

中性 维持

长电科技 (600584)

2008 年 12 月 30 日

股票价格

20081229 收盘价	3.08 元
6 个月内目标价	2.80 元
59 周内股价波动	2.26-19.28 元

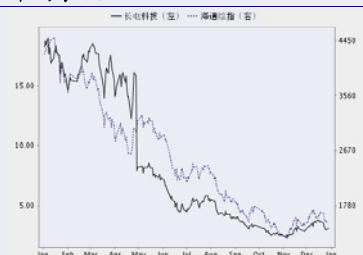
主要估值指标

	2007	2008E	2009E
市盈率	16.21	25.66	30.8
市净率	1.38	1.37	1.31
PEG	-0.57	-0.90	-1.11
EV/EBITDA	2.30	4.75	5.65

股本结构

总股本 (万股)	74518.40
流通 A 股 (万股)	74518.40
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

长电科技股价异动点评 20081212

电子及家电行业分析师

邱春城

电话: 021-23219413

Email: qiucc@htsec.com

行业下行, 成长模式难以为继

电子需求随金融危机亦步亦趋的恶化, 分立器件封装受影响更大。公司依赖投资拉动的重资产模式是内在特征, 而技术进步是外在现象。我们探讨了公司成长模式和盈利预测的思路, 对新品和业绩持谨慎态度。

主要财务数据及预测

	2007	2008E	2009E	2010E
净利润增长率 (%)	50.41	-36.29	-19.13	12.91
毛利率 (%)	24.53	20.00	18.00	18.00
净资产收益率 (%)	8.92	5.38	4.17	4.49
每股经营性现金流 (元)	0.86	0.91	0.17	0.73
每股收益 (元)	0.19	0.12	0.10	0.11

资料来源: 海通证券研究所

- **电子行业需求同步金融危机节奏, 亦步亦趋的恶化。**淡季提前来临, 需求恶化程度高于此前预期, 由于需求恶化是全球性的, 电子业颓势已经形成, 最近政策利好难改下行趋势, 预期下行趋势可能延续到 2Q09, 但何时回升及幅度还未可知。
- **封装产业趋势和长电状况:** 1) 公司开工率逐渐降低。分立器件的开工率降低到 5~6 成左右, 集成电路封装的开工率目前在 7~8 成左右; 2) 2007 年分立器件贡献主营收入和主营利润的 56% 和 66%, 集成电路分别对应 39% 和 30%; 3) 收入: 1Q08 和 2Q08 同比增长, 但是 3Q08 和去年同期持平; 4) 毛利率: 1Q08~3Q08 期间的三个季度毛利率节节下降, 与 2007 年同期的季度毛利率节节上升形成鲜明对比。
- **IC 封装产业的特征。**1) 重资产”特征: “收入/固定资产净值”在行业最低端波动; 2) 技术进步特征: 核心在工艺开发和设备, 科研重要性上升, 一线生产员工重要性降低, 产品技术进步特征可以拉动毛利率成长; 3) 原料占比在 60% 以上, 降低成本是行业发展趋势; 4) 设备通用性强, 共用性强, 产能综合拉动效应明显。
- **过去 4 年公司成长归因。**1) 需求: 过去几年需求周期向上, 这是公司成长大前提; 2) 融资投资: 长电作为重资产公司, 一切都需投资支撑, 融资 (银行贷款和资本市场融资) 周期和投资周期和向上的需求经济周期吻合; 3) 投资向中高端顺利转型, 投资有成效, 产品技术进步明显, 使产品均价相对稳定, 毛利率逐年上升, 导致成长; 4) 公司民营体制和灵活用人是必要条件; 5) FBP 等新品不是成长主力, 最近的 CMMB 和 U 盘等整机品的利润拉动作用还有待观察。
- **成长模式:** 具有依赖投资的重资产特征, 而技术进步是外在现象, 成长内生性弱, 长期成长性有待考验。
- **盈利预测与投资建议。**基于行业下行、公司技术进步作用弱化、所得税降低的假设, 预期长电科技 2008~2010 的对应 EPS 分别为 0.12 元、0.10 元和 0.11 元, 给予“中性”的投资评级。
- **主要不确定因素。**行业下降低点和回暖时间点, 新品对利润的拉动效果, 直接面对国际企业的竞争

目 录

投资要点.....	3
1 电子产业：需求恶化高于预期，利好难改下降趋势	4
1.1 淡季提前来临，需求恶化高于预期	4
1.2 需求恶化是全球性的	4
1.3 原料降价并非全是好事	4
1.4 电子业颓势已经形成，政策利好难改行业趋势	4
2 公司业务构成.....	5
2.1 今年前三季度：需求 3 季度恶化，开工率降低，分立器件恶化明显	5
2.2 主营构成：分立器件为主，集成电路为辅	5
2.3 2008 年前三季度毛利率连续下降，成长势头停滞	5
3 过去 4 年成长表观财务归因：产品优化，毛利率上升	6
3.1 2004-2007 年的高速增长.....	6
3.2 产品向中高端顺利转型，使产品均价相对稳定，毛利率微有上升.....	6
4 封装行业的四个特征.....	7
4.1 特征之一：“重资产”	7
4.2 特征之二：原料占比在 60%以上，降低成本是行业发展趋势.....	8
4.3 特征之三：设备通用性强，功用性强，产能综合拉动效应明显.....	9
4.4 特征之四：工艺、设备和科研重要性上升，生产员工重要性降低.....	10
5、过去 4 年成长归因	10
5.1 必要条件之一：总需求畅旺（公司不可控的外部因素）	10
5.2 必要条件之二：持续高强度投资，投资使技术有效升级（公司可控）	10
5.3 必要条件之三：体制和人员优势、决策和执行力强（公司可控）	11
5.4 必要条件之四：国内竞争少，公司具备规模和技术优势.....	12
6 FBP、U 盘和 CMMB 等数字电视棒等新品的探讨	12
6.1 公司对新品的态度：积极但从未承诺	12

6.2 新品新技术的象征意义大，成长依赖成熟产品，谨慎观察.....	12
6.2 FBP 表现低于预期，不是过去 4 年公司成长动力	13
6.3 CMMB 数字电视棒和 U 盘：盈利和盈利能力有待市场验证	13
7 长电科技成长模式和盈利预测的思路.....	14
8 盈利预测和投资建议.....	14
8.1 基本假设.....	14
8.2 业绩预测与投资建议.....	14
8.3 投资风险.....	14
财务报表分析和预测.....	15

