



LENOVO GROUP LIMITED (992.HK)

联想集团有限公司 (992.HK) - 提出购买推荐
标价格5.8 HKD

2017年3月10日



萬海證券有限公司
AMC WANHAI SECURITIES LIMITED

联想集团有限公司 - 强大的PC市场地位支持其进入高增长阶段

AMC万海提出对联想集团有限公司（992.HK）的买入，目标价格为港币5.8元。

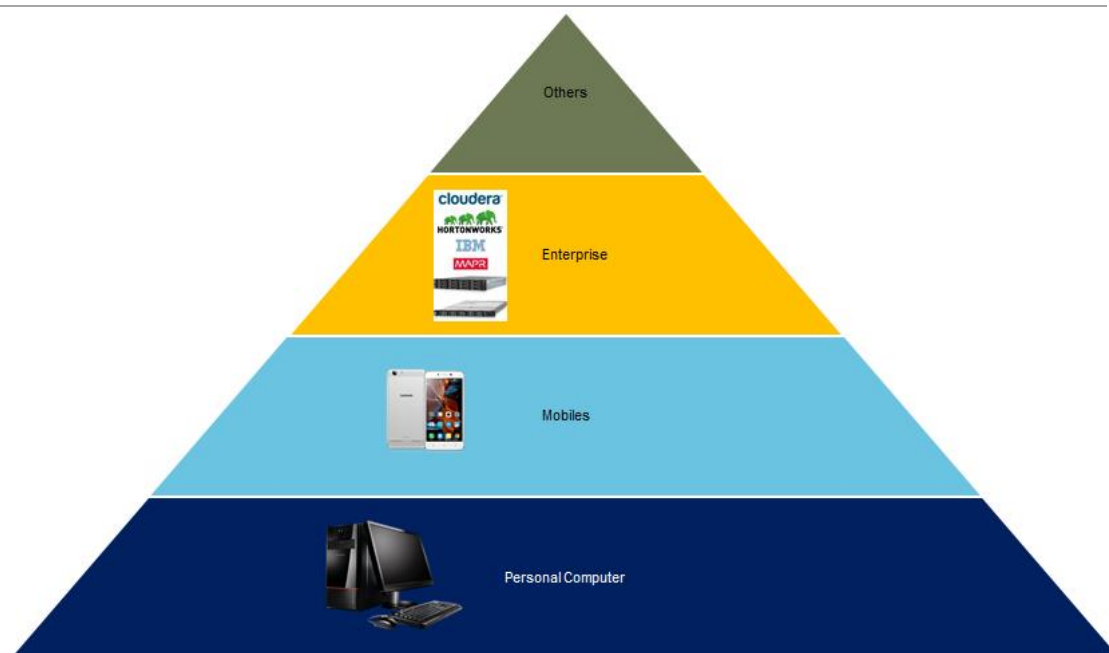
我们认为该公司的业务转型及开发新增长业务方面都在正确的轨道上运作及推进。公司继续在移动业务及企业业务中获得提高，同时也保持其在PC业务市场上的优势。公司的转型将由PC业务提供坚实的基础继续支持公司移动和企业业务的发展，促使它们都能可持续增长并发展成新的高增长利润版块。

公司的股价在过去一年中已经修正了27%以上。我们认为负面消息对其的影响已经在价位上得到了显现，之后下跌的风险将会是有限的。我们对该公司看法积极是基于其基本面的改善及合理的估值。我们认为公司会有更好的前景，并相信它有望在即将到来的相当长的一段时间里领跑整个市场。

业务概述

联想集团有限公司是一家香港公司，主要从事个人电脑及相关产品的业务。该公司的产品组成包括了个人计算机（PC）、移动业务、企业业务、云服务。PC部分包括笔记本电脑、平板电脑以及台式电脑。移动业务中还包括智能手机。联想的业务覆盖了四大区域：中国、亚太、欧洲和中东、以及非洲和美洲。联想在2016财年的销量是将近1100万台，排名世界第三。

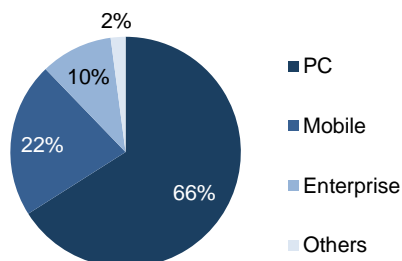
截至2016财年，该公司占有约21%的市场份额，为其核心的PC业务方面取得了强劲的业绩。



