

高端封装将驱动业绩估值双升

买入 首次

目标价格：8.48 元

报告摘要：

- **国家大力扶持集成电路，公司作为国内封测龙头受益度较高：**未来十年国家对集成电路产业的扶持将超过过去十倍，并将成立集成电路产业扶持基金，我们认为这将最利好国内具备一定核心竞争力的行业龙头厂商。公司是国内高端封装技术最全面，且唯一在规模和技术上达到国际一流水平的封测厂商，有望在国家产业扶持下不断提升市场份额并逐渐赶超行业前五名厂商。。
- **公司扩张高端产能，将承接国产芯片设计厂商需求：**公司的高端倒装 BGA 芯片和 MIS 基板已具备大规模量产能力，价格和盈利能力远超传统打线封装。随着芯片制程进步和小型化、低功耗需求，芯片封装技术将加速升级，国内芯片设计龙头企业的需求也将逐步向倒装芯片转移，公司的倒装和 MIS 产能有望承接国内高端封装的巨大需求。
- **子公司长电先进在先进封装领域的价值目前被低估：**长电先进具备 Bump/WLCSP/SiP/FC/TSV 五大圆片级封装技术服务平台，其芯片铜凸块和晶圆级封测产能均处于全球前列，并拥有部分核心专利授权，目前规模接近十亿，且盈利能力较强。考虑到公司在功放、电源芯片、驱动芯片、影像传感器、MEMS 等各领域均有丰富技术储备，未来将有极大的拓展空间。
- **预计 2013-15 年 EPS 为 0.03、0.24 和 0.53 元，**对应 2013-15 年归母净利润为 0.24、2.04 和 4.48 亿元，14 和 15 年增速分别为 743%和 120%。
- **给予公司首次评级为“买入”，目标价 8.48 元。**我们预计明年初公司受搬厂影响和费用较高等负面因素将逐步消除，伴随高端封装领域的规模和需求快速成长以及费用率下降，公司未来的业绩弹性较大，且高端先进封装的需求高增长，也将带来行业估值提升。公司明年年中将出现明显业绩拐点，2015 年有望实现业绩大幅释放，因此我们给予公司 2015 年 16 倍 PE，6-12 个月目标价 8.48 元。

电子元器件研究组

分析师：
沈建锋(S1180512090003)

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

分析师：
高诗(S1180513080002)

电话：021-51782233

Email: gaoshi@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《日月光停产危机 利好国内封测》
2013/12/16
- 《苹果投资蓝宝石，利好产业发展》
2013/12/10
- 《电子 2014 年投资策略》
2013/12/2
- 《4G 牌照发放临近，关注投资机会》
2013/12/2
- 《国家集成电路扶持新政或将出台》
2013/11/25
- 《电子行业数据月报（2013 年 11 月）》
2013/11/18
- 《NFC 移动支付专题之二：联通发力 NFC 移动支付》
2013/10/7

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3762.43	4436.16	5026.10	6205.69	7879.08
增长率 (%)	4.04	17.91	13.30	23.47	26.97
归母净利润(百万)	67.32	10.41	24.18	203.85	448.26
增长率 (%)	-62.13	-84.54	132.29	743.00	119.89
每股收益	0.08	0.01	0.03	0.24	0.53
市盈率	81.11	524.50	225.79	26.78	12.18

目录

一、公司作为封测龙头，是最受益集成电路产业扶持的标的之一	4
1、国家大力扶持集成电路，行业龙头受益度最高.....	4
2、公司是技术实力和规模最接近国际巨头的国内封测龙头.....	5
二、公司扩张高端产能，将承接国产芯片设计厂商需求	7
1、芯片高密度和小型化加速封测技术升级.....	7
2、公司的 Flipchip 和 MIS 产品进入产能扩张期.....	9
3、公司高端产能有望承接国产芯片龙头的巨大需求.....	10
三、长电先进在先进封装领域的地位目前被市场低估	10
1、长电先进是国内先进封装的领军者，具备 Bumping、WLCSP 等先进产能.....	10
2、依托先进封装技术储备，未来有望切入 MEMS、LED 等更广阔市场.....	12
四、盈利预测和投资建议	13
1、盈利预测：预计 2013-15 年 EPS 为 0.03、0.24 和 0.53 元.....	13
2、投资建议：给予“买入”评级，目标价 10.6 元.....	13
作者简介：	15

插图

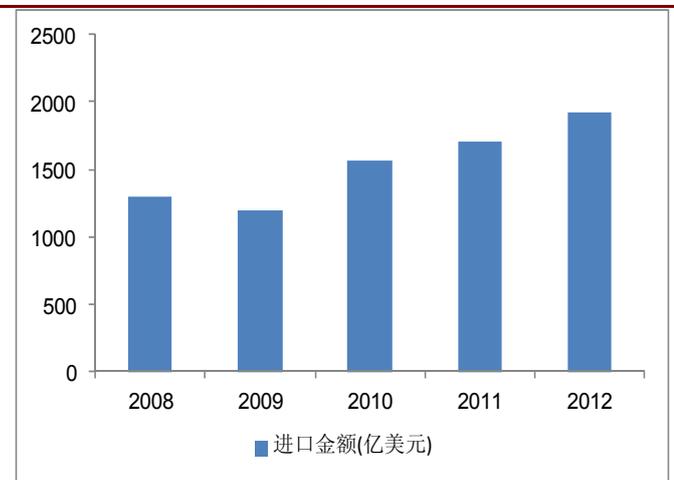
图 1: 2008-2012 年中国集成电路进口金额变化.....	4
图 2: 2012 年中国集成电路进口金额占比.....	4
图 3: 全球前 20 大集成电路公司占据 60%以上市场份额.....	5
图 4: 国内三大封测厂规模比较 (百万元)	5
图 5: 2012 年全球主要封测厂的市场份额.....	5
图 6: 公司九大核心工艺技术及特点.....	6
图 7: 国内集成电路龙头与全球前三大厂商的规模比较(单位: 亿美元)	7
图 8: 未来晶圆工艺的提升将带来较大的投资增加.....	7
图 9: 芯片封装技术升级路线图.....	8
图 10: Flipchip 工艺的主要应用领域.....	8
图 11: MIS 产品示意图.....	9
图 12: MIS 与其他基板封装技术的比较.....	9
图 13: 展讯 2009-2012 年收入变化.....	10
图 14: 海思 2010-2012 年收入变化.....	10
图 15: 长电先进的收入和净利润(百万美元).....	11
图 16: 长电先进占长电科技收入比重.....	11
图 17: Cu-pillar 示意图.....	11
图 18: 国内主要的从事先进封装的厂商.....	12
图 19: WLCSP 封装的应用领域.....	12
图 20: 公司三张报表摘要及财务分析.....	14

一、公司作为封测龙头，是最受益集成电路产业扶持的标的之一

1、国家大力扶持集成电路，行业龙头受益度最高

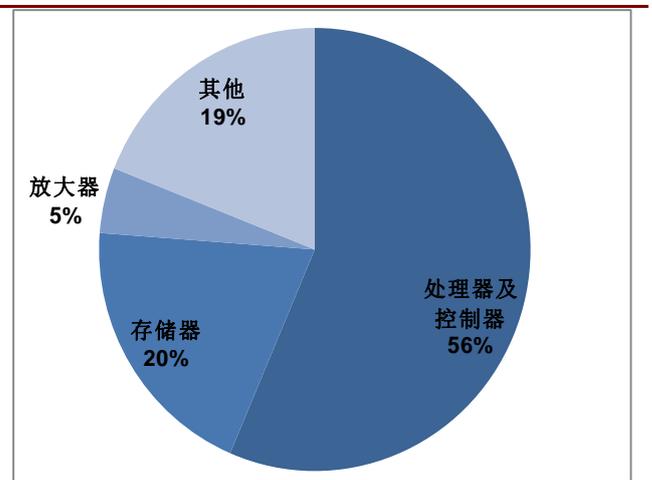
目前在我国经济结构中，集成电路、石油、铁矿石和显示面板是金额最大宗的进口商品，其中集成电路近两年一度超过石油成为我国进口金额最大的商品，其 2012 年的进口额高达 1920 亿美元，占全年进口总额的 10% 以上。因此在新一届政府将国家安全置于显著位置的背景下，集成电路自主化将是重中之重，并且有望成为新一轮经济结构转型的最大收益者。

图 1：2008-2012 年中国集成电路进口金额变化



资料来源：中国海关，宏源证券

图 2：2012 年中国集成电路进口金额占比



资料来源：中国海关，宏源证券

尽管近期即将出台的国家集成电路产业政策尚未公布，但汇集各方信息，此次政策扶持力度将极有可能成为史上最大的一次，凸显了国家发展集成电路产业的决心。预计未来十年国家将投入一兆元人民币发展集成电路产业，相比过去十年间国家对集成电路每年补助仅约几十亿，此次投资规模超过过去 10 倍；其次，成立国家级的集成电路产业扶持基金将是大概率事件，将对集成电路产业各环节的关键技术研发、重点企业兼并重组及海外收购等给予资金支持，同时区域性的产业基金也有望陆续成立，近期工信部公告北京市将率先成立总规模 300 亿元的集成电路产业发展股权投资基金，着力打造集成电路产业。

鉴于集成电路产业的技术密集和资本密集型属性，目前在设计、晶圆制造和封测三大环节无论是国际还是国内均呈现市场不断集中的趋势，因此我们判断在未来国家大力发展集成电路产业过程中，优质资源也将重点流向具备核心竞争力的国内龙头企业，从而才能在与国际巨头如高通、台积电、日月光等竞争中取得更大话语权，可以预见国内芯片设计龙头海思、展讯、晶圆制造龙头中芯国际和封测龙头长电科技等有望因此迎来新一轮重大发展机遇，进一步提升国际竞争力和行业地位。

图 3: 全球前 20 大集成电路公司占据 60%以上市场份额

2011 Rank	2012 Rank	Company Name	2011 Revenue	2012 Revenue	Percent Change
1	1	Intel	48,721	47,543	-2.4%
2	2	Samsung Electronics*	28,563	30,474	6.7%
6	3	Qualcomm	10,198	12,976	27.2%
3	4	Texas Instruments	13,967	12,008	-14.0%
4	5	Toshiba	12,729	10,996	-13.6%
5	6	Renesas Electronics Corporation	10,648	9,430	-11.4%
8	7	SK Hynix	9,293	8,462	-8.9%
7	8	STMicroelectronics	9,735	8,453	-13.2%
10	9	Broadcom	7,160	7,840	9.5%
9	10	Micron Technology	7,365	6,955	-5.6%
13	11	Sony	5,015	6,025	20.1%
11	12	Advanced Micro Devices (AMD)	6,436	5,300	-17.7%
12	13	Infineon Technologies	5,312	4,826	-9.1%
16	14	NXP	3,831	4,096	6.9%
17	15	nVidia	3,608	3,923	8.7%
14	16	Freescale Semiconductor	4,408	3,775	-14.4%
21	17	MediaTek	3,309	3,472	4.9%
15	18	Elpida Memory	3,887	3,414	-12.2%
22	19	ROHM Semiconductor	3,267	3,170	-3.0%
19	20	Marvell Technology Group	3,393	3,113	-8.3%
Top 20 Companies			200,845	196,251	-2.3%
All Others			109,360	106,768	-2.4%
Total Semiconductor			310,205	303,019	-2.3%

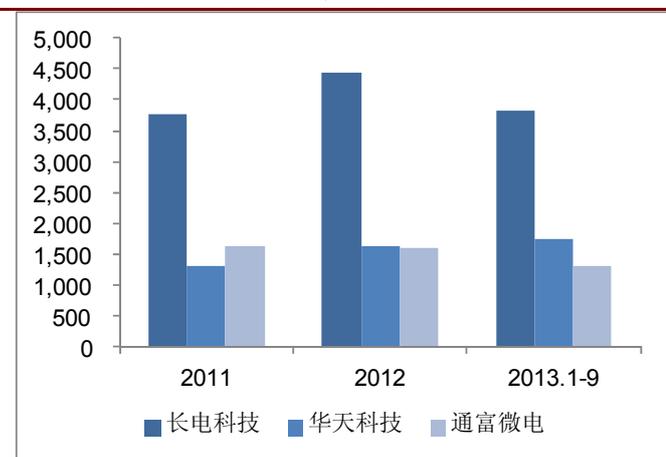
资料来源: IHS, 宏源证券

2、公司是技术实力和规模最接近国际巨头的国内封测龙头

公司作为国内最早上市的集成电路封装测试企业，在国内一直处于技术最领先的地位，包括建成国内首条 12 寸芯片封装产线、首条 SiP 封装产线、首条国际水平的圆片级封装线等。近年来公司通过收购控股在国际上具有较强研发实力和技术专利的新加坡 APS 公司，以及承担国家科技重大专项的“高端封装工艺”、“重布线/嵌入式圆片级封装技术及高密度凸点技术研发及产业化”等项目，在封装技术上不断实现突破并加速追赶国际领先厂商，已经成为国内在规模和技术上唯一进入国际先进水平的封测厂商。

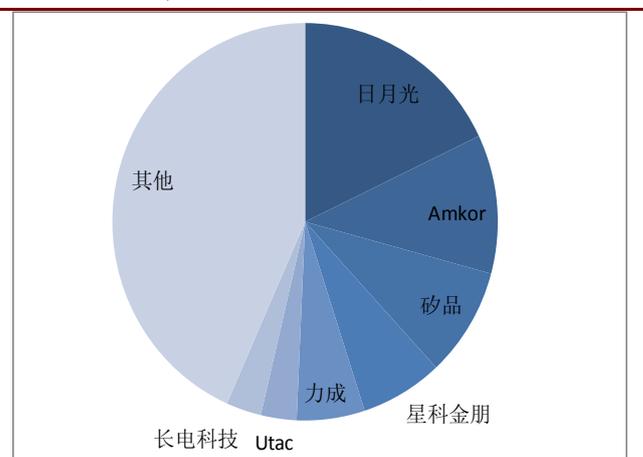
在封测规模上，公司一直是国内排名第一的厂商，近年来国际份额也在持续上升，2010 年公司收入规模 36 亿人民币，排名全球封测企业的第十名，2012 年公司收入增长至 44 亿人民币，占全球市场份额约 2.9%，排名提升至全球第七，我们预计公司 2013 年收入在 50 亿左右，并有望进入全球前六名之列。在国内市场，公司规模体量是第二名的两倍以上，具有绝对领先份额。

图 4: 国内三大封测厂规模比较 (百万元)



资料来源: 公司财报, 宏源证券

图 5: 2012 年全球主要封测厂的市场份额



资料来源: Gartner, 宏源证券

在封测技术上，公司已经拥有高密度 Flipchip BGA、Cu-pillar 铜凸块互连、TSV 硅穿孔、SiP 射频封装、圆片级三维再布线封装工艺、多圈阵列四边无引脚封测、封装体三维立体堆叠、50 μ m 以下超薄芯片三维立体堆叠封装、MEMS 多芯片封装等 9 大高端封装技术，晶圆级芯片尺寸封装 WLCSP 的产能规模进入全球前三，Cu-pillar 和 MIS 拥有全球性的专利产权，Flipchip BGA 也已具备国际一线厂商技术水平。相比之下，国内其他封测厂商目前仍主要集中于 DIP、SOP、QFP 和 QFN 等中低端产能。与此同时，公司的生产良率也达到国际领先水准，铜线、合金线 BGA 封装良率稳定在 99.9%，Flipchip BGA 的良率在 98.5% 以上。

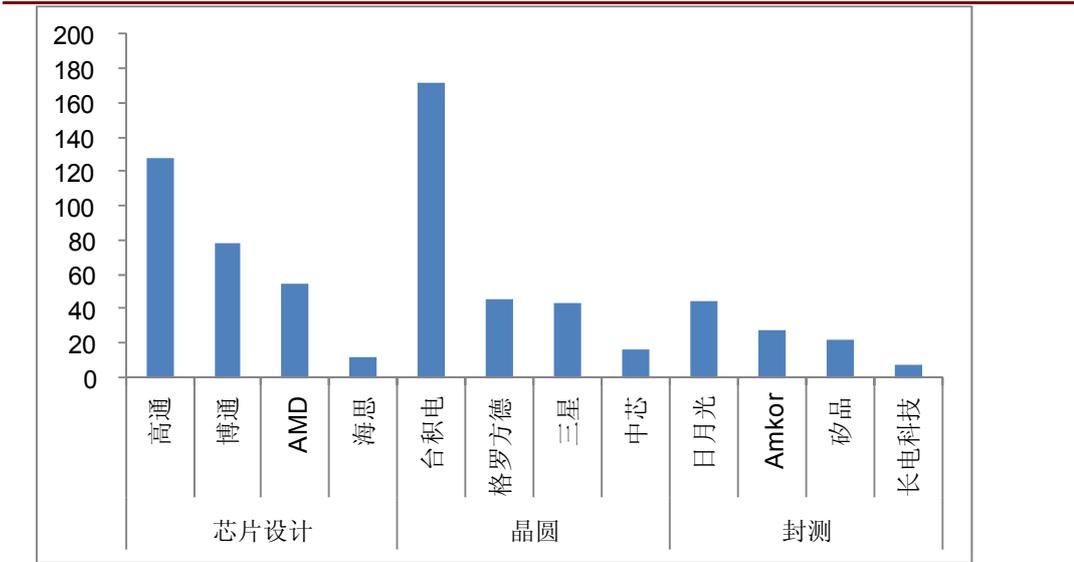
图 6：公司九大核心工艺技术及特点

硅穿孔（TSV）	<ul style="list-style-type: none"> ·实现芯片间互连和在三维方向的高密度堆叠 ·提高产品的信号传输速度 ·降低内部功耗 ·实现产品的性能最高而外形最小
SiP 射频封装技术	·广泛应用于无线通讯、身份识别等领域
圆片级三维再布线封装工艺	·通过再布线设计，将原不规则排布的 I/O 电极进行阵列式排布
铜凸点互连	·适用于高密度、大功率封装
高密度 FC-BGA	·大幅度降低成本，缩小产品体积
多圈阵列四边无引脚封测技术	·替代 500 脚以下传统封装的一种新的封装技术
封装体三维立体堆叠技术	·充分节省产品占用 PCB 的面积、减少信号干扰
50 μ m 以下超薄芯片三维立体堆叠封装	<ul style="list-style-type: none"> ·超大圆片超薄磨片技术 ·超大圆片超薄划片技术 ·超薄芯片堆叠装片技术 ·超薄多层芯片打线技术 ·多层芯片超薄封装技术
MEMS 多芯片封装技术	<ul style="list-style-type: none"> ·MEMS 圆片贴装技术 ·MEMS 圆片切割技术 ·MEMS 产品贴片技术 ·MEMS 芯片间打线技术 ·MEMS 产品涂布技术

资料来源：IC Insights, Gartner, 宏源证券

在国内集成电路产业链的设计、晶圆和封测三大环节上，封测环节的长电科技与国际一线厂商的差距最小（设计环节国内最大的海思规模只有全球第五联发科的三分之一、全球第一高通的十分之一；晶圆环节国内最大的中芯国际规模是全球第三的三星的五分之二、全球第一台积电的不到十分之一，工艺落后 1-2 代），未来在国家对集成电路产业龙头的大力扶持下，公司有望不断提升市场份额并逐渐赶超行业前五名厂商。

图 7: 国内集成电路龙头与全球前三大厂商的规模比较(单位: 亿美元)



资料来源: IC Insights, Gartner, 宏源证券

二、公司扩张高端产能，将承接国产芯片设计厂商需求

1、芯片高密度和小型化加速封测技术升级

外观轻薄化、运算速度提升和功耗降低等是当今手机、平板电脑等终端产品的主要发展趋势，驱动着集成电路不断走向小型化、高密度和低功耗。尽管现阶段摩尔定律仍然对芯片产业发展起着决定性作用，但当进入 10nm 制程和 18 寸晶圆后，由于制造设备的巨大投资，制程提升已经难以实现更好的经济效益（1 座 18 寸晶圆厂投资超过 100 亿美元，20nm 工艺研发费用高达 20-30 亿美元），因此未来处于芯片制造中后段的封装工艺升级对芯片性能提升具有更好的经济性，是超越摩尔定律的重要途径，其在芯片产业环节上的地位也将持续提升。

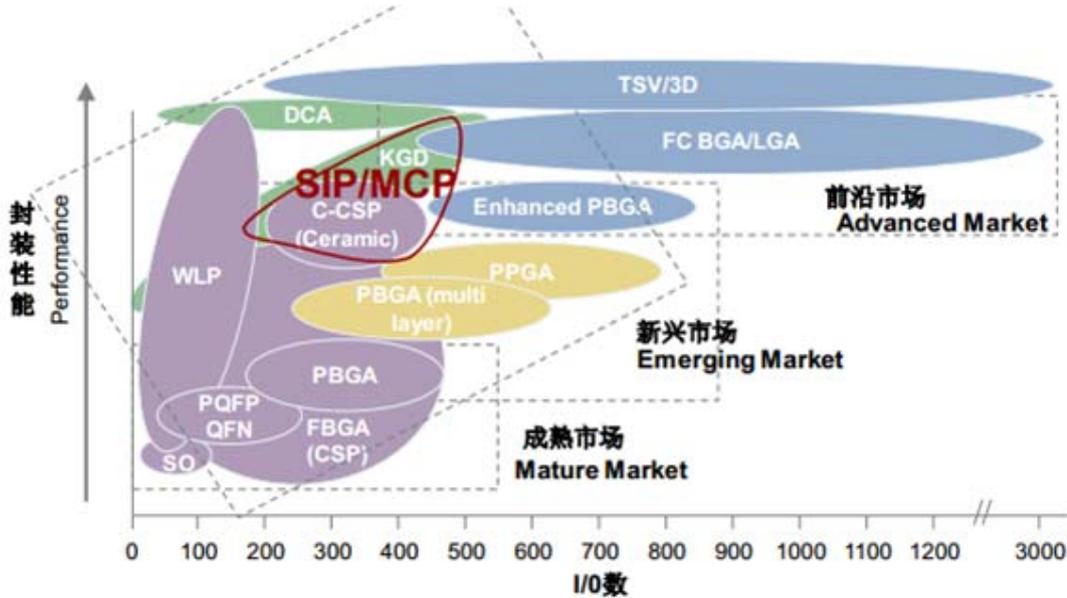
图 8: 未来晶圆工艺的提升将带来较大的投资增加



资料来源: 宏源证券

我们认为芯片封装升级趋势主要表现在如下两个方面：一是以 Flipchip 倒装形式和 WLCSP 晶圆级芯片尺寸封装替代传统打线封装，可以有效降低功耗、提升稳定性、提高芯片设计效率和减小封装尺寸，该技术需要配合 cu-pillar bumping、BGA 等工艺；二是发展系统级封装 SiP，利用芯片堆叠技术，将多颗不同功能的芯片裸晶封装在一个器件内，需要配合 TSV 硅通孔等工艺技术。

图 9：芯片封装技术升级路线图



资料来源：宏源证券

根据市调机构预测，未来五年在应用处理器、基带芯片以及 DDR 记忆体等精细制程（28nm 以下）和高 I/O 密度的产品领域，将对 Flipchip 产生巨大需求，2018 年预计可达 350 亿美元的规模，超过了当前封装产业的整体规模。

图 10：Flipchip 工艺的主要应用领域



资料来源：宏源证券

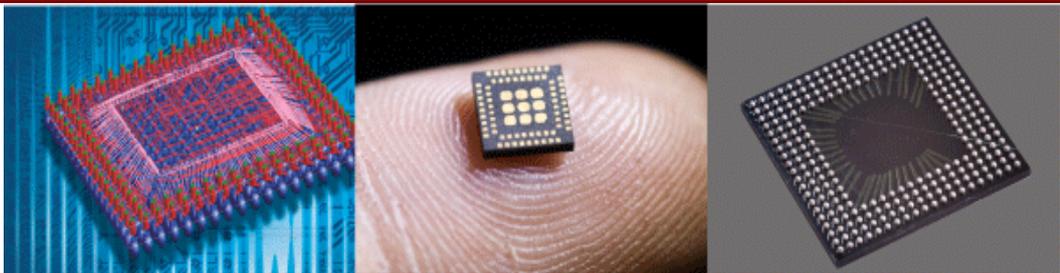
2、公司的 Flipchip 和 MIS 产品进入产能扩张期

公司经过多年技术研发,已经掌握铜凸点 Flipchip 封装技术相关的全套专利,2012 年公司实现 Flipchip on L/F 和 Flipchip BGA 年产能分别达到 3.6 亿颗和 2,400 万颗,高端的 Flipchip BGA 实现了小批量生产能力。在下一阶段发展中,公司已经将 Flipchip 作为重中之重,并筹划 2014 年通过非公开发行的募集资金 8.4 亿元投建形成年封装 Flipchip BGA 系列、Flipchip on L/F 系列以及 Flipchip LGA 系列等高端集成电路封装测试产品 9.5 亿块的生产能力。一颗 Flipchip BGA 的封装费用在几块钱,价格是普通封装的几十倍,因此 Flipchip 产能的大幅提升将必然带动公司收入规模的快速提升。

MIS 预包封互连系统是公司在 09 年收购新加坡 APS 集成电路封装技术研发机构时,收获的 APS 旗下具备全球知识产权的基板技术,并已获得国际大厂的授权申请,公司自身也在加紧对该技术的量产推广。该技术将低成本包封技术与高密度基板制造技术相结合,首次在引线框技术上引入高密度互联布线设计,能够同时实现芯片封装的微型化、高密度、高性能、多功能和低成本,较目前主流的 BGA、QFP 等技术更具小尺寸和低成本优势,有望推动基板技术的变革。

公司 12 年基板封装业务快速成长,营收增长了 2.36 倍,MIS 部分产品已稳步量产并获得一些国际一线大客户的订单,2012 年产量达到 3.36 亿颗,成为公司较有核心竞争力的拳头产品。随着公司对 MIS 的加速推广和细线、多层工艺等不断进展,未来将推动基板封装业务持续高成长。

图 11: MIS 产品示意图



资料来源: 宏源证券

图 12: MIS 与其他基板封装技术的比较

封装类型	MIS	BGA	QFP	QFN
I/O 范围	2-500	50-3000+	32-256	2-164
封装尺寸	1×0.6-15×15	7×7-55×55+	5×5-32×32	1×0.6-12×12
I/O 密度	高	高	低	低
封装成本	低	高	中	中

