

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

长电科技 (600584)

动态点评

增持

(维持评级)

2021 年 04 月 06 日

封测龙头 20 年业绩爆表，探究动因之“五问五答”

证券分析师： 许亮

0755-81981025

xuliang1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518120001

证券分析师： 唐泓翼

021-60875135

tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

事项：

封测龙头长电科技，前期预告 2020 年业绩同比增长 13 倍，本文将对市场普遍最关心的问题予以深入解答。

1. 2020 年公司业绩爆表，核心增长来自哪里？
2. 星科金朋为何能实现扭亏并大幅盈利？
3. 2021 年星科金朋盈利能力是否能够继续提升？
4. 除星科金朋外，公司是否还有其他盈利提升驱动因素？
5. 近期封测行业涨价，如何判断公司业绩弹性？

国内封测龙头，维持“增持”评级

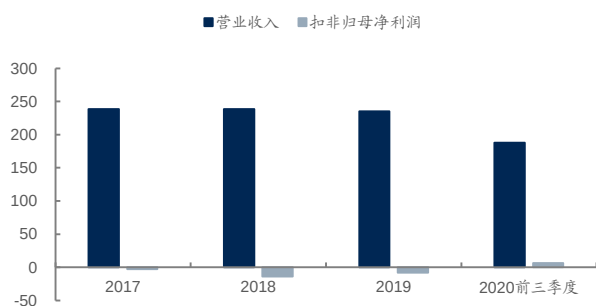
公司是典型的行业领域龙头，受益于国内半导体产业链崛起。预计 20-22 年，净利润 12.30/17.61/21.12 亿元，同比 1287%/43%/20%，对应 20-22 年 PE 50/35/29 倍，给予“增持”评级。

评论：

一、问：预告 2020 年公司业绩爆表，核心增长来自哪里？

星科金朋扭亏为盈，原长电快速增长。公司预告 2020 年净利润 12.3 亿元，同比增长近 13 倍，扣非净利润 9.2 亿元，扭亏并大幅盈利。主要由于封测行业景气度较高，国内外大客户需求拉动，星科金朋实现扭亏为盈，而 2019 年同期长电科技归母净利润约 0.88 亿元，其中星科金朋净利润约-3.75 亿元。2020 年测算星科金朋盈利中值约 2 亿元，同比提升约 5.75 亿，长电科技(除星科金朋)测算净利润约 10.30 亿元，同比增长约 151%。

图 1：公司营业收入及扣非归母净利润（亿元）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：星科金朋及长电科技 2020 年业绩变动预估

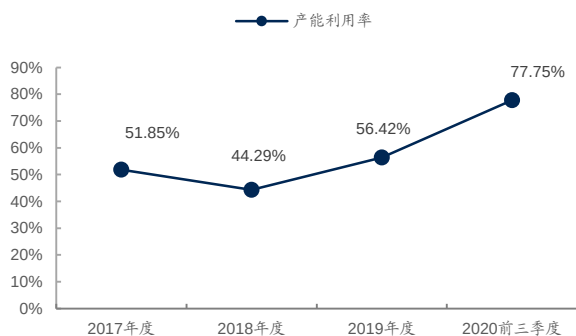
	2019 年	20 前 3 季度	2020 年(E)	同比
长电科技(除星科金朋)	4.10	6.55	10.30	151%
星科金朋净利润	-3.75	1.10	2.00	扭亏为盈
长电科技总体净利润	0.88	7.65	12.30	1298%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

二、问：星科金朋为何能实现扭亏并大幅盈利？

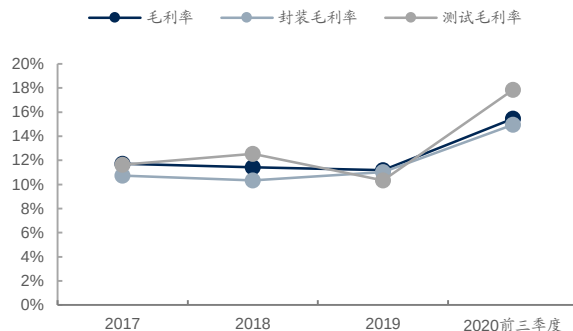
半导体行业景气度较高，国内外大客户抢产能，SiP（系统级封装）产能利用率提升，带动公司整体毛利率提升。公司 SiP 产能主要由星科金朋承接，随着半导体行业景气度较高，且模组化趋势显著，国际客户及国内客户均大幅拉动 SiP 封装需求，带动 SiP 产能利用率由 2019 年度的 56% 提升至 2020 前 3 季度 78%，带动星科金朋盈利大幅改善。

图 3：公司 SiP 产能利用率（%）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司毛利率情况（%）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

三、问：2021 年星科金朋盈利能力是否能够继续提升？

盈利能力能够继续提升，主要来自 SiP 市场需求较好，星科金朋韩国及新加坡的产能利用率将进一步提升。随着 5G、IOT、汽车电子等应用展开，市场对 SiP 需求显著提高，据 Yole 预估，2025 年 SiP 整体市场规模将达到 188 亿美元，复合增速达 6%。

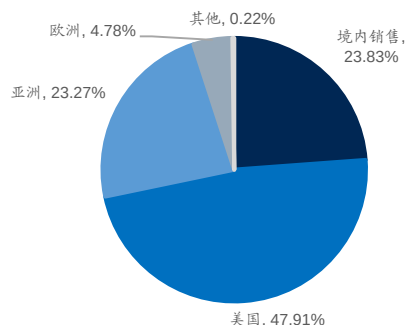
根据公司分地区营收显示，目前公司前 3 季度来自国际客户销售占比约 76%，其中来自美系客户约 48%，据产业链调研了解，公司已配合多个国际顶级客户完成多项 5G 射频模组研发和量产，性能与良率领先国际竞争对手，获得客户和市场高度认可，已应用于多款高端 5G 移动终端。随着星科金朋 SiP 新产品量产加速，有望带动韩国+新加坡厂盈利进一步提升。

图 5：SiP 市场规模及增速



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：2020 年前三季度公司分地区营收占比情况（%）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

四、问：除星科金朋外，公司是否还有其他盈利提升驱动因素？

整合成效显著，各项费用率已呈现显著下降趋势，净利率延续提升趋势。2018 至 2020 前 3 季度，公司期间费用率呈现显著下降趋势，分别为 14.32%、13.38% 和 11.26%，按季度平均发生费用金额分别为 8.54 亿元、7.87 亿元和 7.04 亿元，实现稳中有降。分析来看，公司近年来费用率下降，主要由于管理费用率和财务费用率下降显著。预计

随着公司未来定增成功(计划募集资金 50 亿元, 2020 年 12 月核准) 以及整合进一步深化, 公司管理费用率及财务费用率有望延续改善趋势。

图 7: 公司各项费用率区间

项目	2020年1-9月	2019年度	2018年度	2017年度
营业收入	187.63	235.26	238.56	238.56
销售费用	1.75	2.65	2.85	2.41
管理费用	6.87	10.44	11.11	12.24
研发费用	7.68	9.69	8.88	7.84
财务费用	4.82	8.70	11.31	9.83
期间费用合计	21.12	31.47	34.15	32.32
期间费用率	7.04	7.87	8.54	8.08
销售费用率	0.93%	1.13%	1.20%	1.01%
管理费用率	3.66%	4.44%	4.66%	5.13%
研发费用率	4.09%	4.12%	3.72%	3.29%
财务费用率	2.57%	3.70%	4.74%	4.12%
期间费用率	11.26%	13.38%	14.32%	13.55%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

回顾历史上的半导体高景气周期, 全球封测龙头净利率可提升至 10%~15%, 公司净利率提升空间较大。过去 10 年中, 每轮景气周期来临, 全球龙头封测厂盈利水平都会出现较大提升, 净利率峰值区间为 10%~15%, 提升幅度约为 30%~80% 或更高, 对标国际龙头约 9~10% 的净利率, 公司净利率(2020 前 3 季度约 4%) 提升空间较大。

表 1: 过去 10 年全球封测龙头公司净利率区间

净利率	日月光	安靠	长电科技	矽品精密	力成科技	通富微电	华天科技	京元电子
2010	9.7%	7.9%	5.8%	-	20.2%	8.1%	9.7%	10.2%
2011	7.4%	3.3%	1.8%	7.9%	12.0%	3.0%	6.0%	3.2%
2012	6.7%	1.5%	0.2%	8.6%	8.7%	2.4%	7.5%	10.6%
2013	7.1%	3.7%	0.2%	8.4%	-10.7%	3.4%	8.2%	12.4%
2014	9.2%	4.2%	2.4%	13.5%	8.1%	5.8%	9.1%	15.7%
2015	6.8%	1.8%	0.5%	10.9%	9.4%	6.3%	8.2%	13.3%
2016	7.9%	4.5%	0.6%	11.7%	10.0%	3.9%	7.1%	14.8%
2017	7.9%	6.3%	1.4%	-	9.8%	1.9%	7.1%	11.3%
2018	5.2%	2.9%	-3.9%	-	9.2%	1.8%	5.5%	8.6%
2019	8.0%	3.0%	0.4%	-	8.8%	0.2%	3.5%	11.9%

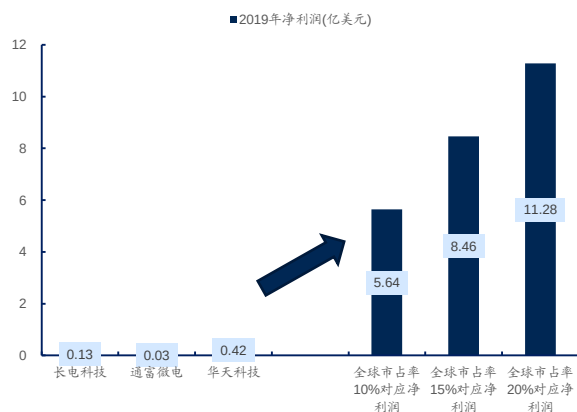
资料来源: wind、国信证券经济研究所估算整理

五、问：封测行业涨价，如何判断公司未来业绩弹性？

我们前期发报告进行测算, 随着景气度提升, 封装价格上涨将带动国内封测龙头盈利能力较快提升。以 2019 年封装价格为基数, 根据测算若封装价格提升 10%, 则有望推动国内龙头公司毛利率提升 20%~40% 不等; 假设费用率不变, 则净利率有望增长数倍。

而随着景气周期持续以及国内厂商份额提升, 测算封测龙头中长期获得全球 10% 的市占率假设下, 以国际龙头公司 10% 的净利率估算, 则年净利润空间可达 35~39 亿, 而目前长电科技 2020 年净利润约为 12 亿, 提升空间较大。

图 8: 国内封测龙头净利润空间测算



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 9: 公司封装价格提升与盈利能力敏感性测试

	长电科技	通富微电	华天科技			
2019年毛利率	17.2%	13.2%	16.3%			
2019年净利率	0.41%	0.43%	0.6%			
假设各家封装产品数量保持稳定的前提下						
假设封装产品数量比例	毛利率	相比2019年提升幅度	毛利率	相比2019年提升幅度	毛利率	相比2019年提升幅度
10%	11.89%	24%	17.42%	2%	31.47%	31%
50%	14.48%	29%	18.31%	3%	22.44%	37%
20%	16.11%	36%	18.88%	39%	23.42%	42%
2019年费用率	10.77%		13.22%		12.71%	
假设各家封装产品数量保持稳定的前提下						
假设封装产品数量比例	净利率	相比2019年提升幅度	净利率	相比2019年提升幅度	净利率	相比2019年提升幅度
10%	3.88%	60%	4.38%	100%	8.75%	142%
50%	5.71%	803%	4.99%	1003%	9.73%	169%
20%	4.34%	954%	5.78%	1177%	10.38%	198%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

五、风险提示

- 1、宏观经济增长不及预期的风险
- 2、公司所在消费电子领域受到贸易摩擦，导致下游需求不及预期的风险。
- 3、公司经营状况受品牌客户影响波动较大，可能存在经营不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2569	3164	3502	3079
应收款项	3350	3685	4274	4818
存货净额	2731	3303	3733	4158
其他流动资产	772	849	985	1110
流动资产合计	9559	11091	12585	13256
固定资产	0	568	1212	1299
无形资产及其他	587	563	540	516
投资性房地产	22464	22464	22464	22464
长期股权投资	972	1753	2534	3316
资产总计	33582	36439	39335	40851
短期借款及交易性金融负债	10925	11607	12437	11851
应付款项	5576	6743	7623	8490
其他流动负债	1149	1132	1280	1427
流动负债合计	17649	19483	21339	21769
长期借款及应付债券	1584	1584	1584	1584
其他长期负债	1710	2168	2397	2511
长期负债合计	3294	3752	3981	4096
负债合计	20944	23235	25321	25865
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益	12627	13193	14004	14975
负债和股东权益总计	33582	36439	39335	40851

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.06	0.77	1.10	1.32
每股红利	0.45	0.41	0.59	0.71
每股净资产	7.88	8.23	8.74	9.34
ROIC	6%	6%	9%	10%
ROE	1%	9%	13%	14%
毛利率	11%	16%	17%	18%
EBIT Margin	5%	6%	8%	9%
EBITDA Margin	19%	7%	9%	10%
收入增长	-1%	10%	16%	13%
净利润增长率	-109%	1287%	43%	20%
资产负债率	62%	64%	64%	63%
息率	1.0%	0.9%	1.3%	1.6%
P/E	798.2	57.5	40.2	33.5
P/B	5.6	5.4	5.1	4.7
EV/EBITDA	20.9	52.7	34.5	27.8

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23526	25879	30014	33841
营业成本	20895	21772	24801	27794
营业税金及附加	37	40	48	54
销售费用	265	291	258	291
管理费用	1044	2146	2485	2798
财务费用	870	516	544	550
投资收益	7	300	100	14
资产减值及公允价值变动	148	(40)	(15)	(15)
其他收入	(445)	0	0	0
营业利润	125	1374	1963	2353
营业外净收支	(45)	(6)	(6)	(6)
利润总额	80	1368	1957	2347
所得税费用	(16)	138	196	235
少数股东损益	8	0	0	0
归属于母公司净利润	89	1230	1761	2112

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	89	1230	1761	2112
资产减值准备	(313)	3060	2640	2763
折旧摊销	3093	155	362	573
公允价值变动损失	(148)	40	15	15
财务费用	870	516	544	550
营运资本变动	(18915)	3686	2741	2797
其它	256	(3060)	(2640)	(2763)
经营活动现金流	(15938)	5110	4880	5497
资本开支	16795	(3800)	(3638)	(3414)
其它投资现金流	(13)	47	0	0
投资活动现金流	16000	(4534)	(4419)	(4195)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1349)	0	0	0
支付股利、利息	(726)	(664)	(951)	(1141)
其它融资现金流	1884	682	830	(585)
融资活动现金流	(2268)	18	(121)	(1726)
现金净变动	(2205)	594	339	(424)
货币资金的期初余额	4774	2569	3164	3502
货币资金的期末余额	2569	3164	3502	3079
企业自由现金流	2520	1506	1645	2569
权益自由现金流	3055	1725	1985	1489

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《长电科技-600584-2020 年预告点评：封测龙头，盈利再超预期》 ——2021-01-24
 《长电科技-600584-2020 年三季报点评：大客户拉货，推动业绩再超预期》 ——2020-11-02
 《长电科技-600584-2020 年半年报点评：封测龙头，盈利加速起航》 ——2020-08-21
 《长电科技-600584-动态点评：半导体产业封测国家队，深度受益国内晶圆制造崛起》 ——2020-05-19
 《长电科技-600584-2019 年报及 20Q1 点评：扣非正向盈利，封测龙头起航》 ——2020-04-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032