资料来源：公司信息

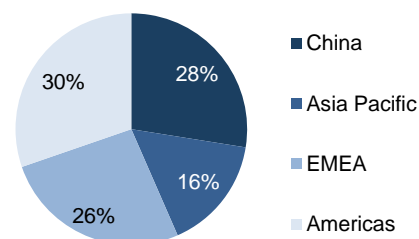
销售分析

业务分类 - 2016财年



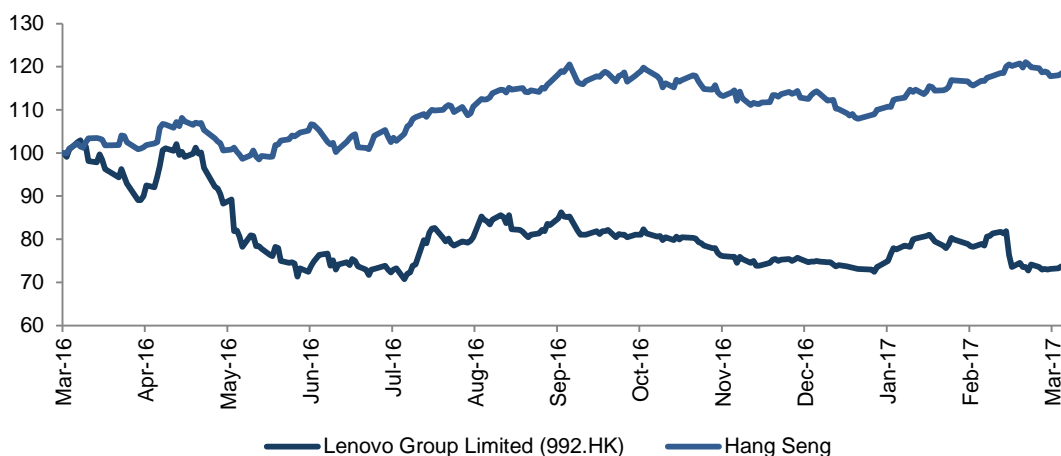
资料来源: 公司信息

区域分类 - 2016财年



资料来源: 公司信息

近期股价表现 (重组)



资料来源: 彭博 2017年3月9日信息

价格表现, 目标价格及上涨/下跌

表现	1个月	6个月	12个月
联想	(9.7)%	(14.5)%	(27.1)%
恒生	(0.1)%	(2.5)%	17.5%
2017年3月10日价格	HKD 4.66		
目标价格 - 12个月 (12个月市场共识)	HKD 5.80		
上涨/下跌	1.8%		
52周范围	HKD4.49 - 6.60		

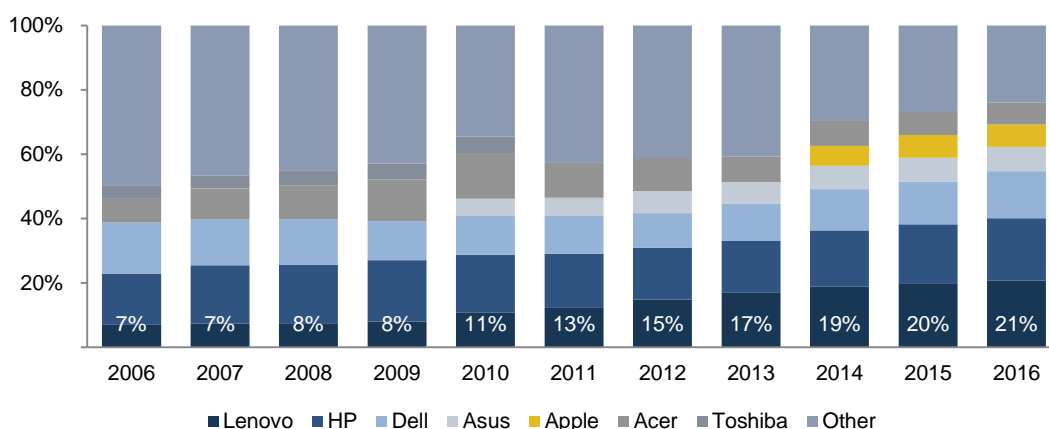
资料来源: 彭博 2017年3月9日信息

投资理由

市场主导地位

多年来，联想在拓宽其PC和平板电脑市场上一直都有卓越的表现。其全球PC市场份额从2006年的7.0%上升到了2016年的21%。从2006年成为第四大PC供应商后，保持着PC市场份额的不断扩张，并在2013年成为PC市场上最大的玩家。

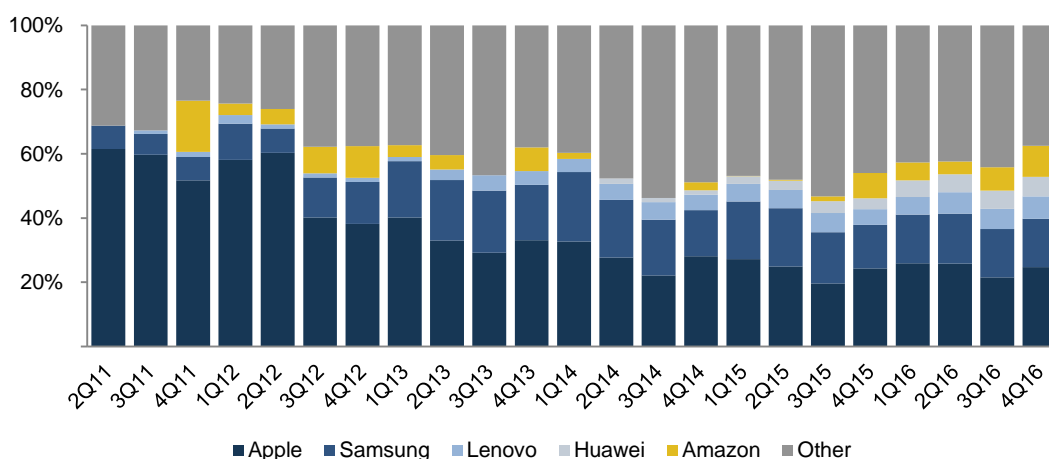
全球PC市场份额



资料来源: IDC

在竞争激烈的平板电脑市场中，联想已超越市场的表现在不断扩大其市场份额。自2011年第三季度以来，从仅为较低的1.1%市场占有率到2016年第四季度其在平板电脑市场上的份额已经增长到了约7%。虽然该公司仍落后于苹果、三星和亚马逊，但是它已经成功地巩固了其在市场上的地位，从而为其进一步深入市场奠定了坚实的基础。

全球平板电脑市场份额



资料来源: IDC

该公司已经成功地巩固了其自身的份额并抵御了现有玩家和新对手的进步发展。这使得该公司能够在合同市场上取得良好的成果，并为未来市场的反弹保持良好的状态。

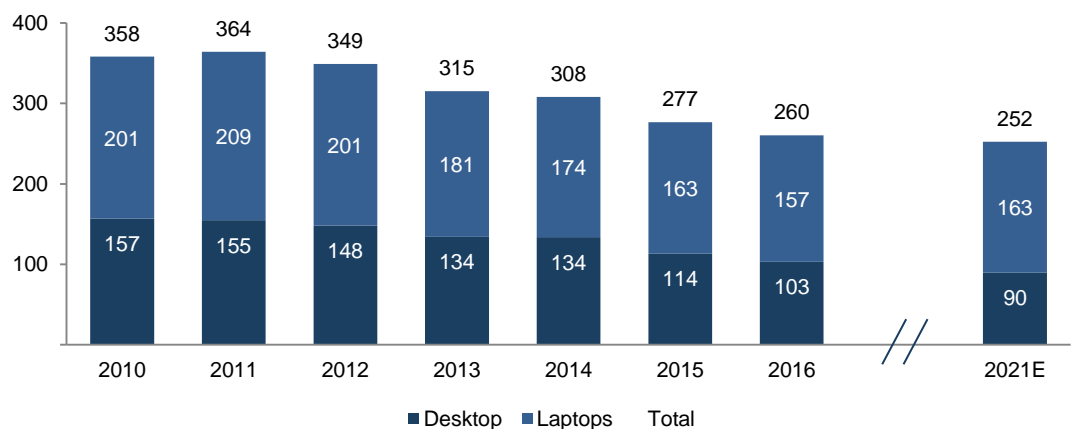
PCD销售预计在2016年后将趋于稳定

公司传统的PC业务（台式、笔记本和工作台的组合）贡献了公司的大部分收入。该部分自2011年以来处于长期减弱的状态。整个产业模式正受到平板电脑和手机（特别是手机平板）发展的挑战，它们已经取代了传统PC在休闲用户心中的地位。此外，该产业未能有所创新，因此人们对它的升级欲望也随之减少。

笔记本电脑一直是该领域的一个相对亮点，因为它们的内容创作领域（对商务买家至关重要）保留了其固有的优势，同时吸纳了更多的移动体验。对于大多数用户来说，可分离的平板电脑尚未能够完全取代笔记本电脑。

IDC认为笔记本电脑和传统PC市场总体来看，将会呈现出一个相对稳定的状况，因为一些移动设计产品数量的增长与非移动产品数量的下降互相抵消。

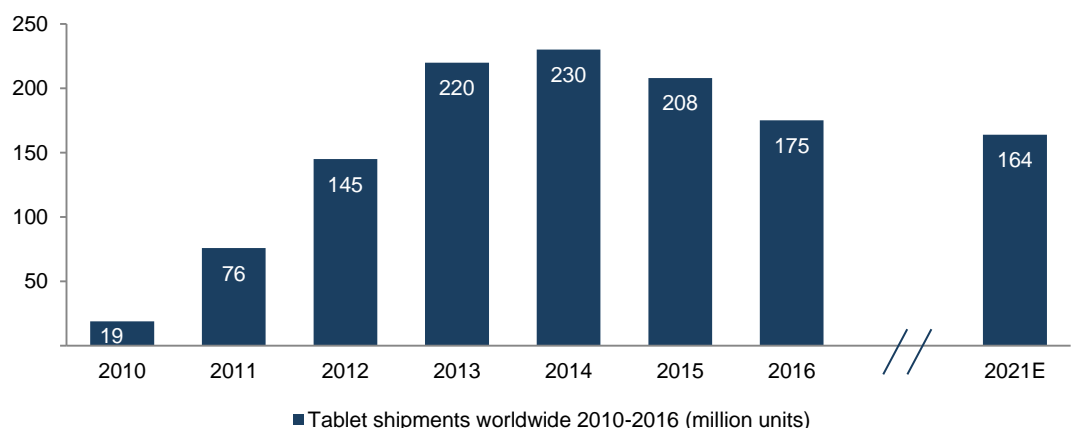
全球PC出货量2009-20年（百万台）



资料来源: IDC

在2010 - 2014年间，平板电脑市场（板式和可分离产品）出现了令人瞩目的增长，然而其在过去三年中也出现了销售回落的现象。目前的平板电脑市场正在努力克服用户群已成熟的挑战。

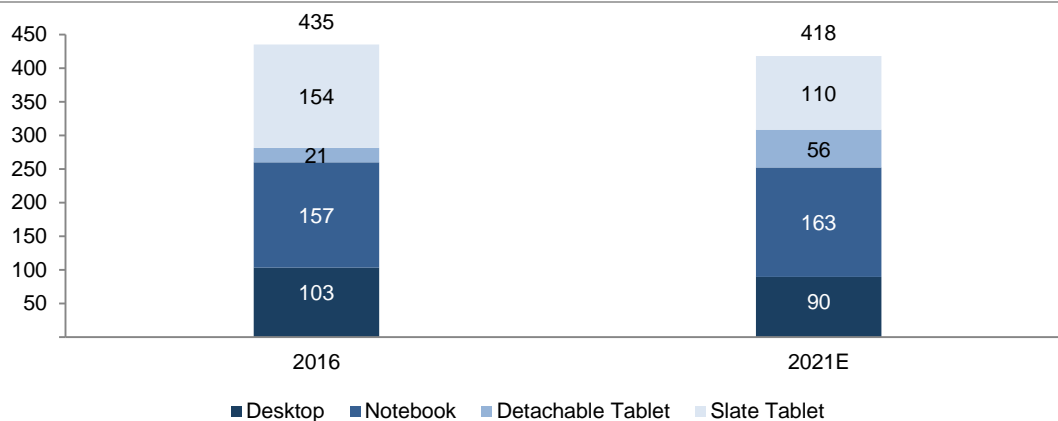
全球平板电脑出货量2010-20年（百万台）



资料来源: IDC, Statista

展望未来，平板电脑市场内部预计会出现一定的产品方向性流失即可分离（二合一）产品越来越受欢迎而普通板式平板电脑的人气却会不断下降。IDC预计随着可分离（二合一）产品的日益普及，未来五年内平板电脑的市场将会恢复增长。

平板电脑 (百万台)



资料来源: IDC

争对板式平板电脑和台式机销售的并置，笔记本电脑将在整体的个人计算机销售领域占据更高的份额，将从2016年PCD市场的36%（仅略高于板式平板电脑）上升到2021年的近39%，而板式平板电脑份额将下降至26%。可分离产品预计将进一步扩大其份额，从2016年的4.9%增长到2021年PCD市场的13.4%的份额。

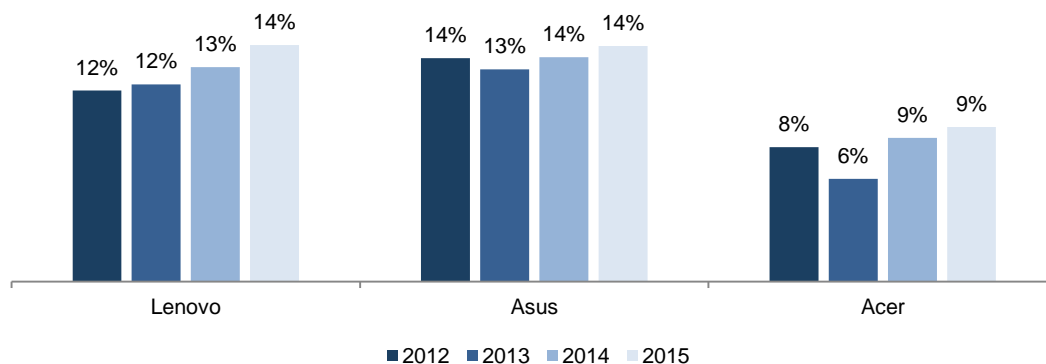
联想的可分离式平板电脑和笔记本电脑产品的收入有着创纪录的强劲增长。该公司处于较好的受益于向笔记本电脑及可分离产品转变的定位。

持续增长的利润

由于封喉般的竞争和市场压缩，PC市场正面临挑战。这也反映在了公司的利润上。大多数公司仍在艰难地维持着一定的利润，但有些公司已经陷入了亏损。然而，在这个极具挑战的时期，联想已经能设法增加它的利润了，而它的竞争对手只能勉强维持他们的利润。

下图清楚地表明联想的利润自2012年以来一直呈上升趋势。收购IBM和摩托罗拉有助于提高其的增长。在2015财年，集团的毛利润同比增长了32%，利润率提高了130个基点。该趋势在2016财年得到了持续，公司EBITDA利润率进一步扩大了32个基点至14.75%。

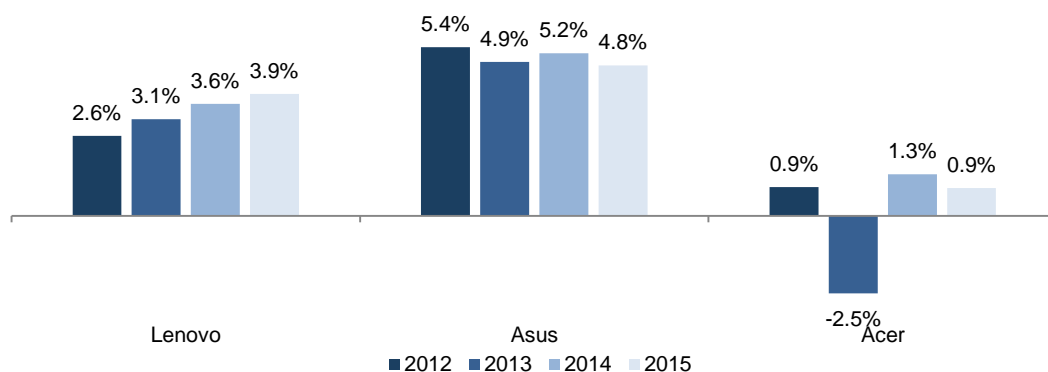
毛利率提高与同业的比较



资料来源: 公司信息

随着毛利润的增长，EBITDA利润率也持续稳步上升，从2012年的2.6%上升至2015年的3.9%。该公司的EBITDA利润率，虽然仍低于华硕，但具有积极增长的势头，这也表明了其业务效率的提高。这与过去几年见证过毛利率缩水的同业形成了对比。

EBITDA利润率增长与同业的比较

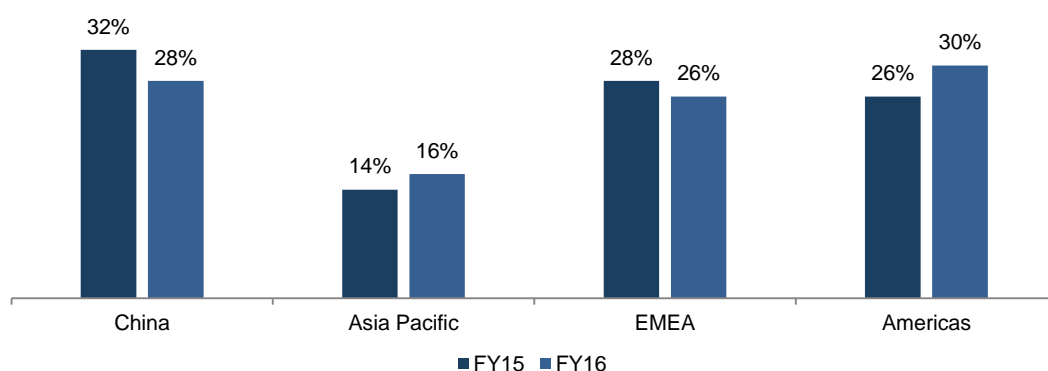


资料来源：公司信息

扩大和巩固在海外市场的高速增长地位






多年来，公司自发扩展的多元化业务减少了对中国市场的依赖。

收益分类 – 按地区



资料来源：公司信息

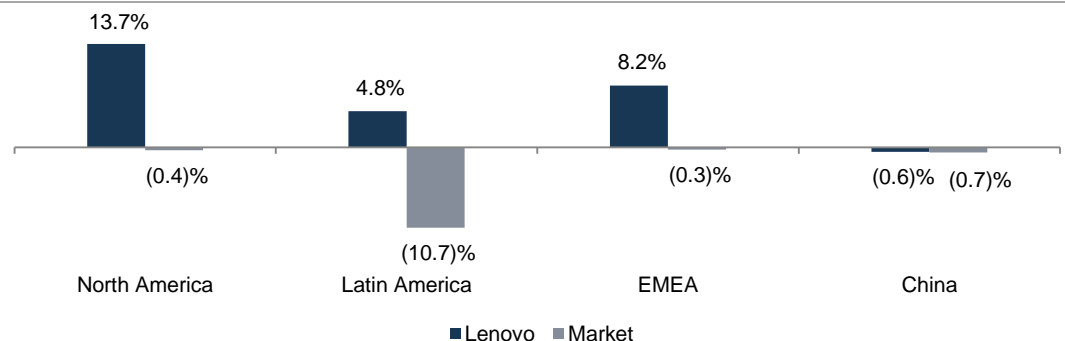
尤其重要的是，联想在一些发展最快的市场上都表现出了巨大的成长。一个最典型的例子就是其在快速增长的印度移动市场上的巨大成长，它的市场份额已经从3.5%增加到了8.2%，从而在这竞争激烈的市场中成为了一个重要的玩家。

地区	业务范围	2015财年	2016财年	增长率
印度		4.7%	8.2%	+3.5 pts
巴西		19.7%	18.1%	-1.6 pts
俄罗斯		5.1%	9.4%	+4.3 pts
MEA		2.7%	3.2%	+0.5 pts
东部地区*		3.7%	6.7%	+3.0 pts

资料来源：公司数据，*东部地区包括俄罗斯

在PC业务上，公司也一直领跑市场，超过了市场的平均水平，尤其是在海外国家的发展。

联想PC业务与全球PC市场表现的对比



资料来源：公司信息

多元化产品

该公司正在探索消费级产品领域以寻求下一个巨大的成长机遇。为此，在2017年1月，该公司公布了一款新产品：New Glass C200。该产品是一个单边智能视觉现实增强眼镜，在与智能手机连接时将使用户能够访问他们所需的信息。虽然该产品类似于Google Glass，但联想针对的是商务用途市场，即员工可以使用此设备快速地访问信息。联想计划将于2017年6月推出该产品。



资料来源：lenovo.com

生态系统和云服务业务成为主要的增长动力

公司在其ECS的业务上继续推进。公司已经为这块业务奠定了坚实的基础，并不断增强其用户体验。经过公司的努力，该板块继续显现了强劲的增长。2016年每月活跃用户数量突破2亿人是公司大力推动此业务的有利证明。

智能手机业务的转亏为盈指日可待

联想的移动产品销售已经超过了过去几年的市场规模。这样的增长主要是由印度市场的壮大所推动的。在2017年第三季度，尽管有不利影响，其在印度市场的份额的增长几乎到了10%。在最大的智能手机市场之一，这种强劲势头支持着智能手机业务将转亏为盈并结出硕果的这一理论。随着产品结构的改善（增加ASP和GM），我们预计盈亏平衡的出货量会有所减少，会少于2000万台。此外，让我们有积极看法的原因是管理层导向进一步支持2018年度收益的同比增长会在10%并会有更多的出货量，主要是价格较贵的Moto系列（销售额将占2017年第三季度的45%）。

对等估值指标表:

公司	EV/Revenue			EV/EBITDA			P/E		
	LTM	CY+1	CY+2	LTM	CY+1	CY+2	LTM	CY+1	CY+2
联想	0.2x	0.1x	0.1x	3.7x	4.4x	3.8x	NA	9.7x	7.9x
宏基	0.1x	0.1x	0.1x	NA	4.3x	4.3x	60.5x	35.5x	35.1x
华硕电脑	0.3x	0.3x	0.3x	NA	6.4x	6.8x	10.2x	10.6x	10.6x
惠普	0.6x	0.6x	0.6x	7.0x	7.2x	7.3x	8.2x	10.3x	10.1x
中	0.3x	0.3x	0.3x	5.3x	5.6x	5.6x	26.3x	16.5x	15.9x
高	0.6x	0.6x	0.6x	7.0x	7.2x	7.3x	60.5x	35.5x	35.1x
低	0.1x	0.1x	0.1x	3.7x	4.3x	3.8x	8.2x	9.7x	7.9x

资料来源:彭博2017年3月9日

风险及关注事项

- PC业务的下降使其市场份额减少
- 比预计需要更长的时间让移动及企业业务走入正轨并成为盈利中心
- 价格竞争的增强会影响到公司已经很薄的利润空间
- 移动产品销售专注于高端智能手机可能会对销售产生不利影响

财政数据

收益与损失 (数据以十亿美金为单位)

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E
营业收入	16.6	21.6	29.6	33.9	38.7	46.3	44.9	43.1	44.1
产品销售成本	14.8	19.2	26.1	29.8	33.6	39.6	38.3	37.5	38.2
毛利润	1.8	2.4	3.4	4.1	5.1	6.7	6.6	5.6	6.0
EBITDA	0.4	0.6	0.8	1.0	1.4	1.8	0.8	1.4	1.5
D&A	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	0.6	0.6
EBIT	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.3	0.1	0.7	0.9
非经营支出/收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	0.0
PBT	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.0	(0.3)	0.7	0.9
税收	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	(0.1)	0.0	0.0
PAT	0.1	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	(0.1)	0.7	0.9

资产负债表 (数据以十亿美金为单位)

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A
资产							
现金和投资	2.4	3.0	4.2	3.6	4.0	3.0	2.0
应收账款	1.4	1.8	3.0	3.5	3.6	5.6	4.5
库存	0.9	0.8	1.2	2.0	2.7	3.0	2.6
其他流动资产	1.5	2.4	3.4	3.4	3.1	4.0	3.8
流动资产合计	6.2	7.9	11.8	12.4	13.4	15.5	13.0
净PP&E	0.3	0.3	0.5	0.7	1.1	2.0	2.0
长期投资	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
其他长期资产	2.3	2.4	3.5	3.7	3.9	9.8	9.9
总资产	9.0	10.7	15.9	16.9	18.4	27.4	24.9
负债							
应付帐款	3.1	2.2	4.1	3.6	4.8	4.7	4.3
长期流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.7	1.5	2.5	2.6	2.6	3.4	3.1
流动负债合计	6.4	8.0	11.8	12.1	13.5	17.4	15.8
长期负债	0.3	0.0	0.0	0.3	0.0	1.9	2.5
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	7.3	8.9	13.4	14.2	15.3	23.3	21.9
总股本	1.6	1.8	2.4	2.7	3.0	4.1	3.0
负债合计及股权	9.0	10.7	15.9	16.9	18.4	27.4	24.9

现金流量表 (数据以十亿美金为单位)

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A
运营现金	0.9	1.0	2.0	0.1	1.5	0.3	0.3
投资现金	(0.3)	0.0	(0.9)	(0.3)	(0.6)	(3.3)	(0.9)
融资现金	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	2.0	(0.4)
净变现金	0.4	0.7	0.8	(0.3)	0.4	(1.0)	(0.9)

重要比值

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E
资产收益率 (%)	1.7%	2.8%	3.6%	3.9%	4.6%	3.6%	-0.5%	2.2%	2.6%
资本回报率 (%)	6.9%	13.3%	21.0%	22.9%	25.8%	17.6%	-0.8%	NA	NA
股本回报率 (%)	8.9%	15.9%	22.5%	25.3%	28.8%	23.4%	-3.6%	16.4%	16.7%
毛利率 (%)	10.8%	10.9%	11.7%	12.0%	13.1%	14.4%	14.7%	NA	NA
EBITDA利润率 (%)	2.3%	2.6%	2.6%	3.1%	3.6%	3.9%	1.8%	NA	NA
息税前利润率 (%)	1.3%	1.8%	2.0%	2.5%	2.9%	2.8%	0.1%	1.8%	2.1%
净利润率 (%)	0.8%	1.3%	1.6%	1.9%	2.1%	1.8%	-0.3%	1.8%	1.8%
总负债/股权 (%)	36.7%	14.8%	2.6%	17.9%	15.1%	74.4%	107.4%	NA	NA
净债务/ EBITDA (x)	(4.8x)	(4.8x)	(5.4x)	(3.0x)	(2.5x)	0.1x	1.5x	0.6x	0.1x

资料来源: 彭博

Disclosure:

AMC Wanhai Securities limited may have received compensation or other benefits from the listed company in connection with the investment research. Our firm does not have financial interests (including stock holding) equal 1% or more of the market capitalization of the listed company under review; nor any investment banking relationship with the listed company or market-making activities in the stock and none of our staff members is an officer of the listed company. The analysts below do not have financial interests in the listed companies in this report.

Disclaimer:

This report is prepared by Aranca Inc. for publication by AMC Wanhai Securities limited. Aranca is a customized research and analytics services provider to global clients.

The information contained in this document is confidential and is solely for use of those persons to whom it is addressed and may not be reproduced, further distributed to any other person or published, in whole or in part, for any purpose.

This document is based on data sources that are publicly available and are thought to be reliable. Aranca may not have verified all of this information with third parties. Neither Aranca nor its advisors, directors or employees can guarantee the accuracy, reasonableness or completeness of the information received from any sources consulted for this publication, and neither Aranca nor its advisors, directors or employees accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection with this document.

Further, this document is not an offer to buy or sell any security, commodity or currency. This document does not provide individually tailored investment advice. It has been prepared without regard to the individual financial circumstances and objectives of persons who receive it. The appropriateness of a particular investment or currency will depend on an investor's individual circumstances and objectives. The investments referred to in this document may not be suitable for all investors. This document is not to be relied upon and should not be used in substitution for the exercise of independent judgment.

This document may contain certain statements, estimates, and projections with respect to the anticipated future performance of securities, commodities or currencies suggested. Such statements, estimates, and projections are based on information that we consider reliable and may reflect various assumptions made concerning anticipated economic developments, which have not been independently verified and may or may not prove correct. No representation or warranty is made as to the accuracy of such statements, estimates, and projections or as to its fitness for the purpose intended and it should not be relied upon as such. Opinions expressed are our current opinions as of the date appearing on this material only and may change without notice.

© 2016, AMC Wanhai Securities limited Limited. All rights reserved.

**CONTACT US**

1605, West Tower, Shun Tak Center, 168-200 Connaught Road, Central, Hong Kong
Direct: +852 2116 3536 | Fax: +852 2151 1778
E-mail: info@amcapital.hk



萬海證券有限公司
AMC WANHAI SECURITIES LIMITED