

张良勇, 陈俊斌
0755-82960072
chenjb@cmschina.com.cn

2009年11月12日

长城电脑(000066.SZ)/14.68 元

冠捷科技与 LG 合资建厂, 订单增加、产能扩张

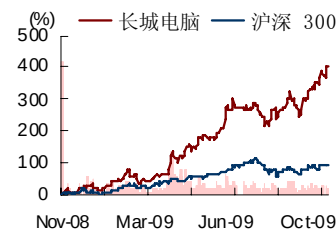
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 16-19.2 元

基础数据

总股本(万股) 55019
流通股本(万股) 55008
总市值(亿元) 81
流通市值(亿元) 81
52 周股价 2.8-14.7 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	43	98	406
相对表现	33	69	310



相关报告

《长城电脑, 收购冠捷科技提升公司价值》2009/8/21。

《长城电脑——冠捷科技盈利远超预期, 调高全年盈利预测》2009/10/29

11月9日, 冠捷科技公告与 LG 合资在福建新设两家企业, 生产液晶电视和显示器, 设计产能分别达到 250 万台和 600 万台。此举有利于冠捷科技获得更多 LG 的代工订单, 利好未来业绩。重申长城电脑的强烈推荐-A 评级。目标价位区间 16-19.2 元。

- ◆ **冠捷科技与 LG 合作设立两家合资公司, 分别生产液晶电视和显示器。**设计产能分别为 250 万台液晶电视和 600 万台液晶显示器。预计明年一季度末投产, 达产期为两年。LG 股权占比 51%, 冠捷科技占比 49%。
- ◆ **LG 会加大液晶电视和显示器生产外包比例。**目前 LG 液晶电视生产外包比例不足 10%, 显示器生产外包比例约 21%。LG 液晶电视 09 年销售情况良好, 出货量超过 Sony 跃居全球第二位, 10 年出货量更预计达到 2500 万台, 比 09 年上涨 47%。LG 液晶显示器销量居全球第四, 销量增长也很明显。为了适应高速增长的生产需求和保持价格竞争力, LG 计划逐步加大外包生产比例。
- ◆ **冠捷科技和 LG 合作可获得更多外包订单, 并减少面板的供应和价格波动。**我们认为这两家合资企业就是为冠捷科技代工更多的 LG 产品而设立。这是个双赢的行为, LG 可以消化 LGD 的面板产能并加强对外包厂商的控制; 冠捷不仅可以获得 OEM 订单, 而且还拥有稳定的面板供应和面板价格。
- ◆ **达到设计产能后, 冠捷科技液晶电视产能比当前增加约 30%, 液晶显示器产能增加 12.5%。**
- ◆ **未来冠捷科技在液晶电视代工上有更大的发展空间。**2008 年液晶电视全球渗透率才 13%, 预计仍有 17.4 亿台 TV 可供 LCD TV 取代。液晶电视处于高速增长期。目前冠捷科技在液晶电视的代工份额为 6.0%, 前四位分别为三星、LG、Sony、夏普, 都是品牌厂商。品牌厂商有扩大外包生产的趋势, 因为可以利用 OEM 厂商的财务杠杆, 增强自身生产灵活性, 加强价格竞争力。所以冠捷科技的代工份额可以进一步扩大。
- ◆ **预计冠捷科技明年净利润达 1.9 亿美元, 为长城电脑贡献投资收益 3.48 亿元。**
- ◆ **维持长城电脑“强烈推荐-A”评级。预测 09-11 年 EPS 为 0.60, 0.77, 0.94 元。**

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4247	3950	4730	5665	7050
同比增长	26%	-7%	20%	20%	24%
营业利润(百万元)	105	-23	359	466	572
同比增长	26%	-122%	-	30%	23%
净利润(百万元)	98	12	328	424	519
同比增长	85%	-88%	2669%	29%	22%
每股收益(元)	0.21	0.02	0.60	0.77	0.94
PE	62	618	22	17	14
PB	3.6	6.2	5.2	4.3	3.5

资料来源: 招商证券

- **冠捷科技与 LG 合作设立两家合资公司。**11 月 9 日,冠捷科技发布公告与 LG Display 合资在厦门成立乐捷显示科技(厦门)有限公司,生产液晶电视机。注册资金 3400 万美金,冠捷科技占股 49%。设计产能 250 万台,明年一季度末投产。同时,在福建福清设立捷星显示科技(福建)有限公司,生产液晶显示器、多功能显示组合、一体式电脑等。注册资金 5000 万美金,冠捷科技占股 49%。设计产能 600 万台,明年一季度投产,预计两年内达到设计产能。
- **LG 液晶电视外包生产比例不足 10%,09 年销售强劲,可释放更多订单。**LG 09 年上半年业绩电视销售量达到 674 万台,超越 Sony 排名全球第二,仅次于三星的 1070 万台。LG 液晶电视全年销售目标为 1700 万台。2010 年的销售目标更是调升到 2500 万台,比 09 年增长 47%。目前 LG 液晶电视只有不到 10%是外包的,量能的增长促使 LG 计划释放更多的液晶电视外包生产订单,只留下 42 寸以上的大屏幕电视由自己生产。LG 和冠捷科技合资建厂是计划中重要一环。
- **LG 是全球第四大液晶显示器销售商,外包生产比例也不足 21%。**08 年 LG 液晶显示器销售量达 1534 万,自己的生产量是 1420 万台,而 08 年销量再加上 2 个月的库存数量约 1800 万台。也就是说 08 年 LG 不足 380 万台的产量是外包生产的,外包比例不足 21%。为了利用 OEM 厂商的财务杠杆,降低自身资本支出,获得更强的价格竞争力, LG 有加大外包的动力。
- **冠捷科技和 LG 合作可获得更多外包订单,并减少面板的供应和价格波动。**LG 历来喜欢和代工厂建设合资工厂,生产自有品牌的产品。一方面消化 LG Display 生产的面板,另一方面也可加强对代工厂的控制力,降低成本。冠捷科技和 LG 合作不仅可以获得代工订单,而且可以获得稳定的面板供应和价格,减少面板价格波动对公司盈利的不利影响。
- **达到设计产能后,冠捷公司液晶电视产能比当前增加约 30%,液晶显示器产能增加 12.5%。**
- **未来冠捷科技在 TV 代工领域还有更大上升空间。**以渗透率来看,2008 年全球 LCD TV 的渗透率仅有 13%,预计仍有 17.4 亿台 TV 可供 LCD TV 取代。就发达国家如日本、美国、欧洲分析,LCD TV 渗透率仍在 30%以下,2009 年出货可望稳定增长;而新兴市场的 LCD TV 渗透率则低于 10%,增长幅度将高于发达国家。Display Research 预测 2010 年全球 LCD TV 增速预测超 20%,达到 1.44 亿台。增长的三大动能包括 LCD TV 高达三成的价格跌幅、消费者在家娱乐增加以及中国内需市场需求超乎预期。

目前冠捷科技在液晶电视的代工份额为 6.0%,比去年高出 0.3 个百分点,居全球第五位。前四位分别是三星(18.6%),LG(11.6%),Sony(9.9%),夏普(7.4%),都是品牌厂商。在液晶电视价格下降压力下,这些品牌厂商慢慢会将 42 寸,甚至 46 寸以下的液晶电视交给专业代工厂代工。冠捷科技的液晶电视代工量上升空间巨大。
- **预计冠捷科技明年净利润可达 1.9 亿美元,为长城电脑贡献投资收益 3.48 亿元。**
- **维持长城电脑“强烈推荐-A”评级。预测 09-11 年 EPS 为 0.60, 0.77, 0.94 元。**
- **风险因素:**
 - 冠捷科技盈利未达预期的风险。对冠捷科技的投资收益是长城电脑最主要利润来源。而冠捷科技的产能利用率受全球经济状况影响巨大,如果全球经济

波动剧烈会导致冠捷科技无法获得预期利润。

- 主要原材料液晶面板价格波动风险。对公司以及冠捷科技的自营业务来讲，液晶面板价格的剧烈变动，会极大影响公司利润。
- PC 市场竞争激烈，公司整机业务以及显示器业务可能出现量增价跌，亏损加大的情况。

表 1: 长城电脑 09-11 年业绩预测

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3359	4247	3950	4730	5665	7050
营业成本	3113	3936	3742	4324	5174	6441
营业税金及附加	9	7	8	9	11	14
营业费用	137	172	171	199	238	296
管理费用	69	91	104	104	125	155
财务费用	(4)	22	52	32	22	16
资产减值损失	(29)	(13)	(32)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	73	71	297	371	444
营业利润	83	105	(23)	359	466	572
营业外收入	1	7	27	15	15	15
营业外支出	18	6	(7)	10	10	10
利润总额	66	105	11	364	471	577
所得税	14	7	(1)	36	47	58
净利润	53	98	12	328	424	519
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	53	98	12	328	424	519
EPS (元)	0.12	0.21	0.02	0.60	0.77	0.94

资料来源: 招商证券

表 2: 主要计算机硬件公司估值对比表

代码	公司	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		09E	10E	11E	09E	10E	11E			
000021.SZ	长城开发	0.36	0.47	0.59	33	26	21	3.1	8.2%	105.5
000748.SZ	长城信息	0.62	0.27	0.41	14	31	20	3.4	2.0%	32.6
000948.SZ	南天信息	0.32	0.37	0.44	34	29	24	2.1	8.3%	21.9
000988.SZ	华工科技	0.39	0.39	0.48	28	28	23	3.1	12.9%	43.5
000997.SZ	新大陆	0.18	0.24	0.29	82	62	51	8.1	7.9%	70.9
002152.SZ	广电运通	1.16	1.46	1.85	25	20	15	6.4	24.6%	96.5
002177.SZ	御银股份	0.40	0.55	0.69	37	27	22	3.5	16.7%	32.9
002197.SZ	证通电子	0.65	0.81	1.00	28	23	18	5.7	15.7%	24.2
600100.SH	同方股份	0.38	0.49	0.64	40	31	24	2.1	3.5%	145.0
600590.SH	泰豪科技	0.38	0.52	0.71	33	24	17	2.9	6.6%	47.2
600601.SH	方正科技	0.04	0.06	0.08	120	74	55	2.7	2.9%	73.7
600850.SH	华东电脑	0.03	0.06	0.08	289	145	108	6.5	-2.5%	14.9
	均值	0.41	0.47	0.60	64	43	33	4.1	8.9%	59.1
	中值	0.38	0.43	0.79	33	28	22	3.2	8.1%	45.3
000066.SZ	长城电脑	0.60	0.77	0.94	22	17	14	4.0	3.6%	69.6

资料来源: 招商证券

参考报告:

1. 《长城电脑，收购冠捷科技提升公司价值》2009/8/21。我们在本篇报告中提出收购冠捷科技后，将给长城公司带来稳定的投资收益，大大改善公司业绩，未来存在合并报表预期。
2. 《长城电脑——冠捷科技盈利远超预期，调高全年盈利预测》2009/10/29。在本篇报告中，我们根据全球前三季度液晶电视和液晶显示器出货量变化和增速，判断冠捷科技盈利定然超过年初预期，故而相应调高了长城电脑 09-11 年的业绩预测。

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

陈俊斌，工学硕士，五年计算机行业相关工作经验。现为招商证券计算机行业分析师。对从事在线软件服务，电子政务，软件外包等公司较为看好。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。