

## 长电科技 (600584.SH) 集成电路行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

马鹏清

分析师 SAC 执业编号: S1130514080002  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 中道凸块合作落地，绑定晶圆厂意在长远

## 事件

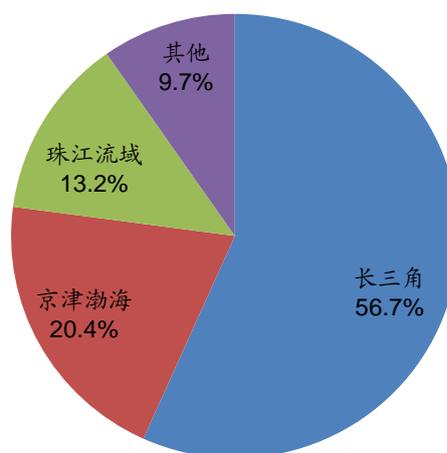
长电科技于 2014 年 8 月 9 日发布公告: 2 月公司与中芯国际签订合作协议, 合资建设 12 英寸凸块加工 (Bumping) 及配套检测能力的合资公司; 经过前期多地考察、沟通以及全方位的商业考量, 双方于 2014 年 8 月 6 日签订了“合营合同修正协议”, 达成如下条款: 1、合营公司注册地址设在开曼群岛, 2、合营双方为中芯开曼和公司全资子公司长电国际 (香港) 贸易投资有限公司。合营公司投资总额为 1.5 亿美元, 注册资本为 5,000 万美元, 中芯开曼占注册资本的 51%, 长电国际占注册资本的 49%。合营公司规划的生产规模为月产能 5 万片, 预计于 2018 年达产。

## 评论

**中道凸块合作事宜终落地，绑定晶圆厂掌握先机:** 我们认为本次合作事宜落地偏向正面, 与晶圆厂合作进程加快。由于光刻制程升级逐步进入瓶颈期, 在半导体材料不发生根本性变革的前提下, 后续封测在半导体中占比将会进一步提升, FC、WLCSP、2.5D/3D 将成为主流, 前序 Bumping 产能成为关键, 可顺势引入下游封测; 而中道将成为晶圆厂与封测厂商共同开发的环节, 公司率先绑定国内最大的晶圆厂, 抢占先机布局未来。

**多地备选方案中确定，落地长三角资源配置更优:** 从原定深圳, 到备选北京, 到最终落地江阴, 我们认为公司综合考虑各方因素, 最优的选择方案; 1) 长三角地区是我国半导体产业最发达的地区, 能够有效的调集人力以及产业资源; 2) 落地江阴临近公司原有产能, 无论是与现有 Bumping 产能调配, 还是在 FC、WLCSP 等后道产能配合上效率更高; 3) 与深圳和北京相比, 政府支持力度或更高。相比之下, 深圳虽有厂房, 但远离晶圆以及封测产能 (中芯国际深圳在建产能为 8”产能, 非 Bumping 直接服务对象), 北京未来也需要重新建设后道产能, 在初期投资效率会有较大的影响;

图表1: 长三角是我国半导体最大的产业聚集地

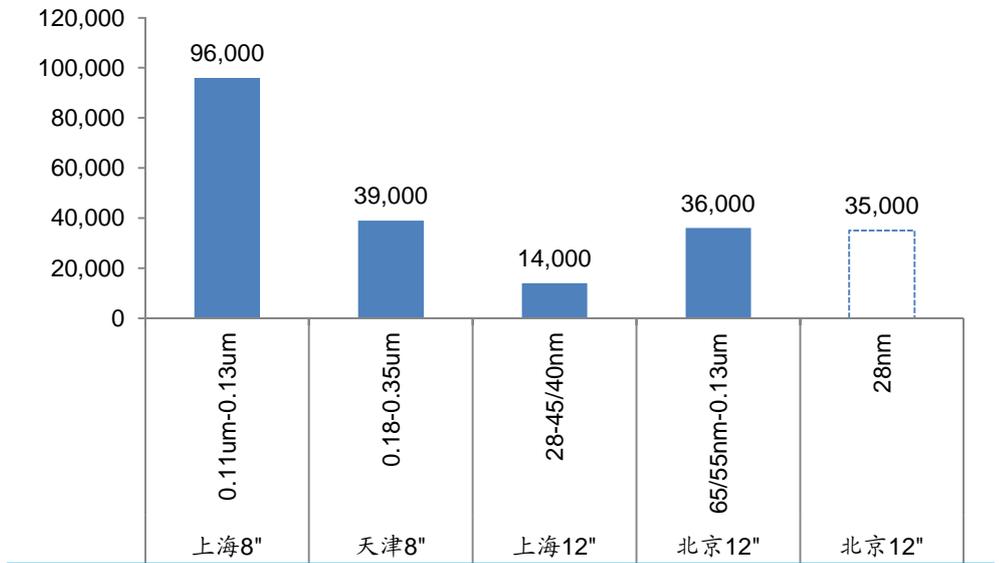


来源: 国金证券研究所

**产能配合中芯国际 28nm 产能释放:** 本次 Bumping 产能计划为 12”凸块 5 万片/月, 与现阶段 8.3 万片/月的 8 英寸产能 (其中 5K/月 12”产能) 相比增加约 26% 的产能, 在产能增加方面相对有限; 本次产能建设基本与中芯国际北京 28nm 晶圆厂产能建设相配合, 根据中芯国际公布产能扩张的计划, 预计 15 年下半年北京 28nm Fab 厂投产, 计

划产能在 3.5 万片左右；根据公司公告 18 年达产，以 3 年达产期推算，16 年开始有产出贡献，具体进度以来后续建设进程，初步估计 16 年可以满足中芯国际北京 28nmFab 厂 50%以上产能需求；

图表2：中芯国际产能情况



来源：国金证券研究所

注：上海 12" 产能中 28nm 仅为 4k 实验性技改产能，北京 12" 产能预计 15 年年底左右投产

**导入封测环节是关键，国产化受益确定：**从 Bumping 的价值来看，并不在于给公司带来直接的收益，而是从供应链管理的角度，借助中道 Bumping 顺势拿到后道 FC、WLCSP、2.5D/3D 等先进封装业务，这是重要战略性目标。对于公司而言，WLCSP 已经充分受益小型化发展趋势，业务快速增长；而高端 FC、2.5D/3D 封装等，随着 IC 设计厂商技术升级以及中芯国际在晶圆代工产业链中地位快速提升，逐步实现国产化产业链。

### 估值与投资建议

看好公司充分享受行业景气回升以及国产化进程红利，公司 Bumping、TSV、WLCSP 等技术的布局有利于长期的发展，年内搬迁减亏以及长电先进的快速增长是业绩主要动力，给予公司 14-16 年 0.262 元、0.413 元、0.690 元，给予 6-12 月目标价 12-14 元，对应 30x15PE，维持“买入”评级，建议适度逐步布局。

半导体行业周期性的特质，使得其讨论历史 PE 的价值不大，对应 PS 的参考性较强，从历史来看，均值 1.6XPS，对应 14 年 100 亿市值，而在行业逐步复苏的过程中，估值有望逐步达到上界区间，2-2.3XPS，对应 14 年 120-140 亿市值。

**图表3: 企业营收情况**

	2013	2014E	2015E	2016E
长电先进: 先进封装				
收入	918.42	1,330.85	1,787.66	2,404.00
YoY	20.3%	44.9%	34.3%	34.5%
毛利率	21.0%	22.0%	22.5%	22.6%
毛利	192.9	292.8	402.2	543.3
本部: 基板封装				
收入	591	720	860	1031
YoY		21.7%	19.4%	19.9%
毛利率	35%	36%	37%	37%
毛利	207.0	259.2	318.0	376.2
本部: 中阶引线框封装				
收入	2048	2211	2416	2639
YoY		8.0%	9.2%	9.3%
毛利率	19%	20%	20%	20%
毛利	389.0	442.2	483.1	527.8
低阶、分立器件				
收入	1330	1381	1431	1483
YoY		3.8%	3.6%	3.6%
毛利率	17%	17%	17%	17%
毛利	219.5	234.8	243.2	252.0
镜头模组				
收入	212.62	425.23	807.94	1454.29
YoY	422.14%	100.00%	90.00%	80.00%
毛利率	17.00%	22.00%	25.00%	30.00%
毛利	36.1	93.6	202.0	436.3
合计				
收入	5,100	6,068	7,301	9,011
YoY		19.0%	20.3%	23.4%
毛利率	20.5%	21.8%	22.6%	23.7%
毛利	1044.46	1322.47	1648.55	2135.61

