

长电科技 (600584)

强烈推荐

半导体

## 中芯联手长电，打造半导体中后道世界巨头

### 事件：

公司发布 2015 年年报，2015 年公司实现营业收入 108.07 亿元，同比增长 68.12%；实现归属母公司净利润 0.52 亿元，同比减少 66.81%；每 10 股派发现金红利人民币 0.1 元。公司发布 2016 年一季度报，2016 年 Q1 净利润为 0.28 亿元，同比减少 45.94%。公司大陆部分 15 年 1-12 月营收 76 亿元，归母净利润为 3.06 亿元，同比增长 95%，16 年 Q1 归母净利润为 1.81 亿元，同比增长 248%。

公司发布发行股份购买资产并募集配套资金的预案，拟以 15.36 元/股发行不超过 1.30 亿股购买产业基金持有的长电新科 29.41%股权和长电新朋 22.73%股权，合计作价 19.91 亿元；拟以 15.36 元/股发行不超过 0.43 亿股购买芯电半导体持有的长电新科 19.61%股权，合计作价 6.64 亿元。公司拟以 17.62 元/股向芯电半导体非公开发行股份不超过 1.51 亿股，募集配套资金总额不超过 26.55 亿元。假设交易完成，芯电半导体持有上市公司 14.26%的股权，成为上市公司第一大股东；新潮集团将持有上市公司 14.00%的股权，产业基金持有上市公司 9.53%的股权；芯电半导体、新潮集团、产业基金三个主要股东将各提名 2 名非独立董事，公司实际控制人将变更为无实际控制人状态。

### 中投电子观点：

公司年报中盈利下滑的原因是收购星科金朋所致，公司原有业务经营状态良好、利润稳定增长；预计 16 年 H2 伴随星科金朋盈利能力持续改善，并有望实现扭亏为盈，公司整体业绩将开始实现高速增长。假设本次非公开发行预案能成功实施，中芯国际将成为上市公司第一大股东，中芯国际 28nm 高端产线+长电科技中后道高端封测技术实力将会更好发挥，有望构建类似“台积电+日月光”的国际产业联盟。

中芯国际是大陆唯一位居全球前列的制造代工企业，中芯国际和国家大基金对长电科技的多次投入，体现出长电科技在国家封测长远布局中的先决位置。我们认为，本土设计/制造/封测的龙头格局已初现，“展讯/海思+中芯国际+长电科技”构建的“产业联盟”，预计将肩负起本土半导体崛起的历史使命，大幅拉开与后进者的距离，极具发展空间。预计未来 3~5 年，公司将持续发展壮大，不排除未来比肩日月光、成为全球第 1 大封测厂的可能。

### 投资要点：

◇ 原长电科技业务经营情况良好、利润稳定增长。全资子公司长电先进 15 年实现营收 19.1 亿元，同比增加 33.29%；净利润 2.1 亿元，同比增加

### 作者

署名：孙远峰

S0960516020001

010-63222585

sunyuanfeng@china-invs.cn

参与人：张磊

S0960116030023

010-63222985

zhanglei6@china-invs.cn

参与人：耿琛

S0960115100022

0755-82026571

gengchen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 31.5

当前股价： 22.02

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	1,036
流通股本(百万股)	985
总市值(亿元)	228
流通市值(亿元)	217
成交量(百万股)	56.95
成交额(百万元)	1,306.50

### 股价表现



### 相关报告

**19.99%**；预计长电科技宿迁厂 16 年 Q1 开始将实现盈利。公司 15 年年报中合并星科金朋 2015 年 8-12 月的财务数据，合计营收 108 亿元（其中合并星科金朋 8-12 月营收计 32 亿元），同比增长 68.12%；归母净利润 0.52 亿元（其中合并星科金朋经营性亏损 1.31 亿元，分担收购费用和利息计 0.6 亿元），同比下降 66.81%。**我们认为，公司年报和 Q1 季报盈利下降原因均是合并亏损状态的星科金朋所致，原长电科技业务仍保持较好的发展势头；预计 16 年 H2 伴随星科金朋盈利能力持续改善，并有望实现扭亏为盈，公司整体业绩将开始实现高速增长。**

- ◇ **公司合并星科金朋，战略格局意义重大。规模方面**，长电科技收购星科金朋后企业规模扩大，行业排名从第六跃升为第四，全球市场占有率从 3.9% 提升到 10%；**客户资源方面**，长电具有海思、展讯等优质国内客户资源，星科金朋欧美客户占比达到年营业收入 79%，合并后业务将覆盖国内外全部高端客户；**封测技术方面**，公司先进的封装产线+星科金朋全球领先的高端封装技术，能够为国际顶级客户和高端客户提供下世代领先的封装服务；**产品布局方面**，收购星科金朋后，产能覆盖了高中低各种集成电路封测范围，涉足各类半导体产品终端市场应用领域，布局更加合理。**高端封测系统集成技术（SiP）产业化进程加快，预计有望下半年实现盈利。我们认为，收购后的业务整合必将进一步体现明显的协同效应，为公司长久发展提供广阔空间。**
- ◇ **假设交易完成，中芯国际再次战略注资成为长电科技第一大股东，本土半导体产业联盟初显。**中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国内地规模最大、技术最先进的集成电路晶圆代工企业；公司 03 年开始布局中道工序，与中芯国际高世代产线已形成前道、中道和后道工序配套；在高端集成电路的工艺尺寸向 28nm 以下逐步普及的过程中，封测环节与制造环节通过中道工序的融合，代表未来高端半导体代工的发展方向，极具盈利能力。假设交易方案能够完成，星科金朋将成为上市公司全资子公司，有利于促进公司对星科金朋的进一步整合，同时借助星科金朋的品牌效应，公司有望加速国际化进程、提升国际市场影响力。**我们认为，假设本方案成功实施，有望打造国内最大、世界一流的集成电路制造产业链，我国 IC 制造产业整体水平和国际竞争力将显著提升。**
- ◇ **给予“强烈推荐”评级。**考虑发行股份购买资产并募集配套资金预案，进行全面摊薄预估（总股本 13.59 亿股），16-18 年净利润预计 2.83/8.54/11.4 亿元，EPS 0.21/0.63/0.84 元，同比增速 443%/202%/33%。给予 17 年 50 倍 PE，第一目标价 31.5 元，强烈推荐。
- ◇ **风险提示：**半导体行业增长趋缓、价格竞争日趋激烈的风险；公司对星科金朋整合不及预期、业绩扭亏转盈短期未实现的风险。

## 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10807	19104	25989	32022
收入同比(%)	68%	77%	36%	23%
归属母公司净利润	52	283	854	1138
净利润同比(%)	-67%	443%	202%	33%
毛利率(%)	17.8%	17.8%	19.0%	19.0%
ROE(%)	1.2%	2.9%	8.0%	9.9%
每股收益(元)	0.04	0.21	0.63	0.84
P/E	575.70	105.93	35.07	26.31
P/B	6.95	3.03	2.81	2.59
EV/EBITDA	17	13	11	10

资料来源：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	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	6809	8788	11524	14285
现金	2579	6384	8918	11564
应收账款	1839	795	876	952
其它应收款	336	117	133	145
预付账款	165	94	99	104
存货	1294	765	814	859
其他	596	633	683	661
<b>非流动资产</b>	18749	14200	12501	10802
长期投资	267	235	276	306
固定资产	13305	11460	9614	7768
无形资产	619	748	899	1069
其他	4558	1757	1712	1660
<b>资产总计</b>	25559	22987	24025	25086
<b>流动负债</b>	10312	7394	7673	7903
短期借款	3331	3331	3331	3331
应付账款	2503	1427	1510	1573
其他	4478	2636	2832	2999
<b>非流动负债</b>	8558	3364	3401	3415
长期借款	2925	2925	2925	2925
其他	5633	438	476	489
<b>负债合计</b>	18869	10758	11073	11317
少数股东权益	2381	2337	2284	2222
股本	1036	1359	1359	1359
资本公积	2408	7394	7394	7394
留存收益	814	1147	1932	2822
归属母公司股东权益	4308	9892	10668	11547
<b>负债和股东权益</b>	25559	22987	24025	25086

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1746	1284	3138	3369
净利润	-158	239	800	1076
折旧摊销	1531	1877	1880	1879
财务费用	591	426	340	270
投资损失	-10	1	-3	-3
营运资金变动	-230	-849	101	149
其它	22	-411	19	-2
<b>投资活动现金流</b>	-6211	2431	-223	-229
资本支出	2364	0	0	0
长期投资	7	-131	42	29
其他	-3840	2300	-181	-199
<b>筹资活动现金流</b>	4146	90	-380	-495
短期借款	1125	0	0	0
长期借款	2286	0	0	0
普通股增加	51	324	0	0
资本公积增加	396	4986	0	0
其他	287	-5220	-380	-495
<b>现金净增加额</b>	-236	3805	2534	2645

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	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	10807	19104	25989	32022
营业成本	8880	15703	21054	25938
营业税金及附加	14	26	34	42
营业费用	150	281	377	471
管理费用	1309	2397	3249	4096
财务费用	591	426	340	270
资产减值损失	31	26	27	27
公允价值变动收益	-16	-8	-10	-10
投资净收益	10	-1	3	3
<b>营业利润</b>	-173	236	902	1171
营业外收入	80	65	67	69
营业外支出	29	18	20	21
<b>利润总额</b>	-122	283	948	1218
所得税	36	44	148	142
<b>净利润</b>	-158	239	800	1076
少数股东损益	-210	-43	-53	-62
<b>归属母公司净利润</b>	52	283	854	1138
EBITDA	1949	2539	3121	3320
EPS (元)	0.05	0.21	0.63	0.84

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	68.1%	76.8%	36.0%	23.2%
营业利润	-179.1	36.1%	282.3%	29.9%
归属于母公司净利润	-66.8%	443.5%	202.1%	33.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.8%	17.8%	19.0%	19.0%
净利率	0.5%	1.5%	3.3%	3.6%
ROE	1.2%	2.9%	8.0%	9.9%
ROIC	3.3%	4.4%	9.5%	14.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.8%	46.8%	46.1%	45.1%
净负债比率	37.81%	63.53%	61.88%	60.71%
流动比率	0.66	1.19	1.50	1.81
速动比率	0.53	1.08	1.40	1.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.79	1.11	1.30
应收账款周转率	8	14	30	33
应付账款周转率	5.00	7.99	14.34	16.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.21	0.63	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	0.94	2.31	2.48
每股净资产(最新摊薄)	3.17	7.28	7.85	8.49
<b>估值比率</b>				
P/E	575.70	105.93	35.07	26.31
P/B	6.95	3.03	2.81	2.59
EV/EBITDA	17	13	11	10

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 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

**孙远峰**，电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近 3 年电子实业工作经验，2013~2015 年新财富团队核心成员

**张雷**，电子行业分析师，西北工业大学材料物理学学士，北京大学集成电路设计与工程系硕士，近 3 年军工研究所工作经验

**张磊**，电子行业分析师，北京大学理学学士、工学硕士，近 3 年商业银行总行科技管理工作经验

**耿琛**，电子行业分析师，哈尔滨工业大学工学/金融学士，美国新墨西哥大学计算机硕士，新加坡国立大学计算机学院助理研究员

## 免责声明

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：( 021 ) 62171434