提升，海外市场的渠道建设对公司发展尤为关键。公司上市以来不断布局海外业务，完成了各大陆国际业务中心建设，加速了产品在海外的推广。公司又通过收购美国平达，进一步完善了海外市场业务。

图 17：以美国平达为海外业务平台，构建利亚德海外体系



数据来源：公司资料，西南证券整理

美国平达为各个领域提供的显示解决方案中的显示产品，公司将根据市场情况逐步替换为小间距 LED。美国平达在全球的 2700 个销售渠道为利亚德业务向全球推广奠定坚实的基础。美国平达成立 34 年，在北美的知名度很高，公司海外业务的发展将以美国平达为轴心向全球覆盖。

在成功并购美国平达后，公司将实现“全球业务均衡发展”目标，我们预计 2017 公司境内外营收将各占一半。随着主要供应商在海外市场的全力拓展，海外市场将实现快速崛起，在全球市场份额也将不断攀升，海外市场将成为 LED 小间距企业未来拓展的重点领域。公司作为行业龙头在产品 and 渠道方面具有显著优势，因此有望在海外市场的争夺战中保持领跑。

3 智能照明“幸福城市”

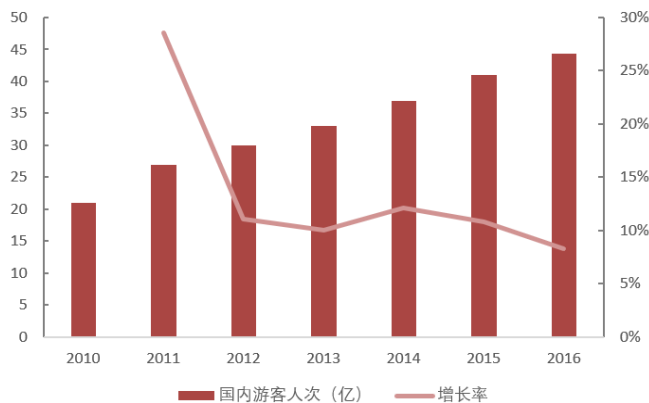
3.1 城镇化和政策支持推动景观照明高速发展

随着居民可支配收入的增加，当必需的物质需求得到满足之后，消费者开始追求精神需求消费。因此文化和旅游产业近年来得到了快速发展，逐渐成为了推动经济发展的重要产业。在 2016 年 3 月的第十二届全国人民代表大会上发布了十三五规划纲要，纲要中多次提到或说明文化和旅游产业的相关政策及旅游产业的发展，文化与科技的结合也是政策趋势。在此背景下，我国旅游产业发展迅速。2016 年国内游客突破 44 亿人次，国内旅游收入 4.69 万亿元，同比增长分别达到 8% 和 35%，旅游产业对 GDP 的综合贡献达到 10%。

一个城市即使自然景色很好，但如果晚上没有可去的地方或者没有展示的内容，对经济的带动会少了非常重要的一环。现在越来越多的政府意识到了这一点，从茅台、武汉、赤峰、上饶项目的建设可以看出，越来越多的旅游城市把夜景建设作为首要的提升文化和经济的重要手段。

夜游经济，是以城市居民和游客为对象，以购物、餐饮、娱乐、休闲、文化、洗浴健身等为主要形式，包括夜间从晚上七点到次日凌晨之间的各种消费。近年来，夜游经济在我国许多城市得到了迅速发展，特别是在南方城市，已经成为拉动当地经济社会发展的重要产业。夜游经济正在成为现代化城市新的消费热点和推动城市社会、经济、文化发展的重要动力之一，也正在成为现代城市居民的生活习惯和消费习惯。按大型城市城区平均常住人口 724 万计算，如果每天有 10% 的人实现夜间消费，每人每次 50 元保守估算，每晚就有一个 3620 万元的大市场，一年收入超过 130 亿。夜游经济将会成为一个非常重要的市场。

图 18：2010-2016 年中国国内游客人次



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 19：2007-2016 年中国国内旅游收入 (亿元)



数据来源：公司年报，西南证券整理

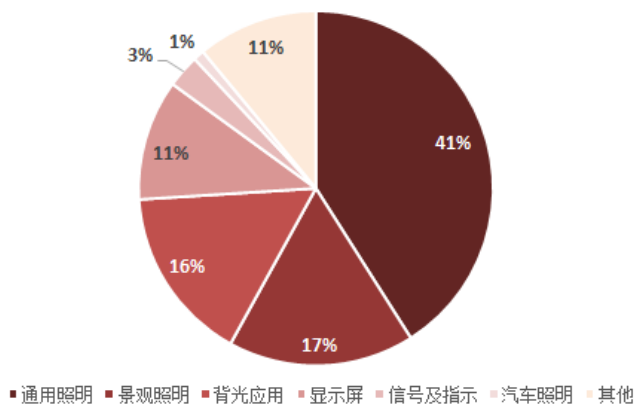
随着夜游经济的快速发展，各地政府将加速建设城市景观照明、提升城市夜间形象列入政府工作计划。城市夜间形象作为展示城市现代化文明建设、展现城市特色的重要组成部分，景观亮化行业作为一个新兴行业，将会呈现出超常规的发展态势，发展速度预计将会超过国民经济总体增长速度。

在城镇化进程以及夜游经济发展的带动下，各地政府将加速建设城市景观亮化、提升城市夜间形象列入政府工作计划。近年来，国家制定了一系列针对城市景观亮化相关产业的规划和扶持政策，有力地促进了行业的发展。国家“一带一路”战略助推新型城镇化建设，给

基建、旅游等产业带来新的发展机遇，城镇重点区域亮化需求提升，对景观照明行业形成利好因素。另外根据国务院《“十二五”节能减排综合性工作方案》、《“十二五”节能环保产业发展规划》等有关政策，LED照明在国家优先发展节能环保产业政策的支持下，需求逐步提升，未来增长趋势凸显。

照明分为功能性照明和景观性照明。景观照明是通过对人们在城市景观各空间中的行为、心理状态的分析，结合景观特性和周边环境，把景观特有的形态和空间内涵在夜晚用灯光的形式表现出来，重塑景观的白日风范以及在夜间独具的美的视觉效果。景观照明作为六大城市基本景观类型之一，属于人工景观的一种，是城市的一道美丽的风景线。所有其它建筑、道路、绿地、广场、水景等日景观，只有通过景观照明的衬托，才能有效构成城市的景观照明。景观照明是文化艺术与科学技术的完美结合，以光和色彩为语言，构成动态和静态的光、声、色的景观，是城市景观的重要组成部分，能够有效改善居住环境，提高居民生活品质，展现城市风貌，体现城市综合实力，促进城市旅游观光业。高品质的景观照明工程通常会成为城市名片或城市风景线。景观照明已成为LED下游应用中非常重要的一部分。

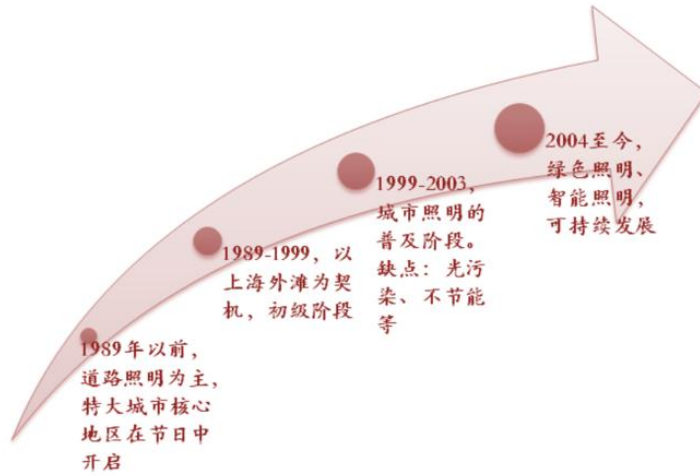
图 20: LED 下游应用占比



数据来源: wind, 西南证券整理

中国的城市景观照明大致可分为四个阶段。1989年以前，中国城市照明以道路照明为主，只有特大城市核心地区的标志性建筑，才会在节日开启一些轮廓照明；以1989年上海外滩照明为契机，在1989-1999年间，中国的城市景观照明进入了初始阶段，建设动机主要是配合重大政治庆典，营造欢庆气氛，以传统沟边及简单泛光照明为主。1999-2003年是中国城市照明的普及阶段。政府希望通过城市照明美化城市形象，拉动商业和旅游；开发商和业主希望借助照明手段，突出表现自己的项目。这一时期的城市照明追求高诱目性，对光污染与节能缺少有力的控制手段。照明手法取向于多样化。从2004年至今，中国城市照明建设在量的方面已达到相当的规模，但由于发展太快，也出现了一系列问题，如光污染，能耗过大，文化品位低下等，针对这些问题，照明建设开始出现理性回归的趋向，不再一味的追求亮度和规模，建筑照明开始寻求精品的出现，政府导向发布行业标准，在十二五期间发布纲要，倡导城市绿色照明产业，智能照明产业亦在迅速发展，城市照明开始走上了一条可持续发展道路。

图 21: 我国城市景观照明四个阶段



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

城市景观照明市场空间巨大。如在 G20 杭州峰会中, 美丽的夜景灯光给游客留下了深刻的印象。此次 G20 杭州峰会期间的全市景观照明项目共涉及 172 个, 总投资约 10 亿元, 我国共有 338 个地级以上城市, 市场空间可达千亿。

据统计, 2015 年全球景观亮化市场达到 2180 亿元, 预计 2016 年将达到 2335 亿元。中国景观亮化市场规模 2015 年达到 485 亿元, 2016 年市场规模约 540 亿元, 增长率达 11.34%。

3.2 深度布局景观照明, 公司畅享千亿市场

公司判断未来三到五年景观亮化领域将会迎来爆发期, 因此通过外延并购积极布局景观亮化领域。公司先是收购金达照明、中天照明、万科时代、四川普瑞四家公司, 在全国范围内形成区域型布局。

表 4: 外延收购完成景观照明布局

收购企业	代表项目
金达照明	武汉市两江四岸景观亮化提升项目、赤峰新区夜景照明改造升级 PPP 项目、G20 钱江新城建设指挥部主题灯光
中天照明	金光外滩中心建筑群、上海陆家嘴未来资产大厦、兖州兴隆文化园、上海港汇恒隆广场
万科时代	西安高新区夜景照明控制系统、兰州综合保税区建筑智能化设计、西安高新区出口加工建筑智能化工程
四川普瑞	太古里、五洲情、天府广场、华润万象城、天府广场

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

除此之外公司还收购了湖南君泽照明以及品能光电 55% 股权补充智能照明领域布局, 有助于金达照明在进行照明工程建设时获得稳定的、性价比较高的 LED 照明产品, 从而保证了工程的施工质量。

公司进行了全国范围内的区域化布局, 在不同的区域吸纳了非常优质的照明公司纳入到集团内, 旨在成为为客户提供照明一体化解决方案为主营业务的系统服务商。之前金达照明的业务主要集中在华南; 中天照明则是华东地区开展景观照明业务的龙头企业, 通过收购中天照明, 可以以上海为基点, 大幅提升公司在华东地区照明工程业务的市场占有率; 收购万

科时代和普瑞照明分别可以大幅提升公司在西北、西南地区照明工程业务的市场占有率。未来相信公司还将在华中、华北、东北地区等进一步布局,从而有利于公司实现照明工程业务的全国性整合,提升该业务板块的整体竞争能力,形成绝对竞争优势,进一步提升公司照明事业群的收入规模和净利润水平。

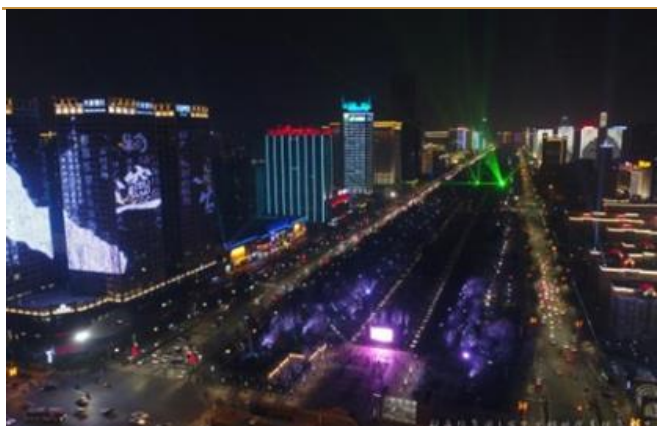
图 22: 公司在照明领域进行全国性布局



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司照明板块收入源自 LED 智能照明业务,由子公司金达照明(现已更名为利亚德照明)负责业务的具体开展,主要集中在城市景观照明领域,是公司“幸福城市”战略重要一环。目前金达照明已完成集城市夜景环境规划、建筑照明灯光设计、绿色照明技术研发、建筑照明设备生产、城市及道路照明工程专业承包等于一体的完善产业链,旨在成为一体化专业供应商。利亚德城市夜景亮化板块,近年来已完成全国最著名的夜景工程——一带一路高峰论坛(怀柔)、G20 杭州峰会核心区钱江新城主题灯光及 LED 显示系统、厦门鼓浪屿夜景照明提升工程、长江第一灯光秀,并打造或参与建设——昆明、乐山、上饶、赤峰、西安、宁波、个旧、茅台、汉中等各地夜景工程,得到了各地政府和客户的广泛认可,示范效应显著。

图 23: 西安高新区亮化项目



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 一带一路高峰论坛怀柔项目



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

中国城市夜景提升、夜游经济不断普及，可以预计行业将持续五年以上井喷式增长；作为国内规模最大的夜景照明龙头企业，利亚德照明业务 2017 年上半年实现收入与利润的翻倍，目前订单 17.6 亿。2017 年上半年景观照明业务实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 105%，毛利率 43.09%，较去年同期提高 6.62 个百分点。景观照明 17 年全年有望实现订单 25-30 亿（较去年增长 100%-170%），将助推利亚德“幸福城市”战略全面实施。截至 8 月 18 日，2017 年新签订单及新中标金额达到 17.6 亿元，较上年同期增长 330%，与年初制定的订单翻倍目标仅一步之遥。具体来说，有如下特征：

表 5：公司景观照明业务特征

特征	具体特点
客户	政府客户主导需求，比重提升至 66%
范围	全国各区域夜游经济需求现均衡势头。利亚德集团拥有全国独一无二的照明业务区域化格局（华南、华东、华中、西南、西北），迎合了夜游经济全国性需求
规模/项目	大规模“夜游经济”建设项目收获囊中。如厦门市鼓浪屿片区夜景照明、怀柔区城区及联络线周边夜景照明、精美湘潭三化两改亮化、赤峰新区夜景照明二期、昆明市北京路及盘龙江景观亮化提升改造项目、乐山夜游三江等
协同	照明事业群各成员公司业务协作、资源共享，协同效应明显，比如：个旧市城乡景观提升改造灯光工程由金达照明和普瑞照明共同承接，普瑞照明负责项目整体施工，金达照明负责项目设计；乐山夜游三江项目由金达照明和普瑞照明共同施工

数据来源：公司公告，西南证券整理

凭借对金达照明等照明公司的股权收购，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 2016 年的 8.67 亿元，照明业务收入在总收入占比由 2012 年的 3% 增长至 2016 年的 20%，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断增长，预计对于 LED 智能照明业务也将起到带动作用，公司照明板块将继续保持快速发展的势头。

图 25：利亚德部分幸福城市项目


数据来源：公司网站，西南证券整理

4 文化大战略，打通千亿大市场

4.1 文化产业不断升级，消费空间市场巨大

据德勤《中国文化产业前瞻》报告中测算，文化产业 2016 年整体规模达到 4500 亿元，在 2020 年更有望达到一万亿元，复合增长率大约 20%，演艺行业市场规模可达 1000 亿元，增长率 15%。演艺产业作为文化振兴的重要组成部分之一，具有较好的发展前景。其中旅游演出是产业化程度最高的演出领域，已经出现了多种相对成熟的产业化模式，如实景演出模式、主题公园模式、旅游舞台表演模式等。

表 6：文化产业市场规模

文化行业	市场规模及增长趋势	行业特点及发展趋势
演艺	1000 亿，增长率 15%	演艺产业作为文化振兴的重要组成部分之一，具有较好的发展前景。其中，旅游演出是产业化程度最高的演出领域，已经出现了多种相对成熟的产业化模式，如实景演出模式、主题公园模式、旅游舞台表演模式等。
影视娱乐（泛娱乐）	2000 亿以上，增长 20% 以上；其中电影票房 440 亿元。	越来越多实力雄厚的龙头企业开始对自己手下的内容资源进行整合，寻找潜力 IP，凝聚自己的 IP 矩阵，打造从 IP 创作到 IP 利用的一条龙产业链。
休闲游戏	1200 亿元，增长 20% 以上。	游戏的发展趋势：VR 虚拟现实设备及内容、移动游戏操控设备、互联网+游戏创业、电竞直播平台、IP 原创等。

数据来源：公司年报，西南证券整理

中国 50 万以上人口的城市多达 236 个，4A 及以上级别景区有 2113 个，文化旅游体验拉动消费是每个景区的必由之路。不过我国虽然区域及城市文化资源积淀丰厚，却存在文化体验方式与文化消费业态落后的问题。其具体表现为有旅游资源者没有项目资金，而产业资金又找不到好的投资标的。究其根本，还是盈利模式不明确，以利亚德为代表的一批企业与政府以 PPP 项目模式展开合作提出了一种发展思路，如可通过政府授予特许经营权，采用建设-运营-移交（BOT）、建设-拥有-运营-移交（BOOT）、移交-运营-移交（TOT）等模式。

文化旅游演艺发展可以分为四个阶段：第一阶段是在剧场内的演出，第二阶段则是真实空间的实景演艺，到了第三阶段开始借助于科技手段进行展演结合，在第四阶段，则是文化科技融合的沉浸式展演创新体验。在前三个阶段也即传统演艺阶段存在的问题在于过于依赖演员，且受天气影响较大。随着演艺的发展，通过借助高科技显示技术包括 VR/AR 的应用，使得演艺项目逐渐摆脱了对天气和演员的依赖。利亚德立志于打造演艺 4.0 版本，对传统演艺项目进行创新，在这一过程中，数字媒体科技已经成为内容表达最重要的支撑力量。

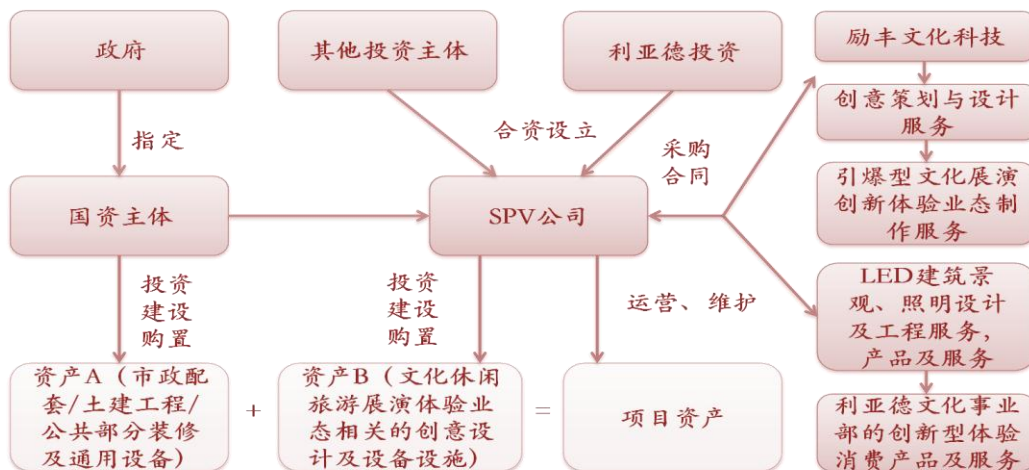
图 26: 演艺项目四个发展阶段



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

利亚德积极布局文化旅游演艺领域, 发展全新盈利思路。公司 PPP 项目运作模式如图所示, 公司通过利亚德投资与其他投资主体及政府成立 SPV 公司, 其中政府负责项目重资产部分, 包括市政配套工程, 土建工程, 公共部分装修及通用设备。合资公司负责文化休闲旅游展演体验业态相关的创意设计及设备设施。合资公司与利亚德及集团子公司签订采购合同, 负责创意策划与设计服务、文化展演创新体验业态制作服务、LED 建筑景观、照明设计及工程服务等项目。而合资公司负责项目建成之后的运营, 从项目运营收入中进行分成。

图 27: 公司文化旅游项目运作示意图



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

为保证公司顺利开展文化演艺运营业务，公司与国家开发银行北京分行签订了《开发性金融合作协议》，约定自 2016 年至 2021 年期间，双方各类金融产品上的意向合作融资总量为 50 亿元人民币，该协议为公司进行文化演艺项目提供了资金支持，保障了公司未来发展。

4.2 内容+设计+创意+科技+政府一体化文化旅游具雏形

利亚德集团旗下各公司在不同细分领域中各有所长，相互协同，为利亚德在文化旅游产业链布局奠定扎实基础。公司已经初步打造了覆盖演艺、展示、创意设计、主题乐园、科博馆、游乐园、VR/AR、智能照明、影院等业务领域的完整文化科技产业链，各业务板块存在协同空间。

在具体文旅项目的实施中，励丰文化负责整体方案的设计、利亚德提供显示屏、金立翔负责创意型 LED 租赁产品、数虎图像提供舞台视频特效、金达照明及其他照明子公司提供照明亮化，从而实现公司业务服务链条的延伸和完善。

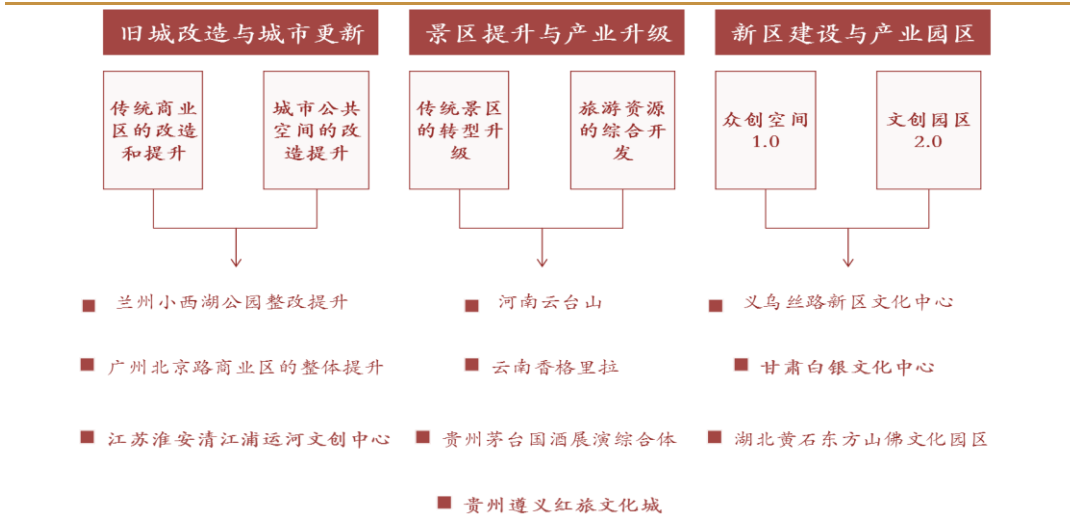
图 28：利亚德文化产业链布局



数据来源：公司资料，西南证券整理

公司一直坚持用科技的力量去推动传统文化产业的发展来促进产业升级。公司目前的文化旅游项目建设主要包括旧城改造与城市更新（传统商业街区改造升级，城市公共空间改造升级）、景区提升与产业升级（传统景区的转型升级、旅游资源的综合开发）、新区建设与产业园区。