投资要点

过去四年，长电科技在需求无忧前提下，公司通过高负债和资本市场巨额融资，以高投入实现了产量和产品档次的上升，从而获得稳健成长。

2008年4季度起，受全球影响导致需求萎缩和订单下降，高投入模式难以实现公司的成长，我们预测公司业绩下降，给予公司“中性”的投资建议。

我们认为公司成长内生性弱，具有依赖投资的重资产特征，而技术进步是外在现象。

估值分析

鉴于对行业下行的判断和对公司成长模式的探讨，预测公司2008、2009和2010年公司每股收益分别为0.12、0.10和0.11元，公司动态PE较高，给予“中性”投资评级。

有别于大众的认识

- 大量融资→大量投入→固定资产增加→产能/产量增加→收入增加，是封装行业成长的通行模式。依赖投资拉动的重资产特征是内在特征。
- 该模式有投入产出比低，内生性弱的特点，长此以往造成财务杠杆/资产负债率上升。
- 公司经常推出新技术、新产品，实际上新技术、新产品毛利率并不高，综合毛利上升有限，技术进步仅仅是表面现象，技术进步是投资的结果，是外在现象，成长依赖投资拉动是内因。
- 在需求持续上升和市场资金容易获得的时候，公司一直投资，问题还不明显，仍然能维持公司的持续成长。
- 但我们预期未来几年行业需求比较平淡，因此，投资拉动模式难以奏效，而且资金获得更为困难，因此，我们预期未来公司的利润将下降。
- 目前市场期待的FBP等新品不是公司成长主动力，仅具备象征意义，其它小型化中高端的成熟技术产品是公司成长的默默功臣。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 收入成长对资本投入非常敏感。三家业内公司的收入/固定资产比在1.0~1.6左右，过去几年，该比值比例有线性关系。长电最近4年收入/固定资产比在1.0~1.3左右。
- 公司新技术产品的毛利率仍然很低，综合毛利率微有上升，表明技术升级可能处于产业成熟，拉动效果不大，缺乏真正意义上的技术进步特征。
- 最近电子下游需求和全球金融危机亦步亦趋的恶化。公司60%以上净利润来自分立器件，但最近分立器件封装恶化程度高于集成电路。

不确定因素

- 行业下行，需求何时上升还未可知。
- 直接面对国际企业的竞争。
- 新产品业务进展有待观察。

1 电子产业：需求恶化高于预期，利好难改下降趋势

在 2008 年 12 月 29 日《电子业 2009 年投资策略（需求下降、盈利探底之旅，电子子公司新分类法）》报告，作者对 2009 年电子行业趋势进行详细探讨，可以参见该文章，下面仍然进行部分探讨。

1.1 淡季提前来临，需求恶化高于预期

前期需求虽然弱势，但呈现正常的淡旺季特征，没有明显下降迹象。但最近通过跟踪上市公司，在 10 月份传统旺季，部分公司反映开工率明显不足、出口下降，这反映出需求下降和淡季提前到来的迹象，显示需求恶化超越预期。

跟踪上市公司对未来的预期，需求预期越来越弱，表现逐渐悲观，从年初的不受次贷危机影响，到逐渐影响，到 9~10 月需求突降，和全球金融危机深入的步调亦步亦趋，一方面说明和宏观环境的恶化有直接关系，此外也说明，外向性电子行业已经没有产业转移初期的优势，而是处于产业转移后期，和全球电子处于联动状态。

1.2 需求恶化是全球性的

经济下降使非必须消费品的电子产品更新换代频率降低，这和次贷危机向全球实体经济扩散相关。

从需求来分析，欧盟和美国是受次贷危机打击最大、衰退已成定局的地区，经合组织（OECD）最新预测 2009 年美国经济、日本经济和欧元区经济分别萎缩 0.9%、0.1% 和 0.5%。

全球 CPU 龙头的英特尔（INTC）预期 4Q08 营收将较此前预期低 14% 左右，全球半导体代工龙头台积电（2330 TT）预期 4Q08 营收较 3Q08 下降 24%，市场预测机构都预测 2009 年将更加艰难。

国内电子业终端出口比例非常高，其景气与全球经济相关，如果包括经合组织在内的各家机构预测准确，那么国内电子业中，尤其是那些直接出口比例大或配套终端出口比例大的企业，在 4Q08 和 1Q09 将逐渐显现出来，2009 年景气度仍很不乐观

1.3 原料降价并非全是好事

最近全球大宗原料价格下跌，导致电子业的原料成本降低，使总成本降低。短期而言，但是如果前期存储过多的原料，在原料降价过快的情况下，在高价存货消化之前，对业绩也是一个下拉作用。

需求降幅的副作用远大于原料降价对行业的利好影响。

1.4 电子业颓势已经形成，政策利好难改行业趋势

前期国家的宏观政策比如人民币升值、财务成本上升（高利率环境）、人力成本上升对电子产业环境的恶化推波助澜。

最近政策转暖，主要有：第一，国内将货币政策从紧缩改为放松，国外不断降低利率，可以在一定程度降低企业的财务费用，但是经济前景不明情况下，以中小企业为主体的电子企业获得贷款仍然困难；第二，为防止出口急剧下滑，国家提高了部分产品的出口退税率，一定程度上提高产品毛利率；第三，国内重新认定新的优惠所得税率。

在需求转弱大前提下，原料降价、出口退税率提升、人民币贬值等政策利好只能缓解危机程度，而不能解决危机，国家出台庞大基建项目以拉动内需为目的，但与电子业没直接关联，因此，我们认为政策利好作用不大，2009 年行业下行趋势难以改变。

2 公司业务构成

2.1 今年前三季度：需求 3 季度恶化，开工率降低，分立器件恶化明显

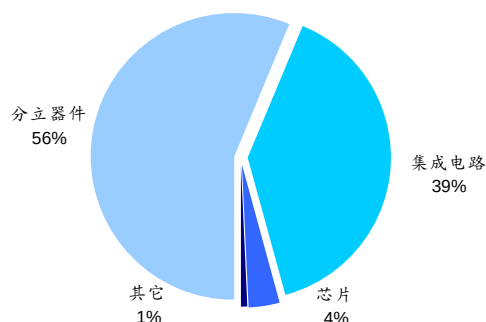
我们对封装企业进行电话跟踪，集成电路的开工率目前在 7~8 成左右，分立器件开工率降低到 5~6 成左右，部分企业需求的减弱从 2008 年中期就开始，部分企业从 9 月和 11 月陡然感觉到需求订单的降低，部分企业甚至减产。总体来看，分立器件的开工率低于集成电路，单纯以集成电路封装的通富微电订单情况稍好一点，而具有低成本优势的华天科技可能接单能力稍强。

长电科技的部分产品与手机相关，而手机行业今年 2008 年成长性弱，是公司开工率降低的一个原因；其次，部分配套部分为玩具这样类似初级劳动密集型出口企业配套，随其部分倒闭导致订单需求减少；第三，即使有订单，部分定价太低，公司因为成本因素难以承受放弃接单；第四，部分生产线由分立器件向集成电路转移，但仍然难以抵挡需求的下降。

2.2 主营构成：分立器件为主，集成电路为辅

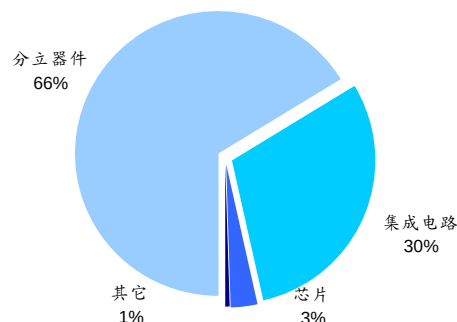
如图 1 和图 2 所示，分立器件业务贡献了主营收入和主营利润的 56% 和 66%，而集成电路业务分别贡献了 39% 和 30%，可见分立器件封装盈利能力强于集成电路封装，是公司主导业务。

图 1 2007 年长电科技主营收入构成



资料来源：长电科技年报

图 2 长电科技主营利润构成



资料来源：长电科技年报

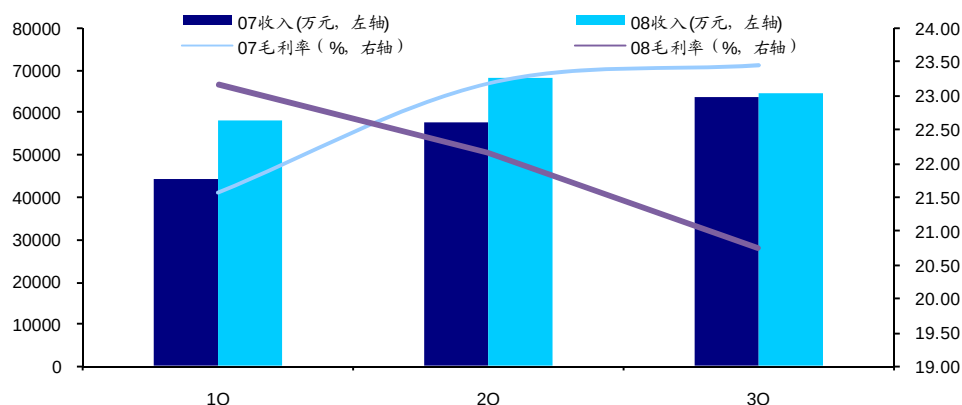
2.3 2008 年前三季度毛利率连续下降，成长势头停滞

如图 3 所示，公司 2008 年第一、第二季度收入还能同比增长，但是第三季度仅和去年同期持平。

2008 年前三季度公司毛利率却节节下降，和 2007 年前三季度毛利率的节节上升形成对比。

2008 年前三季度，伴随公司持续的资本投入和改造，和 2、3 季度旺季来临，公司仍然陷入收入成长停滞，毛利率下降的不利情况，可见公司成长势头基本停滞。

图 3 长电科技 2007-2008 年前三季度单季收入和毛利率构成变化



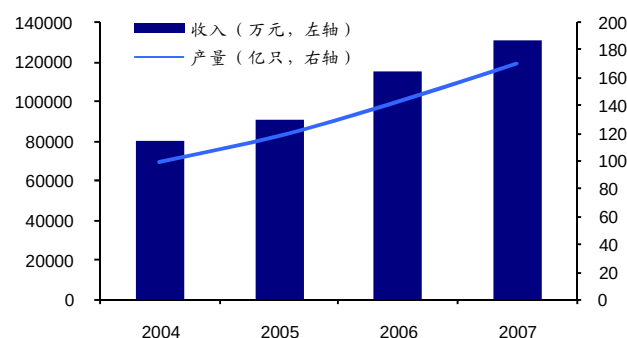
资料来源：公司定期报告公告

3 过去 4 年成长表观财务归因：产品优化，毛利率上升

3.1 2004-2007 年的高速增长

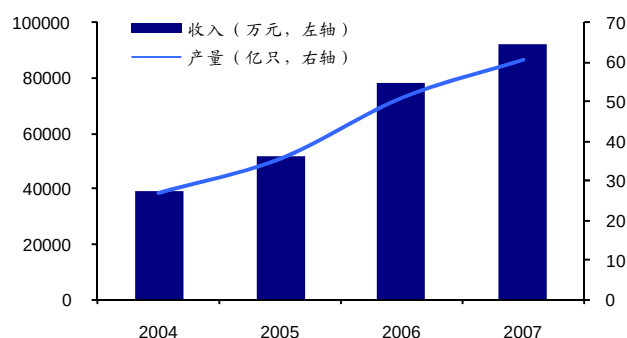
如图 4 和图 5 所示，从 2004 年到 2007 年，公司产量扩充迅速，收入连续上升，分立器件封装量从 99 亿只上升 170 亿只，集成电路封装量从 27 亿只上升到 60 亿块，在 2008 年持续扩产后，达到分立器件和集成电路产能分别扩大到 216 亿块和 76 亿块。

图 4 长电科技分立器件的产量和收入



资料来源：长电科技年报

图 5 长电科技集成电路产品的产量和收入



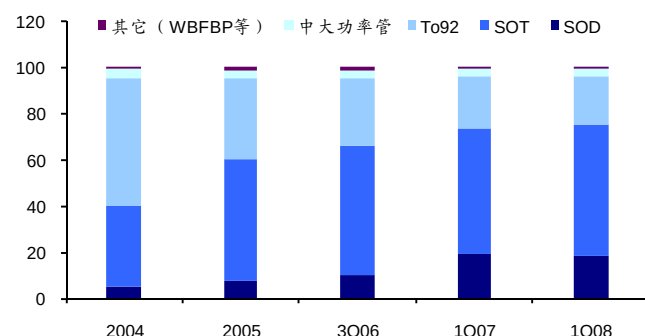
资料来源：长电科技年报

3.2 产品向中高端顺利转型，使产品均价相对稳定，毛利率微有上升

公司没有在公开披露产品结构，从其它市场资料和相关同行报告的历史数据跟踪，得到公司历年产品结构演变升级状况，如图 6、图 7 所示。

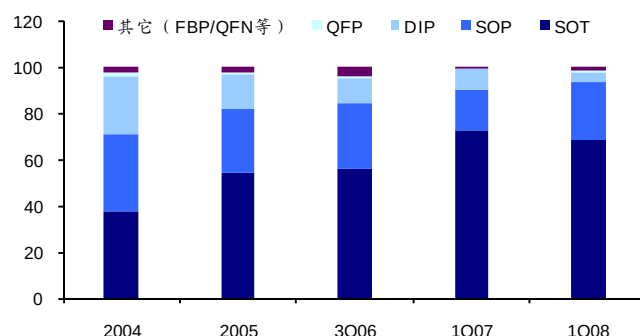
在分立器件中，TO92 等低端产品占销售量比例大幅下降，SOT、SOD、中大功率管等中高端产品占销售量比例逐步提高；在集成电路中，低端 DIP 系列占销售量的比重大幅下降，中高端 SOT、SOP 等产品占销售量比重大幅提高。而一直被市场厚望的 FBP 在收入占比中的比例几乎可以忽略不计。

图 6 长电科技分立器件产品结构构成变迁 (%)



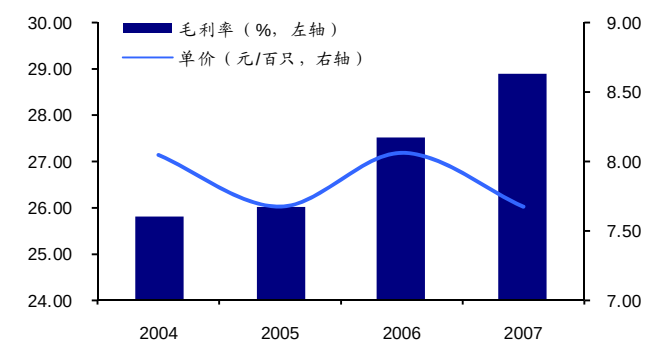
资料来源：海通证券研究所

图 7 长电科技集成电路产品结构构成变迁 (%)



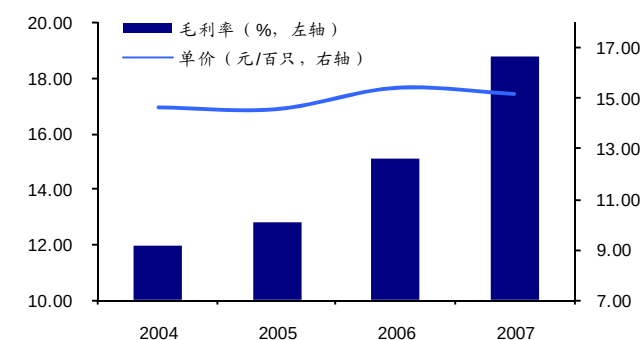
资料来源：海通证券研究所

图 8 长电科技分立器件的毛利率和单价



资料来源：长电科技年报

图 9 长电科技集成电路产品的毛利率和单价



资料来源：长电科技年报

表 1 长电科技 EBIT 和 EBITDA 利润率情况

年份	2004	2005	2006	2007	1Q08
EBIT 利润率 (%)	11.24	11.16	12.07	13.81	11.01
EBITDA 利润率 (%)	22.15	24.40	25.31	26.97	

资料来源：长电科技年报

如图 8 和图 9 所示，2004~2007 年，公司产品均价几乎稳定，而毛利率逐略有上升，反映出产品结构得到优化。

因此，随中高端产品比重不断增加，产品结构逐渐优化，产品单价稳定，毛利率上升（除了本毛利率本身之外，表 1 中数据也说明这一点，但总体上幅度不大）使公司收入取得稳定成长。

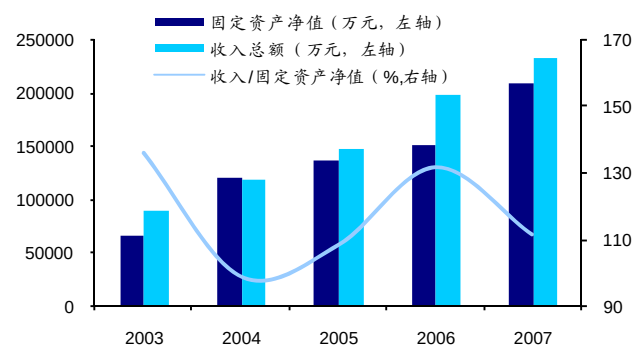
4 封装行业的四个特征

4.1 特征之一：“重资产”

长电科技生产线上动辄是 25 万美金一台的自动化机器，一线员工年薪小于 2 万人民币；同业反映，不论什么生产设备，只要把产能开满就能赚钱，产能上不去才是最大问题，隐含对固定资产折旧担忧，提醒关注行业的本质特征。

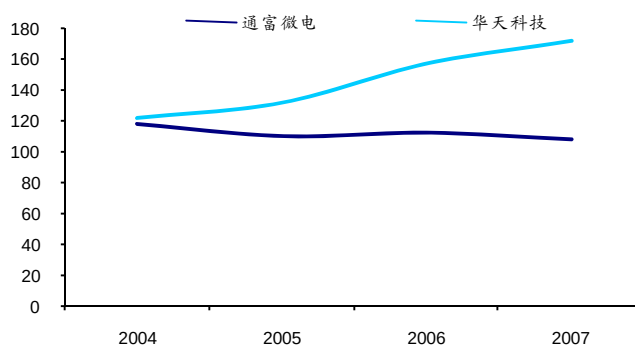
如图 10 所示, 2003~2007 年长电科技的收入/固定资产净值比分别为 1.35、0.99、1.08、1.31 和 1.11; 如图 11 所示, 通富微电 2003~2007 年该比值分别为 1.17、1.09、1.12 和 1.08, 华天科技 2004~2007 年该比值分别为 1.21、1.31、1.57 和 1.72。

图 10 长电科技历年收入、固定资产净值及比值



资料来源：长电科技年报

图 11 2003~07 通富微电、华天科技收入/固定资产净值比 (%)



