

长电科技 (600584.SH) 电子行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 22.02 元
 目标价格 (人民币): 27.80-27.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

集苹果 SiP 与存储先进制程于一身， 封测龙头长电科技复牌补跌即是买点

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	984.57
总市值(百万元)	22,810.84
年内股价最高最低(元)	30.89/11.64
沪深 300 指数	3065.62
上证指数	2832.11



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.16	0.05	0.27	0.62	0.91
每股净资产(元)	3.82	4.16	4.38	5.00	5.91
每股经营性现金流(元)	1.06	1.69	0.76	3.17	3.22
市盈率(倍)	69.9	438.7	82.1	35.5	24.1
行业优化市盈率(倍)	350.6	261.3	143.6	143.6	143.6
净利润增长率(%)	1308.6%	-66.8%	434.2%	131.6%	47.0%
净资产收益率(%)	4.2%	1.2%	6.1%	12.4%	15.4%
总股本(百万股)	984.57	1,035.91	1,035.91	1,035.91	1,035.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **大陆封测绝对龙头，全球高端封测第一梯队；杠杆撬动星科金朋并购案，携手国家队打造大陆最强联盟。**公司是大陆少数可以达到国际技术水平的半导体封测企业，2015 年更携手中芯国际(SMIC) 及国家大基金，以 7.8 亿美元收购新加坡星科金朋(STATS ChipPAC)，全球排名由第六晋级至第四。以紫光集团的展讯 & 锐迪科、中芯国际和长电科技为龙头的国家队，形成“设计-制造-封测”国内最强 IC 产业联盟。
- **中芯国际成为公司最大股东，联盟关系牢不可破。**2016 年 4 月 29 日，中芯国际间接全资附属公司芯电上海，与公司订立股权认购协议，中芯国际将实际出资 4 亿美元，加上之前收购星科金朋的 1 亿美元股权转为公司的股权，中芯国际因此成为公司单一最大股东。至此，公司和中芯国际达成牢不可破联盟关系，上下游紧密合作，重塑产业格局，更成为全球半导体制造业重要的“中国力量”。
- **日月光并购矽品案纷争，公司有望成为苹果 SiP 第二供应商。**由于日月光并购矽品事件的影响，根据苹果一贯的多供应商策略，我们判断苹果新一代 iPhone 所用的最新 TDDI(Touch with DisplayDriver) 芯片 SiP 模组订单，将有可能由目前日月光旗下的环旭电子及村田制作所(Murata)，转变成长电科技(星科金朋)与村田制作所。另外，iPhone7 预计会有一颗抗电磁波 EMI 的芯片，其封装预料会委由两家封测厂来进行，其中一家是星科金朋，因此长电科技预料也将跟着受惠。
- **配合紫光积极布局 DRAM。**紫光投资美光(Micron) 受挫，转而在国内华南地区投入 600 亿自建 DRAM 厂，再邀请美光投资入股，解决专利上的问题。而长电科技作为紫光的产业合作伙伴，即可接到紫光 DRAM 封测方面订单。但目前来看，长电科技缺的就是 DRAM 封测技术，因此，我们预料长电科技可能将进行新一轮国际收购计划补齐该短板。

估值

- 预计公司 2016~2018 年每股收益分别为 0.27/0.62/0.91 元，目前股价对应 2016~2018 年市盈率分别为 81.6/35.5/24.2 倍。选取 A 股半导体板块的若干可比公司，如七星电子、国民技术、上海新阳、上海贝岭、光电股份等的

骆思远 分析师 SAC 执业编号: S1130515070001
luosiyuan@gjzq.com.cn

樊志远 联系人
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

詹静 联系人
(8621)60870947
zhanjing@gjzq.com.cn

2016 年平均 PE 102.8 倍为参照，给予公司 2016 目标价 27.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 产业持续低迷、客户订单不达预期；外延并购不达预期。

内容目录

一、投资建议综述	5
二、公司简况	5
2.1 主营业务	6
2.2 股权结构	6
2.3 财务表现	6
三、中芯国际将入股公司，成为其第一大股东	8
四、杠杆撬动星科金朋并购案，携手国家队打造最强产业联盟	9
4.1 收购星科金朋，进军高端封测市场	9
4.2 收购标的优质	10
五、封测行业巨大的市场给予公司足够的想象空间	13
5.1 封测行业现状	13
5.2 SIP 封装进入爆发期，市场空间巨大	14
5.3 公司或蚕食日月光在苹果 SiP 的订单，震撼两岸业界	17
六、配合紫光积极布局 DRAM，或存外延并购可能	18
七、股票估值和定价	19

图表目录

图表 1: 增发完成后公司的股权结构	6
图表 2: 公司近年营收表现 (百万元)	7
图表 3: 公司近年盈利表现 (百万元)	7
图表 4: 公司现金流及盈利能力	7
图表 5: 公司近四年盈利(百分比)	8
图表 6: 公司近四年营收结构(百分比)	8
图表 7: 公司近四年产品毛利率(%)	8
图表 8: 星科金朋历年营收盈利情况	9
图表 9: 全球封测企业排名	10
图表 10: 星科金朋股权结构	11
图表 11: 星科金朋先进的封装技术	12
图表 12: 星科金朋产品构成	12
图表 13: 星科金朋营业收入和毛利率(包括台湾资产)	13
图表 14: 星科金朋 EBITDA 毛利率(包括台湾公司)	13
图表 15: 星科金朋主要客户	13
图表 16: 国内半导体封测产业规模情况	14
图表 17: 封装技术发展史	15
图表 18: 全球半导体封测芯片整合趋势	16
图表 19: 智能手机里 SIP 模组示意图	16
图表 20: 前三大封测厂商 SIP 发展分析	17

图表 21: 内存 SIP 堆栈整合方案.....	17
图表 22: Apple Watch 里的 SIP 模组.....	18
图表 23: 2014 年 DRAM 应用分布.....	19
图表 24: 全球 DRAM 市占率 (3Q2015).....	19
图表 25: 紫光集团内存产业链布局.....	19
图表 26: 相关公司估值参考.....	20

一、投资建议综述

- **复牌事件：**公司因筹划重大事项于 2015 年 11 月 30 日起停牌；2016 年 4 月 30 日，公司披露了该《江苏长电科技股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》；2016 年 5 月 6 日，公司收到上海证券交易所下发问询函。公司已将问询函回复及相关中介机构核查意见报送至上海证券交易所，并于 2016 年 5 月 9 日披露该草案修订版。公司拟以 15.36 元/股发行不超过 1.30 亿股购买产业基金持有的长电新科 29.41% 股权和长电新朋 22.73% 股权，合计作价 19.91 亿元；拟以 15.36 元/股发行不超过 0.43 亿股购买芯电半导体持有的长电新科 19.61% 股权，合计作价 6.64 亿元；拟以 17.62 元/股向芯电半导体非公开发行股份不超过 1.51 亿股，募集配套资金总额不超过 26.55 亿元。交易完成后，芯电半导体持有上市公司 14.26% 股权，成为上市公司第一大股东；新潮集团将持有上市公司 14.00% 股权、产业基金持有上市公司 9.53% 的股权；星科金朋将变为公司的全资子公司。因为芯电半导体是中芯国际的间接全资附属公司的关系，中芯国际实际成为公司的单一最大股东。同时，公司宣布将于 5 月 10 号复牌。
- 公司是国内第一、全球第四的半导体封测企业。公司及其子公司目前主要有两块主营业务：芯片封测和芯片销售业务。芯片封测业务主要是 Bumping/WLCSP 业务、TSV+FC 业务、SiP 射频封装、BGA 封装，以及基板类高端集成电路封测业务，摄像头模组制造、MIS 封装材料等。芯片销售业务主要是新型电子元器件的销售。我们重点推荐的理由有三点：

(一)、2015 年公司作为当时世界第六大封测企业，在国家半导体大基金和中芯国际(SMIC) 的参与下，完成了对新加坡星科金朋(STATS ChipPAC) 的收购。接着，2016 年 4 月，中芯国际出资 4 亿美元加上之前收购星科金朋的 1 亿美元股权转让为公司的股权，中芯国际成为公司单一最大股东。至此，公司不仅通过蛇吞象并购了世界一流同类企业，还和中芯国际达成牢不可破联盟关系，上下游紧密合作，重塑产业格局，可进一步借助 A 股市场的资本助力实现更大的突破。未来更成为全球半导体制造业重要的“中国力量”。

(二)、一旦日月光成功收购了矽品 100% 股权，那么苹果就算原本想扶持矽品成为 SiP 封装的第二供应商，届时就有可能变成成长电科技；另外，9 月份将问世的苹果 iPhone7 因为机身变得更薄，所有零组件彼此压缩，省下来的寸土寸金空间要拿来塞电池(这是人类科技最大的短板)，但也因为零组件彼此挤压，所以抗电磁波 EMI 变得更加重要。苹果应该会有一颗专门用来处理 EMI 的 IC 芯片，它的封装预料会委由两家封测厂来进行，其中一家是星科金朋(有就是长电科技的意思)，因此目前仍停牌中的公司预料也将跟着受惠。

(三)、公司所归属的紫光集团这个“虚拟 IDM” 老大，看来重点是打算发展 DRAM，那么我们再回顾一下，同方国芯那 800 亿定增，有部分资金是用来收购台湾 DRAM 封测大厂力成 25% 股权的，紫光集团后来又间接取得台湾华亚科全部资产，2016 年起将在大陆盖 12 寸 DRAM 厂。而公司缺的就是 DRAM 封测技术，而 DRAM 技术的自我研发和成熟并非朝夕之事，因此，我们判断公司可能将进行新一轮国际收购计划。
- 公司因筹划重大事项于 2015 年 11 月 30 日起停牌，停牌价 22.02 元。停牌至今大盘上证综指由 3,433.86 点下降至 2,832.11 点，跌幅 17.52%。因此，公司一旦复牌股价可能会因补跌效应而出现短时间区间内的下跌。但如上所述，我们认为公司有诸多议题加身，内涵生长和外延并购预期良好，因此补跌结束后公司股价将进入上升通道。首次覆盖，我们给予买入评级。

二、公司简况

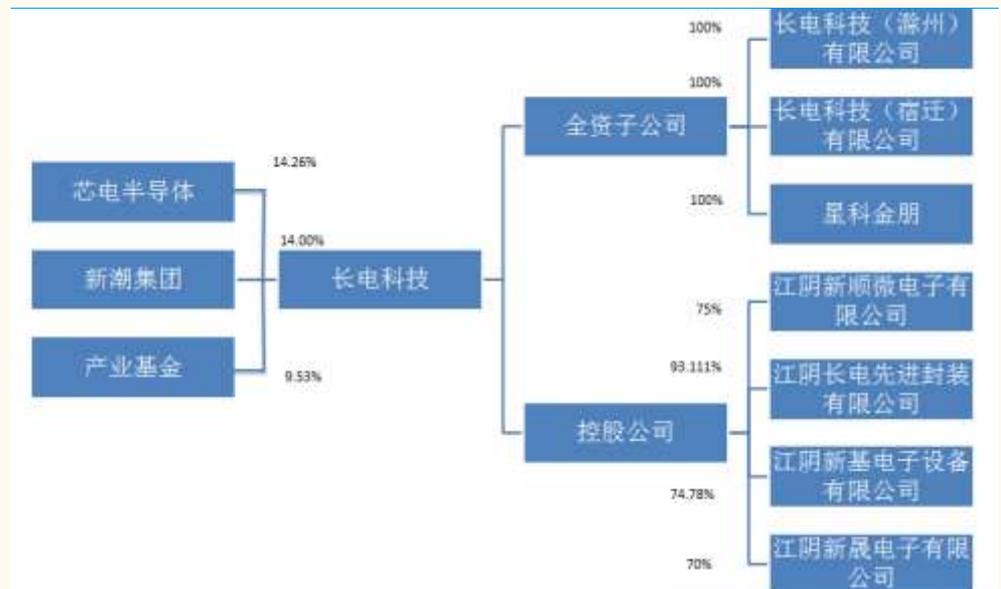
2.1 主营业务

- 公司于 2003 年在 A 股上市，是最早从事集成电路封装、测试和分立器件的生产、销售业务的公司之一。前身为江阴长江电子实业有限公司，由江阴长江电子实业公司、实业公司工会、厦门永红电子有限公司、宁波康强电子有限公司、连云港华威电子集团出资成立。公司于 2000 年由实业公司依法变更为股份有限公司，当时属国家重点鼓励发展的产业。公司的主营业务一直没有发生过改变。

2.2 股权结构

- 公司之前的实际控制人为江苏新潮科技集团有限公司，之前持股比例为 14.11%。公司比较重要的子公司有主营半导体芯片凸块及封装测试产品的江阴公司先进封装有限公司，主营半导体芯片制造的江阴新顺微电子有限公司，主营半导体封装、检测设备的江阴新基电子设备有限公司，江阴新晟电子有限公司，控股比例分别为 93.11%，75%，74.78%，70%。参股主营数据中心和云计算板块业务员的国富瑞数据系统有限公司，以及为收购星科金朋而成立的新加坡 JCI 有限公司。另外，长电滁州和宿迁是全资子公司。公司目前总股本 10.359 亿股，全部在 A 股流通。
- 公司 2016 年 4 月 30 日发布发行股份购买资产并募集配套资金的预案，中芯国际将实际成为公司的单一最大股东。公司拟以 15.36 元/股发行不超过 1.30 亿股购买产业基金持有的长电新科 29.41% 股权和长电新朋 22.73% 股权，合计作价 19.91 亿元；拟以 15.36 元/股发行不超过 0.43 亿股购买芯电半导体持有的长电新科 19.61% 股权，合计作价 6.64 亿元；拟以 17.62 元/股向芯电半导体非公开发行股份不超过 1.51 亿股，募集配套资金总额不超过 26.55 亿元。假设交易完成，芯电半导体持有上市公司 14.26% 的股权，成为上市公司第一大股东；新潮集团将持有上市公司 14.00% 的股权，产业基金持有上市公司 9.53% 的股权；芯电半导体、新潮集团、产业基金三个主要股东将各提名 2 名非独立董事，公司实际控制人将变更为无实际控制人状态。星科金朋将变为公司的全资子公司。因为芯电半导体是中芯国际的间接全资附属公司的关系，中芯国际实际成为公司的单一最大股东。

图表 1：增发完成后公司的股权结构



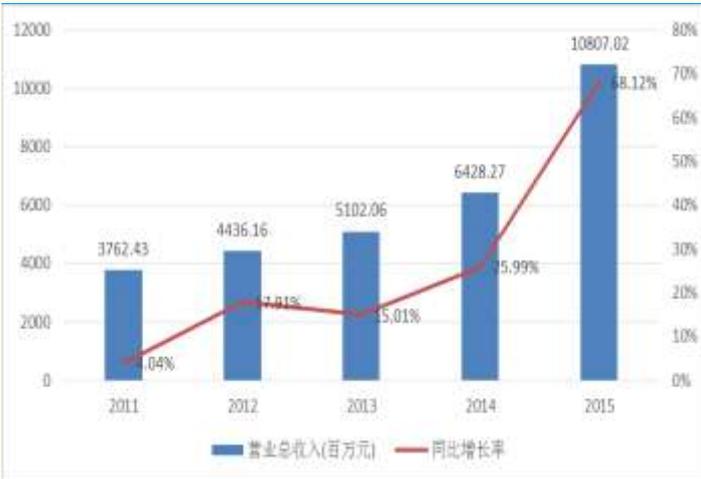
来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 财务表现

- 公司从 2012 年开始每年保持超过 15% 增长率，得益于当时全球半导体市场快速增长，以及往后全球产能往中国大陆转移，因此公司潜在市场空间依然巨大。2014 年实现营业收入 64.3 亿元，同比增长 26.0%；

实现归属母公司净利润 1.6 亿元，同比增长 1308.6%。公司 2014 年收入大幅增长主要原因是(1) 公司产品结构调整逐步到位，高端产品快速成长，规模化量产；(2) 低成本生产基地(滁州)开始盈利，加上半导体行业景气度较高，市场客户端需求旺盛，营收增加，带来了公司整体盈利的恢复和增长。(3) 2014 年全球半导体销售额达到创纪录的 3,358 亿美元，比 2013 年的 3,056 亿美元成长 9.9%。相较于 2013 年同期，美国市场年增长率达到 12.7%，亚太区成长 11.4%，欧洲增长 7.4%，日本增长 0.1%。2015 年公司实现营业收入 108.1 亿元，同比增长 68.1%；实现归属母公司净利润 0.52 亿元，同比下降 66.81%，扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 0.0585 亿元，同比下降 95.2%。2015 年度公司营业收入比上年同期增加 68.1%，主要原因是原公司营收增长 18% 加上收购星科金朋合并入 8-12 月的收入所致。归属于母公司股东净利润同比下降 66.8%，主要是因合并星科金朋经营性亏损 1.31 亿元，分担收购费用和利息计 0.6 亿元。

图表 2：公司近年营收表现 (百万元)



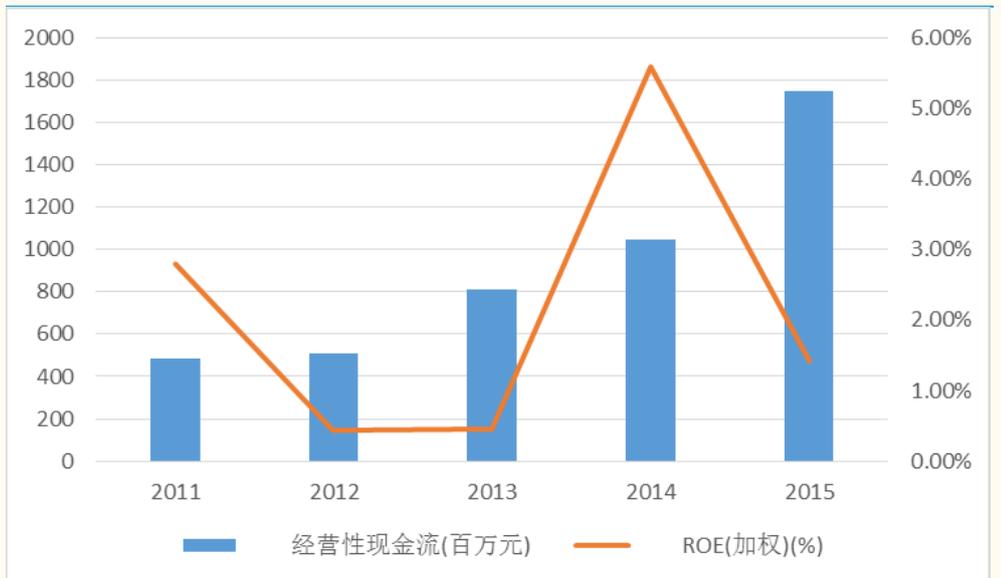
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司近年盈利表现 (百万元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司现金流及盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

- **芯片封测业务营收占比连年增长，SIP 封装将成为业务增长引擎。**通过分析公司近五年的营收结构，可以发现公司产品的营收结构发生了明显的变化：芯片制造业务 2011~2015 年营收总量逐年下降，封测业务的营收连年增长，反映出封装测试是公司未来的主要发展方向，公司 WLCSP 具备国

际竞争力，Bumping 需求火爆。Bump/WLCSP/SiP/FC/TSV 继续扩量升级，呈高速增长态势。公司有多年累积的先进封装技术，再加上星科金朋拥有的高端技术能力(如 eWLB、TSV、3D 封装、SiP、PiP、PoP 等)，能够为国际客户提供下世代领先的封装服务。其中公司 WLCSP、BUMP、星科金朋的晶圆级扇出封装(eWLCSP)技术，是半导体行业增长最快的细分市场之一，能够在同一生产线无缝加工多种规格硅片，为晶圆级封装带来前所未有的灵活性和高性价比的封测服务。星科金朋拥有的 SiP 技术，是新一代移动智能终端电路封测的主流技术，将成为公司未来几年业务高增长的引擎。

图表 5：公司近四年盈利(百分比)



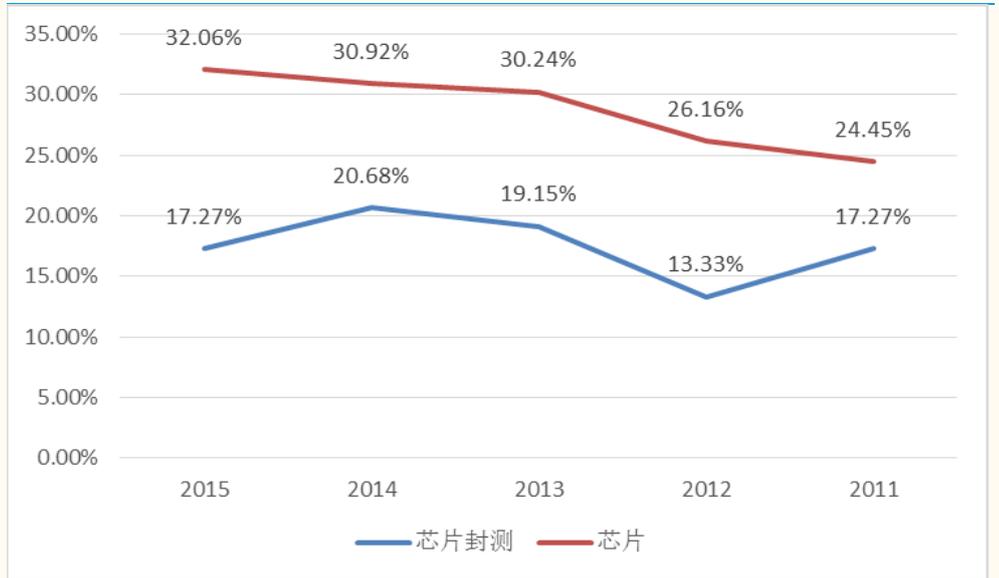
图表 6：公司近四年营收结构(百分比)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：公司近四年产品毛利率(%)



来源：Wind，国金证券研究所

三、中芯国际将入股公司，成为其第一大股东

- 2016 年 4 月 28 日中芯国际发布公告：于 2016 年 4 月 27 日，芯电上海(公司间接全资附属公司)与公司订立出售协议，据此，芯电上海同意向公司出售其于控股公司甲的 19.61% 股权，代价人民币 6.64 亿元将由公司按每股人民币 15.36 元向芯电上海发行 43,229,166 股代价股份支付，芯电上

海与公司订立认购协议，据此，芯电上海同意认购且公司同意发行 150,681,044 股认购股份，代价为总认购价现金人民币 26.55 亿元。

- 中芯国际出资 4 亿美元加上之前收购星科金朋的 1 亿美元股权转为公司的股权，中芯国际成为公司单一最大股东。并且在公司董事会由九名董事组成的情况下，中芯国际将提名两名董事。
- 该事件对中芯国际、公司、中国大陆半导体格局意义深远。二者强强联手、客户、资源共享，能为客户提供更加全面的、有更多附加值的服务，将会使二者的业绩大幅提升；长远来看，中芯国际和公司二者优势互补，上下游紧密合作，重塑产业格局，再借助 A 股市场的资本助力，将会实现更大的突破。未来更成为全球半导体制造业重要的“中国力量”。

四、杠杆撬动星科金朋并购案，携手国家队打造最强产业联盟

4.1 收购星科金朋，进军高端封测市场

- 2014 年 12 月 30 日公司发出公告，拟携手国家半导体大基金，中芯国际对新加坡星科金朋进行收购，三方分别出资 2.6 亿、1.5 亿和 1 亿美元设立合资公司长电新科，三方分别持有 51%、29.4%和 19.6%的股权，长电新科再与大基金分别出资 5.1 亿和 1,000 万美元成立合资公司长电新朋，同时长电新朋向大基金发行 1.4 亿美元可转债。然后长电新朋以 6.6 亿美元在新加坡设立收购公司，收购公司最后再向金融机构获得 1.2 亿美元贷款以总共 7.8 亿美元的价格完成对星科金朋的要约收购。
- 星科金朋是由金朋(ChipPAC)及新科测试(STATS)于 2004 年合并成立总部位于新加坡，为当时全球第四大封装测试厂。根据其 2013 年年报，截至 2013 年底，其总资产约为 23.8 亿美元，净资产 9.7 亿美元。其中工厂和设备类长期资产 14.3 亿美元，主要分布在新加坡(占比 39%)、韩国(23.5%)、中国大陆(21.3%)、台湾地区(13.5%)。2013 年星科金朋实现总营收约 15.99 亿美元，市场占有率为 6.4%。

图表 8：星科金朋历年营收盈利情况

关键指标	2011	2012	2013
营业收入(百万)	1,706.50	1,701.55	1,598.52
增长率(%)	1.71	-0.29	-6.05
归属母公司股东净利润(百万)	-2.5	16.56	-47.49
增长率(%)	-102.32	761.99	-386.74
EPS(摊薄)	0	0.01	-0.02

来源：公司公告，国金证券研究所

- 收购星科金朋使得公司顺利跻身封测行业第一集团。公司的并购动作，是一场足以改变全球半导体行业竞争格局的战略性并购行为，项目横跨新加坡、韩国、台湾、美国等数个国家/地区。在半导体产业强者恒强的定位下，公司收购了主要客户为欧美等发达国家的星科金朋，与公司的客户结构形成了良好的互补，同时星科金朋的技术主要是高端封测技术，收购使得公司迅速积累了大量的专利和高新技术，为公司进一步发展提供了强力的支撑。在收购海外资产时，得到国家产业基金的支持，这标志着国家半导体大基金首批投资正式落地，体现了国家对此出收购案的认同，以及对公司的认同，收购体现了国家意志。
- 星科金朋是先进的半导体封测企业，是在通信和计算机市场服务全球客户的领先供应商。拥有倒装(Flip Chip)芯片互连，系统封装(SIP)、硅通孔(TSV)和 2.5D/3D 包装等高端技术，星科金朋为客户提供创新的和具有成本效益的半导体解决方案。
- 公司携手中芯国际及国家大基金，以 7.8 亿美元收购星科金朋，完成实力的二次飞跃。由封测行业第六，成功跻身世界第四。星科金朋是全球先进封测的领先公司，拥有大量先进封测专利。公司收购成功星科金朋后，成功将星科金朋技术化为己用，并且顺利跻身封测行业第一集团。以紫光集

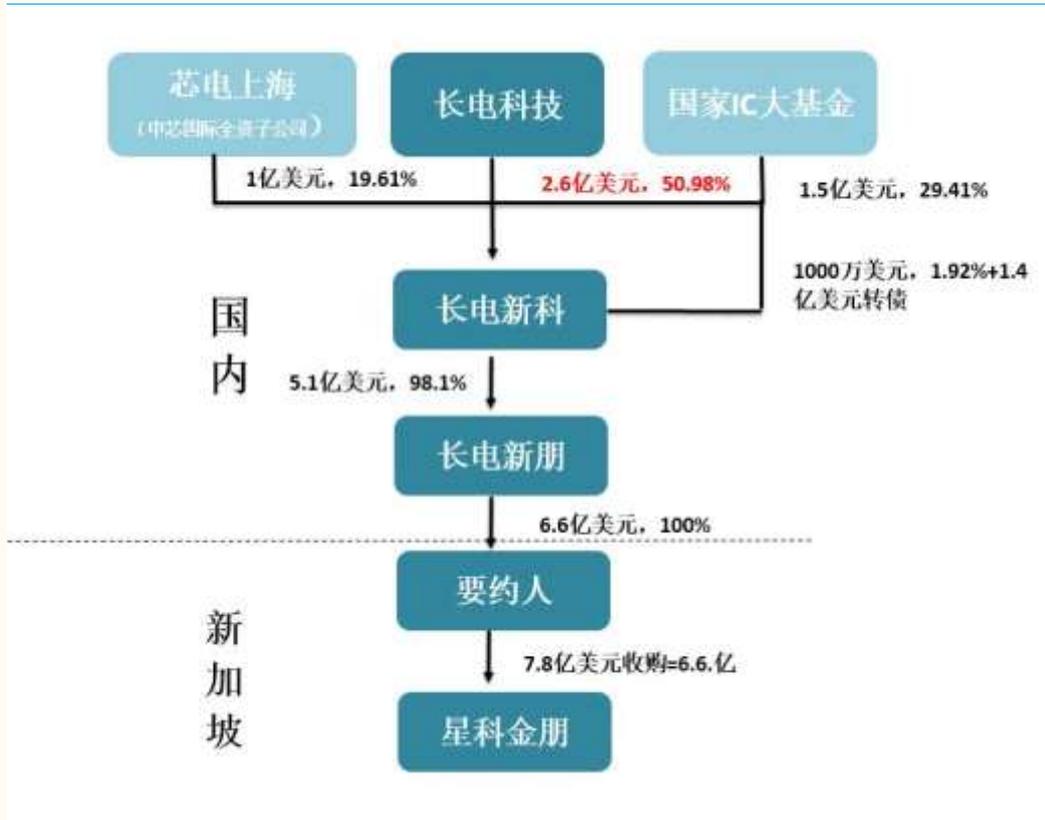
团旗下的展讯&锐迪科(IC 设计)、中芯国际(晶圆代工)和长电科技(封装测试)为龙头的国家队，将打通中国大陆从“芯片制造-铜状凸块-后道 FC 倒装”的工艺制程，形成“设计-制造-封测”国内最强 IC 产业联盟，为公司在国际竞争中占据优势地位。

图表 9：全球封测企业排名

排名	公司	地区	2013年市场占有率	2014年市场占有率	2015年市场占有率
1	日月光(ASE)	台湾	19%	27%	19%
2	安靠(Amkor)	美国	12%	10%	11%
3	矽品(SPIL)	台湾	9%	9%	10%
4	星科金朋(STATS ChipPAC)	新加坡	6%	6%	5%
5	力撑科技(Powertech)	台湾	5%	4%	5%
6	长电科技	中国大陆	3%	3%	4%
7	J-Devices	日本	3%	3%	3%
8	联合科技(UTAC)	新加坡	3%	2%	3%
9	南茂科技(ChipMOS)	台湾	3%	2%	2%
10	欣邦科技(Chipbond)	台湾	2%	2%	2%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：交易结构和融资安排



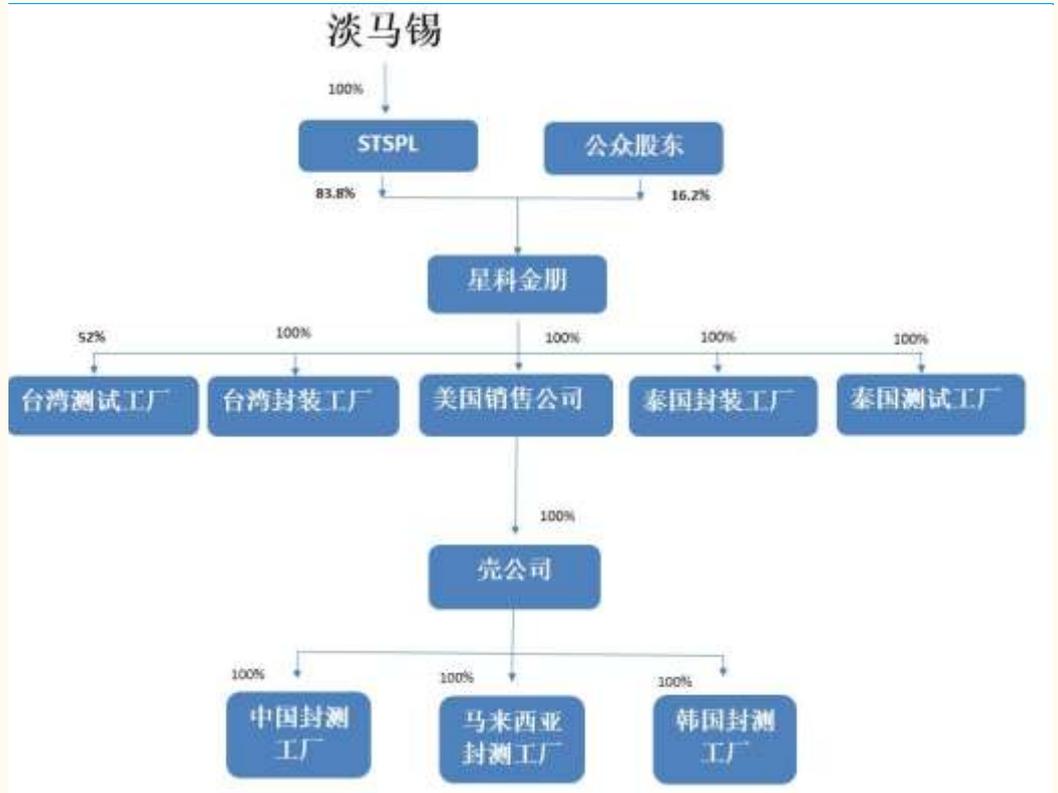
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 收购标的优质

- **股权结构**：星科金朋总部位于新加坡，当时控股股东是淡马锡的全资子公司 Singapore Technologies Semiconductors Pte Ltd(简称 STSPL)，持有 83.8% 股权。星科金朋在新加坡、韩国、中国大陆、台湾地区等地，拥有 4 座封测工厂和 2 个研发中心，这些业务由 11 家公司承担运行。星科金朋对其所属的 11 家公司绝大部分持有 100% 股权。在这 11 家公司中，扣除

3家壳公司，实际开展业务的只有8家，而8家公司中，泰国的2家公司、马来西亚的1家公司处于待关闭状态，只有5家处于正常经营。

图表 10: 星科金朋股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 业务与财务状况

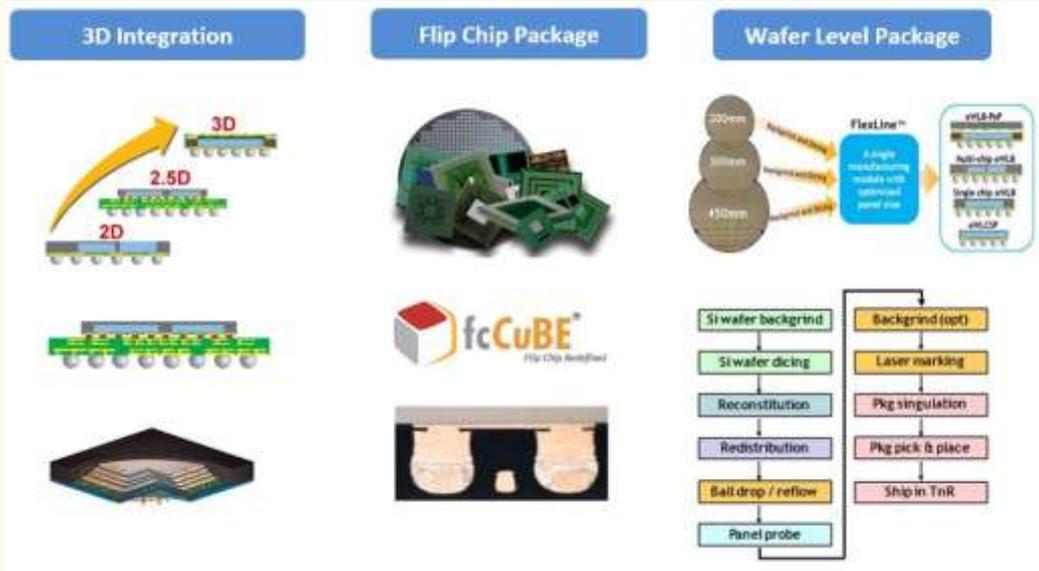
- **主要业务：**星科金朋是世界排名前列的半导体封测公司，提供涵盖封装设计、焊锡凸块、针探、组装、测试、配送等一整套半导体解决方案。依托现有的在 Flip Chip 倒装芯片、晶圆、3D 封装等方面的技术优势，目标公司为客户提供创新与成本高效的半导体解决方案。主要收入来源为美国，2013 年美国的收入占总收入的 69.2%，亚洲地区收入占 19.0%，欧洲地区收入占 11.8%。星科金朋的先进封装(主要包括 Flip-Chip 和 Wafer Level Packamging)占比接近 50%，2014 年占比达到 47.9%，1Q15 为 49.1%。其次是打线封装(Wirebond Packaging)，占比在 27%左右，没有分立器件等低端封装。这和公司的产品结构形成显著互补。按照 2014 年营收，星科金朋先进封装营收就有 7.6 亿美元(约 47 亿人民币)。
- **星科金朋提供半导体封测综合解决方案，业务主要分为先进封装、焊线接合封装和测试服务等三块。**

(一)先进封装(Advanced Packaging)：目标公司使用了包括晶圆凸块、倒装芯片、扇出型晶圆级封装，内嵌式晶圆级凸点封装(eWLB)等在内的先进集成电路封装技术。先进封装业务发展迅速，在目标公司整体收入的比重由 2011 年的 35%提高到 2013 的 47%，在三块业务中占比最高，是目标公司未来发展的重要增长力，主要表现在晶圆级封装在生产中的应用已经趋近成熟并被广泛采用，并且 eWLB 技术正在吸引越来越多的客户。

(二)焊线封装(Wirebond Packaging)：目标公司使用了包括引线封装、层压封装等在内的焊线集成电路封装技术，2013 年焊线封装贡献了目标公司总体收入的 31%。

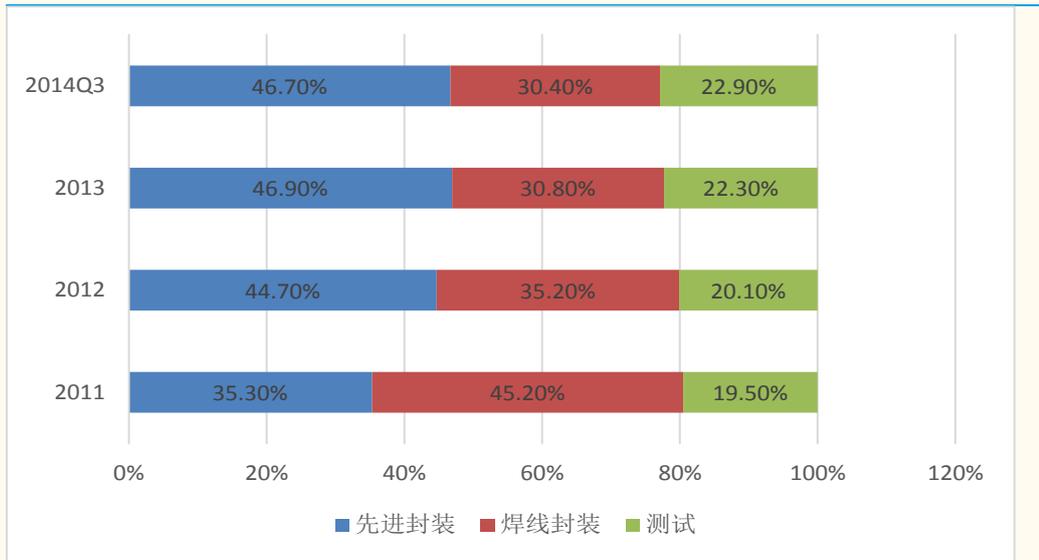
(三)测试(Test Services): 目标公司提供包括晶圆针探、最终测试等在内的服务, 特别是在混合信号、射频等电子设备的测试方面实力突出, 2013年测试业务贡献目标公司全部收入的22%。

图表 11: 星科金朋先进的封装技术



来源: 星科金朋官网, 国金证券研究所

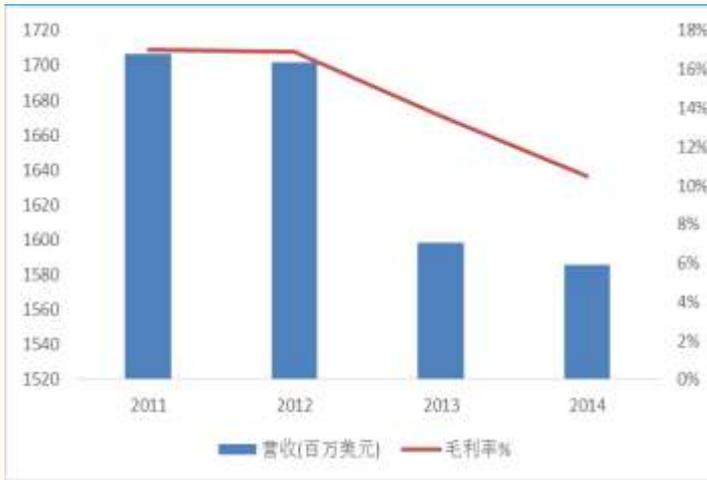
图表 12: 星科金朋产品构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

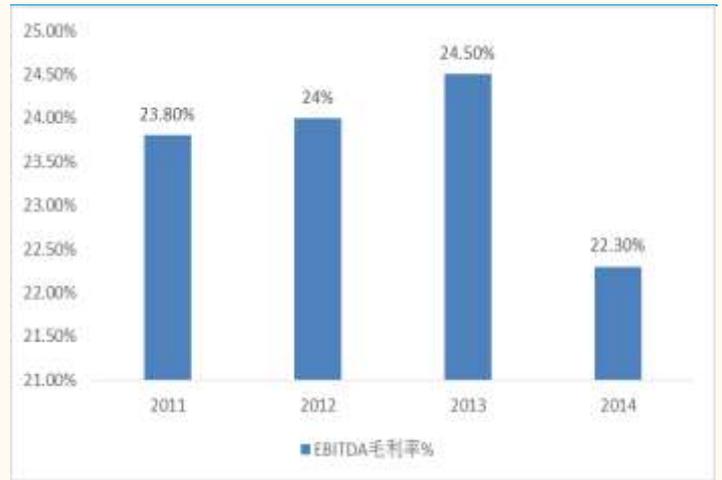
- **营收和利润率:** 2011~2014 营收分别为 17.61、17.02、15.99 和 15.86 亿美元, 毛利率分别为 17.0%、16.9%、13.6%和 10.5%。EBITDA 毛利率为 23.8%、24.0%、24.5%和 22.3%。

图表 13: 星科金朋营业收入和毛利率(包括台湾资产)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

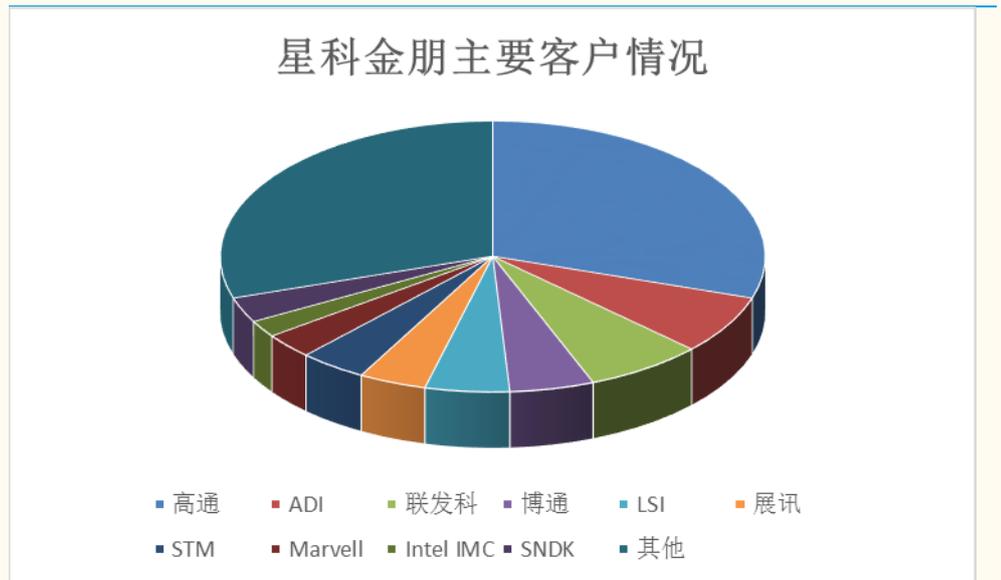
图表 14: 星科金朋 EBITDA 毛利率(包括台湾公司)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

主要客户资源: 星科金朋客户群包括数家晶圆代工厂、全球知名 IDM 大厂与遍布全球各地集成电路设计公司。主要客户有高通、ADI、联发科、博通、LSI、展讯、STM、Marvell、Intel IMC、SNDK 等。2013 年公司前五大客户销售额合计 7.95 亿美元, 占总收入的 49.7%。

图表 15: 星科金朋主要客户



来源: 公司公告, 国金证券研究所

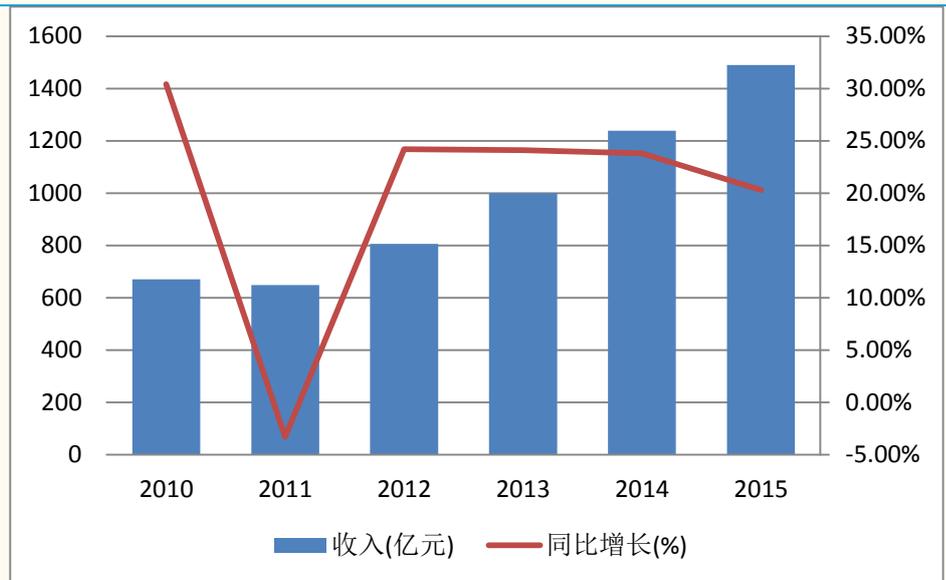
- 公司收购星科金朋是拉开与国内同类公司差距的一个标志, 在今后的国内竞争中, 公司将会一骑绝尘, 成为国内封测市场的执牛耳者。在国际上也将逐渐缩小与第一名的日月光之间的差距, 是大基金成立以来第一例成功的投资, 将会改变中国大陆在全球半导体产业的地位。

五、封测行业巨大的市场给予公司足够的想象空间

- 在摩尔定律(Moore's Law) 逐渐失灵、半导体产业发展逐渐放缓的情况下, 公司着力在 SiP 封装产业上下功夫, SiP 等于以堆叠的方式变相延续摩尔定律、提高芯片的集成度。此次收购星科金朋, 一方面获得了星科金朋积累了多年的 SiP 封装技术, 另外一方面为公司长期发展奠定了厚实的基础, 体现了公司的战略高度。

5.1 封测行业现状

图表 16：国内半导体封测产业规模情况



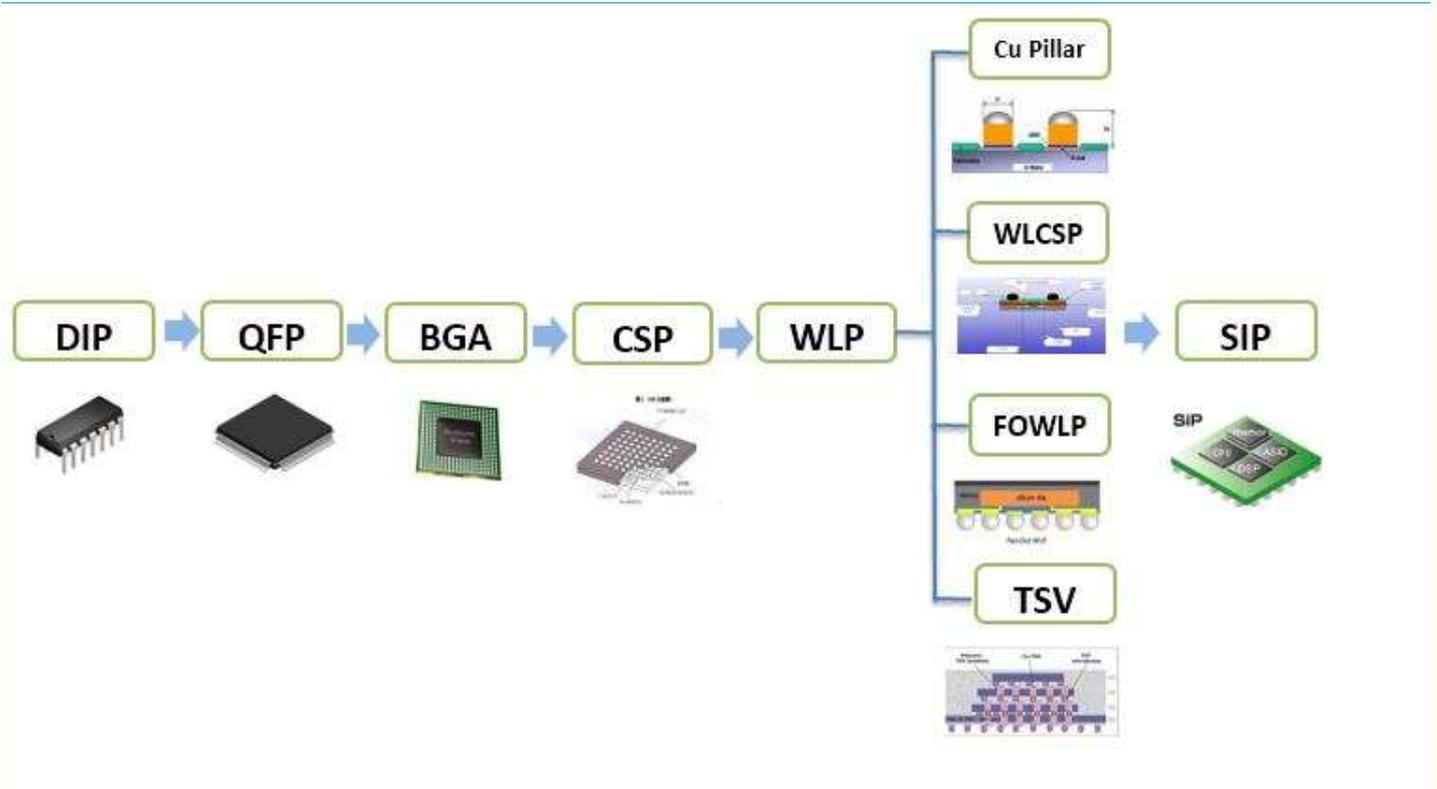
来源：慧聪电子网，国金证券研究所

- **中国半导体封装测试行业市场需求长期增长，行业景气度高。**中国封测行业在半导体行业紧缩周期中逆势扩张，相应 2010 年到 2015 年的 CAGR 达到 23.90%，远远高于世界水平的 1.5%。中国的封测产能已经占到了世界 21%。中国半导体封装测试行业市场规模主要由四个方面驱动：全球封测产能向中国转移，国内封测技术突破，国内半导体设备国产化需求上升和下游消费电子设备需求的增长。2015 年，国内封装测试行业保持了平稳增长，其规模已超过 1400 亿元，达到 1489.73 亿元，同比 2014 年的 1238.5 亿元，增速为 20.29%。从国内主要封装测试企业 2015 年的销售额来看，这些企业大多保持了业绩增长的势头，10 大封装测试企业的进入门槛已经达到 20 亿元人民币的水平。
- **中国国家政策鼓励半导体封装测试行业发展。**国家颁布了多项政策积极鼓励和发展半导体封装环节，《信息产业科技发展“十一五规划”和 2020 年中长期规划纲要》提出重点发展集成电路关键技术，包括 MEMS 技术和新型、高密度集成电路封装测试。2011 年工信部和商务部将线宽 65nm 以下的芯片封装归入当前优先发展的高技术产业领域；此外，2011 年《集成电路产业“十二五”发展规划》指出大力发展先进封装和测试技术，推进高密度堆叠型 3D 封装产品进程，支持封装工艺技术升级和产能扩充。2014 年正式发布的《国家集成电路产业发展推进纲要》明确提出了不同阶段的集成电路行业发展目标：“短期目标：2015 年 3500 亿，较 2013 年增长近千亿；中期到 2020 年复合增速 20%；长期到 2030 年，集成电路产业链主要环节达到国际先进水平，一批企业进入国际第一梯队，实现跨越发展。

5.2 SiP 封装进入爆发期，市场空间巨大

- **先进 SiP 封装市场空间具有明确增长预期：**2015 年全球 SiP 市场规模可到 250 亿美元，到 2018 年可达 400 亿美元。SiP 是一个低成本、快速 time to market 的解决方案，且 SiP 能整合数各组件在一个小空间，并且 SiP 可以混合异质芯片在同一组件上，因此相对于 SoC 更为有效果，而正是这种体积小且成本相对低的附加价值推动 SiP 的成长。
- **SiP(System in Package, 系统级封装)** 是将不同种类的组件，通过不同技术，混载于同一封装之内，由此构成系统集成封装形式。该定义是经过不断演变，逐渐形成的，开始是在单芯片封装中加入无源组件，再到单个封装中加入多个芯片、叠层芯片以及无源器件，最后封装构成一个体系，即 SiP。该定义还包括，SiP 应以功能块亚系统形式做成制品，即应具备亚系统的所有组成部分和功能。

图表 17：封装技术发展史



来源：澄泓研究，国金证券研究所

- SIP 封装往高度异质整合方向推进。**电子产品的系统演进与对组件的规格需求，持续促使组件技术朝小型化、高效能、高整合、低成本等方向前进。在组件的技术发展方面，随着电子产品的发展快速朝可携、省电、高效能、小型化等构面演进，系统的概念已由过去「Board Level」的 System on Board 快速前进至「Chip Level」的系统芯片 (System on a Chip; SoC) 阶段。但在面临异质制程整合困难的严重挑战后，在电子产品强调更严苛的上市时程压力驱动下，组件技术迅速转进以封装技术达成整合目标为主流趋势，尤其在行动通讯产品的应用，由于功能日趋复杂，但同时又受限于尺寸不被期望增加的组件规格需求引导下，诸如系统封装 (System in Package; SiP)、封装堆栈 (Package on Package; PoP)、2.5D IC、3D IC 等各种新型态封装技术在近年来被广泛的采用。

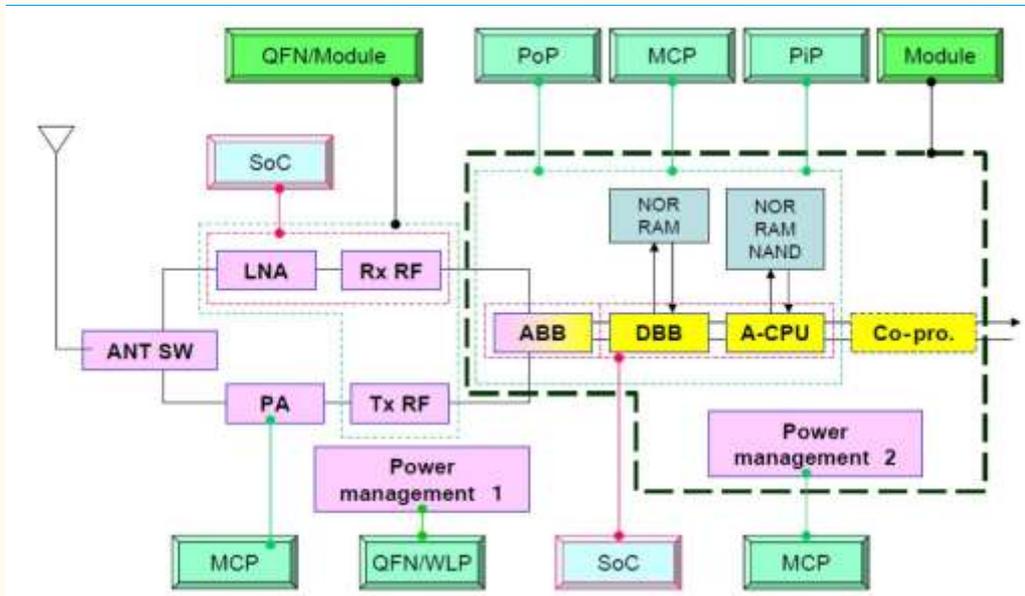
图表 18: 全球半导体封装芯片整合趋势



来源: 工研院 IEK, 国金证券研究所

- SiP 最大的应用领域仍是集中在手机的部分，尤其是智能手机里，约占了整体市场的 70%，包括 RF 端功率放大器、Switch、Transceiver...等各模组的应用。而基频部分的数字及模拟基频，也有厂商利用多芯片的方式封装，甚至有些厂商会将内存也一并整合进去；另外手机的内嵌内存也是各家大厂竞逐的重要商机，至于 WLAN、Bluetooth、Camera...等各种模组，也都是促使手机成为最大 SiP 应用市场的主因。未来当手机附加功能愈趋复杂，厂商为了达到手机轻、薄、短、小、多、省、廉、快的目的，采用后段芯片整合的方法，将是未来可预见的主要趋势。

图表 19: 智能手机里 SiP 模组示意图



来源: SemiConsult, 国金证券研究所

- 全球主要 IC 厂商纷纷积极发展 SiP 技术。全球前三大封装厂日月光、Amkor 和矽品主要是针对模拟 IC、RF 模组、无线通信芯片包括 Bluetooth、WLAN、GPS、Mobile TV、FM 等进行 SiP 的应用布局。而在策略上，日月光于 2010 年由并购环隆电子来取得 RF SiP 模组的设计、组装和测试能力，此外此三大厂也在布局被动组件(IPD)、2.5D

IC 和 3D IC 技术的解决方案。此外，以内存封测为主的厂商，包括南茂、力成和群丰，同样提供内存 SiP 堆栈整合方案。目前内存 SiP 堆栈方式以 MCP(Multi-Chip Package)为主，可应用在各种手持式装置、数码相机、ID Cards。力成近年也积极的扩展逻辑 IC 的客户，因此也可提供 CPU、模拟 IC 和 SRAM、NOR Flash、NAND Flash、DRAM 等内存的整合 SiP 服务。

图表 20: 前三大封测厂商 SiP 发展分析

Assembly House			
SiP Application	Power Amplifiers / Transceiver / Front-end module / Antenna switch module Bluetooth / WLAN (802.11 a/b/g) / GPS/AGPS / Mobile-TV / WiMax	RF / wireless applications (ex. digital cellular, Bluetooth®, 802.11 modems and GPS).	
SiP Technology	Merge USI to have RF SiP module (Wi-Fi, FM, BT) design, assembly and testing knowhow.	RF design engineers to assist customers design RF SiPs, also develop test system software / hardware development and manufacturing test.	Developing next generation assembly technologies. Currently studies include: Through Silicon Vias, Integrated Passive Devices and 3D-SiP/3D-SiC packaging solutions.
SiP Service	System Integration SiP Module Co-Design Packaging Consultancy SiP Module Test Consultancy	RF design engineers to assist customers design RF SiPs (e.g.circuit elements in substrate / wire length control / substrate materials - LTCC, laminate..).	Offering lead frame base / substrate base packages with either wire bond or flip chip interconnections.

来源: ChipSiP, 国金证券研究所

图表 21: 内存 SiP 堆栈整合方案

Assembly House			
SiP Application	Stack CSP	PTI has developed packaging and testing for MCP which used for handheld or data storage devices, such as: cellular phones, mobile games, digital consumer devices, removable cards, USB drivers... etc.	MCP/SiP for portable and micro electronic products such as digital cameras, smart phones, multimedia phones, satellite navigation systems, & Tablet PC.
SiP Technology	Modeling package electrically, mechanically and thermally to reduce design iterations.	PTI offers various devices to house as MCP and SiP packages, such as Logic, CPU, RF, OFMD, Analog, SRAM, NOR Flash, NAND Flash even DRAM combined solutions for portable products.	Aptos' SiP / MCP module design department has stacking, PWLB (WLCSP / Fan Out) and PTP packaging technology, also provides best package solution to reduce EMI and enhance thermal management.
SiP Service	ChipMOS can manage the materials supply chain from development through volume manufacturing, while final testing of the package, including digital, mixed signal and RF testing, can be arranged in our testing fab.	PTI offers WFBGA, VFBGA, TFBGA and LFBGA for MCP device. Packages are provided from body size 4x4mm to 18x18mm and ball counts from 44 to 417.	Aptos aims to provide best-quality, miniaturization, modular and competitively priced SiP / PoP / MCP products to customers. We also supply customize solution at your request.

来源: ChipSiP, 国金证券研究所

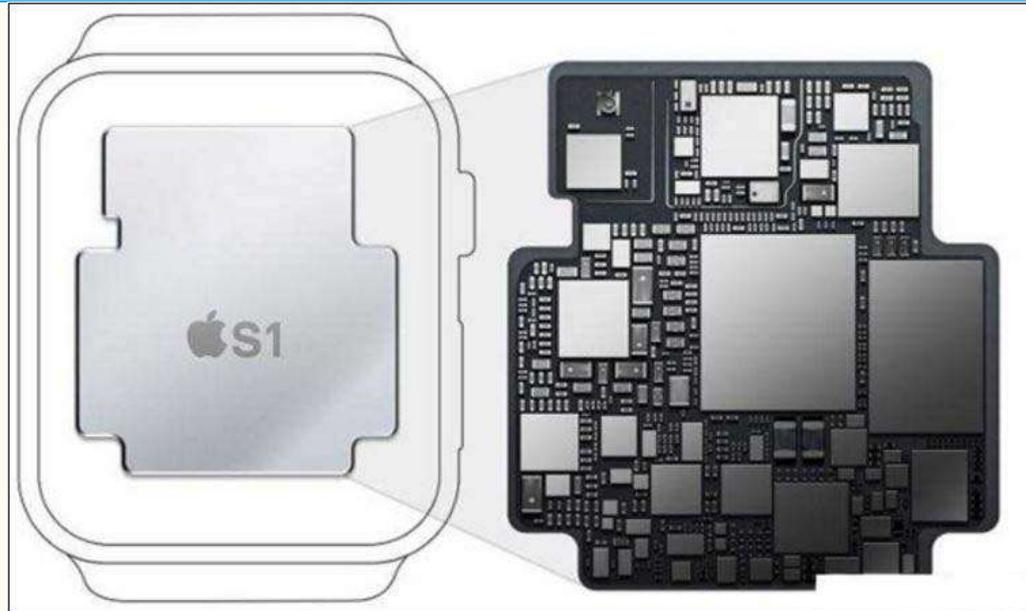
5.3 公司或蚕食日月光在苹果 SiP 的订单，震撼两岸业界

- **SiP 封装是趋势，公司有望拿下苹果新一代 iPhone 订单。**消费电子具有轻薄化、个性化、功能多元化趋势，SiP 属于先进的封测技术，可提升芯片集成度、提高设备效能、对尺寸缩小的效果更为明显，苹果在 AppleWatch 上就已经使用了 SiP 封装。由于日月光并购矽品事件的影响，根据苹果一贯的多供应商策略，我们判断苹果新一代

iPhone 所用的最新 TDDI(Touch with DisplayDriver) 芯片 SiP 模组订单，将有可能由目前日月光旗下的环旭电子及村田制作所(Murata)，转变成长电科技(星科金朋)与村田制作所。

- **公司深耕 SiP 十余载。**公司已深耕 SiP 领域十余年。公司自 2005 年起即进入 SiP 产品领域，在国内市场一直处于领先地位。目前，公司的 SiP 类产品主要有 RF-SIM 卡、移动电视 CMMB 的信号解调 MSD 卡和 CA 认证卡、手机上网用 MicroSD WiFi 卡、手机银行 Micro SDKey、地磁感应 MEMS 封装产品(应用于高端触摸式 iPhone 手机、高端 GPS 导航仪、互动式游戏 Wii 等微型传感领域电子产品)和手机 PA(射频功放)产品。
- **封测是价格与技术上的对决。**SiP 封装属于高端封装，目前全球仅少数高端客户需要用到这一技术。公司在收购星科金朋之后一跃成为全球第四大封测厂，和第三名矽品、第二名安靠的市占率十分接近。星科金朋韩国封测厂在 SiP 技术研发上具备一定的积累，助力公司打入苹果供应链。本土化的公司，在人力、成本方面的优势也是同行者无法比拟的。除了技术和更低的成本优势，公司作为封测龙头企业，在 SiP 技术上的重金投入也是吸引苹果的重要原因之一。公司公告称，拟对全资子公司长电国际增资 2 亿美元，并通过长电国际投资高端 SiP 产品封装测试项目。公司狂洒 2 亿美元，锁定 SiP 扩充计划，直捣现阶段最尖端封测技术投资，向苹果积极招手，公司未来国际化发展存在大量机会。

图表 22: Apple Watch 里的 SiP 模组



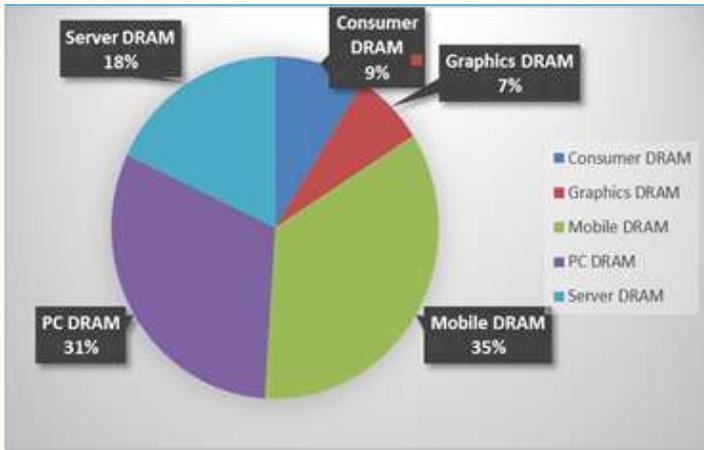
来源：集微网，国金证券研究所

- 另外，9 月份将问世的苹果 iPhone7 因为机身变得更薄，所有零组件彼此压缩，省下来的寸土寸金空间要拿来塞电池(这是人类科技最大的短板)，但也因为零组件彼此挤压，所以抗电磁波 EMI 变得更加重要。苹果应该会有一颗专门用来处理 EMI 的 IC 芯片，它的封装预料会委由两家封测厂来进行，其中一家是星科金朋，因此公司也将跟着受惠。

六、配合紫光积极布局 DRAM，或存外延并购可能

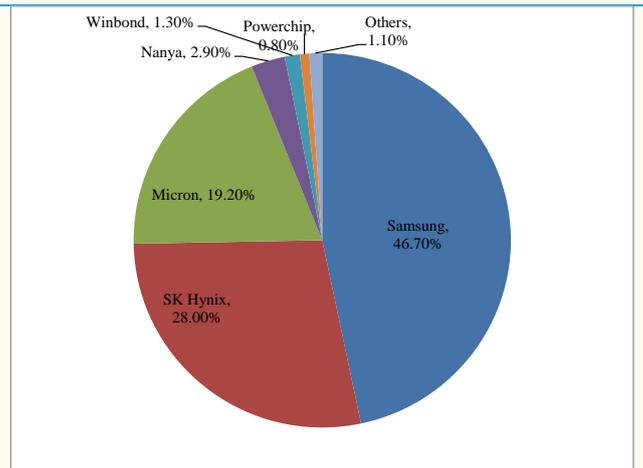
- **DRAM 市场形成多头格局：**全球三大 DRAM 厂商，以韩国三星电子市场占有率达 46.7%，居第一位；韩国 Hynix 市占率 28.0%，居第二位；美光市占率 19.2%，居第三位。三大厂商市占率合计约 94%。

图表 23：2014 年 DRAM 应用分布



来源：TRI 拓朴产业研究所，国金证券研究所

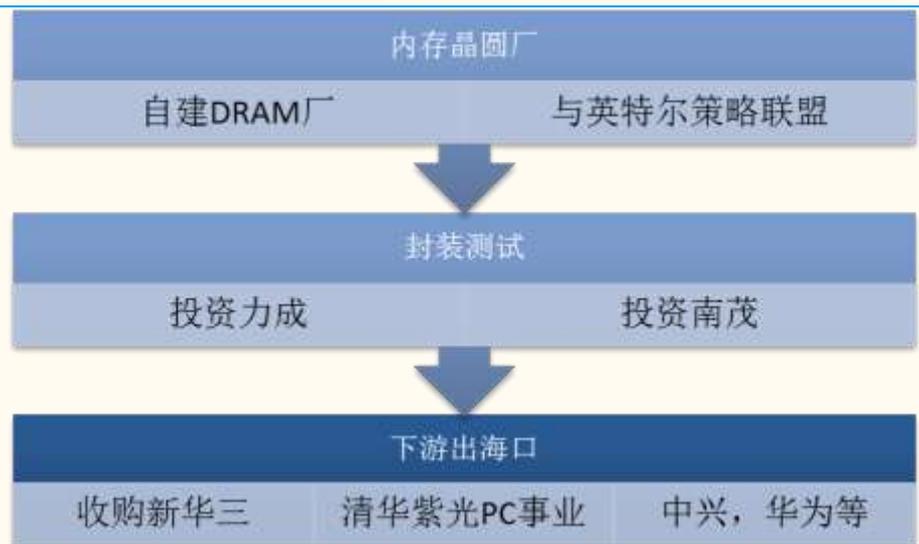
图表 24：全球 DRAM 市占率 (3Q2015)



来源：DRAMeXchange，国金证券研究所

- **紫光集团积极布局 DRAM 产业链。**紫光发展半导体又有新进展，近期积极与国内几个省份洽谈，拟建 DRAM 厂，一反紫光董事长赵伟国先前强调主力往 Nand Flash 布局的说法，或将循华亚科模式，邀请美光 (Micron) 等国际大厂技术入股，藉此建立起中国自有 DRAM 厂。在国家公布《国家集成电路产业发展推进纲要》大举宣布建立自有 IC 供应链，受到军事、国防考量，DRAM 产业成为国家亟欲自建的重要产业，除了先前有中国五省市角逐争取中央补助款建立本土 DRAM 厂，紫光集团也积极在 DRAM 产业布局。
- **紫光欲自建 DRAM 厂，公司成为直接受益者。**紫光原本有意投入巨资收购美光，因传出美国联邦政府反对而作罢，但紫光仍多次派出团队与美光协商，后来有意投资入股美光，但美国政府仍持反对立场。因此，紫光已不再以投资美光为主轴，而是在国内华南地区投入 600 亿自建 DRAM 厂，预计年产能十几万片，再邀请美光投资入股，解决专利上的问题。后段封测订单自然会由合作伙伴承接。而公司作为紫光的产业合作伙伴，在紫光完成 DRAM 厂收购后，即可接到紫光 DRAM 封测方面订单，后期公司后期业务有保障。

图表 25：紫光集团内存产业链布局



来源：集微网，国金证券研究所

七、股票估值和定价

- 我们预计公司 2016~2018 年每股收益分别为 0.27/0.62/0.91 元，三年复合增长率为 83.6%，目前股价对应 2016~2018 年市盈率分别为 81.6/35.5/24.2 倍。我们选取如下 A 股半导体板块若干可比公司，如七星电子、国民技术、上海新阳、上海贝岭、光电股份等作为相关估值的参照，显示公司 2016 年市盈率 81.6 倍与平均的 102.8 倍相比有较大的上涨空间。同时，考虑到公司作为国内龙头地位不可撼动的封测业巨头，国家产业基金对其青睐有加，以及非公开增发实现后中芯国际成为其第一大股东，从而中国大陆第一大半导体阵营「紫光(展讯 & 锐迪科)+中芯国际+长电科技」联盟关系更加牢不可破，因此我们给予公司 2016 年目标市盈率为 102.8 倍，得出目标价为 27.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 26：相关公司估值参考

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS(元)					PE					PB(X)	EPS CAGR (%)
					2014	2015A/E	2016E	2017E	2018E	2014	2015A/E	2016E	2017E	2018E		
300223.SZ	北京君正	27.53	1.7	45.8	-0.10	0.23	0.33	0.52	0.70	-285.6	117.1	83.8	52.6	39.1	4.20	44.2
300077.SZ	国民技术	16.15	5.6	91.1	0.04	0.31	0.24	0.33	0.46	403.8	52.5	67.9	48.9	34.8	3.23	14.7
300474.SZ	嘉景微	102.43	1.3	136.7	0.82	0.89	0.81	1.02	1.28	124.9	--	126.0	100.5	79.9	4.66	13.0
002371.SZ	七星电子	23.13	3.5	81.5	0.12	0.18	0.28	0.41	0.66	192.8	125.8	82.8	56.9	34.8	4.02	53.5
300236.SZ	上海新阳	30.88	1.9	60.1	0.60	0.38	0.48	0.70	1.08	51.5	82.0	64.4	44.1	28.5	6.63	42.2
002049.SZ	同方国芯	34.43	6.1	208.9	0.50	0.65	0.49	1.35	1.98	68.6	53.1	69.8	25.6	17.4	7.12	45.1
600184.SH	光电股份	21.58	5.1	109.8	0.30	0.05	0.16	0.24	0.32	71.9	431.6	135.7	89.4	68.1	10.94	85.1
300327.SZ	中颖电子	49.01	1.7	84.9	0.20	0.26	0.37	0.52	0.80	243.2	186.1	132.6	94.4	61.4	8.46	44.7
600171.SH	上海贝岭	14.70	6.7	99.0	0.06	0.07	0.09	0.15	--	245.0	206.5	162.4	101.1	--	5.35	--
平均												102.8			6.07	

来源：wind 一致预期，收盘价为 2016 年 5 月 9 日，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币百万元)							资产负债表(人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	5,102	6,428	10,807	14,950	21,781	28,883	货币资金	869	2,858	2,579	2,468	1,860	1,640
增长率	26.0%	68.1%	38.3%	45.7%	32.6%		应收款项	932	1,037	2,350	2,466	3,592	4,763
主营业务成本	-4,092	-5,070	-8,880	-12,356	-17,695	-23,532	存货	628	790	1,294	1,450	2,077	2,762
%销售收入	80.2%	78.9%	82.2%	82.6%	81.2%	81.5%	其他流动资产	47	365	584	626	728	839
毛利	1,010	1,359	1,927	2,594	4,086	5,350	流动资产	2,476	5,050	6,809	7,010	8,257	10,004
%销售收入	19.8%	21.1%	17.8%	17.4%	18.8%	18.5%	%总资产	32.7%	46.3%	26.6%	26.2%	30.9%	36.8%
营业税金及附加	-7	-7	-14	-19	-28	-38	长期投资	61	210	497	498	497	497
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	4,600	5,182	15,094	13,731	12,403	11,124
营业费用	-83	-87	-150	-202	-294	-390	%总资产	60.7%	47.5%	59.1%	51.3%	46.4%	40.9%
%销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	427	433	3,092	5,549	5,556	5,562
管理费用	-675	-805	-1,309	-1,809	-2,635	-3,495	非流动资产	5,106	5,852	18,749	19,780	18,457	17,184
%销售收入	13.2%	12.5%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	%总资产	67.3%	53.7%	73.4%	73.8%	69.1%	63.2%
息税前利润(EBIT)	246	459	454	564	1,129	1,428	资产总计	7,583	10,902	25,559	26,791	26,714	27,188
%销售收入	4.8%	7.1%	4.2%	3.8%	5.2%	4.9%	短期借款	2,216	2,750	4,209	8,213	5,818	3,482
财务费用	-176	-224	-591	-410	-474	-376	应付款项	1,257	1,510	3,188	3,434	4,920	6,543
%销售收入	3.5%	3.5%	5.5%	2.7%	2.2%	1.3%	其他流动负债	464	1,614	2,535	579	830	1,104
资产减值损失	-4	-15	-31	0	0	0	流动负债	3,938	5,874	10,312	12,225	11,569	11,129
公允价值变动收益	1	-2	-16	0	0	0	长期贷款	746	640	2,925	2,925	2,925	2,926
投资收益	-40	2	10	10	9	10	其他长期负债	258	358	5,633	4,452	4,452	4,452
%税前利润	n.a	0.6%	-8.1%	4.7%	1.3%	0.9%	负债	4,943	6,881	18,869	19,603	18,947	18,507
营业利润	27	219	-173	164	664	1,062	普通股股东权益	2,432	3,764	4,308	4,536	5,179	6,125
营业利润率	0.5%	3.4%	n.a	1.1%	3.1%	3.7%	少数股东权益	208	257	2,381	2,275	2,211	2,179
营业外收支	52	39	51	48	51	67	负债股东权益合计	7,583	10,902	25,559	26,791	26,714	27,188
税前利润	79	258	-122	212	716	1,129							
利润率	1.5%	4.0%	n.a	1.4%	3.3%	3.9%							
所得税	-30	-49	-36	-40	-136	-215							
所得税率	37.8%	19.1%	n.a	19.1%	19.1%	19.1%							
净利润	49	209	-158	171	579	914							
少数股东损益	38	52	-210	-106	-64	-32							
归属于母公司的净利润	11	157	52	278	643	946							
净利率	0.2%	2.4%	0.5%	1.9%	3.0%	3.3%							
现金流量表(人民币百万元)							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	49	209	-158	171	579	914	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.013	0.159	0.050	0.268	0.621	0.913
非现金支出	675	733	1,562	2,335	2,363	2,157	每股净资产	2.851	3.823	4.159	4.379	5.000	5.912
非经营收益	229	236	631	254	458	335	每股经营现金净流	0.950	1.065	1.685	0.763	3.170	3.219
营运资金变动	-142	-130	-230	-1,970	-116	-71	每股股利	0.015	0.010	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	810	1,049	1,804	790	3,284	3,335	回报率						
资本开支	-1,109	-1,188	-2,306	-3,348	-989	-817	净资产收益率	0.46%	4.16%	1.21%	6.12%	12.42%	15.44%
投资	-1	-270	-3,945	-1	0	0	总资产收益率	0.15%	1.44%	0.20%	1.05%	2.44%	3.53%
其他	-35	3	41	10	9	10	投入资本收益率	2.73%	5.02%	3.19%	2.04%	4.44%	6.03%
投资活动现金净流	-1,145	-1,455	-6,211	-3,340	-979	-807	增长率						
股权募资	0	1,186	2,838	0	0	0	主营业务收入增长率	15.01%	25.99%	68.12%	38.34%	45.69%	32.60%
债权募资	598	1,207	1,893	2,951	-2,394	-2,335	EBIT增长率	1265.46%	86.63%	-1.09%	24.15%	100.15%	26.52%
其他	-219	89	-503	-513	-518	-412	净利润增长率	6.84%	1308.59%	-66.81%	434.20%	131.61%	46.98%
筹资活动现金净流	379	2,482	4,229	2,438	-2,913	-2,747	总资产增长率	8.16%	43.78%	134.43%	4.83%	-0.29%	1.78%
现金净流量	45	2,076	-178	-111	-608	-220	资产管理能力						
							应收账款周转天数	38.1	36.4	43.1	43.1	43.1	43.1
							存货周转天数	54.4	51.1	42.8	42.8	42.8	42.8
							应付账款周转天数	72.1	64.0	73.1	73.1	73.1	73.1
							固定资产周转天数	290.4	231.9	449.4	272.3	150.9	90.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	79.31%	13.23%	134.66%	192.69%	153.40%	111.05%
							EBIT利息保障倍数	1.4	2.1	0.8	1.4	2.4	3.8
							资产负债率	65.18%	63.12%	73.83%	74.22%	71.94%	69.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-06-05	买入	8.43	10.00~12.00
2	2014-07-02	买入	8.84	10.00~12.00
3	2014-08-11	买入	9.91	12.00~14.00
4	2014-08-28	买入	10.46	12.00~14.00
5	2014-09-05	买入	10.46	12.00~14.00
6	2014-10-29	买入	11.16	12.00~14.00
7	2014-11-07	买入	11.13	N/A
8	2014-12-31	买入	11.13	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD