

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

收购星科金朋, 再进一步或更佳

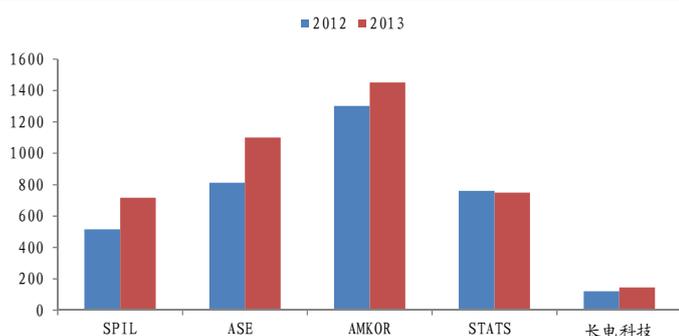
事件

- 长电科技 9 月 4 日发布公告, 尽管公司与星科金朋 (STATSChipPAC) 进行了初步的接触, 但相关沟通较为前期, 预计本公司自公告之日起 3 个月内与星科金朋达成任何具有法律约束力文件的可能性较小。公司 4 日通过上海证券交易所“上证 e 互动”网络平台的“上证 e 访谈”栏目召开投资者说明会, 就星科金朋事项与投资者进行了沟通和交流。于 5 日复牌。

评论

- 星科金朋被大陆产业收购概率较大, 但仍未有定论:** 我们倾向认为星科金朋被大陆收购的概率较大, 尽管存在一定的经营风险, 但获得足够的先进封装产能, 以及客户资源对于起飞初期的大陆封测企业而言, 具有很强的吸引力; 而台湾等地的封测企业, 整合星科金朋的效应相对有限, 技术相当, 客户质量接近, 整合发生量提升概率较大, 但质的飞跃难度较高; 对于领头羊日月光而言, 更多是狙击潜在竞争对手的想法, 非安靠、矽品收购都不会造成直接的威胁; 加之不同市场下融资能力存在一定的差距, 因此我们倾向认为可以被大陆企业收购, 但存在很大的不确定性;
- 对于大陆企业而言, 先进封装是各公司竭力扩张的部分, 2013 年星科金朋先进封装收入达到 7.49 亿美元, 收入占比接近 50%; 而大陆企业中先进封装收入占比最高的长电科技为 1.46 亿美元, 尚不足星科金朋的 1/5, 一旦实现收购将快速提升大陆企业封测的规模与竞争力;

图表1: 全球主要企业先进封装收入



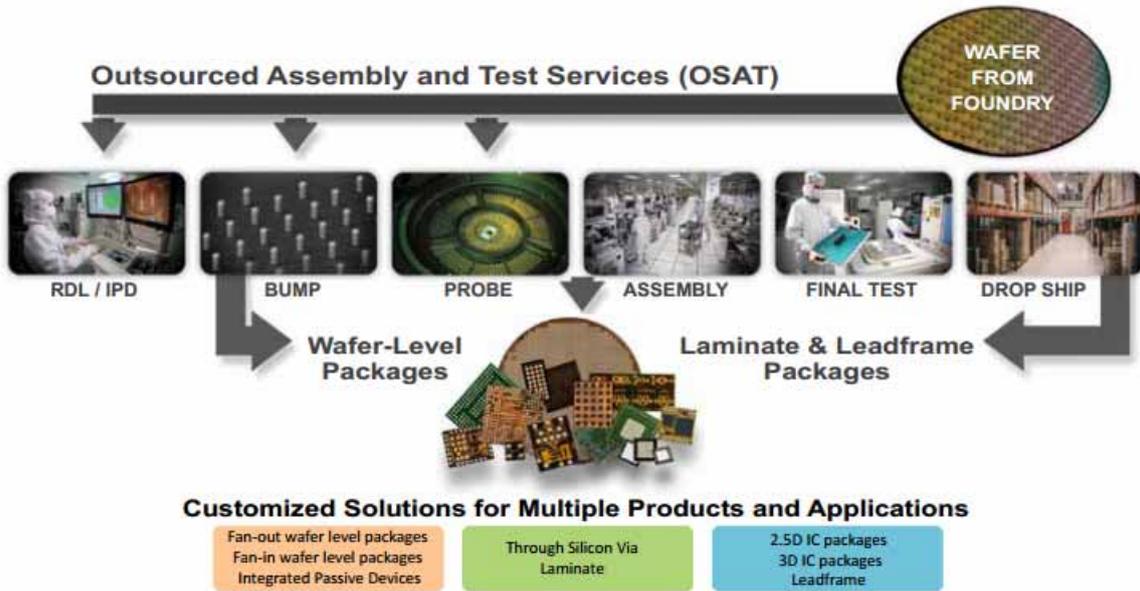
来源: 国金证券研究所

图表2: 全球主要封测企业排名

排名	公司	13营收	占有率	%长电
1	日月光	47.4	18.9	5.58
2	安靠	29.56	11.8	3.48
3	矽品	23.35	9.3	2.75
4	星科金朋	15.99	6.4	1.88
5	力成	12.67	5.1	1.49
6	长电科技	8.5	3.4	1.00

- 从国内企业的对比来看, 长电科技在技术上的领先优势, 使得其在对待星科金朋收购事件上需要做出更大的努力, 也会更加积极。这是一个行业领导者通常需要考虑的因素, 相信日月光也会为了保持行业领先地位进行经济性之外的考量, 特别是 RDL、Bumping、TSV 目前依然还是国内大部分封测厂商瓶颈。

图表3: STATSChipPAC 服务内容



来源: 国金证券研究所

- 收购不确定性分为三个方面，其一是收购方并不确定，前面我们已经做出了简要的分析，其二则是收购本身不确定性极高，星科金朋在大陆、新加坡、台湾、韩国都有厂房，牵扯多地法律条款，不确定性进一步提升；第三则是整合经营存在不确定性，亏损压力对于比星科金朋规模更小的收购者而言更为显著。

图表4: STATSChipPAC 生产基地布局情况



来源: 国金证券研究所, STATSChipPAC 年报

- **国产化趋势几乎不可逆转，半导体迎来腾飞：**无论是冷战思维，还是为了国家产业安全，半导体国产化都将是必然的趋势；国家将建立 1200 亿的投资资金，加上地方配套以及社会资本，有望形成万亿规模的投资，这对于改善我国芯片国产化水平效果非常明显；与以往广洒水的资金扶持有所不同，本次扶持项目以初步实现产业化为考核标准，且成熟的企业、技术的引入将更为常见；在产业链方面，除去国家类反垄断的政策，利好产业化之外，还将促成股权为基础的产业链联盟，从终端需求拉动半导体产业链的发展。

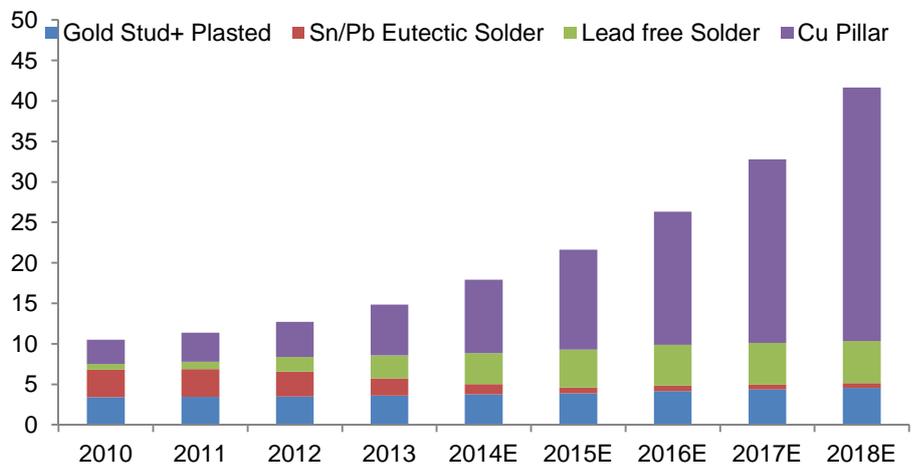
图表5: 海思与展讯国内产业链转移带来的影响

单位: 百万美元	2013	2014	2015
海思	2100	3150	4725
展讯+瑞迪科	1430	1859	2416.7
封测比例	30%		
国产比例	5%	20%	40%
带来中高端需求	52.95	300.54	857.004
对三家企业影响合	3.5%	20.0%	57.0%
封测比例	25%		
国产比例	5%	20%	40%
带来中高端需求	44.125	250.45	714.17
对三家企业影响合	2.9%	16.7%	47.5%
单位: 百万人民币			
长电科技	5,102.06		
华天科技	2,447.16		
通富微电	1,767.32		

来源: 国金证券研究所

- **先进封装依然是最大的看点:** 我们认为未来封测企业在半导体中的份额提升, 先进封装将成为增长的主要动力之一, 而技术升级使得国内封测企业对于先进封装产能的布局竞争展开压力更为明显。长电科技目前已经具备了一定的优势, 在技术升级初期, 国产化进程中率先受益是大概率事件;
- 具体而言, 未来先进封装将集中加大凸块的需求, 其中以铜柱凸块为主要方向; 公司在 Bumping 方面的布局最早, 也最为成熟, 且 WLCSP 在 IC 上的应用已经得到海外客户的认可, 较为成熟, 并与中芯国际形成合作联盟, 共同建设 12 英寸的 Bumping 产能; 另外公司在 FC 等方面的布局也领先华天, 在国产 IC 厂商纷纷进入 28nm 制程的情况下, 公司将成为承接产能转移的首选合作对象;

图表6: 凸块封装未来的发展趋势



来源: 国金证券研究所, Yole

投资建议

- 我们依然将公司作为芯片国产化进程中率先受益的标的, 公司在先进封装方面的布局有利于长期的发展; 年内搬迁减亏以及长电先进业务的快速增长将是业绩增长的长期动力; 维持公司 14-16 年 0.262 元、0.413 元、0.690 元 (增发或有摊薄 0.23 元、0.36 元、0.52 元), 加之短期内公司增发、半导体扶持细则以及星科金朋出售等事件性催化, 给予 6-12 月目标价 12-14 元, 对应 30x15PE, 维持“买入”评级。

- 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7: 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

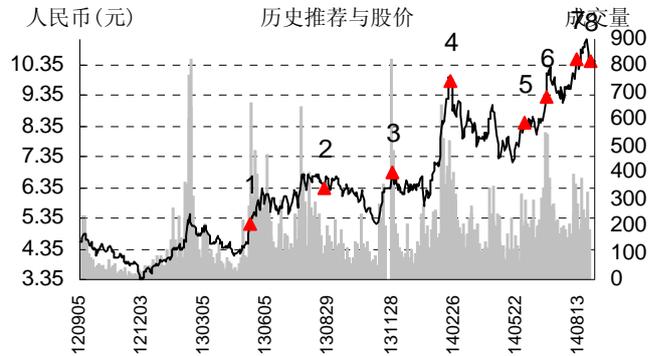
附录：三张报表预测摘要

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	7,304	9,015	货币资金	628	695	869	200	250	300
增长率		17.9%	15.0%	18.9%	20.4%	23.4%	应收款项	467	876	932	1,091	1,314	1,621
主营业务成本	-3,089	-3,804	-4,092	-4,726	-5,614	-6,892	存货	521	591	628	712	846	1,039
%销售收入	82.1%	85.8%	80.2%	77.9%	76.9%	76.5%	其他流动资产	60	45	47	59	69	85
毛利	674	632	1,010	1,342	1,690	2,123	流动资产	1,677	2,207	2,476	2,062	2,479	3,045
%销售收入	17.9%	14.2%	19.8%	22.1%	23.1%	23.5%	%总资产	27.9%	31.5%	32.7%	28.8%	31.9%	37.3%
营业税金及附加	-8	-8	-7	-8	-9	-12	长期投资	82	62	61	62	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	4,825	5,020	4,853
营业费用	-67	-67	-83	-94	-114	-137	%总资产	64.0%	61.0%	60.7%	67.3%	64.6%	59.5%
%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	-747	-895	-1,075	非流动资产	4,340	4,804	5,106	5,102	5,289	5,115
%销售收入	13.5%	12.2%	13.2%	12.3%	12.3%	11.9%	%总资产	72.1%	68.5%	67.3%	71.2%	68.1%	62.7%
息税前利润 (EBIT)	89	18	246	493	671	899	资产总计	6,016	7,010	7,583	7,164	7,768	8,160
%销售收入	2.4%	0.4%	4.8%	8.1%	9.2%	10.0%	短期借款	1,660	2,325	2,216	923	894	256
财务费用	-100	-157	-176	-137	-107	-84	应付款项	1,167	1,270	1,257	1,524	1,812	2,225
%销售收入	-2.7%	-3.5%	-3.5%	-2.3%	-1.5%	-0.9%	其他流动负债	-83	247	464	-209	-253	-313
资产减值损失	-3	-13	-4	-7	-1	-2	流动负债	2,745	3,841	3,938	2,238	2,454	2,168
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	0	0	0	0	0	其他长期负债	265	198	258	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,460	4,415	4,943	2,985	3,200	2,916
营业利润	-14	-152	66	349	563	813	普通股股东权益	2,412	2,423	2,432	3,915	4,225	4,796
营业利润率	n.a	n.a	1.3%	5.8%	7.7%	9.0%	少数股东权益	144	173	208	264	343	448
营业外收支	96	211	52	60	70	90	负债股东权益合计	6,016	7,010	7,583	7,164	7,768	8,160
税前利润	82	58	118	409	633	903	比率分析						
利润率	2.2%	1.3%	2.3%	6.7%	8.7%	10.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-15	-21	-30	-103	-159	-227	每股指标						
所得税率	18.5%	36.5%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	每股收益	0.054	0.010	0.059	0.229	0.364	0.524
净利润	67	37	88	306	474	676	每股净资产	2.828	2.840	2.851	3.598	3.883	4.407
少数股东损益	21	29	38	57	78	106	每股经营现金净流	0.568	0.593	0.950	0.355	0.994	1.185
归属于母公司的净利润	46	8	51	249	396	570	每股股利	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.2%	0.2%	1.0%	4.1%	5.4%	6.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.91%	0.34%	2.09%	6.37%	9.36%	11.89%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	0.77%	0.12%	0.67%	3.48%	5.09%	6.99%
净利润	88	39	49	306	474	676	投入资本收益率	1.55%	0.22%	3.29%	6.31%	8.09%	10.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	523	640	675	640	691	779	主营业务收入增长率	4.04%	17.91%	15.01%	18.93%	20.37%	23.43%
非经营收益	87	140	229	107	41	0	EBIT增长率	-74.27%	-79.68%	1265%	100.39%	36.09%	33.94%
营运资金变动	-213	-313	-142	-667	-124	-164	净利润增长率	-77.84%	-82.14%	516.89%	391.24%	58.73%	44.19%
经营活动现金净流	485	506	810	386	1,081	1,290	总资产增长率	27.56%	16.52%	8.16%	-5.52%	8.43%	5.04%
资本开支	-1,560	-997	-1,109	-587	-806	-513	资产管理能力						
投资	30	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	39.3	36.3	38.1	40.0	40.0	40.0
其他	138	-2	-35	0	0	0	存货周转天数	55.9	53.4	54.4	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-1,391	-999	-1,143	-588	-806	-513	应付账款周转天数	70.6	77.3	72.1	73.0	73.0	73.0
股权募资	15	0	0	1,230	-86	0	固定资产周转天数	310.0	320.2	290.4	242.0	194.0	175.2
债权募资	953	624	598	-1,552	-28	-637	偿债能力						
其他	-138	-77	-219	-144	-111	-90	净负债/股东权益	57.98%	77.22%	79.31%	35.15%	30.45%	13.41%
筹资活动现金净流	830	548	379	-467	-225	-727	EBIT利息保障倍数	0.9	0.1	1.4	3.6	6.3	10.7
现金净流量	-77	55	46	-669	50	50	资产负债率	57.50%	62.98%	65.18%	41.66%	41.20%	35.73%

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
7	2014-08-11	买入	10.53	12.00 ~ 14.00
8	2014-08-28	买入	10.46	12.00 ~ 14.00

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