

行业研究/深度研究

2018年08月20日

行业评级：

光学光电子 II

增持（维持）

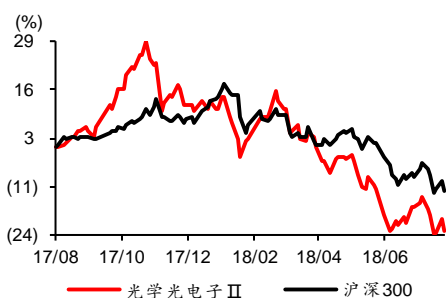
胡剑 执业证书编号：S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

彭茜 执业证书编号：S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

- 1《洲明科技(300232,买入): 巩固 LED 显示, 筹谋文创灯光蓝海》2018.08
- 2《长信科技(300088,买入): 新模式、新业务 纵横产业链布局》2018.08
- 3《利亚德(300296,买入): 加大渠道建设, 彰显品牌竞争力》2018.07

一年内行业走势图



资料来源：Wind

照明工程进入文创灯光新阶段

照明工程行业深度报告

照明工程进入文创灯光发展阶段，有望迎来估值修复

在国家推动惠及民生的基础设施建设的背景下，照明工程的内涵正向“美其容、丰其景、彰其文”三个方面延伸，迈入文创灯光阶段。作为 DOT 时代的具体体现，文创灯光短期可凭借新颖的形式创造更多视觉焦点，通过旅游经济、定制内容投放、周边产品销售等展现变现潜力，长期可通过与文旅产业融合打造演艺 4.0，将 2B、2G 的工程项目变成可带来稳定门票收入的 2C 项目。我们认为照明工程在竞争格局、回款周期、变现潜力上仍具备较大的预期差，有望迎来估值修复，重点推荐利亚德、洲明科技。

文创灯光在世界各地有着广泛的影响力

在近两年内举办的杭州 G20 峰会、厦门金砖峰会、青岛上合峰会上，通过文创灯光所打造的缤纷夜景受到了国人的广泛关注，甚至一度因此被误以为是耗资庞大的中国特色项目。其实长期以来，文创灯光在世界各地有着广泛的影响力，悉尼、柏林、里昂、阿姆斯特丹、根特等地目前仍保持着一年一度的灯光节传统，其空间规模、观看热度不亚于上述在国内举办的灯光秀，对于当地旅游经济的带动显著。2017 年悉尼灯光节共吸引了 223 万名游客，同比增长 35%，创下历史新高，带来总收入超过 1.43 亿澳元。

文创灯光诠释 DOT 时代，经济效益显著

DOT (Display of Things) 时代是 LG 创新提出的概念，我们认为，借助 LED 显示屏、LED 灯、投影灯等科技产品所实现的文创灯光正是 DOT 时代的具体体现。基于文创灯光，楼宇墙面、地面、水面、植物表面都可作为图像信息的载体，成为汇聚游客、路人注意力的焦点，通过旅游经济、定制内容投放、周边产品销售三个方面展现变现潜力。

照明工程行业在竞争格局、回款周期方面仍存在预期差

文创灯光的实现以照明工程的实施为前提，传统景观照明的市场规模在 2015-17 年间加速增长，2017 年同比增长 37.5%。截至 18Q1 国内具备“双甲资质”的企业仅有 53 家，且地域割裂性强，相对于国内 1000 余家的 LED 封装企业、3000 余家的 LED 下游应用企业而言具备一定的市场稀缺性。回款方面，基于 2017 年名家汇、利亚德照明业务高达 52.8%、41.5% 的毛利率水平，考虑到资金占用时间有概率超过一年的仅工程周转金和质量保证金两个项目，在合同额中合计占比仅 35-40%，故一年内便可收回前期垫付费用，若考虑工程周转金的部分回款，项目现金流情况将更为乐观。

文创灯光打造演艺 4.0，契合旅游行业消费升级趋势

我们认为，在消费升级的背景下，当出游不再是新鲜事物，旅行者对于“旅行的意义”的探求就更加迫切，对于旅行的体验就更加重视。基于文创灯光所打造的新型演艺 4.0，有望通过更炫目、更新颖的舞台效果，更具参与感的观看体验吸引更多观众，将传统认知中 2B、2G 的工程项目变成可带来长期门票收入的 2C 项目，从而使得项目公司业绩增长的可预见性增强。

风险提示：竞争加剧造成毛利率下滑；宏观经济下行拖累照明工程投入。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
300296	利亚德	10.40	买入	0.48	0.74	0.96	1.32	21.67	14.05	10.83	7.88
300232	洲明科技	8.84	买入	0.37	0.62	0.83	1.06	23.89	14.26	10.65	8.34

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

美其容、丰其景、彰其文，照明工程进入文创灯光发展阶段.....	4
文创灯光在世界各地有着广泛的影响力.....	4
悉尼灯光节自 09 年来已举办十届，2017 年游客人数同比增长 35%.....	5
法国里昂灯光节每年 12 月 8 日举办.....	5
柏林灯光节自 2013 年起于每年 10 月举行.....	6
文创灯光同样是我国“花灯情节”的现代化载体.....	6
文创灯光诠释 DOT 时代，经济效益显著.....	7
文创灯光有助带动旅游经济发展.....	7
文创灯光可创造视觉焦点，有望通过定制内容投放创收.....	8
文创灯光有望带动衍生品经济.....	9
照明工程是文创灯光的基础，有望迎来估值重塑.....	10
照明工程行业的资质壁垒高，竞争格局好.....	10
2017 年国内景观照明市场同比增长 37.5%，增速提升 16.4pct.....	10
照明工程规模正在扩大，政府客户是主要需求来源.....	10
“双甲级资质”是大型项目的进入壁垒，竞争格局好、地域割裂性强.....	11
照明工程项目对于资金的占用情况优于土建类项目.....	13
施工阶段资金占比仅 30%，投标和履约保证金资金占用时间小于 1 年.....	13
照明工程厂商通常不参与土建施工环节，资金垫付少、项目工期短.....	14
文创灯光打造演艺 4.0，契合旅游行业消费升级趋势.....	16
旅游行业消费升级正发生.....	16
文化体验是差异化竞争点，主题公园旅游演出势头强劲.....	16
以科技现文化，声光电+AR/VR 打造演艺 4.0.....	17
旅游演艺的发展历程经历了四个阶段.....	17
移步换景的茅台《天酿》已开始正式运营.....	18
打造演艺 4.0 是景区建设的轻资产环节.....	19
演艺 4.0 以硬件产品创造 VR 场景，内容迭代容易、表现力更强.....	19
二三线景区演艺市场具备较大下沉空间.....	19
相关标的推荐.....	20
利亚德.....	20
洲明科技.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1：照明工程的内涵正在不断延伸.....	4
图表 2：杭州 G20 灯光秀.....	4
图表 3：青岛上合峰会灯光秀.....	4
图表 4：悉尼灯光节中悉尼歌剧院的场景.....	5

图表 5: 悉尼灯光节海港大桥的灯光场景	5
图表 6: 里昂灯光节教堂灯光秀场景	5
图表 7: 里昂灯光节城市街景	5
图表 8: 柏林灯光节中柏林大教堂场景	6
图表 9: 柏林灯光节中勃兰登堡门场景	6
图表 10: 我国“闹花灯”的历史变迁	6
图表 11: 2017 年湖北省元旦假期游客总人数同比增长 6.5%	7
图表 12: 2017 年武汉市元旦假期游客总人数同比增长 31.8%	7
图表 13: 宝安光明柱场景	8
图表 14: 深圳宝安海滨广场灯光秀	8
图表 15: 以植物作为影像载体的示意图	8
图表 16: 以地面、墙面作为影像载体的示意图	8
图表 17: 将 LED 灯与气球相结合的“告白气球”示意图	9
图表 18: 文创灯光周边产品 LED 帽子示意图	9
图表 19: 传统景观照明的市场规模在 2015-2017 年间加速增长, 2017 年达到 796 亿元	10
图表 20: 2017 年利亚德市政项目营收占比达到 77%	10
图表 21: 2015-2017 年利亚德照明工程项目合同金额构成	10
图表 22: 照明工程设计业务流程	11
图表 23: 照明工程设计资质划分依据	11
图表 24: 照明工程业务流程	12
图表 25: 照明工程施工资质划分	12
图表 26: 截至 18Q1 末, 行业内具备“双甲资质”的企业目前仅有 53 家	13
图表 27: 照明工程项目各环节资金需求情况经验值	14
图表 28: 2014-2017 年利亚德、名家汇的毛利率更高	14
图表 29: 2014-2017 年利亚德、名家汇的 ROE 更高	14
图表 30: 2016-2017 年利亚德、名家汇的速动比率更高	15
图表 31: 2014-2017 年利亚德、名家汇资产负债率更低	15
图表 32: 2018 年力争实现旅游总收入 5.98 万亿元	16
图表 33: 2017 年总体客单价 6748 元, 较 2016 年提升 877 元	16
图表 34: 三个不同类型的旅游演出区别及代表作	17
图表 35: 印象·刘三姐演出剧照	17
图表 36: 宋城千古情演出剧照	17
图表 37: 文化演艺发展阶段	18
图表 38: 《又见五台山》表演场景	18
图表 39: 茅台镇演艺 4.0 项目总体设计	18
图表 40: 茅台镇水舞灯光秀	18
图表 41: 2016 年杭州、三亚、丽江的演艺门票收入就占到全国的 34%	19
图表 42: 2016 年华中、华北、西部地区演艺市场仍处于起步阶段	19

美其容、丰其景、彰其文，照明工程进入文创灯光发展阶段

照明工程是指结合自然光和人造照明系统以满足特定光环境中照明要求，并通过设计效果及特定的照明需求进行现场勘查、线管布置、灯具安装、智能控制设计，以实现被照物表面的光照度、亮度、显色性及光环境视觉效果的全过程。

我们认为，在国家大力推动惠及民生的基础设施建设的时代背景下，照明工程的内涵正向“美其容、丰其景、彰其文”这三个方面延伸，所谓“美其容”是指美化一个地区的外观，即传统的亮化工程；“丰其景”是指丰富一个地区的景观，通过水舞秀、灯光秀等增添旅游景致；“彰其文”是指彰显一个地区的历史文化，将声光电一体化解决方案与文化演艺相结合，打造新型的演艺表现形式。

图表 1：照明工程的内涵正在不断延伸



资料来源：华泰证券研究所

而文创灯光的概念是上海工程科技大学多媒体学院教授余立昂先生首创提出的，具体指融合了视觉、动漫、文化、移动互联网、投影和灯光，将先进的技术、美好的创意和灯光相融合，利用灯光载体传递多样性色彩变化和色温控制、满足不同文化内容价值传递需要的照明项目。由此定义可见，向“美其容、丰其景、彰其文”内涵延伸的照明工程正在进入文创灯光这一新的发展阶段。

基于内容的复杂性和表现形式的多样性，文创灯光涵盖科学、技术、文化、经济等领域，涉及光学、电学、美学、建筑学、计算机学等学科，是一项综合性、系统性的工程，也是一门新兴的边缘学科。照明工程是典型的技术密集型、资金密集型行业，随着城市建设的发展、人居环境的改善，照明工程正成为文明发展的重要标志，展现着一个地区的文化底蕴、生活方式、艺术理念、经济发展。

文创灯光在世界各地有着广泛的影响力

图表 2：杭州 G20 灯光秀



资料来源：科学中国、华泰证券研究所

图表 3：青岛上合峰会灯光秀



资料来源：科学中国、华泰证券研究所

在近两年内举办的杭州 G20 峰会、厦门金砖峰会、青岛上合峰会上，通过文创灯光所打造的缤纷夜景受到了国人的广泛关注，甚至一度因此被误以为是耗资庞大的“中国特色”

项目。其实长期以来，文创灯光在世界各地有着广泛的影响力，悉尼、柏林、里昂、阿姆斯特丹、根特等地目前仍保持着一年一度的灯光节传统，其空间规模、观看热度不亚于上述在国内举办的“灯光秀”，对于当地旅游经济的带动显著。

悉尼灯光节自 09 年来已举办十届，2017 年游客人数同比增长 35%

悉尼灯光节（Vivid Sydney）起源于在 2009 年为了能源节约由照明设计师 Mary-Anne Kyriakou 策划，Brian Eno 主持的智能灯展，作为一个冬季活动每年年中举办，期间还有本土和国际音乐家表演、思维交流论坛等活动。灯光节主要装饰由灯影雕塑、多媒体互动作品和建筑物投影组成，节日中有悉尼歌剧院、悉尼海港大桥等多个灯光秀表演，参与者拥有大量机会和独特的光影技术进行互动，灯光节的展出都会基于建筑进行编号，并在地图上罗列。

图表 4: 悉尼灯光节中悉尼歌剧院的场景



资料来源：钛和照明、华泰证券研究所

图表 5: 悉尼灯光节海港大桥的灯光场景



资料来源：钛和照明、华泰证券研究所

根据 Canberra Times 数据，2012 年悉尼灯光节吸引超过 50 万名游客参与，带来约 1000 万澳元收入，2013 年悉尼灯光节吸引超过 80 万名游客参与，带来约 2000 万澳元收入。根据《悉尼晨锋报》数据，2017 年悉尼灯光节共吸引了 223 万名游客，同比增长 35%，创下历史新高，带来总收入超过 1.43 亿澳元。基于良好的经济效益，2018 年悉尼灯光节将活动范围再次扩大，超过 90 个灯光雕塑，发光装置和投影跨越了悉尼 9 个不同地点的标志性建筑，来自全球 17 个不同国家的 100 多位艺术家参与其中。

法国里昂灯光节每年 12 月 8 日举办

法国里昂灯光节是法国里昂市的一个宗教节日，每年 12 月 8 日开始，一般持续 4 天。早期，里昂的居民会在自家窗户外摆放点着的蜡烛，以营造满街烛光的效果。随着时代的变迁，烛光变成了五彩的灯光，这一传统节日的内容也不断丰富，影响力日益扩大。

图表 6: 里昂灯光节教堂灯光秀场景



资料来源：中照网、华泰证券研究所

图表 7: 里昂灯光节城市街景



资料来源：海天彩灯、华泰证券研究所

柏林灯光节自 2013 年起于每年 10 月举行

2013 年起，德国柏林在每年 10 月举行为期 10 天的灯光节，节日里超过 70 个市内标志建筑以及部分马路、广场均被彩灯照亮，勃兰登堡门、柏林大教堂和无线电发射塔的表面均会呈现内容丰富的灯光秀表演。在此期间，柏林往往还会举办各种露天音乐会，大型灯光装置展以及摄影专线游等活动。

图表 8: 柏林灯光节中柏林大教堂场景



资料来源：海天彩灯、华泰证券研究所

图表 9: 柏林灯光节中勃兰登堡门场景



资料来源：海天彩灯、华泰证券研究所

文创灯光同样是我国“花灯情节”的现代化载体

闹花灯是我国元宵节传统节日习俗，始于西汉，兴盛于隋唐。闹花灯发展到后来，更突出一个“闹”字，显示出花灯活动的健身和娱乐功能。突破“张灯结彩”的静态展示，在不断丰富花灯造型的同时，更加突出动态表演。

图表 10: 我国“闹花灯”的历史变迁

汉代	<ul style="list-style-type: none"> • 起源，为了祭祀太阳神/佛事活动 • 灯会持续1天
唐代	<ul style="list-style-type: none"> • 皇帝亲自督导，灯会奢华，规模空前 • 灯会持续3天
宋代	<ul style="list-style-type: none"> • 出现了专门的元宵灯节，发展为综合性的集会，增添互动环节 • 灯会持续5天
明代	<ul style="list-style-type: none"> • 花灯种类更多，靡然向奢，到达古代彩灯艺术的巅峰时期 • 灯会持续10天
清代	<ul style="list-style-type: none"> • 宫廷不再办灯，民间灯会发展壮大。添加了许多类似“百戏”的民俗活动。 • 灯会缩短至4-5天
现代	<ul style="list-style-type: none"> • 各种体育、娱乐游戏节目加入，汇聚各民族的民俗事象，成为中国民俗活动的象征 • 花灯结合现代电子、机械、遥控、声学、光导纤维新技术，将形、色、光、声完美结合

资料来源：《从闹花灯的传承看民间体育继承和发展》、华泰证券研究所

现代闹花灯其往往结合现代电子、机械、建筑、遥控、声学等新技术，同时还保持了各地特色，目前国内已形成多处知名度较高的灯会：四川自贡灯会、黑龙江的“冰灯游园会”、石家庄元宵节灯会、秦淮灯会等。我们认为，文创灯光正是我国“花灯情节”的现代表现形式，因此在国内市场中具有较为广泛的“消费群体”。

文创灯光诠释 DOT 时代，经济效益显著

DOT (Display of Things) 时代是 LG 创新提出的概念，与 IOT (物联网) 的万物互联概念相似，DOT 是指在任何物体上都可以实现显示功能，将显示融合在人类生活空间和自然世界里。

我们认为，借助 LED 显示屏、LED 灯、投影灯等科技产品所实现的文创灯光正是 DOT 时代的具体体现，基于文创灯光，楼宇墙面、地面、水面、植物表面都可作为图像信息的载体，成为汇聚游客、路人注意力的焦点。类似于部分手机、电视等智能硬件公司以及电梯广告等传媒公司所采用的抢占入口、流量变现的商业模式，文创灯光有望以更新颖的形式创造出更多的“视觉焦点”，通过旅游经济、定制内容投放、周边产品销售三个方面展现变现潜力。

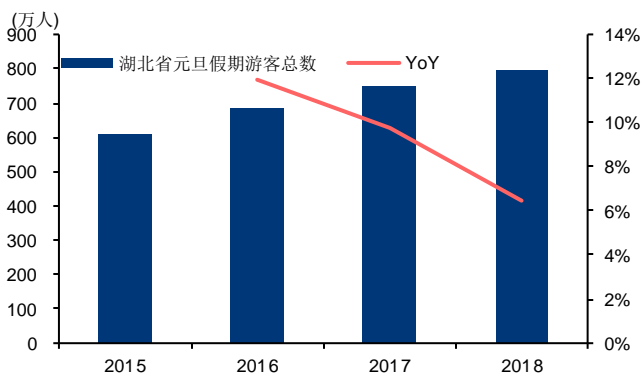
文创灯光有助带动旅游经济发展

我们认为，以“丰其景、彰其文”为主要目的的文创灯光投入可以通过直接和间接的方式拉动旅游经济发展。直接方式是指通过开放夜游，为景区吸引更多的客流量，进而带动门票收入增长，间接方式是通过延长游客的停留时间，从而带动周边酒店、餐饮等消费的增长。

以武汉市政府精心打造的“梦幻江城”夜景项目为例，2014 年武汉市政府办公厅印发《武汉市两江四岸景观与旅游功能提升工程工作方案》，旨在全面提升“两江四岸”景观与旅游功能，努力将其建设成为都市滨江旅游产业集聚区，使之成为国际知名城市水岸。同年，武汉市旅游工作会议提出利用三年的时间把“两江四岸”建成全国首个以长江游览为主题的开放式 5A 级景区——江汉朝宗文化旅游景区。2015 年 11 月武汉市政府常务会原则通过《武汉市两江四岸旅游功能提升总体规划》。2016 年 2 月，武汉市政府办公厅印发《武汉市 2016—2018 年两江四岸旅游功能提升三年行动计划的通知》，强调在此前总体规划框架下，结合近期和远期目标，兼顾游客和市民需求，进一步提升区域定位，突出滨江和文化特色，合理细分两江四岸功能区，明确重点建设项目，制定相关配套规划目录。

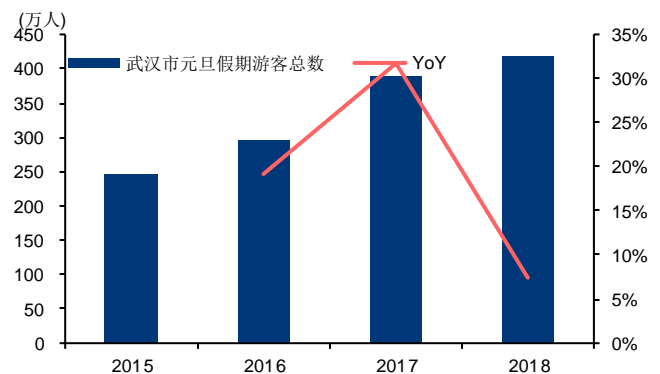
武汉“梦幻江城”夜景项目涉及两江四岸共计 344 栋建筑物、3 座桥体、45 个泵船码头、4 艘军舰、5 处景观、16 处广场入口，2017 年 1 月 1 日“梦幻江城”一期项目已经点亮。根据武汉旅游局数据，2017 年元旦假期武汉市共计接待游客 389.5 万人次，同比增长 31.8%，同期湖北省接待游客量增速仅为 9.7%。与此同时，以此前所述的悉尼灯光节为例，2017 年悉尼灯光节共吸引了 223 万名游客，同比增长 35%，创下历史新高，带来总收入超过 1.43 亿澳元。

图表 11：2017 年湖北省元旦假期游客总人数同比增长 6.5%



资料来源：湖北省旅游局、华泰证券研究所

图表 12：2017 年武汉市元旦假期游客总人数同比增长 31.8%



资料来源：武汉市旅游局、华泰证券研究所

文创灯光可创造视觉焦点，有望通过定制内容投放创收

文创灯光项目往往都在人流量较大的景区、商圈落地，借助显示技术的创新、显示载体的变化能够有效打造视觉焦点，基于近期深圳改革开放 40 周年灯光秀所引起的广泛关注，我们认为文创灯光具有通过定制内容投放进行流量变现的潜力。创收方式一方面可通过开放交互功能让使用者买单；另一方面可通过适度的广告投放让广告主买单。

深圳宝安文创灯光项目“光明柱”便是开放交互功能的案例，该项目树立了海滨广场夜景新地标，运用近 30 万颗 LED 像素光源，以高达 30 米的镂空结构和磨砂玻璃建筑形成巨大的环形媒体面，是国内首个灯光+大数据+物联网的结合。游客通过定制的“点亮宝安”微信小程序可定制不同的图案和视频效果进行显现。

图表 13: 宝安光明柱场景



资料来源：洲明科技、华泰证券研究所

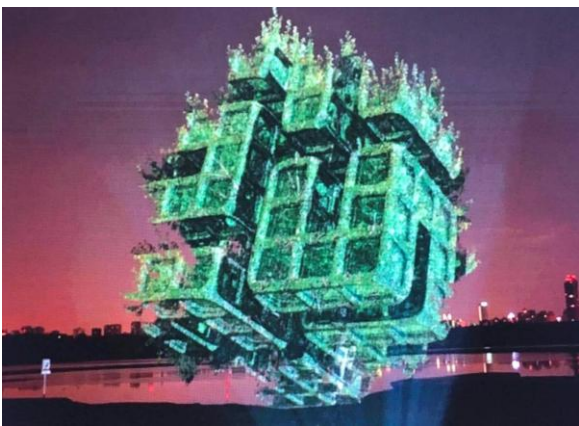
图表 14: 深圳宝安海滨广场灯光秀



资料来源：洲明科技、华泰证券研究所

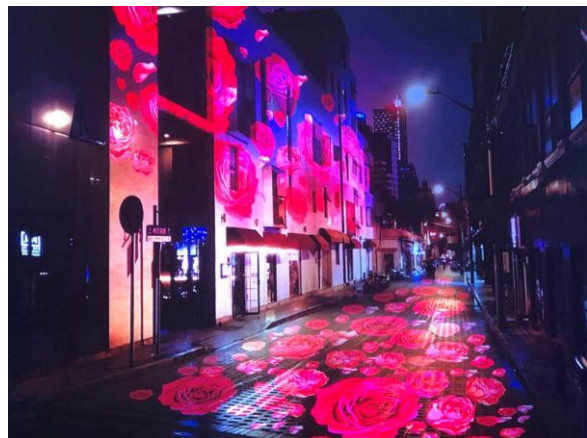
通过广告投放实现变现的文创灯光是传统户外广告的升级。由于传统户外广告大屏的设置局限于地理位置和空间大小，多是在核心地段、地标型建筑上进行内容投放，而文创灯光则可以实现现在植物、地面、墙面上投影，在人流量密集的地区创造出更多视觉焦点，尽管目前文创灯光的影像内容仍是以丰富夜景为主，但是我们认为，文创灯光作为新型广告方式的潜力仍有待进一步发掘。

图表 15: 以植物作为影像载体的示意图



资料来源：轩智传媒、华泰证券研究所

图表 16: 以地面、墙面作为影像载体的示意图



资料来源：轩智传媒、华泰证券研究所

文创灯光有望带动衍生品经济

文创灯光在满足灯光环境需要的同时也深度考虑了人与光环境的融合、人与灯光的互动体验。交互、创意和灯光的结合有望改变传统照明工程产业，在夜游环境中造出许多灯光衍生产品消费需求，比如近期市场流行的将 LED 灯与气球相结合的“告白气球”、LED 帽子等，此类产品的销售也成为文创灯光流量变现的重要方式。

图表 17： 将 LED 灯与气球相结合的“告白气球”示意图



资料来源：京东、华泰证券研究所

图表 18： 文创灯光周边产品 LED 帽子示意图



资料来源：京东、华泰证券研究所

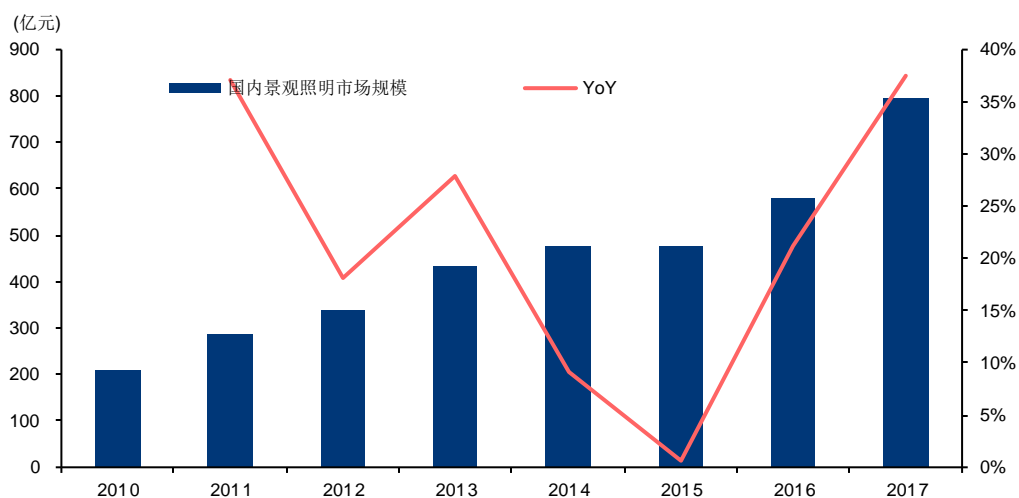
照明工程是文创灯光的基础，有望迎来估值重塑

照明工程行业的资质壁垒高，竞争格局好

2017年国内景观照明市场同比增长37.5%，增速提升16.4pct

文创灯光的实现以照明工程的实施为前提，根据高工LED数据，传统景观照明的市场规模在2015-2017年间加速增长，2017年达到796亿元，同比增长37.5%，增速较2016年提升16.4pct。由此可见，2016年9月杭州G20峰会照明工程项目的示范效应正在体现，国内景观照明市场景气度走高。

图表19：传统景观照明的市场规模在2015-2017年间加速增长，2017年达到796亿元

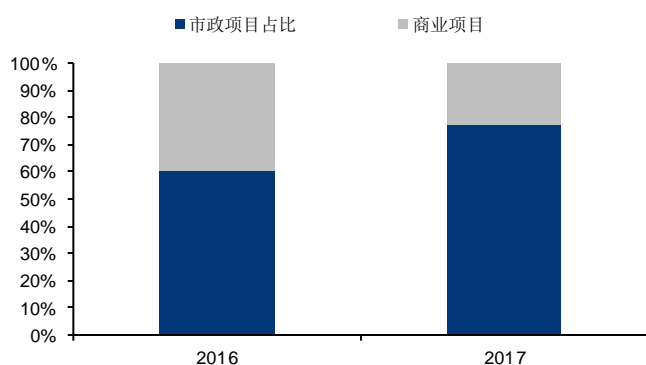


资料来源：高工LED、华泰证券研究所

照明工程规模正在扩大，政府客户是主要需求来源

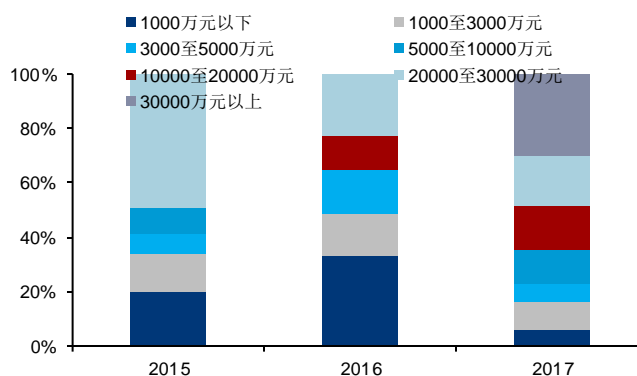
照明工程业务的营销模式根据客户不同分为两类，政府投资的照明工程项目一般采用招投标的方式，社会投资的照明工程项目一般采用邀请投标或者议标的方式。照明工程公司项目的取得大致分为项目信息收集、组织投标、中标后签订合同三个阶段。我们认为，为了改善人民的生活环境、提高城市居民幸福指数，照明工程项目作为惠及民生的基础设施建设，受到了政府的大力支持。根据国内LED照明工程龙头利亚德年报数据，2017年其市政项目营收占比达到77%，较2016年提升17pct。

图表20：2017年利亚德市政项目营收占比达到77%



资料来源：利亚德年报、华泰证券研究所

图表21：2015-2017年利亚德照明工程项目合同金额构成



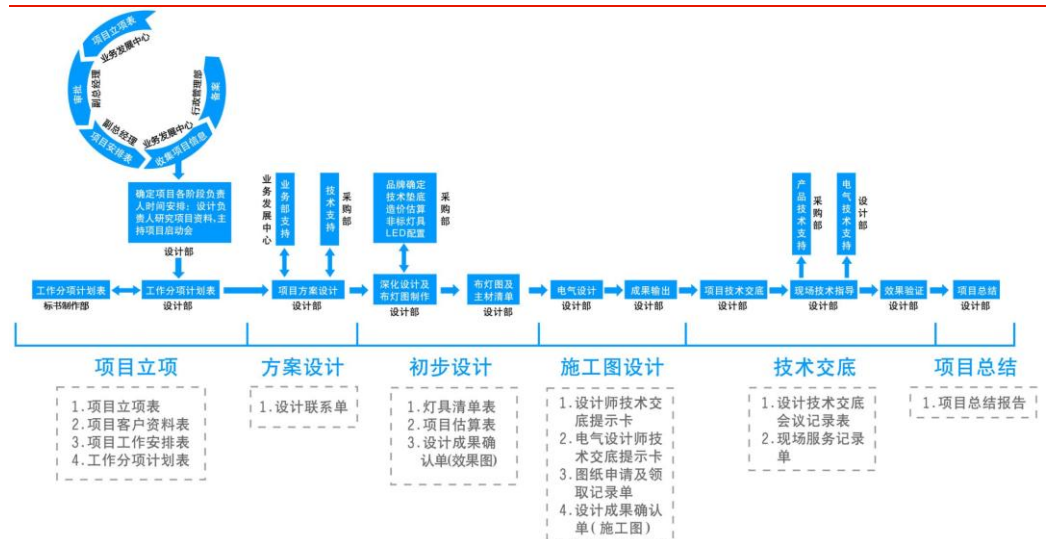
资料来源：利亚德年报、华泰证券研究所

在政府订单占比提升的同时，项目的规模也在扩大。根据利亚德年报数据，2017 年照明工程单笔合同金额 1-2 亿的项目有 4 个，2016 年仅 1 个，单笔合同金额 2-3 亿的项目有 3 个，2016 年仅 1 个，单笔合同金额超过 3 亿的项目有 3 个，2016 年为 0 个。从合同金额占比情况来看，1 亿以上项目订单合计占总订单的 64.5%，较 2016 年提升 28.83pct。

“双甲级资质”是大型项目的进入壁垒，竞争格局好、地域割裂性强

随着照明工程规模扩大，客户越来越重视工程的质量和艺术效果，对企业的技术水平提出了更高要求。同时，节能环保也日益受到各地政府重视，对于照明工程企业在设计、施工等方面的能力都有更高要求。“双甲级资质”目前仍是区别企业设计、施工能力的核心指标，亦是参与很多大型照明工程项目招投标过程的门槛。

