

## Companies

一个昔日“龙头”在估值时代的样本意义

## 四川长虹隐含价值调查

□本报记者 乐嘉春 田立民

四川长虹在中国证券市场上曾创造过“长虹不败”的辉煌历史,但自1998年以后,四川长虹的经营业绩出现了大幅下滑,由此也渐渐步入了长达8年的痛苦调整期。目前,四川长虹携手大股东长虹集团重拳出击等离子(PDP)项目让市场耳目一新,而四川长虹同时也表示调整期已经结束。那么,如今的四川长虹能否借此重新崛起?是否会迎来一个全新发展的历史性“拐点”?当前四川长虹的公司价值如何?

## 卸卸历史包袱

回顾四川长虹的发展历史,四川长虹由辉煌走向痛苦的调整周期,其中不乏外在的客观影响原因,但也有内在的自身影响原因。

从外在的市场影响因素分析,市场和技术因素成为导致四川长虹业绩出现下滑的一个转折点。如果说四川长虹在传统CRT电视机方面具有成熟技术、销售规模等绝对优势的话,那么,随着平板电视(如液晶电视和等离子电视)逐渐上升成为主流产品时,而平板电视的核心技术掌握在日本和韩国等彩电生产企业手中,四川长虹自然会面临很大的技术风险。

同样,包括彩电在内的国内家电行业是一个充分竞争的行业,过度的市场竞争导致彩电市场逐渐由卖方市场转向买方市场,当技术快速升级、资金推动规模增长时,非但没有因该行业集中度上升而提升利润,相反,彩电产品的持续降价使得彩电行业进入了一个微利时代。

从内在的影响因素分析,寻求规模增长曾是四川长虹的一个重要发展战略。在拥有规模化发展的竞争优势后,四川长虹曾通过多次的降价和库存上升等营销策略,击败了其他的竞争对手,也成就了自己在彩电业的霸主地位。

但是,随着彩电市场由卖方市场向买方市场的转变,制约四川长虹发展的一系列问题也随之产生。例如,库存上升是买方市场中最为忌讳的事情,对四川长虹的经营来讲也是极不经济的。还有,应收账款增多也是一个问题,如对APEX的4亿元债权。事实上,上述两大因素直接导致了四川长虹的资产出现了“折价”现象。

当然,应当看到,企业内部的管理问题是导致四川长虹面临一系列经营问题的深层次原因之一。例如,四川长虹原来只有彩电的单一产品,采用了直线型的企业组织结构。但随着企业规模的扩大,这种组织结构往往容易忽视或模糊业务目标,垂直管理的弊端也渐渐显露出来。例如,四川长虹追求市场的高速增长带来了销售的问题。从郑百文到APEX,无论国内销售还是寻找海外扩张,都引致了巨额的应收账款,无不反映了这一点。其实,这并非一个简单的销售问题,而是反映了企业内部管理出现了瑕疵。

当四川长虹董事长赵勇重掌帅印时,面临着企业需要进行重大调整并引向恢复性增长的重任。为此,赵勇提出了四川长虹的产业结构调整“路线图”——“一个坐标,三根轴线”,以此来化解当时四川长虹面临的经营困境。也就是说,四川长虹要以彩电终端制造商作为原点,沿着三根轴线方向(产业链方向、产业形态方向和商业模式方向)进行产业整合。

那么,四川长虹在重组企业竞争力方面做了哪些工作呢?

第一,是通过改革企业组织结构来重塑业务流程。将原来的垂直型管理转向以业务计划体系为核心的事业部制的分权管理模式,更加突出了各个事业部的经营主体地位,从而提高了企业的管理能力,如库存下降、经营风险管理等。

第二,寻求基于彩电基础之上的相关产业多元化发展。四川长虹

依照产业价值链方向,提出了由彩电的整机生产上移至核心技术和关键部品等相关产业的发展思路。并且,沿着产业形态方向,初步形成了集成电路设计、嵌入式软件设计和工业设计等三大核心技术能力,并相继进入IT、通讯、信息家电和互联网等领域,3C产业也基本成形。同时,通过并购美菱股份,完善了包括空调在内的白色家电产业链。由此,四川长虹已初步形成了一个综合信息家电供应商的基本产业框架。

第三,强调技术先导推进企业发展。如果说目前四川长虹已形成了上述的三大核心技术能力外,目前四川长虹携手大股东等巨

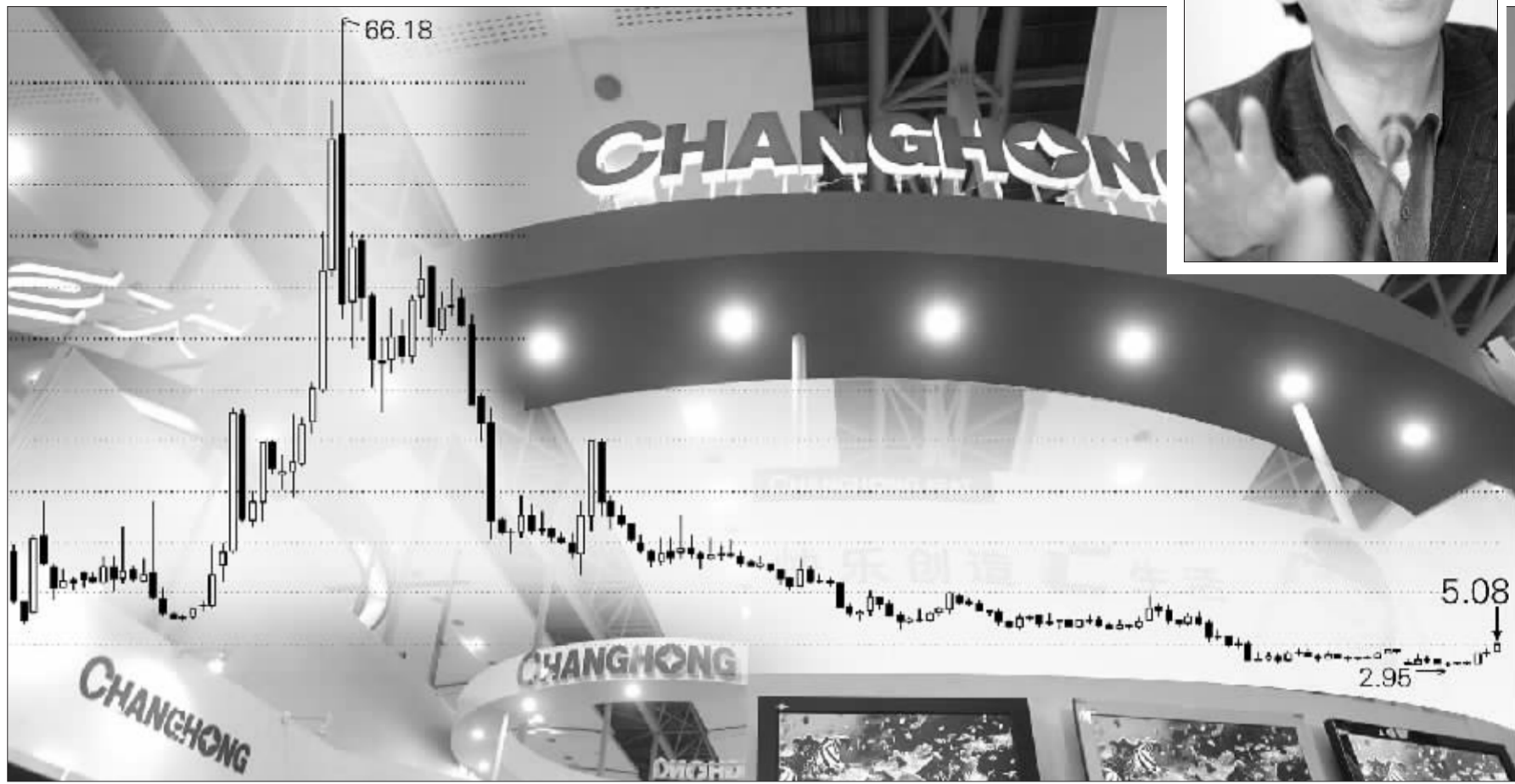
投资向等离子项目,则反映了该企业的中长期发展规划。由于四川长虹参股的四川虹欧显示器件股份有限公司大股东控股韩国企业Orion,Orion在等离子技术方面具有核心技术,这为四川长虹发展等离子电视产业提供了可靠的核心技术基础。

第四,创新商业模式。一方面,四川长虹建立了直接面对零售商的新型销售模式。另一方面,四川长虹也改变了原来只销售产品而不提供服务的经营模式,进一步打通产品、内容提供和服务提供之间的界限与通道,先后与微软、AMD、中国电信、华为、盛大、中兴和阿尔卡特等知名企业结为战略合作伙伴,整合内容与服务,并从传统的离散型交易模式向连续型交易模式转变。

第五,通过与大股东长虹集团进行总额为15.77亿元的资产置换,解决了对APEX的4亿元债权和11.77亿元的多年库存问题,又注入了长虹商标和已转为商业用地的地块等资产,彻底解决了长虹商标使用权与所有权分离的问题。由此,四川长虹借助于大股东实力成功地卸掉了历史包袱,也提高了其资产质量。

当四川长虹完成了这一系列动作后,也就意味着四川长虹的第一轮调整已基本结束,并进入到良性的恢复性增长阶段。我们可以从两个数据来看,一是原来彩电单一产品独大的局面得到改善,黑色家电所占主营业务比重下降到了50%以下,白色家电、IT产品和手机所占比重明显上升。二是预计2006年主营收入将达到190亿元人民币,增长率将超过25%—30%,这将超过1998年销售收入156亿元水平。

正如四川长虹董事长赵勇在多个场合表示的那样,第一轮调整虽然结束了,但这次调整的结果只是实现了量的增长。从2006年3季度报告看,报告期内实现利润总额为2.74亿元,同比增长了0.89%;净利润为2.21亿元,同比下降了16.68%。这说明,调整所带来的量的增长并没能带来利润和效益大幅增长。因而,如何提升利润与效益,是四川长虹下一步调整所面临的一个核心问题。这意味着新一轮调整(量的增长)的结束,但新一轮调整(质的增长)又开始了。而四川长虹比以往更关注利润增长,一方面说明它的元气已经恢复,另一方面也表明“利润优先”的企业发展思路将带给四川长虹一个真实和实质的增长。



四川长虹董事长 赵勇

张大伟 制图

## 寻求质的增长

四川长虹新一轮调整的重心将由量的增长转向质的增长,即转向以“利润优先”的良性增长模式。

如果说四川长虹新一轮调整的重心将由量的增长转向质的增长,即转向“利润优先”的良性增长模式,那么,如何提升四川长虹的盈利能力将成为一个核心的问题。假定利润增长将超过销售增长,以2005年四川长虹的销售增长30%测算,未来几年内四川长虹的净利润增长区间将会落在25%—30%之间。四川长虹如何才能保证年度利润增长目标呢?这是资本市场上投资者非常关心的一个问题。

从传统的彩电产业看,四川长虹的彩电产业在2001—2006年3季度的主营收入分别为:71.04亿元、94.64亿元、111.11亿元、85.91亿元、99.32亿元和

## 发掘隐含价值



四川长虹 资料图

59.60亿元,毛利率分别为10.03%、15.52%、13.68%、14.61%、18.44%和18.21%。这一数据说明,尽管彩电的规模并没有大幅增长,但随着毛利率的稳定增长,将逐步增加四川长虹在彩电产业的盈利能力。

从目前看,它的CRT仍在赚钱,背投电视也在赚钱,这部分盈利能力是可以保证的。同时,四川长虹在平板电视机上的盈利能力也在稳步提高。在2006年,液晶电视已实现盈利,等离子电视也实现了止亏。从这个角度分析,彩电业整体盈利能力呈现了“稳中有升”的良性发展趋势,这也为四川长虹的未来利润增长提供了扎实的基础。

从白色家电看,先以空调分析,2001年—2006年3季度的主营收入分别为16.07亿元、14.88亿元、11.38亿元、15.01亿元、19.01亿元和24.45亿元,毛利率分别为21.98%、14.46%、6.74%、16.62%、18.68%和15.03%。这组数据显示,尽管毛利率在下降,但降幅仍处于可控状态,空调业

务仍处于增长之中,这将为四川长虹继续提供稳定的利润来源。另外,四川长虹收购了美菱股份20%股份,如果美菱股份的业绩回升,将直接增强四川长虹的盈利能力。从趋势看,白色家电将进一步提升四川长虹的未来盈利能力。

从IT产品和新增业务手机分析,尽管IT产品的毛利率较低,但增长却较快。而新增的手机业务在2006年3季度销售收入逼近10亿元,这一块主营收入将超过1亿元,预计明年将继续保持高速增长态势。如果手机业务未来增长较快,那么IT产品和手机业务对四川长虹净利润增长贡献比重将可能超过10%。

另外,四川长虹在绵阳市中心有415亩工业用地已完成土地性质和用途转变,可以用于住宅开发。这部分土地既可以自己开发,也可以转让。这部分收益也是相当可观的,但存在着一定的不确定性。当然,长虹集团将价值约为

23亿元人民币的长虹商标全部注入上市公司中,提升了四川长虹的品牌溢价能力,这部分无形资产也会相应地增加四川长虹的净利润水平。另外,考虑到近年来四川长虹在科研费用的大量投入,如果按照新会计准则计算,这一因素也会提升四川长虹的盈利能力。可以说,如何将长虹的无形资产逐步转化为有形资产,这是四川长虹提升未来盈利能力应当重点加以考虑的一个重要因素。

从上面的一些数据分析来看,在维持目前四川长虹稳定的利润增长前提下,白色家电及新的产业(如IT、3C和手机等)增长,这些都将是保证未来四川长虹实现25%—30%的净利润增长速度的重要因素。

从短期看,除了上面的这些有利因素外,大股东的大力支持也将继续提升四川长虹的盈利能力,从不久前长虹集团与四川长虹进行资产置换的案例可见,大股东很可能还会通过资本运作将优质资产注入到上市公司

在认识四川长虹的公司价值时,除了要分析目前已有的、看得见的公司价值外,还有必要发掘它的隐含价值。除了大股东长虹集团可能带给四川长虹的部分隐含公司价值外,四川长虹本身也有部分隐含的公司价值有待于发现。

在认识四川长虹的公司价值时,除了要分析目前四川长虹已有的、看得见的公司价值外,我们还有必要梳理和分析一下它的隐含公司价值。

在此,我们不得不回过头来再分析一下由大股东长虹集团可能带给四川长虹的部分隐含公司价值。由于长虹集团是一家国有全资控股的军工企业,它所拥有的军工资源是相当丰富的。根据记者调查的情况看,目前长虹集团拥有的军工产业规模不小,且这部分资产的盈利能力相当强。长虹集团作为国有企业,在收购相关产业的军工企业方面有很强的收购和资源整合的能力。因而,军工产业在长虹集团的发展版图上仍有继续增长潜力,预计未来几年军工产业仍将保持较高速度增长,这部分利润增长也是相当可观的。

长虹集团还拥有丰富的土地资源。根据调查,在绵阳市就有600亩工业用地,在合肥市有400多亩工业用地,在成都市有200多亩工业用地。另外,在上海、深圳和北京也拥有土地资源,可用于商业地产项目开发。

所以,长虹集团手中拥有了一笔不小的土地开发资源。这部分价值还有待于进一步估值。

另外,长虹集团以1亿美元间接控股了韩国Orion公司75%股份,并以绝对控股股东身份组建了世纪双虹公司,再携手四川长虹一起参与等离子项目建设项目中,估计2008年是这一项目出现良性增长的一个时间“拐点”。以四川长虹大股东的一贯做法,一旦这一项目获得成功,长虹集团肯定会把这部分资产注入到四川长虹中。

事实上,长虹集团并不希望像目前许多上市公司大股东那样期待整体上市,它更愿意作为四川长虹的一个风险投资主体。有风险的项目,长虹集团现投资,一旦项目成熟了,盈利了,再将这部分资产注入到上市公司中。从去年长虹集团注册1亿元人民币成立“长虹创新投资公司”,就可以看到长虹集团的资产储备对于四川长虹未来发展的重大意义。

从四川长虹本身看,也有部分隐含的公司价值有待于发现。在资本市场上,通过分拆上市和

引进战略投资者来做做大做强现有产业,将是未来四川长虹的一大发展主题。事实上,引进战略投资者一直是四川长虹考虑的问题。

同样,相关多元化产业发展战略也为四川长虹今后实现旗下公司的分拆上市提供了操作的可能性。目前,四川长虹旗下有不少具有发展潜力的控股子公司,在技术、市场和管理上都具有相对的竞争优势。从公开的信息看,四川长虹将旗下控股子公司分拆上市工作已纳入到了议事日程上。一旦有些公司实现了分拆上市,将给四川长虹带来巨大的投资收益。

我们还注意到,目前四川长虹都是以自有资金进行相关的多元化产业投资的,但从四川长虹收购美菱股份的举动看,四川长虹有可能会加大资本运作的力度,通过资本运作来做做大做强和完善现有的产业链。从目前四川长虹的产业链分析,资本运作的触角有可能会延伸到白色家电、IT产品、3C产业等。

事实上,一旦市场发现并注意到了四川长虹的这部分隐含公司价值,相信会对四川长虹的公司价值有一个全新的认识和估值。我们不妨以目前许多上市公司都在实施整体上市为例来说明。实际上,大股东将优质资产注入到上市公司之前,这部分资产恰恰反映了上市公司所具有的部分隐含公司价值。一旦这部分隐含的公司价值注入到上

市公司,即实现了整体上市,资本市场就会以股价变化的方式来反映这部分隐含的公司价值。所以,分析四川长虹的隐含公司价值,将有助于我们全方位地认识清楚它的潜在但真实的部分公司价值。经过这几年的调整,四川长虹已不是昔日彩电产业链中的一个黑色家电终端制造商,而是已发展成为一个融合了IT、3C、白色家电等产业,以及融合了制造业优势、高科技领先和具有发展前景的数字电视等于一体的综合信息家电供应商。

从该公司已公布的公开信息看,目前四川长虹大股东长虹集团手中握有一块优质资产,即长虹集团以1亿美元间接控股的韩国Orion公司75%股份,当然是否会注入四川长虹仍有待于进一步观察,但这并不妨碍我们对此进行深入分析。Orion公司是韩国第一家从事PDP研发的显示器件公司,并且也是韩国第一家拥有PDP批量生产线的企业。2006年这家公司的销售收入约为5200万美元,正的现金流大概是800万~1000万美元左右,净利润约为300万美元。如果将这部分资产注入四川长虹的话,以年300万美元的75%股份核算,将在短期内增加7%的净利润增长。如果再以前Orion公司业务增长趋势分析,这部分的净利润贡献比重还会继续扩大,有可能会超过10%。

由上面的分析显示,四川长虹完全可以实现利润增长超过销售增长。

当然,四川长虹公司价值之所以会被市场低估,一方面虽然目前四川长虹已步入良性的恢复性增长阶段,但仍需要时间来证明四川长虹是有能力实现利润增长超过销售增长的企业发展目标。另一方面则表明,沉睡多年的四川长虹重新崛起,也需要时间让市场重新发现其公司价值和投资价值。

当它的“利润优先”增长目标实现时,四川长虹将迎来一个全新发展的历史性“拐点”;当它的发展价值和隐含公司价值被逐渐发现时,四川长虹将回归它真实的公司价值和投资价值。