

2017年04月24日

# 长电科技 (600584.SH)

## 动态分析

### 原有业务稳健增长，星科金朋整合预期向好

#### 投资要点

◆ **公司动态**：公司披露 2016 年年度报告，销售收入同比大幅上升 77.2% 达到 191.5 亿元，毛利率水平为 11.8%，同比下降 6.0 个百分点，归属母公司股东净利润为 1.1 亿元，同比上升 104.5%，每股净利润 0.10 元，同比上升 100.0%。2016 年第四季度公司实现营业收入为 58.7 亿元，同比增长 38.0%，归属上市公司股东净利润为 4,662 万元，同比实现扭亏。2016 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.15 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

#### ◆ 点评：

➢ **2016 年并表星科金朋收入大幅增加，自身业务营收盈利稳健增长**：2016 年由于星科金朋全年业绩并表推动了收入大幅度增加 77.2%，根据公司提供的与 2015 年可比口径看，2016 年的收入规模同比上升 14.6% 为 122.8 亿元，取得稳健的成长。归属母公司股东净利润方面，按照可比口径计算，公司的净利润同比上升 60.0% 达到 4.3 亿元，在收入规模扩张的情况下，盈利能力也获得了显著的提升，未来星科金朋收购完成后进入整合阶段的效果将会成为影响公司业绩的主要因素。

➢ **并表星科金朋毛利率显著拉低，管理费用逐步可控**：公司 2016 年全年毛利率为 11.8%，同比下降 6.0 个百分点，按照可比口径计算，毛利率同比降幅下降 0.5 个百分点为 17.1%，基本保持了平稳，星科金朋在整合过程中人力资源成本和折旧费用较高，因此影响了整体毛利率水平。公司管理费用率、销售费用率和财务费用率同比分别下降 3.8、0.2 和 0.5 个百分点，显示了随着生产规模的持续扩大，公司在管理效用方面获得了理想的成效。

➢ **未来发展战略及经营计划**：公司制定 2017 年的经营目标是营业收入达到 230 亿元人民币，核心措施“以客户满意为导向，巩固中国市场主导地位，保持封测技术领先优势，创建特色工厂，优化负债结构降低财务费用，注重企业文化建设，高度重视企业安全生产和环境保护，把长电科技建成具有国际一流竞争力的半导体封测企业”。具体值得关注的促使包括：1) 在整合星科金朋的过程中强化交叉销售，在国内市场引入高端封测厂商，而在国外重点客户方面则持续导入长电自身业务线；2) 持续推进包括 SiP 封测、Fan-out eWLB 项目、ECP 业务等重点项目；3) 把握好汽车电子、网络基础设施、FLASH 存储和 MEMS 等领域发展机遇，积极寻找潜在客户。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.57、0.69 和 0.99 元。净资产收益率分别为 12.3%、13.2% 和 16.5%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 20.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.0、28.9 和 20.2 倍的动态市盈率。

电子元器件 | 半导体 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 20.00 元

股价(2017-04-21) 17.20 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 17,817.73

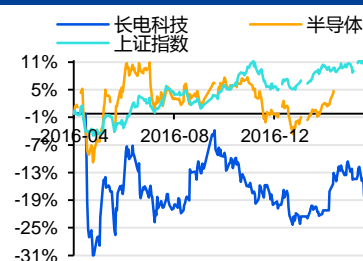
流通市值 (百万元) 16,934.60

总股本 (百万股) 1,035.91

流通股本 (百万股) 984.57

12 个月价格区间 14.75/22.02 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.59	-1.83	-26.12
绝对收益	-9.81	-0.23	-18.89

