

## 封测龙头，蓄势待发

### 投资要点

- **中国封测行业龙头企业，董事会换届，注入发展新活力。**长电科技是全球第三大封测企业，市占率全国第一。其主营业务为集成电路与分立器件的封装测试，覆盖全球主要半导体市场，并且在先进封装技术方面不断向国际领先企业靠近。2019年4月公司进行第七届董事会换届，人员有较大变动。并且非独立董事中有两位来自中芯国际，再加上公司第二大股东芯电半导体为中芯国际全资子公司。两项因素促进公司与中芯国际的协同发展。此外，2019年9月因CEO辞任，公司迎来前恩智浦全球高级副总裁兼大中华区总裁，凭借集成电路方面近30年丰富的工作经验将对公司实力再度提升。
- **封测行业前景广阔，国内市场潜力无穷。**5G时代的来临，对移动端的频段接收是巨大的考验，而射频前端的精细化、模组化发展也为封测行业带来庞大的市场需求。同样物联网对多功能、低成本、小体积的需求，也使得SiP和Fan-out等先进封装技术得到飞速的应用。预计从2018年至2024年，先进封装技术的营收年复合增长率将达到8%，2024年先进封装技术的营收到达近500亿美元。公司作为国内封测龙头企业有望持续受益。
- **产业基金助力公司加快整合，有望迎来业绩拐点。**2009年至2017年，营收年复合增长率33.5%，2018年营收238.6亿元，与上年持平。2015年星科金朋并购以及2018年非公开股权募集，产业基金成为公司第一大股东，持股19%。星科金朋的加入成功扩大企业规模，并使公司的全球市占率提升显著，从3.9%至10%，2018年达到13%。目前全球前二十大半导体公司中有85%为公司客户。因收购星科金朋对公司经营性现金流的影响较大，又因全球智能手机销量不佳，部分客户控制库存延缓下单，2019上半年公司业绩延续2018年的亏损态势，实现营收91.5亿元，同比下降19.1%，归母净利润-2.6亿元。随着全球代工龙头台积电重回增长，下游5G提前布局带来需求增长，公司19H2有望迎来业绩拐点。
- **估值与评级。**我们主要参考PB和PS估值法对公司进行估值，无论从历史估值水平，还是与同行业公司相比，目前公司PB和PS水平都处于相对较低水平，我们看好公司作为国内封测龙头的成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:**5G商业化进程不及预期的风险；星科金朋整合进度不达预期的风险；募投项目投产不及预期的风险；下游需求不达预期的风险；汇率波动风险。

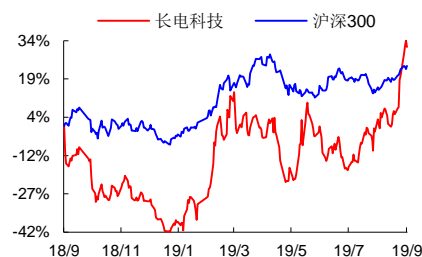
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23856.49	24770.31	26143.80	28021.24
增长率	0.00%	3.83%	5.54%	7.18%
归属母公司净利润(百万元)	-939.32	69.36	659.88	1034.44
增长率	-373.58%	107.38%	851.42%	56.76%
每股收益EPS(元)	-0.59	0.04	0.41	0.65
净资产收益率ROE	-7.54%	0.25%	2.85%	4.03%
PE	-31	424	45	28
PB	2.39	2.38	2.26	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭  
执业证号: S1250519060004  
电话: 021-68415309  
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	16.03
流通A股(亿股)	9.85
52周内股价区间(元)	8.19-19.04
总市值(亿元)	299.58
总资产(亿元)	326.43
每股净资产(元)	7.48

### 相关研究

## 目 录

1 专注芯片封测服务，覆盖全球主要半导体市场.....	1
2 封测行业前景广阔，国内市场持续增长.....	3
3 营收进入稳定期，研发增势明显.....	8
4 深耕芯片封测领域，稳居行业龙头地位.....	10
5 盈利预测与估值.....	11
5.1 关键假设.....	11
5.2 相对估值.....	12
6 风险提示.....	13

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2019Q2 公司前三大股东持股比例 .....	2
图 3: 2013 年全球封测企业龙头市场份额 .....	3
图 4: 2018 年全球封测企业龙头市场份额 .....	3
图 5: 芯片制造全产业链示意图 .....	3
图 6: 2011-2018 年全球半导体销售情况及预测.....	4
图 7: 2012-2019Q1 我国集成电路行业销售额及增长情况 .....	4
图 8: 2011-2019 年我国集成电路市场需求和发展预测 .....	4
图 9: 2011-2019Q1 我国封装测试行业销售收入及增长情况 .....	4
图 10: Apple watch S1 SiP 模组 .....	5
图 11: 2002-2022 年, 移动射频前端与封装的趋势.....	6
图 12: 2018 先进封测技术的晶圆生产量 .....	6
图 13: 先进封装技术: WLP 已广泛应用.....	7
图 14: Fan-Out WLP 发展趋势.....	7
图 15: 2018-2024 年先进封装技术的市场预计 (美元) .....	8
图 16: 公司 2009-2019H1 营业收入及同比 .....	9
图 17: 公司 2009-2019 年 H1 归母净利润及同比 .....	9
图 18: 公司 2009-2019 年 H1 毛利率及净利率 .....	9
图 19: 公司 2009-2019 年 H1 研发支出 .....	9
图 20: 公司截止 2019 年上半年度的专利数量 (件) .....	11
图 21: 2018 年全球前 8 大集成电路委外封测企业营收 (亿美元) .....	11
图 22: 公司 2009-2019 年 H1 营收业务拆分 .....	11
图 23: 公司 2009-2018 年营收地域拆分.....	11
图 24: 公司近 10 年 PS Band.....	13
图 25: 公司近 10 年 PB Band .....	13

## 表 目 录

表 1: 长电科技本部及重要子公司主营业务 .....	10
表 2: 分业务收入预测.....	12
表 3: 可比公司估值情况 .....	12
附表: 财务预测与估值.....	14

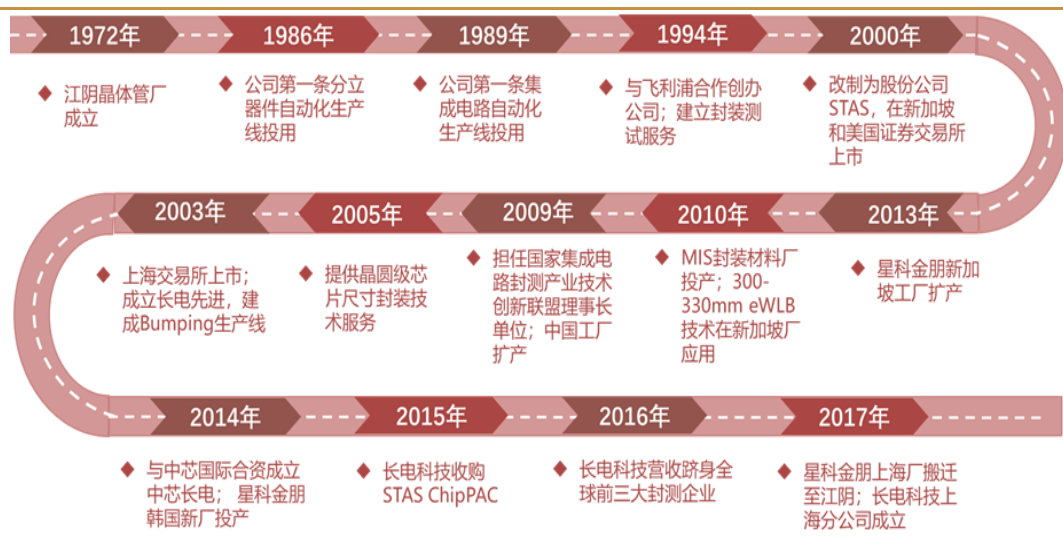
# 1 专注芯片封测服务，覆盖全球主要半导体市场

长电科技成立于 1972 年，2003 年在上交所主板成功上市。历经四十余年发展，长电科技已成为全球知名的集成电路封装测试企业。

## 专业生产服务覆盖面广，技术积累和解决方案广泛

长电科技生产、研发和销售网络已覆盖全球主要半导体市场。长电科技面向全球提供封装设计、产品开发及认证，以及从芯片中测、封装到成品测试及出货的全套专业生产服务。长电科技具有广泛的技术积累和产品解决方案，包括有自主知识产权的 Fan-out eWLB、WLCSP、Bump、PoP、fcBGA、SiP、PA 等封装技术，另外引线框封装及自主品牌的分立器件也深受客户褒奖。

图 1：公司发展历程



数据来源：长电科技，西南证券整理

## 第七届董事会更新换届，注入发展新活力

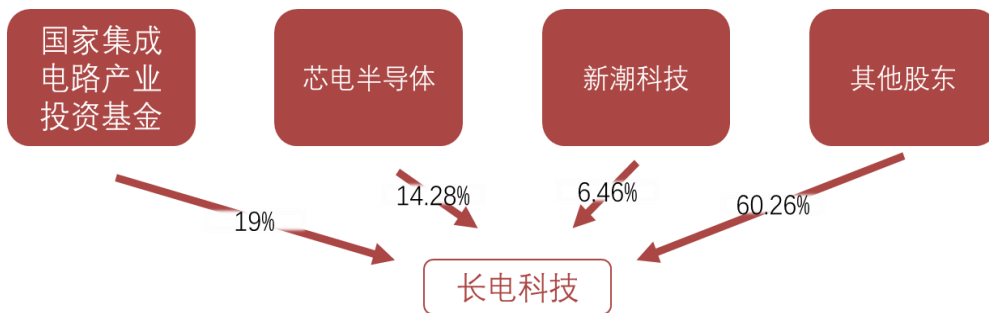
根据公司公告，2019 年 4 月 25 日公司召开第六届董事会第二十三次会议并进行了董事会的换届选举。此次董事会提名名单有较大变动，6 名非独立董事中有三名新增，分别是中芯国际董事长周子学、原安靠研发中心负责人兼集团副总兼首席技术官 (CTO) Choon Heung Lee (李春兴) 和罗宏伟。换届后，公司第七届董事会成员中有两位来自中芯国际，同时公司第二大股东新单半导体也是中芯国际全资子公司，这将有利于未来二者间的协同发展。同时李春兴被聘任为公司首席执行官 (CEO)。

2019 年 9 月 9 日第七届董事会第二次临时会议，李春兴辞去公司董事和 CEO 职务，仅担任首席技术官 (CTO) 的职务。而本次接任李春兴担任长电科技 CEO 及董事职务的为郑力先生，前恩智浦全球高级副总裁兼大中华区总裁，致力于集成电路行业已超过 26 年。承担多个高级管理职务，包括瑞萨电子中国和香港区总裁兼首席执行官，日电电子中国和香港区总裁兼首席执行官，非常了解中国市场对半导体产品的具体需求。同时郑力先生也曾担任过中芯国际全球营销资深副总裁，该经历将有助于长电科技与中芯国际协同发展。

### 定增完成，大基金入股彰显发展信心

2018年8月，公司实施完成非公开发行A股股票事项，定向增发2.43亿股，募集资金35.95亿元，公司前三大股东变更为：产业基金（持股19%）、芯电半导体（持股14.3%）和新潮集团（持股10.4%），公司的资产负债率从68.8%下降到64.3%。截至2019年第二季度，公司最新的前三大股东持股比例变更为产业基金（持股19%）、芯电半导体（持股14.3%）和新潮集团（持股6.5%）。

图2：2019Q2公司前三大股东持股比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 收购战略布局合理，产业链合作优势凸显

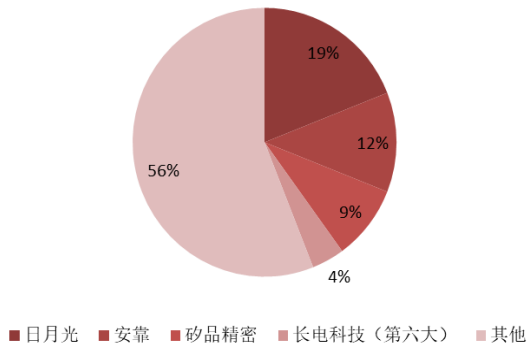
2015年长电科技完成了一项蛇吞象式跨境并购，年初长电科技宣布收购在全球半导体行业位居第四名的星科金朋。两家战略投资者“产业基金”和“芯电半导体”加入，和长电科技共同实施并购，三者分别出资1.5亿美元、1亿美元和2.6亿美元设立了长电新科。在此基础上与产业基金成立了合作公司长电新朋。之后长电新朋以5.2亿美元的股东出资和产业基金提供的1.4亿美元贷款共同设立收购主体公司JCET-SC（新加坡）。JCET-SC在本身6.6亿美元的资金基础上又吸收了中国银行1.2亿元的贷款承诺，最终的收购资金为7.8亿美元。

星科金朋拥有领先的先进封装技术，对长电科技原有的先进封装技术有很大提升。星科金朋在eWLB、TSV、3D封装、SiP、PiP、PoP等方面，为国际顶级客户和高端客户提供下世代领先的封装服务。其中长电科技WLCSP、BUMP、星科金朋的晶圆级扇出封装（“eWLCSP”）技术，是半导体行业增长最快的细分市场之一。该类技术能够实现在同一生产线无缝加工多种规格硅片，为晶圆级封装带来前所未有的灵活性和高性价比的封测服务。此外，星科金朋拥有的系统集成封装（SiP）技术，是新一代移动智能终端电路封测的主流技术，是公司未来几年业务高增长的引擎。

长电科技在完成收购后企业规模扩大，产能覆盖了高中低各类集成电路封测范围，涉足各种半导体产品终端市场应用领域。业务覆盖国内外全部高端客户，包括高通、博通、SanDisk、Marvell等。星科金朋欧美客户占比达到年营业收入79%，长电与国内高端客户海思、展讯、锐迪科合作，均成为其国内第一供应商。

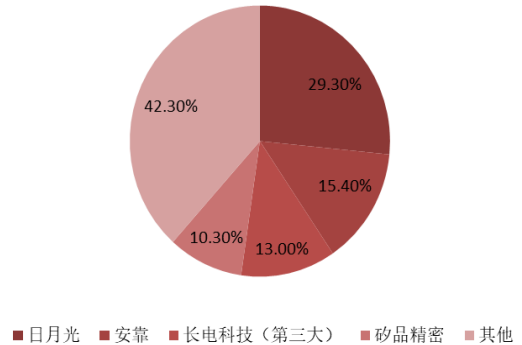
从近几年市场份额排名来看，全球芯片封装测试市场的竞争格局已经基本形成，行业龙头企业占据了主要的市场份额，2018年全球前三大企业市占率为57.7%，长电科技排名第三。

图 3: 2013 年全球封测企业龙头市场份额



数据来源: Gartner, 西南证券整理

图 4: 2018 年全球封测企业龙头市场份额



数据来源: 芯思想, 西南证券整理

## 2 封测行业前景广阔, 国内市场持续增长

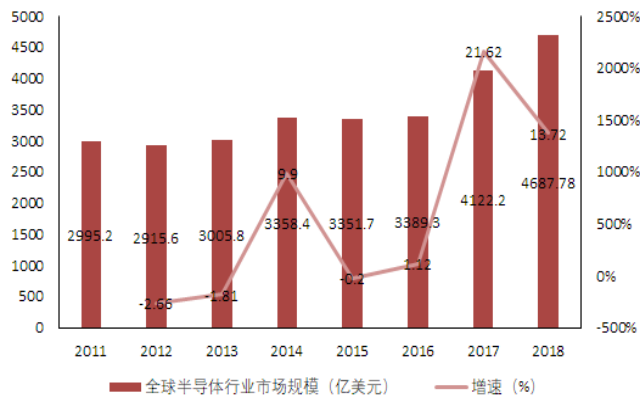
集成电路是整个半导体产业的核心, 因为其技术的复杂性, 产业结构具备高度专业化的特征, 可细分为集成电路设计、集成电路制造及封装测试三个子行业, 长电所属半导体封测行业。

图 5: 芯片制造全产业链示意图



数据来源: 西南证券

据 SIA 统计, 2018 年全球半导体市场全年总销售值达 4688 亿美元, 较 2017 年增长 13.7%, 其中美洲市场增长 16.4%、欧洲市场增长 12.1%、亚太与其他地区增长 6.1%、日本增长 9.2%, 中国市场增长 20.5%。根据中国半导体行业协会统计, 2018 年中国集成电路产业销售额为 6532 亿元人民币, 同比增长 20.7%。其中, 集成电路制造业同比增长 25.6%, 销售额达到 1818.2 亿元人民币, 设计业和封测业同比增长分别为 21.5% 和 16.1%, 销售额分别为 2519.3 亿元人民币和 2193.9 亿元人民币。

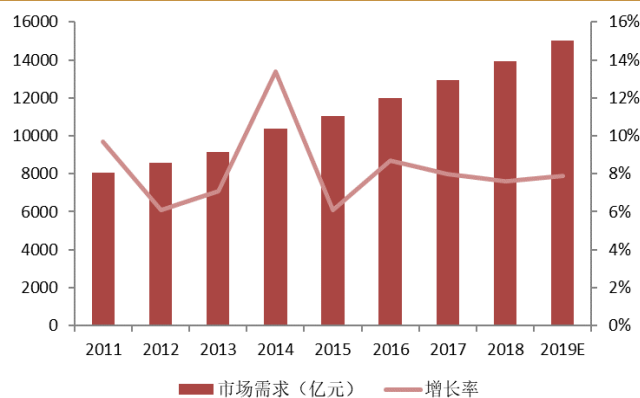
**图 6: 2011-2018 年全球半导体销售情况及预测**


数据来源: SIA, 西南证券整理

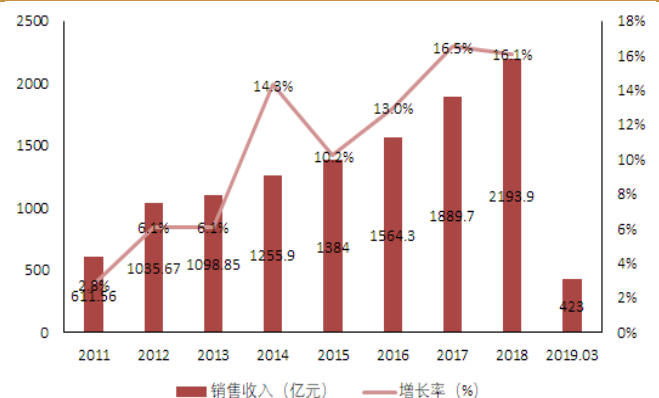
**图 7: 2012-2019Q1 我国集成电路行业销售额及增长情况**


数据来源: 中国半导体行业协会, 西南证券整理

随着人工智能、5G 通讯、汽车、消费电子以及物联网等移动智能终端市场的不断发展, 集成电路产业发展的需求也将越来越旺盛, 封测行业的市场需求自 2012 年起也在逐年上升。我国政府对集成电路的发展给予了高度的重视和支持, 集成电路产业获得了各地政府以及民间各路资本的投资支持, 封测产业迎来了重要发展机遇。

**图 8: 2011-2019 年我国集成电路市场需求和发展预测**


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

**图 9: 2011-2019Q1 我国封装测试行业销售收入及增长情况**


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

## 封装行业未来发展的两个驱动力: SIP 和 fan-out

### 1) SIP 增加封装内部集成度, 打造高性能低功耗芯片

SIP 模组是一个功能齐全的全系统或子系统, 它将一个或多个 IC 芯片及被动元件整合在一个封装中, 从而实现一个基本完整的功能。

目前，半导体的制造工艺已经达到二极管的物理极限，随着投入成本的增加，进一步提升芯片的性能变得原来越昂贵。SiP 的出现，通过增加封装内部的集成度，将不同功能的芯片封装在一个模组可以降低芯片体积，提升芯片性能同时降低功耗。

图 10: Apple watch S1 SiP 模组



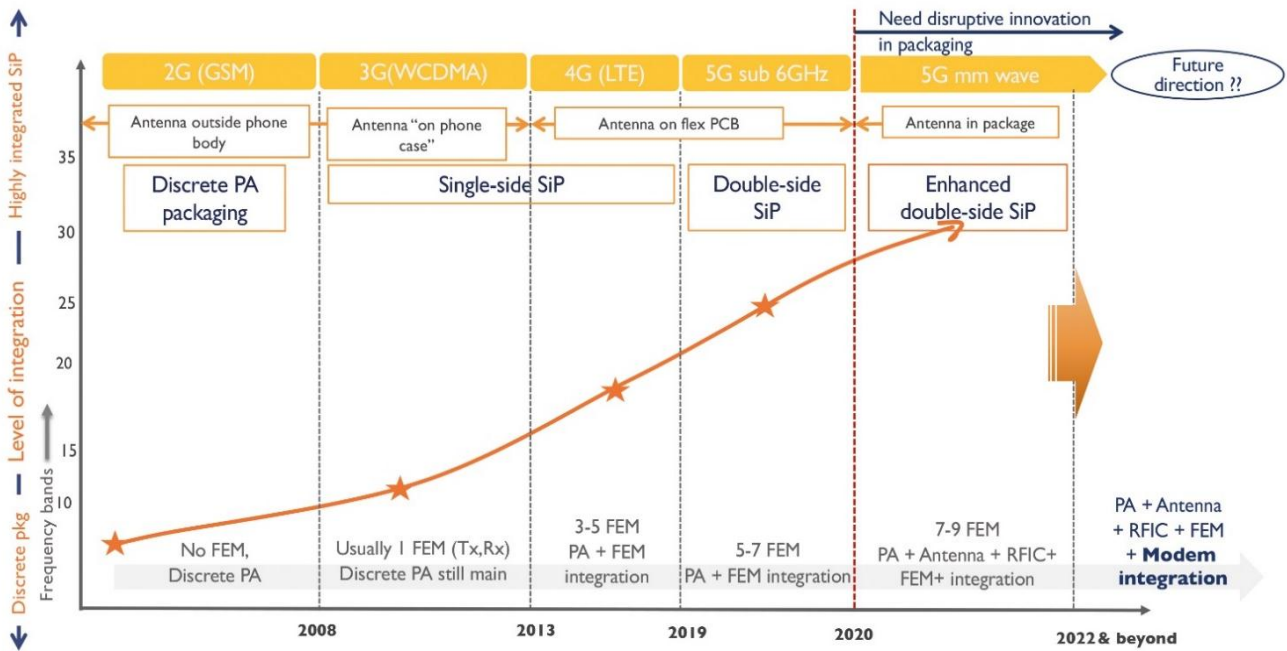
数据来源: Apple 官网, 西南证券整理

物联网 IOT (Internet of things) 是推动 SiP 封装技术发展的重要应用场景，可穿戴设备是系统级封装技术未来极具应用潜力的领域，Apple Watch 中指纹识别感测器、3D 脸部识别感测器、WiFi 无线网路等功能模块被封装在一起，就是利用日月光的系统封装 (SiP) 模组技术，成功地将集成电路、分立器件、光学器件、记忆体、多层陶瓷电容器、片形电阻器整合到轻薄短小的基板，而其信息不会互相干扰。

同时 5G 时代的来临，也将重新定义射频前端如何在网络和调制解调器之间进行交互。这直接影响半导体和先进封装行业。因为智能手机的射频前端芯片所包含的器件将会越来越多，越来越多的公司选择 SiP 技术来进行解决。根据 Yole 的统计数据，2023 年射频前端模块 SiP 市场的总额预计将达到 53 亿美元，2018-2023 年复合年增长率达到 11.3%。到 2023 年，用于蜂窝和连接的射频前端 SiP 市场将分别占 SiP 市场总量的 82% 和 18%。按照蜂窝空气标准，支持 5G 的前端模块将占 2023 年 RF SiP 市场总量的 28%。高端智能手机贡献 43% 的射频前端模块 SiP 组装市场，其次是低端智能手机 (35%) 和旗舰智能手机 (13%)。



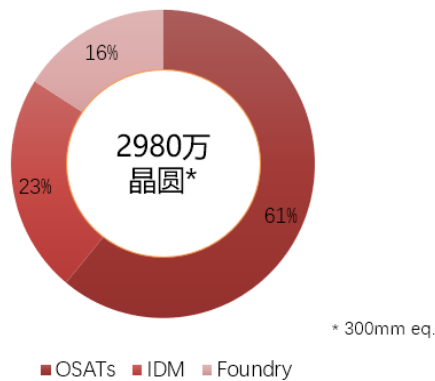
图 11：2002-2022 年，移动射频前端与封装的趋势



数据来源：Yole, 西南证券整理

同时目前 IDM、Foundry 与封测厂商在应用先进封测技术的晶圆生产方面，大多数的产量来自于封测厂商。因此，目前乃至未来射频前端的 SiP 芯片将更多地交给封测厂商完成，这也是由于该项技术对装配技术的高投入负担，使得大多数厂商倾向于外包完成。

图 12：2018 先进封测技术的晶圆生产量

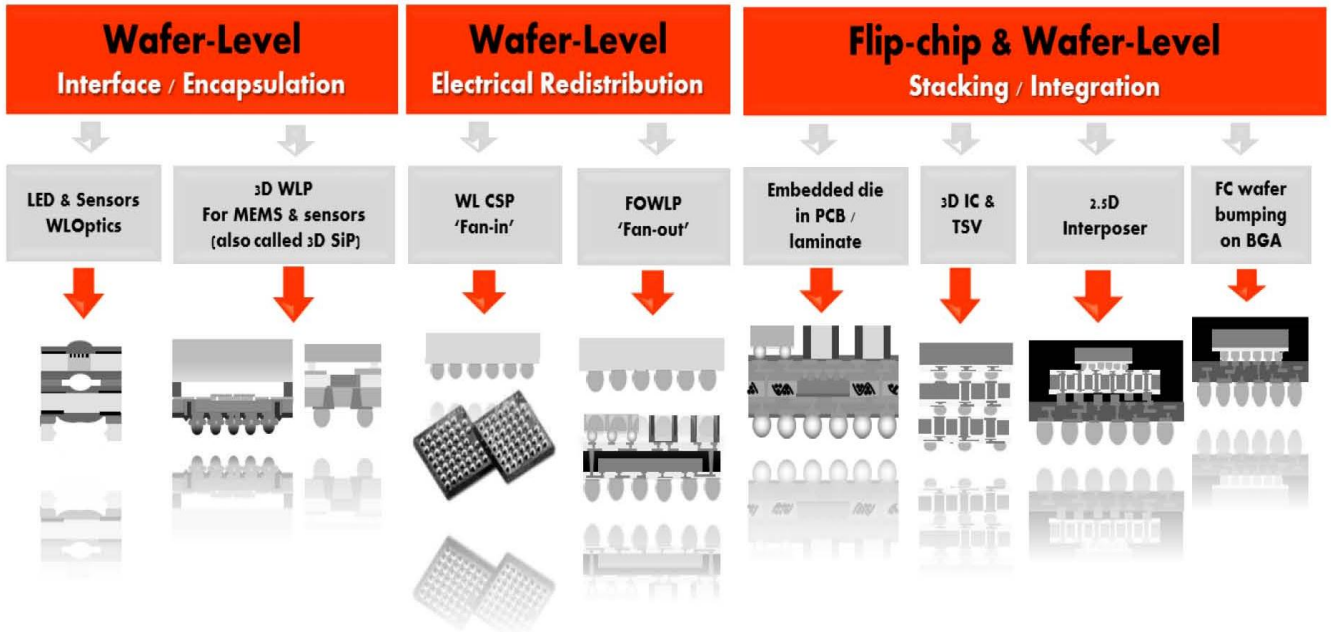


数据来源：Yole, 西南证券整理

## 2) Fan-out: 5G 芯片时代带来封测技术的进化

晶圆级封装 (Wafer Level Package, WLP) 是指直接在晶圆上完成大多数甚至全部的封装和测试工序，再进行切割分装成单颗组件。这样封装的效率更高，费用更低，也可使芯片设计与封装设计统一考虑，提高了设计效率。目前已经进行了广泛的应用，包括闪存、高速 DRAM、SRAM 逻辑器件、电源管理和模拟器件等领域。

图 13: 先进封装技术: WLP 已广泛应用

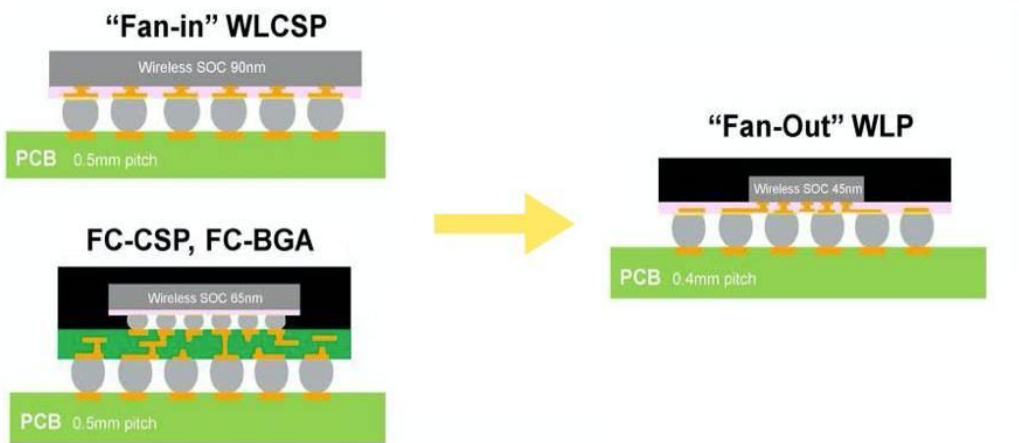


数据来源: Yole, 西南证券整理

Fan-out 是 WLP 的一种, WLP 分为 fan-in 和 fan-out 两种, 传统的 WLP 采用的多为 fan-in, 随着 5G 时代的到来, 为了获得更高的数据量传输速率和带宽容量, 必须采取更高频率的电磁波作为传输介质, 而且波长更短进入毫米波级别。fan-out 成为更广泛低成本的高级封装选择, 它基本上缩小了原本可以在 PCB 上找到的元件, 并将所有元件都放在一个封装中。

Fan-out 封装方案不需要基板, 可以在整合多芯片的基础上进一步降低成本和缩小芯片体积, 所以扇外型封装技术 Fan-out 有望成为 5G 芯片封装的主流技术。

图 14: Fan-Out WLP 发展趋势

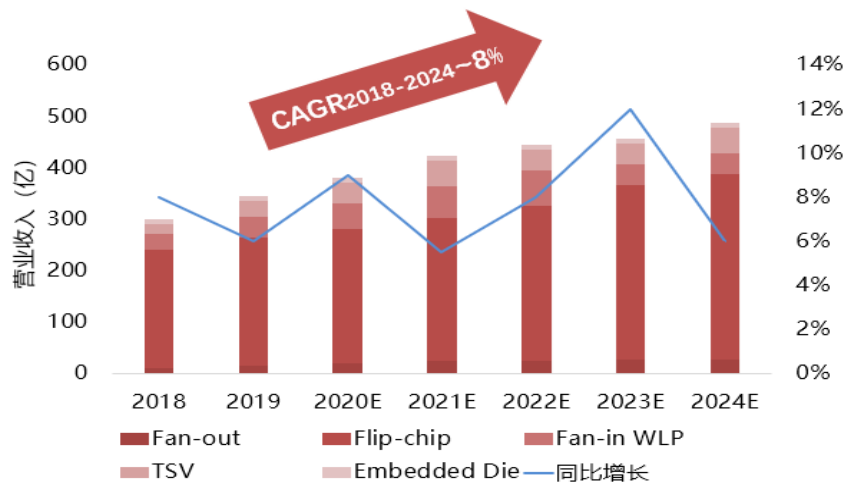


数据来源: 砂说, 西南证券整理

2015 年, Fan-Out 市场处于起步状态, 主要由 BB、RF 和 PMU 等标准设备组成。但在 2016 年台积电推出苹果 iPhone APE 后, 改变了封装的游戏规则。市场价值在 2018 年增加了 4 倍。目前, Fan-Out 是增长最快的市场, 其复合年增长率达到 25%, 并且 Fan-out 能满

足应用程序的多样化,符合未来 IoT 时代的需求发展。根据 Yole 的统计数据,预计到 2024 年, Fan-out 市场容量将达到近 38 亿美元。

图 15: 2018-2024 年先进封装技术的市场预计 (美元)



数据来源: Yole, 西南证券整理

目前长电科技产品主要有 QFN/DFN、BGA/LGA、FCBGA/LGA、FCOL、SiP、WLCSP、Bumping、MEMS、Fan-outeWLB、POP、PiP 及传统封装 SOP、SOT、DIP、TO 等多个系列。产品主要应用于计算机、网络通讯、消费电子及智能移动终端、工业自动化控制、电源管理、汽车电子等电子整机和智能化领域。

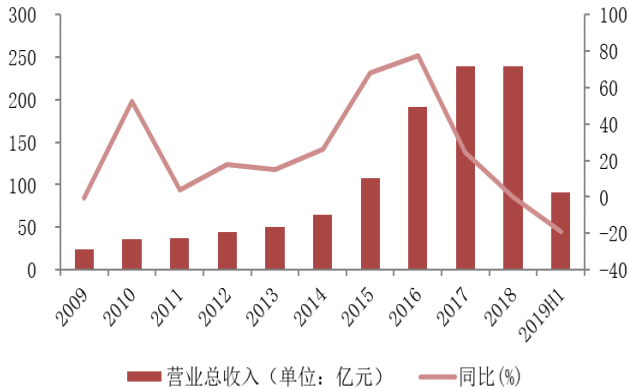
对于封测企业来说,短期将受益 5G 射频终端价值量的提升和 5G 手机 SIP 封装技术使用量的增加。中长期则受益国产替代的加速和下游新应用的持续发展。封测行业目前的主要服务对象是手机等消费电子,未来新增需求则主要看 5G、物联网、AI 等下游应用领域的发展。

### 3 营收进入稳定期,研发增势明显

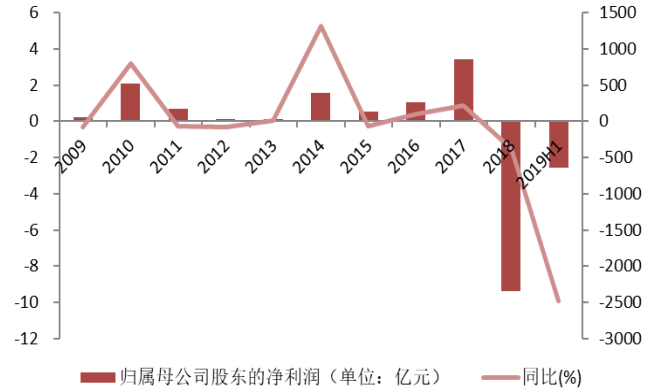
#### 营收稳中有升,利润未来可期

公司营业收入 2016 年前处于快速增长期,之后进入了稳中小幅上升的稳定期。2009 年营收仅为 23.7 亿元,2017 年达到 238.6 亿元,CAGR 达到 33.5%。2016 年营收快速增长主要由于收购星科金朋战略价值体现,本部及子公司都运营良好,长电先进回到历史较好水平。2017 年起进入稳定期,2018 年营收为 238.6 亿元,与上年持平,主要受公司外部环境复杂多变,中美两国贸易摩擦不断升级,数字货币市场大幅波动,4G 手机增长乏力等不利因素影响。2019 年上半年营收 91.5 亿元,同比下降 19.1%,仍是由于市场对 5G 手机的期待与观望,全球 4G 智能手机出货量下滑、部分客户控制库存延缓下单导致产能利用率不足。

2018 年公司归母净利润因资产减值大幅下降至-9.4 亿元,同年计提商誉减值准备及坏账准备 5.5 亿元,与上期相比增长 2310%,是亏损的主要原因。同样 2019 年上半年归母净利润继续亏损 2.6 亿元,主要系销售同比降幅较大,营业利润相应减少。

**图 16: 公司 2009-2019H1 营业收入及同比**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 17: 公司 2009-2019 年 H1 归母净利润及同比**


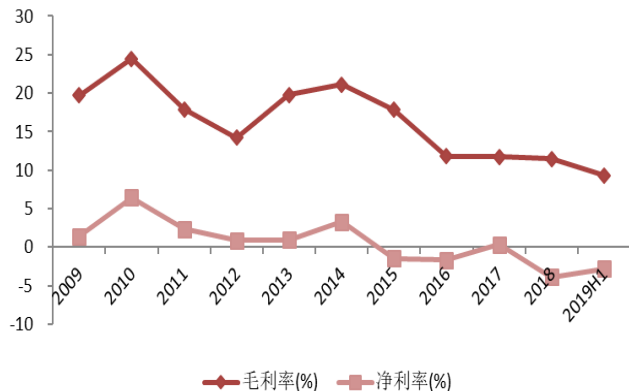
数据来源: WIND, 西南证券整理

### 毛利率逐渐趋于稳定, 净利率有所下降

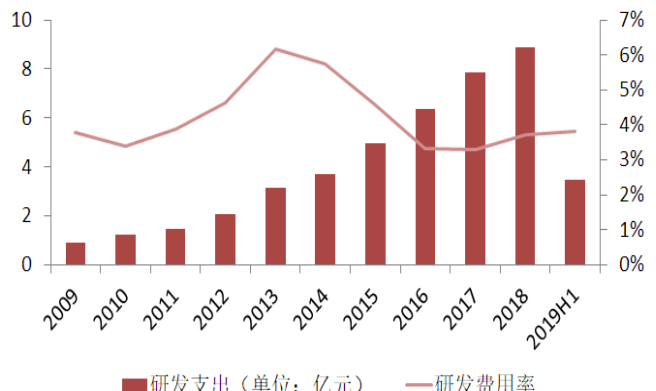
随着星科金朋的产能恢复, 毛利率逐步趋于稳定, 缓解了下降趋势, 2018 年为 11.4%。2019 年上半年毛利率略有下滑, 至 9.3%, 主要系长电科技 (滁州) 与长电科技 (宿迁) 因市场因素, 订单下降, 产能利用率不足导致毛利下降, 盈利水平降低。而全年净利率总体上处于下降趋势, 因资产减值于 2018 年降至 -3.9%。2019 年上半年则有所改善, 回升至 -2.8%。

### 研发投入逐年上升, 攻克中高端封测领域

2016-2018 年研发支出分别为 6.4、7.8、8.9 亿元, 研发费用率也呈现逐年上升的趋势。公司在中国和新加坡有两大研发中心, 拥有“高密度集成电路封测国家工程实验室”、“博士后科研工作站”、“国家级企业技术中心”等研发平台; 2018 年公司获得专利授权 201 件, 新申请专利 195 件, 覆盖中高端封测领域。

**图 18: 公司 2009-2019 年 H1 毛利率及净利率**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 19: 公司 2009-2019 年 H1 研发支出**


数据来源: WIND, 西南证券整理

## 4 深耕芯片封测领域，稳居行业龙头地位

长电科技的主营业务为集成电路、分立器件的封装与测试；为海内外客户提供涵盖封装设计、焊锡凸块、针探、组装、测试、配送等一整套半导体封装测试解决方案。目前公司产品主要有 QFN/DFN、BGA/LGA、FCBGA/LGA、FCOL、SiP、WLCSP、Bumping、MEMS、Fan-out eWLB、POP、PiP 及传统封装 SOP、SOT、DIP、TO 等多个系列。产品主要应用于计算机、网络通讯、消费电子及智能移动终端、工业自动化控制、电源管理、汽车电子等电子整机和智能化领域。

表 1：长电科技本部及重要子公司主营业务

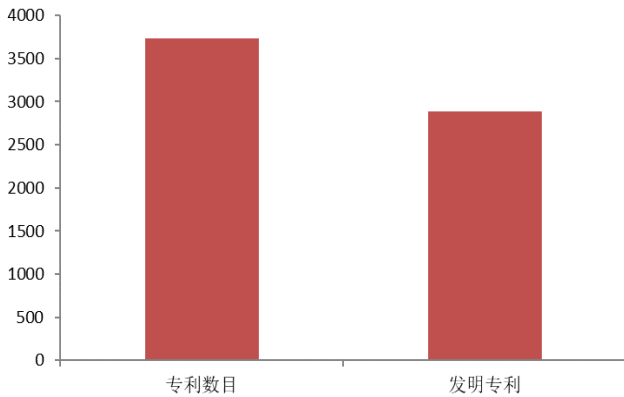
公司名称	主要业务
长电母公司	中高端封装产品
星科金朋	FCBGA/FCCSP（用于 DRAM、CPU、GPU、指纹识别等） POP、SiP（用于存储与矿机芯片） Fan-in、Fan-out eWLB
长电科技（滁州）有限公司	小信号/超小型分立器件、低端集成电路封装
长电科技（宿迁）有限公司	功率产品封装（用于照明、家电、电源管理等）
江阴新顺微电子有限公司	分立器件封装
江阴长电先进封装有限公司	晶圆级封装、bumping（用于 wifi、蓝牙、电源管理等）
长电韩国	高阶 SiP（射频）