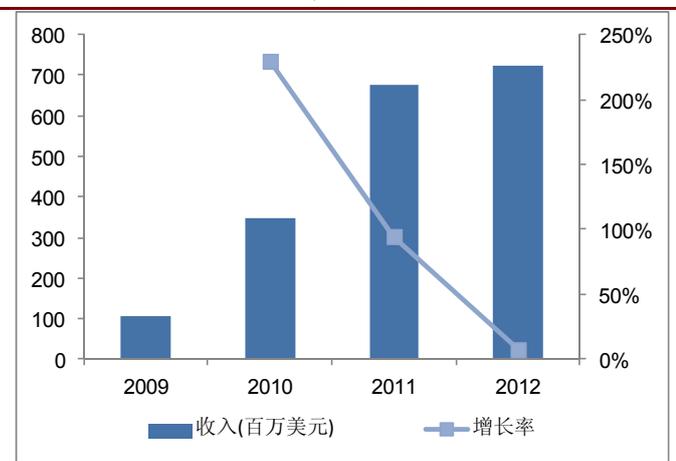
资料来源: 宏源证券

3、公司高端产能有望承接国产芯片龙头的巨大需求

尽管目前国内芯片设计产业仍是整个芯片行业最为薄弱的环节，但在国家优惠政策支持下，海思、展讯、锐迪科和联芯等一批具备一定市场竞争力的芯片设计企业正在快速崛起，在多核应用处理器、基带芯片和射频芯片等领域追赶国际巨头，并已有部分高端产品进入 28nm 制程，因此对铜凸块互连、Flipchip BGA 等高端封装需求也将不断大幅提升。

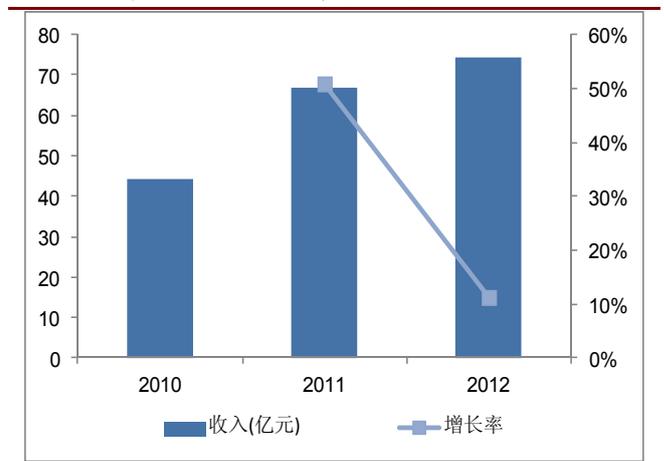
作为目前国内唯一具备大批量生产 Flipchip BGA 等高端封装产品的厂商，公司已经基本进入了国内前几大芯片设计企业的供应链，今年对展讯的出货快速增长，已经成为展讯的主力供应商之一；公司与国内最大芯片设计企业海思的合作也在稳步推进，海思是国内较早采用 Flipchip 封装技术的设计厂商之一，体量也处于国内前列，公司将是其在国内寻求合作伙伴的不二选择；公司也是国内其他几大射频和移动处理器芯片设计厂商的主要封测商；另外公司也已经顺利导入 TI、Toshiba、Skyworks 等国际芯片大厂。

图 13: 展讯 2009-2012 年收入变化



资料来源：宏源证券

图 14: 海思 2010-2012 年收入变化



资料来源：宏源证券

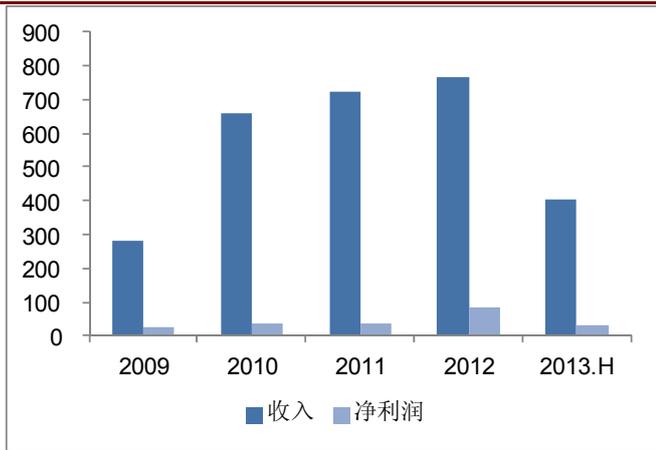
值得一提的是，近期发生的台湾日月光工厂非法排污事件，涉事的工厂已被台湾当局勒令正式停工，预计将会造成日月光部分晶圆凸块和 Flipchip 高端封装产能的短缺，其大客户如高通、博通、联发科等考虑转单其他封测厂商，尽管短期这些大客户将优先转单给矽品、Amkor 等龙头大厂，但或将启动对新的封测供应商的考量，为长电切入国际大客户带来了较好的契机；而更重要的是，目前国内海思等芯片设计龙头仍主要以台湾封测厂为主要供应商，此次事件可能也会产生加速国内芯片设计企业订单回流的效果，长电也将是国内最受益的厂商。

三、长电先进在先进封装领域的地位目前被市场低估

1、长电先进是国内先进封装的领军者，具备 Bumping、WLCSP 等先进产能

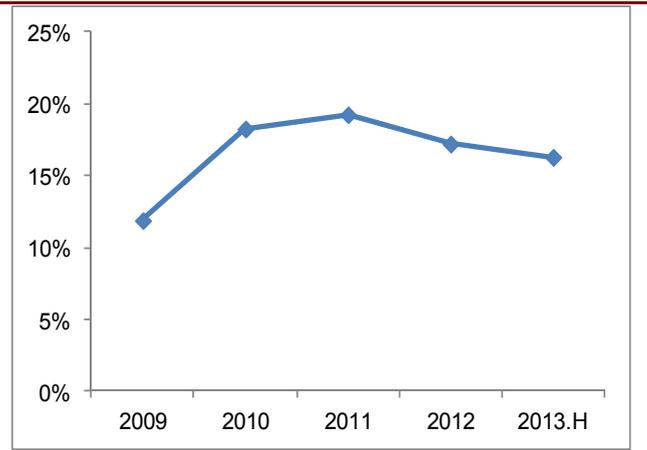
长电先进是公司直接控股 78% 的中外合资企业，主营芯片凸块和晶圆级封测产品，目前已建成 Bump/WLCSP/SiP/FC/TSV 五大晶圆级封装技术服务平台，2012 年长电先进实现收入 7.63 亿，净利润 8271.71 万；2013 年上半年实现收入 4.05 亿，净利润 2998.18 万，我们预计长电先进全年有望实现接近 10 亿元收入规模，也构成长电科技主要的利润来源。

图 15: 长电先进的收入和净利润(百万美元)



资料来源: 宏源证券

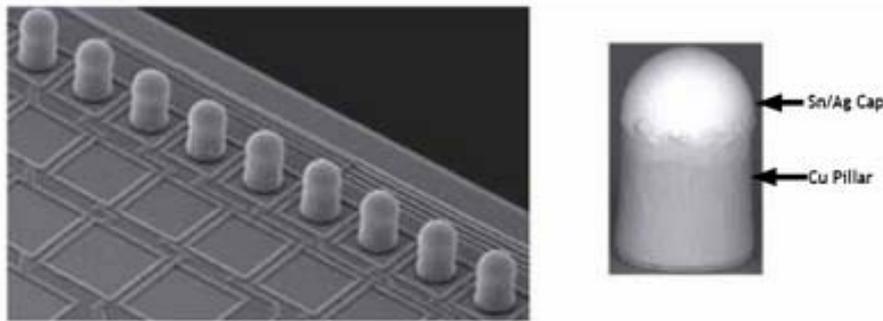
图 16: 长电先进占长电科技收入比重



资料来源: 宏源证券

长电先进的核心技术在于 cu-pillar bumping 和 WLCSP, 其中 **cu-pillar bumping** 是国内唯一具备大批量生产能力, 该技术作为晶圆中道封装制程之一, 在 28nm 以下制程中不可或缺, 其与长电科技本部的 Flipchip 封装形成一条龙封装服务能力。长电先进拥有 8-12 寸的 bumping 年产能 72 万片次, 除满足自身需求外还能为其他封测厂提供专业服务, 更重要的是, 由于长电科技的控股公司新加坡 APS 掌握 cu-pillar bumping 的核心技术专利, 也使长电先进成为全球为数不多拥有该技术授权的封测厂商。

图 17: Cu-pillar 示意图



资料来源: 宏源证券

另一项核心技术 WLCSP (晶圆级芯片尺寸封装) 是在晶圆前道工序完成后, 直接对晶圆进行封装, 再切割分离成单一芯片, 封装面积与裸芯片尺寸相当, 不仅能显著缩小芯片尺寸和重量, 而且芯片可以以最短的电路路径, 通过锡球直接与电路板连接, 能大幅提升信息传输速度, 有效降低杂讯干扰几率。2012 年长电先进的 WLCSP 年产能达到 18 亿颗, 产能进入全球前三, 并在国内率先实现 12 寸和 5 层以上多层布线晶圆级封装的规模化生产, 达到世界先进水平。

目前国内已经成功量产 WLCSP 的仅长电先进、苏州晶方和昆山西钛等寥寥几家, 今年西钛实现盈利更是促使母公司华天科技的股价飙升。事实上, 晶方和西钛现阶段产能主要应用于影像传感器芯片封装, 只是 WLCSP 众多应用领域之一, 长电先进则更多定位于通用的电源芯片、功放、控制芯片等产品, 其规模和技术实力在国内均处于一流水平, 而其市场价值也远未被资本市场所反映。

图 18: 国内主要的从事先进封装的厂商

厂商	经营情况
长电先进	长电科技子公司，国内较早进入先进封装领域，拥有铜凸块 bumping 授权和国内最大产能，晶圆级芯片尺寸封装已大批量出货，主要应用市场为电源芯片、功放、控制芯片等。
晶方半导体	2005年进入先进封装领域，是大陆最早从事晶圆级芯片尺寸封装且规模最大的厂商之一，主要应用领域为影像传感器和指纹识别芯片等，客户有格科微、Omnivision 等。
西钛微电子	华天科技子公司，2008年进入先进封装领域，国内第二大影像传感器的晶圆级芯片尺寸封装厂，客户有格科微、思比科等。
苏州科阳光电	硕贝德控股公司，正在投资年产12万片以上的生产线，主要定位影像传感器的晶圆级芯片尺寸封装。

资料来源：宏源证券

2、依托先进封装技术储备，未来有望切入 MEMS、LED 等更广阔市场

先进封装应用领域广阔，相比目前相对成熟的电源芯片、影像传感器芯片、光感应芯片等产品领域，MEMS 微机电系统和 LED 等应用市场稍微开发，因此具有更广阔应用前景。传统的 MEMS 封装没有统一的形式，且只能单个进行封装造成成本较高，未来采用 WLCSP 先进封装工艺，可以实现大批量、封装尺寸缩小和制造成本降低，并解决高密度、细间距 I/O 芯片电气连接等问题，将推动 MEMS 在消费类电子产品领域的大范围应用；LED 采用 WLCSP 和倒装技术也可以实现低成本、微型化、高功率和良好散热性，而且易集成 LED 的外围功能电路，未来一旦实现产业规模化，可能会对传统 LED 封装带来颠覆性变革。

正因为如此，作为国内先进封装领域技术储备最丰富的厂商，长电先进未来应用领域拓展空间极大，值得投资者重点关注。

图 19: WLCSP 封装的应用领域



资料来源：宏源证券

四、盈利预测和投资建议

1、盈利预测：预计 2013-15 年 EPS 为 0.03、0.24 和 0.53 元

我们预计 2013-2015 年公司将实现营业收入 50.26、62.06 和 78.79 亿元，3 年复合增长 21%，高于行业平均增速；综合毛利率为 19.97%、20.95 和 21.29。

预计 2013-2015 年公司将实现归属母公司股东净利润 0.24、2.04 和 4.48 亿元，14 和 15 年增速分别为 743%和 120%，对应当前股本的 EPS 为 0.03、0.24 和 0.53 元。

2、投资建议：给予“买入”评级，目标价 8.48 元

公司之前受搬厂和费用较高等影响导致业绩不佳，随着明年初负面因素逐步消除费用率将逐步下降，以及公司在倒装 BGA、晶圆级封装、铜凸块等高端封装领域的规模和需求快速成长，因此公司未来的业绩弹性较大。同时，高端先进封装的需求已经进入高速增长期，也将有利于行业估值的提升。我们预计公司明年年中将出现明显业绩拐点，2015 年有望实现业绩大幅释放，因此我们给予公司 2015 年 16 倍 PE，6-12 个月目标价 8.48 元。

图 20: 公司三张报表摘要及财务分析

利润表						资产负债表					
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E		2011	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,762	4,436	5,026	6,206	7,879	货币资金	628	695	300	300	300
YOY	4%	18%	13%	23%	27%	应收和预付款项	450	540	688	788	944
营业成本	3,089	3,804	4,023	4,906	6,202	存货	521	591	621	857	951
毛利	674	632	1004	1300	1678	其他流动资产	0	0	1	1	1
% 营业收入	18%	14%	20%	21%	21%	长期股权投资	45	62	62	62	62
营业税金及附加	8	8	9	10	13	投资性房地产	37	0	37	37	37
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产和在建工程	3852	4276	4576	4776	4976
销售费用	67	67	80	88	100	无形资产和开发支出	237	230	237	233	236
% 营业收入	1.8%	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	其他非流动资产	0	0	1	1	1
管理费用	510	539	714	800	928	资产总计	6016	7010	5637	5426	5181
% 营业收入	13.5%	12.2%	14.2%	12.9%	11.8%	短期借款	1188	1800	2380	1293	501
财务费用	100	157	147	136	79	应付和预收款项	1075	1091	859	1492	1534
% 营业收入	2.7%	3.5%	2.9%	2.2%	1.0%	长期借款	450	375	375	375	378
资产减值损失	3	13	6	2	1	其他负债	273	622	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	负债合计	3460	4415	3614	3160	2413
投资收益	21	2	1	2	2	股本	853	853	853	853	853
营业利润	7	-150	49	267	560	资本公积	955	955	955	955	955
% 营业收入	0.2%	-3.4%	1.0%	4.3%	7.1%	留存收益	607	617	641	845	1294
营业外收支	96	211	16	20	30	归属母公司股东权益	2412	2423	2449	2653	3102
利润总额	103	61	65	287	590	少数股东权益	144	173	205	245	297
% 营业收入	2.7%	1.4%	1.3%	4.6%	7.5%	股东权益合计	2557	2596	2654	2898	3399
所得税费用	15	21	10	43	88	负债和股东权益合计	6016	7011	6268	6057	5812
净利润	88	39	56	244	501						
归属于母公司所有者的净利润	67	10	24	204	448						
少数股东损益	21	29	31	40	53						
现金流量表						财务指标					
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E		2011	2012E	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	485	506	26	1419	1053	毛利率	18%	14%	20%	21%	21%
取得投资收益收回现金	0	0	1	2	2	三费/销售收入	18%	17%	19%	16%	14%
长期股权投资	0	0	0	0	0	EBIT/销售收入	2%	0%	4%	6%	8%
无形资产投资	-1560	-997	-84	-190	-180	EBITDA/销售收入	16%	15%	18%	18%	18%
固定资产投资	0	0	-50	-100	-100	销售净利率	2%	1%	1%	4%	6%
其他	0	0	216	0	0	ROE	3%	0%	1%	8%	14%
投资活动现金流净额	-1413	-1020	-121	-188	-178	ROA	1%	0%	0%	3%	8%
债券融资	953	624	-723	0	3	ROIC	2%	0%	3%	7%	13%
股权融资	15	0	0	0	0	销售收入增长率	4%	18%	13%	23%	27%
银行贷款增加(减少)	0	0	580	-1087	-788	EBIT 增长率	-74%	-80%	1018%	100%	58%
筹资成本	100	157	147	136	79	EBITDA 增长率	-25%	6%	43%	23%	22%
其他	7	77	3	0	0	净利润增长率	-62%	-55%	41%	339%	106%
筹资活动现金流净额	838	548	-300	-1231	-875	总资产增长率	28%	17%	-20%	-4%	-5%
现金净流量	-91	35	-395	0	0	股东权益增长率	1%	2%	-95%	5384%	-26%
						经营现金净流增长率	17%	4%	-95%	5384%	-26%
						流动比率	0.6	0.6	0.6	0.9	1.3
						速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8
						应收账款周转天数	39.3	35.8	41.0	40.0	40.0

资料来源: Wind, 宏源证券

作者简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA, 2 年半证券分析从业经验, 6 年电子半导体行业从业经验, 2012 年 5 月加盟宏源证券研究所, 曾任职于国金证券。个人代表个股东软载波、德豪润达、天喻信息等。

机构销售团队

李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。