

2017年08月28日

# 长电科技 (600584.SH)

## 动态分析

### 中期业绩改善持续，整合推进未来成长潜力

#### 投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 103.2 亿元，同比上升 37.4%，毛利率 10.0%，同比下降 1.4 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 8,899 万元，同比上升 730.7%，每股收益 0.07 元，同比上升 600.0%。第二季度单季度实现销售收入 53.0 亿元，同比上升 32.3%，归属上市公司股东净利润 5,069 万元，同比实现扭亏。

#### ◆ 点评：

➢ **原长电科技增长显著，星科金朋稳健**：公司 2017 年上半年销售收入实现同比上升 37.4% 达到了 103.2 亿元，其中原长电科技业务的收入规模为 50.9 亿元，同比上升 24.1%，其中主要生产实体长电先进、长电滁州、长电宿迁、江阴总部均实现了不同程度的上涨，显示了行业整体向好的状况。星科金朋方面上半年销售收入同比上升 7.1% 达 36.1 亿元，另外长电韩国上半年也贡献了 16.4 亿元的收入规模，我们预计在下半年智能手机市场产业进入旺季后，星科金朋和长电韩国有望获得更快的业绩提升。

➢ **毛利率继续处于低位，净利润显著改善**：公司 2017 年上半年整体毛利率同比下降 1.4 个百分点为 10.0%，在星科金朋和长电韩国产能利用率不佳的情况下，毛利率仍然处于较低的位置。从净利润的情况看，原长电科技业务的净利润同比提升 13.4% 达到了 3.57 亿元，而长电韩国和星科金朋尽管仍处于亏损状态，但是上述实体分别减亏 3,882 万元和 2,349 万元，经营状况在持续改善中。从经营费用率的角度看，尽管上半年研发投入仍然在持续加大，但是三项费用率总体下降 3.5 个百分点，显示了公司管理效率的有效提升。

➢ **抓住智能手机市场旺季改善下半年，整合进度打开未来潜力**：公司未披露前三季度的业绩预告，但是从其对下半年重点工作的措施看，公司希望利用收购星科金朋后在 FC、WB 等先进封装领域内的积累，以及现有的产能状况，积极开拓智能手机芯片厂商的核心客户，持续改善公司经营状况。从长期看，在收购星科金朋后，公司在客户资源、技术能力、市场渠道、生产能力方面有着较多的互补和整合的预期，未来能够充分发挥两者的优势实现了协同效应，将会为公司未来在整个行业市场成长开启新的潜力空间。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.45、0.61 和 0.93 元。净资产收益率分别为 6.0%、7.7% 和 10.7%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 18.30 元，相当于 2017 年至 2019 年 40.7、30.0 和 19.7 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：星科金朋的整合速度不及预期；主要客户的订单规模不及预期；行业市场周期性波动下行风险。

电子元器件 | 半导体 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 18.30 元

股价(2017-08-25) 15.96 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 21,703.11

流通市值 (百万元) 15,713.74

总股本 (百万股) 1,359.84

流通股本 (百万股) 984.57

12 个月价格区间 13.68/21.54 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.03	-5.11	-18.91
绝对收益	6.61	2.01	-10.4

#### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号：S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

