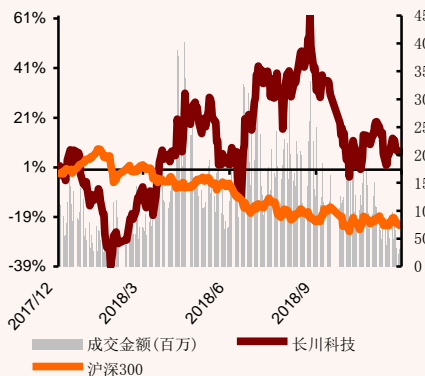


方正证券研究所证券研究报告

首席机械分析师: 吕娟
 执业证书编号: S1220517020002
 TEL: 021-68388509
 E-mail lvjuan@foundersc.com

联系人: 李远剑
 TEL: 021-68388509
 E-mail: liyuanjian@foundersc.co

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《单季放缓无需担忧, 全年高增长预期不变——长川科技 2018 年三季度点评》2018. 10. 28
 《步入加速成长周期, 后续发展动力充足——长川科技 2018 年中报点评》2018. 08. 20
 《收入增长提速, 业务拓展成效初显——2018 年一季报点评》2018. 04. 26

请务必阅读最后特别声明与免责条款

长川科技 (300604)

公司研究

机械设备行业

公司事件点评报告

2018. 12. 13/强烈推荐(维持)

事件: 长川科技公告拟以定增换股形式购买国家集成电路产业基金、天堂硅谷以及上海半导体装备材料基金三方合计持有的长新投资 90%股权。收购完成后, 长新投资将成为公司的全资子公司, 长川科技将通过长新投资全资控股新加坡半导体测试设备企业 STI。

点评: STI 在半导体测试设备领域技术积淀雄厚, 其 2D/3D 高精度光学检测设备优势明显, 产品广泛应用于日月光、安靠、德州仪器、镁光等全球领先的集成电路封测及 IDM 企业。本次收购完成后, 公司与 STI 将在产品、客户和研发技术上形成高度协同, 助力公司快速拓展半导体测试设备的国内及海外市场。此外, 本次收购估值远低于上市公司现有估值, 将显著降低长川科技整体市盈率水平。

※ **STI 积淀雄厚将提升长川整体技术水平, 同时助力长川切入晶圆级测试市场。** STI 专注于芯片及 Wafer 的光学检测、分选、编带等设备超过 27 年, 积累了 154 项专利, 在集成电路 2D/3D 高精度光学检测 (AOI) 设备等领域技术积淀雄厚, 将显著提升长川整体技术水平。同时, STI 在产品类型将助力长川实现快速拓展①STI 生产的转塔、平移式测编一体机与长川现有产品高度重叠, 相互融合借鉴可提高产品整体性能; ②STI 现有膜框架测编一体机和晶圆光学检测机生产技术, 此前长川科技未曾掌握, 通过本次收购长川将在晶圆级封装终检和晶圆制造及封装过程检查市场获得快速突破, 打开新的成长空间。

※ **STI 拥有全球顶尖的客户结构, 有利于加速长川在海外市场拓展步伐。** STI 为日月光、安靠、矽品、星科金朋、UTAC、力成、德州仪器、瑞萨、意法、镁光、飞思卡尔等全球顶尖的封测厂和 IDM 厂供应半导体检测设备, 并多次获得德州仪器供应商卓越奖, 客户结构丰富且企业形象良好。在渠道分布上, STI 目前已在韩国、中国台湾和东南亚 (菲律宾和马来西亚) 拥有 4 家子公司, 在中国大陆及泰国亦拥有专门的服务团队, 基本完成全球主要半导体封测市场的全覆盖。STI 广泛的客户基础、良好的业界口碑和全面的市场布局, 将显著加速长川科技现有产品在海外市场的拓展步伐。

※ **收购对价较为合理将有效降低公司整体估值水平, 产业基金持股比例进一步上行, 公司后续客户及产业资源将更加丰富。** STI 在 2018 年前三季度净利润 4000 万元人民币, 我们预计 2018 年全年净利润有望达到 5000 万元。本次收购长新投资整体作价 5.45 亿元, 对应 2018 年市盈率约为 11 倍。而根据我们的盈利预测, 长川科技当前市值对应 2018 年 PE 为 68, 本次收购估值显著低于长川现有估值, 将有效降低

公司整体估值水平。此外，本次交易对手方中的集成电路产业基金和上海半导体装备材料基金均为我国半导体产业发展推动方，通过定增换股形式收购将提升上述产业基金在上市公司整体持股比例，公司后续将更深入的获取产业基金在客户和产业资源上的支持。

投资建议：预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 0.70、1.09 和 1.66 亿元，同比增 40%、54%和 53%，对应 EPS 分别为 0.47、0.73 和 1.12 元，对应市盈率分别为 68、44 和 29 倍。若假设 STI2018 年净利润为 5000 万元，且 2019 年利润与 2018 年持平，则收购完成后公司 2019 年市盈率约为 33 倍。公司与 STI 在产品、技术和渠道等多领域协同效应明显，收购完成后有望显著加速公司半导体测试设备领域的全球拓展。此外，随着公司自研探针台和数字测试机稳步推进，公司后续成长空间将陆续打开。我们维持公司强烈推荐评级。

风险提示：收购事宜仍存在不确定性，半导体下游需求大幅下滑。

盈利预测：

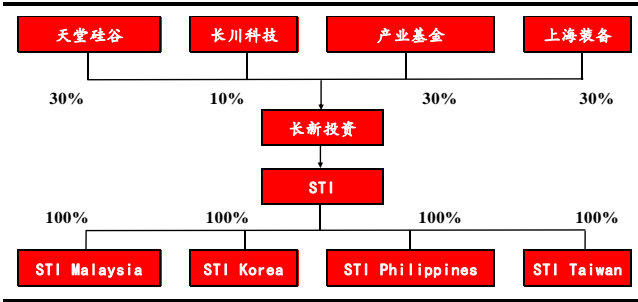
单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	179.79	295.16	444.54	636.51
(+/-) (%)	44.84	64.16	50.61	43.19
净利润	50.25	70.25	108.52	165.91
(+/-) (%)	21.34	39.79	54.48	52.88
EPS(元)	0.34	0.47	0.73	1.12
P/E	95.04	67.60	43.76	28.62

数据来源：wind 方正证券研究所

图表目录

图表 1:	STI 当前为长新投资全资控股	4
图表 2:	STI 在 2018 年前三季度利润 4000 万	4
图表 3:	STI 分产品产能、产量和销量数据列示	4
图表 4:	STI 很大一部分收入来自于晶圆级终检和晶圆制造及封装过程检查	4
图表 5:	STI 近三年前五名客户均为全球知名半导体企业	5
图表 6:	STI 在德州仪器等全球顶级客户中多次获得重要奖项	5
图表 7:	长新投资收购 STI 的整体过程	5
图表 8:	长川科技原有产品单价较 STI 低	6
图表 9:	预计 2019 年大陆 IC 测试设备空间 92 亿	6

图表1: STI 当前为长新投资全资控股



资料来源: 长川科技公告, 方正证券研究所

图表2: STI 在 2018 年前三季度利润 4000 万

项目	2018年1-9月	2017年度	2016年度
营业收入	26926.63	28695.9	33254.64
利润总额	4296.53	855.25	3854.31
净利润	4000.07	878.01	3431.27

资料来源: 长川科技公告, 方正证券研究所

图表3: STI 分产品产能、产量和销量数据列示

产品	指标	2018年1-9月	2017年	2016年
AT468机台	产能(台)	18	24	24
	产量(台)	9	9	14
	销量(台)	10	17	9
	产能利用率	50%	38%	58%
	产销率	110%	188%	64%
Hexa机台	产能(台)	63	84	84
	产量(台)	54	63	63
	销量(台)	54	55	64
	产能利用率	86%	75%	75%
	产销率	100%	87%	101%
iSort机台	产能(台)	45	60	60
	产量(台)	18	18	45
	销量(台)	21	18	41
	产能利用率	40%	30%	75%
	产销率	117%	100%	91%
iFcous机台	产能(台)	18	12	9
	产量(台)	10	8	2
	销量(台)	3	5	4
	产能利用率	56%	67%	22%
	产销率	30%	63%	200%

资料来源: 长川科技公告, 方正证券研究所

图表4: STI 很大一部分收入来自于晶圆级终检和晶圆制造及封装过程检查

产品		2018年1-9月			2017年			2016年		
产品系列	应用领域	销售收入(万元)	销售数量(个)	销售单价(万元)	销售收入(万元)	销售数量(个)	销售单价(万元)	销售收入(万元)	销售数量(个)	销售单价(万元)
AT468机台	转塔式测编一体机 (传统封装终检)	1831.51	10	183.15	3401.4	17	200.08	1453.63	9	181.7
Hexa机台	平移式测编一体机 (BGA、QFN等封装终检)	13890.4	54	257.23	13528.76	55	245.98	15343.14	64	239.74
iSort机台	膜框架测编一体机 (晶圆级封装终检)	4839.65	21	230.46	4154.01	18	230.78	9370.76	41	228.56
iFcous机台	晶圆光学检测机 (晶圆制造及封装过程中检查)	1018.44	3	339.48	1761.66	5	352.33	1147.81	4	286.95

资料来源: 长川科技公告, 方正证券研究所

图表5: STI 近三年前五名客户均为全球知名半导体企业

年度	序号	客户名称	销售收入(万元)	占销售收入比例
2018年1-9月	1	TEXAS INSTRUMENTS INC(德州仪器)	4,270.71	15.86%
	2	PREMTEK INTERNATIONAL INC(技鼎)	4,111.66	15.27%
	3	MICRON TECHNOLOGY INC.(镁光)	3,136.28	11.65%
	4	AMKOR TECHNOLOGY INC(安靠)	2,573.55	9.56%
	5	SANDISK STORAGE MALAYSIA S/B(晟碟)	2,096.72	7.79%
	合计		16,188.94	60.13%
2017年	1	STATS ChipPAC PTE. LTD.(星科金鹏)	3,838.17	13.38%
	2	PREMTEK INTERNATIONAL INC(技鼎)	3,517.13	12.26%
	3	TEXAS INSTRUMENTS INC(德州仪器)	3,308.38	11.53%
	4	AMKOR TECHNOLOGY INC(安靠)	2,674.96	9.32%
	5	RENESAS ELECTRONICS CORPORATION(瑞萨电子)	1,987.67	6.93%
	合计		15,326.32	53.42%
2016年	1	STATS ChipPAC PTE. LTD.(星科金鹏)	8,863.53	26.65%
	2	AMKOR TECHNOLOGY INC(安靠)	5,518.11	16.59%
	3	PREMTEK INTERNATIONAL INC(技鼎)	4,677.15	14.06%
	4	TEXAS INSTRUMENTS INC(德州仪器)	1,753.77	5.27%
	5	NXP SEMICONDUCTORS N.V.(恩智浦)	1,687.26	5.07%
	合计		22,499.82	67.64%

资料来源:长川科技公告,方正证券研究所

图表6: STI 在德州仪器等全球顶级客户中多次获得重要奖项

获奖年份	奖项名称	颁发单位
2016年度	供应商卓越奖	Texas Instruments(德州仪器)
2012年度	优秀嘉奖	MITSUBISHI ELECTRIC(三菱电机)
2010年度	区域供应商认证奖	Texas Instruments(德州仪器)
	优秀供应商	UTAC Group/优特 (United Test and Assembly Center)
2007年度	供应商卓越认证	Infineon(英飞凌)
	优秀供应商奖	Texas Instruments Malaysia(德州仪器-马来西亚)
2006年度	供应商卓越奖	Texas Instruments(德州仪器)
	区域供应商认证奖	Texas Instruments(德州仪器)

资料来源:长川科技公告,方正证券研究所

图表7: 长新投资收购 STI 的整体过程

时间	事件
2018年3月	2018年3月30日,ASTI与浦东科投签订《股权转让协议》(“SPA”),约定ASTI将其项下子公司STI、STI Malaysia、STI Philippines、STI Korea、STI Taiwan进行重组,由STI持有STI Malaysia、STI Philippines、STI Korea、STI Taiwan全部股权,并将由其持有的STI股权转让于浦东科投,转让价格9000万新元。
2018年4-5月	2018年4月、5月,ASTI分别于STI签订《股权转让协议》,约定将ASTI持有的STI Malaysia、STI Philippines、STI Korea、STI Taiwan全部股权于STI。
2018年9月	2018年9月3日,浦东科投与长新投资签订《合作协议》,浦东科投将其与ASTI签订的上述《股权转让协议》项下的全部权利义务转让给长新投资。
	2018年9月3日,长新投资、浦东科投与ASTI签订三方协议,就长新投资受让ASTI与浦东科投签订的SPA项下浦东科投的全部权利义务进行明确约定。
	2018年9月,ASTI与长新投资签订系列补充协议,约定关于SPA的相关权利义务。
	2018年9月26日,STI董事会作出决议同意签订交割文件及相关协议,同意ASTI将其持有的STI全部股权转让给长新投资。
	2018年9月26日(“交割日”),STI在ACRA完成股权变更手续,长新投资持有STI100%股权,至此长新投资本次收购STI完成,STI成为长新投资全资子公司。

资料来源:长川科技公告,方正证券研究所

图表8：长川科技原有产品单价较 STI 低

产品分类	项目	2014	2015	2016
分选机	收入(万元)	4418	4766	6327
	销量(台)	182	161	226
	单价(万元)	24	30	28
测试机	收入(万元)	3212	5244	5627
	销量(台)	123	161	200
	单价(万元)	26	33	28

资料来源：长川科技公告，方正证券研究所

图表9：预计 2019 年大陆 IC 测试设备空间 92 亿

项目	2018E	2019E	2020E
大陆半导体投资额(亿元)	1352	1525	2098
国内公司在大陆投资额(亿元)	711	869	1290
国外公司在大陆投资(亿元)	642	662	814
大陆设备总投资额(亿元)	1014	1145	1573
大陆测试设备(中测+成测)占比	8%	8%	8%
大陆测试设备投资(亿元)	81	92	126

资料来源：长川科技公告，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	477.06	591.46	752.33	991.80	营业总收入	179.79	295.16	444.54	636.51
现金	250.31	289.65	326.20	402.17	营业成本	77.13	120.06	178.78	253.98
应收账款	135.03	177.38	254.12	354.53	营业税金及附加	2.12	2.95	4.45	6.37
其它应收款	1.72	2.67	4.02	5.75	营业费用	18.44	26.56	38.23	52.19
预付账款	0.32	0.36	0.54	0.76	管理费用	53.37	73.79	106.69	143.22
存货	54.83	69.45	96.32	133.88	财务费用	-3.30	-3.75	-4.34	-4.89
其他	34.84	51.94	71.14	94.71	资产减值损失	2.69	3.72	6.25	8.46
非流动资产	62.44	80.16	101.42	117.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1.10	3.50	2.00	1.00
固定资产	49.89	67.22	86.35	99.88	营业利润	53.86	75.33	116.49	178.19
无形资产	10.28	10.67	12.80	15.52	营业外收入	0.20	0.20	0.20	0.20
其他	2.27	2.27	2.27	2.27	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
资产总计	539.51	671.62	853.75	1109.47	利润总额	54.05	75.53	116.69	178.39
流动负债	117.11	201.22	304.48	431.35	所得税	3.80	5.29	8.17	12.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	50.25	70.25	108.52	165.91
应付账款	33.63	47.69	73.47	104.37	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	83.48	153.52	231.01	326.98	归属母公司净利润	50.25	70.25	108.52	165.91
非流动负债	3.11	3.11	3.11	3.11	EBITDA	31.74	75.13	123.14	193.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.34	0.47	0.73	1.12
其他	3.11	3.11	3.11	3.11					
负债合计	120.22	204.33	307.59	434.47	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	78.03	148.25	148.25	148.25	营业收入	0.45	0.64	0.51	0.43
资本公积	274.82	274.82	274.82	274.82	营业利润	0.93	0.40	0.55	0.53
留存收益	112.03	89.82	168.69	297.53	归属母公司净利润	0.21	0.40	0.54	0.53
归属母公司股东权益	419.28	467.29	546.16	675.00	获利能力				
负债和股东权益	539.51	671.62	853.75	1109.47	毛利率	0.57	0.59	0.60	0.60
					净利率	0.28	0.24	0.24	0.26
					ROE	0.12	0.15	0.20	0.25
					ROIC	0.16	0.38	0.49	0.62
					偿债能力				
					资产负债率	0.22	0.30	0.36	0.39
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	4.07	2.94	2.47	2.30
					速动比率	3.61	2.60	2.17	2.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.49	0.58	0.65
					应收账款周转率	1.58	2.03	2.20	2.24
					应付账款周转率	6.21	7.26	7.34	7.16
					每股指标(元)				
					每股收益	0.34	0.47	0.73	1.12
					每股经营现金	0.07	0.26	0.39	0.61
					每股净资产	2.83	2.14	2.50	3.09
					估值比率				
					P/E	95.04	67.60	43.76	28.62
					P/B	21.92	14.98	12.81	10.37
					EV/EBITDA	144.54	59.34	35.91	22.46

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com