

长电科技 (600584.SH) 集成电路行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邵洁
联系人
(86216)61038220
shaojie@gjzq.com.cn

马鹏清
联系人
(8621)61038324
mapq@gjzq.com.cn

程兵
分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)60230210
chengb@gjzq.com.cn

产业链合作模式开启，中国芯腾飞在即

事件

长电科技今日举行发布会公司拟与中芯国际集成电路制造有限公司（以下简称“中芯国际”）合资建立具有 12 英寸凸块加工（Bumping）及配套测试能力的合资公司。同时，长电科技拟出资 2 亿元人民币，在合资公司附近配套设立先进后段倒装封装测试的全资子公司，与中芯国际一起为国际国内一流的客户提供从芯片制造、中段封装、到后段倒装封装测试的产业链全流程一站式服务。

评论

- **合资公司技术水平向国际先进看齐，进入 12 英寸 28nm 时代：**1) 中芯国际迈入 28nm 节点时代，28nm 将是未来两年内主流订单。除英特尔外，16nm、14nm 制程量产至少还需要 2 年时间，28nm 仍将是未来 2 年内 fabless 的主流订单；受成本影响，中小 fabless 厂商将无缘 20nm 以下制程，在 28nm 制程基础上优化设计是现实之路。2) 长电科技和中芯国际合作建立 12 英寸凸块加工及配套测试合资公司，进入国际先进封装行列。Bumping 和 FC 封装是先进封装技术，主要用在智能终端的通讯芯片上。目前主流技术仍然在 8 寸晶圆，国内 12 寸晶圆封装还未达到完全量产，一旦量产成功将达到国际先进水平。2013 年因为排污被停产的日月光 K7 厂就是 8 寸和 12 寸的 FC 封装和 Bumping 晶圆凸块。
- **晶圆制造龙头和封测龙头合作，形成互补优势，改变集成电路产业业态：**1) 长电科技还出资成立子公司配套合资公司进行后段倒装封装测试，这种一站式服务可以使长电的后段封装技术和中芯国际的品牌客户互相结合。可以更好的布局服务高端客户如博通、TI 等，满足市场需求，其战略意义还在于一改以往行业内各环节分散竞争格局，提升产业优势。2) 晶圆级封装 WLCSP 对于半导体产业业态提出新要求，即制造与封测厂商的融合性增强。WLCSP 封装的优势就在于能将传统封装的产业链中的基板厂、封装厂、测试厂整合为一体，使得芯片从制造、封装到进入流通环节的周期大大缩短，从而提高了生产效率，降低生产成本。因此，晶圆制造与封测合作的模式将成为新的半导体产业新业态。
- **双方合作彰显国家对集成电路行业的信心，中国芯腾飞在即：**两家企业都是行业龙头，两者在行业的领军地位和此次合作的成功都表明了政府对于半导体行业的扶持力度：中芯国际一直是国家重点扶植的晶圆制造企业，长电科技也是本土第一大封测企业。集成电路的国产化已经今后几年半导体行业的发展走向，在龙头企业和国家政策扶持下，我们认为中国芯腾飞在即，集成电路产业链在未来 3-5 年都会有高速增长的机会。相关标的值得关注：大唐电信，同方国芯，上海贝岭，中芯国际，长电科技，晶方科技等。

投资建议

- 预测公司 2013~2015 EPS 分别为 0.021、0.187 和 0.355 元（按发行 2.34 亿股摊薄 2014 年和 2015 年业绩）。考虑到芯片国产化的大背景下，公司在封测行业的龙头地位和拐点型的向上动力，我们继续给予“买入”评级。同时推荐关注集成电路产业链上相关公司：大唐电信，同方国芯，上海贝岭，中芯国际，长电科技，晶方科技，太极实业，通富微电和华天科技。

图表1: 三张报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,616	3,762	4,436	5,020	5,859	6,692
增长率		4.0%	17.9%	13.2%	16.7%	14.2%
主营业务成本	-2,732	-3,089	-3,804	-4,170	-4,717	-5,260
% 销售收入	75.5%	82.1%	85.8%	83.1%	80.5%	78.6%
毛利	885	674	632	850	1,142	1,432
% 销售收入	24.5%	17.9%	14.2%	16.9%	19.5%	21.4%
营业税金及附加	-5	-8	-8	-10	-12	-13
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-69	-67	-67	-75	-88	-94
% 销售收入	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	-466	-510	-539	-617	-674	-742
% 销售收入	12.9%	13.5%	12.2%	12.3%	11.5%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	345	89	18	147	368	583
% 销售收入	9.5%	2.4%	0.4%	2.9%	6.3%	8.7%
财务费用	-90	-100	-157	-150	-130	-104
% 销售收入	2.5%	2.7%	3.5%	3.0%	2.2%	1.6%
资产减值损失	-1	-3	-13	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	0	0	2	3	5
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	1.0%	0.9%
营业利润	254	-14	-152	-7	240	483
营业利润率	7.0%	n.a	n.a	n.a	4.1%	7.2%
营业外收支	18	96	211	45	50	50
税前利润	271	82	58	38	290	533
利润率	7.5%	2.2%	1.3%	0.8%	4.9%	8.0%
所得税	-38	-15	-21	-7	-72	-133
所得税率	14.2%	18.5%	36.5%	17.4%	25.0%	25.0%
净利润	233	67	37	32	217	400
少数股东损益	25	21	29	14	14	14
归属于母公司的净:	208	46	8	17.733	203.278	386.094
净利率	5.7%	1.2%	0.2%	0.4%	3.5%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	233	88	39	32	217	400
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	464	523	640	319	327	352
非经营收益	94	87	140	134	88	61
营运资金变动	-376	-213	-313	-150	-160	-171
经营活动现金净流	415	485	506	334	473	641
资本开支	-677	-1,560	-997	-151	-359	-560
投资	20	30	0	1	0	0
其他	218	138	-2	2	3	5
投资活动现金净流	-439	-1,391	-999	-148	-356	-555
股权募资	597	15	0	0	1,230	0
债权募资	-517	953	624	-141	-1,275	511
其他	-160	-138	-77	-161	-252	-257
筹资活动现金净流	-81	830	548	-301	-297	254
现金净流量	-105	-77	55	-115	-180	340

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	637	628	695	580	400	740
应收款项	457	467	876	728	893	1,103
存货	424	521	591	612	701	771
其他流动资产	45	60	45	68	76	75
流动资产	1,562	1,677	2,207	1,989	2,070	2,689
% 总资产	33.1%	27.9%	31.5%	29.9%	30.4%	34.9%
长期投资	104	82	62	61	60	60
固定资产	2,804	3,852	4,275	4,400	4,507	4,786
% 总资产	59.4%	64.0%	61.0%	66.1%	66.1%	62.2%
无形资产	229	388	447	202	179	160
非流动资产	3,154	4,339	4,803	4,666	4,748	5,007
% 总资产	66.9%	72.1%	68.5%	70.1%	69.6%	65.1%
资产总计	4,717	6,016	7,010	6,654	6,819	7,696
短期借款	390	1,660	2,325	2,382	1,107	1,617
应付款项	818	1,167	1,270	1,341	1,529	1,669
其他流动负债	71	-83	247	38	-17	-49
流动负债	1,279	2,745	3,841	3,761	2,619	3,237
长期贷款	685	450	375	375	375	376
其他长期负债	227	265	198	0	0	0
负债	2,192	3,460	4,415	4,136	2,994	3,613
普通股股东权益	2,395	2,412	2,423	2,332	3,624	3,868
少数股东权益	130	144	173	187	201	215
负债股东权益合计	4,717	6,016	7,010	6,655	6,819	7,696

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.244	0.054	0.010	0.021	0.187	0.355
每股净资产	2.807	2.828	2.840	2.734	3.330	3.555
每股经营现金净流	0.486	0.568	0.593	0.392	0.434	0.589
每股股利	0.100	0.060	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	8.68%	1.91%	0.34%	0.76%	5.61%	9.98%
总资产收益率	4.41%	0.77%	0.12%	0.27%	2.98%	5.02%
投入资本收益率	8.21%	1.55%	0.22%	2.30%	5.20%	7.20%
增长率						
主营业务收入增长率	52.60%	4.04%	17.91%	13.15%	16.73%	14.21%
EBIT增长率	171.99%	-74.27%	-79.68%	715.56%	150.36%	58.44%
净利润增长率	768.40%	-77.84%	-82.14%	115.61%	#####	89.93%
总资产增长率	-0.74%	27.56%	16.52%	-5.07%	2.47%	12.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.8	39.3	36.3	39.1	38.3	37.7
存货周转天数	51.6	55.9	53.4	53.6	54.3	53.5
应付账款周转天数	69.4	70.6	77.3	72.4	73.5	74.9
固定资产周转天数	262.5	310.0	320.2	270.2	238.1	212.8
偿债能力						
净负债/股东权益	17.35%	57.98%	77.22%	86.44%	28.31%	30.70%
EBIT利息保障倍数	3.8	0.9	0.1	1.0	2.8	5.6
资产负债率	46.47%	57.50%	62.98%	62.15%	43.91%	46.95%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-05-09	买入	5.37	8.05~8.05
2	2013-08-23	买入	6.47	N/A
3	2013-11-28	买入	6.95	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

特别声明:

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD