

长电科技（600584）/半导体
封测巨头扬帆出海，业绩反转放量可期
评级：买入（维持）

市场价格：17.39

目标价格：27.6

分析师：李伟

执业证书编号：S0740516110001

电话：021-20315180

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

联系人：耿琛

Email: gengchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,036
流通股本(百万股)	985
市价(元)	17.39
市值(百万元)	18,015
流通市值(百万元)	17,122

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,428.	10,807	18,371	25,629	33,318
营业收入增速	25.99%	68.12%	70.00%	39.50%	30.00%
归属于母公司的净利润	157	52	104	718	1182
净利润增长率	1308.59%	-66.81%	99.91%	590.40%	64.71%
每股收益(元)	0.15	0.05	0.10	0.69	1.14
每股现金流量		1.69	0.07	2.93	3.42
净资产收益率		1.2%	2.4%	14.1%	19.7%
市盈率(倍)		346.5	170.3	25.1	15.2
PEG					
市净率		4.18	4.10	3.55	3.00

备注：

投资要点

- 事件：**公司发布公告，经并购重组委工作会议审核，公司发行股份购买资产并募集配套资金事项（以 15.35 元/股向国家半导体产业基金及中芯国际发行 1.297 亿股收购其持有的长电新科 29.41% 股权、长电新朋 22.73% 股权及长电新科 19.61% 股权，同时以 17.61 元/股的价格向中芯国际发行不超过 1.508 亿股配套募资，交易完成后中芯国际将成为公司第一大股东，星科金朋将成为公司全资子公司）获得有条件通过。公司股票自 3 月 2 日开市起复牌。
- 国家意志推动大陆半导体布局，公司作为封测龙头率先受益。**全球半导体产业产能大规模转移，大陆半导体产业受益国家扶持，迎来黄金发展期。国家重点支持龙头企业收购国际先进产能，助力公司收购全球封测龙头星科金朋，实现在营收、客户、产品的全面突破。15 年公司营收排名上升至全球第 3，已成为全球封测行业的重要玩家。
- “中芯国际+长电科技”合作步入深水区，中国最强半导体联盟发展壮大。**公司拟收购星科金朋全部股权，而中芯国际将成为公司第一大股东，两者合作日趋紧密。①2014 年共同成立 BUMPING 厂中芯长电，每月贡献净利润近 1500 万；②2015 年中芯国际助力公司收购星科金朋。未来公司有望持续受益于中芯国际及大陆地区先进产能的快速扩张，“中芯+长电”最强产业联盟协同效应有望持续显现，成为我国半导体产业的基石。
- 导入大客户有望推动星科金朋迎来业绩反转，高端封测产能扩展带来充分业绩弹性空间。**作为除台积电外唯一具备 Fan-Out 量产能力的公司，得益于大客户持续导入，高端产能利用率逐步恢复，目前新加坡厂已恢复盈利，韩国厂高端 SiP 产品线产能逐步开出，上海厂搬迁进度符合预期，老客户维护及新客户导入进展顺利，逐步走出亏损，中长期业绩无忧。
- 长电中国景气度超预期，增长势头强劲。**长电及子公司覆盖封测高中低端产能，2016 年景气度全面超预期，充沛订单驱动业绩增长：先进产能开满，先进封测市场需求旺盛。作为先进封装基础的 WLCSP 月产 5.5 亿颗，BUMPING 月产能达 14 万片，推动本部净利润超 2000 万元/月；滁州、宿迁厂承接星科金朋上海厂搬迁中部分焊线封装生产设备，产能配置高效，目前滁州厂每月贡献 1300-1500 万利润，宿迁即将扭亏为盈。
- 投资建议：**我们预计公司 2016/17/18 年归属于母公司净利润为 1.04/7.18/11.82 亿元，对应 EPS 为 0.10/0.69/1.14 元，在半导体产业战略高度被不断提升的大背景下，公司兼具稀缺性和成长性，给予 17 年 40 倍 PE，目标价 27.6 元，同时考虑到当前股价与中芯国际 17.61 元/股的认购价倒挂，给予“买入”评级。
- 风险提示：**星科金朋整合不及预期；SiP 生产线产能利用率不及预期；上海厂搬迁进度低于预期。

图表 1：公司财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6809	8078	11858	18405	营业收入	10807	18372	25629	33318
现金	2579	1750	3279	7213	营业成本	8880	16075	21400	27820
应收账款	1839	2306	3310	4449	营业税金及附加	14	25	33	42
其他应收款	336	169	294	465	营业费用	150	270	374	473
预付账款	165	225	312	427	管理费用	1309	2021	2563	3398
存货	1294	2453	3251	4216	财务费用	591	512	521	415
其他流动资产	596	1175	1411	1635	资产减值损失	31	5	6	14
非流动资产	18749	14676	12881	11121	公允价值变动收益	-16	-4	-5	-7
长期投资	267	142	163	192	投资净收益	10	-7	-9	-1
固定资产	13305	12291	10737	8912	营业利润	-173	-548	718	1146
无形资产	619	696	797	929	营业外收入	80	202	100	100
其他非流动资产	4558	1547	1185	1087	营业外支出	29	12	14	15
资产总计	25559	22754	24739	29525	利润总额	-122	-358	804	1231
流动负债	10312	11139	11323	13859	所得税	36	-56	87	49
短期借款	3331	4165	2475	2588	净利润	-158	-302	718	1182
应付账款	2503	3621	4772	6522	少数股东损益	-210	-406	0	0
其他流动负债	4478	3354	4076	4750	归属母公司净利润	52	104	718	1182
非流动负债	8558	5243	6361	7679	EBITDA	1949	1928	3290	3650
长期借款	2925	3544	4336	5234	EPS (元)	0.05	0.10	0.69	1.14
其他非流动负债	5633	1699	2024	2445					
负债合计	18869	16382	17684	21539					
少数股东权益	2381	1975	1975	1975	主要财务比率				
股本	1036	1036	1036	1036	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	2408	2408	2408	2408	成长能力				
留存收益	814	958	1647	2585	营业收入	68.1%	70.0%	39.5%	30.0%
归属母公司股东权益	4308	4397	5080	6012	营业利润	-179.1%	-416.3%	31.0%	59.6%
负债和股东权益	25559	22754	24739	29525	归属于母公司净利润	-66.8%	99.9%	590.4%	64.7%
					获利能力				
					毛利率(%)	17.8%	12.5%	16.5%	16.5%
					净利率(%)	0.5%	0.6%	2.8%	3.5%
					ROE(%)	1.2%	2.4%	14.1%	19.7%
					ROIC(%)	3.3%	-0.2%	8.7%	13.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	73.8%	72.0%	71.5%	72.9%
					净负债比率(%)	37.81%	50.32%	41.56%	39.21%
					流动比率	0.66	0.73	1.05	1.33
					速动比率	0.53	0.50	0.76	1.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.76	1.08	1.23
					应收账款周转率	8	8	9	8
					应付账款周转率	5.00	5.25	5.10	4.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.05	0.10	0.69	1.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	0.07	2.93	3.42
					每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.24	4.90	5.80
					估值比率				
					P/E	346.45	173.30	25.10	15.24
					P/B	4.18	4.10	3.55	3.00
					EV/EBITDA	15	15	9	8

现金流量表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1746	70	3033	3544
净利润	-158	-302	718	1182
折旧摊销	1531	1964	2051	2088
财务费用	591	512	521	415
投资损失	-10	7	9	1
营运资金变动	-230	-1877	-347	-257
其他经营现金流	22	-234	81	115
投资活动现金流	-6211	1896	-341	-400
资本支出	2364	0	0	0
长期投资	7	-189	28	35
其他投资现金流	-3840	1707	-313	-365
筹资活动现金流	4146	-2795	-1163	789
短期借款	1125	834	-1689	113
长期借款	2286	619	792	897
普通股增加	51	0	0	0
资本公积增加	396	0	0	0
其他筹资现金流	287	-4247	-266	-221
现金净增加额	-236	-829	1529	3934

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。