#### 分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20655612

#### 相关报告

长电科技：星科金朋三季度并入报表，期待协同效应 2015-11-25

长电科技：中期业绩显示经营改善，投资增强行业龙头地位 2015-09-21

长电科技：公司半年度业绩公告预增，盈利逐步恢复正常 2015-07-27

- ◆ **风险提示**：收购星科金朋后进入整合阶段的效果不及预期；全球及中国的宏观经济波动影响行业整体市场需求；以通信及消费电子为主的封测需求存在市场竞争压力。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10,807.0	19,154.5	23,077.8	26,038.7	29,315.8
同比增长(%)	68.1%	77.2%	20.5%	12.8%	12.6%
营业利润(百万元)	-173.3	-456.4	431.9	623.6	1,040.9
同比增长(%)	-179.1%	163.3%	-194.6%	44.4%	66.9%
净利润(百万元)	52.0	106.3	592.2	712.0	1,028.7
同比增长(%)	-66.8%	104.5%	456.9%	20.2%	44.5%
每股收益(元)	0.05	0.10	0.57	0.69	0.99
PE	342.7	167.6	30.1	25.0	17.3
PB	4.1	3.9	3.7	3.3	2.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2016 年并表带来营收增长，原先业务利润提升 .....	4
(二) 2016 年四季度经营有效推进，单季度实现扭亏 .....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 传统业务保持稳定，合并星科金朋降低综合毛利率 .....	7
(二) 星科金朋并表推升海外市场收入，毛利率均有所下降 .....	7
(三) 未来发展战略及经营计划：2017 年收入目标 230 亿元 .....	8
三、盈利预测及投资建议 .....	9
四、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率 .....	4
图 2：过往 3 年净利润及增长率 .....	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率 .....	4
图 4：过往 3 年主要费用率变动 .....	4
图 5：过往 3 年运营效率 .....	5
图 6：过往 3 年主要回报率 .....	5
图 7：过往 3 年负债率 .....	5
图 8：过往 3 年短期偿债能力 .....	5
图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率 .....	6
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率 .....	6
图 11：过往 12 个季度盈利能力 .....	6
图 12：过往 12 个季度主要费用率 .....	6
图 13：过往 3 年产品细分收入 .....	7
图 14：过往 3 年产品细分毛利率 .....	7
图 15：过往 3 年产品细分收入 .....	8
图 16：过往 3 年产品细分毛利率 .....	8

## 一、财务数据分析

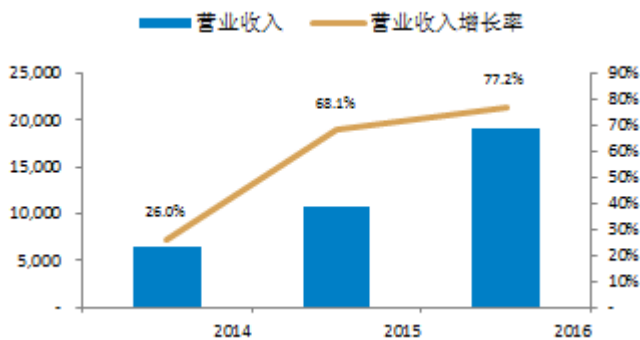
公司 2016 年销售收入同比大幅提升 77.2% 达到 191.5 亿元，毛利率水平为 11.8%，同比下降 6.0 个百分点，归属母公司股东净利润为 1.1 亿元，同比上升 104.5%，每股净利润 0.10 元，同比上升 100.0%。公司在收购星科金朋后 2016 年全年并表，因此获得收入规模的大幅度增加，如按照可比口径对比，则收入同比上升 14.6% 为 122.8 亿元，净利润同比上升 60% 为 4.3 亿元。收购星科金朋带来的收入增长仍然需要对于成本和费用的管控来实现利润的增长。

### (一) 2016 年并表带来营收增长，原先业务利润提升

公司 2016 年全年销售收入 191.5 亿元人民币，同比上升 77.2%，公司在 2016 年全年并表星科金朋的收入规模获得了大幅度的提升，根据公司提供的与 2015 年可比口径看，2016 年的收入规模同比上升 14.6% 为 122.8 亿元，取得稳健的成长。

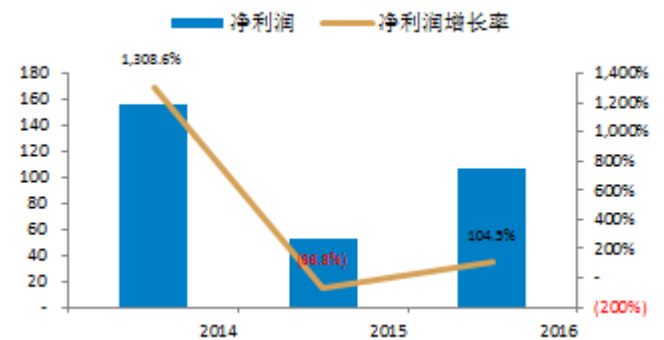
2016 年归属上市公司股东净利润为 1.1 亿元，同比大幅上升 104.5%，每股净利润 0.10 元，同比上升 100.0%。根据公司披露的信息显示，不考虑星科金朋的影响，原先长电业务的净利润为 4.3 亿元，同比上升 60.0%，产能利用率提升获得盈利的大幅增加。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

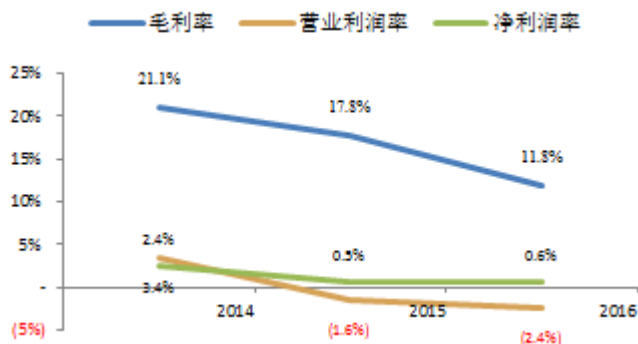
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

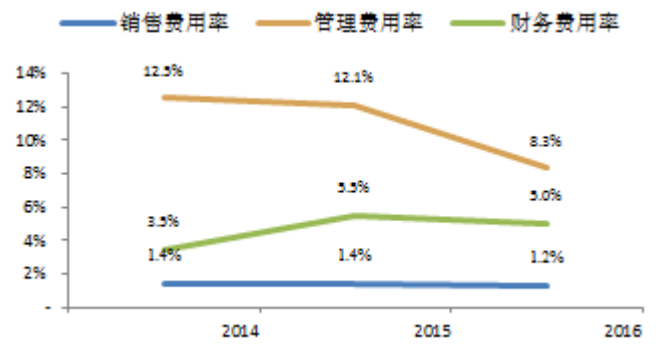
公司 2016 年全年毛利率为 11.8%，同比下降 6.0 个百分点，由于合并星科金朋而出现了毛利率的显著下降，按照可比口径计算，毛利率同比下降 0.5 个百分点为 17.1%。公司管理费用率、销售费用率和财务费用率同比分别下降 3.8、0.2 和 0.5 个百分点。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

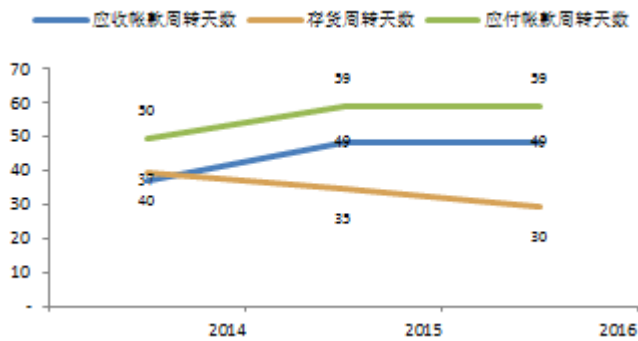
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

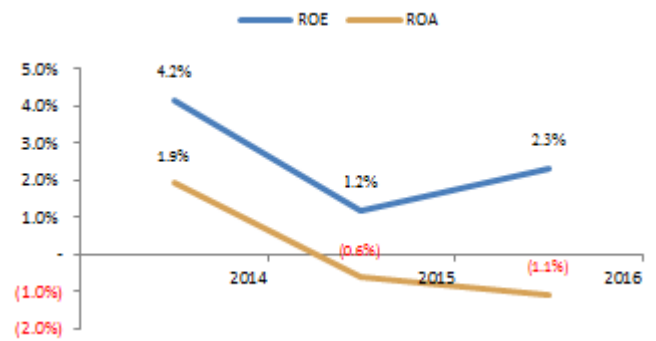
2016 年公司应收账款周转天数为 40 天，应付账款周转天数为 59 天，保持平稳，存货周转天数为 30 天，同比小幅下降。由于星科金朋 2016 年亏损数额仍然较大，因此整体净利润为负值导致 ROA 小幅下降 0.5 个百分点为-1.1%，而归属母公司股东净利润则获得提升，推动 ROE 同比上升 1.1 个百分点达到 2.3%。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

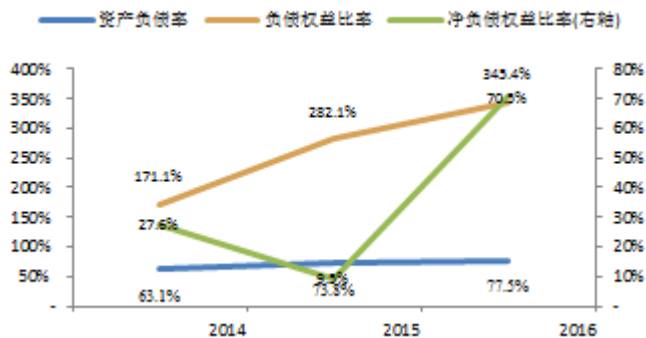
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

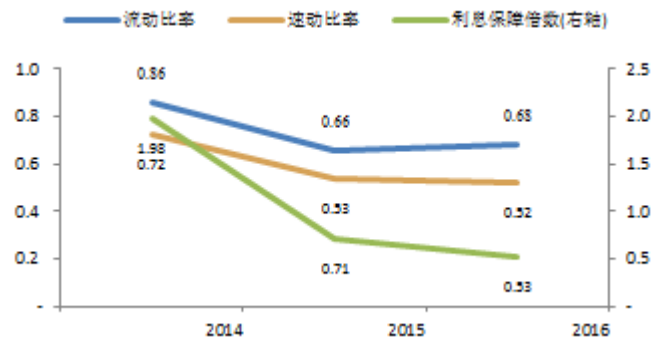
2016 年公司的资产负债率以及负债权益比分别为 77.5%和 345.4%，连续 3 年持续提升，净负债权益比率达到 70.5%，公司负债率持续高企，在收购星科金朋后也承接了相关负债。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



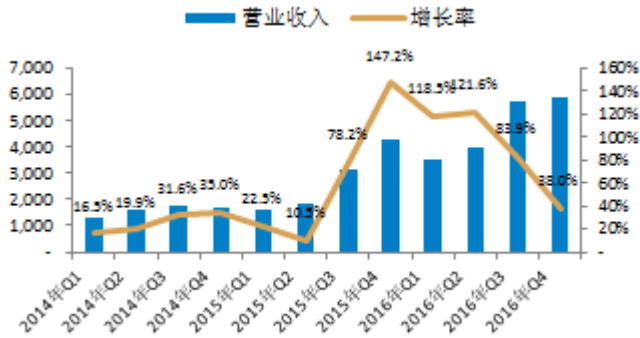
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2016 年流动比率、速动比率分别为 0.68 和 0.52，基本维持稳定，流动资产规模仍然远低于流动负债，公司 2016 年利息保障倍数为 0.53，尽管盈利能力有所提升，但是公司的财务费用依然较高，短期偿债能力需要继续关注风险。

## (二) 2016 年四季度经营有效推进，单季度实现扭亏

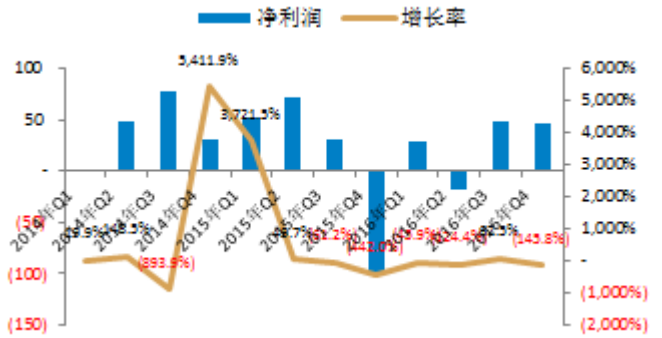
2016 年第四季度公司实现营业收入为 58.7 亿元，同比增长 38.0%，归属上市公司股东净利润为 4,662 万元，同比实现扭亏。星科金朋从 2015 年 8 月开始并表，因此第四季度的业绩同比为同一口径，可以看到产能利用率的提升是公司营收规模增长的推动力，而费用方面的有效控制则成为净利润扭亏的主要原因，值得关注的是，2016 年从第三季度开始，营业利润方面也实现了大幅度的减亏，第四季度考虑少数股东权益的整体净利润也实现了扭亏。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

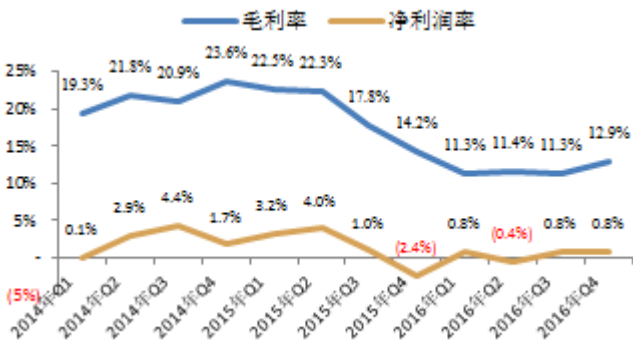
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

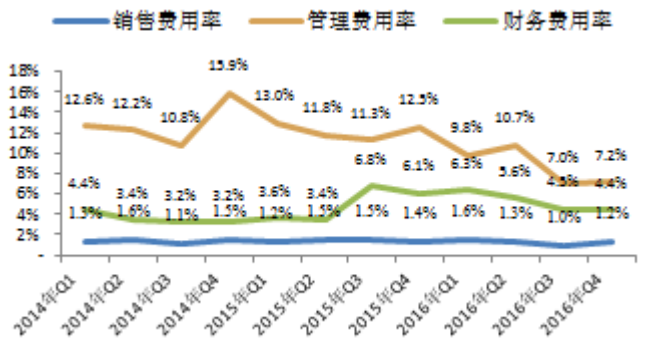
2016 年第四季度，公司毛利率水平为 12.9%，同比下降 1.3 个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.2%、7.2%、4.4%，分别同比下降 0.2、5.3 和 1.7 个百分点。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

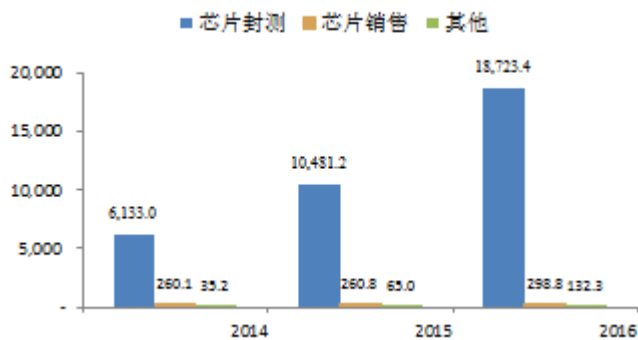
## 二、经营状况分析

产品分部方面，公司的主要产品依然是半导体的封装测试，在完成对于星科金朋的收购后，公司的主营业务规模进一步扩大，集成电路的封测出货量同比上升 38.4%而分立器件的出货量也提升 9.3%。由于并购星科金朋后的产品主要是包括晶圆级 Fan-out、系统级 SIP、ECP 技术、HB-PoP、MEMS、高频大功率半导体和汽车电子等技术，因此产品的毛利率水平有所下降。按照销售区域分部，海外市场的毛利率水平也是受到星科金朋的影响而下降。

### （一）传统业务保持稳定，合并星科金朋降低综合毛利率

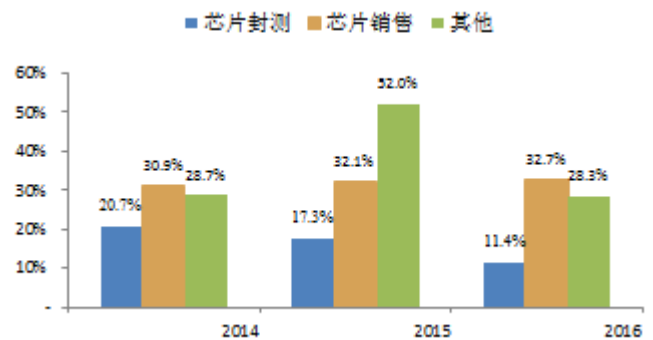
公司业务主营业务是半导体的封装测试，在完成对于星科金朋的收购后，公司的主营业务规模进一步扩大，从公司披露的销售量数据看，2016 年芯片封测的出货量同比上升 38.4%为 208.4 亿颗，分立器件的销售量同比上升 9.3%为 225.5 亿颗。值得关注的是，收购完成后，公司在先进封测方面，包括高端系统级 SIP 封装技术、晶圆级 Fan-out、ECP 技术、HB-PoP、MEMS、高频大功率半导体和汽车电子均获得了有效的提升。

图 13：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 3 年产品细分毛利率



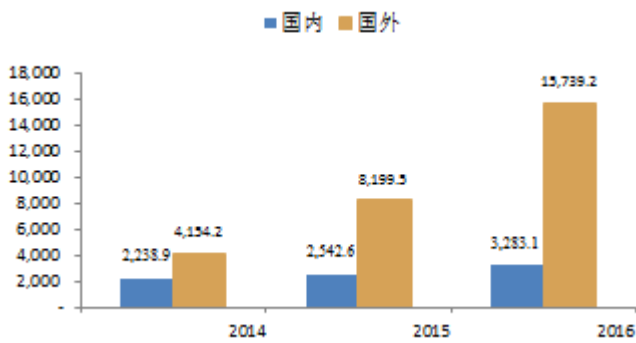
资料来源：Wind，华金证券研究所

产品细分毛利率方面，由于星科金朋的在产品机构和产品毛利率方面与公司本身存在显著的差异，因此毛利率同比显著下降。从公司披露的可比口径毛利率看，公司 2016 年芯片封测和芯片销售业务的毛利率分别同比下降 0.5 和上升 0.6 个百分点为 16.8%和 32.7% 基本保持了平稳。从成本的构成看到，合并星科金朋后，在成本中人工费用和设备折旧摊销费用的占比显著增加，由于所在地域和先进封装设备的投入规模较大，因此使得毛利率出现了下降。

### （二）星科金朋并表推升海外市场收入，毛利率均有所下降

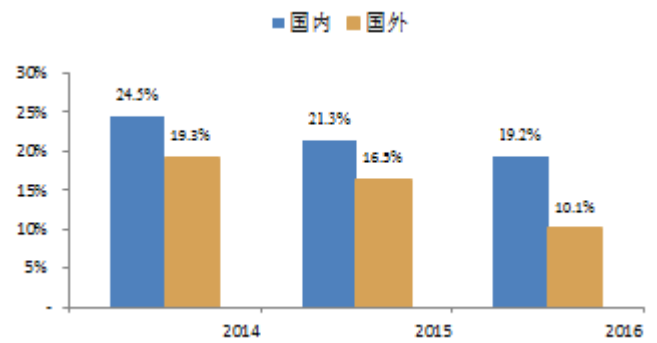
2016 年公司海外市场收入 157.4 亿元，同比占总收入比例为 82.7%，同比上升 6.4 个百分点，主要是由于公司并表星科金朋的主要客户均来自于海外市场，并且在韩国设立的 SIP 项目的主要客户也是海外龙头企业，因此海外市场收入占比持续提升。国内市场销售收入占总收入为 32.8 亿元，占总销售收入的 17.3%，收入同比增速为 29.1%，保持了稳健的增长势头，公司在封测行业的龙头企业地位使得公司在行业扩张中获得可靠的订单支持。

图 15：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：过往 3 年产品细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率方面，2016 年公司国内市场和海外市场的毛利率分别为 19.2%和 10.1%，同比分别下降 2.1 和 6.4 个百分点，如前所述，海外市场的大幅度增长主要来自于星科金朋的并表收益，而星科金朋的产品结构和毛利率水平显著低于公司自身业务，因此也是的海外市场的毛利率下降幅度较大。

### （三）未来发展战略及经营计划：2017 年收入目标 230 亿元

公司制定 2017 年的经营目标是营业收入达到 230 亿元人民币，核心措施“以客户满意为导向，巩固中国市场主导地位，保持封测技术领先优势，创建特色工厂，优化负债结构降低财务费用，注重企业文化建设，高度重视企业安全生产和环境保护，把长电科技建成具有国际一流竞争力的半导体封测企业”，具体包括：

- 巩固中国市场主导地位。要服务好重点中国客户，建立并完善与之对应的服务模式，包括研发、运营、技术、质量等服务体系的对接；同时，要积极承接国际一线大客户的供应链向中国转移，加快形成 JSCC+JCAP/中芯长电的 Bumping+倒装一站式服务运营模式的的优势。强化交叉销售，要确保重点客户的顺利导入，集中优势资源，拓展更多优质客户。
- 继续支持重点项目发展，推进 JSCK SiP 客户群体和终端市场多元化；保持长电科技 SiP 封装在中国市场的领先地位，服务好中国客户和国际客户的转移；继续支持 SCS Fan-out eWLB 项目建设，争取政府部门的支持；同时支持 JCAP ECP 业务的发展。
- 拓展产品门类，接长产品短板。把握好汽车电子、网络基础设施、FLASH 存储和 MEMS 等领域发展机遇，积极寻找潜在客户，提高这些业务的比重。



### 三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.57、0.69 和 0.99 元。净资产收益率分别为 12.3%、13.2%和 16.5%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 20.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.0、28.9 和 20.2 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

收购星科金朋后进入整合阶段的效果不及预期；全球及中国的宏观经济波动影响行业整体市场需求；以通信及消费电子为主的封测需求存在市场竞争压力。



## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn