



2009年3月25日

半导体

业绩回顾

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

中性

长电科技(600584.CH)

业绩符合预期，关注季度趋势

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,316	2,384	2,320	2,625
(+/-)	17%	3%	-3%	13%
主营业务利润	558	475	454	551
(+/-)	29%	-15%	-4%	21%
净利润	141	93	94	147
(+/-)	50%	-34%	1%	57%
每股盈利(元)	0.38	0.12	0.13	0.20
(+/-)	18%	-67%	1%	57%
市盈率	11.8	35.9	35.7	22.7
市净率	1.04	2.04	1.93	1.78
EV/EBITDA	3.63	7.90	8.98	7.64
净资产收益率	10.9%	5.8%	5.6%	8.1%
现金分红收益率	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	1.7	1.0	0.7	0.7
股价/经营现金	2.6	4.4	6.3	6.0

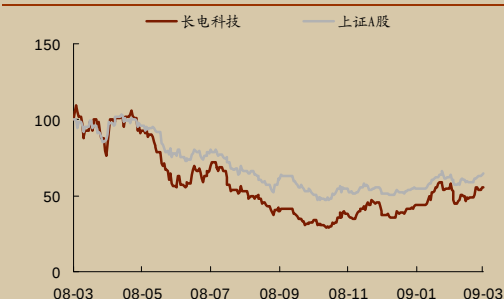
股票信息

	A股
当前股价	人民币4.49
股票代码	600584 CH Equity
日成交量(百万股)	31.8
52周最高价/最低价	人民币8.88/2.26
总市值(百万元)	3346
发行股数(百万股)	745
其中:无限售条件流通股(百万股)	745
主要股东(持股比例)	江阴新湖科技集团有限公司(16.21%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[600584.CH]	+9.51	+1.13	+47.70	+41.19
[上证A股指数]	+5.41	+3.40	+25.41	+20.68
[中金电子元件指数]	-1.99	-2.34	+27.72	+43.84

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

08年业绩符合预期

公司08年实现收入23.84亿元,同比增长2.9%;净利润实现0.93亿元,每股收益0.12元;扣除期末政府补贴等非经常性损益后的净利润为0.76亿元,折合每股收益0.10元,符合我们预期(0.11元),低于市场预期(0.22元)。公司本年度不分配不转增。

正面:

- 业务结构进一步完善。**报告期内,公司积极发展SIP封装业务,并且通过推出四大系列的“芯潮”整体U盘,开始介入下游终端产品领域,有利于公司主营业务结构的进一步完善(芯片制造—封测—终端产品)。
- 应收账款回笼效果良好。**4季度开始,为了保证现金流的有效回笼,公司加强了应收款的控制和加大了回款的力度,年末账面应收款为3.05亿元,同比下降24.1%(见表2)。

负面:

- 分立器件毛利率大幅下降。**报告期内,公司综合毛利率录得20.3%,同比下滑4.3个百分点,主要是分立器件业务毛利率大幅下滑所致。受下游需求不足的影响,公司分立器件生产线开工率严重不足(平均仅50%左右),全年毛利率仅录得22%,同比下降7.5个百分点,使得毛利润同比减少近1亿元,直接拖累了公司整体业绩的下滑。(见表1)
- 有息负债大幅上升,财务费用居高不下。**年末,公司有息负债达到18亿元,同比增加42.1%(见表2)。同时,公司的财务费用也居高不下,达到1.14亿元(见表1)。

发展趋势:

- 1Q09亏损概率较大。**1季度是半导体行业的传统淡季,且工作时间较少,公司产能利用率仍处于低位(尤其是1-2月),预计1Q09公司将继续录得经营性亏损(4Q08公司经营性亏损约3200万)。
- 09年趋势:季度环比向好。**(1)依据我们对于09年电子行业“强周期、弱季节”的判断,1季度将成为公司传统业务经营的低点,之后有望逐季环比向好。(2)随着国内3G业务启动和CMMB的逐步推广,SIP相关业务订单有望好于上半年。(3)由于利率率的下降(1年期贷款基准利率从08年初的7.47%下降为当前的5.31%),公司09年财务费用支出至少比08年下降2000万以上。(4)受益于国家鼓励技改的补贴政策和重大科技专项的投入,公司09年获得的政府投入资金有望超过08年。

盈利预测调整：

考虑到公司季度环比向好的趋势，我们调整了收入、毛利率、财务费用和营业外收入等相关项目的假设，最终分别上调公司 09-10 年业绩 14.2%和 47.0%，对应每股收益为 0.13 元和 0.20 元。

估值与建议：

当前股价对应 09-10 年 PE 分别为 35.7x 和 22.7x，PB 分别为 1.93x 和 1.78x，处于板块估值的中高端，对于价值投资者吸引力不大，维持“中性”投资评级。对于趋势投资者，建议关注在季度环比趋势向好的背景下，公司相关事件驱动的交易性机会，如重大科技专项补贴资金的到位、SIP 客户的突破等。

表 1：长电科技 08 年季度利润表和现金流量表指标变化

单位(百万)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ	YoY	2007	2008	YoY		
利润表指标															
一、营业收入	442.7	571.7	638.2	663.2	579.3	679.5	642.3	482.7	-24.8%	-27.2%	2315.7	2383.9	2.9%		
减：营业成本	347.3	442.7	485.2	472.4	445.1	529.0	509.1	417.5	-18.0%	-11.6%	1747.6	1900.7	8.8%		
减：营业税费	1.8	2.7	1.8	3.5	2.1	2.9	2.5	0.9	-65.2%	-74.5%	9.8	8.4	-14.1%		
减：销售费用	8.4	10.9	11.0	9.8	9.5	11.0	13.0	11.1	-14.6%	12.6%	40.1	44.6	11.3%		
减：管理费用	36.3	58.0	45.2	42.7	59.4	57.7	50.0	59.2	18.3%	38.5%	182.2	226.2	24.2%		
减：财务费用	29.7	23.4	16.3	38.1	30.1	31.5	26.4	26.5	0.4%	-30.4%	107.3	114.4	6.6%		
经营性利润	19.3	34.0	78.8	96.6	33.1	47.3	41.4	-32.3	nm	nm	228.7	89.5	-60.9%		
减：资产减值损失	0.0	-17.5	0.0	33.3	0.2	3.2	0.4	-7.8	nm	nm	15.8	-3.9	-124.5%		
加：投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.2	0.0	-0.5	nm	nm	0.0	0.3	2965%		
二、营业利润	19.3	51.6	78.8	63.4	33.5	44.3	41.0	-25.1	nm	nm	212.9	93.7	-56.0%		
加：营业外收入	0.0	0.1	0.3	0.6	0.2	0.1	-0.1	23.0	nm	3775.6%	1.0	23.2	2175.7%		
减：营业外支出	0.4	0.5	0.1	0.5	0.0	1.8	0.3	0.1	-53.5%	-73.4%	1.4	2.2	56.4%		
三、利润总额	18.9	51.2	79.0	63.5	33.7	42.6	40.6	-2.2	nm	nm	212.6	114.7	-46.0%		
减：所得税	5.2	15.2	23.2	20.8	6.9	5.0	8.7	-4.8	nm	nm	64.4	15.9	-75.3%		
四、净利润(含少数股东损益)	13.7	36.0	55.7	42.7	26.8	37.5	31.8	2.6	-91.9%	-93.9%	148.1	98.8	-33.3%		
减：少数股东损益	0.6	0.4	2.0	3.7	2.7	2.8	2.4	-2.3	nm	nm	6.7	5.7	-15.3%		
净利润(不含少数股东损益)	13.1	35.6	51.0	41.7	24.1	33.9	29.4	4.9	-83.5%	-88.4%	141.4	93.1	-34.2%		
五、每股收益：	0.02	0.05	0.07	0.06	0.03	0.05	0.04	0.01	-83.5%	-88.4%	0.19	0.12	-34.2%		
盈利比率指标															
毛利率	21.6%	22.6%	24.0%	28.8%	23.2%	22.1%	20.7%	13.5%	-7.2%	-15.2%	24.5%	20.3%	-4.3%		
三项费用率	16.8%	16.1%	11.3%	13.7%	17.1%	14.8%	13.9%	20.0%	6.1%	6.4%	14.2%	16.2%	1.9%		
销售费用率	1.9%	1.9%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	2.0%	2.3%	0.3%	0.8%	1.7%	1.9%	0.1%		
管理费用率	8.2%	10.1%	7.1%	6.4%	10.3%	8.5%	7.8%	12.3%	4.5%	5.8%	7.9%	9.5%	1.6%		
财务费用率	6.7%	4.1%	2.5%	5.7%	5.2%	4.6%	4.1%	5.5%	1.4%	-0.3%	4.6%	4.8%	0.2%		
经营性利润率	4.3%	6.0%	12.3%	14.6%	5.7%	7.0%	6.4%	-6.7%	-13.1%	-21.3%	9.9%	3.8%	-6.1%		
营业利润率	4.4%	9.0%	12.3%	9.6%	5.8%	6.5%	6.4%	-5.2%	-11.6%	-14.7%	9.2%	3.9%	-5.3%		
净利润率	3.0%	6.2%	8.0%	6.3%	4.2%	5.0%	4.6%	1.0%	-3.6%	-5.3%	6.1%	3.9%	-2.2%		
有效税率	27.2%	29.7%	29.4%	32.8%	20.4%	11.9%	21.5%	219.0%	197.4%	186.2%	30.3%	13.9%	-16.4%		
主营业务分解															
收入结构															
器件销售	1H07			2H07			1H08			2H08					
电路销售	578			730			693			616			1,308	1,309	0.1%
芯片销售	390			523			494			462			913	957	4.7%
毛利结构	34			48			56			38			81	94	15.3%
毛利结构															
器件销售	162			223			186			102			385	288	-25.3%
电路销售	58			114			82			98			171	180	4.9%
芯片销售	6			11			13			-1			17	12	-29.3%
毛利率结构															
器件销售	28.0%			30.6%			26.8%			16.6%			29.4%	22.0%	-7.5%
电路销售	14.8%			21.7%			16.6%			21.2%			18.8%	18.8%	0.04%
芯片销售	19.1%			22.6%			23.8%			-2.9%			21.1%	13.0%	-8.2%
现金流量指标															
经营性现金流	245.2	294.8	80.1	23.1	196.9	260.6	167.4	144.3	-13.8%	525.3%	650.5	769.1	18.2%		
工资支出	-58.3	-51.9	-57.1	-75.9	-78.3	-70.9	-64.4	-101.4	57.4%	33.5%	-243.2	-315.0	29.5%		
投资性现金流	-96.7	-139.0	-88.2	-405.1	-314.8	-359.7	-36.2	-119.5	229.7%	-70.5%	-732.2	-830.3	13.4%		
资本支出	-97.0	-111.7	-81.0	-436.0	-316.5	-340.9	-36.2	-231.3	538.2%	-46.9%	-725.6	-924.9	27.5%		
融资性现金流	529.8	-190.5	187.0	62.8	383.7	-14.0	-257.3	238.9	-192.9%	280.3%	589.1	351.3	-40.4%		
银行借款	398.0	201.0	710.0	407.0	683.5	452.7	131.4	1290.2	882.0%	217.0%	1,716	2,557.8	49.1%		
偿还借款	-482.2	-379.0	-508.0	-270.0	-275.0	-389.3	-352.2	3041.2	-963.5%	-1226.4%	-1,639	2,024.7	-223.5%		
汇率变动的影响	0.4	1.3	-3.4	0.3	-2.1	-2.4	-1.2	5.6	-549.7%	1769.9%	-1.5	-0.1	-96.1%		
合计现金流量	678.7	-33.4	175.5	-318.9	263.6	-115.5	-127.4	269.3	-311.4%	-184.4%	505.9	290.0	-42.7%		

数据来源：公司数据，中金公司研究部

表 2: 长电科技 08 年季度资产负债表指标变化

单位(百万)	1Q07	1-2Q07	1-3Q07	1-4Q07	1Q08	1-2Q08	1-3Q08	1-4Q08	QoQ	YoY
资产负债指标										
货币资金	918.9	885.6	1061.1	974.6	1238.2	1017.0	859.6	1037.6	20.7%	6.5%
应收账款	287.9	360.7	383.3	401.9	387.6	386.0	405.5	304.9	-24.8%	-24.1%
存货	258.2	250.6	255.9	290.2	337.1	375.7	365.3	308.2	-15.6%	6.2%
流动资产合计	1505.9	1551.6	1776.9	1719.8	2022.8	1833.9	1688.2	1680.3	-0.5%	-2.3%
长期股权投资	0.1	27.6	34.8	46.8	47.9	47.9	47.8	92.3	93.1%	97.1%
固定资产	1447.7	1842.7	1931.7	2080.5	2060.2	2146.2	2079.8	2222.2	6.8%	6.8%
在建工程	356.9	175.6	250.1	345.9	380.9	366.1	517.5	413.2	-20.1%	19.4%
非流动资产合计	2146.8	2326.2	2530.1	2743.7	2769.5	2847.9	2947.9	2974.9	0.9%	8.4%
资产合计	3652.7	3877.7	4307.0	4463.5	4792.3	4681.7	4636.1	4655.2	0.4%	4.3%
短期借款	936.0	733.0	860.0	1042.0	1277.5	1204.8	1110.6	1507.7	35.8%	44.7%
应付票据	493.0	619.2	779.9	797.0	849.0	915.0	914.1	789.9	-13.6%	-0.9%
应付账款	366.9	562.7	567.6	602.1	445.7	366.3	380.9	212.7	-44.2%	-64.7%
其他应付款	61.6	122.9	122.1	19.9	20.9	21.2	39.1	24.1	-38.4%	21.1%
一年内到期的非流动负债	30.0	60.0	100.0	70.0	110.0	145.0	115.0	70.0	-39.1%	0.0%
流动负债合计	1952.4	2154.6	2494.2	2605.1	2756.8	2691.1	2591.4	2656.7	2.5%	2.0%
长期借款		135.0	170.0	155.0	288.0	238.0	272.5	222.4	-18.4%	43.5%
非流动负债合计	153.5	151.0	187.6	180.2	316.2	264.9	287.1	240.5	-16.2%	33.4%
负债合计	2105.9	2305.6	2681.8	2785.3	3073.0	2956.0	2878.5	2897.2	0.7%	4.0%
归属于母公司所有者权益	1464.9	1493.3	1544.4	1586.2	1611.5	1610.4	1639.9	1641.5	0.1%	3.5%
资产负债比率指标										
现金资产比率	25%	23%	25%	22%	26%	22%	19%	22%	3.7%	0.5%
有息负债	966.0	928.0	1130.0	1267.0	1675.5	1587.8	1498.1	1800.1	20.2%	42.1%

数据来源：公司数据，中金公司研究部

表 3: 长电科技主要盈利预测项目调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	2474	2320	-6.2%	2816	2625	-6.8%
毛利率	20.1%	19.9%	-0.2%	19.7%	21.4%	1.7%
三项费用率	15.4%	15.6%	0.2%	14.8%	15.1%	0.3%
财务费用	135	95	-29.2%	135	94	-30.5%
营业外收入	1	23	2221.6%	1	23	2221.6%
有效税率	13.0%	13.0%	0.0%	13.0%	14.0%	1.0%
净利润	82	94	14.2%	100	147	47.0%
每股收益	0.11	0.13	14.2%	0.13	0.20	47.0%

数据来源：中金公司研究部

表 4：长电科技主要盈利预测（2006A-2010E）

人民币（百万）		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	总计	1972	2316	2384	2320	2625
	集成电路	779	913	957	968	1126
	分立器件	1147	1304	1309	1234	1374
	芯片	30	81	94	94	100
年同比增长	总计	34%	17%	3%	-3%	13%
主营业务利润	总计	443	568	483	462	561
	集成电路	117.6	171.5	180.0	174.2	214.0
	分立器件	315.2	376.6	287.8	246.7	302.4
	芯片	5.5	17.2	12.2	16.9	20.0
主营业务利润率	总计	22.5%	24.5%	20.3%	19.9%	21.4%
	集成电路	15.1%	18.8%	18.8%	18.0%	19.0%
	分立器件	27.5%	28.9%	22.0%	20.0%	22.0%
	芯片	18.4%	21.1%	13.0%	18.0%	20.0%
运营指标	三项费用	297.7	329.6	385.3	361.9	395.7
	主营业务占比	15.1%	14.2%	16.2%	15.6%	15.1%
	经营费用	34.2	40.1	44.6	46.4	52.5
	主营业务占比	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%
	管理费用	152.4	182.2	226.2	220.4	249.4
	主营业务占比	7.7%	7.9%	9.5%	9.5%	9.5%
	财务费用	111.2	107.3	114.4	95.2	93.8
	主营业务占比	5.6%	4.6%	4.8%	4.1%	3.6%
其他指标	营业利润	129	213	94	92	156
	营业利润率	6.5%	9.2%	3.9%	4.0%	5.9%
	投资收益	0	0	0	-	-
	所得税	41	64	16	15	25
净利指标	有效税率	32%	30%	14%	13%	14%
	少数股东权益	-8	7	6	6	7
	净利润	94	141	93	94	147
流动指标	净利润率	4.8%	6.1%	3.9%	4.0%	5.6%
	每股盈利（元）	0.32	0.38	0.12	0.13	0.20
	现金	240	980	1038	813	961
	应收帐款	328	403	305	318	360
现金流指标	库存	233	294	308	331	368
	短期负债	980	1042	1508	1508	1508
	长期债务	152	180	240	238	236
	折旧	238	238	333	298	303
现金流指标	流动资本	(251)	(749)	(436)	(466)	(460)
	经营现金流	567	650	769	531	554
	资本开支	452	726	925	200	100

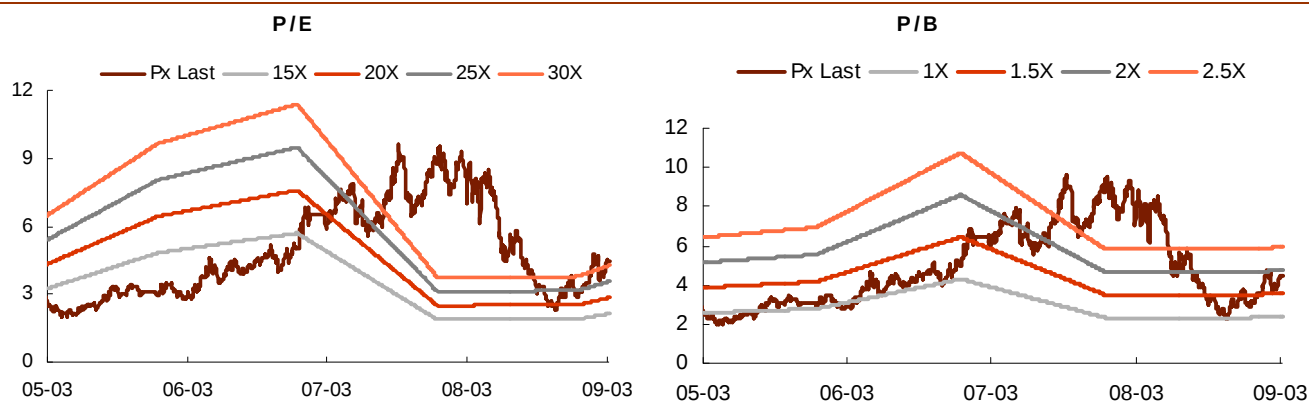
数据来源：公司数据，中金公司研究部

表 5: 中金覆盖电子类上市公司估值水平对比 (09/03/24)

中金研究	投资评级	PE			PB			EV/EBITDA		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
A股公司										
长电科技	中性	35.9	35.7	22.7	2.0	1.9	1.8	7.9	8.1	7.4
生益科技	中性	48.1	31.5	27.9	3.0	2.8	2.5	20.6	12.8	16.5
长城开发	中性	21.0	22.3	21.0	1.8	1.7	1.7	11.5	9.6	8.9
超声电子	中性	28.6	28.2	23.5	2.3	2.1	2.0	11.4	10.7	10.1
法拉电子	中性	21.9	24.2	22.3	2.3	2.2	2.1	11.1	12.7	11.8
士兰微	中性	91.6	123.3	106.3	2.2	2.2	2.2	35.5	31.6	29.9
天通股份	中性	268.2	294.6	297.1	1.6	1.6	1.6	27.1	25.2	22.3
有研硅股	中性	31.2	29.0	26.2	1.7	1.6	1.4	15.8	15.0	14.0
风华高科	中性	-37.9	95.1	78.4	1.4	1.4	1.4	13.1	14.1	14.2
中值		31.2	31.5	26.2	2.0	1.9	1.8	13.1	31.5	26.2

数据来源：公司数据，中金公司研究部

图 1: 长电科技历史价格市盈率、市净率区间



数据来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。