公司通过在文化演艺设计、创意、内容几块业务领域全面布局，并以城市景区照明业务作为起点，打造了完整的文化旅游产业链，并探索出较为成功的商业模式，打造了 PPP 项目，率先开拓了这一千亿级别市场。我们看好文化旅游市场空间及公司在这一领域的布局，文化旅游业务有望成为公司新的业绩爆发点。

图 29：公司文化旅游项目类型


数据来源：公司资料，西南证券整理

文化旅游板块是幸福城市的“创收源泉”，展现形式多种多样，创意设计个性化。2017年上半年，实施完成的典型文化项目有南京青奥中心空间灯光秀、《四渡赤水》超媒体主题空间声光秀以及全球首个大型新媒体空间体验秀——茅台《天酿》。《天酿》演艺秀采用先进的AR/VR虚拟现实技术与声光电科技手段。该剧通过第一代酱酒勾酒师——酉酉的一生，讲述追求极致酿酒工艺经历的时间与等待、四季轮回、勾兑奇遇、道法自然、包容平衡、追梦与寻找等，演艺以酒为媒的传奇故事，让观众在360度沉浸式体验中，领略山水自然、品鉴恒古匠心、感悟人生百味。

公司成功打造了全国首例演艺4.0版《天酿》演艺、成都江安河《水润天府》等极具推广价值的文化娱乐旅游项目，上半年营收1.31亿，毛利率39%。目前励丰文化已与几十家地方政府和文旅平台企业洽商文旅发展合作，未来将迎接2018年订单的爆发性增长，将贡献可观的收入、利润、巨大影响力和知名度，极大地推动“幸福城市”战略的全面展开。

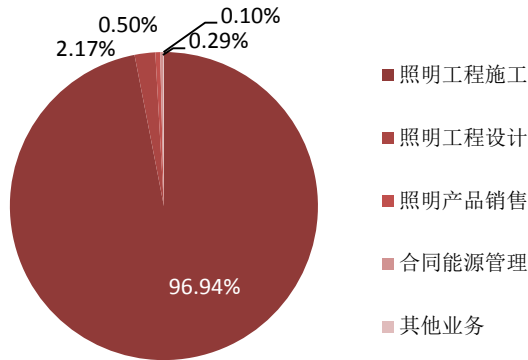
4.3 业务比较——从景观照明与文化演艺两个角度看

在前文的分析中我们发现，利亚德及其合资、子公司业务包含了文化旅游产业的整条产业链。从上游文化休闲旅游展演体验业态相关的创意设计、服务提供、设备生产、合同签订到中游景观建设及工程服务再到下游项目建成之后的运营，利亚德皆有布局。在这样一套严格的闭环体系中将有效降低企业上下环节衔接成本；同时也将极大提升企业在产业链上的商誉，为提升企业综合竞争能力带来积极作用。在本节，我们将分别从景观照明与文化演艺两大角度着手，对行业内相关企业及利亚德进行比较，综合分析公司在这一领域的发展前景与主要市场地位。

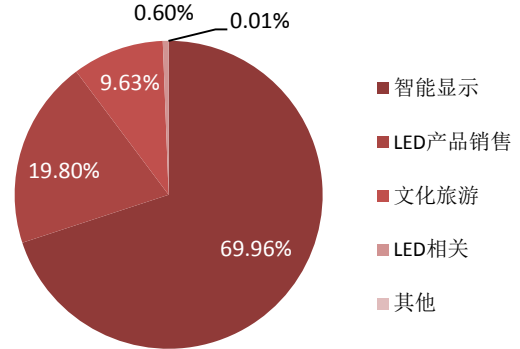
4.3.1 景观照明对比之名家汇

景观照明的发展主要受益于经济发展对城市环境建设、文化旅游两大需求拉动。根据GGLL数据，2017年全球景观照明市场容量增速有望超过12%，而中国市场将达到21.5%高于全球水平，这意味着国内市场仍处于上升期，尚不及天花板。目前上市公司中从事景观照明的企业有利亚德、名家汇、奥拓电子等公司。

名家汇是一家集城市整体照明工程规划设计、安装与施工、LED 照明产品研发生产于一体的专业化公司，是城市照明领域的系统方案解决专家。近年来，名家汇先后为厦门、海口、哈尔滨等多个大中城市完成了城市照明整体规划，其中，深圳高新技术成果交易会馆、沈阳金廊夜景灯饰建设等工程受到了省级以上人民政府的表彰。公司拥有城市及道路照明工程专业承包一级资质，通过了 ISO 质量、环境、职业健康管理体系等多项认证，目前已完成大中型项目近千项。业务对比上可以发现，名家汇的业务与公司景观照明业务类似。

图 30：名家汇主营业务构成


数据来源：wind，西南证券整理

图 31：利亚德主营业务构成


数据来源：wind，西南证券整理

将两家公司对比发现，无论从公司体量抑或发展水平上看，利亚德优于名家汇。首先，从公司体量上看，名家汇总市值 83 亿元，而利亚德为 328 亿元，公司景观照明业务规模也大于名家汇，两公司在某一领域发展的研发投入、市场开拓力度、下游客户积累等方面都存在较大差距。通过对利亚德及名家汇在这一领域收入比较后可以发现利亚德收入显著高于名家汇。

其次，在市场开拓上看，利亚德新接订单数、订单总金额、订单增速也高于名家汇。2016 年利亚德收到赤峰市夜景改造项目和上饶市行政中心片区城市夜景提升改造订单，总金额 4.05 亿元；同年名家汇收到来自玉门、汉中两市的订单总金额将近 5.69 亿元。2017 年利亚德订单量大增，现已收到厦门、北京、西安等多个地区的订单，订单总金额高达 17.6 亿元；而同期名家汇收到来自政府的夜景照明项目订单只有张掖市民乐县丝路艺术主题园区建设项目，项目金额 3.5 亿元。从订单增速上看，利亚德市场开拓速度明显高于后者。从平均订单金额上看名家汇高于利亚德，显然利亚德具有更高收到稳定性。我们认为这主要由于前者布局市场多年，现在更看重利润导向，而后者为市场导向。

表 7：名家汇主要政府订单

时间	主体	协议名称	内容
2016 年 9 月	甘肃省玉门市人民政府	《战略合作协议》	在玉门市现有城市建设基础上，乙方对城市光环境进行改造升级，城市建筑空间进行创意亮化；依托玉门城市丝绸之路名城、中国石油之城的文化与旅游资源，通过文化创意整合高科技 VR 技术等产品和服务，打造全球夜景灯光的标杆
2016 年 9 月	汉中文化旅游投资集团有限公司	《战略合作协议》	汉中兴元示范区 27.7 平方公里范围内文化及水系景观灯光、市政道路灯具、桥梁亮化、楼宇亮化、所有经营性场所室外装饰类灯具的设计、施工业务

时间	主体	协议名称	内容
2017年7月	张掖市民乐县文化旅游投资有限责任公司	《战略合作协议》	包括丝路艺术主题园区景观生态建设项目、园区亮化和 AR(虚拟现实) 文化旅游灯光秀项目建设。该部分为此次“景观生态+园林绿化+亮化工程+文化旅游灯光秀+崖壁浮雕”建设的重点, 在配合重要节点的多维灯光元素如音乐喷泉、激光水幕、投影等增加夜景景观的多维欣赏元素

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

最后, 从区域布局上看, 公司判断未来三到五年景观亮化领域将会迎来爆发期, 因此通过外延并购积极布局景观亮化领域。目前已收购金达照明、中天照明、万科时代、四川普瑞四家公司, 在全国范围内形成区域型布局。

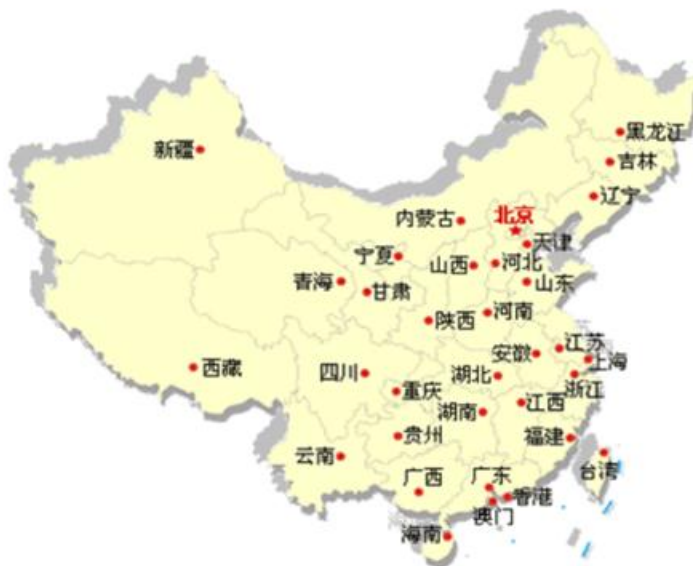
表 8: 公司积极布局照明领域

收购企业	布局区域	业绩承诺
金达照明	华南地区	13-16年承诺净利润不低于1,500万元、2,250万元、2,925万元和3,803万元, 其中2015年实际实现利润8,500万元, 2016年预计超过一个亿净利润
中天照明	华东地区	16-18年承诺净利润不低于3,500万元、4,300万元、5,200万元
万科时代	西北地区	16-18年承诺净利润不低于1,800万元、2,250万元和2,812.5万元
四川普瑞	西南地区	16-18年承诺净利润不低于1,200万元、1,500万元、1,875万元

数据来源: 公司公告

利亚德集团在全国设立了 34 个分公司, 基本囊括覆盖了省一级地区, 又根据各地经济发展情况有所侧重。2017 年随着市场的拓展, 还将与合作伙伴建立市一级的营销服务网络, 并逐步向县一级行政单位推进。健全的服务网络, 可以支撑全国范围内大规模业务的拓展。

图 32: 利亚德集团全国服务网络



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

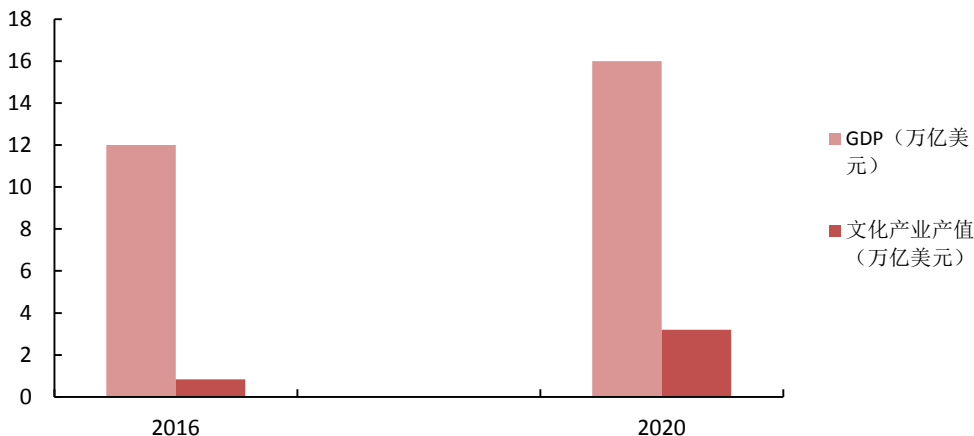
名家汇在全国设立 6 家子公司、15 家分公司。分公司和子公司公司主要作用是市场开拓，项目施工能力相对较弱，公司目前初步建立起覆盖全国的业务网络，具有一定跨区域经营能力。二者相比，利亚德在全国的渠道布局覆盖范围完善和深入，利亚德子公司除了区域试产开拓外也具有更强的施工建设能力，因此利亚德的跨区域性也更强。

通过比较我们发现，利亚德景观照明业务发展目前仍处于市场开拓期，更加关注下游客户开发，由于有强大的利亚德上市公司背景支持，在前期投入与后期渠道维护上有着其他企业无法比拟的优势。因而我们看好公司在景观照明领域的发展，收购中天照明、万科时代、普瑞照明和君泽照明也帮助利亚德提升景观照明实力。未来利亚德有望成为城市景观亮化国内第一的龙头企业，完成景观亮化企业的全国布局，也为公司景观照明业务的高速增长打下坚实而有力的基础。

4.3.2 文化演艺对比之宋城演艺

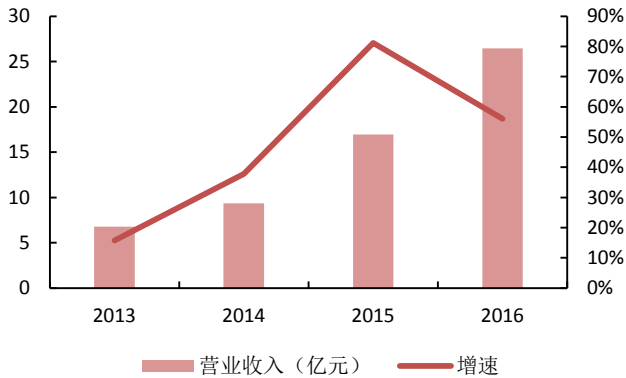
在十八届三中全会上，“文化强国”战略首次被写入“十三五”发展规划，在政策支持背景下的文化产业崛起正当其时。从近几年的情况看，全球文化产业发展比较好的国家，其文化产业产值约占国内生产总值的 18%—25%（美国），而这一数值在我国仅为 6%至 8%。在文化产业崛起大背景下，我们预期若我国文化产业产值占 GDP 比重能接近世界水平，当 2020 年中国 GDP 达到 16 万亿美元时，文化产业市场份额将达到 2.9-4 万亿美元。

图 33：2020 年我国 GDP 与文化产业产值

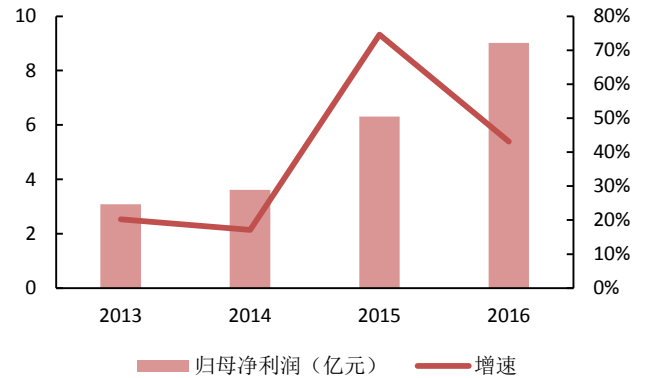


数据来源：国家统计局，西南证券整理

宋城演艺被称为中国演艺第一股，连续五届获得“全国文化企业三十强”称号，是全国文化体制改革工作先进单位。公司主营业务为主题公园和文化演艺的投资、开发、经营。目前公司拥有杭州宋城旅游区、三亚宋城旅游区、丽江宋城旅游区、九寨宋城旅游区等十大旅游区、三十大主题公园，宋城千古情、三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情、惊天烈焰、穿越快闪等五十大演艺秀，以及中国演艺谷等数十个文化项目。从公司经营上看，2016 年实现营业收入 26.44 亿元，同比增长 56.05%；归母净利润 9.02 亿元，同比增长 43.1%。由于演艺行业前期成本投入与主题公园维护费用相对较低，因而具有较高毛利率，2016 年宋城演艺毛利率高达 43.42%。

图 34: 宋城演艺营业收入与增速


数据来源: wind、西南证券整理

图 35: 宋城演艺归母净利润及增速


数据来源: wind、西南证券整理

宋城演艺最成功的模式莫过于“千古情”系列，目前该系列已经成为了旅游演艺和创意产业的代表性品牌。公司主要收入来自门票收入，通过建立主题乐园，采取“内容+涉及+科技”的形式吸引客户。对该模式分析后可以发现，通过内容输出、服务提供、方案规划与后期管理运营是典型的轻资产运营模式，具有极高的可复制性（对外复制）与较低风险。

图 36: 宋城演艺“千古情”系列


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

对文化演艺行业发展进行分析后我们发现，这一行业主要有三大优势：市场前景广阔、高毛利与轻资产运营带来的低风险。利亚德于 2015 年充分把握文化演艺行业换届冲击机会，收购励丰文化与金立翔两家公司，其中励丰文化主要业务为演艺工程、展览展示、文化旅游等；金立翔为演艺工程与大型晚会。

表 9：励丰文化与金立翔主要项目

公司	业务	代表项目
励丰文化	演艺工程	北京奥运会开闭幕式 广州亚运会开闭幕式 国家大剧院 广州大剧院、杭州大剧院
	展览展示	世博会台湾馆、俄罗斯馆等
	文化旅游	印象海南岛、印象武隆、印象大红袍、印象普陀、印象西湖 又见平遥、又见五台山
	城市文化	兰州黄河母亲文化广场
金立翔	演艺工程	北京奥运会开闭幕式 广州亚运会开闭幕式 2014 青奥会开幕式
	大型晚会	2007 年-2016 年春节联欢晚会

数据来源：公司公告，西南证券整理

从营销方式上看，利亚德子公司文化演艺同宋城演艺有异曲同工之妙，都采取内容营销方式，以 IP 换市场并吸引客户。除此之外，利亚德在产业链上布局更加完善，并进一步引入“PPP”建设模式，比纯自有建设风险更低。因此，通过综合比较，我们认为利亚德在文化演艺领域前景广阔，有望成为公司业绩增长的新动力。

5 打造茅台旅游项目，创幸福城市标杆

“川盐走贵州，秦商聚茅台”，赤水河畔的茅台镇自古是川黔水陆交通的咽喉要地；域内白酒业兴盛，1915年茅台酒在巴拿马万国博览会上荣获金奖；1935年中国工农红军长征在茅台四渡赤水。茅台镇集古盐文化、长征文化和酒文化于一体，依靠着强有力的著名企业发展起来，历经千年的文化渊源被誉为“中国第一酒镇”。

图 37：酒文化之城茅台镇



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 38：红军渡赤水效果图



数据来源：公司公告、西南证券整理

毋庸置疑，茅台镇酿酒业的兴起和繁荣的确受到得天独厚的自然环境的眷顾。这种罕见的环境因素，从某种意义上说是不可复制的资源，从而形成了在自然天赋和资源上的比较优势。从地理位置来看，茅台镇地处赤水河边，两山对峙，形成特殊的小气候，常年平均气候18℃左右，并且空气湿度较大，被雾气笼罩。站在茅台镇旁侧的山顶，放眼望去，整个镇区云蒸霞蔚，如同幻境。这样的气候环境，适宜酿酒微生物的生存与繁殖。

图 39：茅台镇地理环境



数据来源：中国行业研究网，西南证券整理

拥有中国第一流的酒文化产业基础，茅台镇作为一个产业小镇就具备了扎实的经济基础。2015年，实现地区生产总值375亿元，工业总产值365亿元，财政总收入19.3亿元，并入选“中国综合实力百强镇”榜单，成为西部省区唯一一个全国综合实力百强镇，2016年，列入全国第一批127个特色小镇。

为了全面提升茅台镇的旅游业发展水平，茅台镇开始策划引进大型旅游项目，茅台镇的旅游又做了以下几个重大项目，使得全镇的旅游亮点和特色上有了进一步提升：1) 水舞秀项目；2) 打造杨柳湾街项目；3) 中国酒文化城；4) 四渡赤水景区；5) 天酿景区。其中水舞秀和天酿景区均为利亚德打造。

利亚德自开展“幸福城市”建设以来，运作模式清晰，景观照明和文化演绎共同推进，与各地政府合作内容及方式不断成熟，其中茅台项目为“幸福城市”的代表。公司先后与怀仁市人民政府签订贵州茅台镇夜景照明工程、怀仁茅台水秀、演艺秀三大项目，项目金额高达 2.77 亿。

表 10：公司中标的茅台项目

项目名称/合同名称	业务板块	合同金额 (亿元)	签约/中标日期
贵州茅台夜景照明工程	照明工程	1.18	2015 年 12 月 5 日
怀仁茅台水秀	声光水秀工程	0.45	2016 年 2 月 3 日
怀仁茅台国酒文化展演 (《天酿》)	文化板块	1.14	2016 年 8 月 24 日

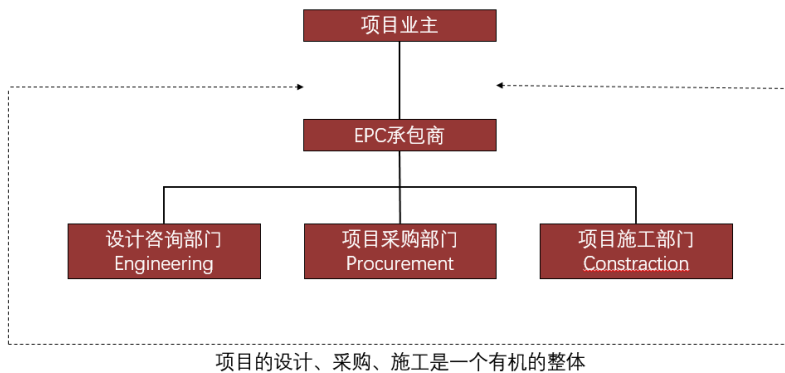
数据来源：公司公告，西南证券整理

5.1 夜景照明——提升茅台城市形象和景观特色

通常情况下，我们判断一个小镇是观光型小镇还是度假型小镇的一个标志性因素就是其游客的留宿率。而要想提升留宿率这个指标，最大的难点在于如何增加夜间项目。利亚德夜景照明以茅台城市文化为中心，根据各城市旅游需求，对茅台进行整体旅游改造，带来城市形象和景观的提升，进而提高游客的留宿率，带来当地经济的发展。由于整个茅台镇的城镇形态就是以赤水河为轴线铺展开来，这条母亲河在茅台镇这里蜿蜒流转，行程了丰富变化的水路界面，整个镇区因此而变得灵动，并有着丰富的水陆断面景象。基于这样的核心的城镇特色，茅台镇在此基础上进一步强化了旅游的功能。

2015 年 8 月，公司中标茅台特色小镇夜景照明项目，公司和怀仁政府以 EPC 模式签订该项目。夜景照明工程范围为茅台镇北至二桥，南至牌坊生态停车场，东至阳光酒业，西至西山山脊共 11.8 平方公里的区域内的镇区、老酒厂区、环山酒库区、牌坊生态停车场、阳光酒业片区、西山生态休闲片区、怀庄路片区、银滩路片区共 8 个片区的夜景照明的方案设计、施工图设计及施工总承包；建设规模包含安装各类灯具 100420 套，灯画 68556 m²，智能控制系统 20 套，配电箱 480 台以及其他配套辅助设施。该项目由利亚德子公司深圳市金达照明有限公司承建实施。金达照明运用现代灯光照明技术和环保节能光源不断加强路桥、赤水河两岸、楼房、景点等景观的亮化工程建设。

图 40: EPC 模式



数据来源：中国行业研究网，西南证券整理

2016 年茅台镇景观照明工程实施完成。利亚德运用现代灯光照明技术和环保节能光源不断加强路桥、赤水河两岸、楼房等景观的亮化工程建设。每当夜幕降临，酒镇里灯火璀璨、夜色迷人，成了一幅幅美丽的画卷。利亚德茅台镇夜景照明项目完成后，得到怀仁政府、国内游客的广泛认可，并获得第十二届“中照照明奖”照明工程设计一等奖，起到良好标杆效应。

图 41: 茅台镇景观照明



数据来源：金达照明，西南证券整理

5.2 水舞秀——展示赤水绵长文化

2016 年 2 月，此次茅台数字化水舞秀包括水舞声光秀与建筑声光秀，由励丰文化进行策划、设计、实施与运营一体化服务。项目规模 4800 万元。2016 年，公司完成茅台水舞秀项目建设，大获成功。

由于整个茅台镇的城镇形态就是以赤水河为轴线铺展开来，这条母亲河在茅台镇这里蜿蜒流转，行程了丰富变化的水路界面，整个镇区因此而变得灵动，并有着丰富的水陆断面景象。

图 42: 赤水


数据来源：也买酒网，西南证券整理

基于这样的核心的城镇特色，利亚德在此基础上进一步强化了旅游的功能。运用现代灯光照明技术和环保节能光源不断加强路桥、赤水河两岸、楼房、景点等景观的亮化工程建设，同时还打造了美轮美奂的舞蹈《水舞秀》。茅台镇借赤水之水融科技与艺术将其巧妙结合。利用赤水河两岸高差，形成良好的观演关系，打造一个大型的极具视听震撼的数字文化景观！运用水舞秀讲述茅台百年历史，形成不夜河的核心亮点。

图 43: 利亚德打造赤水夜景


数据来源：百家网，西南证券整理

在打造旅游景区过程中，励丰文化致力于将赤水河与庆典广场提升为城市文化旅游新体验、城市市民文化新空间。利用赤水河两岸高差，形成良好的观演关系，打造一个大型的极具视听震撼的数字文化景观，整个项目通过对庆典广场与赤水河的内在联系、整体的观演关系以及茅台的三大文化分析，将水、声、光、多媒体等多元素组合，抓住茅台历史发展过程中最具代表性的长征文化和酒文化，打破以编年史的历史文化呈现方式，以视觉为中心，文化为内核，让观众有更好的视听震撼感与沉浸感。通过数字化水舞秀，充分展示出茅台镇源远流长的国酒文化、恢宏壮观的长征文化、悠久绵长的盐运文化，以及茅台赤水河谷的民俗文化。

图 44: 水舞秀景观



数据来源: 搜狐文化, 西南证券整理

图 45: 水舞秀演绎



数据来源: 搜狐文化, 西南证券整理

5.3 《天酿》——将树文化演艺标杆

2016年8月, 利亚德中标茅台《天酿》国酒文化展演项目, 项目金额1.14亿元, 由公司子公司励丰文化承建实施。茅台《天酿》为全球首个大型新媒体空间体验秀, 为最大化地呈现观演的新奇性与运营的灵活性, 项目选址在茅台酒厂隔河相对的西山公园山顶。

图 46: 《天酿》演艺位置



数据来源: 励丰文化, 西南证券整理

图 47: 西山公园山顶



数据来源: 励丰文化, 西南证券整理

天酿景区的建设是对茅台镇旅游的又一次全面提升。通过上山索道的拉动, 将观光点直接拉升到山顶, 从而打通了水上、陆地和山顶等多层次的旅游观光视角。天酿旅游演艺这个极富特色的旅游演艺景区坐落于茅台镇边的山峦的顶部, 游客乘坐索道上去。这个由利亚德与贵州仁怀平台公司联合打造的景区包含天酿剧场、灯光索道和观景平台, 天酿剧场以演绎国酒文化为主题, 讲述以酒为媒的天与人、人与自然之间的传奇故事。

图 48: 天酿景区


数据来源：百家网，西南证券整理

2017年5月《天酿》实验大获成功。观众通过观光索道登顶，在剧场的4个演艺厅中，通过行进观演方式，渐次进入“天赐”、“天遇”、“天路”、“天启”、“天宴”五级空间。《天酿》演艺秀在70分钟流动式观演过程中，采用先进的AR/VR虚拟现实技术与声光电科技手段，通过剧场的舞美设计和声光电、全息等技术操控，表演与灯光效果的交替，通过第一代酱酒勾酒师——酉酉的一生，讲述追求极致酿酒工艺经历的时间与等待、四季轮回、勾兑奇遇、道法自然、包容平衡、追梦与寻找等，演艺以酒为媒的传奇故事，让观众在360度沉浸式体验中，领略山水自然、品鉴恒古匠心、感悟人生百味。

图 49: 《天酿》演艺现场


数据来源：数字音视工程网，西南证券整理

在利亚德完成茅台镇夜景照明、水舞秀、《天酿》演艺项目后，整个茅台镇夜景效果焕然一新。夜幕降临，古镇上的灯光开始渐渐明亮，传统建筑群的构造特色在灯光的映衬下美轮美奂，河上的茅台四桥整体灯光以红色为基调，展现了当年红军渡赤水的红色文化。由励丰文化打造的数字化灯光水舞秀，利用得天独厚的赤水河资源，展示了国酒文化与四渡赤水的长征诗篇。远处山上的天酿景区演艺中心流光溢彩，连接山顶与山脚的灯光索道，远看犹如一条绚丽的绸带挂在天上。整个小镇灯火璀璨，仿佛一幅迷人的画卷。

图 50: 茅台镇夜景


数据来源：数字音视工程网，西南证券整理

中国照明协会称，利亚德打造的茅台镇夜景照明和演艺，很好地注入了自然、人文、历史等元素，展示了自身悠远的酒文化与古镇情怀，结合特色文化旅游设计，深化古镇的景观内涵，成功拉动了茅台镇的旅游发展，是国内夜景照明工程的优秀代表之作。在未来，茅台古镇还会继续投入打造茅台旅游国坛酒庄、金酱酒庄、祭水台等一个个以酒味主题的景点正在建设。届时茅台古镇会打造成为以酒为主、红色旅游盐运旅游为辅的旅游集群。受益于之前项目的成功，利亚德大概率将继续承接茅台镇相关项目。

5.4 茅台项目背书项目拓展，文化板块加速推进

利亚德茅台镇项目集创意设计、照明施工与演艺内容为一体，示范效应显著。茅台镇项目由前期建设和后期运营两部分业务内容构成，其中前期建设由金达照明承担茅台镇夜景照明规划设计；由励丰文化进行文化演艺工程以及水舞灯光秀等视觉盛宴的设计，将裸眼 3D 等现代元素与古镇悠久历史交相融合，实现了演艺 4.0 概念的落地。

后期运营方面，利亚德投资控股与仁怀市政府合作成立了仁怀国酒文化演艺公司，打造文化旅游领域 PPP 模式，除项目工程收入之外，享有 30 年门票收入权。该项目的成功落地有望为茅台镇塑造全新的旅游景区形象，将在全国起到较好的示范效应，有望在其他旅游城市得以推广。

表 11: 利亚德与茅台政府项目合作模式

条件	具体流程
运作模式	本项目采用 PPP 模式，具体合作模式和相关事宜进一步磋商确定。
项目运作监管	市人民政府与投资人（利亚德）签订本招商项目合作框架协议后，投资人需在商定的时间内，向仁怀市人民政府指定帐户汇入人民币 2 亿元，双方共同监管，具体实施的项目达成协议后，将该款项作为项目启动资金。未达成具体项目协议的，解除监管，资金划回投资方。
后期经营	市人民政府下属企业与投资方共同组建公司，通过双方洽谈磋商，政府根据国家相关法律法规授予共同组建的公司特许经营权，利益共享，风险同担。

数据来源：怀仁市人民政府官网，西南证券整理

茅台项目文化板块由茅台子公司励丰文化承建，励丰文化是科技与文化融合的设计实施型企业，具备较强的技术基础。近几年，励丰文化的业务构成从传统的展馆设计工程更多地转向城市文化设计工程，如佛山文华公园水舞声光秀、宜宾三江口水舞声光秀、茅台数字化水舞秀声光电子景观工程设计施工一体化等项目，展示出了励丰文化的设计竞争优势。

励丰文化以前配合了 30-40 个大型演艺项目，从中积累了丰富的演艺设计和实施经验。但之前的演艺都需要大量人员，需要六七百人，即便室内项目的也需要三四百人，造成较高的人力成本。此次茅台《天酿》利亚德采用演艺 4.0 模式，大幅减少演艺所需人数，茅台天酿整台演艺只要 36 个人，使成本下降一半以上。同时，演艺 4.0 模式显著提高演出频次，一天做多可演艺 10 场，据测算明年综合收入有望达 5000 万。

图 51: 《天酿》演艺现场座无虚席



数据来源：搜狐，西南证券整理

公司在成功完成茅台项目后，经验不断丰富，模式逐渐成熟。在“幸福城市”的定位中，逐步形成了标准服务板块，通过深入了解城市建设文化需求，定制城市规划目标和建设进度，进而展开个性化合作。

表 12: 幸福城市模式逐渐成熟

完善布局	具体特点
内容丰富化	城市创意光环境改造升级； 带动城市文化旅游，激活市民和游客文化消费潜力，提供文化设施投资建设； 提供城市智能可视化平台建设中必需的监控、调度、会议、指挥等可视化解决方案产品和服务。
模式多样化	合作建设中，经营性业态所涉及的建设内容，公司将参与投资和运营，准经营性业态和非经营性业态，提供产品和服务。
渗透区域化	结合公司在全国范围内的营销服务网络，公司将深入渗透各城市建设中，提供包括显示、照明、文化旅游、文化体验等公司全部业务内容。

数据来源：公司公告，西南证券整理

茅台项目广受好评也为公司带来更好的业界声誉和知名度，为公司文化旅游业务的拓展树立了良好标杆。随后，公司积极进行业务拓展，与其他具有路由特色的地区政府进行沟通协商，推进幸福城市建设。通过与各地政府进行洽谈，公司已与多座城市达成建设幸福城市合作意向。比如已与昆明市签订全面战略合作框架协议、与云南迪庆州签订全面合作备忘录、正在与银川、腾冲、北海、成都等众多城市洽商共建幸福城市全面合作事宜，部分项目已经开始推进。

表 13: 茅台之后的幸福城市项目订单

建设城市	签约时间	签约主体	合作进展
成都市武侯祠区	2016年3月	成都武侯区人民政府、成都文化旅游发展有限公司	文化旅游规划正在设计中
昆明市	2016年3月	昆明市人民政府	昆明官渡区与民族文化村文旅项目已启动前期创意和设计
香格里拉	2016年6月	迪庆藏族自治州人民政府	已启动前期创意和设计
重庆市巫山县	2016年8月	重庆市巫山县人民政府	文化旅游规划正在设计中
银川市	2016年8月	银川市人民政府	1、银川城市运行指挥中心系统搭建服务, 中标 1,643 万元; 2、银川城市展厅建设服务, 中标 1,446 万元; 3、银川文化城文旅智慧互动体验服务, 中标 4161 万元; 以上合计, 已经提供服务 7,251 万元。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

文化板块明年将进入高速成长期, 各地政府项目将不断拓展和落地。为加速文化旅游创意项目的落地和全面开花, 利亚德集团与励丰文化也正在发起创立文化旅游发展母基金。这一重大战略合作举措, 必将为利亚德站在更大的平台、快速推动公司文化科技+金融战略的全面展开。

公司成功打造了全国首例演艺 4.0 版《天酿》演艺极具推广价值的文化娱乐旅游项目, 公司上半年文化业务营收 1.31 亿, 毛利率高达 39%。目前励丰文化已与几十家地方政府和文旅平台企业洽商文旅发展合作, 未来将迎接 2018 年订单的爆发性增长, 将贡献可观的收入、利润、巨大影响力和知名度, 极大地推动“幸福城市”战略的全面展开。

6 利亚德 VR/AR 夺人眼球

LED 显示屏具有亮度高、分辨率高、色域广、色彩饱和度高等优势,应用于 VR 显示时,能够在没有疲劳感的基础上,享受沉浸于高质量显示效果 VR 场景的体验,同时可以与周围场景和同伴互动。随着 VR 技术的成熟,发展空间将会十分巨大,未来将会应用在游戏、影视、教育等诸多领域,预计在未来 5 年将进入行业爆发期。LED 显示屏搭载 AR 技术也已经可以实现虚拟现实互动,目前已可以进行虚拟试衣间等应用,未来同样空间巨大。利亚德作为 LED 老牌领导者之一,当仁不让地抢先布局 VR/AR 板块,且这与公司长期文化大战略高度契合。公司针对商用市场,集中于文娱乐圈等高交互感的体验场所。

图 52: VR/AR 应用



数据来源:公司公告,西南证券整理

早在 2013 年公司年就参股荷兰 Dimenco 裸眼 3D 技术公司;在 2014 年印度大选,利亚德与印度 MIC 合作,开创用 LED 大屏幕替代传统投影的 3D 全息技术,助力莫迪竞选演讲,使他能同时在多个竞选场地“进行演讲”;2015 年,超高清 LED 裸眼 3D 显示关键技术研究及应用项目获得科技局培育工程支持;2016 年,参股数虎图像,黑晶科技,并成立裸眼 VR 显示系统研发实验室。

图 53: 公司 VR 布局



数据来源:公司资料,西南证券整理

图 54: 公司 VR 产品



数据来源:公司资料,西南证券整理

2017年1月,收购拥有全球领先的3D光学动作捕捉技术的NATURAL POINT公司100%股权的完成,NP为光学跟踪和运动捕捉解决方案的全球领导者,利亚德VR体验业务板块开始启动运营。

NP公司成立于1996年,拥有全球领先的3D光学动作捕捉技术,其开发的Optitrack系列光学定位产品在VR/AR领域处于领导地位,目前市面上很多的动捕解决方案都采用了OptiTrack光学动作捕捉组件,比如诺亦腾的Project Alice。OptiTrack摄像头可与多款运动捕捉软件工具一同使用,可应用于动画制作、定位导航、虚拟现实、人体运动分析等全身动作应用。2017年2-6月,NP公司实现营业收入1.01亿元,净利润3111.62元,净利润较上年同期增长38.11%,毛利率保持在78%。

NP公司采用直销和分销两种销售模式,两种模式销售收入均衡,主要销售市场在北美、亚洲和欧洲,其中美国占比49%、日本10%、香港8%、加拿大6%,未来公司将扩大NP产品在国内的销售。

图 55: NP 产品应用



数据来源:公司网站,西南证券整理

公司在未来旨在开发出“小间距AR显示系统”的同时将VR/AR技术以及内容应用于公司文化板块业务中,提升试听文化体验。VR/AR作为公司未来重点发展领域,公司在未来还将不断在该领域有所动作并强化商用领域的技术研发。公司此举并非迎合资本市场,而是这些动作长期有益于公司的文化体验产业链布局形成协同效应,所以我们认为公司这一领域布局前景广阔。

公司强势挺进和布局VR互动技术和VR应用领域,并正在北京、成都、广州、上海、西安、深圳展开VR综合体验空间的推广及应用,利亚德将以VR互动技术为核心支撑,借助公司的市场营销、品牌及资本,推进并落地VR互动娱乐空间,一年后VR体验将成为集团业务一个新的爆发增长点,为公司持续高速发展提供强劲动力。

7 细分行业景气爆发，现金回款不断向好

公司自成立以来便以直销 LED 显示项目工程为主要经营模式，付款方式多为：预付款、货到付款、验收款、质保金（质保期 1-2 年），且客户主流为政府机构，回款周期为 1-2 年，但呆坏账率极低。上市后公司不断拓展海外业务，海外业务付款方式多为：预付款、货到付款，回款周期为 3 个月-6 个月。

公司景观照明业务主要和政府签单，垫资后逐步收回。市场担心随着公司业务开展，应收账款、存货规模不断增加，对公司现金流回款问题有所担忧。我们认为，现金流问题因公司业务发展过快，随公司业务规模扩张支出不断增大引起的，而不是回款出现问题，无需过分担忧。

景观照明行业市场爆发，杭州 G20 累计投入 20 亿用于城市景观亮化，示范效应明显。公司业务更是不断开拓，6 月 14 日，利亚德公告金达和良业联合中标昆明 5 亿亮化项目。需求正在从一线发达城市、旅游资源丰富城市兴起，逐渐向其他城市蔓延。

表 14：公司主要夜景照明项目

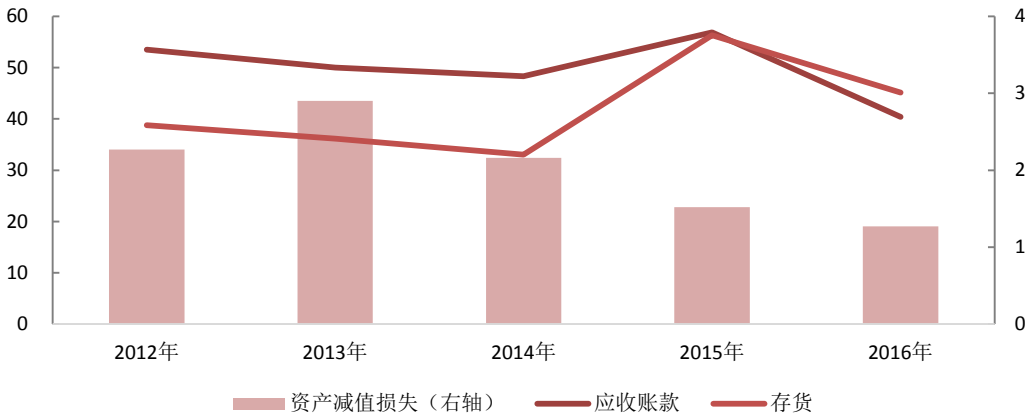
上市公司	股票代码	时间	城市	项目名称	合同额 (亿元)
利亚德	300296.SZ	2016	赤峰	赤峰新区夜景照明改造升级 PPP 项目	2.56
		2017	厦门	厦门市鼓浪屿片区夜景照明	0.73
		2017	北京	怀柔区城区及联络线周边夜景照明	1.6
		2017	湘潭	精美湘潭三化两改亮化	0.9
		2017	西安	高新区光影数字展演系统工程	0.46
		2017	广州	广州增城沙至花都北兴公路二期亮化	0.36
		2017	上海	星港中心泛光照明	0.15
		2017	长沙	长沙一点两线及人民东路景观亮化工程	0.24

数据来源：公司公告，西南证券整理

随着 PPP 模式的不断推广，公司相关项目开始落地。2017 年 1 月，深圳千百辉 1.8 亿乌海 PPP 项目落地；5 月，公司又中标赤峰 2 亿第二期亮化工程 PPP 项目。PPP 项目能有效解决各地政府资金短缺问题，进而提高公司项目回款水平。

市场质疑公司现金流不好，对公司回款能力有所怀疑，我们拆分公司该业务相关指标发现，公司经营性现金净额有所下降不是因为回款能力差造成的，而是公司业务规模不断扩大，支出增大引起。可以说，由于行业垫资属性，公司经营性现金流净额的下降是公司业务高速发展的体现，随着业务规模的不断扩大，新项目资金投入速度快于原来项目资金回收速度，无需过分解读和担忧。

通过分析公司报表可以发现，公司应收账款和存货自 2011 年以来呈下降趋势，虽然 2015 年有所反弹，但 2016 年又回到较低位置；公司坏账率更是自 2012 年以来递减，到 2016 年已经达到历年最低值（1.27%）。由此可见，公司的现金流实属业务发展太快，投入较大的结果，但坏账率控制严格，回款一直表现良好，无需过度担心。

图 56: 公司资产减值损失、应收账款和存货占营收的比例 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

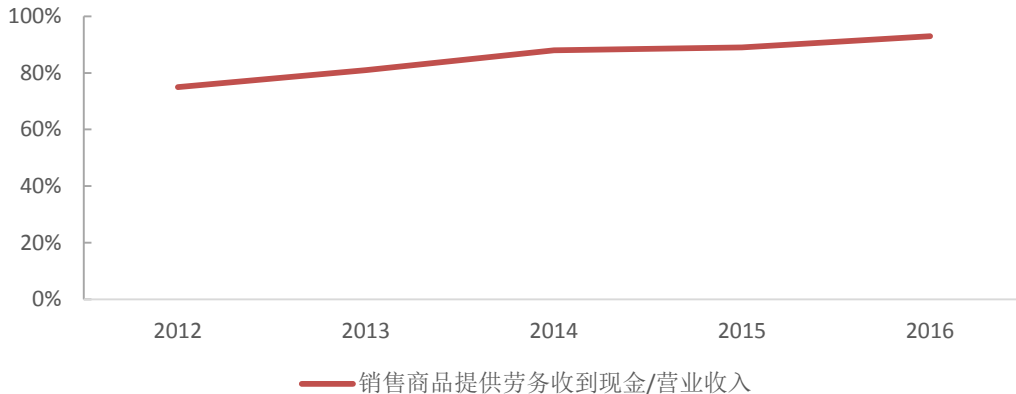
从绝对数额来讲, 利亚德经营性现金流量净额从 2015 年的 1.16 亿减到了 2016 年的 0.14 亿, 同比降幅达 85%。逐项分析下表后, 净额下降并非销售商品提供劳务收回现金减少而是支出现金流大增。2016 年度利亚德并购大批量落地, 景观照明景气爆发, 大量支出系高速成长的客观需要。现金净增加额通过融资有明显改善, 现金流安全性目前一切正常。

图 57: 利亚德现金流量表 (亿元)

	2017/3/31	2016/12/31	2016/3/31	2015/12/31	2015/3/31	2014/12/31	2014/3/31
经营活动产生的现金流量:							
销售商品、提供劳务收到的现金	10.98	40.86	8.48	17.77	2.25	10.27	1.38
经营活动现金流入小计	11.94	45.94	9.19	22.11	3.12	12.45	1.63
购买商品、接受劳务支付的现金	8.83	28.47	5.81	12.44	1.42	6.46	1.35
支付给职工以及为职工支付的现金	1.86	6.82	1.58	2.32	0.42	1.43	0.26
支付的各项税费	0.96	2.61	1.08	1.46	0.37	0.62	0.26
经营现金流出小计	13.32	45.80	10.33	20.95	2.90	11.61	2.30
经营活动产生的现金流量净额	(1.38)	0.14	(1.14)	1.16	0.22	0.84	(0.67)
投资活动产生的现金流量:							
收回投资收到的现金	1.78	29.47	1.59	1.26	1.04	0.12	
投资活动现金流入小计	1.78	30.52	1.60	1.66	1.10	0.72	0.25
购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.26	1.68	0.11	0.81	0.32	0.92	0.10
投资支付的现金	1.65	31.30	1.87	1.65	0.64	0.91	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	11.76	7.73	0.47	10.77		0.60	
投资活动现金流出小计	13.67	40.81	2.45	13.25	0.99	3.06	0.10
投资活动现金流量净额	(11.89)	(10.29)	(0.85)	(11.60)	0.11	(2.34)	0.15
筹资活动产生的现金流量净额	22.55	12.59	(0.26)	14.08	(0.63)	1.44	(0.30)
汇率变动对现金的影响	0.06	0.24	0.06	0.05	(0.02)	(0.02)	
现金及现金等价物净增加额	9.34	2.67	(2.19)	3.69	(0.32)	(0.09)	(0.82)
期末现金及现金等价物余额	18.13	8.79	3.39	6.12	2.10	2.43	1.69

数据来源: wind, 西南证券整理

我们认为经营性现金流量净额下降是关注信号, 而不是危险信号。销售回款有效描述指标是销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入, 利亚德回款能力优秀且不断改善。经营性现金流量净额还受支出影响, 企业为了把握长期的成长机会, 需要当期加大现金支出, 净额降低短期其实不足为虑, 利亚德真实回款情况出色且不断改善。

图 58: 利亚德销售商品提供劳务收到现金/营业收入


数据来源: wind, 西南证券整理

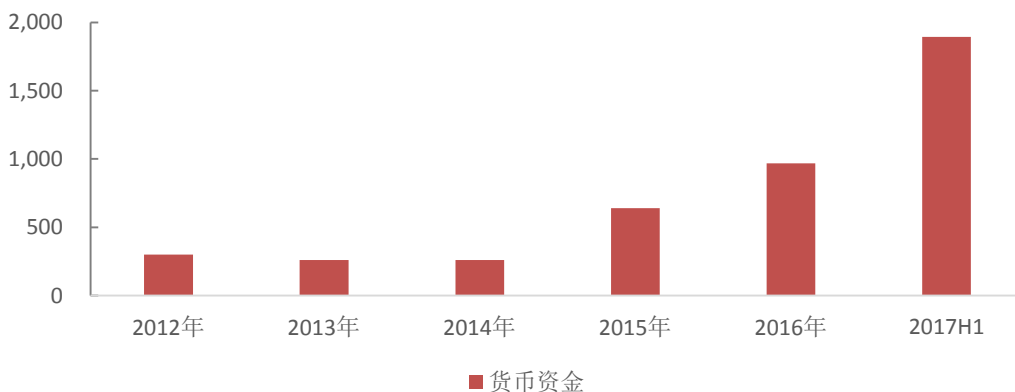
公司已经开始重视现金流问题, 经营性现金流净值计入考核管理目标, 公司的努力已经初见成效。今年二季度公司控制成本, 提高管理效率, 在成本上的现金支出明显减少, 使得现金流有了明显的改善, 并且打破了市场对于公司“做工程类项目的企业一二季度现金流必然不好”的看法。

表 15: 公司改善经营性现金流的具体措施

关注点	具体措施
年度考核	将经营性现金流净额划入集团各成员公司的年度计划目标, 作为员工持股计划收益分配的考核标准;
应收账款	将应收款作为销售人员项目奖金核算及工资核定指标;
夜景照明及文化旅游项目	夜游经济业务和文化旅游业务单个项目额度较大, 推进采用 PPP 模式运营, 包括两种形式: 一种是通过银行贷款融资, 一种是通过大股东投资设立照明 PPP 基金和文化 PPP 基金;
管理	集团内供应链资源整合管理, 提高采购议价能力, 逐步调整供应商付款方式。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2017 年上半年, 公司经营性现金流净值为 7,295 万元, 比去年同期增长 158.40%。2017 年上半年公司现金流增加 9.19 亿元, 期末账面资金达到 18.94 亿元, 达到近几年来账面资金的最高水平。

图 59: 公司期末账上现金图 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

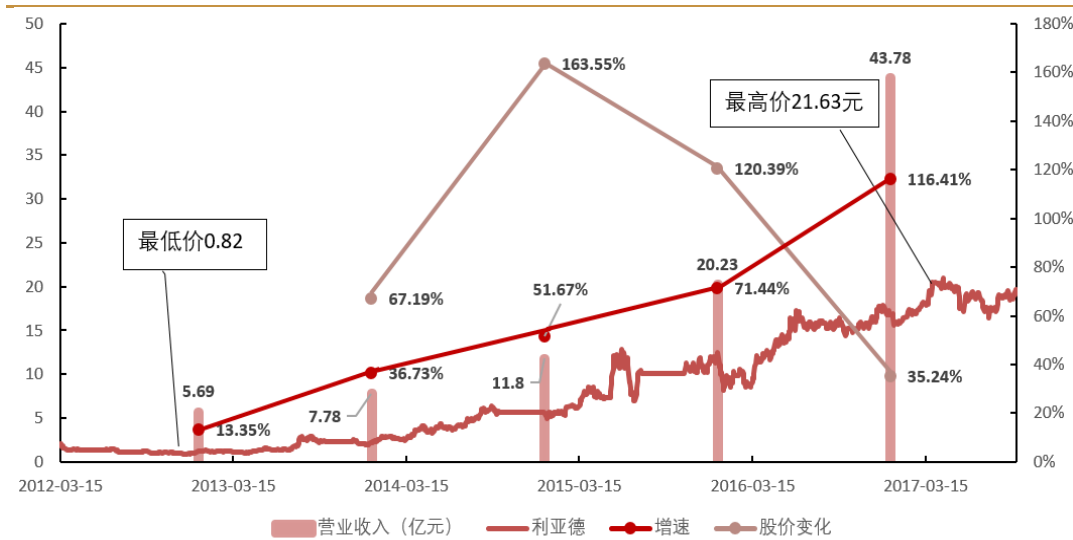
从公司运营数据上也可以验证现金流的改善，公司中报账面存货 26 亿，较一季度末增长 3 亿，低于收入的增长幅度；应收账款 16.95 亿，相比去年年底有所下降，应收账款周转 1.45（年化 2.9）也较去年有所下降；预付账款 11 个亿，增加了近 40%，一方面是因为成本的增加，同时公司在产业链上地位提高也是主要原因。我们认为，2017 年上半年是公司现金流不断改善的起点，未来随着公司的不断努力，现金流将持续向好。

8 利亚德估值处于历史低位

8.1 业绩增长将为公司股价提供稳定支撑

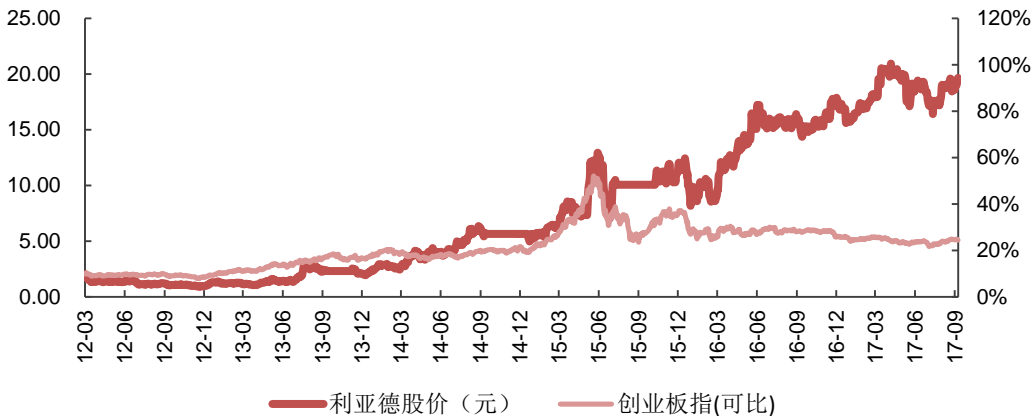
利亚德于 2012 年 3 月 15 日上市，当年 12 月 4 日，公司收盘价 0.90 元，为历史最低点。截止今年 9 月 29 日收盘，股价达到 20.15 元，累计上涨 21 倍。若从股价最低点到最高点看，累计上涨 25 倍。在此期间，公司营收由 2012 年的 5.69 亿元上涨至 43.78 亿元，累计上涨 669.42%。若仅从公司股价涨幅上看已经跑赢公司增长，但作为理性人，关注的重点不应是存量，而是增量。我们发现利亚德公司营收不断增长，而股票价格增速有所减缓。但利亚德股价增速放缓并不意味着公司发展逐渐脱离高速增长。

图 60：利亚德营收与股价（复权）变化



数据来源：wind，西南证券整理

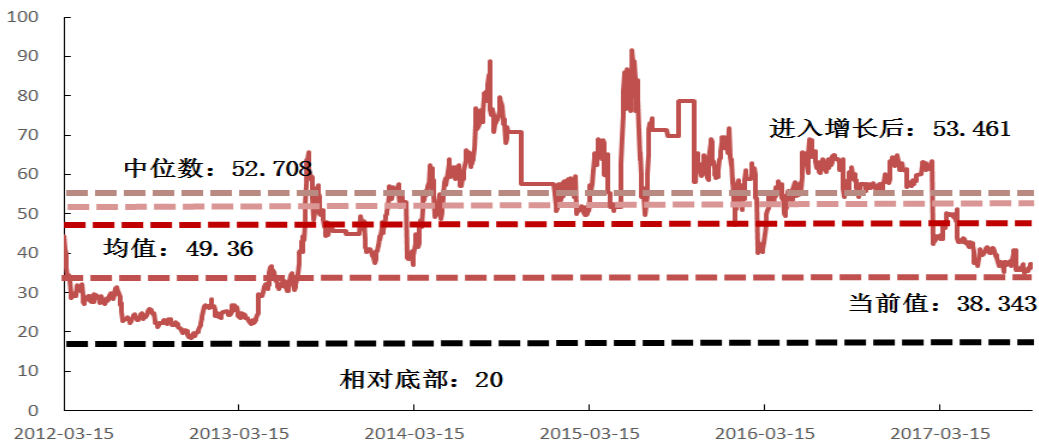
我们对利亚德上市以来大势变动分析后发现，2015 年利亚德实现营业收入 20.23 亿元，同比增长 71.4%，实现归母净利润 3.31 亿元，同比增长 105.05%，增速再创新高；同时年内公司基本面继续向好，2016 年上半年实现营业收入 17.32 亿元，同比增长 188.44%。但在基本面未发生恶化的前提下，整个市场遇到系统性风险，公司股价出现严重错杀，跌幅接近 30%。系统性风险后的指数慢熊往往都是绩优股修复的良好时机，利亚德也逐渐摆脱指数，走出了一波独立走势。若股价上涨的同时公司依旧保持高速增长，那么这个增长将是有严密逻辑支撑的。基于利亚德依然保持高速增长，我们认为股价也存在不错的上涨空间。

图 61: 利亚德上市以来股价变化同同期创业板指数对比


数据来源: wind, 西南证券整理

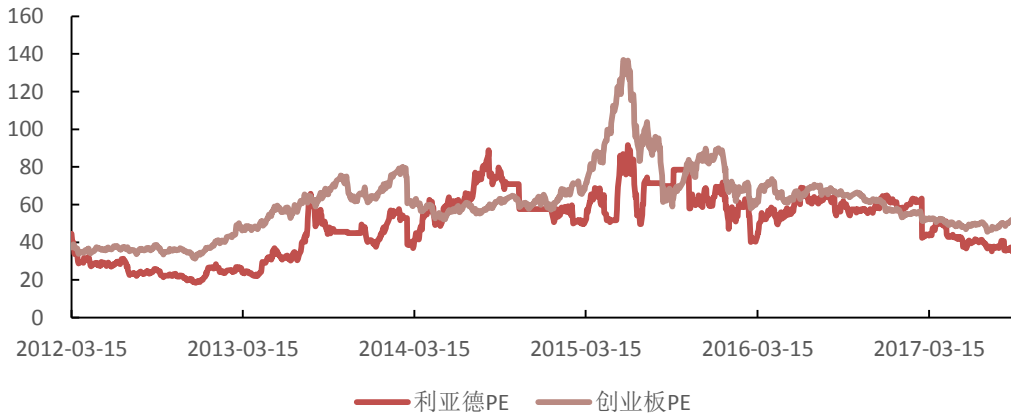
8.2 从估值的角度看利亚德后市

我们分别从三个维度对公司的估值状况进行了比较。首先，上市以来 PE 均值为 49.62 倍；其次上市至今公司最低估值出现在 2012 年，为 20 倍左右；再次，公司上市以来 PE 中位数为 52.71 倍；最后，由于公司价值被发掘主要在 2013 年，因而对公司进入增长期后的 PE 求得均值为 53.46。截止今年 9 月 29 日，公司股价对应的 PE (TTM) 为 38.3，低于以上列举的 4 个维度中的三个，而由于公司多年快速的发展，高于历史底部 20 倍估值也显得合情合理。综合来看，仅从公司估值角度出发，当前还处于估值底部，股价仍处于被低估区间。

图 62: 利亚德 PE (TTM)


数据来源: wind, 西南证券整理

如果说公司当前的 PE 同以往自身数据比较是确定价值的过程，那么同板块、指数的比较就是具体确定其价格的时候。我们将利亚德上市以来 PE 走势同同期创业板指平均 PE 进行比较后发现，截至今年 9 月 29 日，创业板 PE 值为 51 倍，而利亚德为 38 倍，前者显著高于后者。而利亚德不论是公司基本面质地还是业绩增速，都远高于创业板平均水平，因此可以判断，公司股价被严重低估。

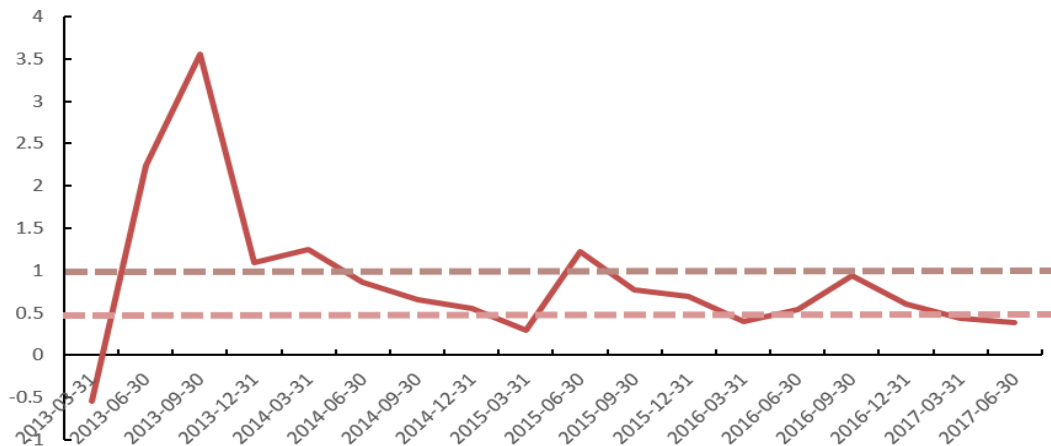
图 63: 利亚德 PE 与创业板指 PE 比较


数据来源: wind, 西南证券整理

8.3 从 PEG 看利亚德估值

为进一步深入分析利亚德当前的估值情况,我们采用 PEG 指标进行分析。PEG 即指市盈率相对盈利增长比率通过用公司市盈率除以公司盈利增长率计算得出,是在 PE(市盈率)估值的基础上发展起来的,弥补了 PE 对企业动态成长性估计的不足。该指标最早由彼得·林奇运用并被发扬光大,根据判断标准,最理想的投资对象,其 PEG 值应该低于 0.5; PEG 在 0.5-1 之间,是安全范围; PEG 大于 1 时,就要考虑该股有被高估的可能。

截止 2017 年 9 月 29 日,利亚德 PEG 指标具体数值为 0.41,低于 0.5,复合“理想投资对象”的标准;此外,对近两年公司 PEG 走势分析后也可以发现,公司 PEG 除以 0.5-1 的安全范围内。我们认为,随着公司营收继续保持高增长,明年 PEG 将继续降低,属于严重低估类型,安全边际非常显著。

图 64: 利亚德 PEG 变动


数据来源: wind, 西南证券整理

9 盈利预测

关键假设:

1) 到 2017 年底小间距 LED 对 DLP 的替代率能够达到 40-50%，到 2020 年替代率则可望到 80% 以上，国内市场空间接近百亿；

2) 2020 年全球电视出货量为 2 亿台，小间距 LED 电视渗透率达到万分之五以上；

3) 文化产业 2016 年整体规模达到 4500 亿元，在 2020 年达到一万亿元，复合增长率大约 20%。

表 16: 利亚德收入毛利预测 (百万元)

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
智能显示	收入	3,062.76	5512.97	8820.75	12349.05
	增速		80.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	37.93%	40.00%	39.00%	39.00%
LED 产品销售	收入	866.93	996.97	1096.68	1151.50
	增速	-46.93%	15.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	39.77%	40.00%	40.00%	40.00%
文化旅游	收入	422.15	844.33	1519.76	2127.64
	增速		100.00%	80.00%	40.00%
	毛利率	40.04%	40.00%	40.00%	40.00%
LED 相关其他	收入	26.08	30.02	34.49	39.71
	增速	42.67%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	26.88%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	4,377.92	7,384.26	11,471.69	15,667.90
	增速	116.45%	68.67%	55.35%	36.58%
	毛利率	38.43%	39.94%	39.19%	39.17%

数据来源: 公司公告, 西南证券

10 风险提示

小间距推广或不达预期; 外延并购整合或不达预期; 文化旅游拓展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4377.94	7384.26	11471.69	15667.90	净利润	666.27	1210.38	1824.05	2487.52
营业成本	2695.60	4435.05	6976.39	9530.18	折旧与摊销	103.85	206.51	316.69	432.41
营业税金及附加	19.28	32.53	50.53	69.01	财务费用	108.98	116.97	176.24	184.63
销售费用	394.76	665.84	1034.41	1412.78	资产减值损失	55.46	55.46	70.46	70.46
管理费用	455.81	790.12	1227.47	1676.47	经营营运资本变动	-849.64	-1285.60	-1897.75	-2361.01
财务费用	108.98	116.97	176.24	184.63	其他	-71.15	-117.47	-107.97	-114.44
资产减值损失	55.46	55.46	70.46	70.46	经营活动现金流净额	13.77	186.24	381.73	699.58
投资收益	43.84	43.84	43.84	43.84	资本支出	-1387.26	-2000.00	-1500.00	-1000.00
公允价值变动损益	10.03	0.00	0.00	0.00	其他	358.34	52.93	43.84	43.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1028.93	-1947.07	-1456.16	-956.16
营业利润	701.90	1332.13	1980.02	2768.21	短期借款	-11.11	523.82	1795.64	1107.00
其他非经营损益	57.92	62.58	104.60	82.46	长期借款	-947.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	759.82	1394.72	2084.63	2850.67	股权融资	1491.98	1096.37	0.00	0.00
所得税	93.55	184.34	260.58	363.14	支付股利	-52.89	-129.77	-222.97	-335.08
净利润	666.27	1210.38	1824.05	2487.52	其他	778.52	-106.16	-171.24	-179.63
少数股东损益	-2.56	-1.58	-3.92	-4.65	筹资活动现金流净额	1258.73	1384.27	1401.43	592.28
归属母公司股东净利润	668.83	1211.96	1827.97	2492.17	现金流量净额	267.42	-376.56	326.99	335.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	967.30	590.74	917.73	1253.43	成长能力				
应收和预付款项	1980.70	3016.07	4428.96	6366.05	销售收入增长率	116.45%	68.67%	55.35%	36.58%
存货	1976.32	3328.93	5272.22	7231.53	营业利润增长率	128.04%	89.79%	48.64%	39.81%
其他流动资产	204.52	290.23	419.11	551.43	净利润增长率	100.66%	81.67%	50.70%	36.37%
长期股权投资	85.36	85.36	85.36	85.36	EBITDA 增长率	123.39%	80.99%	49.37%	36.89%
投资性房地产	30.52	30.52	30.52	30.52	获利能力				
固定资产和在建工程	671.68	2529.84	3777.81	4410.06	毛利率	38.43%	39.94%	39.19%	39.17%
无形资产和开发支出	2131.21	2068.07	2004.93	1941.79	三费率	21.92%	21.30%	21.25%	20.90%
其他非流动资产	168.20	166.68	165.15	163.63	净利率	15.22%	16.39%	15.90%	15.88%
资产总计	8215.81	12106.43	17101.79	22033.79	ROE	14.91%	18.18%	22.09%	23.90%
短期借款	579.10	1102.93	2898.56	4005.56	ROA	8.11%	10.00%	10.67%	11.29%
应付和预收款项	1514.11	2451.68	3692.59	5005.70	ROIC	16.58%	18.54%	18.59%	19.11%
长期借款	113.22	113.22	113.22	113.22	EBITDA/销售收入	20.89%	22.42%	21.56%	21.61%
其他负债	1540.56	1781.91	2139.64	2499.10	营运能力				
负债合计	3746.99	5449.73	8844.02	11623.58	总资产周转率	0.65	0.73	0.79	0.80
股本	814.46	1628.91	1628.91	1628.91	固定资产周转率	7.07	6.84	5.69	5.40
资本公积	2411.53	2693.44	2693.44	2693.44	应收账款周转率	3.00	3.39	3.60	3.38
留存收益	1238.94	2321.13	3926.14	6083.22	存货周转率	1.64	1.62	1.59	1.51
归属母公司股东权益	4454.03	6643.48	8248.49	10405.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.34%	—	—	—
少数股东权益	14.79	13.21	9.29	4.64	资本结构				
股东权益合计	4468.82	6656.70	8257.78	10410.22	资产负债率	45.61%	45.02%	51.71%	52.75%
负债和股东权益合计	8215.81	12106.43	17101.79	22033.79	带息债务/总负债	42.60%	38.90%	44.27%	43.21%
					流动比率	2.07	1.73	1.46	1.49
					速动比率	1.28	0.93	0.76	0.79
					股利支付率	7.91%	10.71%	12.20%	13.45%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	914.73	1655.61	2472.96	3385.25	每股收益	0.41	0.74	1.12	1.53
PE	49.07	27.08	17.96	13.17	每股净资产	2.74	4.09	5.07	6.39
PB	7.34	4.93	3.97	3.15	每股经营现金	0.01	0.11	0.23	0.43
PS	7.50	4.44	2.86	2.09	每股股利	0.03	0.08	0.14	0.21
EV/EBITDA	18.30	20.57	14.36	10.72					
股息率	0.16%	0.40%	0.68%	1.02%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn