

计算机设备Ⅲ

罗延军

0755-82026730

luoyanjun@cjis.cn

长城电脑

000066

强烈推荐

冠捷业绩复苏提升公司价值

通过对公司的调研及冠捷 09 年一季度业务环比复苏，我们认为公司价值被低估。

投资要点：

- 公司成立于 1987 年，中国电子信息产业集团下属骨干企业，在深圳市南山区、宝安区、广西北海市拥有研发生产基地，是国内为数不多的 IT 传统龙头企业，具备背景优势及行业龙头优势，公司的目标是走出去做国际化企业。
- 公司业务主要分为整机、显示器、电源、消费电子，其中显示器、电源业务具备技术及规模优势，拥有多项专利，据公司介绍，其电源占据 35% 市场份额，显示器占据 15% 的份额，整机为传统业务，安全电脑为全国第一品牌，消费电子为派生业务，各项业务中电源业务发展迅猛，毛利率提升，显示器业务有望今年扭亏。
- 根据公司 09 年 1 月 20 日及 5 月 4 日的公告，公司收购中国长城计算机（香港）控股有限公司 99.9999% 股权。2009 年 5 月 22 日收到商务部文件，同意颁发《企业境外投资证书》，收购基本已经完成，只需要长城科技股东大会通过及大股东备案。因此我们可以认为公司持有冠捷科技 26.58% 的股权。
- 冠捷科技其显示器产业业务占据全球市场份额的 28%，居世界第一位，于 09 年 6 月 10 日公布一季报，收入同比下滑 42%，环比下滑 30.7%，利润同比下滑 67.2%，环比扭亏，从亏损 3099 万美元到盈利 1488 万美元，分业务方面电视业务同比增长 75.2%，显示器业务下滑 14.2%，根据冠捷科技最近 5 年的行业地位及利润情况以及金融危机已走出底部，我们预测冠捷科技 09 年利润为 9000 万美元，10 年伴随着整体经济的逐步复苏，利润将恢复到 06 年水平，为 1.5 亿美元，11 年预测为 1.8 亿美元。
- 给予公司**强烈推荐**的投资评级。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.28 元、0.66 元、0.82 元，参股冠捷科技作为公司长远发展战略的第一步，我们给予 10 年 20 倍市盈率，未来 6-12 月的目标价格为 13.2 元。给予公司**强烈推荐**的投资评级。

风险提示：

公司主要业务收入显示器业务及参股的冠捷科技均受金融危机影响，IT 业何时恢复快速发展态势有待进一步跟踪。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3950	3962	4171	4588
同比(%)	-7%	0%	5%	10%
归属母公司净利润(百万元)	12	151	364	451
同比(%)	-88%	1181%	140%	24%
毛利率(%)	5.3%	7.4%	7.7%	8.0%
ROE(%)	1.0%	11.4%	21.5%	21.1%
每股收益(元)	0.02	0.28	0.66	0.82
P/E	377.37	29.46	12.26	9.90
P/B	3.80	3.36	2.64	2.08
EV/EBITDA	48	18	9	7

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价： 13.20 元

当前股价： 7.90 元

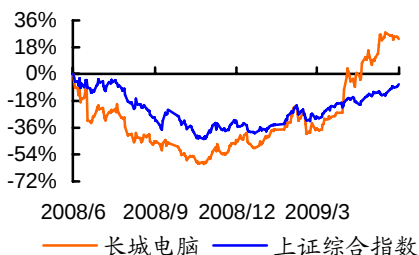
评级调整： 上调

基本资料

上证综合指数	2816.25
总股本(百万)	550
流通股本(百万)	550
流通市值(亿)	43
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.14
资产负债率	53.9%

股价表现

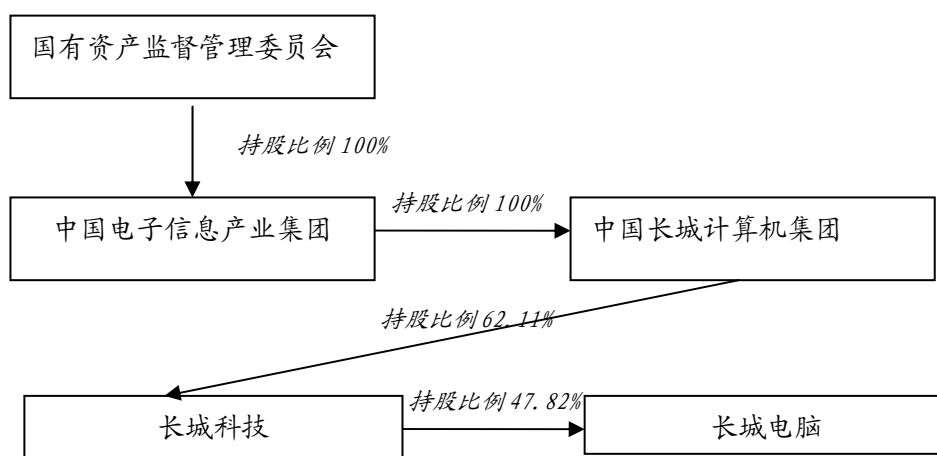
(%)	1M	3M	6M
长城电脑	13.51	92.21	121.29
上证综合指数	7.26	30.47	35.45



相关报告

公司在显示器及电源业务上具备行业优势

图表 1 公司股权关系说明



资料来源：公司年报

公司业务介绍

整机业务特色突出但规模不大，坚持及加强品牌建设，入围中国消费电子品牌 TOP10，连续三届获此殊荣。2008 年 12 月 12 日成为中国航天事业 IT 行业独家合作伙伴，主要产品成为中国航天专用产品，为 09 年的品牌飞跃奠定了基础。整机业务重心转向行业，主推安全电脑产品，推出安全电脑 II 代、安全笔记本电脑产品，产品差异化转移初见成效，08 年产品毛利率提升 1 个百分点；在笔记本（尤其是上网本）国际业务方面实现了重大突破，笔记本电脑总销量全年同比增长 159%，但整体规模与联想、方正、同方尚有较大差距。

显示器业务为公司重点业务，坚持品牌战略和工厂战略双轮驱动，品牌业务继续保持快速增长，08 年销量同比增长 16%，在国内市场的占有率由 2007 年的第五跃居到行业前三；代工方面，在国内 PC 厂商整体需求减少的不利背景下，代工业务量创历史新高，增长达到 10%，并且顺利通过国际一线品牌的工厂审核。由于金融危机的影响，该项业务亏损 1.2 亿人民币，09 年通过整合供应链，控制库存，提升运营管理水平，一季度已实现盈利。

电源业务盈利效果最佳，毛利率持续提高，公司参与制定国家和行业标准《微小型计算机系统设备用开关电源通用规范》，08 年坚持以“领先国内、进军国际”为目标的市场开拓策略，实现区域市场扁平化，进一步扩大了国内市场占有率；以点带面，重点突破国际高端市场，国际业务方面获得超过 30% 的大幅增长；“品质、创新、服务”三位一体以稳固发展 OEM 战略合作关系；以“优化结构、转型高端”为核心产品策略优化产品结构，推动产品结构向高端、特色化转型，盈利能力增强；电源产品启用 Greatwall 新标识，实现产品品牌与企业品牌的统一，逐步树立起更加统一的国际化的品牌形象。

消费电子业务方面，加大产品研发设计和产业化力度，自主研发面向数字家庭的家庭安全网络存储产品、家庭网络安全监控系统、嵌入式多媒体电脑、嵌入式网络移动显示终端等多款产品，并受到国内外客户的认同，08 年销售收

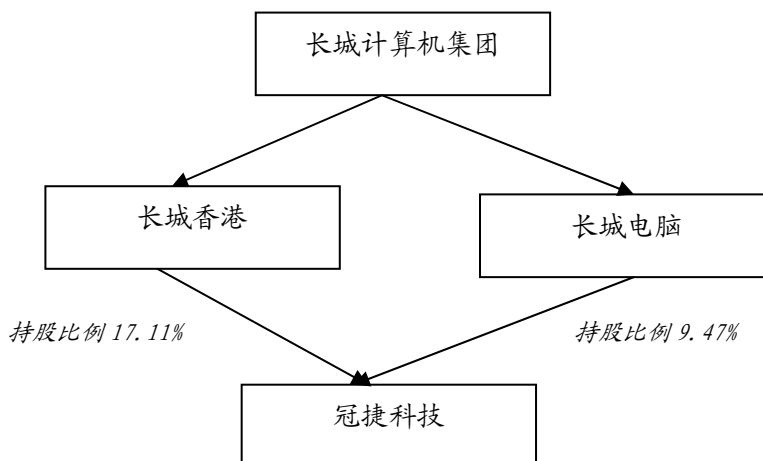
入同比增长 26%，利润创历史新高，但比例不大。

08 年公司累计推出了 4 类 90 余款新产品，其中整机 18 款、显示器 17 款、电源 28 余款、数字家庭消费产品 30 款。

面对金融危机及行业竞争，公司未来发展战略是调整市场和产品策略，在国内市场加大对行业客户的开拓力度，在国际市场争夺高端市场份额，同时拓展非洲等新兴市场。加强品牌建设，注重科技创新，聚焦客户应用需求，不断推出个性化产品，“以价值战应对价格战”、“以差异化应对同质化”，提升产品毛利率，确保公司盈利能力持续增强。强化预算管理，实施过程精细化监控，持续提升内部管控水平，提高从计划到营销各个环节的运营效率，严格控制各项费用，降低运营成本，加快存货和资金周转速度，有效化解经营风险。借助资本市场，通过资本运作，逐步实现公司长期发展战略目标。

最近 2 年公司业绩主要看冠捷科技

图表 2 公司与冠捷科技的股权关系



资料来源：公司及冠捷年报及公告

冠捷科技有限公司（简称“冠捷科技”）成立于 1998 年，专业从事 CRT 显示器、液晶显示器、PDP 显示器（包括自有品牌 AOC 显示器）以及液晶电视类产品的研发、制造和销售的高科技企业，以位于中国福建、北京、武汉等地的生产基地为基础，建立了完善的、遍及北美、南美及欧洲地区的全球市场网络，其客户包括信息业中大多数的跨国公司和国内知名企业，其显示器产业业务占据全球市场份额的 28%，居世界第一位。目前在香港上市，代码 0903.HK，截至 2008 年 12 月 31 日，冠捷科技总股本为 2,111,252,525 股，公司目前持有 2 亿股，约占 9.47%。

根据公司 09 年 1 月 20 日及 5 月 4 日的公告，公司收购中国长城计算机（香港）控股有限公司 99.9999% 股权。2009 年 5 月 22 日收到商务部《企业境外投资证书》文件，认为中国长城计算机深圳股份有限公司收购中国长城计算机（香港）控股有限公司股权的境外投资符合《境外投资管理办法》（商务部 2009 年第 5 号令）的有关规定，同意颁发《企业境外投资证书》，基本已经完成，只

需要长城科技股东大会通过及大股东备案。因此我们可以认为公司持有冠捷科技 26.58%的股权。

其股东一直比较稳定，Philips Electronic、奇美电子、长城计算机集团（原来是京东方），基本都是业务合作伙伴，上下游关系，公司业务也主要以显示器业务为主，有助于公司的长期发展战略。

图表 3 最近 5 年冠捷科技利润情况（单位：千美元）

年份	2008	2007	2006	2005	2004
利润	97,177	180,044	151,760	149,583	103,592

资料来源：冠捷年报（08 年前三季度近 1.3 亿，4 季度消费信心低迷亏 3000 多万）

图表 4 2008 年冠捷科技主营构成情况 单位：千美元

	显示器	电视	其他	合计
收入	7,010,763	1,966,250	270,007	9,247,020
成本	(6,670,912)	(1,879,886)	(267,790)	(8,818,588)

资料来源：冠捷年报

冠捷科技于 09 年 6 月 10 日公布一季报，收入同比下滑 42%，环比下滑 30.7%，利润同比下滑 67.2%，环比扭亏，从亏损 3099 万美元到盈利 1488 万美元，分业务方面电视业务同比增长 75.2%，显示器业务下滑 14.2%，参照 IT 业巨头惠普、戴尔、联想、宏基、华硕公司一季报，公司显示器业务略好于同行，但电视业务高速增长弥补了显示器业务的下滑。

我们参照国外评级机构的预测，预测冠捷科技 09 年利润为 9000 万美元，10 年伴随着整体经济的逐步复苏，利润将恢复到 06 年水平，为 1.5 亿美元，11 年预测为 1.8 亿美元。

盈利预测

公司显示器业务去库存化进展良好，一季度已实现盈利，电源业务发展迅猛，毛利率由 15%提升到 20%，我们预测 09 年公司主营将实现微利，冠捷科技投资收益按权益法计算，以下为主营业务收入及毛利率预测。

图表 5 未来三年公司未来主要指标预测（万元）

项目名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
计算机相关设备制造	399426.10	367752.00	367752.00	386139.60	424753.56
商业代理业务	7140.30	5665.60	6798.72	8158.46	8974.31
冠捷科技利润（千美元）			9000.00	15000.00	18,000.00
投资收益			8133.48	27111.60	32,533.92

资料来源：中投证券研究所 09 年冠捷投资收益按半年计算

我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.28 元、0.66 元、0.82 元，参股冠捷科技作为公司长远发展战略的第一步，我们给予 10 年 20 倍市盈率，未来 6-12 月的目标价格为 13.2 元。给予公司强烈推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	1042	1982	1803	2369	营业收入	3950	3962	4171	4588
现金	374	393	620	805	营业成本	3742	3669	3850	4221
应收账款	249	241	259	282	营业税金及附加	8	7	8	8
其它应收款	22	26	25	29	营业费用	171	162	172	189
预付账款	127	102	119	123	管理费用	104	90	96	103
存货	188	1138	694	1035	财务费用	52	37	32	16
其他	82	82	86	95	资产减值损失	-32	-15	-20	-18
非流动资产	1509	1143	1407	1437	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	150	169	160	165	投资净收益	71	131	331	395
固定资产	354	418	505	601	营业利润	-23	143	365	463
无形资产	18	15	11	8	营业外收入	27	25	26	26
其他	987	541	731	664	营业外支出	-7	7	0	4
资产总计	2551	3125	3210	3806	利润总额	11	161	391	485
流动负债	1359	1773	1498	1641	所得税	-1	10	27	34
短期借款	590	815	605	612	净利润	12	151	364	451
应付账款	337	399	383	440	少数股东损益	0	0	0	0
其他	431	559	511	589	归属母公司净利润	12	151	364	451
非流动负债	17	25	21	23	EBITDA	77	206	429	519
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.02	0.28	0.66	0.82
其他	17	25	21	23	主要财务比率				
负债合计	1376	1798	1519	1664	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	550	550	550	550	营业收入	-7.0%	0.3%	5.3%	10.0
资本公积	-261	-261	-261	-261	营业利润	-121.	530.7	154.8	26.9
留存收益	886	1037	1401	1852	归属于母公司净利润	-88.0	1181.	140.3	23.9
归属母公司股东权益	1175	1327	1691	2142	获利能力				
负债和股东权益	2551	3125	3210	3806	毛利率	5.3%	7.4%	7.7%	8.0%
现金流量表					净利率	0.3%	3.8%	8.7%	9.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	1.0%	11.4%	21.5	21.1
经营活动现金流	172	-537	454	-138	ROIC	12.4	16.0	44.8	37.8
净利润	12	151	364	451	偿债能力				
折旧摊销	48	26	32	40	资产负债率	53.9	57.5	47.3	43.7
财务费用	52	37	32	16	净负债比率	42.88	45.33	39.80	36.78
投资损失	-71	-131	-331	-395	流动比率	0.77	1.12	1.20	1.44
营运资金变动	166	-848	387	-307	速动比率	0.61	0.39	0.68	0.73
其它	-35	228	-30	57	营运能力				
投资活动现金流	58	370	14	331	总资产周转率	1.35	1.40	1.32	1.31
资本支出	61	100	150	150	应收账款周转率	8	10	10	10
长期投资	16	-337	169	-84	应付账款周转率	8.92	9.96	9.84	10.26
其他	135	133	333	397	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-125	186	-241	-9	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.28	0.66	0.82
短期借款	-70	225	-210	7	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.98	0.83	-0.25
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.41	3.07	3.89
普通股增加	92	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-580	0	0	0	P/E	377.3	29.46	12.26	9.90
其他	433	-39	-31	-17	P/B	3.80	3.36	2.64	2.08
现金净增加额	102	19	228	184	EV/EBITDA	48	18	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗延军, 中投证券研究所计算机行业分析师, 6 年行业经历, 11 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 同方股份、用友软件、东软股份、安泰科技、宏图高科、南天信息

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434