

业绩创新高，未来更稳健

买入 (维持)

目标价: 22.0 元

核心观点:

- 行业快速反弹，公司业绩大幅增长可以持续
- 未来产品结构优化，技术升级和产能扩充全面发展

事件:

- 2010 年年报公布，业绩大幅增长:** 公司 2010 年实现营业收入 17.27 亿元、营业利润 1.12 亿元、归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元，分别较上年同期上升 39.52%、56.86%、130.92%。计划每 10 股转增 6 股，但不进行现金分红。

点评:

- 公司业绩创出历史新高。** 公司营业收入增速达到历史最高的 40%，净利润增速达到历史最高的 130%。公司业绩增长主要来自于主营业务的增长；政府补贴也很可观，营业外收入约占利润总额的 32%。
- 行业高度景气态势可以延续。** 继 2010 年行业整体快速反弹之后，2011 年将进入稳健期，预计全年增速在 10% 左右。在全球集成电路产业向中国大陆转移的大趋势下，我国集成电路封测的表现出结构升级、技术提高、竞争加剧等特征。
- 未来盈利能力将会提升。** 公司计划将铜线键合技术应用率提升到 25%，并争取达到 30%，高端产品占比和生产效率提高的综合效益下。我们认为毛利率整体水平会有 2~3 个%的提升空间。
- 风险提示:** 金、铜等原材料价格波动影响较大；汇率波动影响大，出口收入占总收入的 2/3；行业当前扩产较快，未来竞争态势加剧。
- 投资建议:** 我们公司经营稳健，技术和客户优势突出，产品结构升级与规模扩张同步。公司定向增发项目解决产能瓶颈。未来公司业绩成长会更为稳健，预测公司 **2011/2012/2013 年 EPS 0.62/0.83/1.11 元**，对应动态 PE 分别为 **29/21.6/16 倍**，具备长期投资价值，给予“**买入**”评级。

数据摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1237.9	1727.1	2300.0	3210.0	4238.0
YoY(%)	4.1%	39.5%	33.2%	39.6%	32.0%
营业成本	1026.6	1431.9	1863.0	2600.1	3432.8
YoY(%)	1.5%	39.5%	30.1%	39.6%	32.0%
毛利率(%)	17.1%	17.1%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	60.2	139.1	251.4	335.8	449.3
YoY(%)	35.3%	130.9%	80.7%	33.6%	33.8%
净利率(%)	4.9%	8.1%	10.9%	10.5%	10.6%
ROE	5.7%	6.5%	10.5%	12.3%	14.2%
EPS(元)	0.17	0.34	0.62	0.83	1.11
P/E(x)	103.1	52.2	28.9	21.6	16.2
P/B(x)	5.8	3.4	3.0	2.7	2.3

电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5151

Email: Likunyang@hysec.com

市场表现



基础数据

总股本 (万股)	40617
流通 A 股 (万股)	40617
总市值 (亿元)	72.66
每股净资产 (元)	5.25

市场数据

最新收盘价	17.89 元
最近一个月涨幅	3%
2011 年动态 PE	29 倍
PB	3.0 倍

相关研究

- 《长电科技：业绩逆转如预期继续推荐》(2010.6.29)
- 《电子行业 2011 年年度策略：技术和需求才是试金石》(2010.11.30)

集成电路行业仍将维持景气:

全球半导体市场仍处在景气发展中, 2011 年将进入平稳状态。在经历 2008、2009 年的下滑后, 2010 年实现高速增长, 比 2009 年增长 31.8%。另据 CCID 最新统计, 2010 年国内集成电路销售额将大幅增长 29.6%, 规模达到 1430 亿元。受益于消费电子等的需求驱动, 预计 2011 年行业整体增速将在 10% 左右。

我国集成电路封测潜力更大。根据半导体行业协会最新统计, 2010 年国内集成电路封测行业销售 632 亿元, 同比增长 26.8%。根据海关总署统计, 2010 年 1~11 月国内进口集成电路金额为 1431.5 亿元, 同比增长 34%; 2010 年 1~11 月国内出口集成电路金额 265.9 亿元, 同比增长 28.8%。国内集成电路封装测试业占整个产业的比重约 50%。国内集成电路封测能力也远远不能满足快速增长的市场需求, 国内集成电路封测行业的发展空间依然巨大。

我国集成电路封装测试行业的趋势是:

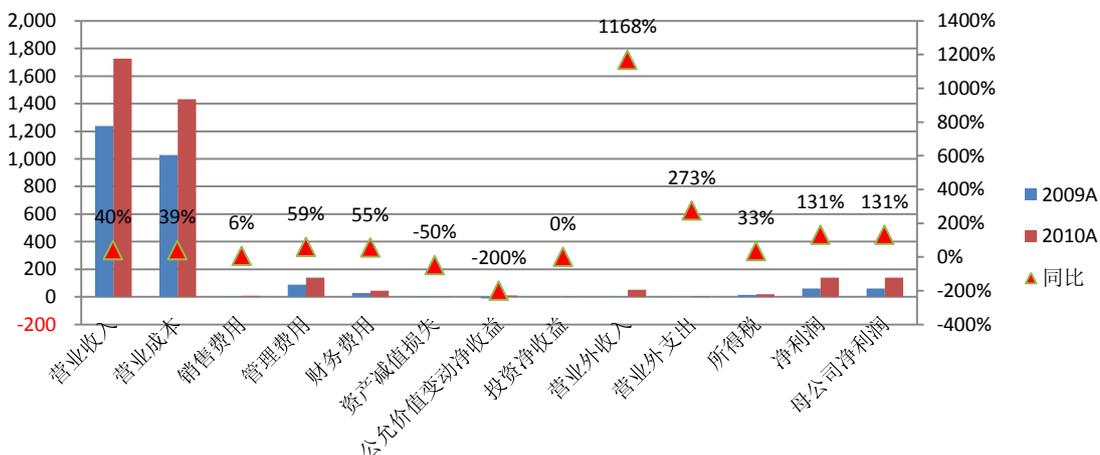
产品结构升级: 封装产品从以低端为主向高端发展; 下游电子产品的发展对上游集成电路提出的要求是: 更轻薄、小型化、多功能、低功耗。集成电路封装从传统的 DIP 向 SOP、TSOP、QFP、BGA、QFN、MCM、CSP 等发展。

承接海外转移: 全球半导体向中国大陆转移的趋势已经形成, 呈加速态势, 且不可逆转。特别是日本地震将加速日本本土半导体产业向中国大陆转移的速度。**公司在这一进程中受益最明显。**公司已经被 TI 授予 2010 年度全球最佳供应商, 标志着公司跨入世界一流集成电路封测企业的行列。另外, 公司与日本富士通的合作将会更加深入。双方拟成立联合研发中心, 目标世界高端封装技术。

行业竞争加剧: 龙头封测企业规模扩张与高端封装技术并重。国外、台湾地区的封测产能转移至大陆地区。

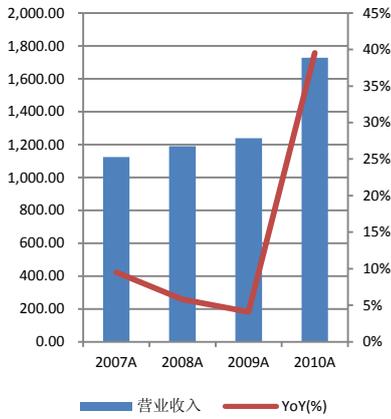
大力发展铜线键合技术。铜丝替代金丝成为当前的发展方向, 未来铜丝键合将成为微电子封装的主流技术之一。铜丝具备价格低、力学性能、电学性能、热学性能好等优点。铜丝的成本仅为金丝成本的 5~10%, 并且在拉伸、剪切强度、延展性等方面优于金丝。**公司计划在 2011 年将铜线键合的比例提高到 25%。**

图 1: 2010 年净利润大幅增长驱动力分析



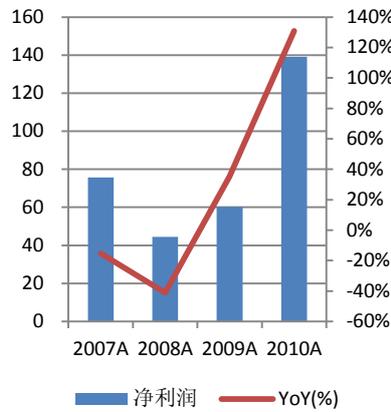
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 近年营业收入及增速



资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 近年净利润及增速



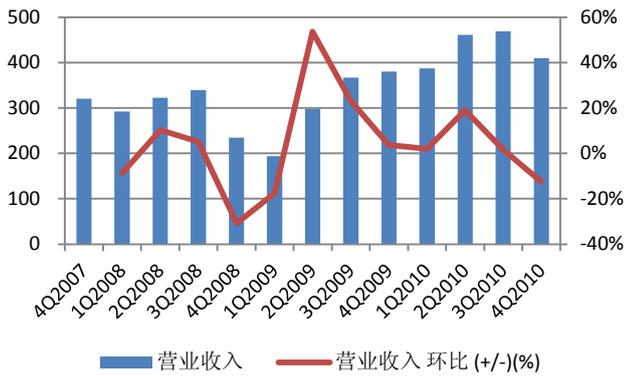
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 近年扣非净利润及增速



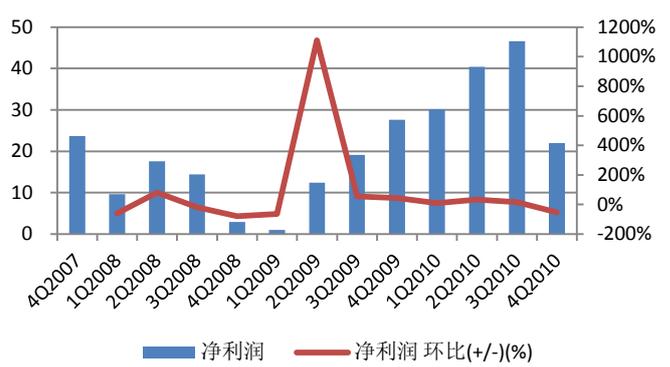
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 营业收入季度环比情况



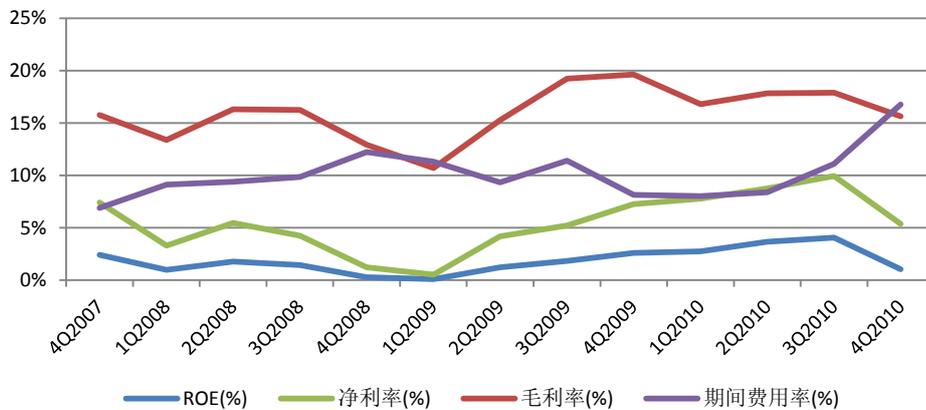
资料来源: 宏源证券研究所

图 6: 净利润季度环比情况



资料来源: 宏源证券研究所

图 7: 盈利能力季度环比情况



资料来源: 宏源证券研究所

单位: 百万元

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,727.1	2,300.0	3,210.0	4,238.0	资产				
YoY(%)	40%	33%	40%	32%	货币资金	1,543.6	733.5	875.1	1,068.6
营业成本	1,431.9	1,863.0	2,600.1	3,432.8	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	39%	30%	40%	32%	应收票据及账款	286.2	460.0	674.1	932.4
营业税金及附加	0.2	0.2	0.3	0.4	预付账款	26.6	23.0	64.2	84.8
销售费用	6.7	8.7	11.6	14.8	其他应收款	14.1	11.5	16.1	21.2
管理费用	139.9	161.0	218.3	275.5	存货	199.0	260.8	390.0	514.9
财务费用	43.8	0.0	16.1	21.2	混业经营金融类资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	3.2	4.6	6.4	8.5	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	10.5	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	2,069.5	1,488.9	2,019.5	2,621.9
投资净收益	0.3	0.0	0.0	0.0	长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	112.3	262.4	357.3	484.8	长期股权投资	15.0	15.0	15.0	15.0
YoY(%)	57%	134%	36%	36%	金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入	51.2	25.0	25.0	25.0	投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	6.0	5.0	5.0	5.0	固定资产、生物/油气资产	1,343.1	1,500.0	1,750.0	2,000.0
利润总额	157.4	282.4	377.3	504.8	在建工程、工程物资	175.5	250.0	100.0	30.0
YoY(%)	113%	79%	34%	34%	无形资产	28.6	30.0	30.0	30.0
所得税	18.3	31.1	41.5	55.5	开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	139.1	251.4	335.8	449.3	商誉	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	131%	81%	34%	34%	长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	其他非流动资产	2.6	3.0	3.0	3.0
归属母公司股东的净利润	139.1	251.4	335.8	449.3	非流动资产合计	1,564.7	1,798.0	1,898.0	2,078.0
YoY(%)	131%	81%	34%	34%	资产总计	3,634.2	3,286.9	3,917.5	4,699.9
主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	负债				
盈利能力(%)					短期借款	222.5	0.0	0.0	0.0
ROE	6.5%	10.5%	12.3%	14.2%	交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率	8.1%	10.9%	10.5%	10.6%	应付票据及账款	692.9	745.2	1,040.0	1,373.1
毛利率	17.1%	19.0%	19.0%	19.0%	预收账款	5.9	0.0	0.0	0.0
期间费用率	11.0%	7.4%	7.7%	7.4%	其他应付款	15.1	0.0	0.0	0.0
营业费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	混业经营金融类负债	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用率	8.1%	7.0%	6.8%	6.5%	其他流动负债	280.6	0.0	0.0	0.0
财务费用率	2.5%	0.0%	0.5%	0.5%	流动负债合计	1,216.9	745.2	1,040.0	1,373.1
资产减值损失率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	长期借款	140.0	100.0	100.0	100.0
资本结构					应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率(%)	41.3%	27.5%	30.6%	32.6%	长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
权益乘数	170.4%	137.9%	144.1%	148.3%	专项应付款	7.6	8.0	8.0	8.0
流动资产/总资产(%)	56.9%	45.3%	51.6%	55.8%	预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债/总负债(%)	81.0%	82.5%	86.8%	89.7%	其他非流动负债	137.3	50.0	50.0	50.0
偿债能力					非流动负债合计	285.0	158.0	158.0	158.0
流动比率	1.70	2.00	1.94	1.91	负债合计	1,501.9	903.2	1,198.0	1,531.1
速动比率	1.54	1.65	1.57	1.53	股东权益				
产权比率	0.70	0.38	0.44	0.48	股本	406.2	406.2	406.2	406.2
营运能力(次)					资本公积金	1,341.6	1,341.6	1,341.6	1,341.6
存货周转率	7.19	7.14	6.67	6.67	留存收益	384.6	635.9	971.7	1,421.0
应收账款周转率	6.04	5.00	4.76	4.55	归属母公司股东的权益	2,132.3	2,383.7	2,719.4	3,168.7
流动资产周转率	0.83	1.54	1.59	1.62	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产周转率	1.29	1.53	1.83	2.12	股东权益合计	2,132.3	2,383.7	2,719.4	3,168.7
总资产周转率	0.48	0.70	0.82	0.90	负债和股东权益合计	3,634.2	3,286.9	3,917.5	4,699.9
每股和估值指标					现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.34	0.62	0.83	1.11	经营现金流	579.6	604.2	679.0	764.1
BPS(元)	5.25	5.87	6.70	7.80	投资现金流	-545.6	-970.0	-146.0	-90.0
P/E(x)	52.25	28.91	21.64	16.17	筹资现金流	1,014.0	-444.3	-392.0	-481.0
P/B(x)	3.41	3.05	2.67	2.29	现金及现金等价物净增加额	1,048.0	-810.1	141.6	193.5

分析师简介:

李坤阳: 宏源证券研究所电子行业研究员, 清华大学工学硕士, 3年证券分析经验, 2010年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。