

长城开发(000021)公司研究

谨慎推荐

传统业务大幅攀升, 智能电表长期看好

初次评级

信息技术/电脑与外围设备

发布时间: 2010 年 7 月 22 日

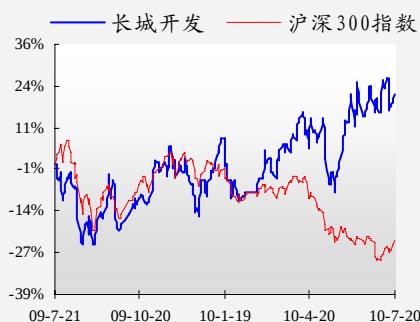
投资要点:

- 希捷硬盘磁头业务加速向公司转移, 公司硬盘业务增长有保障。预计今年硬盘磁头出货量超过 6000 万只, 较去年翻了一番。
- 内存技术升级换代及新订单驱动公司 OEM 业务。根据 iSuppli 预计, 今年全球 DRAM 内存芯片市场增幅将超过 40%, 公司内存 OEM 业务将受益。目前 2009 年新获的中兴通讯手机、机载板卡、数据卡及三星笔记本电脑板卡业务等订单的出货量正在稳步攀升。
- 全球智能电网加速, 智能电表业务进入快车道。公司智能电表业务以出口为主, 且只负责电表部分环节的制造, 因此毛利率低于其他智能电表企业。公司在国家电网两批集中采购中标情况低于预期, 且公司以往电表销售收入占比仅为 2-3%, 国内智能电表市场的增长短期内对公司整体业绩的影响较小。
- 自有产品多点开花, 新的利润增长点可期。公司在印度成功获得首批无线机顶盒订单; 在墨西哥成功获得首批无线水表订单, 均实现突破; 成功开发了金融移动 POS 机, 部分代理商正在洽谈中。
- 预计 2010、2011、2012 年对应的 EPS 分别为 0.35 元、0.38 元、0.50 元, 对应的市盈率分别为 31 倍、29 倍、22 倍。
- 公司的主要风险为公司新客户开发以及新产品推广的进度低于预期, 智能电表出口业务达不到预期以及国内智能电表业务中标情况持续不理想, 迟迟不能打开局面。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2009A	1,340,531	-3.88%	25,862	-19.87%	0.29	38
2010E	2,204,454	64.45%	38,832	50.15%	0.35	31
2011E	2,864,250	29.93%	50,109	29.04%	0.38	29
2012E	3,581,449	25.04%	66,200	32.11%	0.50	22

走势图



市场数据

2010-7-21

收盘价:	10.96 元
52 周最高价:	11.36 元
52 周最低价:	6.49 元
平均持仓成本:	11.70 元

基本数据

2010Q1

总股本 (万股):	131,928
流通 A 股 (万股):	131,928
每股收益 (元):	0.09
每股净资产 (元):	4.21
每股经营现金流 (元):	0.21
市净率:	2.60

分析师: 明锐 周思立

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 - 279

FAX: (8621)6337 3209

Email: mingk@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

目录

公司概况	3
公司简介	3
公司股权结构	3
公司业绩	4
产业复苏与客户产能转移加速，公司传统业务大幅增长	5
产业回暖迹象明显	5
希捷硬盘磁头业务转移速度决定公司硬盘相关业务增速	6
技术升级换代及新订单驱动公司 OEM 业务增长	8
新产品开发及参股公司上市进一步扩大公司的盈利点	8
公司目标远大，外延式扩张预期强烈	9
国内外智能电网建设加速，智能电表业务进入快速增长通道	10
国网投资推动，智能电表行业长期看好。	10
西班牙招标项目决定公司电表出口业务增速	11
国内智能电表集中招标，对公司长期利好。	12
盈利预测	13

公司概况

公司简介

公司业务主要分成两类，一类是代工业务，包括硬盘相关产品和 OEM 产品；一类是自有产品。硬盘相关产品包括硬盘磁头、PCBA 板、盘基片等；OEM 产品主要包括内存条、消费电子产品、医疗仪器等产品加工。自有产品包括电表产品、税控产品、数字家庭产品等。

长城开发是全球第二大计算机硬盘磁头专业制造商，有世界领先的磁头自动化生产技术，拥有 10 余项自动化生产专利技术。

国内电表行业标准的制定者之一，其自主研发生产的远程控制电表系统和防窃电电表达到国际领先水平，远程控制电表被认定为国家级重点产品，批量出口到欧洲、南亚和东南亚等地，成为中国最大的远程控制电表及系统研发制造商。

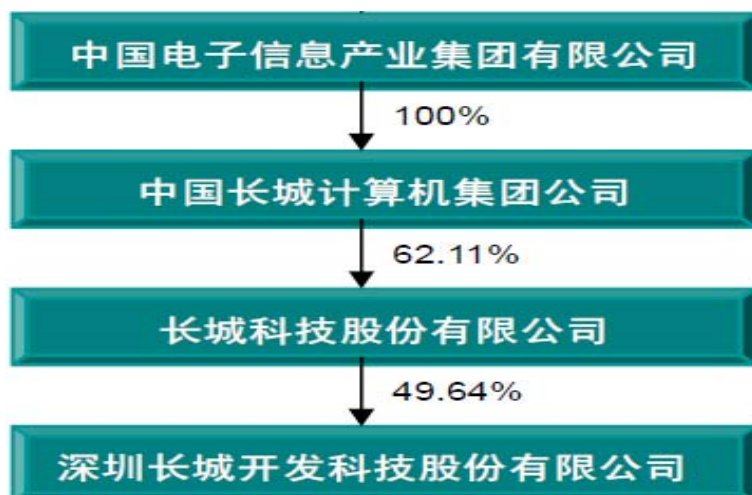
在国标税控收款机市场，其占有率名列第一，是税控收款机国家标准主要起草人之一。

高清播放产品研发与生产的领先企业之一，长城开发正成为家庭数字娱乐市场重要的技术提供商和产品制造商。

公司股权结构

公司实际控制人是中国电子信息产业集团有限公司。它是中央直接管理的国有独资特大型集团公司，是中国最大的国有 IT 企业。核心业务分布在涉及国家安全的战略性、基础性电子信息产业领域，在集成电路与关键元器件、软件与系统集成、高新电子、计算机及核心零部件、移动通信终端与服务、电子商贸与工程等六大业务领域具有广泛的影响力和教强的竞争优势。

图 1 公司实际控制人



资料来源：公司年报

公司实际控制人旗下有长城科技（00074.HK）、南京熊猫（600775.SH）、南京熊猫（00553.HK）、长城开发（000021.SZ）、长城电脑（000066.SZ）、中国软件（600536.SH）、中软国际（00354.HK）、中国电子（00085.HK）、中电广通（600764.SH）、深桑达

A (000032.SZ)、华东科技 (000727.SZ)、长城信息 (000748.SZ)、上海贝岭 (600171.SH)、冠捷科技 (00903.HK) 和晶门科技 (02878.HK) 等 14 家上市公司。

公司的各项业务基本上由各子公司进行运作，各业务单位有更多的自主权，更具灵活性。

表 1 公司子公司一览

子公司	控股比例	业务范围	2009 年收入	2009 年净利润
开发香港	100%	商业贸易	1350276.36	6663.14
开发微电子	公司 70%，开发香港 30%	生产内存条、U 盘以及其他 OEM 业务	15876.12	7469.43
开发苏州	75%，25%	开发设计生产大容量磁盘驱动器磁头、电脑硬盘用线路板等相关电子部件；税控收款机、金融 POS 机的生产销售	28882.24	1083.21
开发光磁	75%，25%	生产经营新型电子元器件、数字摄录机及相关产品的开发	14788.09	227.42
开发磁记录	57%	硬盘盘基片的开发研制生产和销售	98251.02	1772.22
开发技研	55%	汽车电子相关产品		
昂纳光通信	46% (开发香港持有)	金融、投资、经纪、代理进出口、制造业	29349.22	7155.23
昂纳光通信开曼群岛	46% (开发香港持有)	高速通信及数据通讯网络中无源光网络元器件，模块和子系统产品		7000
EXCELSTOR GROUP LTD	33.33% (开发香港持有)	硬盘驱动器开发研制生产销售	4305.55	-1700.85

资料来源：公司年报，东北证券研究所

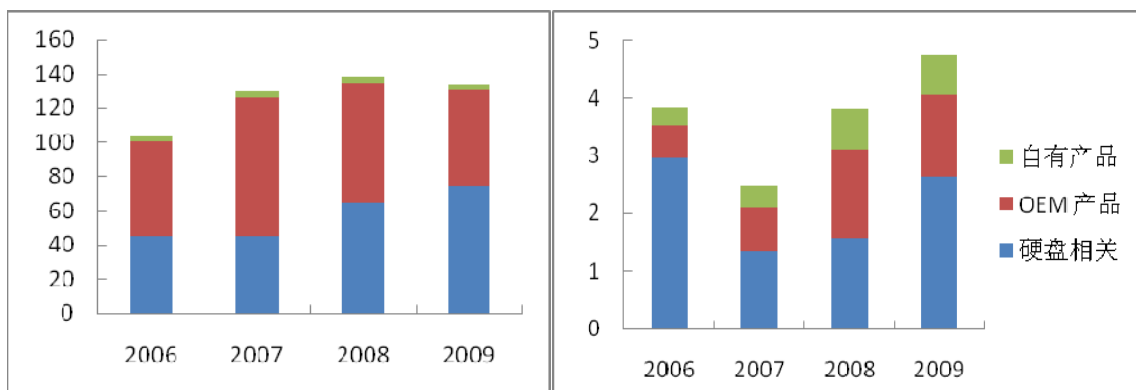
公司业绩

公司 2006 年以来营业收入稳步增长，2009 年有所下降，而毛利润自 2007 年以来一直处于稳定增长的状态。OEM 业务贡献的营业收入和毛利润比例一直在下降，而自有产品与硬盘相关业务所占比重逐步提高。公司只有产品中主要是电表销售收入。

公司自 2007 年以来净利润呈下降的趋势，2009 年下降趋势有所减缓。与大多数以代工业务为主的企业类似，公司的综合毛利率一直都未超过 5%，毛利率最高的自有产品，主要是智能电表的毛利率目前已经超过 20%，而其他两项业务的毛利率目前都低于综合毛利率。

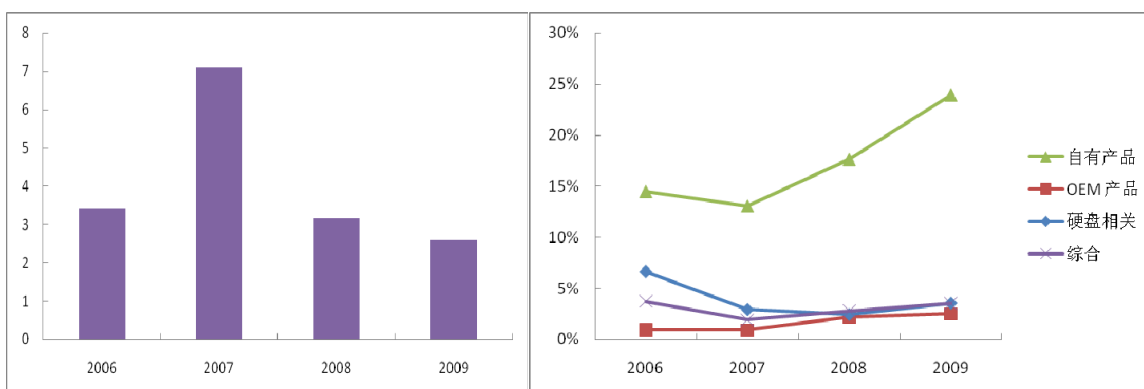
公司各项子业务以及综合的毛利率正处于上升阶段，尤其是自有产品的毛利率增长速度非常快。

