

蛰伏已久，静待黎明

——ST 厦华（600870.SH）调研报告

要点：

- 1月下旬，我们对 ST 厦华（600870.SH）进行了实地调研。调研的基本结论是公司 10 年业绩可能低于市场的普遍预期，11 年增速与行业大致相当，参照行业的估值水平当前还不具备投资价值，但现金流相对稳健，作为 ST 类的公司风险并不大；公司于 10 年 8 月 11 日公布了定向增发的董事会决议，但具体议案仍需修改，我们估计可能在 11 年二季度修订完成后递交股东大会审议。建议在这个时间节点初步建仓，具体决策视修改后的议案而定；我们认为公司投资价值较为突出但不是十分明确，关键在于增发顺利与否，建议积极关注。
- 我们建议从三个线索来把握公司的投资机会。第一个线索来自于公司的股东背景，这决定公司牢靠的国企背景以及未来做大做强的前途。09 年开始大股东华映拿出 2 亿元、二股东厦门建发分别拿出 1 亿元给公司做无息贷款。在 10 年公司公告的面向 10 位机构投资者的 11 亿元融资预案中，华映和建发又将分别出资 2.97 亿元和 1 亿元优先认购。
- 线索之二，在融资之前公司采取非常保守的经营策略，而在融资后经营策略有望激进从而增加业绩弹性。当前公司主动收缩国内市场，主攻国外 ODM，采取以项目为导向的营销模式。厦华在 8 月 11 日公告的融资计划中表明，融资 11 亿中约有 8 亿元偿还债务，将资产负债率降为 100% 以下。在财务安全之后，公司才会表现出更高的业绩弹性。
- 线索之三是融资之后公司的产能有望急剧扩大。当前产能 300 万台/年，而募投项目建成后在 2012 年可形成 800 万台产能。并且我们设想，在解决资金瓶颈之后公司会将精力更多投诸于高毛利的高端产品，例如 LED 电视等。另一个具备想象力的空间是，公司的品牌价值没有得到充分利用。大股东华映的母公司为台湾大同企业，是具有近百年历史的机械、电子、家电集团。我们不排除未来大同企业有进军大陆市场的想法，启用厦华的品牌。这对于厦华电子和大同企业来说，绝对是一个双赢的结果。
- 财务预测：我们采用谨慎的原则，以 1 月 21 日收盘价来看，厦华对应 10/11/12 年的 PE 分别为 40X/18X/12X。估值较有吸引力，关键在于增发顺利与否，建议积极关注。

报告日期 2011 年 1 月 24 日

分析师

宋绍峰 FRM, CIIA

☎010-88366060-8869

✉ songsf@cgws.com

执业证书编号：S1070210030003

投资评级：推荐（首次）

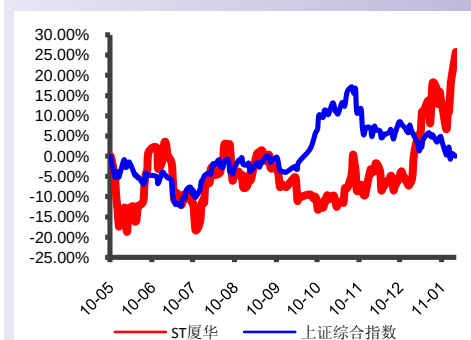
市场数据：

目前股价	6.98
总市值（亿元）	27.2
流通市值（亿元）	20.3
总股本（万股）	37081.9
流通股本（万股）	27698.2
12 个月最高/最低	7.07/4.58

公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入	457334	525934	657418
(+/-%)	10.0%	15.0%	25.0%
净利润	6814	14643	24508
(+/-%)	-33.3%	114.9%	67.4%
摊薄每股收益	0.18	0.39	0.62
PE	39.9	18.6	11.8

公司股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1 月下旬，我们对 ST 厦华（600870.SH）进行了实地调研。调研的基本结论是公司 10 年业绩可能低于市场的普遍预期，11 年增速与行业大致相当，参照行业的估值水平当前还不具备投资价值，但现金流相对稳健，作为 ST 类的公司风险并不大；公司于 10 年 8 月 11 日公布了定向增发的董事会决议，但具体议案仍需修改，我们估计可能在 11 年二季度修订完成后递交股东大会审议，建议在这个时间节点初步建仓，具体决策视修改后的议案而定；我们认为公司投资价值较为突出但不是十分明确，关键在于增发顺利与否，建议积极关注。

我们建议从三个线索来把握公司的投资机会。第一个线索来自于公司的股东背景，这决定公司牢靠的国企背景以及未来做大做强的前途；第二个线索来自于公司生产经营面的独特角度，这个角度使得公司的现金流比较安全，但由于高资产负债率导致经营策略偏保守。第三个线索来自于公司的一些融资项目，包括 LED 电视、互联网电视等，这些产品暗含着高利润率，我们相信在台商稳健的经营思路之下，项目一旦启动，有望给公司带来较丰厚的利润。

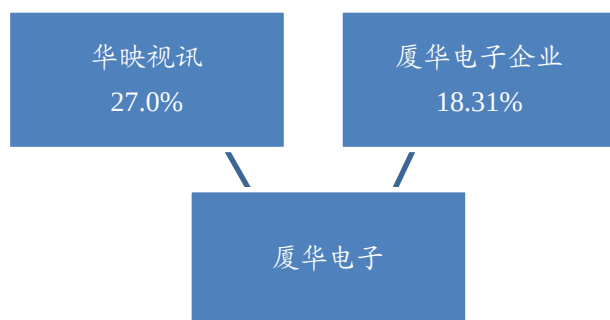
投资线索之一：老牌国企，受到地方与台资股东双力扶持

谈到现在的厦华，不能不谈到他辉煌的历史，与和当前大股东中华映管之间的恩爱故事。

厦华电子成立于 1985 年，当时是由厦门当地政府（习近平同志时任厦门市副市长）与电子工业部（江泽民同志时任部长）共同推动的，也是国资与港资（康力公司）在特区合资办厂的典范，在办厂第一年公司即研制开发出了中国第一台自主研发的电视机，随后公司的品牌在加拿大等国获得了较好的知名度。90 年代中期，康力退出，同时公司登陆 A 股。2000 年之后公司没有跟得上残酷的彩电业竞争，在 06 年开始连续亏损，终于在 09 年停牌，不过由于公司自身努力，09 年开始恢复盈利，并于 10 年成功复牌。

当前公司的股东结构里，是台商控股、国资参股的模式。华映视讯是受到中华映管间接控股的公司，而厦华电子企业由厦门系著名国企建发股份（600153.SH，集团对厦门多家企业控参股）控股，因此厦华的实际控制人是中华映管和厦门建发集团。

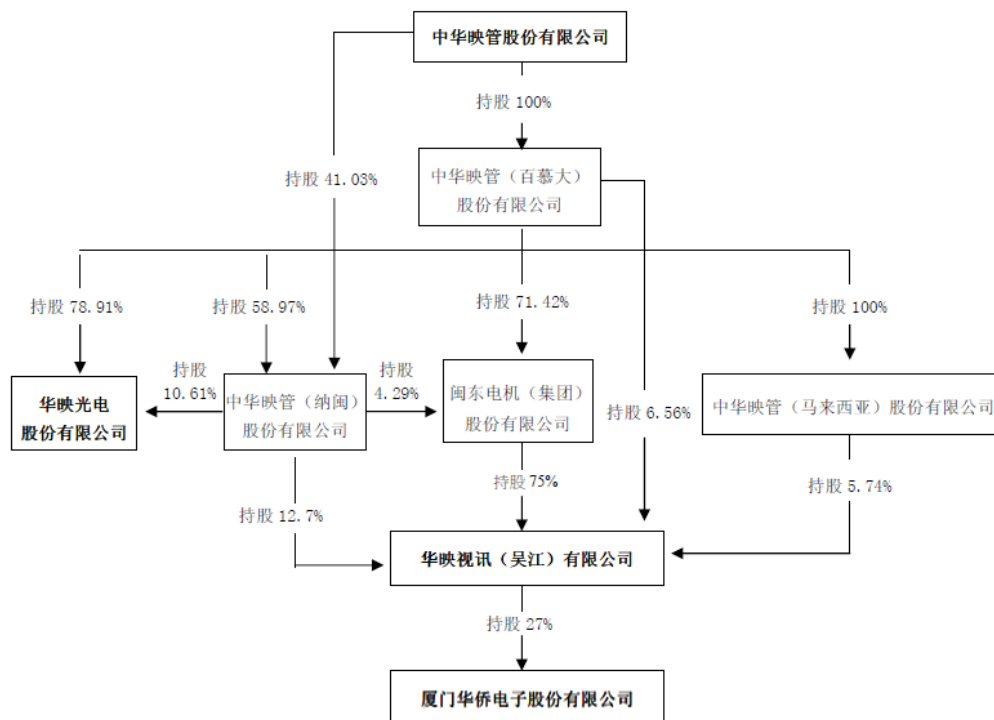
图 1：厦华电子的主要股东股权结构



资料来源：公司 2010 年三季报

公司从创办之初，就受到特区政府的大力扶持和关注，但其亏损苗头在 2005 年就已非常明显。在当时省市领导的关怀之下，公司机缘巧合地和华映一拍即合完成联姻，由上游面板厂商华映来对公司进行治理。而华映我们知道在 2009 年又将旗下面板模具厂注入到了闽闽东（000536.SZ），其实早在 2005 年附近就做好了布局海西做加工厂的打算，现在已经借力资本市场将旗下的中下游生产厂布置在海西。接手厦华之后，公司就出现了正式亏损。初始华映对厦华并不重视，但随后华映管理层出现了变动情况（有兴趣的读者可以查阅台湾大同企业的历史），对厦华的救治开始抱有希望。2007 年，现任董事长王炎元走马上任。王在大同集团具备丰富的生产和贸易经验，来到厦华之后对公司进行了大刀阔斧的产销链改革。而在经营上，作为面板提供商，06、07 年华映给了公司包括赊销等很多支持。

图 2：华映视讯的股权结构



资料来源：公司公告

从另一个侧面我们来看台资、国资对公司的扶持。公司 09 年一季报开始出现了价值 3 亿元的长期借款，这是大股东华映拿出 2 亿元、二股东建发拿出 1 亿元作为无息贷款的真金白银。在 10 年公司公告的面向 10 位机构投资者的 11 亿元融资预案中，华映和建发又将分别出资 2.97 亿元和 1 亿元优先认购。由上可见，股东对于厦华的扶持毋庸置疑。



投资线索之二：紧风控抓外销，增发融资前业绩缺乏进攻性

王炎元董事走马上任后对公司的生产链和销售链做了很多改革，他的个人魅力很强，深谙台湾制造类企业成功的精髓，把很多大同企业的优秀经验引进过来。而公司中层以下的领导员工，基本沿用老厦华的班子。其改革体现在两个方面。一方面，厦华改进了流水线的工艺流程，采用 KPI 考核，使得生产效率大大提高。原来一条生产线一小时生产 60 台，到 09 年可以生产 120 台，10 年生产 180 台，而最近达到了 220 台的水平；并且实现了 24 小时加班作业，厦华的生产线成为全国平板电视行业里最具效率的。生产效率的提高使得制造成本有所降低，相应的激励措施使得员工积极性有所增加，最重要的是厦华可以在不增加厂房和生产线投入的情况下进行扩产。另一方面，厦华推进项目导向性运营。以前的销售只要拿到单子就可以，生产部分必须服从。而现在采用项目经理制，销售、采购、研发一起谈项目，不满足毛利水平的项目不接，项目经理还必须控制客户的及时回款等等。这样就保证了公司极强的成本控制能力，也减少了坏账风险。

从公司当前的经营策略来看，对国内战线采取全面收缩而放弃进攻，当前内销比例不到 10%，这和国内同业的战略大为不同。为什么公司采取这样的策略？

我认为有两方面原因。一方面是公司在国外市场积累了丰富的经验。从厦华厂建立伊始，就成为我国第一批走出去的彩电企业，对北美市场有较好的品牌知名度。近年来公司和国际第一大家电连锁品牌百思买（BESTBUY）建立了非常好的合作关系，成为百思买自有品牌的主力供应商。而百思买近年来扩张速度较快，借助 08 年金融危机成功占领一些欧洲、日本的市场。而厦华在彩电领域的贡献很强，ODM 的质量和速度深得百思买的赏识，其被采购的份额甚至达到 50% 以上，突破了国外厂商采购的传统 532 模式。而给百思买代工的主要竞争对手是冠捷，响应速度上不及厦华，且其精力也被其自有品牌有所牵扯。最近几年国际大品牌有代工加剧的趋势，他们意识到在成本控制等方面较国内厂商不具备成本优势，因此主动将订单交给专业化的代工企业，而自己赚取品牌费用，例如三洋（电视部分被 Toshiba 收购）、三星皆如此。厦华在这一方面已经深谙其道。

另一方面，厦华现在仍然没有脱离 ST 的帽子，资产负债率高达 140%，净资产为负 8 亿左右，公司虽然连续两年盈利，但容不得一点闪失，例如公司一年 40 个亿的销售收入仅留有 2 个月的库存。在这种情况下，ODM 的形式完全符合公司项目导向性的经营理念。与国际品牌合作风险小，利润稳定，而开拓新市场则意味着投入和不确定性。因此在国内市场暂时退缩而维护好代工企业成了必然的选择。但我们认为这种选择也存在一定风险，即优质客户采购量是有限的，依靠代工公司不会呈现量级上的成长。公司在 8 月 11 日公告的融资计划中表明，融资 11 亿中约有 8 亿元偿还债务，将资产负债率降为 100% 以下。在财务安全之后，公司才会表现出更高的业绩弹性。我们认为风险偏好的投资者可以在融资明朗前后介入。



投资线索之三：增发投产项目具有想象空间

增发预案中公告大概用 3 亿元的资金来扩大产能和技术中心扩建，其中 1.2 亿元用于扩产，1.8 亿元用来技术中心改造。我们认为实际的出资比例可能为 2:1，即扩产为主，技改为后。因为厦华本身的研究在国内属于领先水平，研发人员待遇较好而且厦门的风土能够留得住人才。

我们设想，在解决资金瓶颈之后，公司会将精力更多投诸于高毛利的高端产品，例如 LED 电视等。当前领导层对 LED 电视相当重视，将来的生产重心可能放置于此。当前 LED 电视在国内热销，也是平板电视未来 5 年的方向所在，在拿回财务自主权之后，公司的经营策略有望激进一些，例如进行自我品牌的推销、加强与国外高端客户的合作等等，使得公司业绩弹性更大。公司在增发预案中透露，预计在 2015 年形成 1000 万台平板电视的产能。我们预计单纯依靠百思买和东芝不太可能实现这么大的销售，打开多条渠道是迟早的事情。

另一个具备想象力的空间是，公司的品牌价值没有得到充分利用。大股东华映的母公司为台湾大同企业，是具有近百年历史的机械、电子、家电集团。我们不排除未来大同企业有进军大陆市场的想法，启用厦华的品牌。这对于厦华电子和大同企业来说，绝对是一个双赢的结果。

我们感兴趣的一些话题

Q: 华映和建发在 2009 年提供的 3 亿元无息贷款在 2011 年到期后是不是就终结了？增发预案中华映和建发各自认购 2.97 亿元和 1 亿元，是不是相当于把债券转换成股权？

A: 当时就此事有所协议，3 亿元贷款可能会延期，直至每股净资产恢复至 1 元。此次定向增发大股东优先认购，相当于继续注资（反映了大股东对做强上市公司的强烈支持）。

Q: 公司在业务关联上是不是还没有脱离华映的影响，例如向华映采购面板。

A: 在华映入主初期确实对公司的支持力度比较大。最近两年公司的采购已经逐步摆脱关联交易，采购按照择优录取的原则。最近 1 年公司向华映的已采购不足 10%，奇美、友达成了主要的面板供货商。面板最近 1 年供求关系变化较快，07 年的时候是卖方市场，而 09 年开始成了买方市场，10 年 3 季度开始供应过剩较为严重。近年国内京东方、彩虹近年都纷纷打造面板厂。在此情形下，建议对行业熟悉的投资经理对待彩虹股份（600707.SH）的盈利预测谨慎一些。

Q: 公司现在的厂房与固定资产？

A: 前几年形势不好的时候，公司将原有的厂房变卖掉，改为租赁，但所有权已经不属于公司。现在厦华依靠原有设备的生产时间与效率来提高产能，想要打造“轻资产”类的上市公司，今后公司现金充足后肯定会优先



买回地皮。但我们认为这可能是公司一个潜在风险点，因为现在湖里区周围工业用地相对较便宜，但在厦门市地皮日益昂贵的时期里，不排除发生租金上调的情形。

Q: 公司募投项目的前景？

A: 原计划中有 8 个亿偿还债务，3 个亿投向数字电视、LED 电视、3D 电视等项目。我们认为当前平板电视取代 CRT 电视在全球范围内还有一个很长的进程，LCD 的增速有望保持 20% 以上，而 LED 还有取代 LCD 的趋势，增速有望保持 40% 以上。但作为制造业大国，行业内的竞争不可避免，如果不做增发，公司的规模扩产难以实现。扩产之后，业绩有望实现高速增长。

盈利预测与投资建议

对于资产负债率较高的公司，我们总体采用谨慎预测的原则，假设公司 2010 年至 2012 年的平板电视产能分别为 300 万，400 万，800 万。公司产能在 2012 年大幅扩张的原因在于增发资金到位，实现生产线扩充和升级。

毛利率方面，今年公司 2010 年前三季度的毛利率已经基本锁定 10 年较 09 年有所下降，我们认为行业竞争激烈的原因。11 年开始由于面板价格下降、公司倾向于保持毛利，整体销售毛利率会有所恢复。而 12 年开始，投入的高附加值产品毛利其实有望更加提升，向彩电领先企业的平均毛利 15% 靠近。

费用方面，我们认为前期改造后销售费用、管理费用下行的空间已经非常有限。在 2012 年开始，产能的扩张必然伴随着销售费用的上行。但这已经不是影响业绩释放的主要原因。

整体业绩来看，2010 年公司年报可能较为平常，为了从容在 2011 年顺利融资，不排除公司进一步清洗报表的可能，这不是我们投资的理由。2012 年，财务费用的大幅减少、产能的扩充有望使得公司业绩大幅增长，使得 2012 年之后有非常好的看点。

投资建议方面，以 1 月 21 日收盘价来看，厦华对应 10/11/12 年的 PE 分别为 40X/18X/12X。我们估计公司可能在 11 年二季度修订完成后递交股东大会审议，建议在这个时间节点初步建仓，具体决策视修改后的议案而定；我们认为公司投资价值较为突出但不是十分明确，关键在于增发顺利与否，建议积极关注。

风险提示

百思买与公司合作模式的失败；公司定向增发不能通过股东会以及证监会表决；中华映管经营不善或增发认购产生变数；平板电视市场萎缩

图 1: 厦华的毛利有提升空间

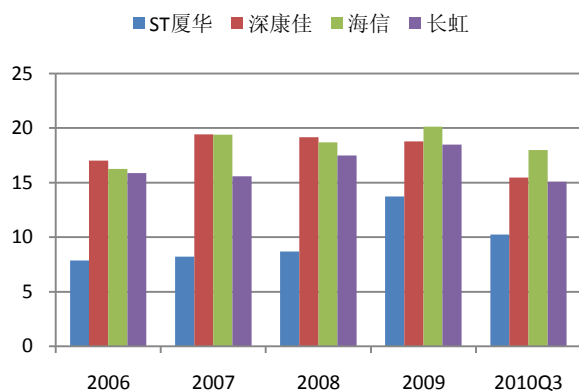
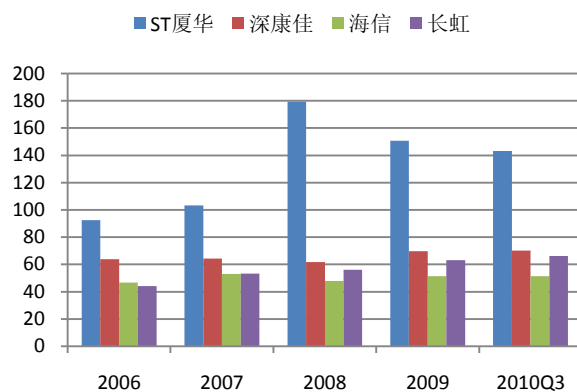


图 2: 厦华资产负债率显著高于同业



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 3: 厦华的期间费用率已经显著低于同业

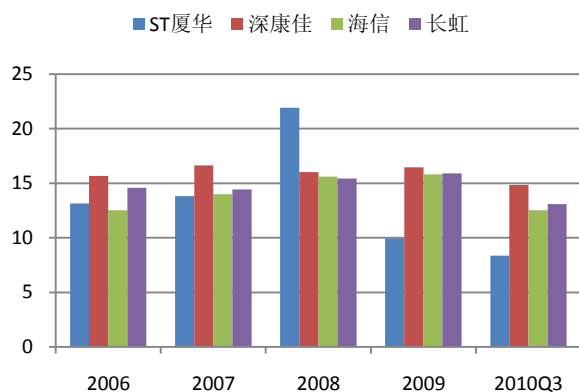
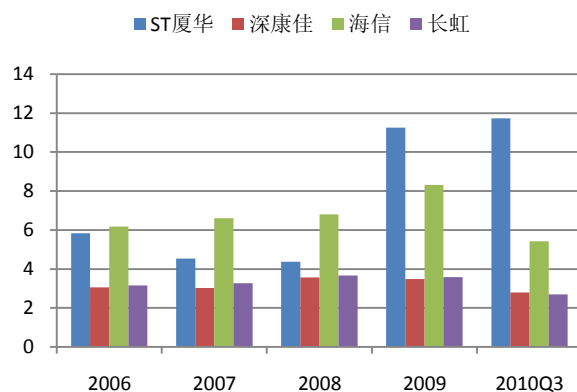


图 4: 厦华的存货周转率显著高于同业



资料来源: Wind, 长城证券研究所

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	415758	457334	525934	657418	成长性				
营业成本	358663	410229	468081	578528	营业收入增长	17.1%	10.0%	15.0%	25.0%
销售费用	27065	20580	23667	32871	营业成本增长	10.6%	14.4%	14.1%	23.6%
管理费用	8005	8689	9993	12491	营业利润增长	-110.2%	-24.4%	117.1%	67.9%
财务费用	6320	9776	6911	4627	利润总额增长	-110.4%	-23.9%	114.9%	67.4%
投资净收益	3	3	0	0	净利润增长	-110.1%	-33.3%	114.9%	67.4%
营业利润	10373	7844	17029	28585	盈利能力				
营业外收支	157	172	198	248	毛利率	13.7%	10.3%	11.0%	12.0%
利润总额	10530	8016	17227	28833	销售净利率	2.5%	1.5%	2.8%	3.7%
所得税	119	1202	2584	4325	ROE	-10.3%	-7.4%	-18.9%	-58.6%
少数股东损益	200	0	0	0	ROIC	135.8%	51.5%	92.2%	97.3%
净利润	10210	6814	14643	24508	营运效率				
资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	销售费用/营业收入	6.5%	4.5%	4.5%	5.0%
流动资产	172565	206807	234026	221293	管理费用/营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
货币资金	64174	94404	105137	60851	财务费用/营业收入	1.5%	2.1%	1.3%	0.7%
应收帐款	73257	64381	74038	92548	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1853	4472	5142	6428	所得税/利润总额	1.1%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	27315	38668	44121	54532	应收帐款周转率	6.04	6.61	6.31	6.31
非流动资产	22963	31813	40083	48355	存货周转率	10.87	9.91	9.49	9.43
固定资产	14394	23990	33007	42025	流动资产周转率	2.19	2.07	2.31	2.55
资产总计	195528	238620	274109	269648	总资产周转率	1.92	1.78	1.93	2.11
流动负债	259563	295841	316688	356495	偿债能力				
短期借款	148568	148568	148568	148568	资产负债率	150.7%	138.6%	128.3%	115.5%
应付款项	85487	111029	126687	156580	流动比率	0.66	0.70	0.74	0.62
非流动负债	35003	35003	35003	-44997	速动比率	0.56	0.57	0.60	0.47
长期借款	30000	30000	30000	-50000	每股指标（元）				
负债合计	294566	330845	351691	311498	EPS	0.275	0.184	0.395	0.622
股东权益	-99039	-92225	-77582	-41850	每股净资产	-2.67	-2.49	-2.09	-1.06
股本	37082	37082	37082	39382	每股经营现金流	-1.20	1.15	0.66	1.02
留存收益	#####	-130467	-115824	-82392	每股经营现金/EPS	-4.3	6.3	1.7	1.6
少数股东权益	1160	1160	1160	1160	估值	2009	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	195528	238620	274109	269648	PE	26.3	39.5	18.4	11.7
现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	PEG	0.78	0.44	0.27	-
经营活动现金流	-44353	42703	24454	40268	PB	-2.7	-2.9	-3.5	-6.8
其中营运资本减少	-48312	32266	4361	8254	EV/EBITDA	17.53	21.30	15.39	9.56
投资活动现金流	-739	-12473	-13720	-15778	EV/SALES	1.09	0.99	0.86	0.59
其中资本支出	-982	-12473	-13720	-15778	EV/IC	11.39	24.60	17.58	12.04
融资活动现金流	60378	0	0	-68776	ROIC/WACC	-66.04	-25.06	-44.86	-47.30
净现金总变化	16159	30230	10734	-44286	REP	-0.17	-0.98	-0.39	-0.25

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

宋绍峰: 07年毕业于清华大学热能工程系工程热物理专业, 获工学硕士学位, 持有FRM、CIIA等资格, 通过CFA 3级考试, 研究范围横跨数量、策略与个股研究

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>