

# sip业务进展顺利，并购整合无忧

## ——长电科技（600584）2016年三季度报点评

2016年10月30日

推荐/维持

长电科技

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
贺茂飞	联系人		
	hemf@dxzq.net.cn	010-66554025	
余江	联系人		
	Yujiang@dxzq.net.cn	010-66554014	

### 事件：

长电科技发布三季度报，1-9月实现营业收入132.8亿元，同比增长102.76%，实现归母净利润0.59亿元，同比下滑61.17%，实现扣非后净利润-1.67亿元；第三季度单季实现营业收入57.71亿元，同比增长83.86%，实现归母净利润0.49亿元，同比增长62.53%，实现扣非净利润2430万元，同比增长39.54%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	1,604.45	1,807.54	3,139.04	4,255.99	3,506.50	4,004.96	5,771.49
增长率（%）	22.53%	10.53%	78.20%	147.16%	118.55%	121.57%	83.86%
毛利率（%）	22.46%	22.27%	17.80%	14.23%	11.27%	11.42%	2.37%
期间费用率（%）	17.77%	16.65%	19.53%	19.99%	17.62%	17.63%	12.43%
营业利润率（%）	4.25%	4.55%	-0.93%	-6.92%	-6.08%	-4.28%	-2.18%
净利润（百万元）	64.85	76.11	-42.29	-257.05	-168.38	-129.53	-27.61
增长率（%）	461.94%	22.30%	-144.55%	-741.65%	-359.66%	-270.19%	-34.72%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.07	0.03	-0.10	0.03	-0.02	0.05
资产负债率（%）	63.11%	60.55%	77.83%	73.83%	74.35%	77.38%	78.45%
净资产收益率（%）	1.59%	1.34%	-0.76%	-3.84%	-2.52%	-2.00%	-0.42%
总资产收益率（%）	0.59%	0.53%	-0.17%	-1.01%	-0.65%	-0.45%	-0.60%

### 观点：

#### ➤ 新投资先进封装项目在三季度陆续转为固定资产，三季度毛利率有所下滑

公司新投资的sip项目及ewlb项目在三季度陆续转为固定资产，相关折旧摊销拖累三季度毛利率水平。封装行业在未越过盈亏平衡的规模效应节点前，会出现亏损状态。我们预计公司新投资的sip项目及ewlb项目在三季度前期处于亏损状态，因此拖累了整体盈利。但由于公司在sip及ewlb项目上的投资在不断加码，产能规模在持续扩大，我们预计在三季度后期，sip及ewlb项目已经越过盈亏平衡拐点。

### ➤ Sip项目三季度开始规模化量产，进入盈亏平衡向上拐点

公司重点投资的sip项目进展顺利，进入规模化量产阶段，预计已实现盈利。公司JSCK项目三季度单季实现营收1.95亿美金，显示出sip封装需求旺盛。Sip封装作为芯片集成度提升的重要技术方向，是后摩尔定律时代的主要技术演进方向。长电科技收购星科金朋获得了高阶sip封装能力，随着前期投资的产能逐步释放，sip的盈利能力将进一步释放，韩国地区工厂的盈利在2017年将获得大幅改善。

### ➤ 一站式服务优势逐步转化为业绩，长电本部实现超预期成长

长电本部（除星科金朋以外的资产）盈利状况良好，前三季度实现归母净利润3.68亿元，扣非归母净利润2.45亿元，长电本部全年利润预计在4.5亿元左右，远远超过去年。长电本部目前已经形成bumping+倒装的一站式服务能力，随着一站式服务在争取客户订单方面的优势逐步转化为业绩，长电本部盈利大幅提升。

### ➤ 并购整合按照计划有序进行，1+1>2值得期待

sip项目、ewlb项目及上海工厂搬迁三大并购整合计划有条不紊的向前推进。目前来看各项整合措施在节约产线运营成本及开拓高端客户方面进展顺利。随着整合措施的效果逐步显现，预计明年第三季度，星科金朋将迎来盈利拐点。我们认为原长电与星科金朋的整合之路虽有波折，但是长电的成本优势、星科金朋的先进封装技术恰恰实现优势互补，基于优势互补的整合前景是不容置疑的，我们看好基于并购整合逻辑下的长电投资机遇。

### 结论：

我们预计公司2016年-2018年EPS分别为0.33、0.44、1.17元，对应PE分别为57x、43x、16x。我们认为公司整合星科金朋优势资源的措施将显著改善星科金朋的盈利能力，最终实现星科金朋盈利与长电本部相当的盈利水准，公司最终将打成一个综合性的国际封装平台，公司在韩国、新加坡及国内的封装厂形成差异化的竞争优势，在各自领域拥有极强的竞争能力。我们对公司维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	5050	6809	8203	10911	13489	<b>营业收入</b>	5102	6428	16418	22053	26876
货币资金	2858	2579	1642	2205	2955	<b>营业成本</b>	5070	8880	13620	18010	21489
应收账款	711	1839	2879	3867	4712	营业税金及附加	7	14	22	29	35
其他应收款	31	336	525	706	860	营业费用	87	150	230	309	376
预付款项	72	165	165	165	165	管理费用	805	1309	2134	2646	3225
存货	790	1294	1975	2611	3115	财务费用	224	591	525	460	381
其他流动资产	293	419	662	827	1008	资产减值损失	15.34	30.88	62.29	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	5852	18749	28451	29622	31629	公允价值变动收益	-2.25	-15.66	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	201	267	267	267	267	投资净收益	1.55	9.85	0.00	0.00	0.00
固定资产	4085.0	13305.	16654.	15147.	14603.	<b>营业利润</b>	219	-173	-51	599	1369
无形资产	224	619	589	560	532	营业外收入	44.97	80.34	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	35	177	177	177	营业外支出	6.25	29.32	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	10902	25559	28451	29622	31629	<b>利润总额</b>	258	-122	-51	599	1369
<b>流动负债合计</b>	5884	10312	12718	13572	14658	所得税	49	36	-8	90	205
短期借款	2205	3331	2702	1036	0	<b>净利润</b>	209	-158	-43	509	1163
应付账款	1053	2503	3837	5074	6054	少数股东损益	52	-210	-390	50	50
预收款项	52	51	82	110	134	归属母公司净利润	157	52	347	459	1213
一年内到期的非流	545	878	712	273	0	EBITDA	1084	1947	2109	2846	3665
<b>非流动负债合计</b>	997	8558	5451	5451	5451	<b>BPS (元)</b>	0.15	0.05	0.33	0.44	1.17
长期借款	640	2925	2925	2925	2925	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	4452				2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	6881	18869	21095	21949	23034	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	257	2381	2771	2721	2671	营业收入增长	25.99%	68.12%	51.92%	34.33%	21.87%
实收资本(或股本)	985	1036	1036	1036	1036	营业利润增长	717.72	-179.07	-70.74	-1280.5	128.63
资本公积	2012	2408	2408	2408	2408	归属于母公司净利润	1308.5	-66.81	567.15	32.26%	164.44
未分配利润	687	726	1019	1340	2190	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3764	4308	4586	4953	5923	毛利率(%)	21.13%	17.83%	17.04%	18.33%	20.04%
<b>负债和所有者权</b>	10902	25559	28451	29622	31629	净利率(%)	3.25%	-1.47%	-0.26%	2.31%	4.33%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.08%	1.44%	0.20%	1.22%	1.55%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	4.70%	0.97%	4.94%	6.10%	14.92%
<b>经营活动现金流</b>	1049	1746	3092	3010	3646	<b>偿债能力</b>					
净利润	209	-158	-43	509	1163	资产负债率(%)	63%	74%	74%	74%	73%
折旧摊销	718.12	1532.8	1634.8	1786.9	1915.7	流动比率	0.86	0.66	0.65	0.80	0.92
财务费用	224	591	525	460	381	速动比率	0.72	0.53	0.49	0.61	0.71
应收账款减少	-140	-1128	-984	-988	-846	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	8	0	31	28	24	总资产周转率	0.70	0.59	0.61	0.76	0.88
<b>投资活动现金流</b>	-1455	-6211	-3165	-251	-1344	应收账款周转率	10	8	7	7	6
公允价值变动收益	-2	-16	0	0	0	应付账款周转率	5.70	5.00	4.30	4.04	3.86
长期股权投资减少	61	131	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2	10	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.05	0.33	0.44	1.17
<b>筹资活动现金流</b>	2477	4146	-865	-2196	-1552	每股净现金流(最新)	2.10	-0.31	-0.90	0.54	0.72
应付债券增加	0	4452	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.82	4.16	4.43	4.78	5.72
长期借款增加	-107	2286	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	131	51	0	0	0	P/E	127.15	383.11	57.42	43.42	16.42
资本公积增加	1057	396	0	0	0	P/B	5.03	4.62	4.34	4.02	3.36
<b>现金净增加额</b>	2076	-236	-937	564	750	EV/EBITDA	18.27	12.57	2.23	0.71	-0.01

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

---

### 贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士, 2016 年 7 月加入东兴证券。

### 余江

北京大学金融学硕士, 2016 年 1 月加入东兴证券。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。