

长电科技 (600584)

强烈推荐

半导体

SiP 规模化量产，星科金朋显著扭亏

事件：

公司发布 2016 年三季报，公司 1-9 月实现营业收入 13,282,950,673.51 元，比上年同期增长 102.76%；归母净利润 59,713,632.26 元，比上年同期下降 61.17%。前三季度原长电归属于上市公司股东净利润为 3.68 亿人民币；第三季度星科金朋环比减亏 50%以上；韩国子公司 (JSCK) 第三季度开始规模化量产，其第三季度实现营业收入 1.95 亿美元。

中投电子观点：

SiP (系统级封装) 是通过多块芯片的堆叠，将电子系统的整体或大部分整合到一个功能器件中；SiP 相对于传统封装极大提高了芯片集成度，非常符合芯片小型化、高集成度的产业发展大趋势；**我们认为，SiP 封装技术有望成超越摩尔的主流技术之一，未来具备巨大发展潜力。**公司大手笔收购星科金朋后，获得全球最为领先的 SiP 封装技术，并通过近一年的精心培育终结硕果；公司 SiP 项目三季度实现规模化量产并盈利，未来有望带来更大规模的量产营收和业绩贡献；**我们认为，公司 SiP 封装技术的量产对于我国半导体行业具有划时代意义，标志着我国半导体封装产业已步入世界封装业最前沿。**星科金朋环比大幅减亏，说明公司通过前期多措并举使星科金朋减亏成效显著，**我们预计星科金朋整体业务四季度有望持续向好，SiP 业务四季度有望持续贡献较好业绩。**

投资要点：

- ◇ **SiP (系统级封装) 和 SoC (系统级芯片) 是芯片行业并行发展的两大主流技术方向；**SoC 是将多颗芯片集成和融合到一颗芯片上，SiP 是将多颗芯片封装成一个功能器件中；SiP 的优势是能够将模拟 IC、数字 IC、无源器件等异构单位封装在一起，在最大限度实现芯片小型化并提高系统整体性能的同时，大幅降低系统整体功耗，特别适合在智能手机、可穿戴和移动设备上使用，代表着半导体封装行业的技术最前沿。**我们预计，SiP 技术有望成为芯片在后摩尔时代持续提高集成度的主要解决方案之一，市场规模有望呈现快速扩张趋势，发展空间巨大。**
- ◇ **公司收购星科金朋是高瞻远瞩之举，格局高度与战略意义重大。**公司收购星科金朋后，将 SiP 科研与产业化作为公司发展重点之一，通过厚积薄发的不懈努力，历时近一载终结硕果；三季度公司 SiP 项目实现规模化量产，营业收入达 1.95 亿美元并实现盈利；**我们认为，公司已成为全球屈指可数的能够服务世界顶尖消费电子厂商、并能够实现 SiP 产品规模化量产的一流半导体封装企业，对于我国半导体产业具有划时代意义。我们预计，公司的 SiP 业务短期将持续向好，长期符合产业发展趋势、具备巨大潜力。**

作者

署名：孙远峰

S0960516020001

010-63222585

sunyuanfeng@china-invs.cn

参与人：张雷

S0960116060029

021-52340810

zhanglei5@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： 25.2

当前股价： 19.36

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)	201
流通市值(亿元)	191
成交量(百万股)	8.34
成交额(百万元)	161.49

股价表现



相关报告

《中芯联手长电，打造半导体中后道世界巨头》2016-05-02

《厚积薄发，深度整合协同效应展现》
2016-08-24

- ◇ 除 SiP 以外，星科金朋的 Fan out (EWL B) 等先进封装技术也具备行业领先水准；公司通过如导入客户扩充产能、积极降低财务杠杆等多方位的战略举措，已经实现显著扭亏；相对于二季度，除韩国子公司 JSCK 外的原星科金朋部分已经实现环比减亏 50% 以上，不排除四季度有更好表现的可能。**我们认为，星科金朋凭借全球领先的封装技术，在行业内具有领先地位和诸多优质客户，预计不排除短期内实现全面扭亏的可能。**
- ◇ 公司发行股份购买资产并募集配套资金相关事项正在审查中，假设该方案能够获得通过并完成交易，中芯国际将成为长电科技第一大股东，并实现本土半导体制造巨头和封装巨头的强强联手，具有重大战略格局意义。在高端集成电路工艺尺寸向 28nm 以下普及的背景下，封测与制造环节通过中道工序融合是行业大势所趋，代表着未来高端半导体发展方向。**我们认为，公司未来与产业链上游形成战略合作伙伴关系是大势所趋，为客户提供中、后段一站式服务，更有能够形成更强的产业合力，对本土产业链上下游企业均有利。**
- ◇ **给予“强烈推荐”评级。**假设非公开发行股份方案能够持续进行并最终完成，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 40 倍 PE，第一目标价 25.2 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	506.16	93.14	30.83	23.13
P/B	6.11	2.66	2.47	2.28
EV/EBITDA	16	12	10	9

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	25559	22987	24025	25086
流动负债	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
非流动负债	8558	3364	3401	3415
长期借款	2925	2925	2925	2925
其他	5633	438	476	489
负债合计	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
负债和股东权益	25559	22987	24025	25086

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	-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
营业收入	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
营业利润	-173	236	902	1171
营业外收入	80	65	67	69
营业外支出	29	18	20	21
利润总额	-122	283	948	1218
所得税	36	44	148	142
净利润	-158	239	800	1076
少数股东损益	-210	-43	-53	-62
归属母公司净利润	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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	506.16	93.14	30.83	23.13
P/B	6.11	2.66	2.47	2.28
EV/EBITDA	16	12	10	9

相关报告

报告日期	报告标题
2016-05-02	《中芯联手长电，打造半导体中后道世界巨头》
2016-08-24	《厚积薄发，深度整合协同效应展现》

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 年实业工作经验

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历

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

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