陈韵迷  
 chenyunmi@huajinsec.cn  
 021-20377060

#### 相关报告

长电科技：原有业务稳健增长，星科金朋整合预期向好 2017-04-24

长电科技：星科金朋三季度并入报表，期待协同效应 2015-11-25

长电科技：中期业绩显示经营改善，投资增强行业龙头地位 2015-09-21

长电科技：公司半年度业绩公告预增，盈利逐步恢复正常 2015-07-27

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10,807.0	19,154.5	24,904.4	29,691.1	34,408.4
同比增长(%)	68.1%	77.2%	30.0%	19.2%	15.9%
营业利润(百万元)	-173.3	-456.4	229.0	924.9	1,559.2
同比增长(%)	-179.1%	163.3%	-150.2%	303.8%	68.6%
净利润(百万元)	52.0	106.3	612.3	828.9	1,265.7
同比增长(%)	-66.8%	104.5%	475.8%	35.4%	52.7%
每股收益(元)	0.04	0.08	0.45	0.61	0.93
PE	417.4	204.1	35.4	26.2	17.1
PB	5.0	4.7	2.1	2.0	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、季度业绩点评：市场环境推升收入，管理水平提升盈利 .....	4
二、经营状况点评：国内市场稳健，星科金朋长电韩国减亏 .....	5
（一）国内市场稳步提升，星科金朋长电韩国实现减亏 .....	5
（二）未来预期：充分利用智能手机市场复苏的有利机遇 .....	5
三、投资建议 .....	6
四、风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动 .....	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动 .....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动 .....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动 .....	4
图 5：收入按生产基地细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5
图 6：净利润按照生产基地细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5

## 一、季度业绩点评：市场环境推升收入，管理水平提升盈利

公司 2017 年上半年销售收入实现 103.2 亿元，同比上升 37.4%，其中第二季度的销售收入 53.0 亿元，同比上升 32.3%。2017 上半年全球半导体行业处于高景气度状况，公司作为国内半导体封测行业的龙头企业，在收购星科金朋完成后跻身全球前三的封测厂商，伴随着市场需求的增加以及公司层面积极推进的以客户满意度为导向的策略，传统业务方面保持了稳健的成长，而星科金朋以及其带来的技术实力为公司赢得了新的客户和市场，从而推动了销售收入规模的显著快速增长。

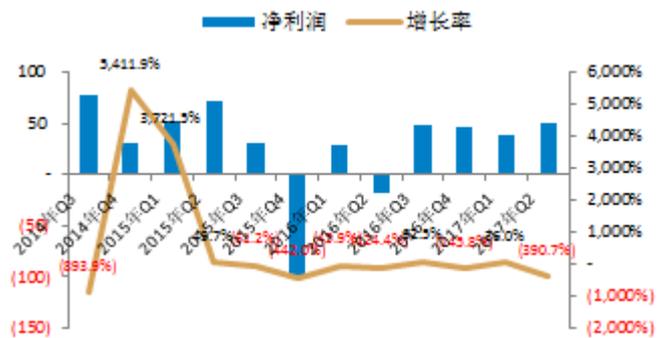
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 8,899 万元，同比上升 730.7%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 5,069 万元，同比实现扭亏。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

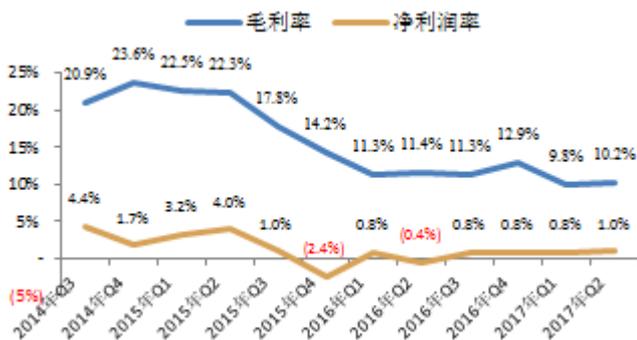


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 10.0%，同比下降 1.4 个百分点，其中第二季度的毛利率为 10.2%，同比下降 1.2 个百分点，毛利率水平仍然处于较低水平，我们认为公司在星科金朋的整合仍然处于推进的过程中，厂房搬迁等过程中面临着较多的挑战，因此毛利率水平短期内仍然处于相对较低的位置的，但是值得关注的是季度毛利率环比出现了恢复。

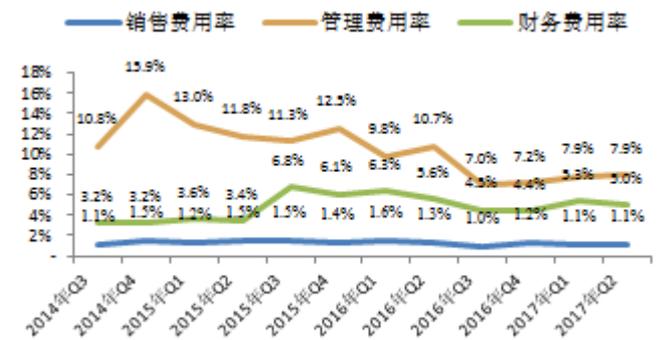
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.1%、7.9%、5.2%，其中第二季度的分别为 1.1%、7.9%、5.0%。公司的三项费用率上半年同比下降 3.5 个百分点，在收入规模持续增长的情况下，尤其是公司在研发投入方面仍然在持续加大，公司的费用率出现下降，显示公司的管理水平正在逐步提升，使得公司的净利润获得明显的提升。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



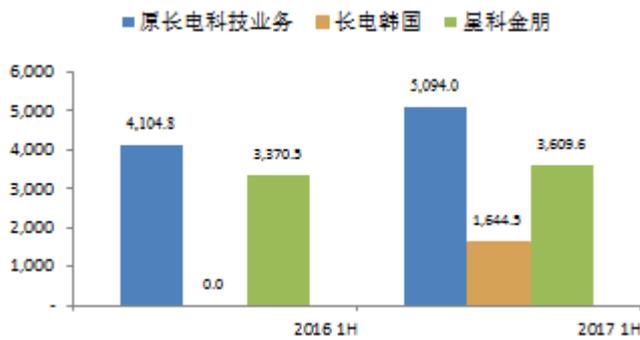
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况点评：国内市场稳健，星科金朋长电韩国减亏

### （一）国内市场稳步提升，星科金朋长电韩国实现减亏

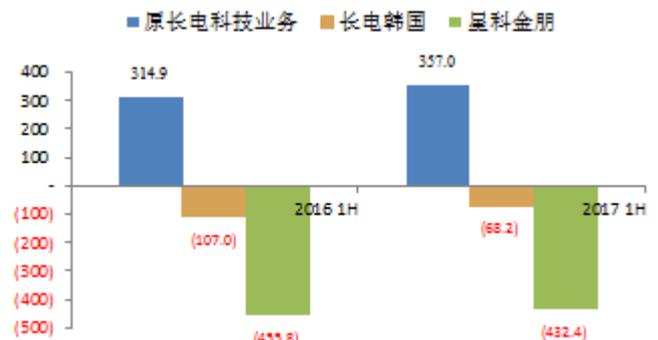
2017 年上半年，公司在长电韩国和星科金朋的销售收入分别为 16.4 亿元和 36.1 亿元，占总收入的比例达到了 15.9%和 35.0%，合计占比超过了 50%，其中星科金朋的收入同比增长了 7.2%，在整合后保持了稳健提升的趋势。从净利润方面看，尽管上述实体的净利润仍然为亏损状态，但是可以看到的是，长电韩国和星科金朋分别减亏 3,882 万元和 2,349 万元，在行业相对淡季以及产能利用率较为不足的情况下，公司依然能够实现部分减亏。

图 5：收入按生产基地细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：净利润按照生产基地细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

2017 年上半年，公司在原先长电科技的业务保持了稳健的成长，销售收入显著上升 24.1% 达到了 50.9 亿元，而净利润则同比上升 13.4% 达到了 3.57 亿元，从公司的主要经营业务主体，长电先进、长电宿迁、长电滁州以及江阴总部的情况看，销售收入均实现了不同程度的上升，显示了行业市场整体转好的趋势，而在盈利方面宿迁基地也实现了扭亏为盈，在产能利用率持续提升的情况下，公司的经营状况持续改善。

### （二）未来预期：充分利用智能手机市场复苏的有利机遇

公司未披露前三季度的业绩目标，但是对于下半年的经营业务做出了展望，主要措施包括：

- 1、充分利用收购后尚未发挥作用的 FC 封装产能的宝贵资源，满足市场急剧增加的 FC 封装的需求，使 SCK、JSCC 倒装生产线全部发挥作用。
- 2、确保上海工厂搬迁在 9 月份全部完成，关闭上海厂，降低运营费用。同时狠抓 JSCC 的员工培训，在确保质量的前提下全力提高生产效率，满足客户对 WB、FC 产品的旺盛需求。
- 3、进一步做好优化财务结构、降低财务费用的各项工作。
- 4、高度重视战略性客户的量产导入，确保客户满意。

### 三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.45、0.61 和 0.93 元。净资产收益率分别为 6.0%、7.7%和 10.7% ,给予增持-A 建议 ,6 个月目标价为 18.30 元 ,相当于 2017 年至 2019 年 40.7、30.0 和 19.7 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

星科金朋的整合速度不及预期；  
主要客户的订单规模不及预期；  
行业市场周期性波动下行风险。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	10,807.0	19,154.5	24,904.4	29,691.1	34,408.4	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	8,879.6	16,890.6	21,826.9	25,735.5	29,665.7	营业收入增长率	68.1%	77.2%	30.0%	19.2%	15.9%
营业税费	14.3	31.5	33.9	42.8	51.0	营业利润增长率	-179.1	163.3%	-150.2	303.8%	68.6%
销售费用	150.4	233.6	267.1	364.6	403.7	净利润增长率	-66.8%	104.5%	475.8%	35.4%	52.7%
管理费用	1,308.5	1,595.1	1,867.8	2,226.8	2,675.5	EBITDA 增长率	79.6%	64.6%	18.7%	17.6%	12.8%
财务费用	590.9	964.3	745.0	363.1	33.9	EBIT 增长率	-5.8%	21.7%	91.8%	32.2%	23.7%
资产减值损失	30.9	68.5	49.7	49.7	56.0	NOPLAT 增长率	50.8%	18.3%	29.4%	36.1%	20.2%
加:公允价值变动收益	-15.7	154.1	100.9	2.1	21.0	投资资本增长率	257.2%	21.3%	0.6%	-13.7%	-16.4%
投资和汇兑收益	9.9	18.7	14.3	14.3	15.7	净资产增长率	66.3%	-0.3%	79.5%	6.8%	9.7%
<b>营业利润</b>	-173.3	-456.4	229.0	924.9	1,559.2	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	51.0	205.4	182.6	189.6	192.5	毛利率	17.8%	11.8%	12.4%	13.3%	13.8%
<b>利润总额</b>	-122.3	-251.0	411.6	1,114.5	1,751.8	营业利润率	-1.6%	-2.4%	0.9%	3.1%	4.5%
减:所得税	36.1	65.2	61.7	139.3	262.8	净利润率	0.5%	0.6%	2.5%	2.8%	3.7%
<b>净利润</b>	52.0	106.3	612.3	828.9	1,265.7	EBITDA/营业收入	18.0%	16.7%	15.3%	15.1%	14.7%
						EBIT/营业收入	3.9%	2.7%	3.9%	4.3%	4.6%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	73.8%	77.5%	61.9%	56.9%	55.3%
货币资金	2,579.2	2,249.2	2,490.4	2,969.1	5,594.6	负债权益比	282.1%	345.4%	162.4%	131.8%	123.9%
交易性金融资产	-	-	68.9	86.2	107.7	流动比率	0.66	0.68	0.93	1.03	1.36
应收帐款	2,174.7	2,987.0	3,198.1	4,597.9	4,352.8	速动比率	0.53	0.52	0.65	0.81	1.01
应收票据	175.8	175.9	1,174.2	574.9	701.7	利息保障倍数	0.71	0.53	1.31	3.55	47.03
预付帐款	165.1	170.3	339.6	260.5	397.4	<b>营运能力</b>					
存货	1,294.0	1,851.3	3,247.2	2,367.7	3,941.1	固定资产周转天数	290	270	216	168	129
其他流动资产	420.3	302.5	338.5	353.8	331.6	流动营业资本周转天数	-47	-19	-2	-1	-1
可供出售金融资产	28.6	21.5	21.5	21.5	21.5	流动资产周转天数	198	137	134	134	139
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	49	49	45	47	47
长期股权投资	267.0	286.6	286.6	286.6	286.6	存货周转天数	35	30	37	34	33
投资性房地产	70.1	67.7	67.7	67.7	67.7	总资产周转天数	607	519	442	370	319
固定资产	13,305.4	15,433.6	14,456.2	13,268.7	11,347.6	投资资本周转天数	328	320	271	212	156
在建工程	1,788.3	2,648.1	2,361.1	1,430.5	965.3	<b>费用率</b>					
无形资产	619.4	625.2	560.1	495.0	429.9	销售费用率	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	2,670.6	2,900.4	2,818.0	2,856.8	2,854.6	管理费用率	12.1%	8.3%	7.5%	7.5%	7.8%
<b>资产总额</b>	25,558.6	29,719.3	31,428.0	29,636.9	31,399.9	财务费用率	5.5%	5.0%	3.0%	1.2%	0.1%
短期债务	3,330.9	3,732.8	2,106.1	1,292.9	-	三费/营业收入	19.0%	14.6%	11.6%	10.0%	9.0%
应付帐款	2,790.0	4,015.9	4,714.3	5,911.7	6,110.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	347.1	573.6	1,599.8	423.2	1,877.8	ROE	1.2%	2.3%	6.0%	7.7%	10.7%
其他流动负债	3,843.5	3,060.3	3,224.7	3,284.6	3,349.2	ROA	-0.6%	-1.1%	1.1%	3.3%	4.7%
长期借款	2,925.3	4,026.7	3,263.0	-	-	ROIC	12.6%	4.2%	4.4%	6.0%	8.4%
其他非流动负债	5,632.6	7,637.7	4,542.7	5,937.6	6,039.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	18,869.4	23,047.0	19,450.6	16,850.0	17,377.1	DPS(元)	0.01	0.01	0.09	0.12	0.19
少数股东权益	2,380.9	2,077.6	1,815.2	1,961.5	2,184.8	分红比率	19.9%	14.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,035.9	1,035.9	1,359.8	1,359.8	1,359.8	股息收益率	0.0%	0.1%	0.6%	0.8%	1.2%
留存收益	3,222.1	3,324.1	8,802.4	9,465.5	10,478.1						
<b>股东权益</b>	6,689.1	6,672.3	11,977.5	12,786.9	14,022.8						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-158.4	-316.1	612.3	828.9	1,265.7	EPS(元)	0.04	0.08	0.45	0.61	0.93
加:折旧和摊销	1,532.9	2,704.1	2,829.5	3,183.1	3,451.5	BVPS(元)	3.17	3.38	7.47	7.96	8.71
资产减值准备	30.9	68.5	-	-	-	PE(X)	417.4	204.1	35.4	26.2	17.1
公允价值变动损失	15.7	-154.1	100.9	2.1	21.0	PB(X)	5.0	4.7	2.1	2.0	1.8
财务费用	622.9	964.4	745.0	363.1	33.9	P/FCF	-7.7	-114.0	-4.9	39.2	8.1
投资损失	-9.9	-18.7	-14.3	-14.3	-15.7	P/S	2.0	1.1	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	-210.4	-422.5	-262.4	146.3	223.4	EV/EBITDA	17.4	10.1	8.0	6.1	4.6
营运资金的变动	1,642.8	-509.5	-1,382.4	366.5	210.7	CAGR(%)	-283.3	-267.6	18.8%	-283.3	-267.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,745.9	2,669.3	2,628.6	4,875.7	5,190.3	PEG	-1.5	-0.8	1.9	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6,210.6	-4,296.9	-1,623.6	-1,020.2	-1,027.4	ROIC/WACC	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	4,146.0	1,037.5	-763.7	-3,376.8	-1,537.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn