

电子

2019年12月02日

长电科技 (600584)

——封测订单回暖明显，公司自身管理改善显著！

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据：2019年11月29日

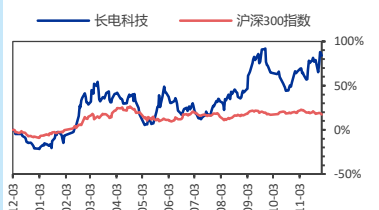
收盘价(元)	20.72
一年内最高/最低(元)	21.58/8.04
市净率	2.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	20400
上证指数/深证成指	2871.98/9582.16

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	7.68
资产负债率%	63.81
总股本/流通A股(百万)	1603/985
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

梁爽 A0230518080008
liangshuang@swsresearch.com

研究支持

梁爽 A0230518080008
liangshuang@swsresearch.com

联系人

梁爽
(8621)23297818×7310
liangshuang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **长电科技更换管理层后，业务进展顺利。**在经历了管理层换届后的波动，原先遗留的问题得到充分分解和解释，中芯国际入主之后，深入了解到公司的各方面问题并着手改进，19Q3-19Q4 进展显著。
- **封测行业迎来摩尔定律放缓的投资良机。**摩尔定律在从 7nm 继续前进的过程中不断放缓，封测行业投资价值更加显现。对先进封测行业的投资更具有性价比。具有先进封测能力的公司，类似于日月光、安靠、长电科技等将会迎来产业发展的浪潮。
- **业务进展情况顺利，两大客户双腿走路。**公司承接芯片设计厂的订单一直是市场关注的重点，大客户订单不断兑现到各个子公司。从国际大客户的角度来看，19H1 由于手机销量不好带来的负面因素得到极大的缓解，长电韩国表现预计会在 19Q4 会超预期；从国内客户帮助星科金朋江阴厂迅速塞满产能，同时我们研判明年将会迎来射频、14nm 制程等大批量订单。在与国际一级竞争对手同时在产品种类的竞争中和部分市场前列的竞争对手不相上下，可以期待公司未来在先进封装角度会有大成长。
- **公司通过成立合资公司保证专利的盘活，有助于 19 年利润表表现。**我们研判公司 2019 年净利润将会回正。公司 10 月 30 日公布公告，星科金朋与关联方共同投资设立合资公司长电集成电路(绍兴)有限公司，星科金朋拟以其拥有的 14 项晶圆 Bumping 和晶圆级封装专有技术及其包含的 586 项专利所有权作价出资，认缴出资额为人民币 9.5 亿元，占注册资本的 19%。我们研判，公司通过成立合资公司使得星科金朋专利技术得以盘活。合资公司对于专利技术的定价将会使得公司 19 年净利润出现较大上扬。
- **我们上调公司评级，由“增持”至“买入”。**我们上调公司 2019/2020/2021 年的归母净利润预测为从 0.46 亿/2.30 亿/5.61 亿至 1.33 亿/7.47 亿/15.56 亿，考虑到封装市场未来两个季度是景气向上，公司整合大超市场预期，传统封装订单会好于预期，公司自身利润低于预期已被市场消化，上调盈利预测后对应 2021 年 PE 为 21X 行业可比公司 2021 年 PE 为 26X。考虑到公司拥有全球领先的先进封装技术，未来 2 年具有很大的成长空间，我们给与公司 2021 年 26X PE，上调公司评级由“增持”至“买入”。
- 风险提示：行业复苏缓慢，历史问题解决缓慢。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	23,856	16,196	23,798	26,100	29,100
同比增长率(%)	0.0	-10.4	-0.2	9.7	11.5
归母净利润(百万元)	-939	-182	133	747	1,556
同比增长率(%)	-	-	-	462.2	108.4
每股收益(元/股)	-0.59	-0.11	0.08	0.47	0.97
毛利率(%)	11.4	10.4	12.0	15.0	17.0
ROE(%)	-7.6	-1.5	1.1	5.7	10.6
市盈率	-35		259	44	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：长电科技可比公司估值表(2019/11/29 收盘价)

代码	简称	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002156.SZ	通富微电	147	42	320	494	350	46	30
002185.SZ	华天科技	165	358	624	765	46	26	22
603005.SH	晶方科技	58	91	153	213	64	38	27
平均						153	37	26

资料来源：wind，申万宏源研究

注：可比公司归母净利润预测引自 Wind 一致预测

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23,856	23,856	23,798	26,100	29,100
其中: 营业收入	23,856	23,856	23,798	26,100	29,100
减: 营业成本	21,061	21,131	20,942	22,185	24,153
减: 税金及附加	53	46	46	50	56
主营业务利润	2,741	2,680	2,810	3,865	4,891
减: 销售费用	241	285	290	318	355
减: 管理费用	1,224	1,111	1,197	1,313	1,464
减: 研发费用	784	888	833	914	1,019
减: 财务费用	983	1,131	756	740	719
经营性利润	-491	-735	-266	580	1,334
减: 资产减值损失	23	547	20	7	11
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	85	452	119	131	146
营业利润	-22	-804	132	696	1,440
加: 营业外净收入	46	-9	0	0	0
利润总额	24	-813	132	696	1,440
减: 所得税	-50	114	-1	-51	-116
净利润	74	-927	133	747	1,556
少数股东损益	-270	13	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	343	-939	133	747	1,556
全面摊薄总股本	1,360	1,603	1,603	1,603	1,603
每股收益 (元)	0.28	-0.65	0.08	0.47	0.97

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。