数据来源：长电科技年报，西南证券整理

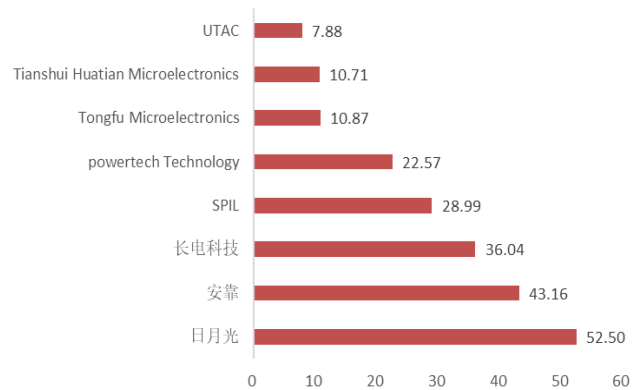
长电科技的营收 95% 以上来自于封测业务，并且占比处于不断上升趋势，说明了公司在持续加强先进封装测试技术的领先优势。公司于 2018 年 12 月剥离分立器件自销业务相关资产，不再从事分立器件的芯片设计、制造业务及自销业务，将公司业务完全集中在对集成电路与分立器件的封装测试服务。而各个子公司也同样仅专注封测业务，针对不同应用领域作有针对性的开发。

未来公司也将继续加强前沿封测技术的开发，满足客户的需求，为新兴市场的應用做好准备。目前，长电科技在先进封装技术上（如 Fan-out eWLB、WLCSP、SiP、BUMP、PoP 等）已进入国际先头梯队，在国内处于领先水平。公司 2018 年全球封测厂商市场份额排名第三。

公司业务扩张主要来源于公司持续的研发能力及丰富的专利。长电科技的两大研发中心分别位于中国和新加坡，拥有“高密度集成电路封测国家工程实验室”、“博士后科研工作站”、“国家级企业技术中心”等研发平台；同时拥有经验丰富的研发团队。仅 2019 年上半年度公司便获得专利授权 87 件，新申请专利 56 件。截至 2019 年上半年，长电科技的专利数共计 3735 件，其中发明专利 2889 件（在美国获得的专利为 1812 件），覆盖中高端封测领域。

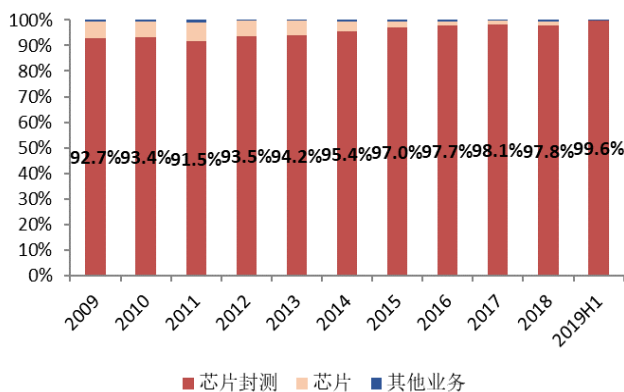
**图 20: 公司截止 2019 年上半年的专利数量 (件)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

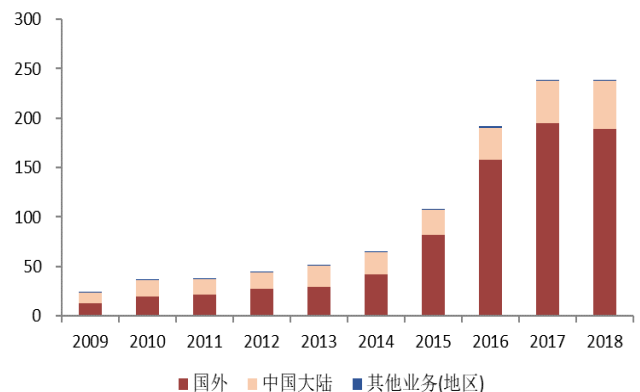
**图 21: 2018 年全球前 8 大集成电路委外封测企业营收(亿美元)**


数据来源: Yole, 西南证券整理

从地域拆分角度看, 公司营收的 70% 以上来源于国外销售, 国内销售量在逐年上升, 占比也不断加大, 但国外销售仍占据主要地位。总体来说, 全球前二十大半导体公司中有 85% 为公司客户。

**图 22: 公司 2009-2019 年 H1 营收业务拆分**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 23: 公司 2009-2018 年营收地域拆分**


数据来源: WIND, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 关键假设

假设 1: 长电本部重点客户拓展稳步进行, 工艺改革稳步推进, 人员保持稳定, 未来三年维持 5% 的增长;

假设 2: 长电先进重点客户持续取得突破, Fan-in 和 Fan-out ECP 进入批量生产, 贡献主要增量, 未来三年订单量维持 10% 稳定增长;

假设 3: 星科金朋整合稳步推进, 协同导入 4.5G 和 5G 战略客户顺利, 2019 年保持与上年持平, 2020 年和 2021 年随着 5G 推进, 订单量保持 5% 和 10% 增长; 随着管理层更换带来整合效率提高, 星科金朋继续减亏;

假设 4: 长电韩国主要进行高阶 SiP 产品封装测试, 受益于客户需求增长, 未来三年订单量保持 5% 稳定增长;

假设 5: 随着下半年行业需求回暖以及大客户转单, 公司产能达到满产, 同时星科金朋管理策略调整带来经营效率改善, 未来三年公司封测业务毛利率有望保持稳步增长, 分别达到 12%、13% 和 14%;

假设 6: 受华为转单影响和星科金朋继续减亏, 公司 2019 年实现扭亏为盈; 2020 年和 2021 年受 5G 建设带来资本开支持续增加, 公司作为华为国产转单最大受益方实现业绩高速增长。

表 2: 分业务收入预测

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
长电本部	收入	7946.00	8343.30	8760.47	9198.49
	增速	7.62%	5.00%	5.00%	5.00%
长电先进	收入	2454.00	2699.34	2969.34	3266.27
	增速	--	10.00%	10.00%	10.00%
星科金朋	收入	8034.03	8034.03	8435.73	9279.31
	增速	-1.75%	0.00%	5.00%	10.00%
长电韩国	收入	5422.46	5693.58	5978.26	6277.17
	增速	2.19%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	23856.49	24770.31	26143.80	28021.24
	增速	0.00%	3.83%	5.54%	7.18%
	毛利率	11.43%	12.00%	13.00%	14.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 5.2 相对估值

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 247.7 亿元、261.4 亿元和 280.2 亿元, 归母净利润分别为 0.7 亿元、6.6 亿元和 10.3 亿元, 由于公司受星科金朋亏损较大影响, 2018 年和 2019H1 均出现一定程度亏损, 目前整合期盈利水平并不能完全反映公司价值, PE 相对估值法参考意义不大。所以我们主要参考 PB 估值法和 PS 估值法对公司进行估值, 无论从历史估值水平来看, 还是与同行业公司相比, 目前公司的 PB 和 PS 水平都处于相对较低的水平, 我们认为公司作为国内封测龙头仍具有成长空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值情况

公司	市值 (亿元)	营收 (亿元)			PS (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
均值					1.56	1.35	1.19
通富微电	117	77.69	95.97	111.88	1.51	1.22	1.05
华天科技	167	85.11	99.98	114.43	1.96	1.67	1.46
长电科技	300	247.70	261.44	280.21	1.21	1.15	1.07

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 公司近 10 年 PS Band



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 25: 公司近 10 年 PB Band



数据来源: WIND, 西南证券整理

## 6 风险提示

- 1) 5G 商业化进程不及预期的风险;
- 2) 星科金朋整合进度不达预期的风险;
- 3) 募投项目投产不及预期的风险;
- 4) 下游需求不达预期的风险; 汇率波动风险;
- 5) 汇率波动风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23856.49	24770.31	26143.80	28021.24	净利润	-926.64	31.07	361.39	527.42
营业成本	21130.76	21797.87	22745.10	24098.27	折旧与摊销	3096.64	1428.93	1428.93	1428.93
营业税金及附加	45.92	37.16	33.99	42.03	财务费用	1131.03	941.27	993.46	1120.85
销售费用	285.37	247.70	261.44	280.21	资产减值损失	546.92	22.00	40.00	50.00
管理费用	1998.91	1981.62	2091.50	2353.78	经营营运资本变动	-166.47	-91.59	-53.93	-90.44
财务费用	1131.03	941.27	993.46	1120.85	其他	-1172.28	-370.75	-358.22	-252.91
资产减值损失	546.92	22.00	40.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2509.19</b>	<b>1960.93</b>	<b>2411.63</b>	<b>2783.85</b>
投资收益	452.30	300.00	300.00	300.00	资本支出	-925.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-123.37	-13.31	-36.43	-43.21	其他	-2630.53	410.93	263.57	256.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3555.86</b>	<b>410.93</b>	<b>263.57</b>	<b>256.79</b>
<b>营业利润</b>	<b>-803.84</b>	<b>29.38</b>	<b>241.87</b>	<b>332.88</b>	短期借款	3703.95	-128.70	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.16	-11.94	-11.43	-11.22	长期借款	-787.39	1517.23	180.32	54.38
<b>利润总额</b>	<b>-813.00</b>	<b>17.43</b>	<b>230.44</b>	<b>321.66</b>	股权融资	3594.30	0.00	0.00	0.00
所得税	113.64	-13.64	-130.95	-205.76	支付股利	-34.00	187.86	-13.87	-131.98
净利润	-926.64	31.07	361.39	527.42	其他	-3055.00	-223.92	-206.00	-11.51
少数股东损益	12.67	-38.28	-298.49	-507.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>3421.88</b>	<b>1352.47</b>	<b>-39.56</b>	<b>-89.10</b>
归属母公司股东净利润	-939.32	69.36	659.88	1034.44	<b>现金流量净额</b>	<b>2466.71</b>	<b>3724.33</b>	<b>2635.64</b>	<b>2951.53</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4774.27	8498.60	11134.25	14085.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3219.68	3547.13	3674.43	3931.07	销售收入增长率	0.00%	3.83%	5.54%	7.18%
存货	2273.58	2375.72	2548.46	2662.37	营业利润增长率	-3572.81%	103.65%	723.35%	37.63%
其他流动资产	637.85	531.28	560.74	601.01	净利润增长率	-1360.05%	103.35%	1063.04%	45.94%
长期股权投资	190.37	190.37	190.37	190.37	EBITDA 增长率	-17.15%	-29.92%	11.03%	8.20%
投资性房地产	117.53	117.53	117.53	117.53	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	19633.07	18294.98	16956.89	15618.80	毛利率	11.43%	12.00%	13.00%	14.00%
无形资产和开发支出	2906.49	2815.73	2724.97	2634.21	三费率	14.32%	12.80%	12.80%	13.40%
其他非流动资产	674.56	674.49	674.41	674.33	净利率	-3.88%	0.13%	1.38%	1.88%
<b>资产总计</b>	<b>34427.40</b>	<b>37045.83</b>	<b>38582.05</b>	<b>40515.48</b>	ROE	-7.54%	0.25%	2.85%	4.03%
短期借款	7128.70	7000.00	7000.00	7000.00	ROA	-2.69%	0.08%	0.94%	1.30%
应付和预收款项	5495.49	5915.59	6120.26	6471.31	ROIC	1.60%	7.35%	8.66%	11.26%
长期借款	2933.79	4451.02	4631.34	4685.72	EBITDA/销售收入	14.35%	9.69%	10.19%	10.29%
其他负债	6574.25	7347.06	8150.77	9283.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>22132.24</b>	<b>24713.67</b>	<b>25902.37</b>	<b>27440.36</b>	总资产周转率	0.73	0.69	0.69	0.71
股本	1602.87	1602.87	1602.87	1602.87	固定资产周转率	1.49	1.60	1.84	2.18
资本公积	10242.50	10242.50	10242.50	10242.50	应收账款周转率	8.15	8.14	8.16	8.27
留存收益	264.91	522.13	1168.13	2070.60	存货周转率	8.94	9.06	9.11	9.18
归属母公司股东权益	12292.22	12367.50	13013.50	13915.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.63%	—	—	—
少数股东权益	2.94	-35.34	-333.83	-840.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12295.16</b>	<b>12332.16</b>	<b>12679.67</b>	<b>13075.12</b>	资产负债率	64.29%	66.71%	67.14%	67.73%
负债和股东权益合计	34427.40	37045.83	38582.05	40515.48	带息债务/总负债	45.47%	46.33%	44.90%	42.59%
					流动比率	0.59	0.77	0.88	0.97
					速动比率	0.47	0.65	0.75	0.85
					股利支付率	-3.62%	-270.86%	2.10%	12.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.59	0.04	0.41	0.65
					每股净资产	7.67	7.72	8.12	8.68
					每股经营现金	1.57	1.22	1.50	1.74
					每股股利	0.02	-0.12	0.01	0.08
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	3423.83	2399.57	2664.26	2882.66					
PE	-31.28	423.61	44.52	28.40					
PB	2.39	2.38	2.26	2.11					
PS	1.23	1.19	1.12	1.05					
EV/EBITDA	11.37	15.62	13.44	11.81					
股息率	0.12%	—	0.05%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn