

长城开发 (000021)

公司研究/调研简报

中性 首次评级

合理估值: 12.4-13 元

传统业务规模扩张，长期看 LED

——长城开发 (000021) 调研简报

民生精品---调研简报/计算机及信息服务业

2010 年 12 月 3 日

一、事件概述

近期我们对长城开发公司进行了实地调研，向公司领导了解了公司目前的经营状况以及公司在 LED 上的经营战略。

二、分析与判断

➤ 公司面临低端制造业向中高端制造业的转型

长城开发主要包括三类主要业务，一类是主要硬盘相关产品包括：硬盘磁头、硬盘 PCBA 板、盘基片等。一类是 OEM 产品，主要包括内存条、电子仪器仪表等。第三类是自有产品，主要是智能电表。由于受到金融危机、内存条价格下降等影响，公司 09 年净利润增速较之 08 年有所下降，而今年以来，利润增长有所恢复。公司综合毛利率较低，一直以来不超过 5%。公司目前正面临由低端制造业向中高端制造业的转型。

➤ 希捷磁头产能转移形成硬盘相关产品规模化扩张

公司是全球第二大硬盘磁头制造商。公司于今年上半年新增了一批生产线，进一步扩大了磁头产能，而苏州二期厂房的封顶有利于公司承接希捷磁头产能的转移。目前公司磁头出货量每季度达到 2000 万，明年一季度会提高至 3000 万。希捷的产能转移预计未来每年会带来将近 50 亿的合同订单。这部分毛利率在 3%-4% 左右。

➤ OEM 产品毛利率较低

公司的代工产品主要包括内存条、电子产品加工等。其中为 Kingston 代工的内存条和 U 盘占比最大(对 Kingston 的内存条代工达到 50%)。在内存条和 U 盘方面，基本保持一个季度，内存条 500 万，U 盘 300 万的产能规模。但由于加工费保持不变甚至略有下降，代工毛利率也略有降低。另外，公司还为三星、中兴等厂商提供手机代工业务。三星手机每月代工量在 150 万台左右。

➤ 智能电表国内市场取得突破

公司的自有产品主要有计量、税控、数字家庭等产品。公司传统优势在智能电表的海外市场。08、09 年智能电表出口分别达到 350 万只和 200 万只。随着公司对中东、巴西等新市场的开拓，预计未来智能电表海外市场订单还将持续上升。另外，子公司长城科美中标国家电网 2010 年智能电表第四批招标项目，中标 55.4 万只智能电表。长城科美是公司持股 35% 的参股公司，是公司国内电表业务拓展的平台。在公司的智能电表的海外优势之外，此次中标意味着公司的智能电表业务正式在国内市场取得有效突破。但目前国外市场智能电表的毛利率仍然高于国内市场。

➤ 今年利润增速放缓主要原因在于费用增加较快

公司今年利润增长较慢，主要原因在于公司加大了研发投入，三项费用增加较快。公司对磁头自动化生产线采取加速计提的方式，因此对计提当期的利润造成较大负面影响。

民生证券研究所

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100210090003

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

分析师：王力

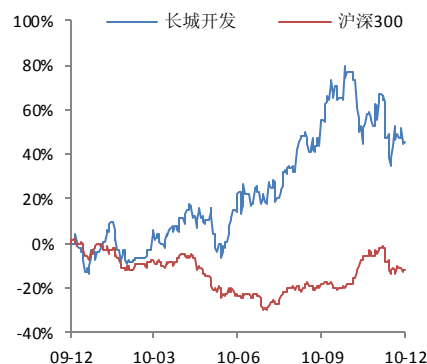
执业证书编号：S0100210090005

电话：(8610)85127646

Email: wangli@mszq.com

 地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-12-03)

收盘价 (元)	12.83
近 12 个月最高/最低	15.95/7.36
总股本 (百万股)	1319
流通股本 (百万股)	1317
流通股比例%	99%
总市值 (亿元)	169.26
流通市值 (亿元)	169.09

相关研究

➤ 未来看点主要在 LED 项目，短期意在在背光，长期意在照明

公司与 Epistar、亿冠晶、Country Lighting 在中国境内设立合资公司，以共同投资建设 LED 产业化项目，从事高亮度 LED 外延片、芯片、LED 光源模块、灯源及灯具的研发、生产和销售。合资公司第一期拟引进 30 台 MOCVD，为 45 片机，2012-2013 年投产。项目投产后，可形成年产高亮度 GaN 蓝光外延片 72 万片，背光芯片 46 亿颗，照明芯片 3.9 亿颗的生产规模。Epistar 为晶元光电的全资子公司，在蓝光 LED 技术方面，晶元光电是台湾第一家开发完成氮化镓蓝光、绿光二极管的厂商，拥有 LED 产品先进技术，也是全球目前最大的红光 LED 生产厂、第四大蓝光 LED 厂。下游需求方面，合资公司的 LED 芯片和外延片主要供应冠捷的显示器和电视机等产品。冠捷科技的液晶电视生产量在 2009 年已增至 950 万台，2010 年发货量将冲击 1400 万-1500 万台的目标，冠捷已成为全球最大液晶电视代工厂家。因此短期内公司的产品在背光市场的应用具有较强支撑。未来公司看好照明市场的应用需求，一旦照明市场启动，则快速切入。

