

调研报告

今年增长确定，明后年技术升级

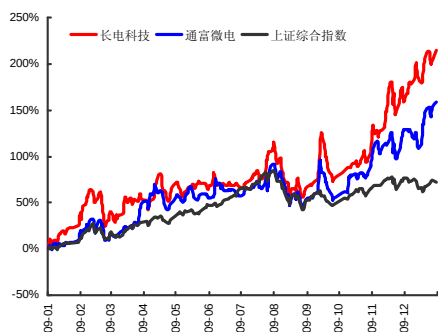
电子元器件

2010年1月5日

长电科技:推荐(合理价格 11.9-13.6 元)

通富微电:推荐(合理价格 15.4-17.6 元)

最近 52 周走势:



相关研究报告:

《政企合力，齐推物联网发展——物联网草根调研之一》2009-12-28

《着眼当前，布局中长期——物联网 2010 年度策略》2009-11-30

报告作者:

熊云彩

电话: 021-58766036-203

Email: xiongye@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

长电科技、通富微电调研报告

事件: 我们近期调研了长电科技和通富微电，与公司交流了行业与公司发展的近况，并探讨了未来一两年公司可能的前景。

投资要点:

➤ **半导体行业复苏明显，半导体设备订单额表明行业仍处于低位。**我们对半导体行业的复苏非常乐观，北美半导体 BB 值连续 5 个月高于 1，但市场没有必要担心后续订单的持续增长，因为订单额的绝对值仍然处于历史低位，仅相当于 2001 年互联网泡沫破灭后的数额。换个角度看，台积电和日月光两大代工龙头在 2010 年扩大资本开支是产业界对半导体行业复苏的信心表现。

➤ **国内封装企业毛利率滞后 BB 值不到 3 个月，毛利率已接近历史最高水平。**从我们调研的长电科技和通富微电的情况看，两家企业开工率均已达历史最高水平，毛利率水平也接近历史最好水平，该数据在 09Q3 报表中已得到反馈。我们预计长电和通富 2010 年毛利率将分别可达 22% 和 19%，均接近历史最好水平。

➤ **长电科技老业务生产创新高，独吞 RF-SIM 封装业务。**在我们认为半导体 2010 年增长确定背景下，长电科技增长点主要来自：第一、今年原有业务恢复性增长；第二、今年 RF-SIM 单季与毛利率高企，且长电独吞 RF-SIM 封装业务；第三、明后年的持续增长来自 SIP 封装的增量和 MOSFET 的增长。

➤ **通富微电产品升级，增长确定。**第一、公司与富士通的合作已进入更紧密的阶段，中高端产能转移趋势已定，公司募投项目在 10 年全部达产，新增产能巧遇行业景气回升。第二、公司新产品 BGA 量产，贡献收入有望过亿，毛利率约为 30%。第三、与东芝的合作才刚刚开始，未来两三年的增长基本明晰，且公司新产品 new-WLP 将进入量产阶段。

➤ **预计长电科技 10 年 EPS 0.34 元，合理价格为 11.9-13.6 元；通富微电 10 年 EPS 0.44 元，合理价格为 15.4-17.6 元。**我们以长电科技上市以来估值中值和均值为参照，给予 35-40 倍估值区间，长电科技合理价格为 11.9-13.6 元，通富微电合理价格为 15.4-17.6 元。

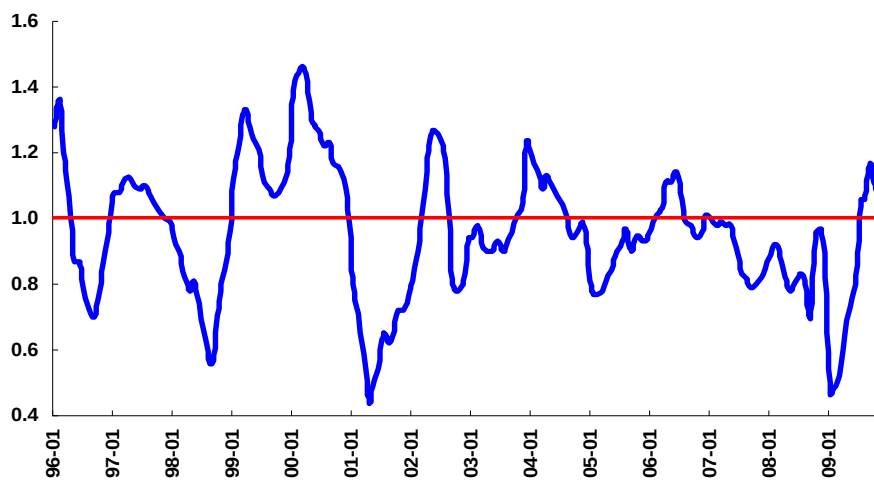
有别于市场的观点

- 1、半导体行业的复苏才刚刚开始,认为目前市场对于 BB 值可能回调的担忧没有必要,因为订单额的绝对值仍位于历史低位,仅相当于互联网泡沫破裂后的 2001 年的水平。
- 2、对长电科技和通富微电业绩预测值高于市场一致预期。主要是我们对半导体行业的复苏非常乐观,预计开工率和毛利率水平均能维持在高位。

半导体行业复苏, 2010 年景气度将持续

北美半导体设备制造商 BB 值连续五个月高于 1, 处于 06 年下半年以来最好水平。自 09 年 7 月份以来, 北美半导体设备制造商 BB 值 (订单额/出货额, 大于 1 表明行业处于景气阶段) 一直高于 1, 分别为 1.06、1.06、1.17、1.09 和 1.06。回顾历史, 自 06 年 6 月份以来, BB 值一直低于 1 (06.12 和 07.01 分别为 1.01 和 1.00)。BB 值持续高于 1 表明半导体行业复苏的持续性。

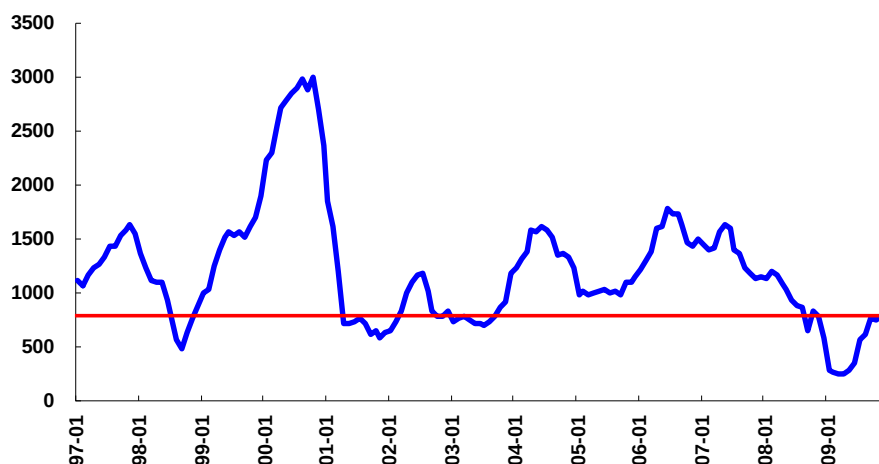
图表 1: 北美半导体设备制造商 BB 值连续五个月高于 1 (09.11)



数据来源: SEMI, 国联证券研究所

订单额仍在历史低位, BB 值 2010 年仍将持续高于 1。从订单额的角度看, 虽然近半年来订单额一直在上升, 但总额仍处于历史底部, 仅相当于 01 年网络泡沫破灭后的的水平。从另一方面看, 晶圆代工龙头台积电 2010 年计划投资 30 亿美元, 比 2009 年的 27 亿美元增加超 10%, 另外, 封装龙头日月光和矽品也表示增加 2010 年的 CAPEX。我们认为, 没有必要担心 BB 值连续 5 个月高于 1 之后回调的可能性, 行业景气度仍处于上升期间。

图表 2: 北美半导体设备制造商订单总额处于低位, 仍有空间 (单位: 百万美元)

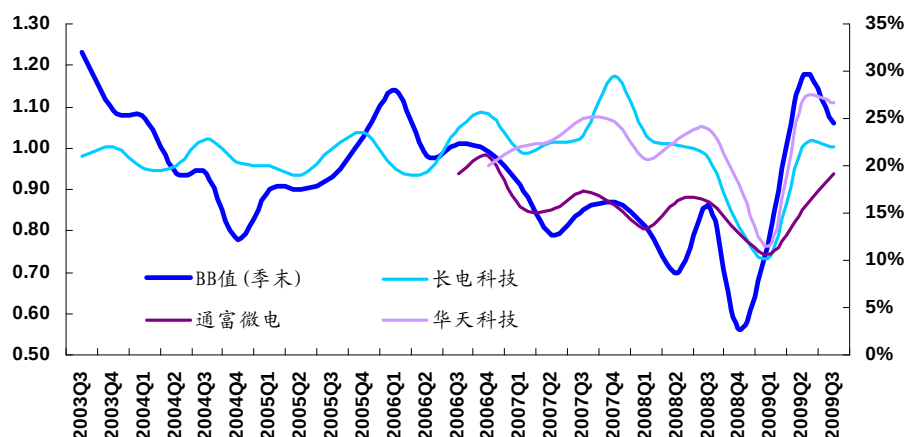


数据来源: SEMI, 国联证券研究所

国内企业与行业相关度越来越高, 毛利率提升

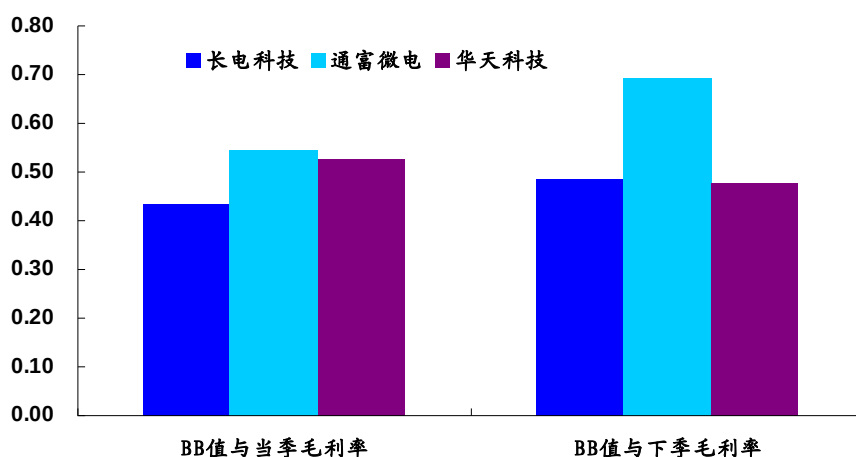
国内封装企业景气度与北美 BB 值相关度越来越高, 滞后不到 3 个月。我们对比北美 BB 值与 A 股三家半导体封装企业 (长电科技、通富微电和华天科技) 的毛利率, BB 值在 08Q4 触底后, 三家企业毛利率在 09Q1 触底, 之后跟随 BB 值上升而上升。我们分别用当季毛利率和滞后一个季度的毛利率与 BB 值对比, 得出长电科技、通富微电和华天科技当季毛利与 BB 值的相关系数分别为 0.43、0.54 和 0.53, 下一季度毛利率与 BB 值相关系数分别为 0.49、0.69 和 0.48。我们认为, 国内封装企业毛利率约滞后于半导体 BB 值不到 3 个月, 且由于产品结构的改善, 相关度将越来越高。

图表 3: 国内封装企业毛利率约之后北美半导体 BB 值 3 个月



数据来源: SEMI, 公司公告, 国联证券研究所

图表 4: 国内封装企业毛利率与北美半导体 BB 值相关系数对比

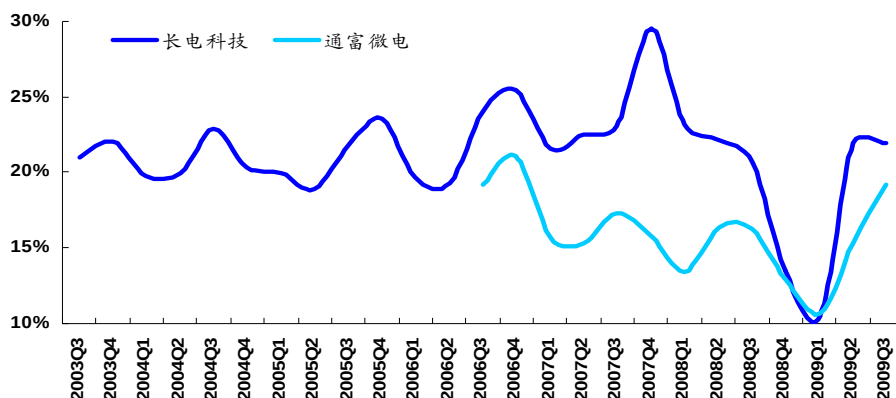


数据来源: SEMI, 公司公告, 国联证券研究所

长电科技和通富微电产能利用率均位于历史高位, 有望继续保持。根据我们的调研信息, 长电科技和通富微电产能利用率自 09 年三季度开始开工率均达到历史高位, 毛利率水平也接近历史高位。根据我们前面对行业的分析 (半导体设备 BB 值在 2010 年将持续高于 1), 我们认为该两家公司的开工率在 2010 年仍将维持在高位。

长电科技毛利率有望保持在 22%, 通富微电毛利率有望改善至 20% 左右。主要有三个因素让我们认为有理由对封装企业毛利率保持乐观: 第一、开工率维持高位; 第二、行业景气度提升, 龙头企业有选择高毛利订单的空间; 第三、新产品的持续推出将拉升总体毛利率。长电科技 2006Q3-2008Q3 单季毛利率均值为 21.98%, 2009Q2 和 2009Q3 单季度毛利率分别为 21.97% 和 21.95%, 接近历史均值, 我们认为 2010 年毛利率有望继续保持在 22%。通富微电毛利率最高的三个季度分别是为 06Q3 (19.22%)、06Q4 (21.06%) 和 09Q3 (19.24%), 我们认为, 在募投项目达产和产品结构改善的背景下, 2010 年毛利率水平有望接近 20%。

图表 5: 长电科技和通富微电毛利率有提升空间



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

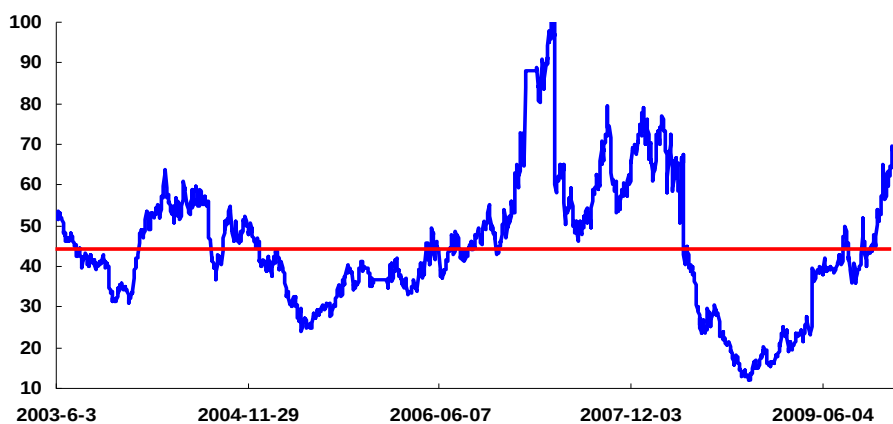
02 专项补贴进一步提高公司利润水平

02 科技专项补贴数额巨大，分三年进入利润表。02 科技专项资金款按中央、省市和企业 1: 1: 1 配备，据调研，长电科技 02 专项补贴约为 2 亿元，以三年平均分配计算（总股本 7.45 亿），影响 EPS 接近 0.10 元，通富微电 02 专项补贴约为 1.6 亿元，同样以三年平均分配计算（总股本 3.47 亿），影响 EPS 超过 0.10 元。需要特别提出的是，科技部尚未将拨款下发，详细资金管理方法和会计入账指导意见也尚未下发，对各年资金分配比例尚没有明确规定。

行业估值区间为 43-45 倍，推荐长电科技和通富微电

长电科技上市以来 PE 估值中枢为 43-45 倍。自长电科技上市以来，最高静态市盈率为 104 倍，最低为 12 倍，均值为 45 倍，中值为 43 倍。我们认为，43 倍-45 倍是市场给予以长电科技为代表的半导体封装企业的合理估值区间。

图表 6: 长电科技上市以来 PE 均值为 45 倍，中值为 43 倍



数据来源: Wind, 国联证券研究所

长电科技 2010 年增长主要来自 RF-SIM 封装业务，明后年高端芯片封装产品和分立器件增速将提升。第一、在原有业务方面，由于需求复苏，且下游厂商信心恢复补库存效应仍在，原有业务的盈利能力我们认为将会接近历史最好水平（07 年）。第二、新产品方面，因 RF-SIM 市场需求较为乐观，且为新产品，单片封装价格和毛利率均高企，且目前只有长电科技能提供 RF-SIM 的封装，有望增加近 1 亿的营业利润。第三、在明后年的持续增长方面，我们看好公司 SIP 封装的增量和 MOSFET 的增长。

通富微电 2010 年增长主要来自富士通中高端产品产能转移和募投项目达产，与东芝的合作将确保后两三年的增长。第一、公司与富士通的合作已进入更紧密的阶段，中高端产能转移趋势已定，且公司募投项目在 2010 年全部达产，在行业高景气背景下产能瓶颈抑制小。第二、公司新产品 BGA 量产，毛利率约为 30%。第三、与东芝的合作才刚刚开始，未来两三年的增长也基本明

晰，且公司新产品 new-WLP 将进入量产阶段。

长电科技：老业务生产创新高，独吞RF-SIM封装

原有产品产能利用率已达历史最好水平。据调研信息，长电科技目前产能利用率已经达到历史最好水平，由于价格下降的原因，盈利能力尚未达到最高水平。公司原有产品历史最高水平盈利

独吞 RF-SIM 封装订单。目前国内 RF-SIM 封装仅公司一家有量产能力，RF-SIM 产能已达 200 万片/月，12 月和 1 月在手订单约为 75 万片/月，2 月份约为 100 万片/月。RF-SIM 为新产品，每片收入超过 10 元，毛利率高于 30%。由于公司位于 RF-SIM 后道工序，无论运营商订单给哪家供应商，后道工序都在公司进行。2010 年按 2000 万片出货量计，公司新增收入接近 3 亿元左右，营业利润增加近 1 亿元。

分立器件逐渐转向中高端功率器件，MOSFET 技术水平国内领先。分立器件一直占公司营业收入约五成，公司明年重点在功率器件，在 MOSFET 技术上已做到国内一流。我们预计 MOSFET 业务需要在 2011 年才能为公司利润带来实质影响。

政府补贴增厚业绩。公司申报国家科技 02 重大专项“高端封装工艺及大容量闪存集成封装技术开发与产业化”项目已成功，中央与地方补贴合计约 2 亿元，目前已完成审批阶段，补贴款项预计 2010 年到账，按三年平均分配计，每年进入利润表约 6700 万元。

预计公司 2010 年每股收益为 0.34 元，合理价格为 11.9-13.6 元。我们预计公司 2010 年每股收益为 0.34 元。以 35-40 倍估值区间计，合理价格为 11.9-13.6 元。

盈利预测核心假设：

- 1、2009-2011 年收入增长率分别为 -5%、25% 和 15%；
- 2、2010-2011 年毛利率分别为 19%、22% 和 23%；
- 3、2010-2011 年管理费用率均为 11.5%、9.5% 和 9.0%
- 4、所得税率为 15%；
- 5、2 亿元政府补贴分三年平均分配至营业外收入，2010-2011 年计入，2009 暂不计入。

通富微电：产品升级，增长确定

与富士通合作进入紧密阶段，中高端产能转移趋势已定。经过多年的合作，公司与富士通的合作关系已进入紧密阶段，目前公司已经直接与富士通微电子对接，而在 09 年之前公司只是与富士通的工厂对接。富士通已决定将 QFN/QFP 产品（对富士通是中端，对通富微电是高端产品）产能在三年之内（含 09 年）转移给公司，预计仅来自富士通产能转移的业务收入增量可达 1 亿元左右，目前公司 QFP 产品收入占比近 20%，毛利率在 25% 左右。

募投项目 2010 年增收 1.5-2 亿。公司 2007 年 IPO 募资投向总共分四个项目，其中三个项目能产生直接经济效益。根据公司招股书，项目达产后年收入约为 4.4 亿元，根据公司 2009 中报，项目全部达产时间在今年年中。我们以下半年全部达产计，项目增收约 2.2 亿元，给予 30% 的项目估算偏差，募投项目增收幅度约在 1.5-2.0 亿元。

图表 7：长电科技和通富微电毛利率有提升空间

项目	量产后正年收入（万元）	达产时间
高密度 IC 封测项目 (QFP)	12408	2010.6.30
功率 IC 封测项目 (CP)	24095	2010.6.30
微型 IC 封测项目 (SC/SOT)	7441	2009.12.31
合计	43944	

数据来源：公司公告，国联证券研究所

BGA 产品进入量产阶段，今年增收 5000 万-1 亿元，毛利率高于 30%。公司 BGA 产品技术储备已多年，今年订单数已达到量产级别（月订单量至少 500 万元）。从公司现有订单看，可确保年收入 5000 万元以上，在行业景气情况下，我们有理由相信 BGA 产品收入将超预期，有望增收近亿元。值得指出的是，公司 BGA 产品毛利率位于各产品之首，高于 30%。

新产品 new-WLP 封装上半年试产，RF-SIM 技术正在谈合作。公司自主研发的 new-WLP 封装技术能用更低的成本完成晶圆级封装，在今年上半年进入试产阶段，我们认为该技术产品很可能在今年下半年获得批量订单。公司在 RF-SIM 封装上正在与设计公司共同研究，力求以更低的成本达到更好的性能。出于谨慎性考虑，我们暂不将 new-WLP 和 RF-SIM 的可能收入计入 2010 年。

与东芝的合作只是个开始，明年有望获得批量订单。公司与富士通的合作成功可视为未来与东芝合作的样本，目前公司与东芝在无锡成立合资公司，主要为增强相互了解和利益绑定。从比较优势来看，日本 IC 企业将封装产能转移到中国的趋势不会改变，且合资的模式可有效解决利益分配和提高本地化

的问题。2010 年暂不计入东芝新增订单, 2011 年预计新增量至少在亿元以上。

政府补贴合计 1.6 亿元。公司共申报 5 个国家科技 02 重大专项项目, 其中 new-WLP、BGA 和汽车电子为主要申报项目, 中央与地方补贴合计约 1.6 亿元 (中央 8000 万元, 地方配套 8000 万元), 按三年平均分配计, 每年进入利润表超 5000 万元。

预计公司 2010 年每股收益为 0.44 元, 合理价格为 15.4-17.6 元。我们预计公司 2010 年每股收益为 0.44 元。以 35-40 倍估值区间计, 合理价格为 15.4-17.6 元。

盈利预测核心假设:

- 1、2009-2011 年收入增长率分别为-5%、32%和 25%;
- 2、2010-2011 年毛利率分别为 16%、19%和 20%;
- 3、2010-2011 年管理费用率均为 7.5%、6.5%和 6.5%
- 4、所得税率为 15%;
- 5、1.6 亿元政府补贴分三年平均分配至营业外收入, 2010-2011 年计入, 2009 暂不计入。

长电科技利润表:

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2383.86	2264.67	2830.83	3255.46
营业成本	1900.67	1834.38	2208.05	2506.70
营业税金及附加	8.42	9.56	11.31	12.75
营业费用	44.61	45.29	56.62	65.11
管理费用	226.23	260.44	268.93	292.99
财务费用	114.43	61.53	39.42	30.72
资产减值损失	-3.86	3.88	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	93.69	49.59	246.51	347.19
营业外收入	23.22	0.00	66.67	66.67
营业外支出	2.21	5.03	2.88	3.37
利润总额	114.70	44.56	310.29	410.48
所得税	15.93	6.68	46.54	61.57
净利润	98.77	37.88	263.75	348.91
少数股东损益	5.68	0.31	9.09	11.72
归属母公司净利润	93.09	37.57	254.65	337.18
EBITDA	582.37	435.45	654.21	797.25
EPS (元)	0.12	0.05	0.34	0.45

通富微电利润表:

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1189.19	1129.73	1491.24	1864.05
营业成本	1011.92	948.97	1207.90	1491.24
营业税金及附加	0.60	0.53	0.65	0.88
营业费用	6.11	7.92	9.46	11.49
管理费用	67.34	84.73	96.93	121.16
财务费用	45.61	24.08	48.34	71.49
资产减值损失	3.88	7.95	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.71	55.55	127.96	167.79
营业外收入	1.26	2.81	53.33	53.33
营业外支出	1.14	0.16	0.86	0.72
利润总额	53.83	58.20	180.43	220.40
所得税	9.31	8.73	27.06	33.06
净利润	44.52	49.47	153.37	187.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	44.52	49.47	153.37	187.34
EBITDA	248.94	146.00	276.01	371.71
EPS (元)	0.17	0.14	0.44	0.54

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。