

分析师： 陈志坚	027-65799506	chenzj@cjsc.com.cn
联系人： 马先文	027-65799506	maxw@cjsc.com.cn

外延式扩张拉开帷幕

事件描述

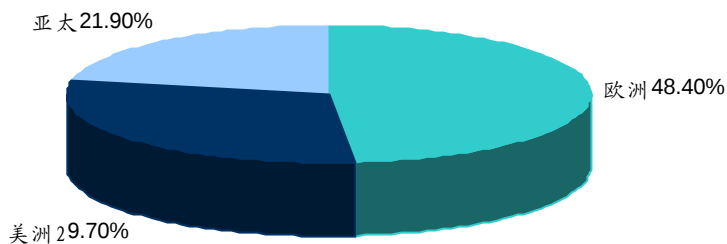
长城开发今日公告，公司与 Elcoteq SE 签署意向书，同意拟投资 5000 万欧元，在一定条件下认购其新发行的比例不低于 30% 的股份。

事件评论

第一，有利于完善 EMS 产业链

此次收购表明公司外延式扩张拉开帷幕，Elcoteq 为全球第六大 EMS 厂商，08 年年收入达 34 亿欧元，其代工产品包括手机、机顶盒、塔顶放大器、微波系统通讯设备等电子产品，并且其服务网络覆盖欧美及亚太 15 个国家。

图 1: Elcoteq 各地区收入占比

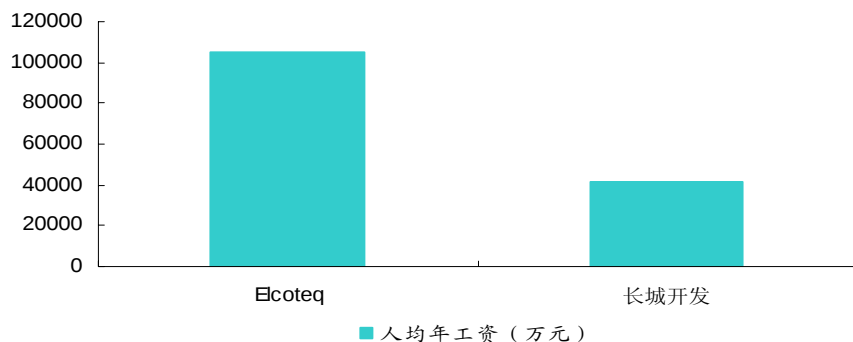


资料来源：bloomberg，长江证券研究部

我们认为，由于 Elcoteq 其业务包括从产品开发、供应链管理、新产品导入、产品制造以及售后服务的整个 EMS 生命周期。通过此次收购，长城开发能够发挥 Elcoteq 全球服务网络的辐射作用，有效延伸其 EMS 产业链。

第二，长期来看，有利于提升公司利润水平

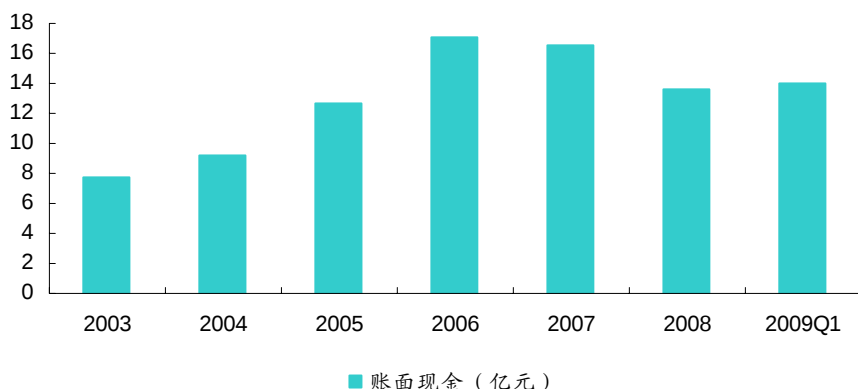
由于 Elcoteq 拥有诺基亚等国际大客户资源，通过整合其客户资源，长城开发能有效开拓新客户和新产品，而 Elcoteq 原有客户产品若能向长城开发转移，将进一步提升长城开发利润水平，其主要原因则是长城开发人力成本不到 Elcoteq 的一半。

图 2：长城开发与 Elcoteq 人均工资比较


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，外延式扩张有望延续

此次收购表明公司外延式扩张战略正是拉开帷幕，基于公司打造EMS产业链的发展战略，我们认为公司后续再次进行外延式扩张的可能性较大，而这一切则是以公司充裕的现金流为基础，这一点可从公司历年账面现金余额中可见一斑。

图 3：长城开发账面现金


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

我们在 7 月 15 日的深度报告中已详细论述“产能转移+智能电表爆发”带来的投资机会，而此次外延式扩张进一步强化我们对公司长期发展的乐观前景，由于此次收购只是初步意向，能否最终成功仍存在一定不确定性，我们暂时保守预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.32、0.44 元，而乐观预计仍维持 2010 年 EPS 为 0.68 元，并维持对其“推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13947	12279	16770	20138	货币资金	1354	1666	1863	2123
营业成本	13527	11821	16142	19383	交易性金融资产	0	0	0	0

毛利	420	458	629	754	应收账款	879	720	932	1133
% 营业收入	3.0%	3.7%	3.7%	3.7%	存货	307	259	354	425
营业税金及附加	6	5	7	9	预付账款	11	12	16	19
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	24	26	30	32
销售费用	10	14	13	14	流动资产合计	2576	2682	3199	3737
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	139	160	184	201	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	长期股权投资	752	802	847	897
财务费用	5	-5	-6	-7	投资性房地产	194	194	194	194
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	818	876	938	980
资产减值损失	31	20	25	27	无形资产	13	12	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	60	50	50	递延所得税资产	42	3	4	4
营业利润	296	325	455	560	其他非流动资产	-62	-62	-62	-62
% 营业收入	2.1%	2.6%	2.7%	2.8%	资产总计	4332	4507	5131	5761
营业外收支	14	5	5	5	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	310	330	460	565	应付款项	639	550	751	902
% 营业收入	2.2%	2.7%	2.7%	2.8%	预收账款	2	0	0	0
所得税费用	-6	49	69	85	应付职工薪酬	35	35	48	58
净利润	316	280	391	480	应交税费	86	164	229	280
归属于母公司所有者的净利润	316.5	280.3	391.2	480.3	其他流动负债	41	36	49	59
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	803	786	1078	1299
EPS (元/股)	0.36	0.32	0.44	0.55	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	46	0	0	0
经营活动现金流净额	339	661	617	726	其他非流动负债	18	18	18	18
取得投资收益收回现金	20	10	0	0	负债合计	867	804	1096	1318
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3465	3703	4035	4444
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-205	-323	-368	-401	股东权益	3465	3703	4035	4444
其他	-94	0	0	0	负债及股东权益	4332	4507	5131	5761
投资活动现金流净额	-299	-313	-368	-401	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.360	0.319	0.445	0.546
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.94	4.21	4.59	5.05
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	35.79	40.41	28.96	23.59
筹资成本	352	-37	-52	-65	PEG	2.40	2.71	1.94	1.58
其他	-704	0	0	0	PB	3.27	3.06	2.81	2.55
筹资活动现金流净额	-352	-37	-52	-65	EV/EBITDA	23.53	16.53	12.53	10.09
现金净流量	-312	312	197	260	ROE	9.1%	7.6%	9.7%	10.8%

资料来源：长江证券研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。