来源: 国金证券研究所

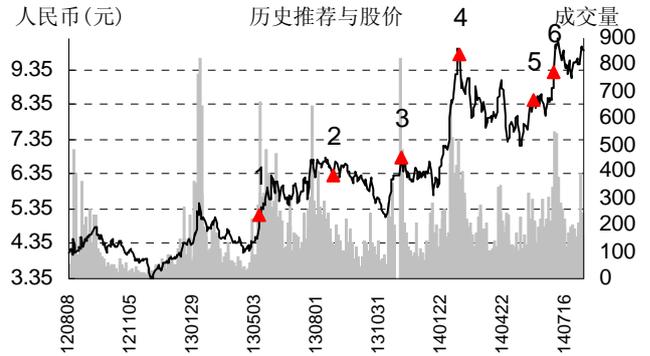
附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	3,762	4,436	5,102	6,068	7,301	9,011	货币资金	628	695	869	960	1,056	1,162
增长率		17.9%	15.0%	18.9%	20.3%	23.4%	应收款项	467	876	932	1,091	1,313	1,621
主营业务成本	-3,089	-3,804	-4,092	-4,745	-5,653	-6,875	存货	521	591	628	715	852	1,036
%销售收入	82.1%	85.8%	80.2%	78.2%	77.4%	76.3%	其他流动资产	60	45	47	57	68	82
毛利	674	632	1,010	1,322	1,649	2,136	流动资产	1,677	2,207	2,476	2,823	3,289	3,901
%销售收入	17.9%	14.2%	19.8%	21.8%	22.6%	23.7%	%总资产	27.9%	31.5%	32.7%	35.7%	40.1%	44.9%
营业税金及附加	-8	-8	-7	-8	-9	-12	长期投资	82	62	61	61	61	61
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	3,852	4,276	4,600	4,785	4,631	4,510
营业费用	-67	-67	-83	-94	-114	-137	%总资产	64.0%	61.0%	60.7%	60.6%	56.4%	51.9%
%销售收入	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	无形资产	388	447	427	214	207	199
管理费用	-510	-539	-675	-787	-956	-1,163	非流动资产	4,340	4,804	5,106	5,079	4,917	4,789
%销售收入	13.5%	12.2%	13.2%	13.0%	13.1%	12.9%	%总资产	72.1%	68.5%	67.3%	64.3%	59.9%	55.1%
息税前利润 (EBIT)	89	18	246	433	569	824	<b>资产总计</b>	<b>6,016</b>	<b>7,010</b>	<b>7,583</b>	<b>7,902</b>	<b>8,206</b>	<b>8,690</b>
%销售收入	2.4%	0.4%	4.8%	7.1%	7.8%	9.1%	短期借款	1,660	2,325	2,216	1,977	1,553	958
财务费用	-100	-157	-176	-158	-133	-97	应付款项	1,167	1,270	1,257	1,531	1,824	2,220
%销售收入	-2.7%	-3.5%	-3.5%	-2.6%	-1.8%	-1.1%	其他流动负债	-83	247	464	451	441	415
资产减值损失	-3	-13	-4	-7	-1	-2	流动负债	2,745	3,841	3,938	3,960	3,818	3,593
公允价值变动收益	0	-1	1	0	0	0	长期贷款	450	375	746	746	746	747
投资收益	0	2	-40	2	2	2	其他长期负债	265	198	258	271	285	299
%税前利润	0.0%	3.6%	n.a	0.6%	0.4%	0.2%	<b>负债</b>	<b>3,460</b>	<b>4,415</b>	<b>4,943</b>	<b>4,977</b>	<b>4,850</b>	<b>4,639</b>
营业利润	-14	-150	27	271	437	727	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,412</b>	<b>2,423</b>	<b>2,432</b>	<b>2,660</b>	<b>3,013</b>	<b>3,601</b>
营业利润率	n.a	n.a	0.5%	4.5%	6.0%	8.1%	少数股东权益	144	173	208	265	343	449
营业外收支	96	211	52	60	70	90	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,016</b>	<b>7,010</b>	<b>7,583</b>	<b>7,902</b>	<b>8,206</b>	<b>8,690</b>
税前利润	82	61	79	331	507	817							
利润率	2.2%	1.4%	1.5%	5.4%	6.9%	9.1%							
所得税	-15	-21	-30	-50	-76	-123							
所得税率	18.5%	35.2%	37.8%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	67	39	49	281	431	695							
少数股东损益	21	29	38	57	79	106							
归属于母公司的净利润	46	10	11	224	352	588							
净利率	1.2%	0.2%	0.2%	3.7%	4.8%	6.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	88	39	49	281	431	695	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	21	29	38	0	0	0	每股收益	0.054	0.012	0.013	0.262	0.413	0.690
非现金支出	523	640	675	641	687	759	每股净资产	2.828	2.840	2.851	3.118	3.531	4.221
非经营收益	87	140	229	115	82	28	每股经营现金净流	0.568	0.593	0.950	1.213	1.304	1.575
营运资金变动	-213	-313	-142	-2	-88	-138	每股股利	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>505</b>	<b>535</b>	<b>848</b>	<b>1,035</b>	<b>1,113</b>	<b>1,343</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-1,560	-997	-1,109	-547	-454	-539	净资产收益率	1.91%	0.43%	0.46%	8.42%	11.69%	16.34%
投资	30	0	0	0	0	0	总资产收益率	0.77%	0.15%	0.15%	2.83%	4.29%	6.77%
其他	138	-2	-35	2	2	2	投入资本收益率	1.55%	0.22%	2.73%	6.51%	8.56%	12.17%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,391</b>	<b>-999</b>	<b>-1,143</b>	<b>-545</b>	<b>-452</b>	<b>-537</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	15	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	4.04%	17.91%	15.01%	18.93%	20.33%	23.41%
债权募资	953	624	598	-226	-411	-580	EBIT增长率	-74.27%	-79.68%	1265%	75.95%	31.53%	44.71%
其他	-138	-77	-219	-173	-154	-120	净利润增长率	-77.84%	-77.40%	6.84%	#####	57.34%	67.05%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>830</b>	<b>548</b>	<b>379</b>	<b>-399</b>	<b>-565</b>	<b>-700</b>	总资产增长率	27.56%	16.52%	8.16%	4.22%	3.84%	5.90%
<b>现金净流量</b>	<b>-56</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>106</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	39.3	36.3	38.1	40.0	40.0	40.0
							存货周转天数	55.9	53.4	54.4	55.0	55.0	55.0
							应付账款周转天数	70.6	77.3	72.1	73.0	73.0	73.0
							固定资产周转天数	310.0	320.2	290.4	243.6	189.7	164.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	57.98%	77.22%	79.31%	60.30%	37.06%	13.42%
							EBIT利息保障倍数	0.9	0.1	1.4	2.7	4.3	8.5
							资产负债率	57.50%	62.98%	65.18%	62.99%	59.10%	53.39%

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	5.17	8.05 ~ 8.05
2	2013-08-23	买入	6.34	N/A
3	2013-11-28	买入	6.85	N/A
4	2014-02-21	买入	9.82	N/A
5	2014-06-05	买入	8.46	10.00 ~ 12.00
6	2014-07-02	买入	9.29	10.00 ~ 12.00

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