

长电科技(600584)调研报告

中性

技术优势发挥情况决定业绩增长快慢

维持评级

信息技术/电子元器件

2009 年 11 月 13 日

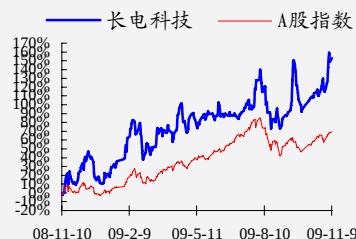
投资要点:

- 2009 年以来, 封测行业在经过一季度的最低谷后明显复苏。3G、家电下乡、原材料价格回落、银行利率下调等有利因素对行业渡过“严冬”起到了很大的作用。
- 封测业务外包已经成为 IC 大厂未来必然的选择。从 2007 年四季度至今, 已有十多家 IDM 封测工厂被关闭, 外包订单按量计增长约 6%。全球封测业务向国内转移加速, 国内封测行业的市场仍有增长的潜力。
- 2009 年第一季度明显是公司的最困难时期, 而二、三季度, 公司业绩好转迹象明显。对公司来说, 最坏的时光已经过去。
- 公司的期间费用率为 18.12%, 是同行业可比公司中最高的。尤其是财务费用率高达 4.15%, 给公司带来了沉重的负担。正是高企的期间费用使公司的技术优势难于体现。
- 公司的技术优势能否充分发挥是公司业绩能否大幅增长的关键所在。2010 年, IF-SIM 封装技术和外延铜带取代技术是最有可能给公司业绩提升带来惊喜的两大技术。公司的业绩能否超预期将取决于两项新技术的应用情况。
- 根据我们的预测, 公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.04、0.14、0.23 元, 对应 11 月 13 日收盘价 6.58 元的市盈率为 164.50、47.00、28.61 倍, 暂维持对公司“中性”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	238,386	2.94	9,309	-35.44	0.10		65.80	
2009E	227,193	-4.69	3,949	-57.58	0.04		164.5	
2010E	265,848	17.01	12,805	224.27	0.14		47.00	
2011E	311,262	17.08	20,333	58.78	0.23		28.61	

走势图



市场数据

2009-11-13

收盘价:	6.58 元
52 周最高价:	6.93 元
52 周最低价:	2.42 元
平均持仓成本:	6.20 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	74,518
流通 A 股 (万股):	74,518
每股收益 (元):	0.00
每股净资产 (元):	2.20
每股经营现金流 (元):	0.37
市净率:	2.99

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

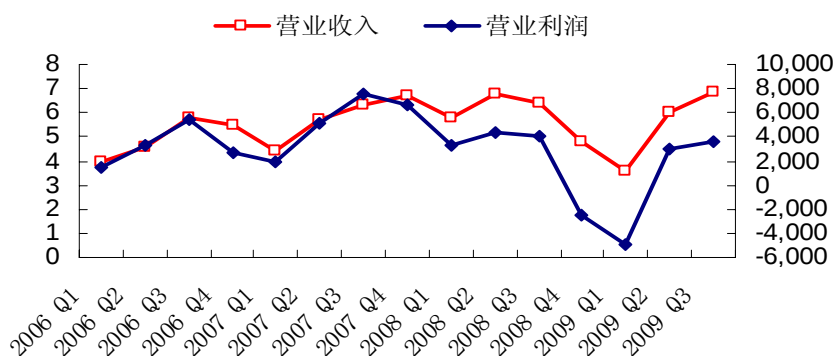
(邮编 200002)

一、经营现状持续好转

2009 年 1-9 月份，公司共实现营业收入 16.43 亿元、归属于上市公司股东的净利润 110 万元，分别比去年同期减少 13.57%、98.74%。2009 年第三季度，公司实现营收 6.87 亿元、归属于上市公司股东的净利润 2696.10 万元，分别比去年同期增长 6.85%、-8.39%。从同比上看，公司的营收尚可，但是盈利能力下滑很大。从近几年公司的单季度营收和营业利润变化情况来看，2008 年第四季度和 2009 年第一季度明显是公司的最困难时期。而 2009 年二、三季度，公司业绩好转迹象明显。对公司来说，最坏的时光已经过去。

图 1： 公司近几年单季度营收和营业利润变化

单位：亿元/万元

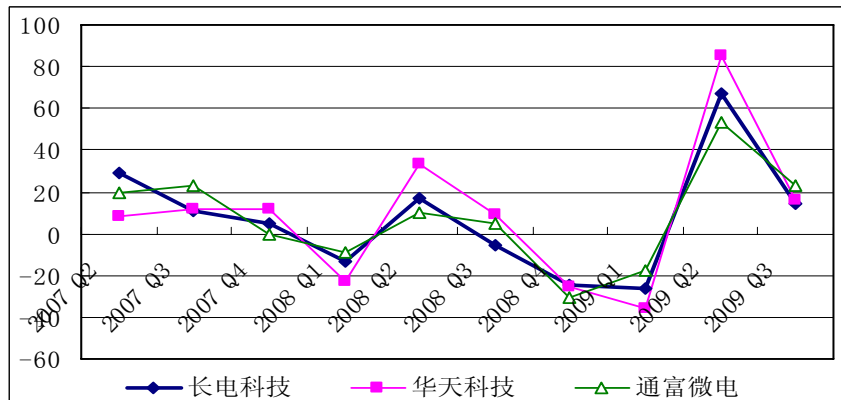


资料来源：东北证券金融与产业研究所

由于上市公司华天科技和通富微电的主营业务和公司极为相似，将三家公司的情况放在一起分析比较，更有利于对公司基本面和行业现状进行客观评价和深入了解。因此，下面把三家公司的情况放在一起来比较分析。三家公司的单季度营收环比增长率的变化情况十分相似，这充分说明长电科技业绩的好转不是个别现象，是整个电子行业的复苏带来的趋势性转变。

图 2： 三家可比公司单季度营收环比增长情况

单位：%

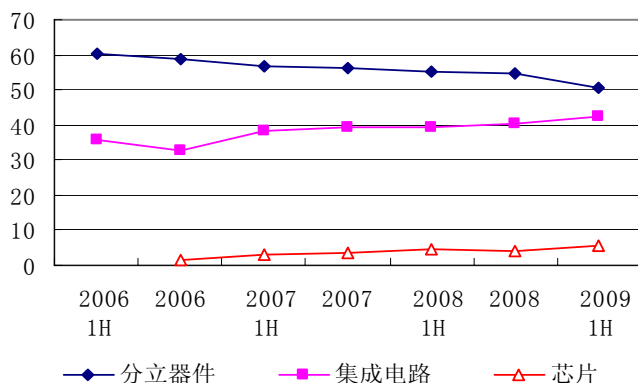


资料来源：东北证券金融与产业研究所

从公司的收入构成的变化情况来看，分立器件的营收占比呈小幅下降态势，集成电路和芯片产品的营收占比呈小幅增加态势。这与公司的产品结构升级发展战略有关。今后分立器件的营收占比将进一步缩小，而集成电路产品则将向系统级封装产品转移。

图 3：公司主营业务结构变化趋势

单位：%



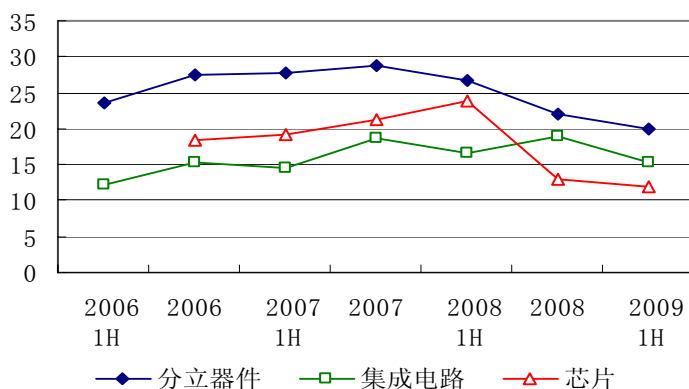
资料来源：东北证券金融与产业研究所

二、盈利能力走出低谷

与营收相比，公司的盈利能力受到的打击更大。其中分立器件的毛利率自 2008 年开始至 2009 年上半年持续下跌，目前为 20% 左右。集成电路的毛利率虽然没有分立器件的高，但其变化趋势比分立器件的要好。芯片产品的毛利率变化幅度较大，但是因其营收规模还比较小，对公司业绩的影响有限。

图 4：公司主营业务毛利率变化趋势

单位：%



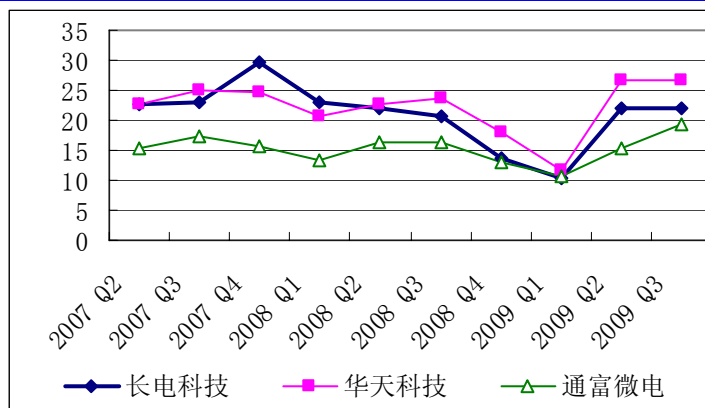
资料来源：东北证券金融与产业研究所

从综合毛利率的单季度变化情况来看，2008 年第四季度和 2009 年第一季度，行业内三家主要公司的毛利率同时步入最低谷。而 2009 年二、三季度，三家公司的毛利率明显同步回升。华天科技的毛利率最高是因为公司地处甘肃，人工、电力

等成本优势明显。长电科技的毛利率高于通富微电，主要是公司的技术水平在三家公司里最高。

图 5： 三家可比公司单季度综合毛利率变化情况

单位： %

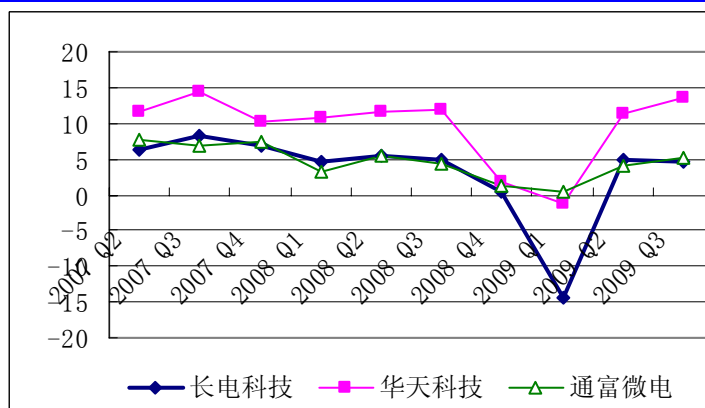


资料来源：东北证券金融与产业研究所

三家公司净利润率的变化趋势与毛利率的变化趋势相似，都是在 2009 年一季度触底后反弹。华天科技由于在成本和期间费用费用方面的优势，净利润率最高，且回升态势最好。长电科技的净利润率的波动最大，这主要是因为，需求下降，公司的技术优势难以体现，并且期间费用的刚性使公司在 2009 年一季度亏损严重。但是，值得欣慰的是，2009 年二、三季度以来，公司的净利润率水平已经接近正常。

图 6： 三家可比公司单季度净利润率变化情况

单位： %



资料来源：东北证券金融与产业研究所

目前电子行业复苏迹象明显，而公司在行业内的技术优势明显，公司的盈利能力仍将持续好转。我们认为公司最坏的时光已经过去，盈利能力将维持稳定增长。

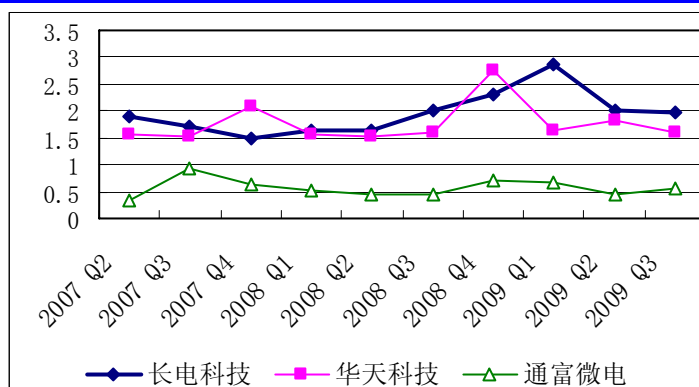
三、期间费用吞噬公司利润

公司的期间费用率为 18.12%，同比略增 2.94 个百分点。其中销售费用率为 2.19%，同比增加 0.43 个百分点；管理费用率为 11.78%，同比增加 2.99 个百分点；财务费用率为 4.15%，同比减少 0.48 个百分点。公司的期间费用率增加较多，这主要是因为管理费用率的变化同比增加较多。我们认为公司的技术优势体现不到利润的增长上的主要原因就在于公司的期间费用率远高于行业内的平均水平。

具体分析如下：长电科技的销售费用率是三家公司中最高的，最低的是通富微电。这其中的原因是长电科技的产品大部分出口，客户也多为国外大客户，因此销售费用率较高。而通富微电一部分产品为大股东富士通公司所消化，因此销售费用最小。而华天科技的产品偏于中低端，主要面向国内市场，销售费用率仍比长电科技要小。

图 7：三家可比公司销售费用率情况

单位：%

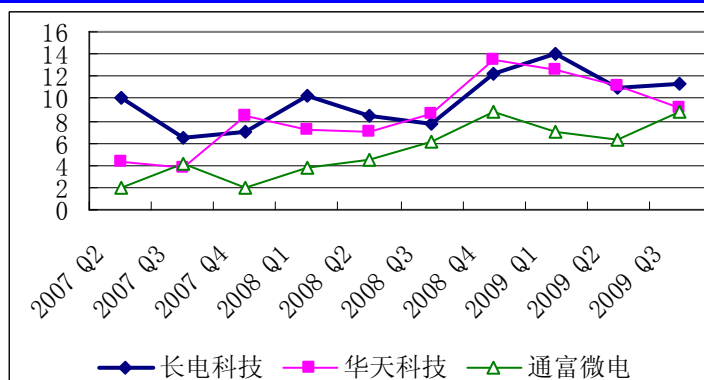


资料来源：东北证券金融与产业研究所

从管理费用率的角度看，长电科技也是最高的。这主要是公司一直注重新产品的开发，在研发方面投入的费用较多。华天科技的管理费用率比长电科技略低，通富微电的最低，仍然是出于大股东的原因。

图 8：三家可比公司管理费用率情况

单位：%



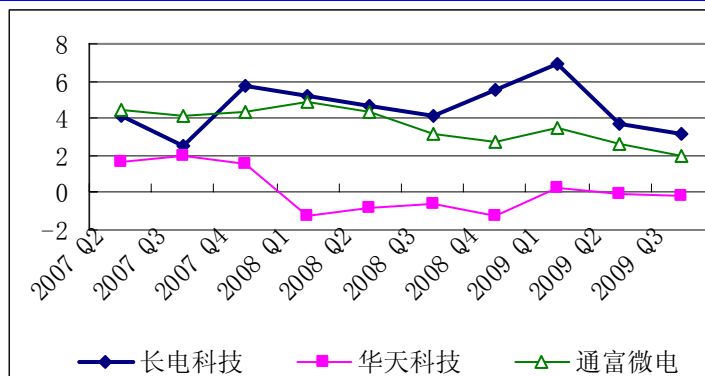
资料来源：东北证券金融与产业研究所

由于长电科技采取了较为激进的借贷扩张方式，公司的资产负债率高达 64%，财务费用率高达 4.15%，每年的财务费用更是高达 1 亿元左右。我们认为正是过高的财务费用严重吞噬了公司的利润，而这也是长电科技业绩不能与自己的行业地位相匹配的关键原因。

公司拟非公开发行股票1亿股到1.4亿股，发行价格不低于4.55 元公司，募集资金预计不超过63700 万元（含发行费用）来偿还银行贷款和补充流动资金。如果非公开发行成功，则募集资金扣除发行费用后，其中不超过40000 万元用于偿还银行贷款，其余补充流动资金。募集资金到位后，公司的财务费用每年可减少2000万元以上，同时流动资金也将得到很好的补充，资金压力将一定程度缓解。公司的非定向增发将对公司业绩的提升产生积极的影响，值得关注。

图 9：三家可比公司财务费用率情况

单位：%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

从上面的分析可以看出，长电科技的三项期间费用率均处与行业的相对高位，尤其是过高的财务费用严重影响了公司净利润的增长。公司非定向增发募集资金来缓解资金压力是可以理解的，也是必要的。

四、封测行业仍有发展潜力

2008 年，受美国金融危机迅速蔓延的影响，国内集成电路产业多年来首次出现负增长的状况，封装测试业普遍遇到订单下降、开工率不足的问题，全年行业增幅为-1.4%。但是2009 年以来，封测行业在经过一季度的最低谷后明显复苏。国内的 3G、家电下乡、原材料价格回落、银行利率下调等有利因素对行渡过“严冬”起到了很大的作用。据semi 公布的全球半导体设备BB 值已连续回升6 个月，7 月BB 值已重回1 之上，同时半导体产品的销售额也已经连续5 个月环比回升，同比降幅从 30%收窄至18%。实际上，外包封测业务已经成为IC 大厂未来必然的选择。全球金融危机加快了IDM 企业剥离IC 封测业务的步伐，从2007 年四季度至今，已有十多家IDM 封测工厂被关闭，外包订单按量计增长约6%。因此，国内封测行业的市场仍有进一步扩大的潜力。

五、新技术推广情况决定公司发展快慢

长电科技在行业内具有一定的技术和规模优势。自2007年以来，公司资本性支出累计将近14亿元，通过积极的投资，公司的生产规模已经进入国内前五名，并且持续保持本土企业的第一名；公司封装测试技术已经达到国际先进水平，取得了多项国际先进的发明专利，具备与国际一流的封装测试企业竞争的技术基础；我国封装测试行业唯一的一家“高密度集成电路封装技术国家工程实验室”获准在长电科技设立；公司已经成功进入国际著名公司（如skyworks、vishay、ADI、仙童、晶炎科技、安森美等）的全球采购链，产品结构和客户结构正逐步优化。

公司的技术优势能否充分发挥是公司业绩能否大幅增长的关键所在。封测技术由单片封装为主向系统级封装升级是必然的趋势。目前，内资企业还只有公司掌握了系统级封装技术。公司自2006年初就开始着手进行SiP封装产品的研发工作，目前已具备各类SiP封装的设计、制造及封测服务，主要封装类型为：Micro SD（TF）、USB模块、SiP-SIM、LGA、BGA等。产品广泛应用于电子消费品、存储卡、智能卡、密钥、MEMS等领域。同时公司的FC-WLCSP技术、TSV硅穿孔技术的3D封装技术、MIS微间距系统连接技术、倒焊装技术、地磁感应技术和IF-SIM封装技术都很有发展潜力。

2010年，有两项技术最有可能给公司的业绩提升带来较大帮助。一个是公司的IF-SIM封装技术。目前国内还只有公司能掌握这一技术。目前，中国移动拟在国内大规模推广IF-SIM卡，如果该业务在2010年进展顺利的话，将给长电科技带来很大机会。为了应对老产品降价和原材料涨价威胁，公司在消化吸收新加坡子公司ABS公司专利的基础上开发出一种新技术。利用这种技术，公司极有可能实现在集成电路的高端产品上基本不需要再用压延铜带。由于压延铜带要求高纯度，具备柔性，生产的技术难度高，一般占成本25%左右，因此，一旦该项技术得到大规模应用，公司的竞争力将大幅提升，同时也对公司降低成本，提高盈利能力帮助极大。可以说公司的业绩能否超预期将取决于公司技术优势能否充分发挥。虽然目前公司受制于高企的期间费用，但长期来看，掌握技术优势的公司仍然是行业中最具竞争力的龙头。

六、估值及盈利预测

根据我们的预测，公司2009、2010、2011年的每股收益分别为0.04、0.14、0.23元，对应11月13日收盘价6.58元的市盈率为164.50、47.00、28.61倍，暂维持对公司“中性”的投资评级。

表 1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	238,386	227,193	265,848	311,262
减：主营业务成本	190,066	180,502	208,610	242,774
减：主营业务税金及附加	842	523	611	716
营业费用	4,461	4,976	5,051	5,291
管理费用	22,623	26,763	26,585	28,014
财务费用	11,443	9,429	8,773	8,715
资产减值损失	-386	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	33	0	0	0
二、营业利润	9,369	5,001	16,218	25,752
加：营业外收入	2,321	0	0	0
减：营业外支出	221	0	0	0
三、利润总额	11,469	5,001	16,218	25,752
减：所得税费用	15,93	800	2,595	4,120
四、净利润	9,876	4,201	13,623	21,632
归属于母公司所有者的净利润	9,309	3,949	12,806	20,334
少数股东损益	567	252	817	1,298
六、每股收益（元）	0.10	0.04	0.14	0.23

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209