图 2 公司 2006-2009 各业务收入以及毛利润



资料来源: wind, 东北证券研究所

图 3 公司 2006-2009 年净利润及各业务毛利率



资料来源: wind, 东北证券研究所

产业复苏与客户产能转移加速, 公司传统业务大幅增长

产业回暖迹象明显

全球微型计算机及笔记本的出货量在金融危机之后已经出现了明显的复苏迹象, 2010 年五月全球微型计算机与笔记本出货量同比增速分别达 33.4% 和 27.1%, 市场复苏将带动硬盘、内存条等产品销量的回升, 公司作为硬盘磁头、PCBA 板卡、内存条代工的主要厂商, 将明显受益于行业景气度的提升。

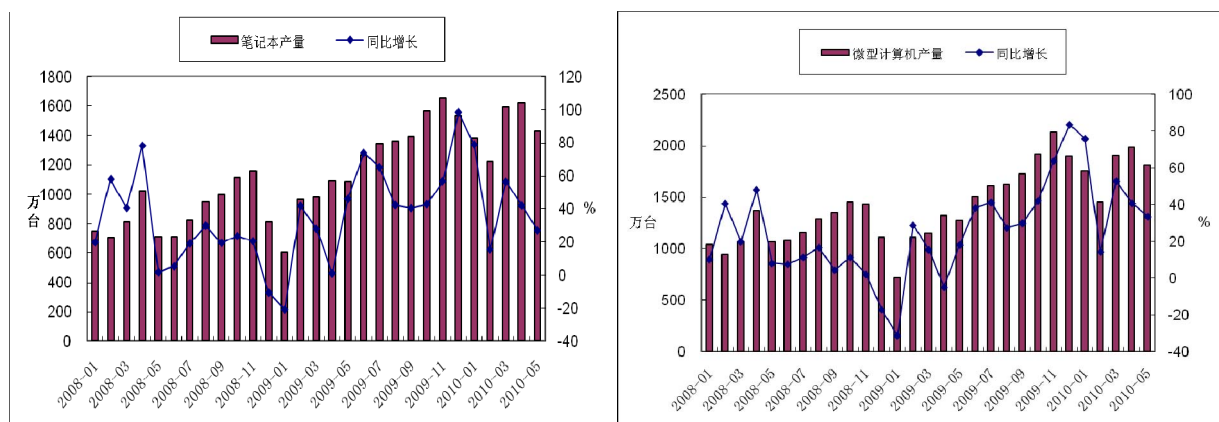
2009 年 1 季度到 2010 年 1 季度全球 PC 出货量的趋势说明 PC 产业复苏已经比较明确, Gartner 预计 2010 年全球 PC 出货量将达到 3.66 亿部, 较 2009 年增长 17.9%。终端市场开始强劲复苏, PC 出货量超越市场预期, 而金融危机也加速了大客户的产能转移速度, 公司 2010 年一季度主营业务收入的大幅增长正是来自于此。

公司的代工业务属于来料加工的方式, 原材料全部由客户提供, 避免了原材料的价格波动带来的利润的不确定性。公司与主要的客户签订的合同均属于固定汇率合同, 也避免了利率波动带来的利润的不确定性。

今年代工业务的增长估计 60% 左右, 由于大量的采用自动化生产线, 人力成本的增加

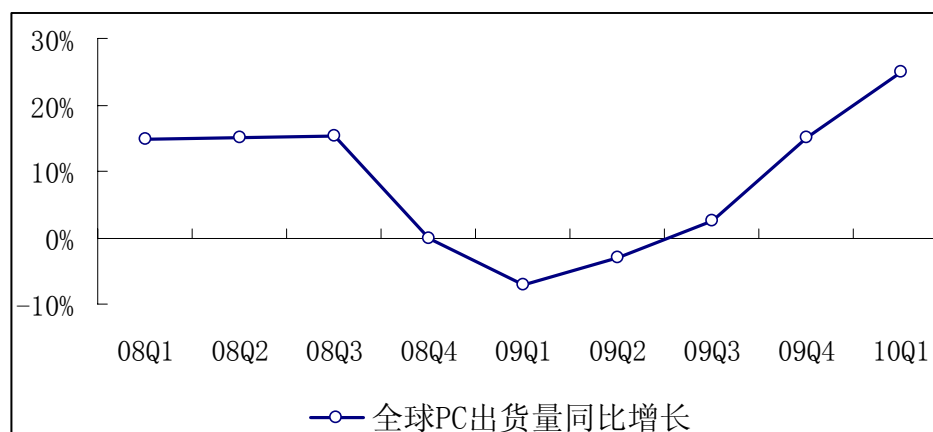
不明显，而设备的折旧 5 年计提已经完成，预计公司的这块利润将伴随增长 45%以上。

图 4 2008 年以来微型计算机与笔记本的月产量



资料来源: wind, 东北证券研究所

图 5 全球 PC 出货量同比增速



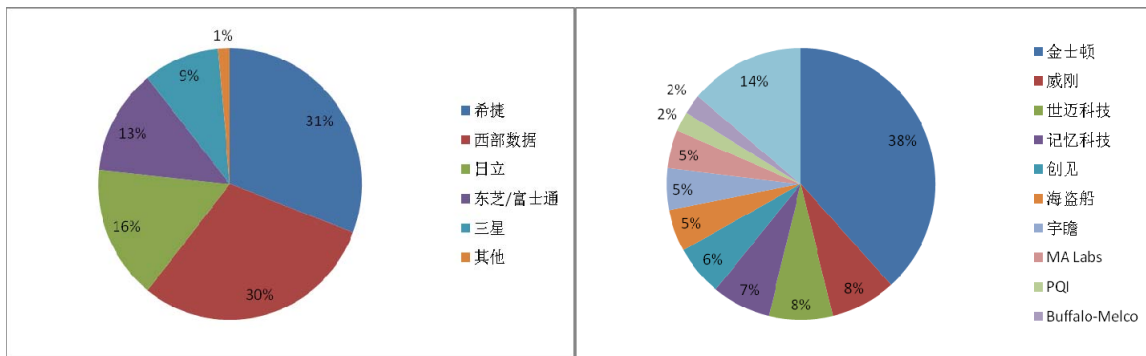
资料来源: IDC

希捷硬盘磁头业务转移速度决定公司硬盘相关业务增速

希捷在 2009 年 8 月份宣布关闭了其在新加坡的加工厂，把生产任务转到中国（主要苏州和无锡）和泰国工厂生产。随着公司苏州二期厂房的投入使用，公司可以更加便捷地向希捷供货，而且运输成本将显著降低，希捷磁头业务向公司转移的速度也将加快。

2010 年 8 月底苏州二期工程建成后公司产能将大幅度提高，不仅仅可以加速希捷硬盘磁头业务的转移，而且去年新拓展产品放量产生的产能瓶颈将得以解决，同时，产能提高增加了对公司的新客户的吸引力。

图 6 2009 年硬盘厂商与内存厂商市场份额

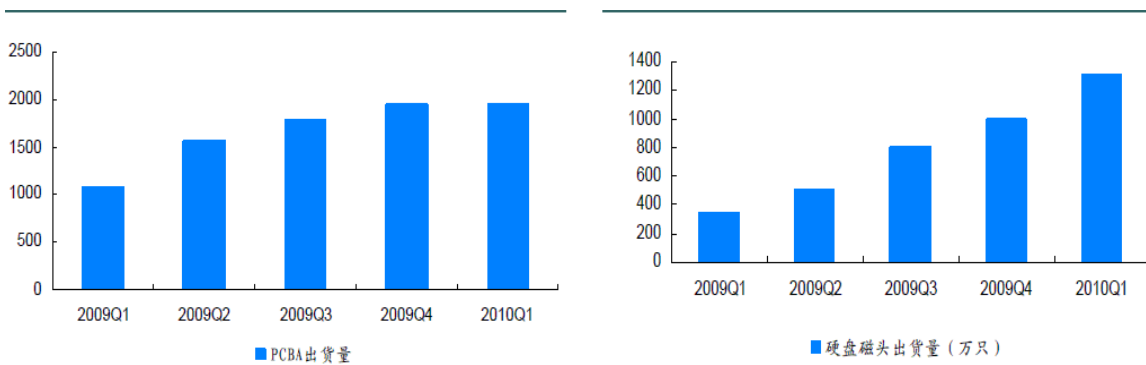


资料来源: iSuppli, 东北证券研究所

硬盘磁头产品来自希捷磁头订单保持了稳步增长, 一季度公司磁头出货量已达到 1300 万只。苏州二期工程 8 月底建成后, 磁头出货量将立即提升至 2000 万只/季度, 明年将提升至 3000 只/季度, 这将是目前产量的近 2.5 倍, 预计全年出货量将超过 6000 万只, 较去年出货量翻了一番。

硬盘 PCBA 板卡来自希捷的订单受到金融危机的冲击不大, 2010 年前三季度保持在每季度 2000 万 PCS 左右的水平上, 未来或将加速增长。预计 PCBA 板卡出货量今年将达到 9000 万 PCS 的水平, 较去年的 6000 万 PCS, 增长达到 50%。

图 7 公司 PCBA 板卡与硬盘磁头出货量趋势



资料来源: 公司公告, 东北证券研究所

盘基片的业务由子公司开发磁记录运作。2009 年一季度亏损 2000 万人民币, 5 月份以后达到 200 万/月的盈利, 目前开工率已接近 100%, 今年将达到 300 万/月的盈利, 增长 50% 以上, 预计该公司 2010 年利润将超过 4000 万元。

技术升级换代及新订单驱动公司 OEM 业务增长

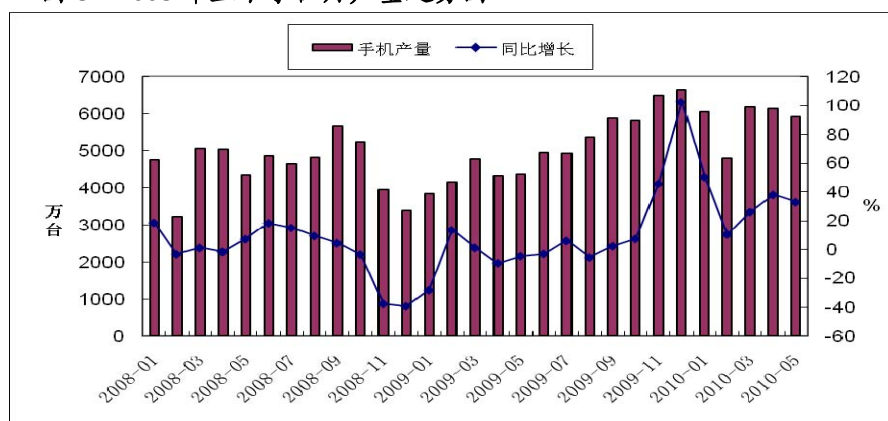
OEM 产品主要包括内存条、消费电子产品、医疗仪器等产品加工，其中占比最大的是公司为 Kingston 代工的内存条和 U 盘（占 Kingston 50%的代工份额）。目前 Intel 的最新微处理器架构 Nehalem 放弃了对 DDR2 型内存的支持，PC 厂商将跟进采用 DDR3 型内存。

根据 iSuppli 预计，今年全球 DRAM 内存芯片市场增幅将超过 40%，也是 3 年来的首次增长。Kingston 作为内存领域市场份额遥遥领先的厂商，其出货量必然不会低于行业平均水平，而公司占其代工份额的 50%，内存 OEM 业务业绩增长可期。

全球手机市场也在回暖过程中，手机出货量也在稳步回升。由于市场对智能手机的需求旺盛，三星预计 2010 年手机出货量预计增长 19%，达到 2.7 亿部以上。公司目前手机主板的产量为 150 万 PCS/月。6 月份后，预计达到 200 万 PCS/月。

公司 2009 年还新获得了中兴通讯手机、机载板卡、数据卡等订单，三星笔记本电脑板卡业务，OEM 业务规模进一步扩大。目前，中兴通讯手机及数据卡、三星笔记本等出货量正在稳步攀升。对公司一季度业绩的贡献也比较明显。

图 8 2008 年至今手机月产量趋势图



资料来源：wind，东北证券研究所

此外，公司为 Epson 代工投影仪出货量达到 10 万台/月，也将成为公司代工业务的新增长点。子公司开发微电子还通过了 Kingston 的两个大客户—HP 和 Dell 的直接认证，这为将来扩大微电子方面业务奠定了坚实的基础。

新产品开发及参股公司上市进一步扩大公司的盈利点

自 2009 年，公司招聘了大量研发人才，重点负责智能电表、智能水表、金融 POS 机、无线机顶盒等自有产品领域的产品开发，这些项目都有望成为公司未来新的经济增长点。公司也在关注新的节能环保、低碳经济等方面的项目，寻找投资机会，使公司进一步做强做大。

其中，公司在印度成功获得首批无线机顶盒订单，在墨西哥成功获得首批无线水表订单，均实现突破。成功开发了金融移动 POS 机，部分代理商正在洽谈中。2009 年，公司的第一个汽车电子方面的合资公司—深圳开发技研汽车电子有限公司已挂牌运营，开始试生产。

公司持股 46% 股权公司昂纳光通信于 4 月底在香港上市，上市后公司持股 34.5%，5 月份售出超额配发股份持股比例降至 32.72%。该公司 2009 年利润为 7000 多万，其 2010 年一季度利润已超过 4000 万，昂纳光通信业绩的大幅增长未来对公司投资收益提升十分明显。

昂纳光通信上市对公司的影响。

(1) 2009 年半年报披露昂纳此前通过租赁长城开发的厂房及办公楼产生 2989 万债务，开发已经 100% 计提坏账准备，而这部分钱昂纳光通信上市后已归还。

(2) 长城开发 2000 年投资昂纳的初始成本 1.13 亿在昂纳早期亏损时已全部计提，昂纳光通信上市这一事件中公司投资收益约 1.45 亿元，增厚每股收益 0.11 元。

(3) 公司未来可以在公司主营业务业绩下降时，通过抛售昂纳光通信的股份来平滑公司的盈利水平。

公司目标远大，外延式扩张预期强烈

公司的战略规划是成为全球电子信息产业链中关键产品、技术及服务的重要提供商，2015 年跨入电子制造外包服务厂商前列。而 2008 年第八名厂商收入为 127.8 亿美元，公司 2009 年收入为 134 亿人民币，公司未来五年间复合增长率必须达到 35% 以上才能达到这一水平，如果仅仅依靠自然增长，这一增长率是很难达到的，因此外延式扩张成为公司达到目标的必然选择。

长城开发是集团公司中产业结合度最高，在手现金最多（15 亿）的上市公司。公司控股股东的强力支持与公司充裕的现金流将成为公司的收购兼并的坚实基础。

公司 2009 年 7 月公告收购 Elcoteq 30% 股份的意向，Elcoteq 是全球第三大通讯领域电子制造外包服务厂商，其服务网络覆盖欧美及亚太 15 个国家。尽管 9 月份公告放弃收购，这表明公司正在积极寻找合适的收购目标，外延式扩张意图非常明显。

表 2 2008 年全球电子制造外包服务厂商排名 单位：亿美元

年度		2008		2007
排名	厂商名称	地区	收入	收入
1	Foxconn (Hon Hai Precision Industries) 富士康	台湾	466.1	376.8
2	Flextronics International 伟创力	新加坡	333.2	339.8
3	Quanta Computer 广达	台湾	249	223.1
4	ASUSTeK Computer 华硕	台湾	235.1	221
5	Inventec Corp 英华达	台湾	153.7	70.8
6	Wistron Corp 纬创资通	台湾	133.3	84.3
7	Compal Electronics 仁宝	台湾	128.3	130.1
8	Jabil Circuit 捷普	美国	127.8	124.7
9	Foxconn International Holdings 富士康国际控股	台湾	92.7	108.7
10	Sanmina-SCI 四海	美国	78.7	101.4

资料来源：IDC，东北证券研究所

国内外智能电网建设加速，智能电表业务进入快速增长通道

国网投资推动，智能电表行业长期看好。

电工仪器仪表行业中，国内企业市场占有率达到 95%，并有 13%的产品出口的行业，是国内仪器仪表行业中惟一进口较少并且有一定批量出口的行业。目前感应式电能表、电子式电能表和智能化电能表等主要产品都已经达到或接近发达国家技术标准，而且价格优势明显，在国际市场上具有较强的竞争力。

表 3 机械表与电子表参数比较

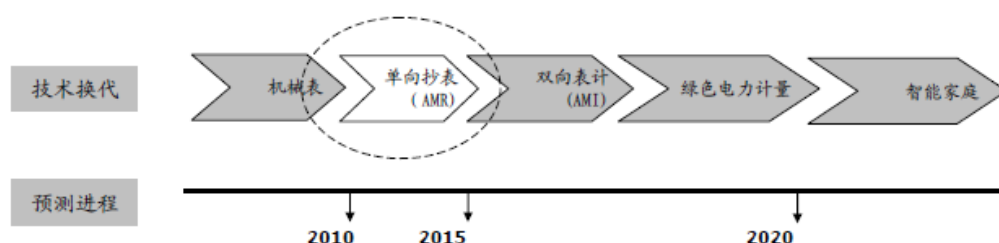
	感应式电能表	电子式电能表
灵敏度	有机械摩擦，灵敏度低	无机械摩擦，灵敏度高
功耗	1.8 瓦	<0.6 瓦
准确度	机械调整，准确度低	软件调整，准确度高
质量	1.5 千克	0.6 千克
防窃电功能	无	有
故障率	一般	更低

资料来源：浩宁达招股说明书

利用电磁工作原理并且采用机械部件制成的电能表，称之为感应式电能表或者机械表。利用电子原理，并且全部采用电子元件制成的电能表，称之为电子式电能表。现阶段智能电表包括单相电子表和三相电子表。按照功能和用途分为多功能表、复费率表、预付费表、载波表、网络表等，并可按照用户要求，进行功能组合。

当前国内智能电表仅能单向作业，可满足远程自动抄表(AMR)，属于智能电表中智能化程度最低的一级。未来的智能电表不仅能够在控制结算中心对电表实施远程管理、控制收费，而且还能够显示电力信息、气象信息等，是一个双向多用的网络终端，以构成高级计量体系（AMI）。电表的技术路径为：机械感应式电表-电子感应式电表-单向通信智能电表-双向通信智能电表

图 9 电表技术发展路径

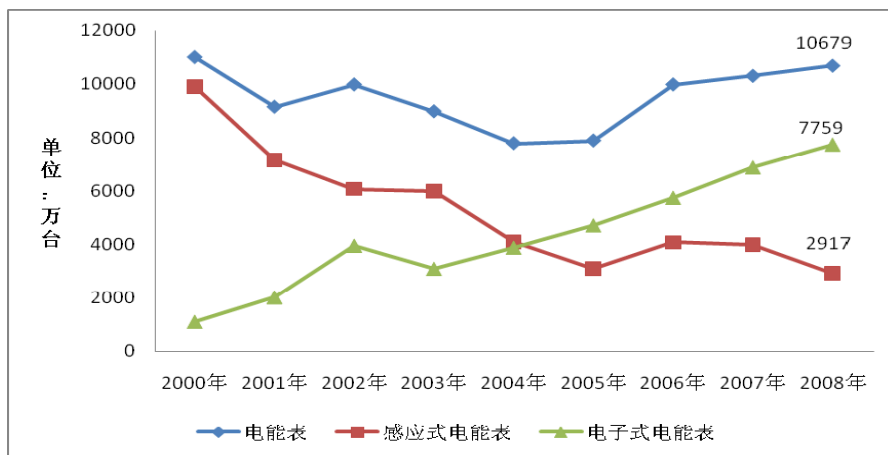


资料来源：中金公司

据中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会统计，2005 年电子式电能表产量达 4725 万台，首次超过感应式电能表产量，2006 年、2007 年和 2008 年，电子式电能表产量更是分别超过感应式电能表产量 1600 多万台、近 3000 万台和约 4800 万台，使我国电子式电能

表的生产实现了从量变到质变的飞跃发展。

图 10 电能表 2000-2008 年产能



资料来源：浩宁达招股说明书

目前我国在用的 5 亿块电表中，电子感应式电表为 1.79 亿块左右，大约占 36% 左右。我国电力基本覆盖城乡各处，电表的增量市场并不大，主要来自存量电表的更新包括寿命到期后的自然更新和技术升级换表，技术升级带来的更新更为重要。2009 年我国电子感应式电表的产量为 8000 万台左右，同比增长 3% 左右，按这个产量水平，大约 4 年的时间即可全部替代原有的机械表。由此推算，未来几年国内电子表年需求量有望稳定在 8000 万台以上的水平。

国家电网公司计划在未来 3 年内投资近 800 亿元用于建立“全覆盖、全采集”的电力用户用电信息采集系统项目，其中用于全电子电能表和用电自动化系统及终端的产品资金预计将达到约 680 亿元。680 亿投资中非居民用三相电能表、居民及非居民用单相电能表的投资金额约 460 亿元，其中单、三相载波表的投资金额约 270 亿元。

2009 年 11 月，发改委出台销售电价调整方案中规定此次销售电价每千瓦时提高 0.2 分钱，暂用于解决“一户一表”改造投资还本付息等问题。2009 年全国用电量为 3.6 万亿千瓦时，预计 2010 年将达到 4 万亿千瓦，照此计算，全国用于“一户一表”改造的金额将增加 80 亿元。

西班牙招标项目决定公司电表出口业务增速

公司在智能电表有近十年的海外合作经验，研发水平、生产技术、产能规模以及销售渠道均领先于国内厂商。从 2002 年参与意大利全球首个智能电网项目至今，已经向欧洲出口 AMR（自动抄表系统）电表累计超过 1700 万，向印度出口防窃电电表累计超过 500 万。公司目前智能电表累计出口 2300 万台左右，占公司智能电表收入的 90%。

公司出口的电表价格在 200 至 300 元之间，由于公司只负责电表部分环节的制造，每台电表确认的收入只有 100 元左右，毛利率接近 20%。2008、2009 年智能电表出口分别达到 350 万只和 200 万只。2010 年随着传统意大利和印度市场的回暖、西班牙等新市场的放量，预计电表出口有望较大幅增长，未来 3 年复合增长有望达 30% 以上。

2010 年西班牙电力 1300 万台、法国电力 2400 万台电表的招标均有望催化公司智能电

表业务的高增长。ENEL 将成为西班牙最大供电公司 Endesa 的新式远程电表管理解决方案中智能电表的供货商，为西班牙提供 1300 万块智能电表，分两批招标，今年将完成第一批。公司已经中了设计标 13 万台，公司目前正在生产，为公司赢得后期的订单奠定了坚实的基础。

表 4 长城开发国外主要合作伙伴介绍

区域	合作伙伴	备注
欧洲	Elster Group	全球最大的计量仪表和高质量系统方案提供商，业务主要分布在北美、南美、欧洲和亚洲等，是美国主要智能电表生产商之一。
	ENEL	意大利最大的电力设备供应商，全球第三大电力公司，欧盟互动式能源网络项目 ADDRESS 的项目负责单位。主导西班牙智能电网招标事宜，长城开发已中设计标。
美国	IBM	是国内唯一向 IBM 提供智能电表的厂商，IBM 在马耳他的第一个全球智能电网解决方案采用的正是长城开发的产品。
印度	Torrent 电力、Reliance 能源	来自印度的防窃电型智能电表收入占公司电表营业收入的 20% 左右 Reliance 是印度电力行业和其他基础设施领域最大的私营企业。

资料来源：公司公告，东北证券研究所

国内智能电表集中招标，对公司长期利好。

2009 年底智能电表开始实行集中招标，智能电表龙头企业获得了比较高的市场份额，改善了国内电表行业鱼龙混杂的竞争格局，行业集中度得到了一定的提高。作为国内电表最大的出口商，公司研发水平、生产技术水平领先；作为电子制造代工厂商，公司具有强大的制造和成本控制能力，其现有的代工生产线可以很容易的转换为电表产能，产能可以做到千万台规模。

公司通过参股公司长城科美完成电表销售，其在南方电网城市拥有良好的市场基础，2009 年公司在省招标试点就在广东省份额排第一，湖南省排第四等。2009 年在南方电网销售 29 万台智能电表，价格和利润水平均超出口产品。南方电网预计 2010 年用于终端抄表及监控的投资约为 40 亿元，同比增长 150%，预计其占南方电网招标的份额在 10% 以上。

公司在国家电网 2010 年第一批招标中“2 级单相远程费控”部分中标，占比 1.32%，预计由于其强大的技术实力和集团背景，后续份额会上升，同时由于其国内电表业务基数较小，高增速可以期待。

表 5 国家电网 2010 第一批智能电表集中招标中标结果

	招标台数	中标价格 (估计)	中标家数	排名
2 级单相表	1279 万	150 元/台	47	宁波三星 (13.47%)、威胜集团 (8.7%)、科陆电子 (8.08%)、浩宁达 (5.4%) 河南许继 (5.18%)
1S 级三相表	74 万	500 元/台	16	炬华科技 (25.38%)、百富电子 (18.42%)、科陆电子 (11.85%) 航天泰瑞捷 (7.5%) 威胜集团 (7%)、宁波三星 (7%)
0.5S 级三相表	12.6 万	600 元/台	9	威胜 (52.56%)、晨泰集团 (22.12%)、宁波三星 (6.84%)、科陆电子 (5.6%)

资料来源：东北证券研究所

由于国家电网采购采用最低价中标制度，各厂商为了争夺市场份额展开了激烈的价格竞争。2008 年用电管理系统改造计划试点阶段 2 级单相电表的价格大约在 250-300 元/只；2009 年二级单相电表约 180 元/只，一级三相电表约 650 元/只；

2010 年招标二级单相电表与一级三相电表均价分别为 150 元/台、500 元/台，0.5S 级三相表在 600 元/台，环比下降 15%到 25%左右。就 2010 年招标价格来说，已经低于一些厂商的成本价，电表价格继续下滑的空间不大。

国家电网后续智能电表集中招标将改为“次平均价中标”，那么各个企业在价格方面的差距将变得并不明显，而技术分的比重实质上的提高的。同时由于一个企业只能在一个省获得一个包的订单，所以各个企业未来的市场份额也将更加平均。

盈利预测

公司目前主要利润来源还是传统的代工业务，这也是公司未来发展的主要方向。由于希捷硬盘相关产能转移加快，预计硬盘磁头业务今年增速明显，未来两年增速下降明显。由于公司目前 OEM 业务已经占金士顿代工份额 50%，未来增长空间有限，目前受益于行业复苏，未来主要关注新客户的开发情况。

公司智能电表业务以出口为主且只负责电表部分环节的制造，因此毛利率低于其他智能电表企业。出口业务主要关注今年西班牙电表招标情况，一旦中标，未来几年电表出口业务业绩有保障。公司在国家电网两批集中采购中标情况低于预期，且公司以往电表销售收入占比仅为 2-3%，国内智能电表市场的增长对公司整体业绩的影响较小。

预计未来三年公司硬盘相关业务增速 85%、30%、25%，OEM 相关业务增速 40%、30%、25%，智能电表业务增速 30%、30%、30%。相应的 2010、2011、2012 年对应的 EPS 分别为 0.34 元、0.38 元、0.48 元，对应的市盈率分别为 32 倍、29 倍、23 倍。

公司的主要风险为公司新客户开发以及新产品推广的进度低于预期，智能电表出口业务达不到预期以及国内智能电表业务中标情况持续不理想，迟迟不能打开局面。

表 6 各项主营业务收入及成本增长率预测（2010-2012）

增长率	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
总营业收入 (%)	-11.28%	64.45%	29.93%	25.04%
硬盘相关产品	14.83%	85.00%	30.00%	25.00%
OEM 产品	-18.84%	40.00%	30.00%	25.00%
自有产品	-29.67%	30.00%	30.00%	30.00%
总营业成本 (%)	-10.98%	64.56%	29.95%	25.04%
硬盘相关产品	13.52%	85.00%	30.00%	25.00%
OEM 产品	-19.11%	40.00%	30.00%	25.00%
自有产品	-35.02%	30.00%	30.00%	30.00%

表 7 预测利润表 (2010-2012)

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,340,531	2,204,454	2,864,250	3,581,450
减: 营业成本	1,291,502	2,125,298	2,761,841	3,453,271
营业毛利	49,029	79,157	102,410	128,178
减: 营业税金及附加	551	898	1,172	1,462
资产减值损失	-2,859	2,204	2,864	3,581
销售费用	5,784	8,358	11,457	14,326
管理费用	19,653	27,981	38,095	47,221
财务费用	-3,135	-908	-1,308	-1,555
加: 公允价值变动净收益	10	8	16	17
投资净收益	1,509	4,634	8,593	14,326
影响营业利润的其他科目	0	8	16	17
营业利润	30,554	45,273	58,754	77,503
加: 营业外收入	607	1,652	1,722	2,419
减: 营业外支出	122	320	339	472
利润总额	31,039	46,605	60,138	79,450
减: 所得税	4,445	6,673	8,609	11,375
归属于母公司所有者的净利润	25,862	38,833	50,109	66,200
每股收益 (元)	0.29	0.35	0.38	0.50

附表1 2009年国家电网第一批智能电表集中招标中标详细结果

1 级三相表中标情况			2 级单相表中标情况		
中标单位	数量	市场份额	中标单位	数量	市场份额
烟台东方威思顿电气有限公司	44225	16.90%	江苏林洋电子有限公司	383575	14.50%
杭州百富电子技术有限公司	43125	16.50%	杭州百富电子技术有限公司	375250	14.20%
宁波三星电气股份有限公司	35000	13.40%	威胜集团有限公司	339725	12.90%
深圳浩宁达仪表股份有限公司	30450	11.60%	杭州西力电能表制造有限公司	255250	9.70%
杭州炬华科技有限公司	21125	8.10%	深圳市科陆电子科技股份有限公司	229600	8.70%
浙江万胜电力仪表有限公司	21125	8.10%	浙江万胜电力仪表有限公司	207800	7.90%
上海东汇集团有限公司	18000	6.90%	北京博纳电气有限公司	171600	6.50%
杭州海兴电力科技有限公司	15000	5.70%	浙江八达电子仪表有限公司	140125	5.30%
河南许继仪表有限公司	11450	4.40%	上海东汇集团有限公司	110125	4.20%
安徽中天电力电子有限责任公司	10950	4.20%	杭州炬华科技有限公司	105000	4.00%
宁波迦南电子有限公司	10950	4.20%	武汉奥统电气有限公司	91000	3.40%
总计	261400	100.00%	江苏卡欧万泓电子有限公司	81000	3.10%
			常州八方电子科技有限公司	60000	2.30%
			溧阳市华鹏电力仪表有限公司	40000	1.50%
			慈溪市一得电子仪表有限公司	31000	1.20%
			浙江松夏仪表有限公司	22000	0.80%
			总计	2643050	100.00%

资料来源：国网采购网，东北证券研究所

附表2 2010年国家电网第一批智能电表集中招标中标详细结果

1 级三相费控智能电能表中标情况			2 级单相远程费控智能电能表中标情况		
中标单位	数量	市场份额	中标单位	数量	市场份额
杭州炬华科技有限公司	188664	25.40%	宁波三星电气股份有限公司	1722832	13.47%
杭州百富电子技术有限公司	136947	18.40%	威胜集团有限公司	1113445	8.70%
深圳市科陆电子科技股份有限公司	88116	11.90%	深圳市科陆电子科技股份有限公司	1034200	8.08%
深圳市航天泰瑞捷电子有限公司	55455	7.50%	深圳浩宁达仪表股份有限公司	691425	5.40%
威胜集团有限公司	51850	7.00%	河南许继仪表有限公司	663131	5.18%
宁波三星电气股份有限公司	51750	7.00%	浙江正泰仪器仪表有限责任公司	566732	4.43%
晨泰集团有限公司	47950	6.50%	杭州百富电子技术有限公司	564388	4.41%
上海金陵智能电表有限公司	25000	3.40%	上海金陵智能电表有限公司	411370	3.22%
杭州西力电能表制造有限公司	24800	3.30%	潍坊五洲浩特电气有限公司	361500	2.83%
江苏西欧电子有限公司	19000	2.60%	北京富根智能电表有限公司	350585	2.74%
慈溪市一得电子仪表有限公司	17450	2.30%	江苏西欧电子有限公司	349471	2.73%
深圳浩宁达仪表股份有限公司	14350	1.90%	晨泰集团有限公司	345839	2.70%
华立仪表集团股份有限公司	13000	1.70%	四川启明星蜀达电气有限公司	331499	2.59%
宁夏隆基宁光仪表有限公司	4500	0.60%	江苏林洋电子股份有限公司	290000	2.27%
杭州海兴电力科技有限公司	2500	0.30%	深圳市航天泰瑞捷电子有限公司	289830	2.27%

无锡市恒通电器有限公司	2000	0.30%	无锡市恒通电器有限公司	249800	1.95%
总计	743332	100.00%	江苏卡欧万泓电子有限公司	238184	1.86%
0.5 级三相费控智能电能表中标情况			青岛乾程电子科技有限公司	226000	1.77%
中标单位	数量	市场份额	杭州炬华科技有限公司	204681	1.60%
威胜集团有限公司	66082	52.60%	江阴长仪集团有限公司	204000	1.59%
晨泰集团有限公司	27806	22.10%	深圳市龙电电气有限公司	202763	1.58%
宁波三星电气股份有限公司	8600	6.80%	深圳长城开发科技股份有限公司	169000	1.32%
深圳市科陆电子科技股份有限公司	7013	5.60%	杭州海兴电力科技有限公司	165000	1.29%
杭州海兴电力科技有限公司	5013	4.00%	南京能瑞自动化设备有限公司	158000	1.23%
北京博纳电气有限公司	4120	3.30%	黑龙江龙电电气有限公司	153000	1.20%
宁夏隆基宁光仪表有限公司	3707	2.90%	江苏爱迪电子有限公司	145000	1.13%
深圳浩宁达仪表股份有限公司	2070	1.60%	安徽中天电力电子有限责任公司	133470	1.04%
烟台东方威思顿电气有限公司	1311	1.00%	北京煜邦电力技术有限公司	120529	0.94%
总计	125722	100.00%	浙江顺舟电力高技术有限公司	120000	0.94%
2 级单相远程费控智能电能表中标情况 (续)			浙江华仪电子工业有限公司	119398	0.93%
中标单位	数量	市场份额	杭州西力电能表制造有限公司	110000	0.86%
怀化建南机器厂有限公司	55000	0.43%	深圳市先行电气技术有限公司	105000	0.82%
西安亮丽仪器仪表有限责任公司	49100	0.38%	青岛高科通信股份有限公司	95000	0.74%
浙江恒业电子有限公司	48250	0.38%	武汉阿迪克电子有限公司	85000	0.66%
北京电研华源电力技术有限公司	39500	0.31%	常州金源永利达电子科技有限公司	84200	0.66%
武汉盛帆电子股份有限公司	25000	0.20%	福建漳州科能电器有限公司	80000	0.63%
南京宇能仪表有限公司	25000	0.20%	哈尔滨电表仪器厂(集团)有限公司	78800	0.62%
烟台东方威思顿电气有限公司	2000	0.02%	华立仪表集团股份有限公司	73681	0.58%
总计	12794624	100.00%	深圳市江机实业有限公司	72021	0.56%
			浙江万胜电力仪表有限公司	72000	0.56%

资料来源：国网采购网，东北证券研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。