

长电科技 (600584)

强烈推荐

行业：集成电路

中期业绩大幅预增、盈利拐点趋势成立

公司发布业绩预告:预计 2014 年半年度实现归属上市公司股东净利润同比增加 140-160%。

投资要点：

- 上半年归属上市公司净利润 4889-5297 万元 (中值 5093 万元)。今年 Q1 净利润 136 万元, Q2 单季度实现净利润约 5000 万元, 为自 2010 年 Q4 以来 15 个季度的最高值; 主要原因有: 第 2 季度公司中高端集成电路封测增长较快, 其次工厂搬迁的负面影响基本消除。随着产品和客户结构、以及生产基地调整逐步到位, 我们分析公司盈利能力恢复增长。
- 依托 Bumping 和 MIS 基板的全球知识产权、提供 Bumping 到 Flip Chip 的一站式封测服务, 先进封装全球竞争力初步形成。2013 年公司国内排名位居第一, 全球排名第 6 位、是国内唯一进入前 10 的封测企业。Bumping、WLCSP 和 MIS 等高端产品出货量快速增长, 2013 年 WLCSP 出货量 17.43 亿颗、同比增长 25.9%; Bumping 67.4 万片次、同比增长 59.1; MIS 材料出货量近 30 万条、封装出货量近 5 亿颗。
- 与中芯国际合资建立凸块公司, 打造本土 12 吋供应链。与中芯国际一起提供从芯片制造、中段封装、到后段倒装封测的产业链全流程一站式服务, 并配套建设后段倒装 (FC) 工厂。此外, 拟非公开增发募资 12 亿元、投资年产 9.5 亿块 Flip Chip 封装项目, 预计 8 月底完成。
- 公司作为先进封装龙头企业有望获得产业政策重点扶持。国家发布“集成电路产业发展推进纲要”, 涵盖“设计-制造-封测-装备/材料”全产业链, 并“大力推动国内封装测试企业兼并重组, 提高产业集中度”。
- 维持“强烈推荐”评级, 目标价格 12.5 元。预测 14-16 年净利润 2.2 亿、3.8 亿和 6.4 亿元, 每股收益 0.25、0.45 和 0.75 元, 维持“强烈推荐”, 目标价格 12.5 元, 对应 15 年 28 倍 PE。
- 风险提示: 下游需求不及预期、原材料价格波动、竞争加剧、新技术等

主要财务指标

单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5102	7132	9505	12302
收入同比(%)	15%	40%	33%	29%
归属母公司净利润	11	215	384	636
净利润同比(%)	7%	1834%	79%	65%
毛利率(%)	19.8%	21.0%	22.1%	22.8%
ROE(%)	0.5%	8.1%	12.9%	18.2%
每股收益(元)	0.01	0.25	0.45	0.75
P/E	678.07	35.06	19.62	11.85
P/B	3.10	2.84	2.54	2.16
EV/EBITDA	11	8	5	4

资料来源: 中国中投证券研究总部

作者

署名: 李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价: 12.5

当前股价: 8.84

评级调整: 维持

基本资料

总股本(百万股)	853
流通股本(百万股)	853
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	75
成交量(百万股)	34.31
成交额(百万元)	298.99

