

利亚德 (300296)

证券研究报告

2018年11月05日

小间距 LED 龙头，深耕视听文化，打造科技文化融合平台

1. 利亚德：LED 显示屏领导者，深耕视听文化产业

利亚德是一家主要从事 LED 应用产品研发、设计及生产销售一体化的高新企业，目前已经成长为全国 LED 显示屏领域技术的领先者。2016 年公司明确战略升级，公司的主营业务围绕“文化科技”战略开展，包括智能显示、夜游经济、文旅新业态及 VR 体验。公司自成立以来，营收和利润规模持续高速增长 2017 年公司营收 64.7 亿元，同比增长 47.8%，13-17 年 CAGR=69.8%；2017 年公司净利润为 12.1 亿元，同比增长 82%，2013-2017 年 CAGR=97.1%。公司整体持续保持较高盈利能力、费用率持续降低，并且近两年经营质量显著提升，应收账款和现金周转效率持续优化。

2. 小间距 LED 驱动智能显示业务持续发力

我们判断，随着小间距 LED 下游应用的不断增加、渗透率的持续提升、像素密度提升驱动产品单价提升和海外市场的开阔，小间距 LED 未来将仍持续保持较高增速。AVC 数据预测小间距 LED 市场 2018 年市场规模为 67.2 亿元，同比增长 52.2%，2020 年国内市场规模将接近 200 亿元。AVC 数据显示，2018Q1 利亚德季度新签订单同比增长 82.1%，公司也是以 35.8% 占有率名列国内第一，将受益于小间距 LED 行业的未来持续高成长性。

3. 夜游经济、文旅新业态、VR 齐发力，打造文化科技平台

智能显示之后，公司积极布局新的增长点，目前夜游经济、文旅新业态和 VR 体验业务均形成规模。公司四大业务板块所处行业均处于高速成长期，板块间实现有效的协同和融合，“文化科技”平台搭建完成，将不断完善和巩固文化科技平台的综合竞争力。

4. 投资建议

我们预计公司 18-20 年营收分别为 95.99/126.79/165.26 亿元，其中：(1) 智能显示业务营收分别为 50.64/60.76/76.56 亿元，(2) 夜游经济营收分别为 27.65/38.71/50.33 亿元，(3) 文旅新业态营收分别为 14.16/22.65/29.44 亿元，(4) VR 体验业务营收分别为 3.05/3.96/7.92 亿元。

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 16.2/20.0/26.0 亿元，EPS 分别为 0.64/0.79/1.02 元。我们采用可比公司相对估值进行估值，可比公司 2018 年平均预测估值 16.9。公司 2018 年 EPS 为 0.64，给与 2018 年 PE 16.9 倍，对应目标价 10.8 元，首次覆盖，“买入评级”。

风险提示：小间距行业增速不济预期；夜游经济行业政府投资力度不及预期；公司现金流短缺风险；资产减值风险。

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	8.48 元
目标价格	10.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,542.88
流通 A 股股本(百万股)	1,644.20
A 股总市值(百万元)	21,563.59
流通 A 股市值(百万元)	13,942.85
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	41.84
一年内最高/最低(元)	26.20/6.45

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《利亚德-季报点评:净利润位于指引上限，四大板块协同发展》2017-10-29
- 《利亚德-公司点评:前三季度净利润预期维持高增长，维持推荐》2017-10-12
- 《利亚德-公司点评:业绩持续高成长，现金流改善明显》2017-08-21

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,377.94	6,470.80	9,599.10	12,678.65	16,525.54
增长率(%)	116.45	47.80	48.34	32.08	30.34
EBITDA(百万元)	910.36	1,489.75	2,022.05	2,453.41	3,159.31
净利润(百万元)	668.83	1,209.78	1,617.16	1,996.47	2,597.85
增长率(%)	102.19	80.88	33.67	23.46	30.12
EPS(元/股)	0.26	0.48	0.64	0.79	1.02
市盈率(P/E)	32.24	17.82	13.33	10.80	8.30
市净率(P/B)	4.84	3.84	2.75	2.26	1.84
市销率(P/S)	4.93	3.33	2.25	1.70	1.30
EV/EBITDA	30.59	21.95	10.74	8.68	6.56

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 利亚德：LED 显示屏领导者，深耕视听文化产业	4
1.1. 利亚德：LED 显示屏领域技术的领先者.....	4
1.2. 公司营收、利润持续高速增长.....	5
1.3. 智能显示、夜游经济、文旅新业态及 VR 体验等打造文化科技平台.....	6
1.4. 经营效率持续提升.....	7
2. 小间距 LED 驱动智能显示业务持续发力	9
2.1. 小间距 LED 行业持续增长可期：从专显到商显、灯珠密度提升、海外市场.....	9
2.1.1. 驱动力 1：专显到商显，下游持续推展.....	9
2.1.2. 驱动力 2：灯珠密度增大，屏幕价值量提升.....	11
2.1.3. 驱动力 3：海外市场是下一座金矿.....	12
2.2. 小间距 LED 驱动智能显示业务持续发力.....	12
3. 夜游经济、文旅新业态、VR 齐发力，打造文化科技平台	15
3.1. 夜游经济，是公司重要业绩增长点.....	15
3.2. 文旅新业态，强化公司文化产业竞争力.....	18
3.3. VR 解决方案和应用多点开花.....	20
4. 投资建议	23

图表目录

图 1：利亚德发展历史.....	4
图 2：利亚德股权结构.....	5
图 3：2013-2018H1 利亚德营业收入及增速/亿元.....	5
图 4：2013-2018H1 利亚德净利润及增速/亿元.....	5
图 5：利亚德文化科技平台战略.....	6
图 6：2018 年 H1 利亚德收入结构.....	7
图 7：利亚德收入构成及增速.....	7
图 8：利亚德订单结构及增速.....	7
图 9：2013-2018H1 利亚德毛利率和净利率.....	7
图 10：2013-2018H1 利亚德期间费用率.....	7
图 11：2013-2018H1 利亚德应收账款周转天数.....	8
图 12：2013-2018H1 利亚德净利润和经营性现金流净额.....	8
图 13：2017-2022 年小间距 LED 国内市场预测.....	9
图 14：2017 年全国商显市场分布.....	10
图 15：2018 年全国商显市场分布.....	10
图 16：小间距 LED 优势	10
图 17：小间距 LED 按间距分类	11
图 18：小间距 LED 每平方米灯珠数量预测及增速	11

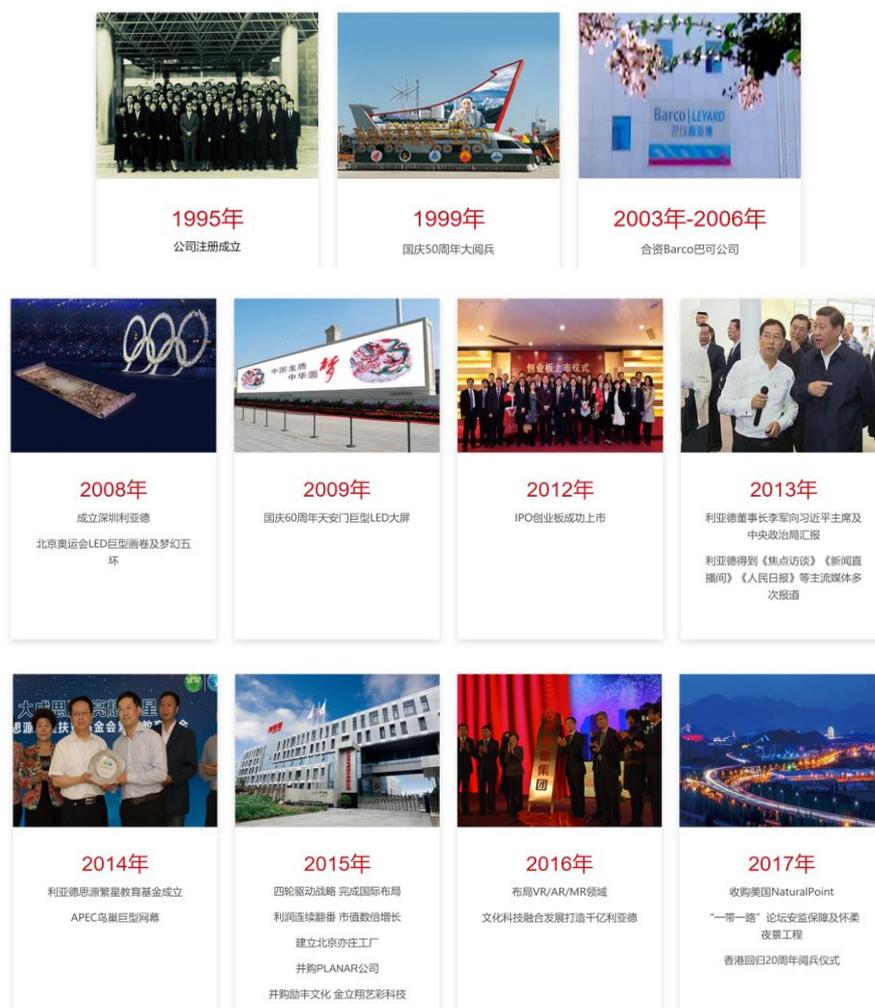
图 19: 2018-2022 年小间距 LED 价格预测	12
图 20: 利亚德智能显示业务介绍	12
图 21: 2018Q1 LED 显示屏市场份额 (%)	13
图 22: 利亚德小间距 LED 显示屏订单及增速 (%)	13
图 23: 美国液晶拼接屏市场竞争格局	13
图 24: 利亚德智能显示业务收入构成	14
图 25: 2012-2017 年利亚德小间距 LED 订单及增速	14
图 26: 2012-2017 年利亚德小间距 LED 确认收入及增速	14
图 27: 夜游经济主要场景	15
图 28: 利亚德近期实施的夜游经济代表性项目	16
图 29: 利亚德文旅新业态主要业务模式	18
图 30: 公司文旅新业态产品形态和业务模式	18
图 31: 利亚德文旅新业态代表性案例	19
图 32: 2017 年利亚德 VR 业务收入下游分布情况	20
图 33: 利亚德 VR 解决方案和应用案例	21
表 1: 室内不同显示技术对比	10
表 2: 2018 年利亚德新签夜游经济业务订单	17
表 3: 利亚德 2018 年文旅新业态业务新签订单	20
表 4: 利亚德收入拆分和预测	23
表 5: 可比公司估值	23

1. 利亚德：LED 显示屏领导者，深耕视听文化产业

1.1. 利亚德：LED 显示屏领域技术的领先者

利亚德集团的前身为利亚德电子科技有限公司，注册地点为中国北京，成立于 1995 年 8 月，公司改制后于 2012 年在深交所上市。利亚德是一家主要从事 LED 应用产品研发、设计及生产销售一体化的高新企业，公司主要的应用产品包括显示系统、LED 电视、照片设备、背光标识等系列，公司目前已经成长为全国 LED 显示屏领域技术的领先者，部分技术水平及市场占有率达到国际先进水平，利亚德公司客户分布铁路、城市轨道、民航交通、工商企业、政府机构、体育场馆等多个细分领域，拥有广泛的客户资源和品牌声誉。公司产品项目应用包括 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、国庆 50、60 周年庆典、首都国际机场等一系列具有广泛影响力的集体活动及建筑设施，体现出强大的技术实力底蕴和科技创新水平。

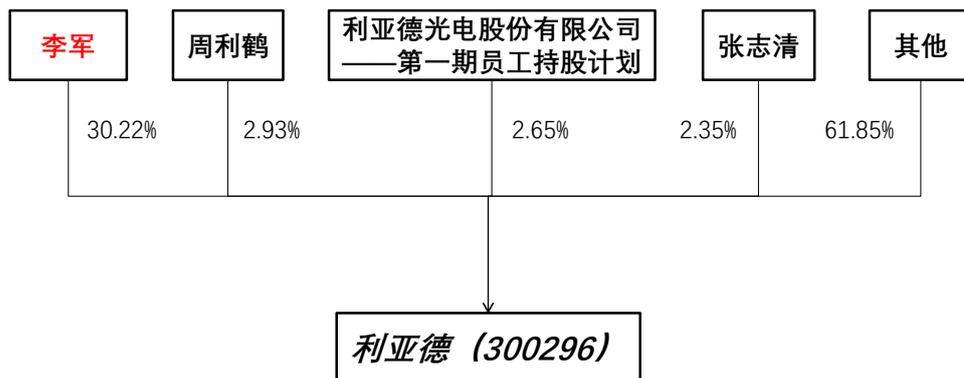
图 1：利亚德发展历史



资料来源：利亚德官网，天风证券研究所

根据公司 2018 年半年报，公司董事长李军博士共持有上市公司 30.22% 股权，为公司实际控制人。根据 Wind 信息，李军博士 1995 年创立利亚德并一直担任公司董事长；1987 年 7 月至 1991 年 12 月任教于中央财经大学，1991 年 12 月至 1994 年 11 月任蓝通新技术产业（集团）有限公司董事、副总裁，1995 年 8 月至 2010 年 11 月任利亚德董事长；1999 年 5 月至 2003 年 9 月兼任利亚德有限总经理；2003 年 9 月至 2006 年 9 月兼任北京巴可利亚德电子科技有限公司副董事长、总裁；2009 年 4 月至 2010 年 11 月，兼任利亚德有限总经理；2010 年 11 月至今任本公司董事长、总经理。

图 2：利亚德股权结构



资料来源：公司 2018 年半年报，天风证券研究所

1.2. 公司营收、利润持续高速增长

营收、净利润持续高增长：（1）2017 年公司营收 64.7 亿元，同比增长 47.8%，相比较 2013 年 7.8 亿元，连续多年高速增长，2013-2017 年 CAGR=69.8%；2018 年上半年公司营收 36.1 亿元，同比增速为 43.7%，保持高速增长势头。（2）2017 年公司净利润为 12.1 亿元，同比增长 82%，相比较 2013 年 0.8 亿元，连续多年高速增长，2013-2017 年 CAGR=97.1%；2018 年上半年实现净利润 5.86 亿元，同比增速为 58%，保持高速增长势头。

图 3：2013-2018H1 利亚德营业收入及增速/亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2013-2018H1 利亚德净利润及增速/亿元

利亚德历史净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 智能显示、夜游经济、文旅新业态及 VR 体验等打造文化科技平台

随着公司规模扩大以及综合实力的提升，2016 年公司明确战略升级，公司的主营业务围绕“文化科技”战略开展，包括智能显示、夜游经济、文旅新业态及 VR 体验。四大业务板块所处行业均处于高速成长期，在四大业务板块实现协同和融合后，“文化科技”平台搭建完成，并不断完善和巩固。按照收入产品结构分类，公司业务分为智能显示、夜游经济、文旅新业态、VR 体验四个板块：

- **智能显示业务：**主要以多种显示产品（主要立足于小间距 LED）为核心形成适用于各种行业的智能显示解决方案，显示产品包括 LED 小间距电视、LED 显示屏、LCD 大屏拼墙等。
- **夜游经济业务：**为客户设计景观亮化方案、现场实施、运营维护，方案中所需 LED 照明产品 OEM 或者外采。商业地产商主导的亮化市场较为成熟，但 2015 年开始呈现的以城市政府主导的城市景观亮化需求大增，公司的该业务板块规模处于行业龙头。
- **文旅新业态业务：**是指以声光电等技术和产品为依托，体现城市文化内容，提升文化体验的解决方案，方案中的硬件产品来源于公司内部与外采结合，公司提供从策划至实施运营的一体化服务。
- **VR 业务：**目前拥有全球领先的光学动作捕捉技术，并投资了 VR 从产品到内容多个领域，为迎接 VR 市场的蓬勃发展积极准备。

图 5：利亚德文化科技平台战略

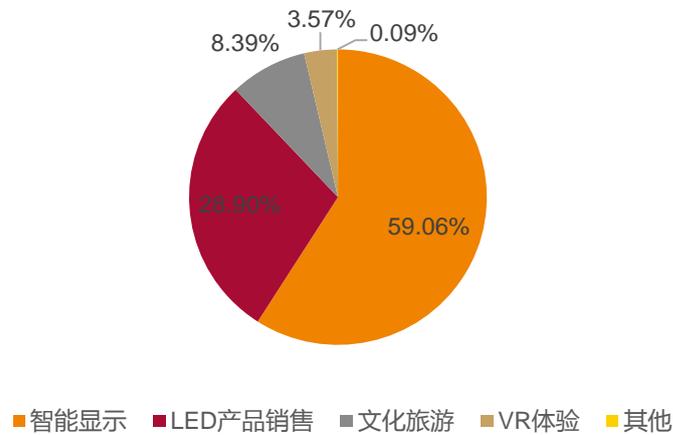


资料来源：公司公告，天风证券研究所

四大板块均发展迅速，夜游经济&文旅新业态增速更突出：（1）根据公司 2018 年半年报，公司产品结构中，智能显示和夜游经济贡献公司主要收入，分别占比 59.1%、28.9%，文旅

新业态和 VR 业务分别占比 8.4%、3.6%；(2) 从各版块增速来看，公司四大业务板块均有较高增速，其中文旅新业态和夜游经济增速相对更高，2018 年上半年营收增速分别为 130.97%、59.95%，订单增速分别为 80.56%和 53.91%。

图 6：2018 年 H1 利亚德收入结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：利亚德收入构成及增速

年度	2018 年 1-6 月			2017 年 1-6 月			同比增长
	营业收入(元)	比重	毛利率	营业收入(元)	比重	毛利率	
智能显示	2,132,578,996	59.06%	33.06%	1,623,245,706	64.60%	35.70%	31.38%
夜游经济	1,043,648,016	28.90%	35.75%	652,494,406	25.97%	43.09%	59.95%
文旅新业态	302,817,684	8.39%	39.65%	131,109,012	5.22%	39.08%	130.97%
VR 体验	128,797,773	3.57%	79.07%	101,727,440	4.05%	78.70%	26.61%
其他	3,279,729	0.09%	82.85%	4,154,130	0.17%	62.33%	-21.05%
合计	3,611,122,199	100%	36.08%	2,512,730,694	100%	40.39%	43.71%

资料来源：公司 2018 年半年报，天风证券研究所

图 8：利亚德订单结构及增速

年度	2018 年 1-6 月		2017 年 1-6 月		同比增长
	订单(亿元)	比重	订单(亿元)	比重	
智能显示	34.5	57.12%	25.6	61.10%	34.77%
夜游经济	17.7	29.14%	11.5	27.45%	53.91%
文旅新业态	6.5	10.76%	3.6	8.59%	80.56%
VR 体验	1.7	2.98%	1.2	2.86%	41.67%
合计	60.4	100.00%	41.9	100.00%	44.15%

资料来源：公司 2018 年半年报，天风证券研究所

1.4. 经营效率持续提升

公司整体持续保持较高盈利能力、费用率持续降低：(1) 公司毛利率 2013 年以来持续保持在 35-40%左右范围，净利率持续稳步提升，由 2013 年 10.3%净利率持续提升到 2017 年 18.7%；(2) 2018 年上半年公司毛利率、净利率分别为 36.1%、16.2%，仍保持在高位；(3) 公司期间费用率持续下降，2013 年公司期间费用率为 22.9%，2017 年下降到 20.7%，2018 年上半年下降到 18%。

图 9：2013-2018H1 利亚德毛利率和净利率

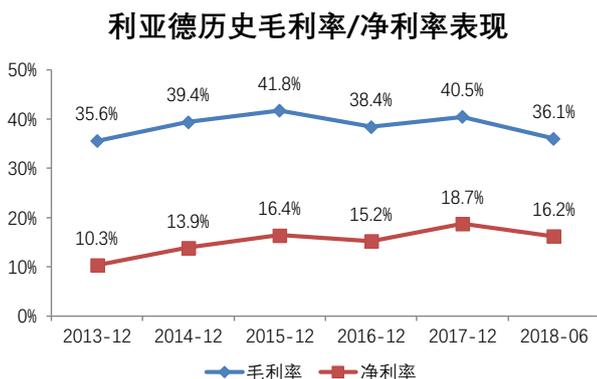
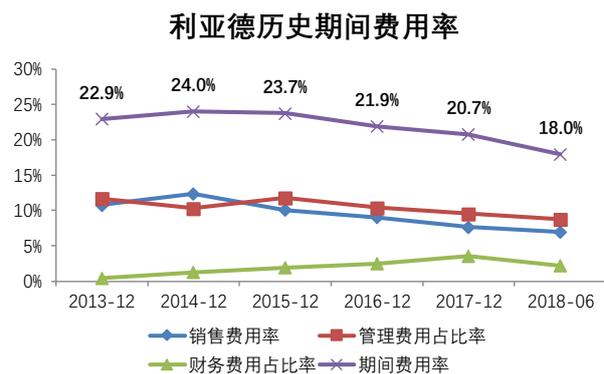


图 10：2013-2018H1 利亚德期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

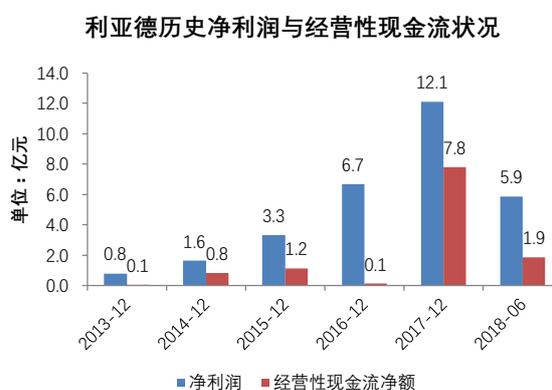
公司经营质量显著提升，应收账款和现金周转效率持续优化：（1）由于公司下游政府客户占比高客户特性原因，公司应收账款、现金流周转速度相对较慢；（2）近年来公司应收账款周转效率持续提升，公司2013年公司应收账款周转天数为160.3天，2017年和2018年上半年分别下降到105.7天和102.8天；（3）2017年以来，公司现金流能力显著改善，2017年和2018年上半年公司经营性现金流净额分别为7.8亿、1.9亿元。

图 11：2013-2018H1 利亚德应收账款周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2013-2018H1 利亚德净利润和经营性现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 小间距 LED 驱动智能显示业务持续发力

2.1. 小间距 LED 行业持续增长可期：从专显到商显、灯珠密度提升、海外市场

根据 Futuresource 的定义，小间距（Narrow Pixel Pitch）LED 显示屏是以 LED 照明点间距在 3mm 及以下为定义，当前市场主要包括 P2.5、P2.0、P1.8 等系列产品，小间距技术拉近了像素间距，同时也拉近了可视距离，解决一系列低亮高灰的缺陷，目前在控制台、指挥室、主题公园等诸多视频场景拥有成熟的配套解决方案，小间距 LED 市场目前国内销售主要厂家有利亚德、洲明科技、联建光电、艾比森等公司。

随着社会的不断发展，LED 显示屏的使用范围也日趋广泛，在过去十年中，小间距 LED 显示器市场的使用已经出现显著增长，特别是传媒娱乐及电信等领域，由于小间距 LED 拥有少功耗、低散热、高耐用性和低维护费用等诸多优点，尤其是能实现真正的无缝拼接，已经越来越多的应用在会议室、控制台、指挥中心大厅等关键场景，预计在未来几年会继续推动市场份额的增长。

围绕像素间距的“摩尔定律”大战并没有像从前那样迅速发生，目前市场认为 P1.2-1.5mm 范围是 LED 显示领域的最佳区间，在小于 P1mm 领域有着尚未被克服的技术难题，在实际应用领域，P1mm 领域的市场需求最为广泛。

根据 AVC 数据，2017 年国内小间距 LED 市场规模为 44.2 亿元，预计 2018 年市场规模为 67.2 亿元，同比增长 52.2%，预计未来 3-5 年仍将保持较高速持续增长，2020 年国内市场规模将接近 200 亿元。

图 13：2017-2022 年小间距 LED 国内市场预测



资料来源：AVC，天风证券研究所

2.1.1. 驱动力 1：专显到商显，下游持续推展

小间距 LED 显示屏尽管在显示效果上优势明显，但目前渗透率尚低，主要原因是与普通的 LED 显示屏相比，小间距 LED 显示屏单位面积上所用到的 LED 灯珠更多，所需的 LED 材料成本与封装成本也就更高。近年来，伴随 LED 芯片价格下降/灯珠发光效率提升，在同等灯珠间距下，LED 显示屏价格大幅下降；同时 DLP/LCD 显示屏由于技术相对成熟，价格下降不明显。小间距 LED 显示屏价格下降为其快速普及打下基础。

商用领域替代空间大：根据 AVC 统计，2017 年我国商用显示规模为 542.6 亿元，其中小

间距 LED 市场规模为 44.1 亿元，市占率为 8.13%。预计 2018 年我国商业显示市场规模为，677.1 亿元，其中小间距 LED 市场规模为 67.2 亿元，市占率为 9.92%，仍然处于较低水平。我们认为户内/户外大屏显示（包括商用电视、平板拼接、广告机、DLP 拼接、户外大屏投影、单屏显示等），小间距 LED 都有替代机会，在这超过 600 亿商显空间中，小间距 LED 潜在市场渗透机会仍然广阔。

图 14：2017 年全国商显市场分布



资料来源：AVC，天风证券研究所

图 15：2018 年全国商显市场分布



资料来源：AVC，天风证券研究所

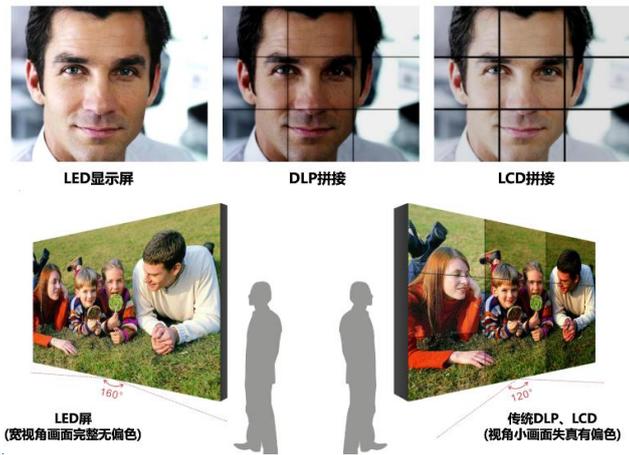
传统室内显示市场以 DLP 拼接屏和 LCD 屏为主。由于 LCD 屏拼缝大，一般室内高端显示采用 DLP 拼接屏。但是 DLP 拼接屏并没有完全消除拼缝（最小拼缝在 0.5mm，实际上由于屏幕拼接的问题拼缝线还是比较明显的），拼缝的存在避免不了一些精确数据在缝隙之间出现误差，无法满足终端用户对于图像的严格要求。小间距 LED 显示屏相对 DLP 屏和液晶屏的最大优势便是无拼缝，此外小间距 LED 显示屏还拥有亮度高、刷新频率高、支持 24 小时、屏幕均匀度高工作等优势。随着小间距 LED 显示屏性价比的持续提升，我们已经看到很多企业已经把企业宣传屏幕换成小间距显示屏；很多品牌专卖店也将户内大屏显示更换为小间距显示屏。我们看好大屏显示的逐步替代。

表 1：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

资料来源：中华显示网，天风证券研究所整理

图 16：小间距 LED 优势



资料来源：中华显示网，天风证券研究所

拓宽商显新兴增长领域：除此以外，小间距 LED 显示屏打开诸多新兴应用领域，包括酒吧、赌场、机场、企业宣传等等原来没有用到显示屏的领域，推动小间距 LED，乃至商显整体市场空间的进一步增长。

户外小间距：以公交站牌为例，原先采用纸质显示。在对公交智能化、联网化需求越来越大的今天，对智能化公交牌需求越来越高，户外大屏显示的需求也呈现提升趋势。户外小间距（一般户外小间距定义是 P3，与传统户内小间距略有不同）核心优势在于**高亮度**。

2.1.2. 驱动力 2：灯珠密度增大，屏幕价值量提升

我们一般用 P x.x 表示 LED 显示屏的点间距为 x.x 毫米，如 P2.5 小间距显示屏表示显示屏上灯珠间距为 2.5 毫米。近年来伴随小间距 LED 工艺技术提升及终端市场对显示屏清晰度要求越来越高，小间距显示屏点间距正快速向越来越小的方向发展。根据 AVC 统计，2014 年，占比最高的还是 P2.0-P2.5 显示屏，占比 53.3%，到 2015 年，P1.5-P1.8 占比最多，为 43.8%。

P2.0 灯珠间距为 2mm，每平方米灯珠需求为 $1 / (0.002 * 0.002) = 25$ 万颗；而 P1.0 灯珠间距为 1mm，每平方米灯珠需求为 $1 / (0.001 * 0.001) = 100$ 万颗。以此为依据计算 2014-2016 年小间距 LED 显示屏每平方米灯珠均值：2014 年每平方米灯珠均值在 23.5 万颗，2015 年为 31.0 万颗，到 2016 年达到 41.1 万颗，灯珠年均增速在 30%+。目前 P1.0 显示屏已经逐渐成熟，最小已经出现了 P0.7 间距显示屏，随着高密度小间距产品渗透率提升，我们认为行业需求持续增长。

图 17：小间距 LED 按间距分类

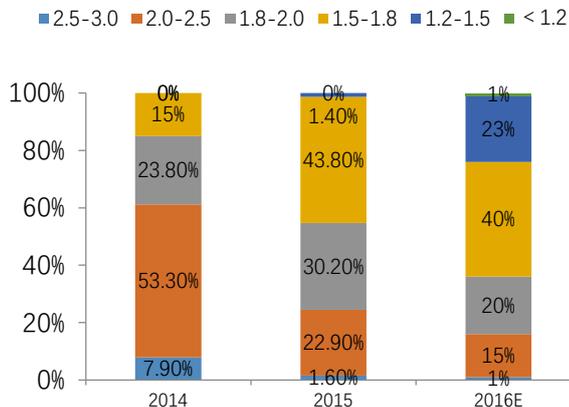
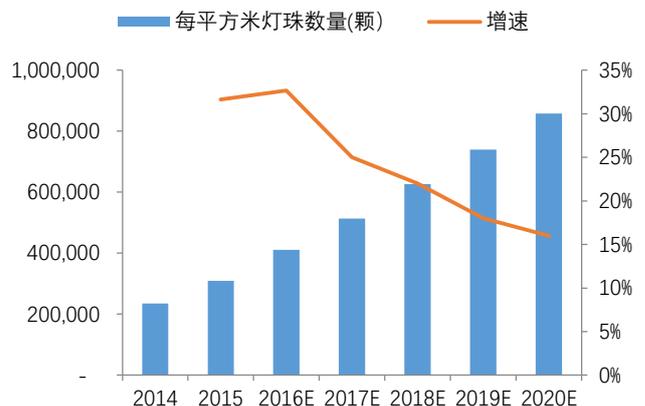


图 18：小间距 LED 每平方米灯珠数量预测及增速

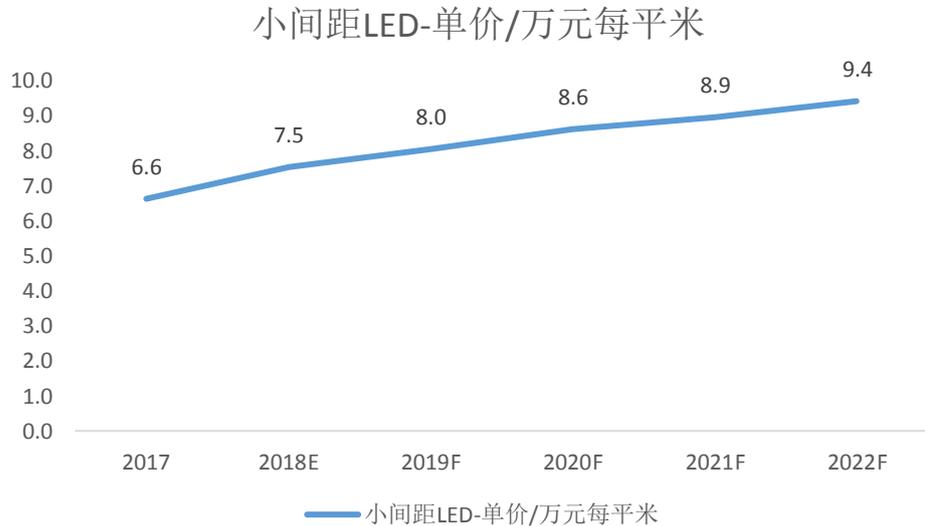


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

资料来源：奥维云网，天风证券研究所

小间距 LED 显示屏企业单价与灯珠间距基本呈正相关关系。显示屏密度提升将大幅增加整个屏幕的附加值，单位面积显示屏价值量将随之提升。根据 AVC 数据，2017 年国内小间距 LED 市场平均单价为 6.6 万元每平方米，未来将保持稳定提升趋势，预计到 2022 年单价将达到 9.4 万元每平方米。

图 19：2018-2022 年小间距 LED 价格预测



资料来源：AVC，天风证券研究所

2.1.3. 驱动力 3：海外市场是下一座金矿

近年来伴随海外巨头布局加速，海外商用市场或将迅速打开。从全球市场来看，包括 LED 显示屏国际巨头：达科电子；DLP 国际巨头：巴可、三菱、科视；液晶显示国际巨头：NEC、三星、索尼、飞利浦近两年都纷纷开始布局小间距 LED 显示屏。国际显示巨头纷纷布局小间距 LED 屏，一方面印证了小间距 LED 屏未来将成为主流显示的观点，另一方面，随着资本雄厚的国际显示巨头们的介入，小间距 LED 显示屏产业规模得以迅速扩张，加速小间距 LED 显示屏应用的普及。

国内企业相较海外竞争对手，技术经验丰富，制造成本低廉，一旦海外市场启动，我们仍然相信国内小间距屏企在海外市场的竞争力。

2.2. 小间距 LED 驱动智能显示业务持续发力

智能显示业务是利亚德当前经营的核心竞争力体现，亦是营收的主要来源，公司提供适用于各行业的智能显示解决方案，产品主要包括 LED 小间距显示屏、LED 显示屏、LCD 大屏等。根据 2018 年半年报显示，公司在智能显示业务营收为 21.33 亿元，占总营收比例 59.06%。

图 20：利亚德智能显示业务介绍

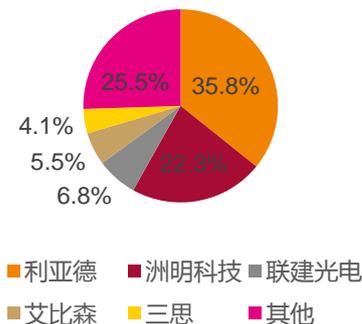
显示种类	技术指标	经营模式	应用领域	行业现状及发展趋势	行业地位
LED小间距电视	像素间距2.5mm(含)以下的LED显示产品	高端产品直销、中端产品经销	监控、调度、指挥、会议、传媒、广告、交通等	2016年进入行业爆发期,目前爆发主要来源于境内,境外的行业爆发尚在培育中	公司的技术、产品处于全球领先地位,全球市场占有率50%以上
LED显示屏	像素间距3mm(含)以上的LED显示产品	直销、租赁	室内外广告、信息发布	较为成熟的产品和市场	公司的产品、技术和品牌位于全球前列
LCD大屏拼接	多台LCD液晶显示拼接成的显示墙	经销	目前公司产品集中国外销售,未来将搭配LED小间距应用于国内外监控、调度、指挥、会议等	较为成熟的产品和市场,大部分市场将被LED小间距电视替代	在北美和欧洲知名度较高,北美市场占有率8%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

公司在LED小间距产品上主要采用直销与经销相混合的模式,高端产品线采用直销,小间距产品作为当前公司盈利的关键产品,行业需求于2016年出现大幅增长,公司技术产品处于全球领先地位。

根据2018年1季度奥维云网发布的数据显示,今年一季度小间距LED显示屏国内市场销售规模达12.7亿元,较去年同期增长65.6%。利亚德2018Q1季度新签订单同比增长82.1%,订单金额达6.9亿元,市场份额方面,利亚德也是以35.8%占有率名列国内第一。

图 21: 2018Q1 LED 显示屏市场份额 (%)



资料来源:奥维云网,天风证券研究所

图 22: 利亚德小间距 LED 显示屏订单及增速 (%)

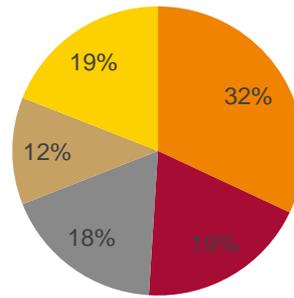


资料来源:公司公告,天风证券研究所

根据公司18年半年报显示,小间距电视产品是公司发展的关键业绩支撑,上半年公司新增电视订单为22.6亿元,同比增长45.8%,小间距LED产品将逐步替代LCD拼接墙显示屏的相关市场。

2018年7月,全球显示行业具有权威地位的国际市场调查机构Futuresource发布了基于2017年全年行业数据的市场调查报告,研究表明:LED显示市场占有率利亚德排名全球第一,其中LED小间距电视市场占有率利亚德排名全球第一。美国平达在美洲市场上的液晶拼墙中占有12%的市场份额,位列三星(32%)、NEC(19%)、LG(18%)之后排名第4位;其中在美洲的两个垂直市场上排名第一:在控制室市场排名第一,占34%市场份额;在企业客户市场排名第一,占35%市场份额。

图 23: 美国液晶拼接屏市场竞争格局



■三星 ■NEC ■LG ■Planar ■其他

资料来源: Futuresource, 天风证券研究所

随着国内中端市场的启动, 公司通过拓展小间距电视经销模式, 使小间距电视的比重有所提升。公司 2018 年上半年小间距电视新签订单 22.6 亿元, 较去年同期增长 45.81%; 2018 年 1-6 月, 确认收入 11.29 亿元, 较去年同期增长 44.04%;

图 24: 利亚德智能显示业务收入构成

显示种类	营销模式	2018 年 1-6 月 营业收入 (元)	比重	2017 年 1-6 月 营业收入 (元)	比重	增速
LED 小间距 电视	直销	742,165,215	34.80%	587,547,079	36.20%	26.32%
	经销	386,814,230	18.14%	196,248,059	12.09%	97.10%
	小计	1,128,979,445	52.94%	783,795,138	48.28%	44.04%
LED 显示屏	直销	401,906,859	18.85%	133,355,453	8.22%	201.38%
	租赁	45,660,290	2.14%	33,356,502	2.05%	36.89%
	小计	447,567,149	20.99%	166,711,956	10.27%	168.47%
LCD 大屏拼墙	经销	556,032,401	26.07%	672,738,611	41.44%	-17.35%
合计		2,132,578,996	100.00%	1,623,245,705	100.00%	31.38%

资料来源: 公司 2018 年半年报, 天风证券研究所

图 25: 2012-2017 年利亚德小间距 LED 订单及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 26: 2012-2017 年利亚德小间距 LED 确认收入及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们判断, 未来对着国内小间距 LED 市场的持续增长以及国内供应商在海外市场的竞争力提升, 公司小间距 LED 业务将保持稳定增长势头, 是公司智能显示业务的重要驱动力。

3. 夜游经济、文旅新业态、VR 齐发力，打造文化科技平台

3.1. 夜游经济，是公司重要业绩增长点

夜游经济又称为夜市经济，是主体在城区、景区经济以服务业为主体依托，在新的时空的不断延伸，是现代城市经济的重要组成部分，夜游经济通常以文化演艺、旅游、餐饮购物、休闲娱乐等方式呈现，是衡量城市繁荣程度的关键指标，同时也是中国消费升级的重要推手；按照场景划分，夜游经济主要包含：城市夜景照明、文体空间照明、商业建筑照明、酒店会所照明等。

图 27：夜游经济主要场景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前国内城市居民较高比例的消费发生在夜间，夜游是对接游客夜间消费需求的理想渠道。目前多地政府也纷纷出台夜景建设规划，有力拉动景观照明市场需求。2017 年，夜游经济进入了快速增长期，预计未来保持持续增长势头，主要原因有：

第一，承办国家政治活动的城市夜景照明，成为展现国家风貌的重要组成，如北京“一带一路”会议的怀柔夜景照明，厦门“金砖五国”会议的鼓浪屿夜景照明等。2018-2020 年间各大城市的大型事件活动，改革开放 40 周年、建国 70 周年、建党 100 周年、博鳌亚洲论坛、上合组织第十八次会议、中国国际园林博览会、世界园艺博览会、2019 年武汉世界军人运动会及某些城市的周年庆祝活动等，将为景观照明的持续发展提供催化剂。

第二，我国城市建设呈现高速增长的态势，景观照明作为城市基础建设的一部分，极大地改善了城市人居环境的质量，提高了城市公用服务的管理水平，如赤峰市、上饶市等。2016 年住建部发布了“城市双修”计划，既有保护又有修复，包括生态城市、道路、景观各方面，也明确提出夜景是其中一部分。

第三，旅游城市为吸引更多游客，将城市亮化作为旅游业发展的重要投入，如青岛市、西安市等；夜游经济将城市夜晚点亮，创造特有的城市景观，体现城市文化的同时增加了旅游消费及夜间消费，夜游经济的兴起为城市、景区等旅游目的地带来了新的发展契机，主要体现在延伸游客消费时间、提升游客消费体验、打造城市文化名片等多个方面。

第四，各地兴起特色小镇建设热潮，城市景观照明迎来发展机遇，如茅台镇的建设。住建部、发改委、财政部于 2016 年 7 月联合下发《关于开展特色小镇培育工作的通知》，明确提出至 2020 年前培育 1000 个左右各具特色、富有活力的特色小镇。随后，住建部于 2016 年 10 月公布了第一批 127 个中国特色小镇名单，于 2017 年 8 月公布了第二批 276 个特色小镇名单，全国特色小镇建设的热潮已经开启。作为打造小镇特色的重要环节，景观照明将直接受益。

2016 年起公司升级战略转型为文化科技+金融模式，目前取得可喜成绩，公司以共建幸福城市为平台依托，协同集团业务全面增长，目前城市景观亮化的全国性布局已经初见成效，

市场占有率位列全国第一。

2017 年夜游经济新增订单 31 亿元,较上年同期大涨 172%,其中已确认收入为 17.27 亿元,同比增长 99.17%,而毛利率稳定在 41.5%,目前新增订单地区分布跨度从赤峰到广州,从青岛到昆明,项目设计方案可适性很强,市场前景较为可观。

2017 年开始,行业进入快速增长期,在此领域公司的核心竞争力表现为:

- (1) 业务规模处于全国第一,2017 年实现营业收入 17 亿元。
- (2) 拥有全国唯一的区域布局集群,旗下共有 5 家照明公司,分别位于华中、华南、华东、西南、西北,覆盖全国。
- (3) 行业资质优势,集团旗下的照明企业,多数具备“照明工程设计专项甲级”和“城市及道路照明工程专业承包壹级”双资质,是行业内极少数具备双资质的企业。集团旗下的万科时代,同时拥有建筑智能化行业“电子与智能化工程专业承包壹级资质,建筑智能化系统设计专项甲级资质”及照明行业“城市及道路照明工程专业承包壹级资质,照明工程设计专项甲级资质”,行业内称为“双双甲”资质,是全国建筑智能化和照明行业内少有的拥有“双双甲”资质的企业之一,为公司承接大型项目提供显著的竞争优势。
- (4) 集团资源共享优势,鉴于景观照明跨界融合的发展态势,利亚德旗下的照明事业群可以共享集团内部优质跨界专业资源,将照明与声、光、电及 AR/VR 显示技术相融合,满足灯光与文化演绎相融合的发展需求。
- (5) 业绩优势,利亚德集团承接了诸如乐山、昆明、赤峰、上饶、茅台、成都、怀柔、湘潭、厦门鼓浪屿等诸多大规模城市亮化项目,具有显著的业绩优势。

在欧美国家的发达城市中,景观亮化照明发展较为成熟,目前中国已经成为全球最大的景观亮化市场,随着城市化进程的不断推进,我国城市亮化需求日益迅速,相信未来数年中,景观照明市场仍然会快速增长,各地地方政府在 PPP 模式上,涉及到智慧城市、公共照明、景区改造等方面的优惠政策还在不断加大。近几年,利亚德先后收购了多家地方照明龙头公司,经过整合并表后,利亚德的景观事业群已经基本实现华中、华东和西南地区的大范围覆盖,而进一步辐射至全国。

公司实施的代表性项目有:金砖国家峰会厦门鼓浪屿夜景提升项目、杭州 G20 峰会钱江新城项目、“一带一路”国际合作高峰论坛北京项目、赤峰新区夜景照明项目、茅台古镇夜游经济项目、青岛奥帆中心项目、深圳前海项目、中国瀑布之乡-安顺市项目等

图 28: 利亚德近期实施的夜游经济代表性项目



金砖国家峰会厦门鼓浪屿夜景提升



杭州G20峰会钱江新城



“一带一路”国际合作高峰论坛北京...



赤峰新区夜景照明



乐山“夜游三江”



上饶中心城区及一江两岸夜景亮...



茅台古镇



峨眉山城市照明



成都大慈寺文化商业综合体

资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前公司夜游经济业务保持良好增长势头和盈利能力：根据 2018 年半年报统计显示，利亚德 18H1 夜游经济业务营收 10.44 亿元，同比继续增长 59.95%，目前夜游经济业务占公司整体营收比例接近三成，平均毛利率约为 35.75%，收益处于稳定水平。

表 2：2018 年利亚德新签夜游经济业务订单

序号	合同名称	合同金额/万元
1	青岛滨海步行道全线及沿线建筑、青岛湾汇泉湾周边、火车站及周边、周山路、贵州路、太平路、莱阳路、文登路、香港西路（太平角六路以西）、小鱼山及周边、观象山、信号山、太平山亮化提升工程	35798.2
2	青岛市山东路市南区路段亮化提升工程	13499.3
3	青岛城阳区城区亮化提升二期工程	6106.0
4	青岛奥帆中心提升改造工程	5700.0
5	青岛城区亮化提升二期项目	5310.2
6	深圳湾广场景观照明工程	5167.8
7	深圳 2018 年观澜河（环观南路——人民路段）两岸等重要节点迎春灯光工程	4593.6
8	深圳市福田区景观照明提升工程项目	4239.1
9	深圳湾大街景观照明提升工程	1927.6
10	深南东路景观照明提升工程 II 标段	1158.6
11	安顺市西秀区文化旅游人居环境提升工程	20000.0
12	上海临港松江高科技园新建生产及辅助用房项目屋盖工程泛光照明工程	4078.5
13	上海城阳区城区亮化提升二期工程	3068.4
14	上海国际金融中心中金所项目室内照明工程	1861.9
15	曲阜尼山儒宫室内照明	2200.0
16	兰州鸿运金茂综合体一期、二期工程	2091.3
17	扬州宝应县生态体育休闲公园建设项目体育馆及室外亮化工程	1468.6
18	岳阳市城市亮化工程提质改造项目	1352.0
19	宁波中山路沿线建筑景观照明提升工程	1000.0

资料来源：公司 2018 年半年报，天风证券研究所

3.2. 文旅新业态，强化公司文化产业竞争力

2012 年始，国内旅游产业发展从浅表观光的“快游”全面转向深度体验的“慢游”，而文化与旅游融合成为体现供给侧改革的业态产品创新的主要方向。利亚德在业界率先开展面向文化旅游新兴消费产业集群的商业模式创新，具体分为以下三类：

(1) 旧城改造与城市更新，如成都江安河《水韵天府》项目、云南昆明官渡古镇文旅商融合项目。在新一轮旧城改造发展态势下，旧改的拆迁成本高昂，用地规划受限，仅靠房地产反哺平衡资金的模式难以有效解决，迫切需要由重资产模式向轻资产模式转变，创新整治空间风貌，挖掘在地文化，植入引爆业态，用产品业态的创新，激活存量消费，实现人流与现金流的最大化。

(2) 景区提升与产业升级，如湖南张家界大庸古城项目、嵩山少林国际功夫小镇项目。传统景区主要依托历史人文和自然景观资源，通过门票与景区二次交通的车票形成收入，在旅游从浅表观光向休闲度假转型的时代，如何让“快游”变成深度体验的“慢游”，文化与旅游融合的业态创新，成为延长旅客停留时间、增加消费的破题关键。挖掘在地文化，形成文态、业态、形态、生态四态合一，带动旅游产业的全面升级。

(3) 公共文化与产业融合，如山东淄博临淄市民文化中心项目、白银文化综合体项目。2017 年 3 月，公共文化服务保障法颁布实施，向市民提供均等化、标准化的公共文化服务成为各级政府的义务。如何破解原来的“五馆一院一中心”的公共文化设施建设，全面提高公共文化的投资效能，激活并带动文化消费和多产业融合，成为公共文化事业与产业融合创新发展的必然。我们用自营创新的业态与招商联动公共聚集空间、文化体验空间、旅游休闲空间、商业消费空间，使业态与空间有机组合，更好的满足多元的公共文化消费需求，打造有造血机制的城市文化综合体。

图 29：利亚德文旅新业态主要业务模式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

服务于上述创新业务模式，公司已经形成较为成熟的文化产品：声光秀系列、文化主题馆、文化旅游展演 4.0。

图 30：公司文旅新业态产品形态和业务模式

声光秀系列

创新的演

文化主题馆

创新的展

文化旅游展演4.0

展演融合

产品

旧城改造与城市更新

景区提升与产业升级

公共文化与产业融合

产业集群

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：利亚德文旅新业态代表性案例



大型新媒体空间体验秀《天酿》...



成都“水韵天府”都市休闲旅游街区



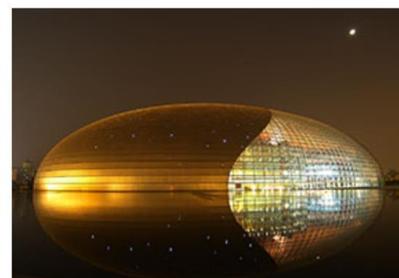
广州迎春花市灯光音乐会



南京青奥中心空间灯光秀



《四渡赤水》超媒体主题空间声...



国家大剧院



三亚恐龙大地之夜



广州“科城锦绣”水舞声光秀



遵义土城《四渡赤水》超媒体主...

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 3：利亚德 2018 年文旅新业态业务新签订单/万元

序号	合同名称	合同金额
1	秦皇岛市北戴河区鸽子窝公园鸟博及亭廊提升维修项目	3993.7
2	秦皇岛市北戴河区旅游观光路线亮化提升工程项目	12799.4
3	集发农业梦想王国 DT 儿童剧项目	759.0
4	绿轴广场及创新创意大厦情景空间秀项目	10998.9
5	大型椰海青春实景影画《红色娘子军》	1499.8
6	九洞天景区洞内主题互动体验项目	4350.0
7	蓬莱海滨广场演艺秀	8268.0
总计		42668.8

资料来源：公司 2018 年半年报，天风证券研究所

3.3. VR 解决方案和应用多点开花

VR 是未来全球科技产业重要的前言方向，目前全球各科技巨头均在积极布局。2017 年 1 月，公司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，VR 体验业务板块开始启动运营。2017 年，公司 VR 体验实现营业收入 2.41 亿元，其中 NP 公司实现营业收入 2.36 亿元，集团于 2017 年 8 月成立的 VR 事业部实现收入 486 万元，毛利率 78%。2017 年，NP 公司合并净利润 9976.35 万元。

NP 公司的动作捕捉产品主要应用于商用市场，其中文化娱乐、测量与研发及培训领域应用较多。公司采用直销和分销两种销售模式进行 NP 产品的销售，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 45%、日本 11%、香港 9%、韩国 6%、加拿大 5%。

图 32：2017 年利亚德 VR 业务收入下游分布情况

应用领域	2017 年营业收入（元）	比重
文化娱乐	69,210,613.79	29%
测量与研发	47,208,969.87	20%
培训	48,819,808.82	20%
生命科学	39,119,428.25	16%
体育	22,421,748.21	9%
工业运用	14,249,970.82	6%
合计	241,030,539.76	100%

资料来源：公司 2017 年年报，天风证券研究所

2017 年推出新产品——主动式动捕系统，主动式动捕系统包含：红外摄像头 Slim 13E，相较于以往被动式 VR 系统，具有低延迟、识别力强、更低的成本和更多目标追踪等特点；主动式追踪套件 Oculus CV1 Clip，可与 OptiTrack 空间定位与追踪系统无缝衔接，具有低延迟、高稳定性、佩戴自由等特点；主动式追踪散件 Active Tag，包含 PCB、LED 灯、接线、接插件等，便于 VR 应用厂商自主设置追踪目标；主动式动捕系统同步信号基站 Active BaseStation，在一个同步网络里负责同步所有主动式定位套件信号，最远距离约 30m。

2017 年以来，公司产品升级，推出的多种 VR 解决方案和应用方案：

(1) VR 大空间体验解决方案，利亚德 VR 大空间体验，是以 OptiTrack 红外光学动作捕捉系统为基础，对玩家进行动作捕捉和空间定位，并通过虚拟现实设备和交互设备，将玩家在现实世界中的动作以及相互空间关系实时反映到虚拟世界中去，在一定的物理空间内体验虚拟世界内容的沉浸式体验。VR 大空间体验还具有多人参与协作的特性，虚拟现实以及多人参与的多层级互动，还表现在大空间内的自由活动，与传统单人在座椅范围空间内的 VR 体验不同，这种 VR 大空间体验没有束缚感，是目前最接近真实感觉的虚拟现实体验；

(2) 交互式漫游体验解决方案，在电子院四所，由利亚德打造的交互式漫游体验项目已正式投入使用，本项目结合了 3D LED 小间距屏幕和 OptiTrack 动作捕捉系统，配合交互手柄实现了完全 3D 化的沉浸式虚拟现实体验。其中 3D 显示与实时操作是一种全新的、高级的、完全沉浸式的数据可视化系统，可以应用于任何具有沉浸感需求的虚拟仿真应用领域。如虚拟设计与制造，虚拟装配，模拟训练，虚拟演示，虚拟生物医学工程，地质、矿产、石油，航空航天、科学可视化，军事模拟、指挥、虚拟战场、电子对抗，地形地貌、地理信息系统（GIS），建筑视景与城市规划，地震及消防演练仿真等。

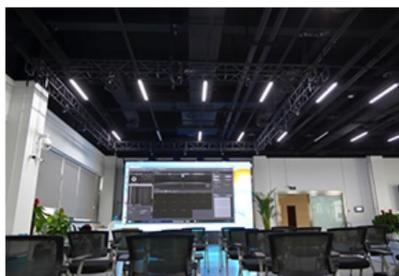
(3) 数字虚拟化影视预演系统，在 2017 年 9 月开拍的国产电影《鼠胆英雄》拍摄现场，邵丹导演引进了国外先进的影视预演理念，在电影正式开拍前将剧本可视化呈出来，这其中使用动捕演员而不是出场费高昂的明星，以降低正式拍摄周期和费用，并能多次推算和模拟演练，最终达到预期效果。本次使用的数字化影视预演系统，主要由利亚德 OptiTrack 动捕系统组成，在旗舰级产品 Prime41 摄像头构成的空间阵列内，动捕演员按剧本纯虚拟化演出，通过高速网络，将叠加了演员和虚拟化场景的影像以及现场演员台词，能够实时传达到导演面前。

公司 VR 解决方案综合能力处于国内领先水平，在多个行业均有广泛应用，代表性案例有：央视春晚无人机伴舞项目、成都江安河 VR 体验馆项目、《地灵曲》电影 3D 动作捕捉项目等。

图 33：利亚德 VR 解决方案和应用案例



央视春晚无人机伴舞项目



电子四所工业4.0仿真



成都江安河VR体验馆项目



《鼠胆英雄》影视预演



《地灵曲》3D动画动作捕捉项目



Lexus雷克萨斯宣传片



Mocap session with the OSU da...



GEARS高尔夫运动分析系统

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2017 年收购 NATURAL POINT 公司 100% 股权后，公司为在境内市场推广 NP 产品，在集团内成立了 VR 事业部；VR 事业部结合 NP 产品的技术以及国内行业客户需求，打造出了多种 VR 体验解决方案。2018 年为更快捷地满足国内客户需求，公司正在投入建设 VR 产线，实现 NP 产品本土化。2018 年公司 VR 体验实现营业收入 1.29 亿元，较上年同期增长 26.61%，营收稳定增加，业务在稳步推进。

4. 投资建议

根据我们对小间距 LED 等智能显示、夜游经济、文旅新业态和 VR 体验行业和公司业务的综合分析，我们预计公司各业务板块有望保持持续增长势头。随着行业格局的逐步成熟，考虑谨慎原则，我们假设公司 18-20 年各业务毛利率每年平稳下降 1-2 个百分点。

我们预计公司 18-20 年营收分别为 95.99/126.79/165.26 亿元，其中：(1) 智能显示业务营收分别为 50.64/60.76/76.56 亿元，(2) 夜游经济营收分别为 27.65/38.71/50.33 亿元，(3) 文旅新业态营收分别为 14.16/22.65/29.44 亿元，(4) VR 体验业务营收分别为 3.05/3.96/7.92 亿元。

表 4：利亚德收入拆分和预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入/亿元					
合计	43.78	64.71	95.99	126.79	165.26
智能显示	30.63	38.53	50.64	60.76	76.56
夜游经济	8.67	17.27	27.65	38.71	50.33
文旅新业态	4.22	6.12	14.16	22.65	29.44
VR 体验		2.41	3.05	3.96	7.92
其他业务	0.26	0.38	0.5	0.7	1
营收增速(%)					
合计		47.8%	48.3%	32.1%	30.3%
智能显示		25.8%	31.4%	20.0%	26.0%
夜游经济		99.2%	60.1%	40.0%	30.0%
文旅新业态		45.0%	131.3%	60.0%	30.0%
VR 体验			26.5%	30.0%	100.0%
其他业务		46.2%	31.6%	40.0%	42.9%
毛利率(%)					
合计	38.4%	40.5%	37.6%	35.8%	35.6%
智能显示	37.0%	37.7%	34.5%	32.5%	31.5%
夜游经济	41.9%	41.5%	37.0%	35.0%	34.0%
文旅新业态	0.0%	39.7%	39.7%	37.7%	36.7%
VR 体验	0.0%	0.0%	79.1%	77.1%	76.1%
其他业务	0.0%	0.0%	82.9%	80.9%	79.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 16.2/20.0/26.0 亿元，EPS 分别为 0.64/0.79/1.02 元。我们采用可比公司相对估值进行估值，可比公司选取 A 股小间距 LED 公司洲明科技、艾比森和国星光电，可比公司 2018 年平均预测估值 16.9。公司 2018 年 EPS 为 0.64，给与 2018 年 PE 16.9 倍，对应目标价 10.8 元，首次覆盖，“买入评级”。

表 5：可比公司估值

代码	公司	最新收盘价	2018EPS	2019EPS	2018PE	2019PE
002449.SZ	国星光电	10.8	0.8	1.0	13.6	11.0
300232.SZ	洲明科技	9.6	0.6	0.8	16.5	11.9
300389.SZ	艾比森	16.2	0.8	1.1	20.5	14.6
预测 PE 平均值					16.9	12.5

资料来源：预测采用 Wind 一致预期，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	967.30	1,512.77	1,439.87	2,155.37	2,478.83	营业收入	4,377.94	6,470.80	9,599.10	12,678.65	16,525.54
应收账款	1,882.37	2,166.02	3,433.46	4,314.60	5,784.34	营业成本	2,695.60	3,851.11	5,985.37	8,134.23	10,641.01
预付账款	82.00	121.83	267.64	197.35	423.95	营业税金及附加	19.28	28.34	68.32	67.20	92.52
存货	1,976.32	3,134.85	3,848.08	5,189.95	6,633.40	营业费用	394.76	493.89	710.33	912.86	1,156.79
其他	220.85	1,156.39	1,378.99	1,485.17	1,613.93	管理费用	455.81	618.20	863.92	1,141.08	1,487.30
流动资产合计	5,128.84	8,091.86	10,368.03	13,342.45	16,934.45	财务费用	108.98	230.28	89.26	62.87	49.34
长期股权投资	85.36	99.29	99.29	99.29	99.29	资产减值损失	55.46	101.64	62.61	73.24	79.16
固定资产	642.51	809.11	810.18	826.62	839.29	公允价值变动收益	10.03	0.33	18.35	5.58	(9.84)
在建工程	29.17	27.35	52.41	79.45	77.67	投资净收益	43.84	7.31	16.87	16.87	16.87
无形资产	429.49	609.86	565.46	521.06	476.66	其他	(107.73)	(66.81)	(70.44)	(44.90)	(14.07)
其他	1,900.44	3,020.28	2,910.87	2,920.50	2,941.87	营业利润	701.90	1,206.52	1,854.52	2,309.62	3,026.46
非流动资产合计	3,086.97	4,565.89	4,438.21	4,446.92	4,434.78	营业外收入	65.45	13.79	55.22	44.82	37.94
资产总计	8,215.81	12,657.75	14,806.24	17,789.37	21,369.23	营业外支出	7.53	8.97	6.66	7.72	7.79
短期借款	579.10	1,916.73	1,230.88	1,322.43	1,095.51	利润总额	759.82	1,211.34	1,903.08	2,346.72	3,056.61
应付账款	1,126.57	2,667.31	3,515.82	4,109.99	5,194.25	所得税	93.55	0.45	285.46	352.01	458.49
其他	766.75	1,238.48	1,346.44	1,700.37	2,251.44	净利润	666.27	1,210.89	1,617.62	1,994.71	2,598.12
流动负债合计	2,472.43	5,822.51	6,093.15	7,132.78	8,541.20	少数股东损益	(2.56)	1.11	0.46	(1.76)	0.27
长期借款	113.22	18.42	38.42	61.42	76.42	归属于母公司净利润	668.83	1,209.78	1,617.16	1,996.47	2,597.85
应付债券	903.87	904.95	602.94	803.92	770.60	每股收益(元)	0.26	0.48	0.64	0.79	1.02
其他	257.47	277.53	211.28	248.76	245.86						
非流动负债合计	1,274.56	1,200.91	852.65	1,114.11	1,092.89						
负债合计	3,746.99	7,023.42	6,945.79	8,246.89	9,634.09	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	14.79	14.44	14.87	13.14	13.40	成长能力					
股本	814.46	1,628.91	2,542.88	2,542.88	2,542.88	营业收入	116.45%	47.80%	48.34%	32.08%	30.34%
资本公积	2,411.53	1,597.07	1,597.07	1,597.07	1,597.07	营业利润	128.04%	71.89%	53.71%	24.54%	31.04%
留存收益	3,650.46	3,940.15	5,302.70	6,986.46	9,178.86	归属于母公司净利润	102.19%	80.88%	33.67%	23.46%	30.12%
其他	(2,422.41)	(1,546.25)	(1,597.07)	(1,597.07)	(1,597.07)	获利能力					
股东权益合计	4,468.82	5,634.32	7,860.45	9,542.48	11,735.14	毛利率	38.43%	40.48%	37.65%	35.84%	35.61%
负债和股东权益总	8,215.81	12,657.75	14,806.24	17,789.37	21,369.23	净利率	15.28%	18.70%	16.85%	15.75%	15.72%
						ROE	15.02%	21.53%	20.61%	20.95%	22.16%
						ROIC	21.65%	29.69%	25.12%	25.19%	28.21%
						偿债能力					
						资产负债率	45.61%	55.49%	46.91%	46.36%	45.08%
						净负债率	12.91%	20.91%	33.93%	38.03%	33.23%
						流动比率	2.07	1.39	1.70	1.87	1.98
						速动比率	1.28	0.85	1.07	1.14	1.21
						营运能力					
						应收账款周转率	2.82	3.20	3.43	3.27	3.27
						存货周转率	2.81	2.53	2.75	2.81	2.80
						总资产周转率	0.65	0.62	0.70	0.78	0.84
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.48	0.64	0.79	1.02
						每股经营现金流	0.01	0.31	0.18	0.34	0.41
						每股净资产	1.75	2.21	3.09	3.75	4.61
						估值比率					
						市盈率	32.24	17.82	13.33	10.80	8.30
						市净率	4.84	3.84	2.75	2.26	1.84
						EV/EBITDA	30.59	21.95	10.74	8.68	6.56
						EV/EBIT	34.34	23.61	11.18	8.98	6.74

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com