

凭借技术和渠道优势进入 LED 行业 给予“增持”评级

投资进入 LED 领域。公司与 Epistar、亿冠晶、Country Lighting 在中国境内设立合资公司，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。其中公司占 44%，Epistar 占 40%，亿冠晶占 9%，Country Lighting 占 7%，总投资额为 1.6 亿美元，投产后形成年产高亮度 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。目前首期投资 30 台 55-60 片机，预计 2012 年达产 10-15 台，2013 年全部达产。未来视具体情况也可能再加大投资。

合作伙伴带来的技术等优势。Epistar 为晶元光电的全资子公司，在蓝光 LED 技术方面，晶元光电现在是全球少有的几家能够大规模量产蓝光 GaN 外延片的企业之一，泛晶元系共拥有超过 300 台 MOCVD。亿冠晶目前由亿光电子 100% 间接持有，亿光为台湾最大的封装厂。最大的外延片和封装公司作为合作伙伴，给公司带来的优势包括：首先、技术领先，能够快速切入照明背光等领域；第二、能分享其大规模采购体系而降低原材料成本；第三、合资方与日本等厂商达成专利互换，出口等不存在专利问题。对于晶元来说，与有实力的国内厂商合作，着眼中国庞大的市场，以及政府对 LED 行业补贴政策，也有利于降低其生产成本。

进入背光领域的渠道优势。公司的实际控制人中电集团下拥有冠捷等公司，冠捷为全球最大的显示器和第四大液晶电视代工厂，我们预计冠捷 2010 年产显示器 5500 万台和液晶电视 1800 万台，其中显示器全球占有率达 30% 左右，液晶电视 9% 左右。LED 背光液晶电视渗透率快速提高，2010 年末为 20%，2012 年可能达到 80% 以上。这两大背光业务需求按照冠捷 2012 年产量，折合成 MOCVD 需求将近 100 台。同一集团的背景有利于公司未来进入其采购体系，公司的 2012 年 30 台 MOCVD 即使全部做背光，也只占冠捷 30% 需求。

看好背光和照明两大市场。公司该投资项目主要面向背光和照明两大市场，大概各占一半左右。其中背光主要针对冠捷供货。目前国内的 MOCVD 扩产厂家众多。而 2011 年大屏幕电视的背光将占到一半 LED 应用，为最大单项应用，而远期最大的市场是照明，但启动时间争议较大。目前国内厂商由于产业链和技术因素，没有进入大屏幕电视背光领域。相比而言，公司具有技术和渠道的优势。

长城开发
000021

首次

增持

分析师：袁 璋

投资咨询执业证书编号：

S0630511010021

联系信息：

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

日期

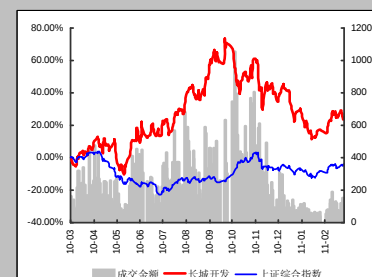
分析：2010 年 03 月 06 日

价格

当前市价：11.42 元

半年目标：12.81 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012
EPS	0.30	0.40	0.57
PE	38.3	28.5	19.9
PB	2.6	2.5	2.3

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

其他资产价值。公司在福田区的厂房所在地区属于深圳市中心区，估计可能价值 20-30 亿。

LED 业务带来的盈利。如果按照 30 台 MOCVD 计算，每台年产 8000 万，净利润率 30% 计算，收入规模 24 亿，净利润 7.2 亿，公司 44% 占比每股 EPS 贡献为 0.24 元，我们预计完全达产要在 2013 年。

盈利预测与估值。我们预测公司的 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.3 元、0.4 元、0.57 元，给予 2011 年 32 倍的 PE，目标价格为 12.81 元，增持评级。

风险因素。LED 项目实施进展晚于预期。LED 行业供过于求。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13,947	13,405	22,009	26,811	31,372
增长率	6.5%	-3.9%	64.2%	21.8%	17.0%
营业利润(百万元)	296	306	454	619	899
增长率	-63.8%	3.2%	48.6%	36.3%	45.2%
净利润(百万元)	316	259	393	528	756
增长率	-55.4%	--	52.0%	34.3%	43.1%
每股净资产(元)	3.94	4.13	2.90	3.10	3.38
每股收益(元)	0.36	0.29	0.30	0.40	0.57
市盈率(P/E)	31.7	38.8	38.3	28.5	19.9
市净率(P/B)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
ROE(%)	9.1	7.1	6.8	8.6	11.3
EV/EBITDA	10.7	29.8	38.1	20.9	13.3
息率(%)	9.7%	1.2%	2.0%	2.7%	3.8%

作者简介

袁琤：电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士，曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作，3 年行业工作经验，2007 年 6 月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897