资料来源：通富微电、华天科技年报

“收入/固定资产净值”代表公司固定资产的收入生产能力，如表 2 所示，2007 年在电子类公司中，长电科技、通富微电和华天科技的该比值处于较低端，该值越低，在很大程度上说明国内封装电子企业属重资产行业。

华天科技由于产品较低端，生产设备也相对便宜，导致“收入/固定资产净值”较高；通富微电主要从事集成电路封装，其设备较贵重，因此“收入/固定资产净值”较低一点，而长电科技的“收入/固定资产净值”前期以分立器件为主，设备投入还不大，随高端分立器件设备（可以转移进行集成电路封装）投入和集成电路设备投入的加大，导致公司“收入/固定资产净值”有走低态势。

表 2 2007 年电子企业“收入/固定资产”排序

企业名称	收入/固定资产	企业名称	收入/固定资产	企业名称	收入/固定资产
通富微电	1.08	华天科技	1.72	火箭股份	3.25
长电科技	1.11	超声电子	1.79	大立科技	3.34
晶源电子	1.19	广州国光	1.88	深天马 A	3.38
福晶科技	1.21	华东科技	1.89	东信和平	3.45
有研硅股	1.24	佛山照明	1.93	康强电子	3.64
航天电器	1.32	莱宝高科	1.92	联创光电	4.16
士兰微	1.33	法拉电子	2.17	浙江阳光	4.85
天津普林	1.34	凤凰光学	2.27	大族激光	5.00
天通股份	1.36	横店东磁	2.34	中航光电	5.30
东晶电子	1.45	雪莱特	2.40	拓邦电子	5.84
顺络电子	1.45	歌尔声学	2.48	方正科技	5.84
风华高科	1.45	振华科技	2.59	同方股份	6.57
中环股份	1.49	恒宝股份	2.67	实益达	6.76
京东方 A	1.62	中科三环	2.92	宁波韵升	7.27
华微电子	1.65	苏州固锲	3.09	蓉胜超微	7.30
利达光电	1.66	生益科技	3.09	得润电子	9.32
				大华股份	10.44

资料来源：海通证券研究所

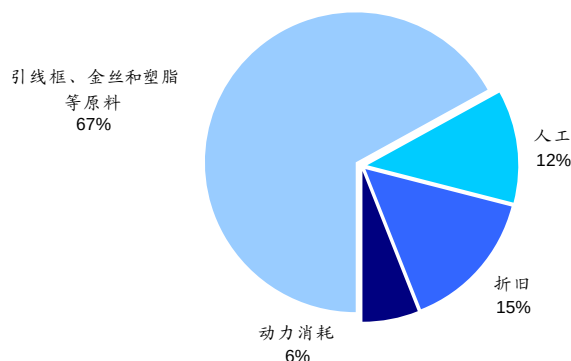
在正常经营年份，可以根据公司当前“收入/固定资产净值”，结合投资（和转固定资产状况）计算公司固定资产状况，以此线形预测未来年度收入情况；但是 4Q08 和 2009 年需求情况非常特殊，还不能按照该方法预测收入。

4.2 特征之二：原料占比在 60%以上，降低成本是行业发展趋势

总体而言，原料在封装成本占比高达 60%以上。

长电科技没有在最近年报中披露其主营成本构成。图 12 为调研得到的综合主营成本构成，间接按相对收入比例测算，原料、人工、折旧和水电消耗分别占主营成本的 69%、12%、16%和 3%，与图 12 数据相近。需指出，个别产品成本构成不一，DIP 和 FBP 引线框分别占材料成本的 50%和 23%左右。

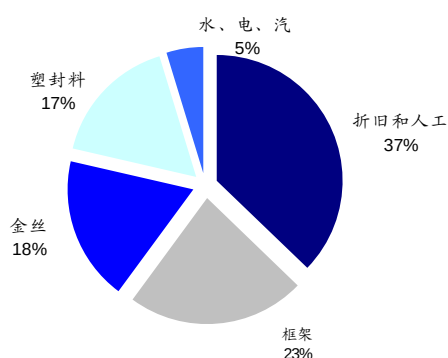
图 12 长电科技成本构成



资料来源：根据调研数据整理

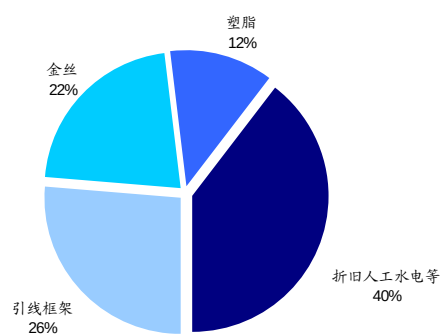
华天科技和通富微电分别以分立器件和集成电路封装为主，与长电相关业务有参照性，可见原料（塑封料、金丝和框架等）约占成本的 60%~70%，如图 13、14 所示。相关公司的公告显示，华天科技 2004、2005、2006 和 2007 年中期，其金丝、引线框和塑料粉占当期材料成本的 60.84%、61.75%、63.04%和 60.36%。

图 13 2006 年通富微电产品成本构成



资料来源：通富微电招股说明书

图 14 华天科技 2007 中期成本构成



资料来源：华天科技招股说明书

随 IC 制造技术进步，IC 单价下降很快，目前 IC 封装成本已高于 IC 制造成本，在全球原料高涨的今天，居高不下的封装费用成为电子业 cost down 的重要堡垒，降低封装成本是工艺研发的重要方向和当务之急，小型化产品使用原料相对较少，可以提高毛利率；以铜、铝线/丝替代金线/丝，或者用细金丝替代粗金丝，都是封装行业发展方向。

4.3 特征之三：设备通用性强，功用性强，产能综合拉动效应明显

封装设备具有通用性，共用性强，不同封装工艺产品可共用部分工序上设备，导致：

- 新品可以迅速上量：例如投资 FBP，只需投资 FBP 所需关键设备，然后借用生产线上其它相关生产设备，迅速上量，而无需建一条完整的新线后上量。

- 投资有综合拉动效应：例如，投资 A 产品的设备投资，其相关投资也可以带动 B、C 甚至 D 产品产能增加，即使投资 A 一直没上量和产生效益，其设备对其它成熟产品可能也有拉动作用，只要基本需求存在，投资总有一定程度回报。

4.4 特征之四：工艺、设备和科研重要性上升，生产员工重要性降低

自动化设备上提供了对工艺参数调整的软件二次开发平台，依此可以调整自动化生产的工艺参数，公司核心 know how 凝聚在对设备工艺参数的调整上。工艺开发和设备依赖性增强，一线员工的要求降低。

对人的要求更多体现在工艺研发和生产管理。自动化设备降低了对人员的要求，相关人员约 2 万年薪也反映出这一点。生产高端产品面临技术许可后生产（交纳专利金）；从长远来看，需要相关人才和相关工艺的开发。

5、过去 4 年成长归因

5.1 必要条件之一：总需求畅旺（公司不可控的外部因素）

分立器件存在庞大进口替代机会：海信、康佳和长虹等国内家电整机厂商、DVD 厂商和分立器件分销商，以对国内需求为主（进口替代），且下游厂家主要分布在华南和华东。随人工成本提高，华南地区下游整机厂商难以低价雇佣工人去焊接带引脚的二、三极管等产品，于是弃用人工模式，而纷纷采用自动化贴装，产生了对片式化封装的需求，长电科技最近几年片式化率逐渐提高。最近几年随公司技术进步，纷纷通过国际客户认证，导致该比例迅速提高。

集成电路封装：集成电路以台湾模拟 IC 厂商和部分电脑主机为主，当前长电先进技术进展比较好，逐渐成为各大厂客户，但也有设备投资大，认证时间长的特点。

芯片：新顺半导体新顺被并入上市公司之后，打通 IC 的设计、制造和封装产业链，提高长电封装的芯片自给率，使原料成本（芯片）相对外购降低。

5.2 必要条件之二：持续高强度投资，投资使技术有效升级（公司可控）

如表 3、4 所示，公司一直进行高强度的投资。

行业属性决定需要资本投入：IC 封装属于重资产行业，IC 封装属于英雄一日不可无钱的行业，作为一个在国际产业界后进者的长电科技，无论为技术升级或扩大产能考虑，企业都必须进行持续投资，特别需要资金支持，持续的高强度资本投入是公司发展首要的必要条件。

表 3 公司投资情况（万元）

年份	2004	2005	2006	2007
固定资产投资	41955	27916	28074	96098
对外投资	23489	-9227	3853	9082
总投资	65444	18689	31927	105180

资料来源：长电科技年报

融资：上市前（2002 年底）公司净资产为 2.28 亿元，2007 年末公司净资产为 15.86 亿中，仅靠自身积累增加仅为 3.37 亿元，其余 10.10 亿均靠从资本市场融资（2003 年 IPO 了 5500 万股净融资 3.78 亿元、2007 年增发 8000 万股净融资 6.33 亿元）。

银行贷款：公司从银行高额贷款，长期承担高负债运营的压力。

借力国家和地方政府：地方和政府扶持政策倾向于扶持电子企业，公司借力国家资助推进公司的新产品和新项目如长电先进等。

表 4 2004-2007 年来长电科技投资项目状况

年份	投资项目		投资及效益 (万元)				状态	募投项目
	产品类别	具体名称	年产能 (亿只)	拟投资	已投资	实现毛利		
2004	分立	片式 (国债项目)	30	18761	18761	4310	完工	是
	分立	片式场效应管		4037	3738	538	完工	是
	分立	生产线自动化改造		2988	3223	1677	完工	是
	集成电路	SOP24、28 (快闪存储器改)		4106	3822	731	完工	是
	集成电路	微型片式 (双高一优)		19877	14777	329	完工	是
	集成电路	SOT26、HSOP28、MSOP8、SOT-23-3/5/6、SOT223	8.4	17000	8283	0	建设期	非
	集成电路	QFN	0.64	2500	1061	0	建设期	非
	n.a	SOD/SOT-123/323/523	5.75	11000	8837	0	建设期	非
2005	n.a	SOD/SOT-123/323/523	5.75	11000	11424	1726	建设期	非
	集成电路	小型 SOT26、HSOP28、MSOP8、SOT-23-3/5/6、SOT223	8.4	17000	14018	1915	建设期	非
	集成电路	QFN	0.64	2500	2039	0	n.a	非
2006	分立	片式	20.4	10800	3526	0	建设期	非
	分立	SOD/SOT	14	6476	5063	295	建设期	非
	中试线	FBP	4	11300	3439	0	建设期	非
	集成电路	SOT26、HSOP28、MSOP8、SOT-23-3/5/6、SOT223	8.4	17000	16117	2619	建设期	非
	集成电路	MSOP8 封装检测	7.2	13000	3526	0	建设期	非
2007	分立	超小型新型片式 (募集还贷)		6429.4	6085	1460	完工	是
	分立	片式	20.4	10800	9717	1318	建设期	非
	分立	片式半导体 SOT26 (填平补齐)		4223	3709	158	完工	非
	分立	新型三极管 SOT323		4123	3412	295	完工	非
	分立	SOT363 超小片式三极		4255	3896	515	完工	非
	集成电路	FBP	10	41215	16682	750	建设期	是
	集成电路	MSOP8 封装检测	7.2	13000	13155	1407	完工	非
	集成电路	片式 SOT223、MSOP10	8.4	14823	695	0	建设期	非
	集成电路	片式 SOP8 (填平补齐)		4445	3287	166	完工	非
	中试线	FBP	4	11300	4046	435	不再投	非
	n.a	薄型片式	10.65	11198	2475	0	建设期	非

资料来源：海通证券研究所，公司公告

5.3 必要条件之三：体制和人员优势、决策和执行力强（公司可控）

投资可能并不能产生效果，投资可能无效或者回报率很低，因此还需要人员和体制等软环境的配合。长电不但是敢于投资的企业，而且在用人机制和执行力方面有优势，同时对市场反映速度快，适应性灵活性比较强。

灵活引进人才：公司引入朱正义等人才，投资者关系非常到位，做事灵活，在借力资本市场融资促发展方面功劳很大；引入赖志明、梁志忠等技术和生产管理人才，在生产管理、新品开发和新客户开拓方面布局，在内资封测业走在最前列，公司民营的性质比较合适波动多变的电子业。

从各个渠道融资后，董事会把握住行业方向，公司敢于持续投资，企业执行力也比较好。

5.4 必要条件之四：国内竞争少，公司具备规模和技术优势

国内竞争较少：国内高校没有封装行业人才培养体系，目前都是各个厂家自己培训，虽然部分企业可能有资金，但是难以找到合适人才，因此，仍然算是一个新行业，面临本土竞争比想象中的少，公司直面国外竞争。

如表 5 所示，公司在当前本土封装测试企业中，具备一定的规模优势。

表 5 销售排名的中国前十大封装测试企业

排序	2007	2006	2005	2004
1	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	飞思卡尔半导体（中国）有限公司	飞思卡尔半导体（中国）有限公司
2	奇梦达科技（苏州）有限公司	奇梦达科技（苏州）有限公司	威讯联合半导体（北京）有限公司	威讯联合半导体（北京）有限公司
3	威讯联合半导体（北京）有限公司	威讯联合半导体（北京）有限公司	深圳赛意法微电子有限公司	瑞萨四通集成电路（北京）公司
4	江苏新潮科技集团有限公司	深圳赛意法微电子有限公司	英特尔产品（上海）有限公司	英特尔产品（上海）有限公司
5	上海松下半导体有限公司	江苏新潮科技集团有限公司	上海松下半导体有限公司	南通富士通微电子股份有限公司
6	深圳赛意法微电子有限公司	上海松下半导体有限公司	南通富士通微电子股份有限公司	四川乐山无线电有限责任公司
7	南通富士通微电子股份有限公司	英特尔产品（上海）有限公司	英飞凌科技（苏州）有限公司	江苏长电科技股份有限公司
8	星科金朋（上海）有限公司	南通富士通微电子股份有限公司	瑞萨半导体（北京）有限公司	上海松下半导体有限公司
9	瑞萨半导体（北京）有限公司	星科金朋（上海）有限公司	江苏长电科技股份有限公司	深圳赛意法微电子有限公司
10	乐山无线电股份有限公司	乐山无线电股份有限公司	乐山菲尼克斯半导体有限公司	星科金朋（上海）有限公司

资料来源：中国半导体行业协会

6 FBP、U 盘和 CMMB 等数字电视棒等新品的探讨

6.1 公司对新品的态度：积极但从未承诺

以 FBP 为例，我们探讨公司对新产品的态度。

公司通过学习 QFN，然后通过授权费方式生产 QFN，然后自主开发 FBP 技术，进而准备部分取代 FBP 市场。

但长电科技披露的产品结构中，没有把 FBP 单列为主营中的一种产品，而分别依附在分立器件和集成电路中，同时把相关收入和 QFN 混合在一起。始终没有清晰的公开表述，造成跟踪的困难。

公司从没公开承诺 FBP 能带来多大业绩贡献，“不大考虑 FBP 业务的利润贡献度，而把该业务作为一个惊喜”，没有承诺新品、新技术的效益，显示了公司的专业和审慎。

6.2 新品新技术的象征意义大，成长依赖成熟产品，谨慎观察

新技术、新产品并不一定意味高毛利率，FBP 的体积和成本优势我们不再赘述，但该技术创新其实是一道工艺/工序，我们认为新技术更多适应终端电子产品的最新发展模式，和高毛利率是两个概念。

从客户争取状况来看，新产品、新技术的认可是双向的，而且客户忠实度并没有我们想象那么忠诚。现实的问题是有技术的企业首先要寻求下游客户的认可，其次，在完

成漫长客户认证后，企业必须保证一定利润的情况下，能迅速上量。

公司那些技术相对比较成熟，创新成分比较少，市场开拓没难度的产品（相对当前新技术产品）。他们成功可能性更大一些，这样投入见效快的项目很多，但却被市场长期忽视，也许市场更需要关注这些“无名英雄”，过分强调关注新品、新技术可能有失偏颇。

前期长电智源和长电先进业务进展都低于预期，使我们对 SiP 封装技术态度谨慎，市场也许应该在乐观之余，保持一份谨慎。

6.2 FBP 表现低于预期，不是过去 4 年公司成长动力

FBP 长期被市场浓墨重彩，市场对以 FBP 取代 QFN 充满强烈期待，是市场热点。

表 6 列举市场自对该业务跟踪预测，可见，市场前期对 FBP 一直是过于乐观，实际产销量比市场机构预期低。低于预期的原因有：1）产品需经过用户对 FBP 封装模式认可、试样、上批量、导入等过程，这需要时间；2）长电科技前期在量产方面遇到技术问题，比如“引线框架”等；3）批量生产，均价会下降，导致毛利率比预期低。

根据调研反馈，FBP 在 1Q08 的收入为 1800 万元左右，则 1Q08FBP 相关产品收入占比在 3%左右。如果考虑 FBP 和 QFN 产品各占一半，那么 FBP 实际比例在 1.5%左右。依靠当前比例仅为 1.5%的产品高速增长，即使假设该业务比例上升为 5%，对公司业绩拉动效应也有限，不考虑其它产品主导地位，只强调该新品是有失偏颇的。

表 6 市场对 FBP 进展跟踪及未来预期

跟踪时点	公司对 FBP 取代 QFN 态度	客户数量和订单	存在问题	市场预期收入(亿元)		
				2006	2007	2008
2008 年 4 月	以交专利费模式生产 QFN，引导 QFN 客户试用 FBP 产品	订单暴增，FBP 和 QFN 各占一半		n.a	n.a	1~4
2008 年一季度	2008 年第一季度实际收入为 1800 万元左右			n.a	n.a	n.a
2007 年 10 月	相对 QFN 成本优势缩小，难撼 QFN 霸主地位	分立器件为主	产能瓶颈	n.a	0.50	n.a
2007 年 2 月				n.a	1.26	2.70
2006 年 11 月	不承诺未来 FBP 产生多大的业绩贡献，FBP 有 5%替代 QFN 就较满意，FBP 是 QFN、BGA 补充或替代	8 家量产，9 家试产	引线框、贴模设备		0.7~1.94	2.10
2006 年 10 月	不单强调对 QFN 产品替代，扩大 BGA、SOT123 和 MSOP			1.00	1.26	2.70
2006 年 8 月	公司预期 FBP 30%替代 QFN，QFN 市场规模约在 100 亿元。	3 家量产，30 家订货	焊脚问题	0.35	3.00	6.00
2005 年 12 月	商业化生产阶段					
2005 年 10 月	以自主产权 FBP 取代 QFN，避免生产 QFN 需交纳专利费	概念推广，少量样品		0.60	1.40	
2005 年 8 月		内部实验				
2005 年 4 月		专利申请				
2003 年		开始研究				

资料来源：市场对长电科技的研究报告，海通证券研究所整理

6.3 CMMB 数字电视棒和 U 盘：盈利和盈利能力有待市场验证

最近公司举行新品发布会，主要就 CMMB 数字电视棒和 U 盘进行市场推广，这 2 种产品都属于终端消费品，虽然消费品与元器件有不同特性，但都属于公司封装或组装外购核心元件和芯片。

而一般消费类电子产品都是在产品问世不久的前期，进行广告推广，以高毛利率覆盖广告费用，否则效果有限。而公司 2 种产品虽然和市场产品有个性差异，但属于较成熟产品，盈利和盈利能力有待市场验证。

我们在 2008 年 12 月 12 日长电科技（600584）股价异动跟踪中，对“数字电视棒”业务进行了探讨，并且发表了比较保守和谨慎的看法，这里不再赘述。

7 长电科技成长模式和盈利预测的思路

基于上述的探讨，我们初步归纳公司的成长模式：融资→大量投入→固定资产增加→产能/产量增加→收入增加，是封装行业成长的通行模式。依赖投资拉动的“重资产”特征是内在特征。

该模式有投入产出比低，内生性弱的特点，长此以往，造成财务杠杆/资产负债率上升，如果没有融资，成长很难长期持续，成长对投资依赖性大，成长的本质驱动因素是投资。

技术进步仅仅是表面现象，由于新技术、新产品毛利率不高，多年投资下来，综合毛利率仅微有上升，缺乏真正意义的技术进步特征，要么表明技术可能在国际上并不先进，处于产业成熟期，拉动效果不大，要么表明技术进步代价昂贵，并不能获得暴利。总之，没有技术进步的暴利特征，而只有投资的简单叠加效应。

在需求持续上升和市场资金容易获得的时候，公司一直投资，公司仍然能维持公司的持续成长。

但在我们预期未来几年行业需求平淡，我们预测投资拉动模式难以奏效，因此，我们预期未来公司利润将下降。

8 盈利预测和投资建议

8.1 基本假设

基于对电子行业需求的持续悲观假设，我们对收入和毛利率都进行较悲观预测，我们假设公司自 2008 年起获得 15% 左右的所得税优惠税率，基本假设如表 7 所示。

8.2 业绩预测与投资建议

我们预测长电科技 2008~2010 年 EPS 分别为 0.12、0.10 元和 0.11 元。我们认为公司的市盈率偏高，给予“中性”的投资评级。

表 7 长电科技利润表的基本假设

	2007	2008E	2009 E	2010E
主营收入增长率 (%)	17.44	2.00	1.00	5.00
综合毛利率 (%)	24.53	20.00	18.00	18.00
销售费用率 (%)	1.73	1.85	1.80	1.79
管理费用率 (%)	7.87	8.50	8.30	8.10
财务费用率 (%)	4.64	4.06	3.45	3.52
所得税率 (%)	30.30	15.00	14.00	14.00
少数股东损益占比 (%)	4.52	9.00	10.00	10.00

资料来源：海通证券研究所

8.3 投资风险

- 国际经济何时复苏，国内外电子行业需求何时好转。
- 新产品业务进展有待观察，公司长期面临国际竞争和技术升级。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2007	2008E	2009E	2010E
P/E	16.21	30.80	25.67	28.00
P/B	1.38	1.37	1.31	1.25
P/S	0.50	0.49	0.48	0.46
EV/EBITDA	2.30	4.75	5.65	5.60
偿债能力指标				
负债权益比率	1.66	1.57	1.51	1.49
借款/股东权益	0.76	0.76	0.82	0.87
已获利息倍数	2.98	2.22	2.15	2.21
流动比率	0.66	0.70	0.76	0.82
速动比率	0.55	0.57	0.55	0.58
现金比率	0.37	0.37	0.26	0.21
盈利能力指标				
毛利率	24.53	20.00	18.00	18.00
息税摊销折旧利润率	26.99	24.23	23.75	24.74
净利率	6.11	3.81	3.05	3.28
净资产收益率	8.92	5.38	4.17	4.49
资产回报率	3.17	1.97	1.56	1.69
投资回报率	4.80	2.88	2.16	2.26
经营效率指标 (%)				
应收帐款周转率	5.11	3.98	3.00	5.54
存货周转率	5.55	4.56	3.61	6.23
总资产周转率	0.51	0.51	0.50	0.48
固定资产周转率	0.93	0.93	0.92	1.02
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	17.44	2.00	1.00	5.00
营业利润增长率	65.36	-45.11	-19.12	12.85
EBIT 增长率	33.48	-33.55	-16.95	10.27
EBITDA 增长率	24.76	-8.42	-1.00	9.35
净利润增长率	50.41	-36.29	-19.13	12.91

利润表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	231574	236205	238567	250496
营业成本	174759	188964	195625	205406
销售费用	4007	4370	4294	4484
管理费用	18220	20077	19801	20290
财务费用	10734	9593	8220	8820
投资收益	1	201	501	701
营业利润	21294	11689	9454	10669
EBIT				
折旧摊销	30476	35960	38993	42474
EBITDA				
利润总额	21255	11649	9415	10630
所得税	6440	1747	1318	1488
少数股东损益	670	891	810	914
归属母公司的净利润	14144	9011	7287	8228
每股收益	0.38	0.12	0.10	0.11

资产负债表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	97461	92931	61784	51364
应收款项	45505	49993	72016	87015
存货	29019	34014	48906	59568
流动资产	171984	176937	182706	197946
固定资产	244769	252436	257226	261557
总资产	446352	457224	466634	485484
应付帐款	60208	47241	43038	34919
长期借款	15500	24140	35040	44640
总负债	278529	279503	280824	290537
少数股东权益	9201	10092	10901	11815
股东权益	167822	177724	185821	194963
付息负债	126698	135338	152238	168838
每股净资产	4.26	2.25	2.35	2.46

现金流量表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	14815	9902	8097	9142
折旧摊销	30476	35960	38993	42474
营运资金变动	-43504	22980	42836	22909
经营活动现金流	64323	34038	6340	27190
固定资产投资	83605	40810	41732	45184
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	83129	40810	41732	45184
投资活动现金流	-72900	-41609	-42231	-45483
公司自由现金流	13174	-9741	-30376	-8859
股权自由现金流	13370	-9255	-20546	156
债务变化	14678	8640	16900	16600
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	58913	3044	4753	7877
现金净流量	0	-4527	-31138	-10416
每股经营性现金流	1.73	0.91	0.17	0.73

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2008 年 12 月 31 日)		
	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

分析师负责的股票研究范围

邱春城: 电子及家电行业分析师

重点研究上市公司: ST 三安、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、得润电子、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com