图表 22：照明工程设计业务流程



资料来源：名家汇招股说明书、华泰证券研究所

所谓“双甲级资质”是指《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》资质。其中，照明工程设计是项目实施的基础，一般包含方案效果设计、施工图设计、后期服务三个阶段。照明工程设计专项资质主要用于从事经营照明工程设计的企业，等级分为甲级、乙级，乙级照明工程设计专项资质由建设厅颁发，甲级由建设部颁发，设计企业要承担 400 万以上的项目设计订单就必须具备《照明工程设计专项甲级》资质。

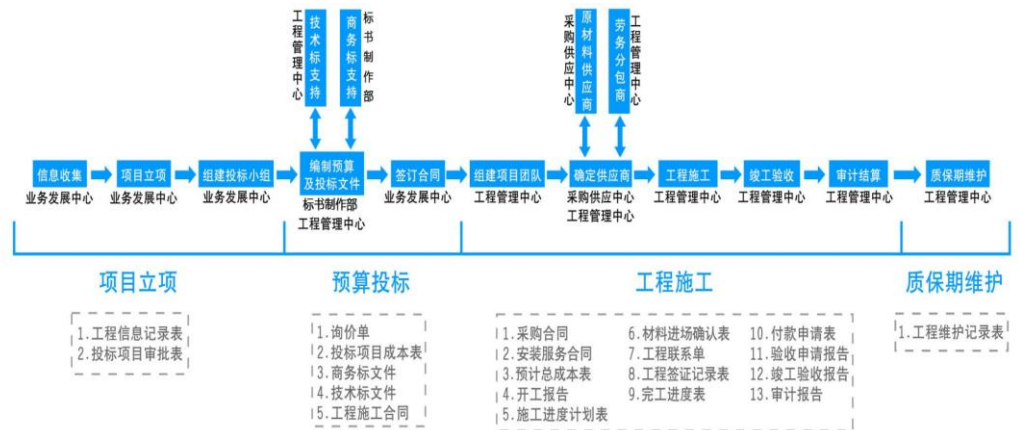
图表 23：照明工程设计资质划分依据

要求指标	照明工程设计专项乙级资质	照明工程设计专项甲级资质
资质和信誉	1) 具有独立企业法人资格；2) 社会信誉良好，注册资本不少于 100 万元。	1) 具有独立企业法人资格；2) 社会信誉良好，注册资本不少于 300 万元；3) 单位年度照明工程设计工作量累计合同额 2000 万元以上，且至少完成过照明工程设计项目中的 4 项。
技术条件	1) 专业配备齐全、合理，主要专业技术人员专业和数量符合申请专项资质标准中的规定； 2) 企业主要技术负责人或总工程师应具有大学本科以上学历，5 年以上照明工程设计经历，并主持完成质量合格的大型照明工程设计不少于 5 项，具备相关专业高级技术职称； 3) 主要专业技术人员配备表规定人员中，非注册人员作为专业技术人员主持过中型以上照明工程设计项目不少于 3 项，具备中级以上专业技术职称。	1) 专业配备齐全、合理，主要专业技术人员专业和数量符合申请专项资质标准中的规定； 2) 企业主要技术负责人或总工程师应具有大学本科以上学历，6 年以上照明工程设计经历，并主持完成质量合格的大型照明工程设计不少于 6 项，具备相关专业高级技术职称； 3) 主要专业技术人员配备表规定的人员中，非注册人员作为专业技术人员主持过中型以上照明工程设计项目不少于 4 项，具备中级以上专业技术职称。
技术装备及管理水平	1) 具备独立进行照明专项指标（照度、亮度、结构强度等）的测试仪器和计算设备；2) 有固定工作场所；3) 有完善的质量保证体系，技术、经营、人事、财务、档案等管理制度健全。	1) 具备独立进行照明专项指标（照度、亮度、结构强度等）的测试仪器和计算设备；2) 有固定工作场所；3) 有健全的管理机构和综合管理能力，有完善的质量保证体系，技术、经营、人事、财务、档案等管理制度健全。

资料来源：建设厅、华泰证券研究所

在照明工程业务实施阶段，工程商根据设计效果图和施工图的要求，采用一定的施工工艺对照明产品进行安装、布置，对智能控制系统进行安装、编程，以满足照明工程设计效果。照明工程业务内容包含现场勘查、原材料采购、安装调试、竣工验收、审计结算、质量维护六个阶段。

图表 24：照明工程业务流程



资料来源：名家汇招股说明书、华泰证券研究所

施工阶段的城镇及道路照明专业承包资质可分为三级，其中一级资质可承担各类城镇与道路照明工程的施工；二级资质可承担单项合同额不超过 1200 万元的城镇与道路照明工程的施工；三级资质：可承担单项合同额不超过 600 万元的城镇与道路照明工程的施工。如前所述，目前照明工程项目的规模日益扩大，利亚德 2017 年 1000 万以上体量的照明工程合同金额占比达到 94%，因此对于施工阶段的资质要求也随之水涨船高。

图表 25：照明工程施工资质划分

要求指标	一级资质	二级资质	三级资质
企业资产	净资产 1500 万元以上	净资产 800 万元以上	净资产 300 万元以上
企业主要人员	1) 市政公用工程、机电工程专业注册建造师合计不少于 8 人，其中一级注册建造师不少于 2 人； 2) 技术负责人具有 10 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有工程序列高级职称；市政公用工程、电气、机电、自动化、光源与照明、园林景观、结构等专业中级以上职称人员不少于 20 人，且专业齐全； 3) 持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 30 人，且施工员、质量员、安全员、材料员、资料员等人员齐全； 4) 经考核或培训合格的高压电工、低压电工、维修电工、安装电工等齐全，且不少于 30 人；具有高空作业操作证书的技术工人不少于 5 人，起重作业操作证书的技术工人不少于 2 人。	1) 市政公用工程、机电工程专业注册建造师合计不少于 5 人； 2) 技术负责人具有 8 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有工程序列中级以上职称或市政公用工程（或机电工程）专业注册建造师执业资格；市政公用工程、电气、机电、自动化、光源与照明、园林景观、结构等专业中级以上职称人员不少于 10 人，且专业齐全； 3) 持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 20 人，且施工员、质量员、安全员、材料员、资料员等人员齐全； 4) 经考核或培训合格的高压电工、低压电工、维修电工、安装电工等齐全，且不少于 15 人；具有高空作业操作证书的技术工人不少于 2 人，起重作业操作证书的技术工人不少于 1 人。	1) 市政公用工程、机电工程专业注册建造师合计不少于 2 人。 2) 技术负责人具有 5 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有工程序列中级以上职称或市政公用工程（或机电工程）专业注册建造师执业资格；工程序列中级以上职称人员不少于 5 人。 3) 持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 8 人，且施工员、质量员、安全员、材料员、资料员等人员齐全。 4) 经考核或培训合格的高压电工、低压电工、维修电工、安装电工等齐全，且不少于 12 人。 5) 技术负责人（或注册建造师）主持完成过本类别资质二级以上标准要求的工程业绩不少于 2 项
企业工程业绩	1) 单项合同额 1000 万元以上的带 250KVA 以上的箱式变配电或带有远程集中监控管理系统的道路照明工程 3 项； 2) 单项合同额 1000 万元以上的室外公共空间（广场、公园、绿地、机场、体育场、车站、港口、码头等）功能照明工程或景观照明工程 3 项； 3) 年养护的功能照明设施不少于 5 万盏或景观照明设施总功率不少于 1 万 KW。	1) 单项合同额 500 万元以上的带 160KVA 以上的箱式变配电或带有远程集中监控管理系统的道路照明工程 3 项； (2) 单项合同额 500 万元以上的室外公共空间（广场、公园、绿地、机场、体育场、车站、港口、码头等）功能照明工程或景观照明工程 3 项； (3) 年养护的功能照明设施不少于 3 万盏或景观照明设施总功率不少于 0.5 万 KW。	无

资料来源：住建部、华泰证券研究所

根据中国照明电器协会网站数据，截至 2018 年一季度末，行业内具有《城市及道路照明工程专业承包一级》的企业有 200 余家，具有《照明工程设计专项甲级》的企业有近 60 家。具备“双甲资质”的企业仅有 53 家，且地域割裂性强，集中在江苏、深圳、北京等地，相对于国内 1000 余家的 LED 封装企业、3000 余家的 LED 下游应用企业而言（中国产业信息网 2017 年数据），双甲级照明工程厂商具备一定的市场稀缺性。

在照明工程规模日益扩大的背景下，对不同建筑物表面的光影效果的协调性、不同硬件产品的联动性要求更高，在施工过程中难免需要设计和施工环节的双向互动来实现方案的“因地制宜”，因此我们认为，在大型项目的招投标过程中，能够提供从设计、施工到运维的“一站式”服务的公司竞争优势更加突出，双甲级资质也就愈发重要，对于地域分布集中的 53 家双甲级资质企业而言，目前照明工程行业的景气度走高、竞争格局良好。

图表 26：截至 18Q1 末，行业内具备“双甲资质”的企业目前仅有 53 家

1、北京生光科技股份有限公司	24、江苏承煦电气集团有限公司	42、横店集团浙江得邦公
2、同方股份有限公司	25、龙腾照明集团有限公司	43、共照明有限公司
3、北京新时空科技股份有限公司	26、南京朗辉光电科技有限公司	44、浙江环艺电力照明工程技术有限公
4、北京良业环境技术有限公司	27、神州交通工程集团有限公司	45、浙江永麒照明工程有限公司
5、豪尔赛科技集团股份有限公司	28、宏力照明集团有限公司	46、浙江永通科技发展有限公司
6、天津华彩信和电子科技集团股份有限公	29、常州市城市照明工程有限公司	47、河南省泛光照明工程有限公司
7、广东中筑天佑美学灯光有限公司	30、南京中电熊猫照明有限公司	48、河南新中飞照明电子有限公司
8、深圳市雷士照明有限公司	31、江苏创一佳照明股份有限公司	49、武汉金东方智能景观股份有限公
9、深圳市恒明星照明有限公司	32、苏州市城市照明工程公司	50、湖南金安交通设施亮化景观建设有
10、深圳市金照明实业有限公司	33、南通东惠通建设工程股份有限公	51、西安万科时代系统集成工程有限公
11、深圳市凯铭电气照明有限公司	34、连云港市星辰照明有限公司	52、长春市路光照明工程安装有限公
12、利亚德照明股份有限公司	35、南京路灯工程建设有限责任公	53、吉林省远景照明工程集团有限公
13、深圳市千百辉照明工程有限公司	36、无锡照明股份有限公司	
14、深圳市名家汇科技股份有限公司	37、山东万得福装饰工程有限公司	
15、深圳市标美照明设计工程有限公	38、山东清华康利城市照明研究设计	
16、深圳市文业照明实业有限公司	39、上海罗曼照明科技股份有限公司	
17、深圳市光彩明州照明技术发展有限公	40、上海莱奕亭照明科技股份有限公	
18、深圳市粤大明智慧照明科技有限公	41、上海新炬机电设备有限公司	
19、深圳市达特照明股份有限公司		
20、深圳市明鑫成建设工程有限公司		
21、深圳市高力特实业有限公司		
22、深圳市明之辉建设工程有限公司		
23、中建深圳装饰有限公司		

资料来源：中国照明电器协会、华泰证券研究所

照明工程项目对于资金的占用情况优于土建类项目

施工阶段资金占比仅 30%，投标和履约保证金资金占用时间小于 1 年

照明工程施工按照项目实施过程可分为工程投标、合同签订后、施工和质量保证四个阶段，各环节对于工程营运资金的需求比例不同，其中施工和质量保证阶段中涉及的工程周转金和质量保证金的资金占用时间较长，是影响此类业务回款周期的主要因素。

根据名家汇招股说明书中给出的经验数据，一般而言，施工阶段的营运资金占比最高，达到工程合同总额的 30%，占用时间持续整个工期。此外，投标保证金和履约保证金合计占比 32%，占用时间小于等于 1 年。

基于 2017 年名家汇、利亚德照明工程业务高达 52.8%、41.5% 的毛利率水平，考虑到资金占用时间有概率超过一年的仅工程周转金和质量保证金两个项目，在合同额中合计占比仅 35-40%（根据名家汇招股书数据），可见对于照明工程项目而言，一年内便可收回前期垫付费，若考虑工程周转金的部分回款，项目现金流情况将更为乐观。

图表 27：照明工程项目各环节资金需求情况经验值

工程项目资金运用环节		规模	占用期间	占用资金比例
投标阶段	投标保证金	工程合同额的 2%	1-2 个月	100%
合同签订后	履约保证金	工程合同额的 10%	1 年	100%
施工阶段	工程周转金	工程合同额的 30%	整个工程期间	100%
质保阶段	质量保证金	工程合同额 5%-10%	工程竣工后 1-2 年	100%

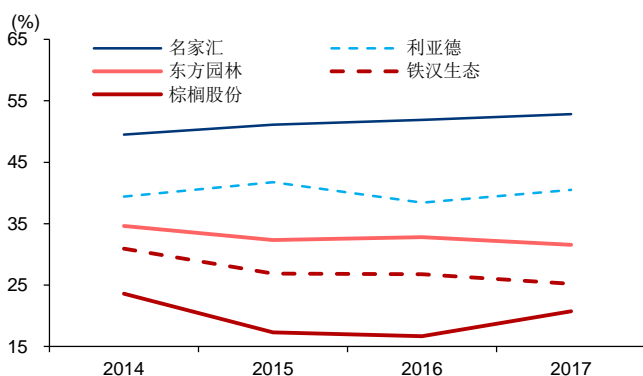
资料来源：名家汇招股说明书、华泰证券研究所

照明工程厂商通常不参与土建施工环节，资金垫付少、项目工期短

与一般的园林工程、土建施工类项目不同，照明工程类项目虽然同样具有工程属性，但由于多是在现有的建筑、景观基础上进行设备添加，并不涉及工期较长的土建环节，因而资金投入规模更小、工期更短。利亚德所承接的北京怀柔区亮化改造项目涉及景观灯具安装 13.82 万套、开挖电缆沟 2.32 万米、敷设电缆 41.27 万米、安装线槽 16.46 万米、配电箱 221 套、配套供电安装变压器 18 台、开闭器 5 台，仅用了 52 天。利亚德所承接的 4.24 亿元上饶市中心城区部分道路及一江两岸夜景亮化提升改造项目设计施工总承包项目工期仅 180 日历天。

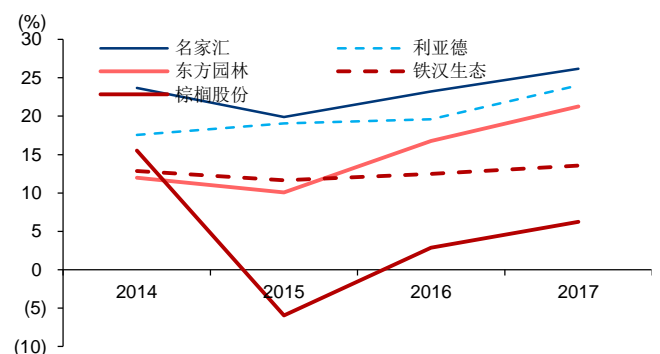
从财务指标上而言，照明工程业务较园林类业务的盈利能力更强、资金压力更小，以利亚德、名家汇与园林类公司东方园林、铁汉生态、棕榈股份的财务指标进行对比可见，在公司整体毛利率、ROE、速动比率和资产负债率等几项指标上，近两年利亚德、名家汇均有明显优势。

图表 28：2014-2017 年利亚德、名家汇的毛利率更高



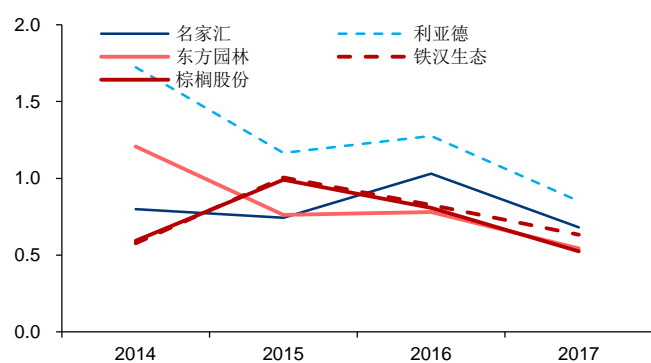
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 29：2014-2017 年利亚德、名家汇的 ROE 更高



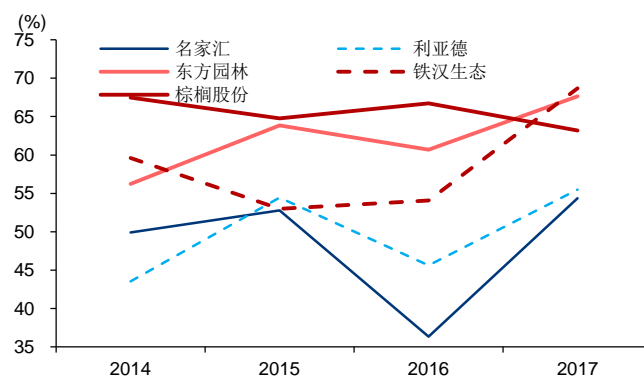
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 30: 2016-2017 年利亚德、名家汇的速动比率更高



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 31: 2014-2017 年利亚德、名家汇资产负债率更低



资料来源: Wind、华泰证券研究所

文创灯光打造演艺 4.0，契合旅游行业消费升级趋势

如前所述，照明工程正进入文创灯光新阶段，其内涵向“美其容、丰其景、彰其文”这三个方面延伸，传统的照明工程项目多是满足“美其容、丰其景”这两个层面的内容，而利用文创灯光所打造的文化演艺项目则更充分诠释了“彰其文”的内容。

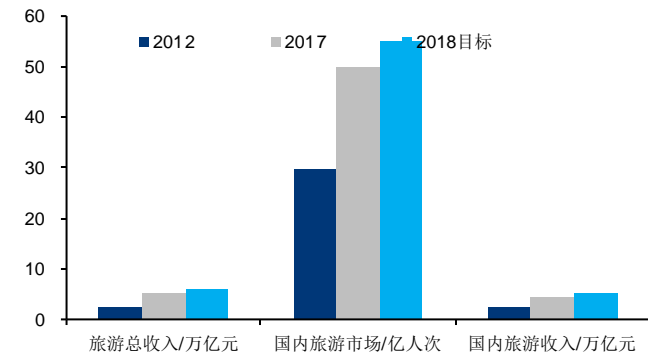
我们认为，基于文创灯光所打造的新型演艺形式 4.0，有望通过更炫目、更新颖的舞台效果，更具参与感的观看体验吸引更多观众参与，将传统认知中 2B、2G 的工程项目变成可带来长期门票收入的 2C 项目，从而使得项目公司业绩增长的可预见性增强，迎来估值重塑。

旅游行业消费升级正发生

国家旅游局局长李金早在今年年初举办的全国旅游工作会议上指出“旅游已成为衡量现代生活水平的重要指标，成为人民幸福生活的刚需，位列五大幸福产业之首”。根据国家旅游局数据，2017 年我国旅游总收入 5.4 万亿元，比 2012 年增长 2.81 万亿元，年均增长 15.83%。2017 年国内旅游市场为 50 亿人次，比 2012 年增长 67.12%，年均增长 11.08%，年人均出游已达 3.7 次。

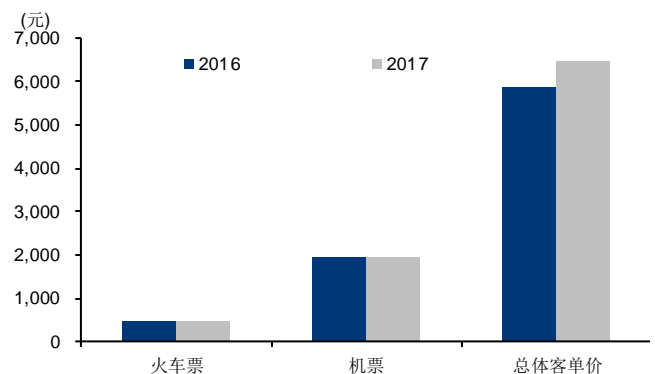
根据国家旅游局数据，2018 年目标实现旅游总收入 5.98 万亿元，同比增长 13%，其中国内旅游人数 55 亿人次，国内旅游收入 5.05 万亿元，分别同比增长 10.8%、13%。2020 年目标实现旅游总收入超过 7 万亿元、旅游市场总规模 67 亿人次。

图表 32： 2018 年力争实现旅游总收入 5.98 万亿元



资料来源：国家旅游局、华泰证券研究所

图表 33： 2017 年总体客单价 6748 元，较 2016 年提升 877 元



资料来源：《中国全域旅游消费趋势报告(2017)》、华泰证券研究所

在 2017 年人均旅游次数已经达到 3.7 次的基础上，我国出游人群的消费理念也更加注重旅游的质量，行业的消费升级正在发生。根据 21 世纪经济研究院联合美团点评研究院共同发布的《中国全域旅游消费趋势报告(2017)》数据，2017 年我国自助游游客占比超过 85%，自驾游占比超过 60%，大多数旅行者已经从提前规划到随走随订。2017 年长途旅行中火车、飞机仍是主要交通方式，其中选择飞机的旅行者占比为 17.6%，较 2016 年提升 2.9pct，总体客单价 6748 元，较 2016 年提升 877 元。

文化体验是差异化竞争点，主题公园旅游演出势头强劲

我们认为，在消费升级的背景下，当出游对于诸多家庭而言不再是新鲜事物，旅行者对于旅行的“意义”的探求就更加迫切，对于旅行的体验就更加重视。除了各地域不尽相同的山水风光，生根于一方水土的文化是塑造差异化竞争力的重要因素。根据《中国全域旅游消费趋势报告(2017)》数据，2017 年国内人文游订单占比达到 13.56%，较 2016 年提升 2.95pct，热门景点包括故宫、鼓浪屿国际刻字艺术馆、兵马俑、黄山宏村景区等。

旅游演艺是向游客介绍、展示当地历史、文化传统的直观、高效的方式，结合声光电等科技手段以更有冲击力、更有感染力的画面实现“寓文化于科技”的效果。目前，旅游演艺的模式可以分为剧场演出、实景演出、主题公园三类，根据道略文旅产研数据，2016 年剧场演出、实景演出、主题公园演出平均每场票房收入分别为 2.29 万元、3.04 万元、2.44 万元，而国内主题公园类演艺凭借 9.1%的剧目台数占比和 14.8%的演出场次占比，赢得了 39.2%的观众和 46.4%的票房，可见其深受旅游者喜爱，创收能力强劲。

图表 34：三个不同类型的旅游演出区别及代表作

演出类型	演出特点	代表作品
剧场旅游演出	在剧场内针对旅游人群所打造的旅游演出产品，以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式为主的综合晚会	上海马戏城《ERA-时空之旅》、云南杨丽萍公司的《云南映象》、天创国际的《功夫传奇》
实景旅游演出	以旅游景点的山水实景为依托，将当地的民俗文化与著名的山水旅游景点紧密结合	印象系列的《印象·丽江》、《印象·大红袍》等；陕西旅游集团公司的《长恨歌》等；山水盛典系列的《禅宗少林·音乐大典》、《天门狐仙·新刘海砍樵》等
主题公园旅游演出	在主题公园内打造演出，是高附加值复合型旅游演艺产品	宋城演艺打造的《宋城千古情》、《三亚千古情》等，华特迪士尼的《狮子王》中文版，华侨城集团的《金面王朝》等

资料来源：道略文旅产研、华泰证券研究所

我们认为，实景演出的本质是在现实景观基础上增设景观，其夜景表演的部分正是文创灯光“丰其景”的功能所在，以张艺谋所导演的实景演出《印象系列》为例，其演出时间均是在晚间，在实景的基础上用灯光效果创设出绚丽的舞台效果，配合演艺剧情的展开。

而主题公园多是在特定历史、人文主题园区环境中所打造的高附加值复合型演艺，具备“彰其文”功能的文创灯光正是主题公园的核心表现手段。主题公园旅游演出多是基于先进的声、光、点科技手段和舞台机械打造身临其境的演艺效果。以杭州《宋城千古情》为例，其“金戈铁马”的场景采用烟火和低压供电技术，虚化出射向观众席的炮火；“梁祝化蝶”的场景采用激光灯将观众带入时光隧道；“水漫金山”的场景采用水幕喷头让整个舞台如瀑布喷流。

图表 35：印象·刘三姐演出剧照



资料来源：携程网、华泰证券研究所

图表 36：宋城千古情演出剧照



资料来源：途牛网、华泰证券研究所

以科技现文化，声光电+AR/VR 打造演艺 4.0

旅游演艺的发展历程经历了四个阶段

旅游演艺的形式已经历经三个阶段的发展：第一阶段人们坐在剧院看节目；第二阶段，观众置身于真实空间的实景空间，表演者呈现普通歌舞技艺表演，如“印象系列”节目；第三阶段，展演融合，移步换景、人景交融式演出，如 360 度全景旋转舞台的“又见系列”。

演艺 4.0 是利亚德创造性提出的概念，即通过现代声光电科技的融合，通过 AR/VR 等技术，尽可能地挖掘旅游景区的文化内涵，将其与人们的视觉、听觉、触觉有机结合，力求带来文化科技融合的沉浸式展演创新体验。演艺 4.0 方案可以通过更少的演艺人员、实现设计还原性高、复制性强、科技感十足的演艺内容。

图表 37：文化演艺发展阶段



资料来源：利亚德公告，华泰证券研究所

图表 38：《又见五台山》表演场景



资料来源：山西新闻网，华泰证券研究所

移步换景的茅台《天酿》已开始正式运营

以利亚德所承担的茅台镇项目为例，该项目由前期建设和后期运营两部分业务构成，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，利亚德除项目工程收入之外，享有 30 年门票收入权。我们认为，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。

利亚德的茅台《天酿》演艺由利亚德集团-励丰文化联合著名视觉艺术家韩立勋、著名新媒体创意导演刘志新等组成创新团队完成编排、设计，以茅台千年酱酒文化为主题，整个演艺分为“天赐”、“天遇”、“天路”、“天启”、“天宴”五个场景，观众“移步换景”参与到剧情的演进之中。根据利亚德年报，其天酿景区自 2017 年 9 月试运营至 2018 年 3 月底共接待游客 6.1 万人次，试运行过程中游客对于索道缆车、啤酒广场、综合楼餐饮等配套设施提出了更高要求，当地政府跟进进行了改造升级，现已开始正式运营。

图表 39：茅台镇演艺 4.0 项目总体设计



资料来源：利亚德年报，华泰证券研究所

图表 40：茅台镇水舞灯光秀



资料来源：利亚德年报，华泰证券研究所

打造演艺 4.0 是景区建设的轻资产环节

相较于景区建设、运营项目的投资规模而言，演艺 4.0 只是其中轻资产运营的一环。以从事“主题公园+旅游文化演艺”业务的宋城演艺为例，其采购环节涉及主题公园和剧院建设所需的建筑材料、大型游乐机器设施、演出舞台所需要的各种灯光音响、服装道具等，采购模式为以市场价格购买。其中大规模建造和改扩建工程通过外包的形式委托外部企业完成，一些小规模的改建，景观和游乐设施的维护、修缮，水、电、暖管线的维修和养护，景区环境的卫生和绿化等主要由公司自行完成。

根据宋城演艺公告，其在一线景区投入的大型项目投资额在 8-9 亿元，澳洲项目的规模甚至超过 20 亿元，为更快发展二三线景区项目，宋城演艺正积极开展轻资产模式。而相较于利亚德在茅台镇所投建的《天酿》演艺项目，根据公司公告，该项目创意策划金额约 2300 万元，文化演艺实施金额约 9073 万元，合计约 1.1 亿元，而茅台镇夜景照明及水舞秀灯光设计的合计投入金额便超过 1.6 亿元。由此可见，单纯投建演艺内容的成本并不高，并且同样具有长期的运营变现能力。

演艺 4.0 以硬件产品创造 VR 场景，内容迭代容易、表现力更强

由于演艺 4.0 项目是在固定的场馆内，通过光电投影、显示类硬件产品创造出虚拟现实的表演环境，让演员和观众共处其中，因而省去了诸多的布景投入，使得内容的更新迭代更加容易，同时也释放了自然环境对于舞台表现力的限制。

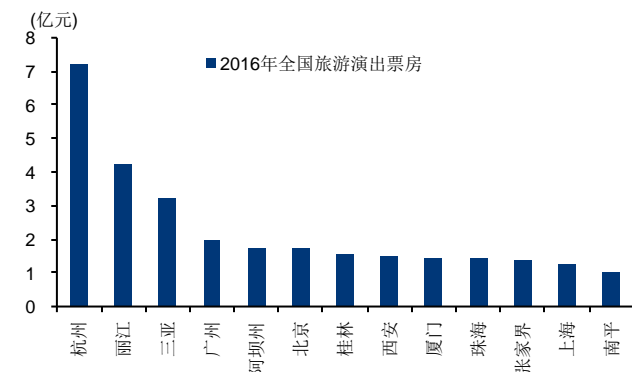
我们认为，强调科技与文化的融合是演艺 4.0 的特点，此类演艺可将诸多在影视剧节目中的特效在观众眼前直接上演，对于声光电解决方案的设计、实现能力正是文创灯光类公司相对于宋城演艺、三湘印象等文化旅游类公司的核心优势所在，但对于内容设计、编排上的要求也对文创灯光类公司发力演艺行业提出了新的挑战。

二三线景区演艺市场具备较大下沉空间

尽管在旅游演艺行业已经形成了宋城演艺、印象系列、山水盛典、长隆系列等品牌项目，但是其项目资源多集中于一线景区及一线城市，根据道略文旅产研数据，2016 年千古情系列、印象系列、山水系列、长隆系列演出票房收入分别占到行业的 31.9%、13.6%、8.3%、7.3%，合计占比超过 61%，而仅杭州、三亚、丽江三地的演艺旅游门票收入就占到全国的 34%，华中、华北、西部地区演艺市场仍处于起步阶段。

根据国家旅游局数据，截至 2017 年底，国家 5A 级景区的数量为 250 个、4A 级景区超过 1500 个、二三线城市共计 95 个。在铁路、公路等基础设施建设完善的基础上，我们认为，未来旅游演艺项目向二三线景区下沉将会为旅游演艺行业带来新的发展机遇。

图表 41：2016 年杭州、三亚、丽江的演艺门票收入就占到全国的 34%



资料来源：道略文旅产研、华泰证券研究所

图表 42：2016 年华中、华北、西部地区演艺市场仍处于起步阶段



资料来源：道略文旅产研、华泰证券研究所

相关标的推荐

利亚德

利亚德是全球 LED 显示屏龙头、国内 LED 照明工程龙头企业。2016 年公司的小间距 LED 启动渠道销售模式，2017 年公司确立了“千店计划”，大规模挑选优质合作伙伴，根据年报数据，截至 17 年末已形成 200 多家境内渠道合作伙伴。我们认为，以直销体系起家的利亚德通过渠道建设，正实现自身品牌竞争力的有效输出及现金流的持续改善。

利亚德的照明事业群包含 5 家成员公司，业务覆盖全国，17 年夜游经济新签订单 31 亿元，同比增 172%，确认收入 17.27 亿元，同比增长 99.17%，毛利率维持在 41.5%。公司在业界率先开展面向文化旅游新兴消费产业群的商业模式创新，较成熟的产品包括声光秀系列、文化主题馆、文化旅游展演 4.0 等，2017 年新签订单 16 亿元，同比增长 90%，实现营收 6.12 亿元，同比增长 45%。我们认为基于夜游经济和文旅业务的展开，公司已经实现由产品向解决方案的转型，而此类解决方案正成为物质相对富裕、优质内容相对稀缺的时代背景下的“炫技型”演艺方式，有望使公司照明工程业务迎来估值重塑。我们预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.74、0.96、1.32 元，维持买入评级。

洲明科技

洲明作为全球领先的 LED 应用产品和解决方案供应商，已形成 LED 显示屏、LED 照明（包括专业照明和景观照明）两大业务板块。在 LED 显示屏市场，2017 年洲明租赁屏份额全球第一、小间距份额全球前三，公司目标成为全球最大的 LED 显示屏智能制造中心。在 LED 照明市场，我们认为照明工程正迈入文创灯光新阶段，2017 年公司采取了一系列外延行动，从产品、项目设计、项目施工全方位布局照明工程，直接受益于行业兴起。

洲明定位文创灯光运营商，目标以规划把握市场、以设计拿工程、以工程实现利润、以运营实现利润可持续化。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.62、0.83、1.06 元，维持买入评级。

风险提示

竞争加剧造成毛利率下滑。从 2017 年相关公司财报数据来看，照明工程业务的毛利率普遍仍在 40% 以上，引起越来越多的企业重视，故新进入者的增加存在造成行业毛利率下滑的风险。

宏观经济下行拖累照明工程投入。由于政府订单是目前照明工程项目的主要需求来源，在宏观经济下行压力加大的背景下，政府对照明工程的投入力度会对相关公司工程类业务的增速造成直接影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com