

星科金朋收购尘埃落定,长电封测巨头地位奠定

公司动态

◆事件:

2015年1月13日晚,长电科技公告以7.8亿美元对价收购星科金朋的全部股份。

◆对收购方案的点评:

我们认为本次收购方案的核心是两条:1)长电科技上市公司要以仅2.6亿美元控制6.6亿美元资金去收购星科金朋,并实现并表,需要设计两级控股结构;2)对国家产业基金而言,长电项目是首秀,为保证投资安全以上报国家下安黎民,设计了非常严格的风控条款,包括回售、转股等等,对长电而言略显苛刻。这个复杂方案出台保证了收购的顺利进行。

◆并购对长电的影响积极:

收购完成后,长电+星科金朋的2014年全年合并营收将达到150亿人民币左右,与台湾公司硅品相当,客户群、技术水平也与之接近,参考可比公司指标,长电科技的合理市值应该为150亿元。如共同收购星科金朋、与中芯国际合资的BUMPING、与母公司及管理层的MIS等,这种更好的治理结构将非常有助于业绩的实现。

◆维持“买入”评级,目标价16.00元:

我们认为集成电路产业是整个电子产业发展的基石,也是涉及到国家安全与经济转型的重要支柱产业,产业的政策扶植力度只会加强,产业链公司将持续受益政策利好。长电科技此次整合星科金朋估值合理,协同性高,有利于充分利用产能,发挥规模经济效应,公司未来在技术提升和客户结构改善上都将开创新局面。

我们预计长电科技2014-2016年的净利润水平分别为2.00、3.97、5.39亿元,对应EPS分别为0.20、0.40、0.55元。目标价16.00元,维持“买入”评级。

◆风险提示:

宏观经济下滑,集成电路产业下游需求不及预期、收购后协同效应不显著,跨国并购企业管理方式水土不服等。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4,436	5,102	6,050	7,318	8,721
营业收入增长率	17.91%	15.01%	18.58%	20.96%	19.17%
净利润(百万元)	10	11	200	397	539
净利润增长率	-84.54%	6.84%	1698.28%	98.73%	35.53%
EPS(元)	0.01	0.01	0.20	0.40	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.43%	0.46%	5.26%	9.62%	11.89%
P/E	1,053	985	55	28	20

买入(维持)

当前价/目标价:11.13/16.00元

目标期限:6个月

分析师

王国勋 (执业证书编号:S0930513060002)
021-22169160
wanguoxun@ebsecn.com

王平阳 (执业证书编号:S0930514070002)
021-22169328
wangpingyang@ebsecn.com

市场数据

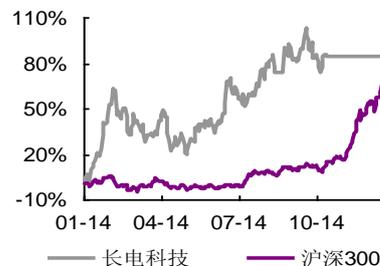
总股本(亿股):9.85

总市值(亿元):109.58

一年最低/最高(元):5.98/12.36

近3月换手率:29.43%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.05	-45.67	23.99
绝对	0.00	-2.53	84.18

相关研报

三大战略布局开始兑现,两条腿走路实现跨越式发展

..... 2014-10-28
增发完成改善财务成本、加速募投项目,继续强烈推荐

..... 2014-09-30

1、长电科技与星科金朋基本情况

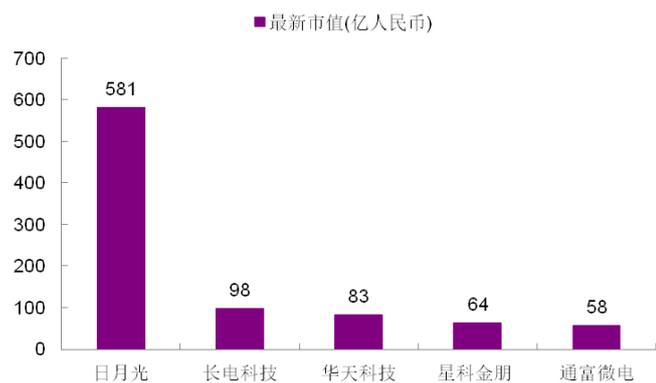
1.1、星科金朋是质地良好的封测公司

星科金朋在 WL/FC/3D/TSV 等领域有较强的技术实力和专利积累,并有国际一流的客户群,在台湾、韩国、泰国、马来西亚、中国大陆设有工厂,同时在美国、瑞士、日本、韩国、台湾、中国大陆等全球主要半导体市场拥有直销团队。2013 年营收规模约 100 亿人民币。

大陆公司收购星科金朋的好处显而易见:可以一步获得大量的先进封装技术、专利和产能,并使得客户群从中低端迅速扩充至国际一线,直接与行业龙头日月光在全球展开角逐,获得典型的“跨越式成长”。尤其是长电公司,成功与星科金朋整合,有望成为全球前三大封测公司。

从大陆三大封测龙头来看,当前虽然规模有所差别,但与星科金朋比都还比较小,长电成功收购了星科金朋后,则会迅速拉开与其他两家的规模差距。

图 1: 日月光、长电、星科金朋等公司市值对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 日月光、长电、星科金朋等公司营收规模对比



资料来源: 公司公告

1.2、长电科技是大陆的大格局封测龙头公司

封测龙头长电科技是我们在大陆集成电路板块首要推荐的公司,我们认为其面临天时地利人和的难得发展局面,是当前最具成长性的 A 股半导体公司。

从盈利层面看,公司过去的盈利显著低于全球前十大的平均水平,经过公司近来年的四大布局和调整,从今年二季度开始效果已经全面显现,进入盈利拐点,我们预计公司的盈利能力将继续向前十大的平均水平靠拢。

从产业和市场环境看,当前相较以往已经发生了巨大变化,政策和资金催动的新形势下,IC 产业百舸争流,通过资源整合实现跨越式发展,做强营收、净利、市值规模,将是龙头公司的必然选择。

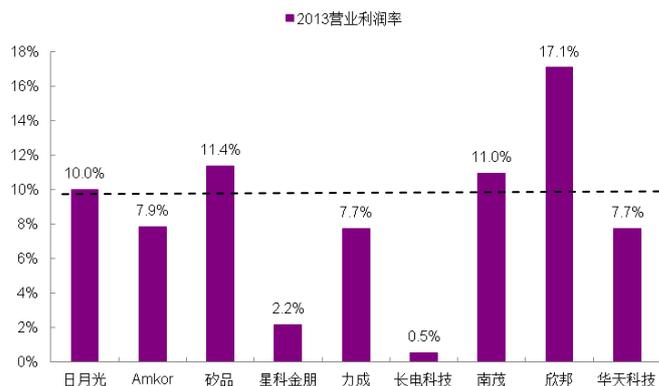
从战略布局来看,公司十年布局已经锁定了未来 5 年的高速增长,成长空间广阔,且确定性强。

图 3：全球前十大封测厂及华天科技营收规模



资料来源：公司公告

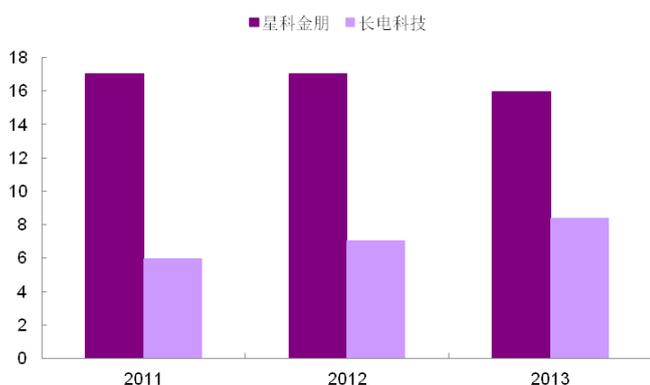
图 4：全球前十大封测厂及华天科技营业利润率



资料来源：公司公告

从数据来看，公司 2013 年前的盈利能力不仅显著低于全球前十大竞争对手，也显著低于技术水平相近的大陆同行华天科技。公司的营业利润率过去三年一直徘徊在-4%~1%之间，不但在全球前十大封测厂排在倒数第一，而且远远低于前十大平均值 8.5%，也显著低于大陆可比同行华天科技的 7.7%。

图 5：长电科技与星科金朋近三年营收(\$亿)



资料来源：公司公告

图 6：长电科技与星科金朋近三年营业利润率



资料来源：公司公告

我们认为与前十大相比，公司过去产品偏中低端，盈利能力较差；与同行华天科技比，公司在人力成本、精细管理能力等方面有一定劣势；同时，大股东持股比例较低也不利于公司业绩的成长。最后，在 2011-2013 年，公司有近 20 亿的产能从江阴搬到了滁州、宿迁，这一过程也给公司盈利带来了难以避免的影响。

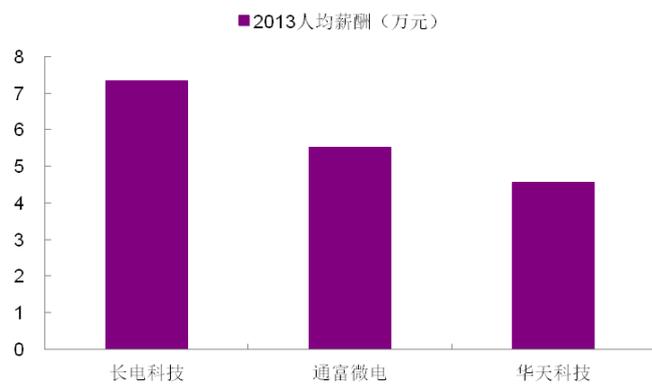
当前生产基地搬迁的不利影响已经基本结束，滁州、宿迁今年的收入有望达到 15 亿元以上，其人均成本 3500 元，显著低于江阴本部的 5500 元，成本下降对盈利的改善效果在 2014H1 已经体现出来，滁州、宿迁目前已经整体扭亏。我们认为长电科技的盈利能力仍有较大的提升空间。

图 7：长电、华天、通富 2013 年人力成本占营收比



资料来源：公司公告

图 8：长电、华天、通富 2013 年人均人力成本



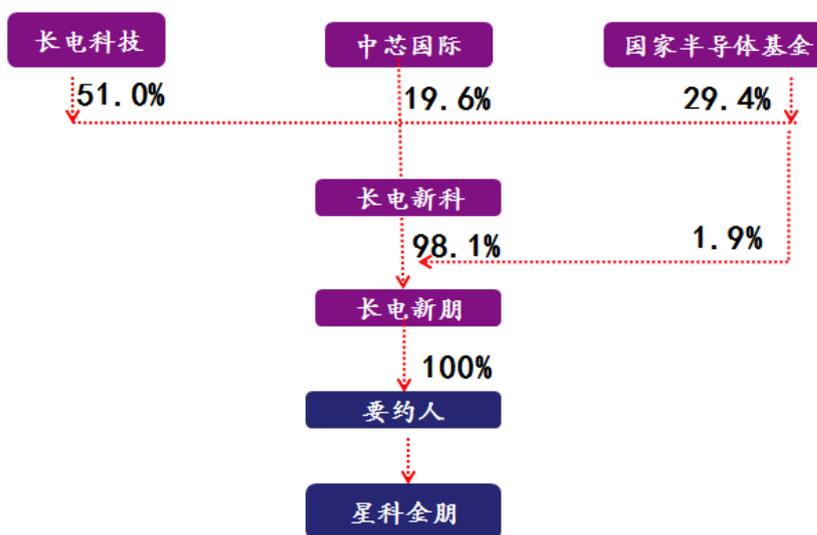
资料来源：公司公告

更重要的是，中国集成电路产业已经进入了一个新时代，在这个新时代，做大做强规模和市值、提升产业影响力，以整合其他产业资源来获得跨越式发展，已经成为行业内公司的普遍选择。这将激发产业界更加重视资本市场形像，更加重视成本控制、利润提升。

2、收购方案点评

2.1、融资方案怎么看？

图 9：融资方案与股权结构图



资料来源：公司公告

我们认为本次收购方案的核心是两条：

- 1) 长电科技上市公司要以仅 2.6 亿美元控制 6.6 亿美元资金去收购星科金朋，并实现并表，需要设计两级控股结构；

2) 对国家产业基金而言，长电项目是首秀，为保证投资安全以上报国家下安黎民，设计了非常严格的风控条款，包括回售、转股等等，对长电而言略显苛刻。这个复杂方案出台保证了收购的顺利进行。

2.2、收购之后怎么看？

收购完成后，长电+星科金朋的 2014 年全年合并营收将达到 150 亿人民币左右，与台湾公司硅品相当，客户群、技术水平也与之接近，而硅品在美国上市的市值约 290 亿人民币；与国内相比，华天科技、通富微电 p/s 均为 2.5 倍。去除本次收购后长电科技的少数股东权益对应的营收约 50 亿，新长电营收也有 100 亿，按硅品 p/s，长电市值应在 190 亿，按华天、通富 p/s，长电市值应在 250 亿。即使考虑到星科金朋盈利能力差，其 p/s 打个 8 折，新长电的合理市值也应该在 150 亿~200 亿之间，而目前仅 95 亿。

表 1：全球主要封测大厂指标

基板类型	全球封测市占率	市值 (亿元人民币)	PB	PE
日月光	45.1%	585.6	2.45	19.2
Amkor	18.9%	88.4	1.50	13.1
硅品	11.8%	288.0	2.32	25.1
星科金朋	9.3%	44.6	0.82	—
力成	6.4%	82.1	1.43	—
长电	5.1%	95.0	2.93	51.6
其他	3.4%	—	—	—

数据来源：Gartner, Wind

虽然公司过去几年盈利能力低于国内外同行，但细看报表可以发现，大部分有外部股东参股的控股公司盈利能力都非常好，比如长电先进、APS、新顺，这些公司治理更加完善，整合各方技术、资金等资源的能力非常强，是公司的核心竞争力和盈利能力的体现。目前为止，公司所有新的重要投资项目都是通过与战略合作伙伴合资的形式来进行，如共同收购星科金朋、与中芯国际合资的 BUMPING、与母公司及管理层合资的 MIS 等，这种更好的治理结构将非常有助于业绩的实现。

国家产业基金和中芯国际这两个战略合作伙伴相当于即将成为公司股东，公司在国内 IC 产业的地位应该被市场所认知；明年下半年高通订单有望开始兑现，明年年底星科金朋扭亏有望看到一定进展，这两件事情如果顺利，公司合理市值应该达到 190~200 亿元。

◆维持“买入”评级，目标价 16.00 元

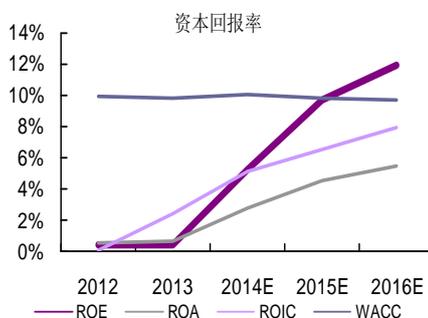
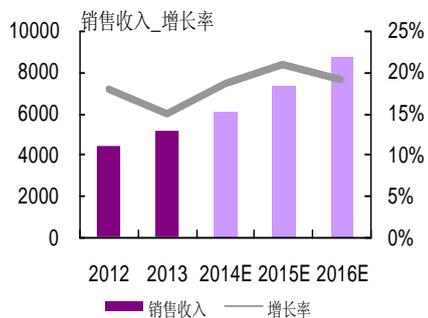
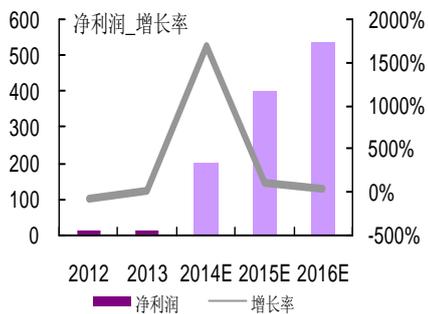
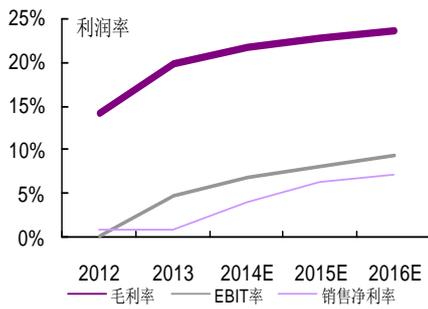
我们认为集成电路产业是整个电子产业发展的基石，也是涉及到国家安全与经济转型的重要支柱产业，产业的政策扶植力度只会加强，产业链公司将持续受益政策利好。

长电科技此次整合星科金朋估值合理，协同性高，有利于充分利用产能，发挥规模经济效应，公司未来在技术提升和客户结构改善上都将开创新局面。

我们预计长电科技 2014-2016 年的净利润水平分别为 2.00、3.97、5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.20、0.40、0.55 元。公司的合理市值为 150-200 亿元，目标价 16.00 元。

◆风险提示：

宏观经济下滑，集成电路产业下游需求不及预期、收购后协同效应不显著，跨国并购企业管理方式水土不服等。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,436	5,102	6,050	7,318	8,721
营业成本	3,804	4,092	4,731	5,657	6,663
折旧和摊销	627	671	1,073	1,183	1,315
营业税费	8	7	8	9	11
销售费用	67	83	106	122	143
管理费用	539	675	786	929	1,081
财务费用	157	176	188	161	187
公允价值变动损益	-1	1	0	0	0
投资收益	2	-40	0	0	0
营业利润	-150	27	217	429	624
利润总额	61	79	287	539	734
少数股东损益	29	38	44	61	85
归属母公司净利润	10.41	11.12	200.01	397.47	538.68

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	7,010	7,583	8,933	10,078	11,410
流动资产	2,207	2,476	3,701	4,446	5,302
货币资金	695	869	1,815	2,195	2,616
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	493	571	670	800	966
应收票据	381	352	417	504	601
其他应收款	2	9	5	6	9
存货	591	628	727	870	1,025
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	62	61	61	61	61
固定资产	3,891	4,059	4,106	4,347	4,645
无形资产	230	222	211	200	190
总负债	4,415	4,943	4,876	5,636	6,482
无息负债	1,715	1,980	2,126	2,318	2,605
有息负债	2,700	2,963	2,750	3,317	3,877
股东权益	2,596	2,640	4,057	4,442	4,928
股本	853	853	985	985	985
公积金	1,041	1,041	2,115	2,155	2,209
未分配利润	532	543	710	995	1,342
少数股东权益	173	208	251	312	397

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	506	810	1,390	1,631	1,977
净利润	10	11	200	397	539
折旧摊销	627	671	1,073	1,183	1,315
净营运资金增加	233	90	418	553	569
其他	-364	38	-300	-503	-446
投资活动产生现金流	-1,020	-1,145	-1,217	-1,583	-1,792
净资本支出	997	1,109	1,217	1,583	1,792
长期投资变化	62	61	0	0	0
其他资产变化	-2,079	-2,314	-2,434	-3,166	-3,584
融资活动现金流	548	397	773	333	235
股本变化	0	0	131	0	0
债务净变化	589	263	-213	567	559
无息负债变化	366	265	146	192	287
净现金流	34	45	946	381	421

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.91%	15.01%	18.58%	20.96%	19.17%
净利润增长率	-84.54%	6.84%	1698.28%	98.73%	35.53%
EBITDA/EBITDA 增长率	4.51%	44.35%	61.73%	20.07%	19.84%
EBIT/EBIT 增长率	-93.77%	4430.84%	67.04%	46.00%	37.20%
估值指标					
PE	1,053	985	55	28	20
PB	5	5	3	3	2
EV/EBITDA	21	15	10	8	7
EV/EBIT	2,454	56	35	25	19
EV/NOPLAT	3,788	90	41	30	23
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	14.24%	19.80%	21.80%	22.70%	23.60%
EBITDA 率	14.26%	17.90%	24.42%	24.24%	24.37%
EBIT 率	0.12%	4.75%	6.69%	8.07%	9.29%
税前净利润率	1.37%	1.54%	4.74%	7.37%	8.41%
税后净利润率 (归属母公司)	0.23%	0.22%	3.31%	5.43%	6.18%
ROA	0.56%	0.64%	2.73%	4.55%	5.47%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.43%	0.46%	5.26%	9.62%	11.89%
经营性 ROIC	0.06%	2.43%	5.10%	6.52%	7.88%
偿债能力					
流动比率	0.57	0.63	0.96	0.96	0.97
速动比率	0.42	0.47	0.77	0.77	0.78
归属母公司权益/有息债务	0.90	0.82	1.38	1.25	1.17
有形资产/有息债务	2.42	2.41	3.10	2.92	2.84
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.01	0.01	0.20	0.40	0.55
每股红利	0.00	0.01	0.07	0.14	0.19
每股经营现金流	0.51	0.82	1.41	1.66	2.01
每股自由现金流(FCFF)	-0.60	-0.38	-0.21	-0.45	-0.35
每股净资产	2.46	2.47	3.87	4.20	4.60
每股销售收入	4.51	5.18	6.14	7.43	8.86

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

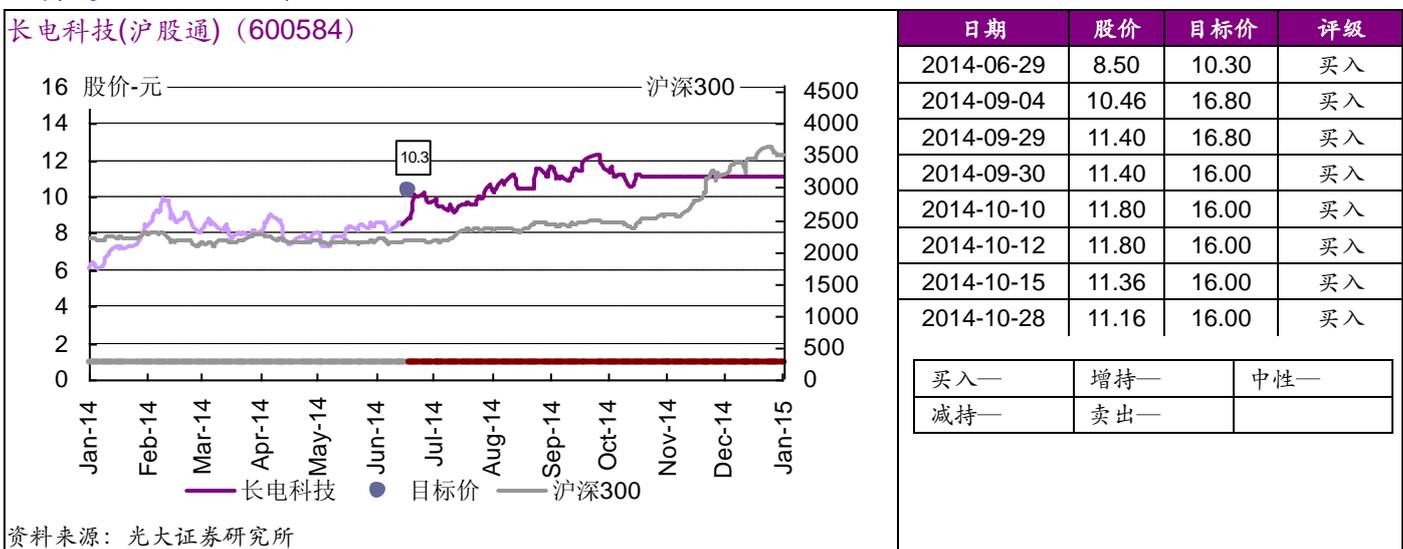
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王国勋，复旦大学微电子系硕士/本科，曾任中投证券电子行业分析师，目前在光大证券研究所负责电子行业研究，2013 年获得电子行业新财富第四，重点覆盖欧菲光，长信科技，三安光电，聚飞光电等个股。

王平阳，厦门大学国际经济学硕士，微电子学学士。2012 年开始进入行业研究领域，先后从事高端装备和电子行业研究，2014 年加入光大证券电子团队。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com