股价表现



相关报告

《电子行业 2014 年中期投资策略报告-战略性看好集成电路和汽车电子》

2014-06-30

《长电科技 600584-积极打造先进封装全球竞争力、盈利正在恢复增长》

2014-04-17

《集成电路行业专题-我国集成电路行业现状与战略性机遇》2014-02-14

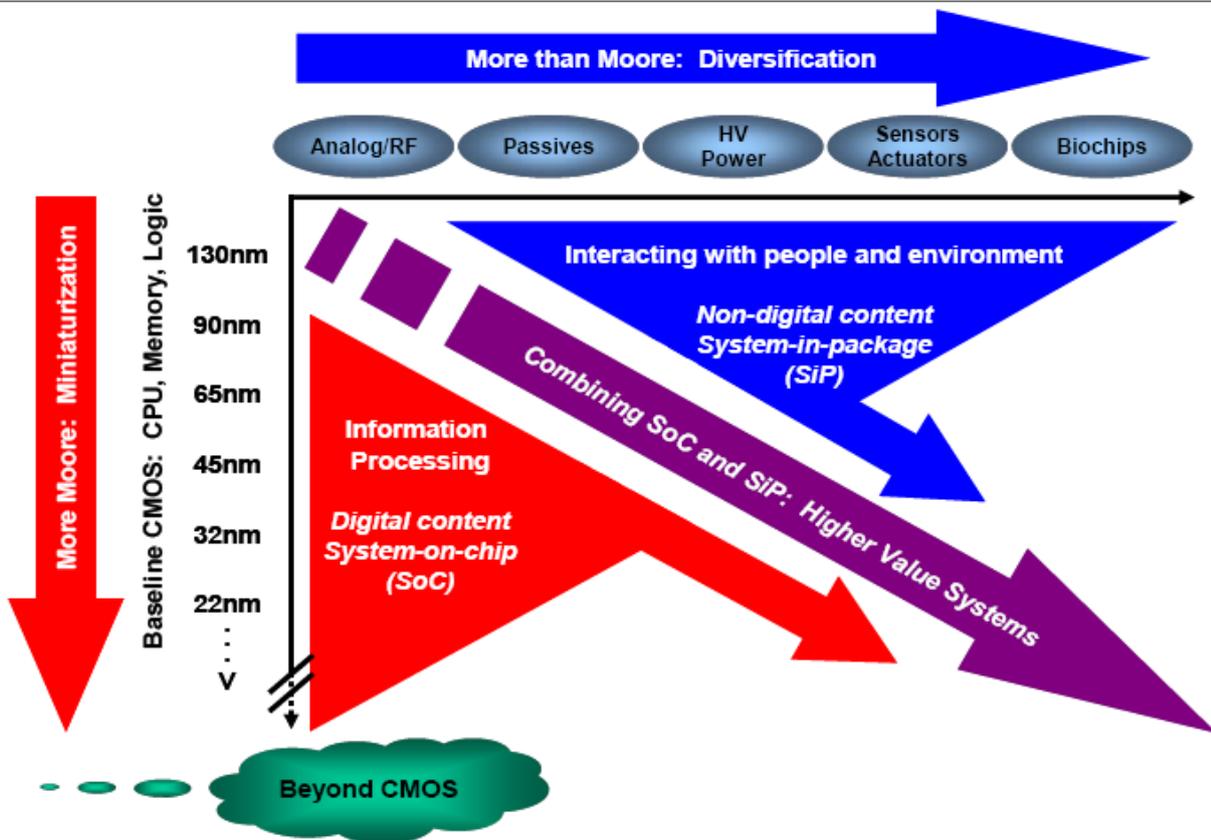
《长电科技 600584-结构调整初见成效、盈利能力逐步恢复》2013-08-22

一、后摩尔定律时代的先进封装 铜柱凸块(Bumping)和倒装(Flip chip) 成为关键技术

一直以来，集成电路技术都遵循着摩尔定律，沿着等比例缩小的技术路线，不断提高密度、降低成本，极大的推动着终端产品的普及。

随着集成电路工艺进入 20 纳米时代，进一步缩小体积越发困难，按照国际半导体技术路线图指引，未来有三个方向可以演进：

图 1 国际半导体技术路线图 (ITRS)



资料来源：ITRS、中国中投证券研究总部

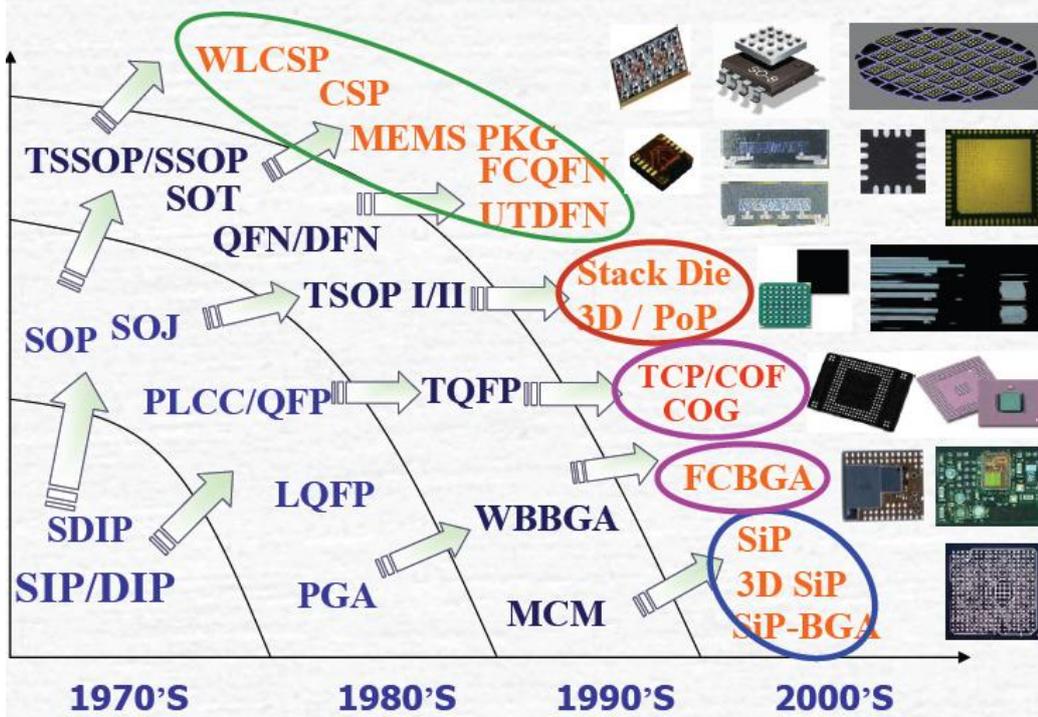
1、延续摩尔定律 (More Moore)：英特尔 2011 年宣布量产 22 纳米 FinFET 芯片、2015 年计划推出 10 纳米制程芯片，并开始对 7 纳米和 5 纳米制程进行研究，这开始逼近 CMOS 器件的物理极限。