三、盈利预测与投资建议

此前公司属于传统制造企业，主要收入来自于代工计算机硬件配件产品。公司的最大特点在于产能和收入规模较大，现金流极为充裕，但产品偏向中低端，毛利率一直较低。面对此困境，公司一方面采取外延式规模扩张，力争成为全球有竞争力的电子外包厂商；另一方面，公司将 LED 作为下一个利润增长点，全力开拓 LED 市场。公司在 LED 市场上的最大优势来自于下游冠捷的背光订单较为确定，而一旦 LED 照明市场启动，公司也能快速切入。因此公司未来业绩可能存在超出目前预期的因素。另外，因公司投资香港上市的昂纳光通信约 32.52% 的股权，通过减持股权将获得 1.07 亿元的投资收益。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.3 元、0.4 元、0.54 元。假设公司 LED 项目于 2012 年初步释放产能，粗略估计 2012 年会增厚 EPS 程度为 0.03-0.05 元。增厚程度视产能释放程度不同而定。

根据计算机硬件厂商的平均估值水平，给予公司传统业务以 2011 年市场平均 PE，对应目标价位为 12.4 元；LED 方面，给予 2012 年 30 倍 PE，综合来看，对应价格为 12.4-13 元，给予“中性”评级。但建议关注公司未来的 LED 进展，预计相关业务的开展会给公司市场表现带来交易性机会。如果公司 LED 项目产能释放的时间点提前，或是产能规模超出预期，将对公司业绩形成利好。

四、风险提示

- 1) 代工毛利率继续下降；
- 2) 新客户开拓低于预期；
- 3) LED 产能释放低于预期。

表 1: 长城开发持股公司

子公司	控股比例	业务范围
开发香港	100%	商业贸易
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
开发苏州	75%，25%	开发设计生产大容量磁盘驱动器
开发光磁	75%，25%	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
开发磁记录	57%	生产经营新型电子元器件、数字摄录机及相关产品的开发
开发技研	55%	硬盘盘基片的开发研制生产和销售
昂纳光通信	46%（开发香港持有）	汽车电子相关产品
昂纳光通信开曼群岛	46%（开发香港持有）	金融、投资、经纪、代理进出口、制造业
EXCELSTOR GROUP LTD	33.33%(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
		硬盘驱动器开发研制生产销售

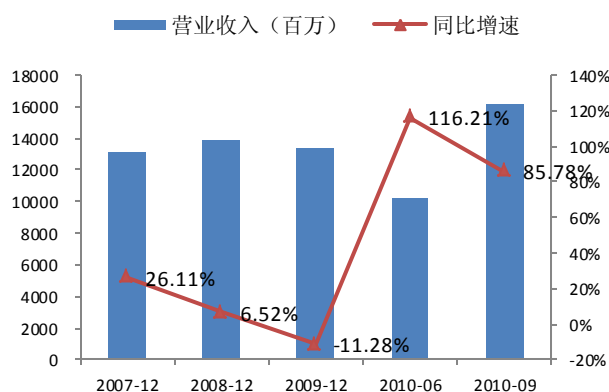
资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 2: 合资 LED 公司股权结构

投资方	出资方式	出资金额（万美元）			持股比例（%）
		第一期	第二期	出资总额	
深圳长城开发科技股份有限公司	现金	3,520	1,760	5,280	44%
Epistar JV Holding (BVI) Co., Ltd.	现金	3,200	1,600	4,800	40%
亿冠晶（福建）光电有限公司	现金	720	360	1,080	9%
Country Lighting (BVI) Co., Ltd.	现金	560	280	840	7%
合计		8,000	4,000	12,000	100%

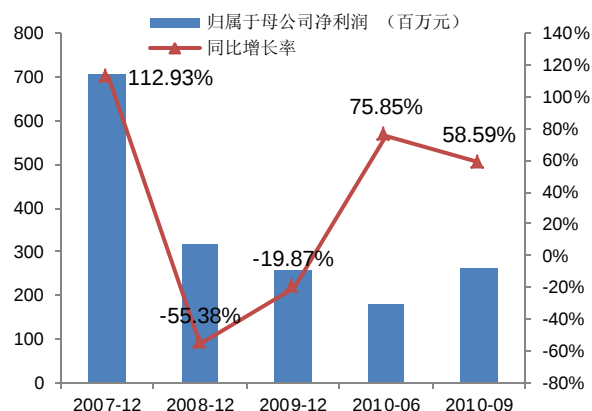
资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 1: 销售收入稳步增加



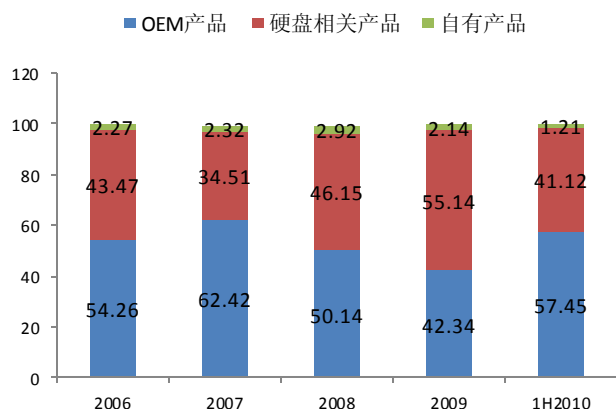
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2: 盈利能力大幅提高



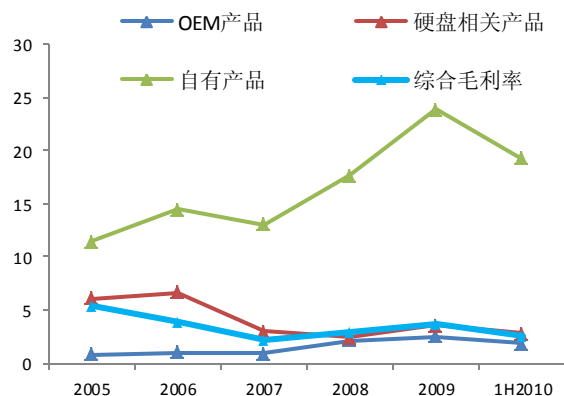
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 3: 公司主要收入来源占比



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 4: 公司传统产业毛利率较低



资料来源: Wind, 民生证券研究所

表 3: 公司传统业务估值对比

证券代码	证券简称	PE,TTM	PE(2010E)	PE(2011E)	PE(2012E)
000021.SZ	长城开发	47.57	38.33	28.8	21.7
002376.SZ	新北洋	71.35	57.95	39.03	26.81
300042.SZ	朗科科技	82.78		25.97	17.54
算术平均		67.23	48.14	31.27	22.02

资料来源: Wind, 民生证券研究所

表 4: 公司 LED 业务估值对比

证券代码	证券简称	PE,TTM	PE(2010E)	PE(2011E)	PE(2012E)	总市值 (百万元)
600703.SH	三安光电	88.12	62.62	34.08	22.10	27757.88
300102.SZ	乾照光电	82.59	76.36	41.88	28.37	10620.00
000021.SZ	长城开发	47.20	38.33	28.80	21.70	16794.41

资料来源: Wind, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	13,405	20,513	28,850	40,789
减：营业成本	12,915	19,751	27,812	39,328
营业税金及附加	6	8	12	16
销售费用	58	82	115	163
管理费用	197	267	375	530
财务费用	31	5	(9)	(11)
资产减值损失	29	0	0	0
加：投资收益	15	70	80	90
二、营业利润	306	469	624	853
加：营业外收支净额	5	8	9	10
三、利润总额	310	477	633	863
减：所得税费用	44	67	89	129
四、净利润	266	411	545	733
归属于母公司的利润	259	399	530	713
五、基本每股收益 (元)	0.20	0.30	0.40	0.54

主要财务指标

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	68.28	52.86	38.88
成长能力:				
营业收入同比	-11.28%	53.02%	40.64%	41.39%
营业利润同比	-0.5%	53.7%	32.9%	36.7%
净利润同比	-19.59%	54.40%	32.60%	34.7%
营运能力:				
应收账款周转率	13.89	20.27	26.47	29.29
存货周转率	29.69	44.39	54.95	60.75
总资产周转率	2.59	3.79	4.90	5.77
盈利能力与收益质量:				
毛利率	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%
净利率	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%
总资产净利率 ROA	5.1%	7.6%	9.2%	10.4%
净资产收益率 ROE	6.8%	9.4%	10.8%	12.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.36	2.97	2.81	2.66
资产负债率	27.2%	23.4%	26.7%	30.2%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.20	0.30	0.40	0.54
每股经营现金流量	0.56	0.44	0.55	0.41
每股净资产	4.49	3.63	4.04	4.60

资产负债表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,866	2,066	2,873	3,508
应收票据	7	10	3	4
应收账款	998	1,026	1,154	1,632
预付账款	57	88	124	175
其他应收款	43	62	87	122
存货	431	494	556	787
其他流动资产	10	0	0	0
流动资产合计	3,443	3,745	4,796	6,228
长期股权投资	334	334	334	334
固定资产	1,307	1,242	1,176	1,116
在建工程	61	61	66	66
无形资产	12	11	10	9
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,985	1,648	1,587	1,525
资产总计	5,428	5,394	6,383	7,752
短期借款	440	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	770	1,086	1,530	2,163
预收账款	2	4	6	8
其他应付款	117	100	100	100
应交税费	75	70	70	70
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,456	1,260	1,705	2,341
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,475	1,260	1,705	2,341
股本	880	1,319	1,319	1,319
资本公积	466	466	466	466
留存收益	2,274	2,674	3,203	3,916
少数股东权益	322	333	348	368
所有者权益合计	3,953	4,792	5,336	6,070
负债和股东权益合计	5,428	6,052	7,042	8,411

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	494	575	723	538
投资活动现金流量	237	70	75	85
筹资活动现金流量	83	(445)	9	11
现金及等价物净增加	171	200	807	635

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008年加入民生证券，长期关注IT行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED等领域。

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。