

疫情冲击致短期业绩承压，看好 PC 主业盈利改善及 IDC 新业务前景

——联想集团 (0992.HK) FY20Q3 业绩点评

海外公司简报

◆FY20Q3 营收同比微增，盈利表现超预期

FY20Q3 实现营收 141.03 亿美元，同比微增 0.5%。毛利率同比上升 1.5 个百分点至 16.1%，由于 PC 产品结构显著优化、软件和服务占比提升致毛利率超预期改善。综合 PC 业务盈利能力提升及经营费用上升影响，除税前溢利同比上升 11.4% 至 3.9 亿美元，归母净利润为 2.58 亿美元，对应净利率 1.4%。

◆疫情影响 PC 业务短期下滑，CPU 供应缓解、中国换机潮驱动平稳增长

FY20Q3 PC 和智能设备业务营收同比上升 2.9%，Intel CPU 缺货背景下依靠调度上游供应资源仍实现小幅增长。疫情冲击导致 PC 业务需求及供给端短期受限带来 FY20Q4 营收下滑压力。后续公司产能爬坡、递延需求释放及 Intel CPU 缺货情况逐季改善、中国商用机换机潮开启，有望驱动 PC 业务有望恢复平稳增长，中国区毛利率提升有助于其盈利能力稳中有升。

◆手机业务对武汉工厂依赖度偏高，导致 FY20Q4 亏损风险

FY20Q3 手机业务营收同比下滑 17.3%，受单季个别因素致零部件缺货影响；期内税前溢利 300 万美元，连续 5 个季度实现盈利。受武汉工厂产能供应限制，FY20Q4 收入或显著下降，规模经济效益下降导致手机业务亏损风险。

◆IDC 步入投资回收期业务竞争力增强，待疫情消退后将实现快速成长

FY20Q3 IDC 业务营收同比持平，受记忆体价格下滑致 ASP 下降影响，对出货量同比上升。鉴于下游科技巨头资本开支回暖、公司补齐主板设计能力短板、推出服务器+存储方案及中国区低价本土化方案提升自身竞争力，我们预计待疫情影响消退后 IDC 业务有望实现营收端快速增长、逐步扭亏为盈。

◆估值与评级

疫情冲击导致 FY20Q4 业绩下滑压力，下调 20 财年 EPS 预测 7% 至 0.058 美元；考虑到 Intel CPU 供应问题逐步改善、中国商用机换机潮开启有助公司 PC 主业继续盈利改善，同时 IDC 新业务步入投资回收期、补齐技术短板实现业务能力升级及中国区低价本土化方案催生 IDC 盈利前景更加明朗，上调 21-22 财年 EPS 预测 1%/14% 至 0.070/0.088 美元。参考港股硬件销售可比公司 20 年（对应联想 21 财年）7-22 倍 PE 区间，台股美股 PC 同业 20 年 8-15 倍 PE 区间，考虑到 PC 主业市场份额扩张及 IDC 新业务前景向好有助估值提升，给予其 21 财年 13 倍 PE，上调目标价至 7.1 港币，上调至“买入”评级。

◆风险提示：中国商用机换机潮延后；IDC 新业务拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标 (美元)	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入 (百万美元)	45,350	51,038	49,912	50,981	53,579
营业收入增长率 (%)	5.4	12.5	(2.2)	2.1	5.1
净利润 (百万美元)	(189)	596	696	839	1,058
净利润增长率 (%)	(135.4)	(415.0)	16.7	20.6	26.1
EPS (美元)	(0.02)	0.05	0.06	0.07	0.09
P/E	(43)	14	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 2 月 21 日

注：财报年度由上年 4 月 1 日截至当年 3 月 31 日；按照 1USD=7.7880 HKD 换算

买入 (上调)

当前股价/目标价：5.6/7.1 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA, FRM

021-52523692

futz@ebsec.com

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

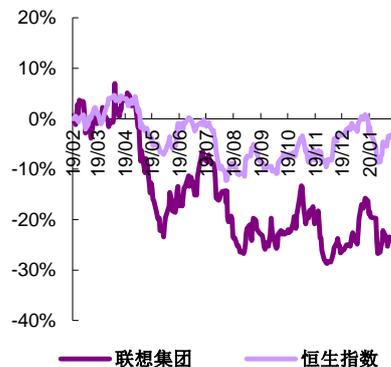
总股本(亿股)：120.15

总市值(亿元)：666.82

一年最低/最高(元)：4.93-7.58

近 3 月换手率：31.5%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.6	-44.5	-11.6
绝对	-1.6	-36.4	-16.8

资料来源：Wind

相关研报

PC 龙头继续受益行业周期回暖，拓展 IDC 构筑中长期增长点 2019-11-05

附录

表 1: 损益表

(单位: 百万美元)	FY2018	FY2019	FY2020E	F2021E	FY2022E
主营业务收入	45,350	51,038	49,912	50,981	53,579
营业成本	(39,078)	(43,667)	(41,766)	(42,604)	(44,616)
毛利	6,272	7,371	8,146	8,377	8,963
其它收入	(21)	(59)	(58)	(59)	(62)
营业开支	(5,864)	(6,134)	(6,594)	(6,632)	(6,945)
营业利润	387	1,178	1,494	1,686	1,955
财务成本净额	(231)	(310)	(429)	(410)	(401)
应占利润及亏损	(3)	(11.5)	2	(4)	(4)
税前利润	153	857	1,068	1,272	1,549
所得税开支	(280)	(199)	(235)	(280)	(341)
税后经营利润	(127)	657	833	992	1,209
少数股东权益	(9)	(7)	(83)	(99)	(97)
永续债券持有人收益	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
净利润	(189)	596	696	839	1,058
息税折旧前利润	1,125	1,976	2,328	2,645	3,041
息税前利润	387	1,178	1,494	1,686	1,955
每股收益 (元)	(0.02)	0.05	0.06	0.07	0.09
每股股息 (元)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.07

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万美元)	FY2018	FY2019	FY2020E	F2021E	FY2022E
总资产	28,494	29,988	34,855	35,468	36,229
流动资产	15,663	16,886	21,644	22,240	23,106
现金及短期投资	1,932	2,733	7,487	7,647	8,037
有价证券及短期投资	25	71	50	49	56
应收账款	4,973	6,661	5,749	6,051	6,507
存货	3,792	3,435	3,499	3,685	3,702
其它流动资产	4,942	3,986	4,859	4,809	4,804
非流动资产	12,831	13,102	13,212	13,228	13,123
长期投资	36	79	80	78	76
固定资产净额	1,305	1,431	1,750	1,956	2,043
其他非流动资产	11,490	11,592	11,381	11,194	11,003
总负债	23,948	25,891	30,405	30,621	30,872
流动负债	19,460	20,490	25,380	25,683	25,817
应付账款	6,451	6,430	6,265	6,391	6,692
短期借债	1,167	1,953	6,874	7,199	6,913
其它流动负债	11,842	12,107	12,241	12,093	12,211
长期负债	4,488	5,401	5,025	4,938	5,055
长期债务	2,649	2,427	2,227	2,027	1,827
其它	1,840	2,974	2,799	2,912	3,228
股东权益合计	4,546	4,097	4,450	4,847	5,357
股东权益	4,512	4,390	4,660	4,958	5,371
少数股东权益	34	(293)	(210)	(111)	(14)
负债及股东权益总额	28,494	29,988	34,855	35,468	36,229
净现金/(负债)	(3,723)	(4,621)	(4,413)	(4,491)	(3,931)
营运资本	2,314	3,666	2,983	3,345	3,517
长期可运用资本	9,034	9,498	9,476	9,786	10,412
股东及少数股东权益	4,546	4,097	4,450	4,847	5,357

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万美元)	FY2018	FY2019	FY2020E	F2021E	FY2022E
经营活动现金流	(756)	1,473	1,854	1,822	2,568
净利润	(189)	596	696	839	1,058
折旧与摊销	739	799	834	959	1,086
营运资本变动	(426)	(434)	683	(362)	(172)
其它	(880)	511	(359)	385	596
投资活动现金流	(1,113)	(700)	(826)	(878)	(891)
资本性支出净额	(630)	(571)	(860)	(860)	(860)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(3)	(43)	(1)	2	2
其它资产变化	(480)	(85)	35	(20)	(33)
自由现金流	(2,325)	180	1,291	845	1,366
融资活动现金流	874	123	3,726	(783)	(1,288)
股本变动	496	0	0	0	0
净债务变化	779	564	4,721	125	(486)
派发红利	(378)	(453)	(480)	(595)	(698)
其它长期负债变化	(22)	11	(516)	(314)	(103)
净现金流	(995)	895	4,754	160	390

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