2、扩展摩尔定律 (More than Moore)：在后段制程，通过使用先进封装工艺实现集成度提高和体积的缩小，比如晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)、系统级封装(SiP)、硅通孔 (TSV)、微机电系统 (MEMS)、高压功率器件、数模混合/射频芯片等。

3、超越 CMOS (Beyond CMOS)：目前大都还处于研究阶段，并没有进入产业化，比如碳基纳电子、自旋电子器件、量子开关等。

随着集成电路正全面进入 45/40 纳米时代，以及各种先进封装的广泛采用，如目前的主流封装产品 CSP、WLCSP、FCBGA、SiP 等。原有的引线键合 (Wire bonding) 工艺正在迅速被铜柱凸块 (Cu Pillar Bumping) + 倒装 (Flip Chip) 工艺取代。

图 2 先进封装产品市场发展



资料来源：JCAP、中国中投证券研究总部

图 3 引线键合 (左图) 与凸块/倒装 (右图)



资料来源：JCAP、中国中投证券研究总部

二、公司具有全球竞争力：依托 Bumping 封装和 MIS 基板的全球知识产权、为客户提供 Bumping 到 Flip Chip 的一站式封测服务

公司经过多年的技术沉淀与持续研发投入、收购新加坡 APS 公司消化吸收再创新、以及国家 02 专项的支持，目前已经掌握具有自主知识产权、世界先进水平的封装技术。我们分析公司正在从“成本+规模”转向“技术+规模”的良性循环。

长电先进在国内率先建成 12 英寸铜柱凸块和 FC 封装测试一站式服务能力。2013 年，8"~12" Bumping 年产出达 69 万片次，WLCSP 年产出达 18 亿颗，具有多层重布

请务必阅读正文之后的免责条款部分

线能力，三层金属层三层绝缘层达到国际领先水平。TSV/FC 技术成功应用于 WL-LED 产品开发，同时 TSV 成功应用于 CIS 产品开发。

MIS 基板取得重大进展。我们分析 MIS 基板凭借其低成本、高可靠、散热好等优点，必将代替传统的引线框和封装基板的部分市场份额。目前单层板已成功批量生产，规模化进入 TI、Skywoks 等国际一线大客户的供应链，量产客户达到 17 家。2013 年材料出货量近 30 万条、封装出货量近 5 亿颗。

此外，高像素影像传感器规模化量产。其中 500 万像素自动对焦产品已稳定量产，800 万像素自动对焦产品已小批量生产、1300 万双镜头自动焦距产品进入可靠性试样。

表 1 2013 年集成电路行业国内十大封测企业

排名	企业名称	销售额 (亿元)
1	江苏新潮科技集团 (长电科技)	77.2
2	飞思卡尔半导体(中国)有限公司	66.3
3	威讯联合半导体 (北京) 有限公司	56.0
4	英特尔产品 (成都) 有限公司	51.4
5	南通华达微电子集团 (通富微电)	45.4
6	天水华天电子集团 (华天科技)	35.4
7	海太半导体 (无锡) 有限公司	32.6
8	上海松下半导体有限公司	27.7
9	英飞凌科技 (无锡) 有限公司	27
10	三星电子 (苏州) 半导体有限公司	23.9

资料来源：CSIA、中国中投证券研究总部

根据行业协会 2013 年的数据，新潮集团 (长电科技) 在涵盖外资企业的排名中，位居第一；在本土封测企业中，新潮集团及所属的长电科技销售额更是远远领先。

表 2 2013 年全球集成电路封测企业及其市场份额

排名	厂商	2013 年营收 (百万美元)	市场份额
1	ASE (日月光)	4,740	18.9%
2	Amkor (安靠)	2,956	11.8%
3	SPIR (矽品)	2,335	9.3%
4	SATS ChipPAC (星科金朋)	1,599	6.4%
5	Powertech (力成)	1,267	5.1%
6	JCET(长电科技)	850	3.4%
	其他	11,335	45.2%
	合计	25,082	100%

资料来源：Gartner、中国中投证券研究总部

根据 Gartner 数据，2012 年长电科技全球排名第 7 位，市场份额 2.9%；2013 年排名上升到第六名，是国内唯一进入全球前 10 的封测企业。此外，通过这个数据可以看到：面对 250 亿美元 (1500 亿人民币) 规模的全球封测服务市场，长电科技的未来成长空间巨大。

三、与中芯国际合作打造本土产业链、增发扩张倒装（FC）产能

1、拟与中芯国际合资建立 12 英寸凸块加工（Bumping）及配套测试能力的合资公司、并配套建设后段 FC 封装全资子公司：

今年 2 月，公司决定与中芯国际设立合资公司：注册资本拟定 5000 万美元，其中公司出资 2450 万美元，占注册资本的 49%，中芯国际出资 2550 万美元，占注册资本的 51%。

目的是尽快进入国际国内一流客户的供应链，增强公司市场竞争力，推动和发展中国大陆的 12 英寸凸块制造及倒装封装高端业务的发展，打造集成电路制造的本土产业链。

同时，公司拟在与中芯国际的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、到后段倒装封测的产业链全流程一站式服务。全资子公司注册资本拟定为 2 亿元人民币。

2、拟非公开增发募资 12 亿元、投资年产 9.5 亿块 Flip Chip 芯片封装项目：

去年 12 月，公司公布非公开增发预案：发行价格不低于 5.32 元/股，数量合计不超过 234,962,406 股，募集资金净额不超过 12 亿，用于 FC 项目以及补充流动资金。

表 3 非公开增发项目

项目名称	总投资额（万元）	募资拟投资额（万元）
年产 9.5 亿块 FC 项目	84080	84080
补充流动资金	--	35920
合计	--	120000

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

项目建成后将形成年封装 FCBGA 系列、Flip Chip on L/F 系列以及 FCLGA 系列等高端集成电路封装测试产品 9.5 亿块的生产能力。预计新增产品年销售收入 11.67 亿元，新增利润总额 1.28 亿元。

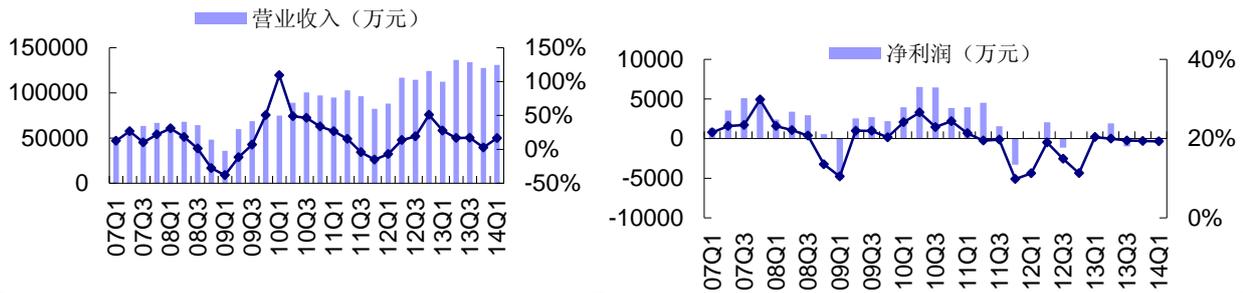
四、公司基本渡过调整期（产品结构+生产基地）、业绩趋势开始向上

通过季度趋势分析可以看到：过去 9 个季度，营业收入整体呈现稳定增长，但营业利润和净利润围绕盈亏平衡出现较大波动。13 年 Q3-Q4，营业收入分别同比增长 17% 和 2.7%，但净利润则再次出现亏损。

我们预计，随着新产品新技术客户的持续导入（产品结构调整），随着搬迁停工、员工培训、老员工安置等带给传统业务部分的扭亏（生产基地调整），2014 年公司整体盈利能力将出现恢复性增长。

2014Q1 公司整体营收 13.09 亿、+16.5%，营业利润 1150 万、+63.5%；其中 Q1 先进封装业务（长电先进等控股子公司）利润增速超过 40%。

图 4 营业收入和盈利能力季度变动趋势



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

按照公司的发展战略，2014 年将继续坚持“全面赶上，局部超越”的方针；以及“适度发展传统封装，重点发展高端封装，加快发展特色封装”的策略：加速形成两条 BUMP/FC 一站式服务的生产线；力争在 2014 年上半年完成消化工厂搬迁的损失，尽早发挥低成本生产基地的作用；年内建设完成圆片级封装新工厂，加快长电先进 12 英寸圆片级封装产品的升级扩能；设立 MIS 新型封装材料专业公司，推动 MIS 的产业化运作；推动高像素摄像模组国内应用市场的开发，尽快做大做强高端摄像头模组板块。

表 4 2013 年公司主要子公司、参股公司营收和净利润情况

公司名称	公司股份	营收 (万元)	净利润 (万元)	影响因素
长电科技 (滁州)	100%	76189	-1059	搬迁期，新员工培训等；4 季度已扭亏
长电科技 (宿迁)	100%	29505	-3352	中大功率管产能利用不足、价格下降
江阴新顺	75%	27647	3859	营收同比+7.3%，净利润同比+5.5%
长电先进	78.08%	91842	8500	营收同比+20.3%，净利润同比+2.8%
江阴新晟	70%	21262	1797	去年同期亏损 1060 万

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2476	2833	3591	4487
现金	869	500	500	500
应收账款	571	1016	1354	1753
其它应收款	9	34	45	58
预付账款	47	85	111	143
存货	628	841	1105	1418
其他	352	357	475	615
非流动资产	5106	5838	6325	6590
长期投资	61	62	62	62
固定资产	4059	5349	5836	6102
无形资产	222	222	222	222
其他	765	205	205	205
资产总计	7583	8670	9916	11077
流动负债	3938	5020	5891	6467
短期借款	2024	3370	3723	3683
应付账款	725	1127	1481	1900
其他	1188	522	687	883
非流动负债	1005	746	746	746
长期借款	746	746	746	746
其他	258	0	0	0
负债合计	4943	5766	6638	7213
少数股东权益	208	253	307	372
股本	853	853	853	853
资本公积	955	955	955	955
留存收益	628	844	1163	1684
归属母公司股东权益	2432	2652	2971	3492
负债和股东权益	7583	8670	9916	11077

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	810	252	1530	1984
净利润	49	260	439	701
折旧摊销	671	751	1013	1235
财务费用	176	247	318	329
投资损失	40	0	0	0
营运资金变动	-142	-801	-259	-304
其它	17	-204	20	23
投资活动现金流	-1145	-1500	-1500	-1500
资本支出	1119	1500	1500	1500
长期投资	-1	0	0	0
其他	-27	0	0	0
筹资活动现金流	397	878	-30	-484
短期借款	225	1346	353	-39
长期借款	371	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-199	-467	-382	-445
现金净增加额	45	-369	0	0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5102	7132	9505	12302
营业成本	4092	5637	7405	9501
营业税金及附加	7	9	12	16
营业费用	83	107	143	185
管理费用	675	856	1141	1476
财务费用	176	247	318	329
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	-40	0	0	0
营业利润	27	276	486	795
营业外收入	60	30	30	30
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	79	306	516	825
所得税	30	46	77	124
净利润	49	260	439	701
少数股东损益	38	45	54	65
归属母公司净利润	11	215	384	636
EBITDA	874	1274	1817	2359
EPS (元)	0.01	0.25	0.45	0.75

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	15.0%	39.8%	33.3%	29.4%
营业利润	-82.2%	930.6	76.0%	63.6%
归属于母公司净利润	6.8%	1834.0	78.7%	65.5%
获利能力				
毛利率	19.8%	21.0%	22.1%	22.8%
净利率	0.2%	3.0%	4.0%	5.2%
ROE	0.5%	8.1%	12.9%	18.2%
ROIC	4.0%	7.9%	10.9%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	65.2%	66.5%	66.9%	65.1%
净负债比率				
流动比率	0.63	0.56	0.61	0.69
速动比率	0.47	0.40	0.42	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.88	1.02	1.17
应收账款周转率	9	8	8	8
应付账款周转率	5.06	6.09	5.68	5.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.25	0.45	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.30	1.79	2.33
每股净资产(最新摊薄)	2.85	3.11	3.48	4.09
估值比率				
P/E	678.07	35.06	19.62	11.85
P/B	3.10	2.84	2.54	2.16
EV/EBITDA	11	8	5	4

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超,电子行业分析师。南京大学硕士研究生,2008 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434