

证券研究报告

计算机设备 III



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

推荐 (首次)

联系人: 韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

长城开发 (000021)

代工稳定增长, 智能电表与 LED 拓展空间

2011 年 3 月 7 日

投资要点

- **公司是国内规模最大电子代工企业之一。**公司是中国电子信息产业集团公司 (CEC) 下属的一家大型电子元器件行业外向型企业, 目前的业务可以划分为硬盘相关产品、OEM 业务和自有产品三大类。其中硬盘相关业务和 OEM 业务实际上均为代工业务, 2007-2009 年代工业务占公司主营业务收入的比例均在 98% 左右, 自有业务比例约 2%。公司目前为中国大陆规模最大电子代工企业之一, 2010 年前三季度总营收为 161.45 亿元, 同比增长 85.78%, 归属于母公司净利润为 2.63 亿元, 同比增长 58.59%, 预计 2010 年全年营收可达 219 亿左右, 归属于母公司净利润约 3.9 亿元。
- **代工业务将从 OEM 模式向 EMS 模式转移。**CEC 集团将公司定位于电子元器件制造基地, 公司制定了 2015 年进入 EMS 行业前列的战略目标, 因此今后代工业务都将是公司营收最主要的构成部分。我们认为, 电子代工类企业的成长路径要看客户产能转移、新客户开拓、新业务开发三个维度, 同时从 OEM 模式向 EMS 模式转变、延伸供应链服务环节也是公司发展电子代工业务的重要思路。公司的硬盘相关业务已经发展至磁头、PCBA 板卡、盘基片等多种产品, 并受益于硬盘业务大客户希捷 (Seagate) 的产能转移, 希捷计划将中国的磁头业务全部转移至公司, 去年完工的公司苏州二期厂房已经成为承接产能转移的主要基地, 预计硬盘业务今年将保持 20% 以上的增长, 达到约 100 亿的营收规模。OEM 业务包括内存条和 U 盘的代工及手机主板代工等。金士顿是公司内存和 U 盘代工的最大的客户, 目前内存出货量可达 400 万条/月, U 盘出货量约 300 万条/月, 公司已经通过了金士顿三个主要客户 HP、Dell、Acer 的直接认证, 相信未来产量将继续提升, 同时公司在制造之外将业务拓展至为客户提供分销、物流等服务, 延伸服务环节, 向 EMS 模式转变。手机代工方面的主要客户为三星、中兴通讯等, 针对三星的出货目前前在 200 万片/月左右的规模, 中兴的产品从手机主板拓展至数据卡代工, 新的手机客户也在积极拓展之中, 华为有望今年成为公司手机代工业务新的客户。
- **自有业务毛利率高、发展潜力大。**公司自有产品包括电表产品、税控产品和数字家庭产品等。自有产品虽然在营收中占比较低, 但是对比代工产品不足 4% 的毛利率, 自有产品的毛利率可达到 20% 左右, 是公司利润的重要来源, 也是公司未来提高盈利能力的关键。电表产品是公司自有产品的主体, 90% 以上为出口, 智能电表占据了电表业务营收的约 70%, 主要的市场为欧洲, 窃电电表占电表营收约 20%, 主要市场在南亚。在海外市场, 公司电表业务发展以同国外公司合作为主, 如美国 IBM、欧洲 Elster 和 ENEL, 国内市场, 电表的营销交给参股子公司长城科美经营。欧美国家大规模铺设智能电网已经启动, 中国、巴西等发展中国家大规模智能电网建设也开始发力, 公司产品去年中标国家电网智能电表采购订

单 55 万只，近日又公布拿下意大利国家电力公司订单 1.2 亿元，显示了在该领域的强大实力。公司在智能电表领域有 10 多年研发经验，研发经费累计达 1 亿，研发技术领先，产品在多个国家得到应用，相信未来将受益于全球智能电网建设的大行情。

- **大树底下好乘凉，背靠 CEC 集团，发展 LED 产业基地。**2010 年 10 月公司公告，成立“开发晶”，进军 LED 行业，总投资 1.6 亿美元，其中台湾晶元光电占股 40%，亿光占股 9%，公司占股 44%，为第一大股东。2010 年 12 月 28 日再度公告，签署成立“开发晶照明（厦门）”，总投资增加至 4.9 亿美元。公司 LED 业务定位于垂直整合，生产 InGaN 高亮度背光芯片和照明芯片，计划年产高亮度 GaN 蓝光外延片 72 万片、背光芯片 46 亿颗、照明芯片 3.9 亿颗。公司虽然进入 LED 行业较晚，但我们仍然十分看好公司这项业务的发展前景，其中最主要的原因在于公司背靠 CEC 集团，能够整合集团资源，打通产业链上下游，进入 LED 高端应用领域。09 年 CEC 下属长城电脑收购冠捷科技 27% 股份，成为最大股东，冠捷为全球最大显示器代工生产厂商，国内创维、海信等电视厂商有很多产品由冠捷 OEM，相信未来公司 LED 产品必然通过冠捷进入电视背光这一 LED 高端应用领域。CEC 集团对公司 LED 业务的定位是 3-5 年时间建成“中国重要的 LED 产业基地”，集团必将优势资源向公司倾斜，为公司 LED 业务发展创造良好环境。而与台湾产业龙头晶元、亿光的合作，使得公司得到技术研发、产品开发和运营经验上的支持，缩短学习周期，迅速成为行业主流玩家。LED 业务今年尚不能给公司带来盈利，目前“开发晶”项目还处于环境评估阶段，评估完成后很快进入项目建设，预计 2012 年 6 月可实现试生产。LED 业务利润率远高于公司现有业务，将大幅提升公司未来盈利能力。
- **代工业务稳定增长，智能电表与 LED 业务开拓发展空间。**公司传统代工业务受益于大客户产能转移与新客户、新业务的开拓，预计将保持稳定增长的趋势；由于未来几年全球智能电网建设步伐加快的大行情，智能电表为主的自有业务在公司营收占比中将逐步扩大，并提升公司毛利率水平；公司 LED 业务在资金、技术、市场上都具有一定保障，预计公司将在 3-5 年内成为 LED 行业内领先企业，LED 成为公司自有业务的另一大支柱。虽然人民币升值和劳动力成本上升对公司未来利润产生一定负面影响，但公司已采取措施积极应对，如公司目前考虑采用 NDF 等金融工具对冲人民币升值影响，据了解国内一些出口外向型企业也采取了这种方式，在理想条件下可以在公司主营利润之外带来部分额外利润。我们预计公司 2010-2012 年可实现销售收入 219.2 亿、271.8 亿、333.7 亿，归属于母公司净利润 3.91 亿、4.64 亿、5.64 亿，对应 EPS 为 0.30 元、0.35 元、0.43 元，给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3443	3940	4471	5176
货币资金	1866	1179	1181	1158
交易性金融资产	10	0	0	0
应收账款	998	1627	2005	2448
其他应收款	43	28	54	67
存货	431	920	1035	1268
非流动资产	1985	1910	1951	1848
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	334	460	456	434
投资性房地产	156	152	160	156
固定资产	1307	1096	1090	988
在建工程	61	78	159	182
油气资产	0	0	0	0
无形资产	12	12	12	12
资产总计	5428	5850	6423	7024
流动负债	1456	1655	1961	2237
短期借款	440	0	0	40
应付票据	0	0	0	0
应付账款	770	1387	1717	1944
其他	247	268	243	253
非流动负债	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他	19	19	19	19
负债合计	1475	1674	1980	2256
股本	880	1319	1319	1319
资本公积	466	202	202	202
未分配利润	1289	1318	1565	1865
少数股东权益	322	329	338	348
股东权益合计	3953	4176	4443	4767
负债及权益合计	5428	5850	6423	7024

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	259	391	464	564
折旧和摊销	245	291	332	391
资产减值准备	40	-36	68	42
无形资产摊销	18	0	0	0
公允价值变动损失	0	-0	0	0
财务费用	-31	-9	-18	-16
投资损失	-15	-120	-110	-110
少数股东损益	7	7	9	10
营运资金的变动	163	546	296	542
经营活动产生现金流量	285	-29	457	338
投资活动产生现金流量	-243	-51	-266	-167
融资活动产生现金流量	268	-607	-189	-194
现金净变动	310	-688	3	-23
现金的期初余额	1354	1866	1179	1181
现金的期末余额	1663	1179	1181	1158

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13405	21919	27181	33367
营业成本	12915	21338	26423	32405
营业税金及附加	6	2	3	3
销售费用	58	48	63	77
管理费用	197	239	299	360
财务费用	-31	-9	-18	-16
资产减值损失	-29	-25	-10	0
公允价值变动	0	-0	0	0
投资收益	15	120	110	110
营业利润	306	446	531	648
营业外收入	6	11	10	10
营业外支出	1	3	2	2
利润总额	310	454	539	656
所得税	44	56	66	81
净利润	266	398	473	575
少数股东损益	7	7	9	10
归属母公司净利润	259	391	464	564
EPS (元)	0.20	0.30	0.35	0.43

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-11.3%	63.5%	24.0%	22.8%
营业利润增长率	-0.5%	45.9%	19.2%	21.9%
净利润增长率	-19.9%	51.1%	18.8%	21.6%
盈利能力(%)				
毛利率	3.7%	2.7%	2.8%	2.9%
净利率	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
ROE	7.1%	10.2%	11.3%	12.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	27.2%	28.6%	30.8%	32.1%
流动比率	2.36	2.38	2.28	2.31
速动比率	2.06	1.81	1.74	1.73
营运能力(次)				
资产周转率	274.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1401.0	1572.7	1407.2	1409.0
每股资料(元)				
每股收益	0.20	0.30	0.35	0.43
每股经营现金	0.37	-0.02	0.35	0.26
每股净资产	2.75	2.92	3.11	3.35
估值比率(倍)				
PE	60.3	39.9	33.6	27.7
PB	4.3	4.1	3.8	3.5

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。